



Horizonte Handout

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

November 2025

BERENBERG

Wichtige Hinweise

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei dieser Information und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebene Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Die zukünftige Wertentwicklung eines Investments unterliegt unter Umständen der Besteuerung, die von der persönlichen Situation des Anlegers abhängig ist und sich zukünftig ändern kann. Renditen von Anlagen in Fremdwährung können aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder sinken. Mit dem Kauf, dem Halten, dem Umtausch oder dem Verkauf eines Finanzinstruments sowie der Inanspruchnahme oder Kündigung einer Wertpapierdienstleistung können Kosten entstehen, welche sich auf die erwarteten Erträge auswirken. Bei einem Fondsinvestment werden stets Anteile an einem Investmentfonds erworben, nicht jedoch ein bestimmter Basiswert (z.B. Aktien an einem Unternehmen), der vom jeweiligen Fonds gehalten wird. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Wichtige Hinweise und Informationen zu Index- und Marktdaten finden Sie unter <https://www.berenberg.de/rechtliche-hinweise/lizenzhinweise/>. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind und dass Depotkosten entstehen können, die die Wertentwicklung mindern. Zur Erklärung verwandter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung. Das in dieser Unterlage verwendete Bildmaterial dient ausschließlich zu illustrativen Zwecken. Es stellt keinen Bezug zu spezifischen Produkten, Dienstleistungen, Personen oder tatsächlichen Situationen her und ist nicht als Grundlage für Entscheidungen oder Handlungen zu verstehen.

Datum 31.10.2025

Inhaltsverzeichnis

01	Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt	04
	Nach dem Durchatmen Mitte Oktober: Bullenmarkt für Aktien und Edelmetalle dürfte sich fortsetzen	
02	Volkswirtschaft	09
	US-Wirtschaft profitiert vom KI-Boom, Eurozone wartet auf den deutschen Fiskalimpuls	
03	Aktien	14
	Aktien erklimmen neue Hochs und trotzen erhöhter Volatilität an den Märkten	
04	Anleihen	20
	Fehlende US-Konjunkturdaten erschweren der Fed die Orientierung	
05	Rohstoffe	25
	Rohöl zwischen Überangebot und kurzfristiger Verknappung. Gold atmet nach starker Rally durch	
06	Währungen	28
	Sorgen um Frankreich pausieren die Euro-Stärke	



01

Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt

Kapitalmarkt kompakt

Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
		29.10.24	29.10.23	29.10.22	29.10.21	29.10.20
	■ 4W (01.10.25 - 29.10.25)	29.10.25	29.10.24	29.10.23	29.10.22	29.10.21
Industriemetalle	6,6 2,5	1,3	11,7	-5,7	2,1	40,5
Aktien Emerging Markets	5,4 19,3	18,2	24,0	4,9	-20,2	16,4
Globale Wandelanleihen	3,2 6,8	12,1	17,0	-6,7	-13,8	27,1
Aktien Industrienationen	3,1 7,3	11,9	35,3	1,8	-4,9	40,3
Aktien Frontier Markets	3,0 24,7	29,5	17,4	-0,6	-19,8	38,1
Gold	2,8 33,6	32,1	35,0	15,1	7,0	-3,6
USD/EUR-Wechselkurs	1,1 -10,8	-6,7	-2,3	-5,7	16,0	1,0
EUR Unternehmensanleihen	0,7 3,5	4,3	9,6	3,5	-14,8	0,0
EUR Staatsanleihen	0,6 2,6	3,0	6,5	-0,7	-9,7	-1,9
Euro-Übernachteinlage	0,1 1,9	2,5	3,9	2,8	-0,4	-0,6
Brent	-0,1 -13,6	-3,4	-12,2	1,0	64,8	134,2
REITs	-1,7 -9,8	-12,8	29,7	-17,1	-11,7	37,9

Aktien Industrienationen: MSCI World; Aktien Emerging Markets: MSCI Emerging Markets; Aktien Frontier Markets: MSCI Frontier Markets;
REITs: MSCI World REITs Index; EUR Staatsanleihen: ICE BofA 1-10 Year Euro Government Index; EUR Unternehmensanleihen: ICE BofA Euro Corporate Index;
Globale Wandelanleihen: SPDR Convertible Securities ETF; Gold: Gold US Dollar Spot; Brent Rohöl: Bloomberg Brent Crude Subindex TR; Industriemetalle:
Bloomberg Industrial Metals Subindex TR; Euro-Übernachteinlage: ICE BofA Euro Overnight Deposit Rate Index; USDEUR: Preis von 1 USD in EUR.

Zeitraum: 29.10.2020 – 29.10.2025

**Wertentwicklung
ausgewählter Anlageklassen**

Gesamtrendite der Anlageklassen in
den letzten 4 Wochen, seit Jahresanfang
und über die letzten 5 Jahre (% , EUR)

Kapitalmarkt kompakt



Volkswirtschaft

Die Konjunktur in der Eurozone hat im dritten Quartal positiv überrascht und könnte im neuen Jahr sogar noch an Schwung gewinnen.

Um die Inflationsrate zu senken, muss die Bank of England die Konjunktur bremsen. 2026 ist aber Besserung in Sicht.

Die US-Wirtschaft profitiert von einem KI-Boom. Trumps Politik wird das Trendwachstum mittelfristig aber schwächen.



Aktien

Globale Aktienmärkte erreichen neue Allzeithochs im Oktober – trotz zahlreicher Störfeuer und einer wieder höheren Volatilität.

Ein Grund für die Rallye ist die Q3 Berichtssaison, die in den US und auch in Europa gut startete.

Das Marktumfeld für Aktien bleibt auch weiterhin attraktiv. Die Kombination aus fallenden Zinsen, soliden Konjunkturdaten und einer nicht all zu hohen Positionierung sollte Aktien ein solides Jahresende bescheren.



Anleihen

Während der US-Shutdown die Orientierung der Fed erschwert, bleibt die politische Lage in Europa weiterhin angespannt.

Das Risiko von Bewertungskorrekturen bleibt sowohl im Hochzins- als auch im IG-Segment unverändert hoch.

Die Handels- und Zollpolitik von US-Präsident Donald Trump ist nach wie vor das zentrale Thema in den Schwellenländern.



Alternative Investments / Rohstoffe

US-Sanktionen gegen Russland führen zu einer kurzfristigen Angebotsverknappung bei Öl. Der Markt bleibt mittelfristig jedoch übersorgt.

Gold erfährt stärksten Rücksetzer seit 2013. Die strukturellen Treiber des Bullenmarktes bleiben intakt.

Kupfer profitiert aufgrund von Produktionsausfällen von einer Angebotsverknappung. Zusätzlich treibt die Sorge vor Zöllen den Preis zusätzlich.



Währungen

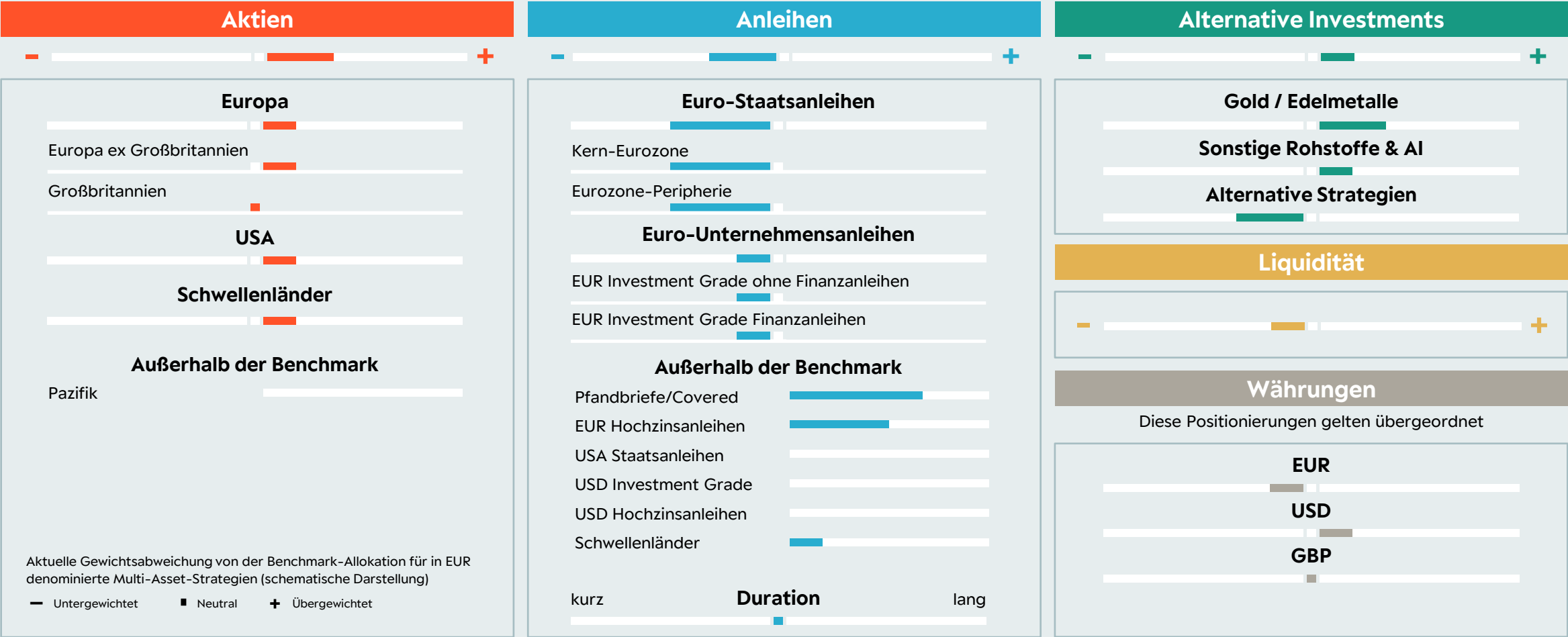
Negativ für den Dollar wirken sich Trumps Angriffe auf die Fed, die steigenden Schulden und die nachlassende Konjunkturdynamik aus.

Die Achillesferse des Euros ist hingegen nach wie vor die politische Situation in Frankreich.

Im Gegensatz zu den meisten anderen Notenbanken wird die Bank of Japan den Leitzins weiter anheben. Dies wird zur Erholung des Yen beitragen.

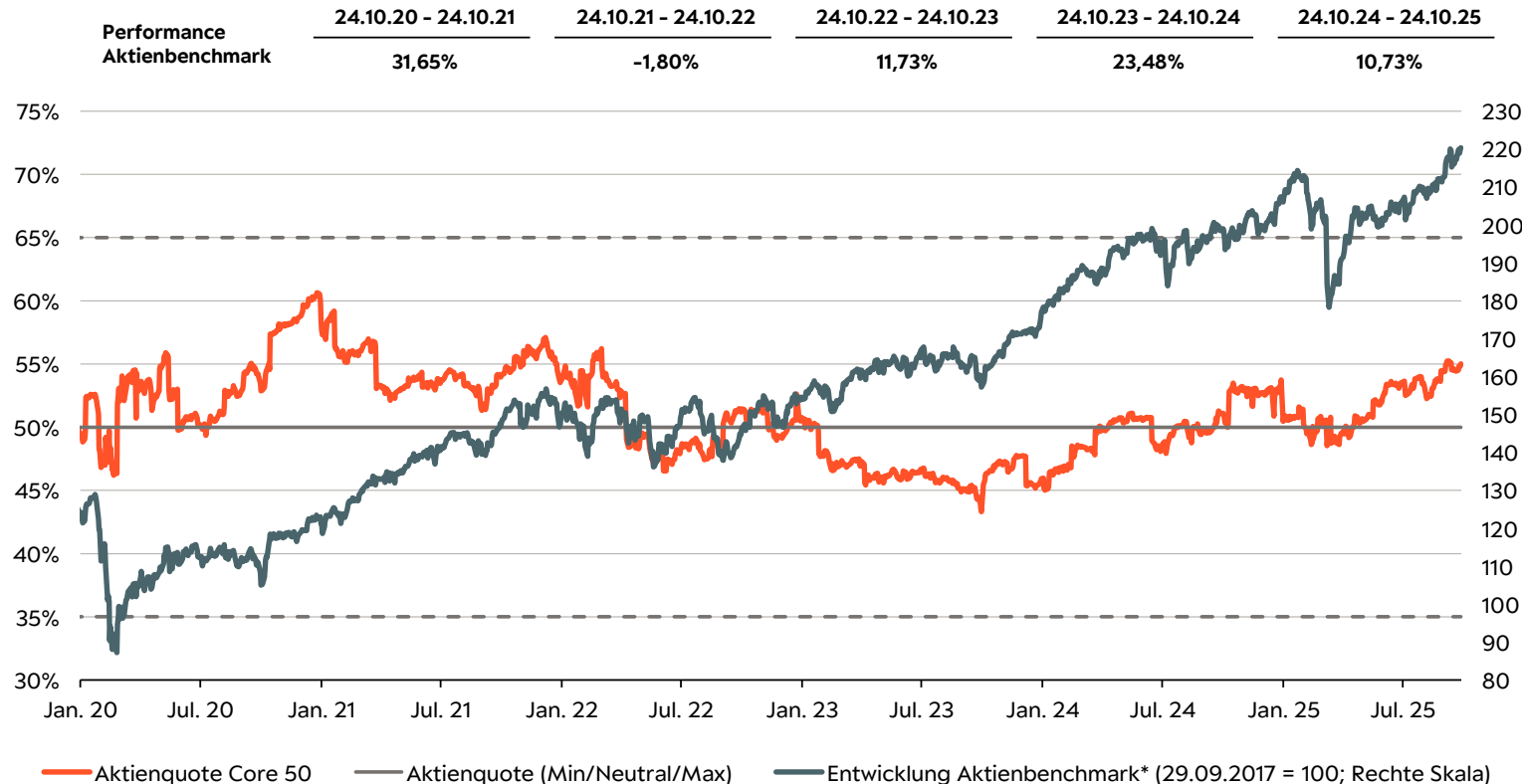
Berenberg Asset-Allokation kompakt

Portfoliopositionierung eines ausgewogenen Multi-Asset-Mandats auf einen Blick



Berenberg Asset-Allokation kompakt

Steuerung der Aktienquote eines ausgewogenen Multi Asset Mandats seit Auflage



Zeitraum: 28.01.2020 – 24.10.2025

Quellen: SimCorp, Bloomberg, Berenberg * „Aktienbenchmark“ setzte sich bis 30.09.2024 aus 70% STOXX Europe NR Index und 30% S&P 500 NR Index zusammen. Ab dem 01.10.2024 setzt sich die Aktienbenchmark aus 60% STOXX Europe NR Index, 34% S&P 500 NR Index und 6% MSCI EM NR Index zusammen.

8 Hinweis: Die dargestellten historischen Wertentwicklungen stellen keinen verlässlichen Indikator für eine zukünftige Entwicklung dar.

- Seit Juni halten wir ein moderates Aktien-
übergewicht ohne starke regionale Präferenz.
Ein stärkerer Rücksetzer im traditionell
volatileren September und Oktober blieb aus,
sodass keine aktive Aufstockung erfolgte. Da
wir unsere Übergewichtung jedoch
beibehalten haben und nach der guten
Entwicklung zu den Monatsenden nicht mit der
Benchmark rebalanciert haben, ist unsere
Übergewichtung leicht angestiegen.
- Dank stabiler Konjunktur, sinkender Zinsen,
positiver Gewinnentwicklung, reichhaltiger
Liquidität, fehlender Euphorie und geringer
Positionierung diskretionärer Anleger, der
zwar noch hohen, aber doch reduzierten
Positionierung systematischer Anleger und der
nun positiven Saisonalität halten wir am
Aktienübergewicht fest. Regional erscheinen
die Schwellenländer zunehmend interessant.
- Bei Edelmetallen haben wir nach der starken
Performance der letzten Monate in zwei
Schritten etwas Gewinne realisiert, bleiben
aber deutlich übergewichtet. Die strukturellen
Treiber für einen säkularen Bullenmarkt
bestehen unverändert. Zudem sind Anleger
nicht hoch positioniert, die Fed senkt die
Zinsen und der US-Dollar neigt zur Schwäche.



02

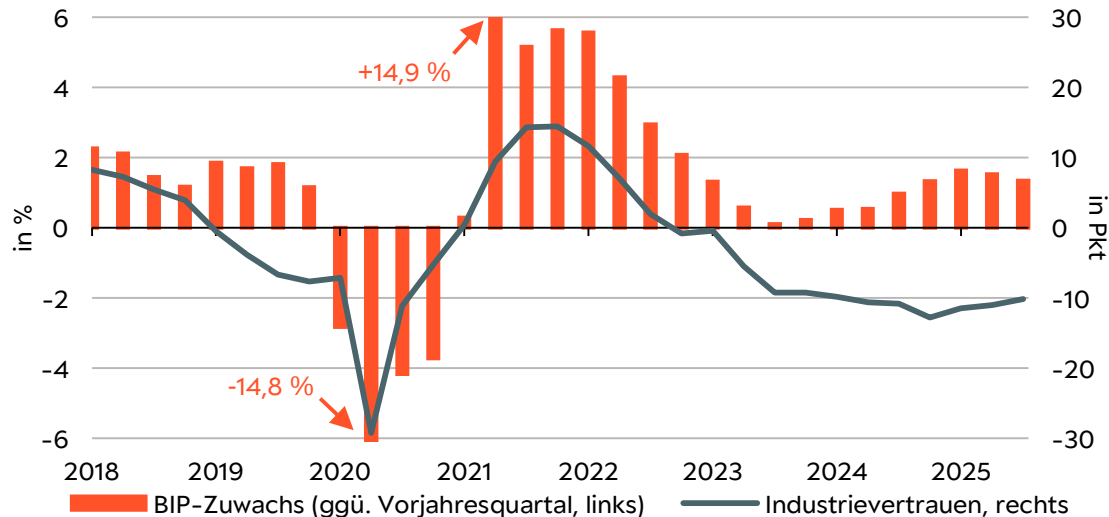
Volkswirtschaft

Eurozone

Mit mehr Schwung ins neue Jahr

- Das BIP der Eurozone ist im dritten Quartal um 0,2 % im Vergleich zum Vorquartal gewachsen. Die Konjunktur hat somit positiv überrascht und könnte im nächsten Jahr sogar noch an Schwung gewinnen.
- Stützend wirkt sich aus, dass der Arbeitsmarkt in der Eurozone trotz des verhaltenen Wachstums weiterhin stabil ist, die Unsicherheit im Handelsstreit mit den USA nachgelassen hat und die EZB-Zinssenkungen zunehmend in der Realwirtschaft ankommen. Im kommenden Jahr ist darüber hinaus mit zusätzlichem Rückenwind durch die steigenden Fiskalausgaben, insbesondere in Deutschland, zu rechnen. Die größte Gefahr für die Eurozone geht derweil von der politischen Instabilität und der hohen Schuldenlast in Frankreich aus.

Wachstum im dritten Quartal überrascht positiv

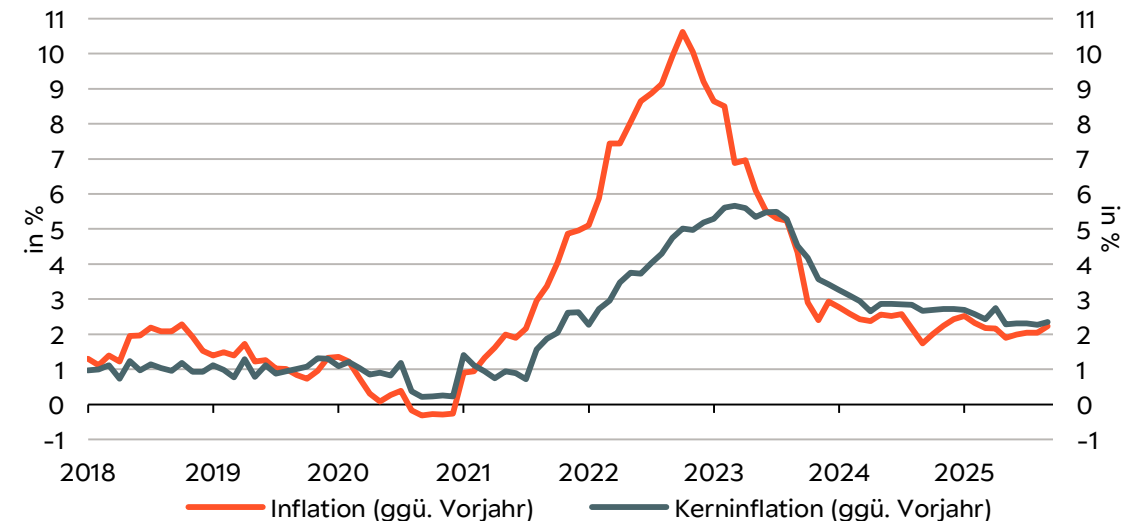


Zeitraum: 01/2018 – 09/2025

Derzeit gibt es für die EZB keinen Grund, sich zu bewegen

- Die EZB wird sich von dem Anstieg der Inflationsrate im Euroraum von 2,0 % im August auf 2,2 % im September nicht aus der Ruhe bringen lassen. Voraussichtlich wird sich die Preissteigerung bis zum Jahresende wieder dem Zweiprozentziel der EZB annähern.
- Die EZB befindet sich weiterhin in einer recht komfortablen Lage. Die Inflationsrate bewegt sich schon seit geraumer Zeit in der Nähe des Zweiprozentziels, während die Konjunktur 2026 voraussichtlich an Fahrt aufnehmen wird. Auf ihrer Sitzung am 30. November hat die EZB den Einlagesatz daher erneut bei 2,0 % belassen. Der nächste Zinsschritt dürfte sogar eine Erhöhung sein. Es wird aber jedoch voraussichtlich bis Mitte 2027 dauern, bis eine erneut anziehende Inflation die EZB dazu veranlassen wird, den Leitzins wieder langsam in Richtung 3 % zu bewegen.

Die Inflationsrate bereitet der EZB keine Sorgen mehr



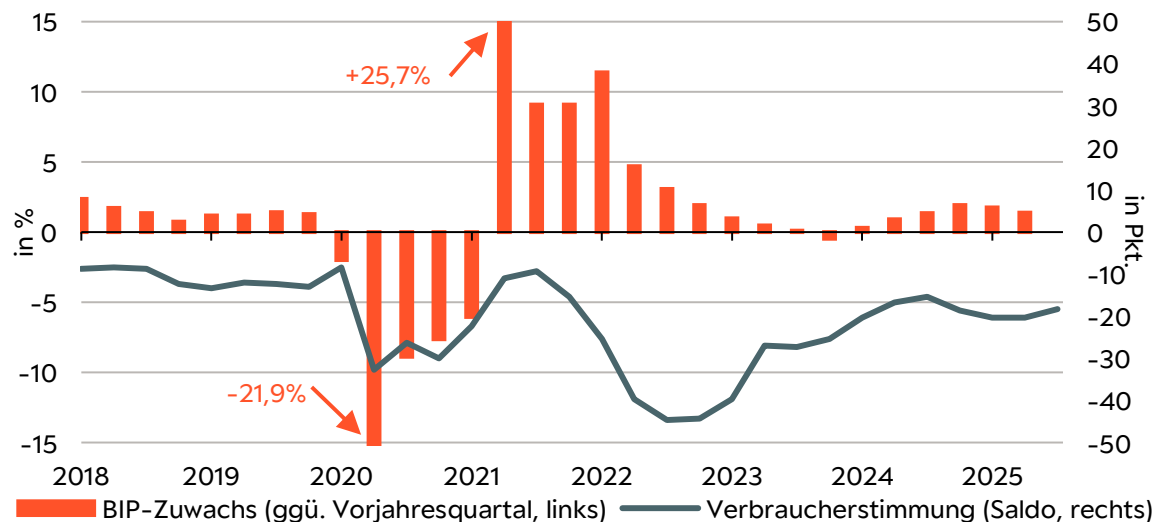
Zeitraum: 01/2018 – 09/2025

Großbritannien

Britische Wirtschaft tritt auf der Stelle

- Die britische Wirtschaft konnte im August um 0,1 % gegenüber dem Juli zulegen. Die Rate für den Juli wurde jedoch von 0,0 % auf -0,1 % nach unten korrigiert. Nach einem soliden BIP-Wachstum im ersten Halbjahr hat sich die britische Wirtschaft somit zuletzt seitwärts bewegt. Während das Verarbeitende Gewerbe aufgrund der hohen Energiekosten bereits seit zwei Jahren stagniert, war der Dienstleistungssektor in den vergangenen Quartalen die Hauptstütze für die Wirtschaft.
- Bis zum Jahresende rechnen wir mit einem weiterhin verhaltenen Wachstum. Die etwas an Schwung verlierende gesamtwirtschaftliche Nachfrage dürfte dazu beitragen, dass sich die Inflation allmählich wieder in Richtung des Zweiprozentziels der Notenbank bewegt. Dies wird ihr erlauben, die Zinssenkungen im kommenden Jahr fortzusetzen, was der Konjunktur einen gewissen Rückenwind verleihen wird.

Britische Wirtschaft verliert etwas an Schwung

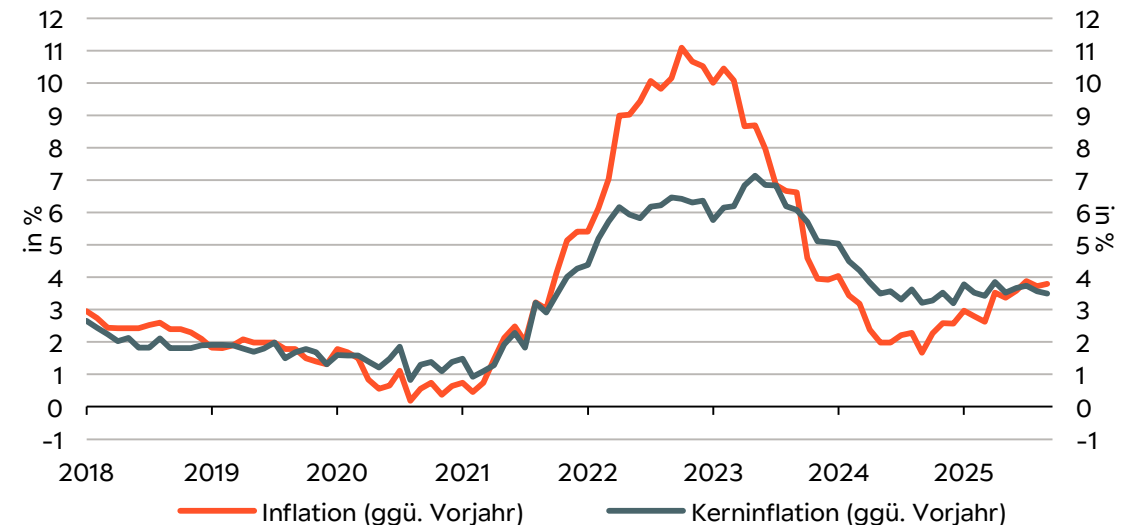


Zeitraum: 01/2018 – 09/2025

Inflationsdruck lässt langsam etwas nach

- Die Inflationsrate im Vergleich zum Vorjahresmonat verblieb im September unverändert wie im August bei 3,8 %. Die Kerninflationsrate sank von 3,6 auf 3,5 %. Damit liegt die Inflationsrate zwar weiterhin deutlich über dem Zweiprozentziel der BoE, es scheint jedoch, dass der durch den höheren Mindestlohn und höhere Steuern ausgelöste Inflationsdruck nun etwas nachlässt.
- Die BoE wird mit einer weiteren Lockerung der Geldpolitik warten, bis eine klare Trendwende bei der Inflation erkennbar ist. Wir rechnen daher erst im ersten Halbjahr 2026 mit zwei weiteren Zinssenkungen um jeweils 25 Basispunkte, bevor der Senkungszyklus bei einem Leitzins von 3,5 % dann im Sommer 2026 zu seinem Ende kommt.

Inflationsgipfel voraussichtlich erreicht



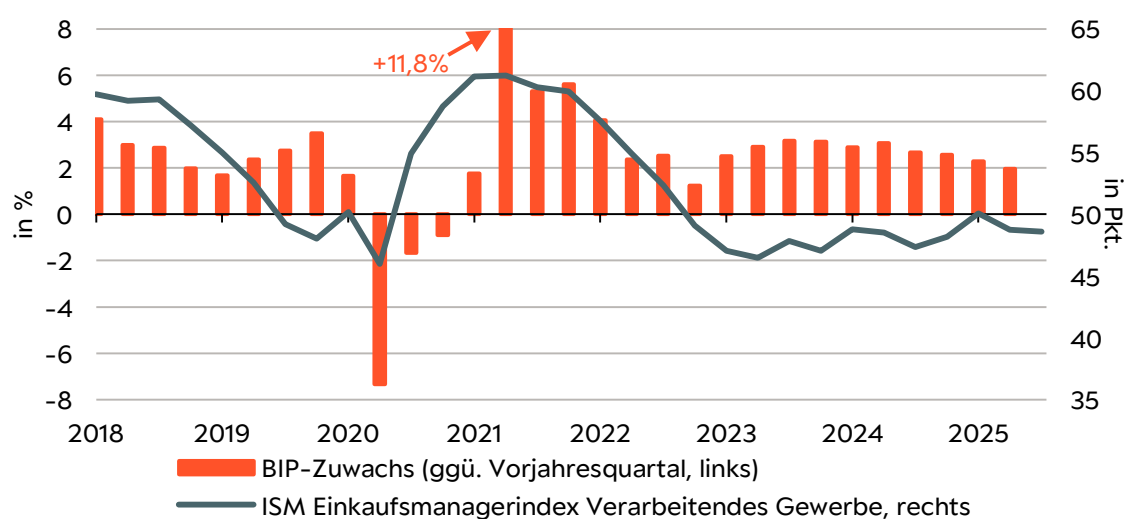
Zeitraum: 01/2018 – 09/2025

USA

KI-Boom kommt für Trump zur rechten Zeit

- Während Präsident Trump seinen entschlossenen Umbau des Landes fortsetzt, macht sich seine Politik zunehmend auch in der Wirtschaft bemerkbar. Die Zoll- und Migrationspolitik lassen die Inflation erneut ansteigen und bremsen das Arbeitskräfteangebot aus. Es werden wenige Angestellte entlassen, aber gleichzeitig auch nur wenige Personen neu eingestellt.
- Unterstützt durch den KI-Boom zeigt sich die US-Wirtschaft jedoch bisher noch von ihrer robusten Seite. Die hohen Aktienbewertungen stützen zudem die Konsumenten und somit die Konjunktur. Mittelfristig dürfte sich die Politik Trumps jedoch stärker bemerkbar machen. Auch die zunehmende Aushöhlung der Institutionen durch die US-Regierung wird wohl die Attraktivität des Wirtschaftsstandorts USA mit der Zeit untergraben. Wir rechnen damit, dass das Trendwachstum auf 1,5 % sinken wird.

Trendwachstum wird unter Trumps Politik leiden

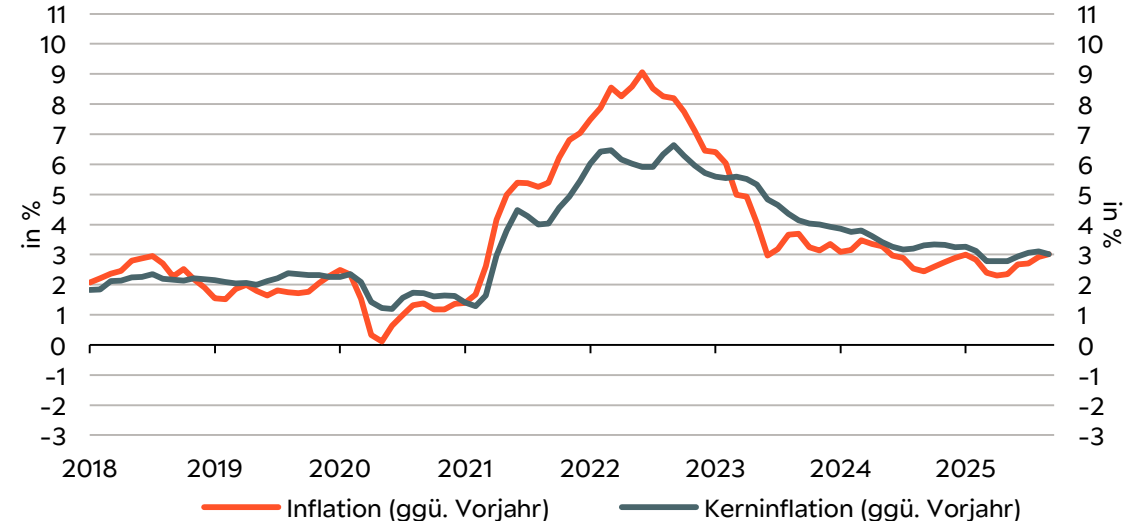


Zeitraum: 01/2018 – 09/2025

Die Fed befindet sich in einer kniffligen Lage

- Die US-Zölle und die restriktive Migrationspolitik unter Trump lassen die Inflation steigen, was eigentlich eine strikte Geldpolitik erfordern würde. Allerdings kühlt sich der US-Arbeitsmarkt derzeit ab, was wiederum nach konjunkturstützenden Zinssenkungen verlangt. Zur Feinjustierung der Geldpolitik ist die Fed aktuell ganz besonders auf ein präzises Lagebild angewiesen. Es kommt daher zur Unzeit, dass aufgrund des aktuellen Shutdowns in den USA kaum Wirtschaftsdaten veröffentlicht werden und sich die US-Notenbank somit derzeit im halben Blindflug befindet.
- Auf ihrer Sitzung am 29. Oktober ist die Fed wie erwartet auf Nummer sicher gegangen und hat den Leitzins erneut um 25 Basispunkte gesenkt. Der zunehmende Inflationsdruck wird einer weiteren geldpolitischen Lockerung jedoch wahrscheinlich einen Riegel vorschieben, sodass die Leitzinsspanne bei 3,75–4,00 % verharren wird.

Steigende Inflation könnte weitere Zinssenkungen verhindern



Zeitraum: 01/2018 – 09/2025

Prognosen

	BIP-Wachstum (in %)						Inflation (in %)					
	2025		2026		2027		2025		2026		2027	
		Ø**		Ø**		Ø**		Ø**		Ø**		Ø**
USA	1,9	1,9	1,8	1,8	1,5	2,0	2,8	2,8	2,9	2,9	2,6	2,5
Eurozone	1,4	1,3	1,2	1,1	1,5	1,5	2,1	2,1	1,9	1,8	2,2	2,0
Deutschland	0,3	0,2	0,8	1,1	1,3	1,5	2,2	2,2	1,9	2,0	2,2	2,0
Frankreich	0,8	0,6	0,8	0,9	1,1	1,2	1,0	1,0	1,6	1,5	2,1	1,8
Italien	0,5	0,5	0,6	0,8	0,9	1,0	1,8	1,8	1,9	1,6	2,1	1,9
Spanien	2,8	2,7	2,2	2,0	2,4	1,8	2,7	2,5	2,3	2,0	2,4	2,0
Großbritannien	1,4	1,4	1,0	1,2	1,5	1,5	3,4	3,4	2,6	2,5	2,0	2,0
Japan	1,2	1,1	0,8	0,7	1,0	0,8	3,0	3,0	1,8	1,8	1,7	2,0
China	4,9	4,8	4,2	4,3	3,9	4,1	0,0	0,0	1,3	0,8	1,9	1,2
Welt*	2,6	-	2,4	-	2,3	-	-	-	-	-	-	-

* Zu tatsächlichen Wechselkursen, nicht nach Kaufkraftparität (KKP). KKP würde den schnell wachsenden Schwellenländern mehr Gewicht beimessen.

** Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens



03

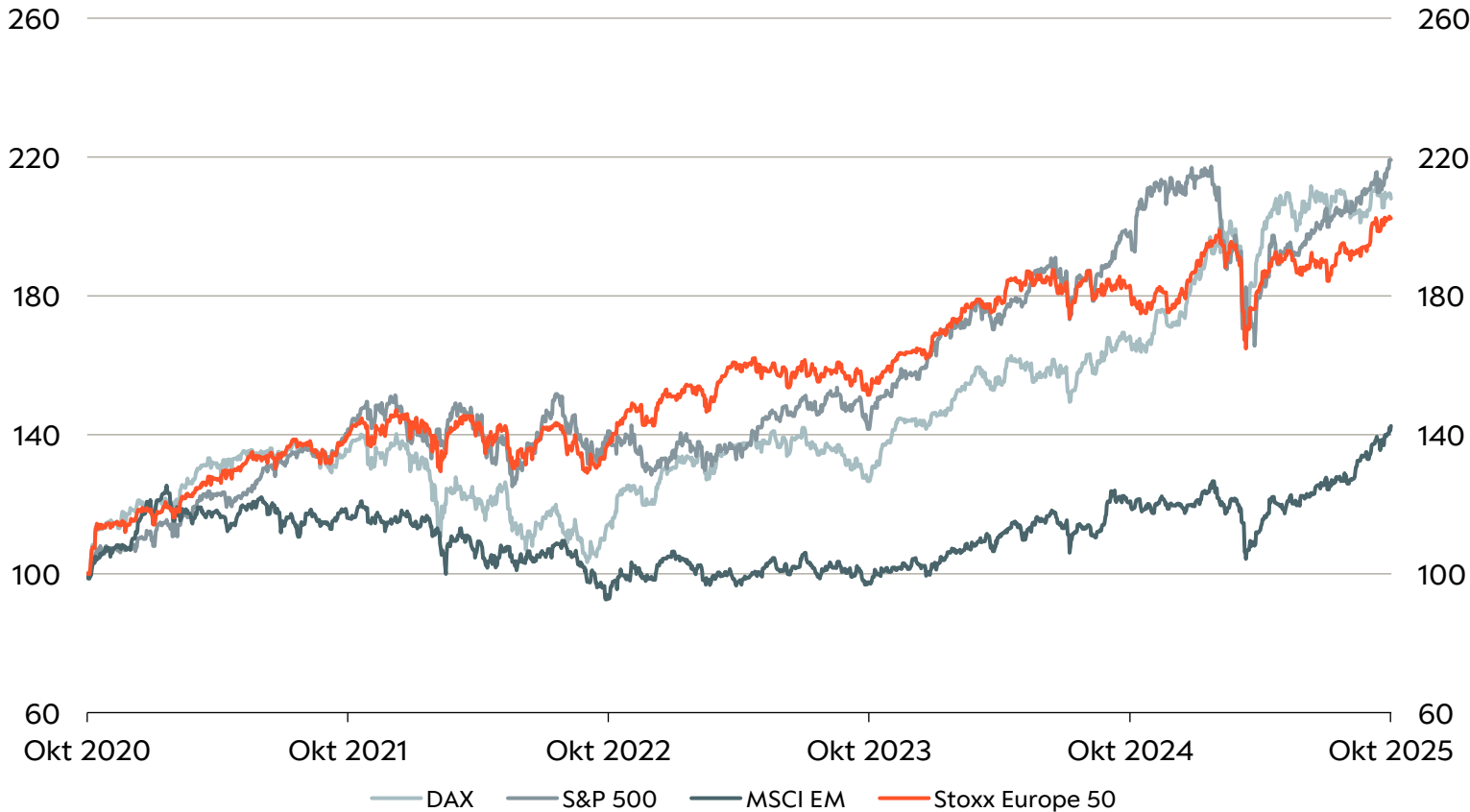
Aktien



BERENBERG

Aktien erklimmen neue Hochs, trotzen saisonaler Volatilität

Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes



Zeitraum: 29.10.2020 – 29.10.2025

Aktien trotzen geopolitische Risiken und entwickeln sich auch im Oktober positiv

Historisch betrachtet ist der Oktober vor allem für eins bekannt: Volatilität. Die gab es auch dieses Jahr. Angefangen mit dem Rücktritt des französischen Premiers, das Hin-und-Her im Zollstreit zwischen den USA und China, kriselnde US Regionalbanken, sowie der US Shutdown haben allesamt dazu beigetragen, dass die Schwankungsbreite von Aktien im Oktober wieder angezogen hat.

Die Märkte trotzten aber den zahlreichen Störfeuern und entwickelten sich auch im Oktober positiv. Zahlreiche Leitindizes, darunter auch der S&P 500 und der Stoxx Europe 50, knackten in ihren jeweiligen Lokalwährungen ihre bisherigen Allzeithochs.

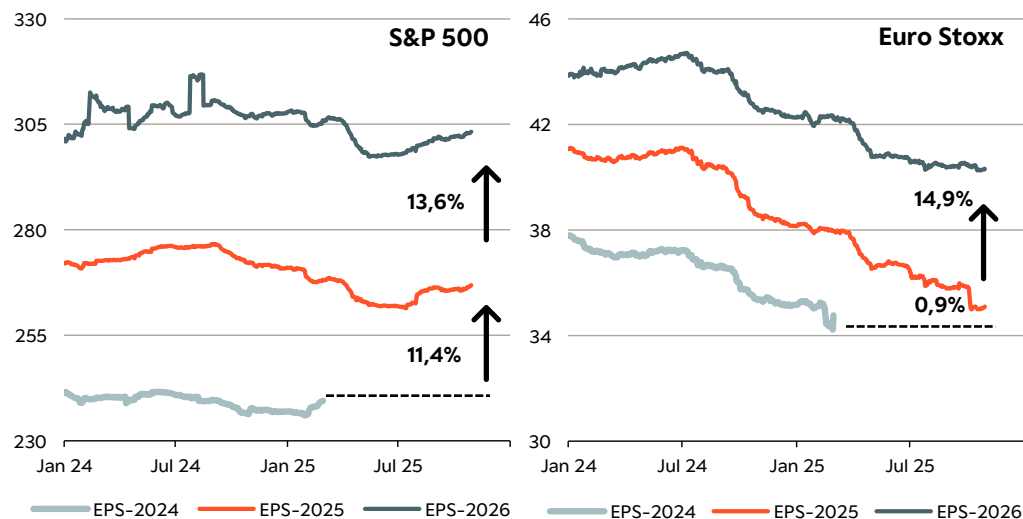
Das Marktbild bleibt auch weiterhin sehr vorteilhaft für Aktien. Die Kombination aus den bisherigen und erwarteten Leitzinssenkungen der Fed, soliden US-Konjunkturdaten und Unternehmensergebnissen, eine nicht allzu hohe Marktpositionierung sowie saisonale Rückenwinde sollten den globalen Aktienmärkten ein gutes Jahresende bescheren.

Q3 Ergebnisse übertreffen die Markterwartungen

US-Unternehmen übertreffen die Markterwartungen erneut

- Bis jetzt zeichnet die Q3-Berichtssaison ein positives Bild des US-Aktienmarktes. Ein Großteil der US-Unternehmen, die ihre Bücher offengelegt haben, übertrafen die Gewinnerwartungen der Aktienanalysten.
- Auch die Guidance der Unternehmen für die Zukunft ist im Durchschnitt positiv. Die US-Gewinnprognosen für das nächste Jahr haben deutlich angezogen. Mittlerweile erwarten die Marktanalysten, dass die Gewinne der US-Unternehmen 2026 um mehr als 13% wachsen, nach schon knapp 11% in diesem Jahr.
- Solche Wachstumsraten stechen vor allem im Vergleich zum Euroraum hervor. Für Aktien hierzulande wird 2025 ein Gewinnwachstum von nur 0,9% prognostiziert. In der Eurozone belastet der schwache US-Dollar, in den USA beflügelt er die Gewinne.

Durch gute Quartals-Ergebnisse steigen US-Gewinnprognosen

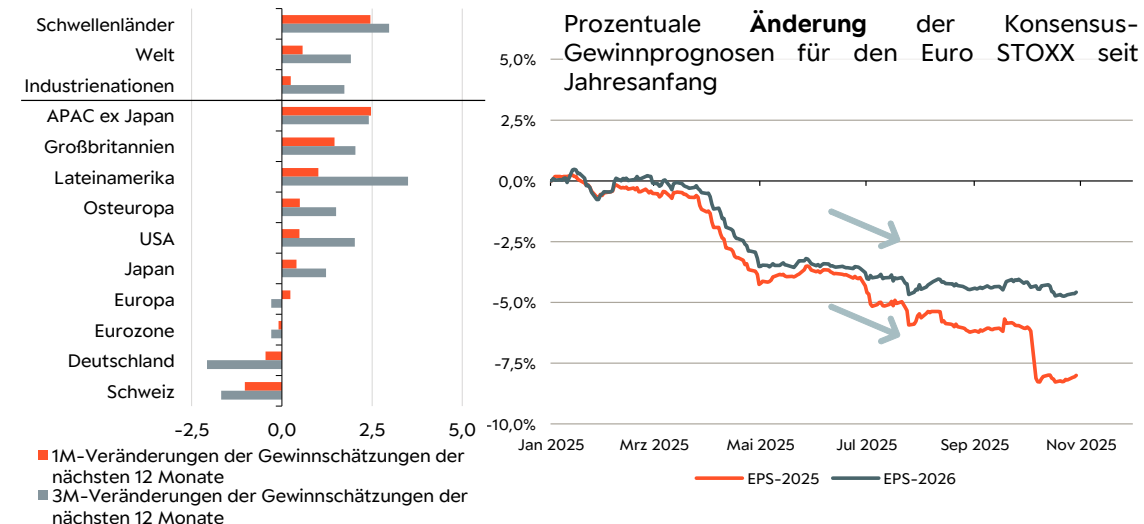


Zeitraum: 01.01.2024– 30.10.2025

Marktsentiment um EU-Aktien wirkt besonders verhalten

- Die Berichtssaison läuft aber auch auf dieser Seite des Atlantiks relativ gut. Bisher haben 44% der Unternehmen ihre Quartalsabschlüsse präsentiert und konnten Gewinn- sowie Umsatzerwartungen im Mittel schlagen.
- Trotzdem zeigen Analysten sich weiterhin pessimistisch und haben ihre Gewinnprognosen für deutsche und EU-Titel nach unten geschraubt, während diese für andere Industrieländer (z.B. Großbritannien) nach oben korrigiert wurden.
- Im Schnitt haben Analysten ihre 2025 & 2026 Gewinnprognosen für EUR-Aktien um 8,0% bzw. 4,5% seit Jahresanfang gesenkt. Der starke Euro, politische Störfeuer und die schwächelnde Konjunktur sind alles Gründe für diese Entwicklung.

Gewinnrevisionen fielen zuletzt für die Eurozone und Deutschland



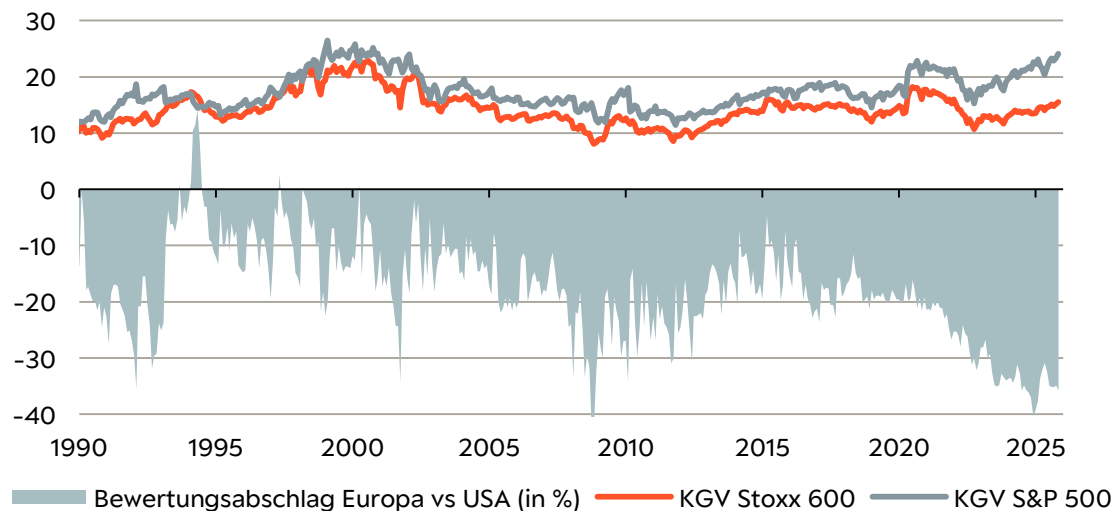
Stand: 30.10.2025

Einer Aktienhausse zum Jahresende dürfte nichts im Wege stehen

Bewertungen steigen auf beiden Seiten des Atlantiks

- Im Oktober stiegen die Bewertungen von US- und europäischen Aktien weiter an. Die Bewertungsdifferenz auf Basis des Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV) zwischen den beiden Märkten blieb unverändert hoch bei 36%.
- Mit einem KGV von 15,5 auf Basis der Gewinnschätzungen für die nächsten 12 Monate wirken europäische Aktien, zumindest im Vergleich zu US-Märkten, die mit einem KGV von 24 handeln, daher unverändert günstig.
- Aber auch das KGV der Schwellenländer liegt im Schnitt bei nur 15. Dies, strukturelle Wachstumstreiber, sowie ein unverändert überbewerteter US-Dollar machen daher aus unserer Sicht auch EM-Aktien zunehmend interessant.

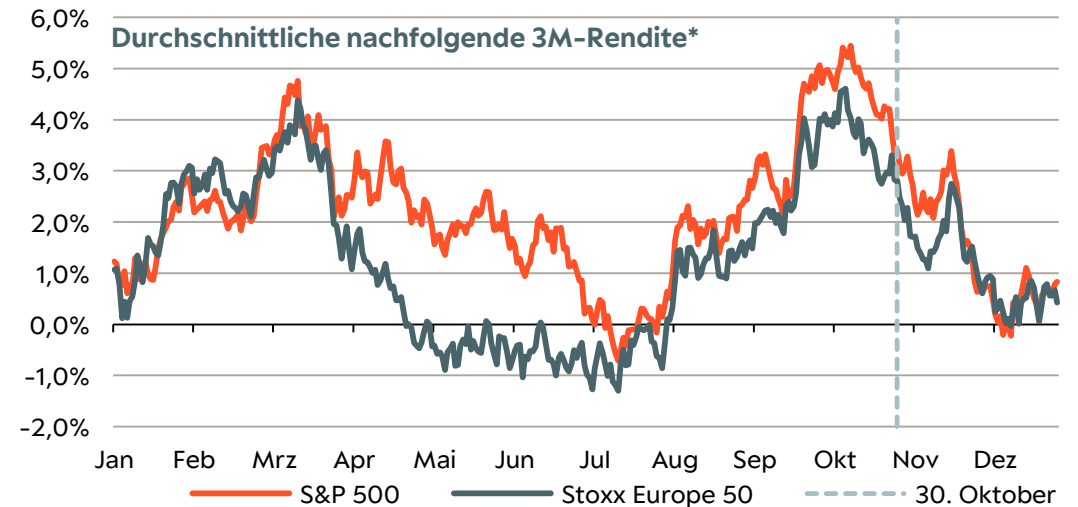
Verglichen mit US-Aktien wirken EU-Aktien unverändert günstig



Das Set-Up für Aktien bleibt weiterhin sehr vorteilhaft

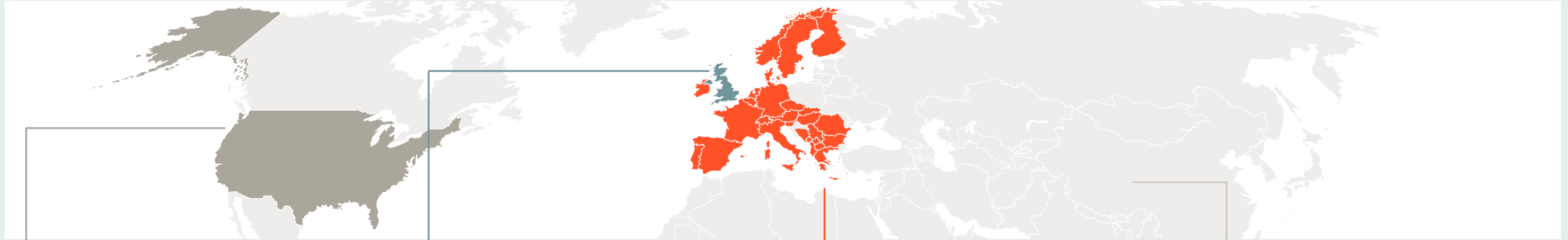
- Top-Down oder Bottoms-Up: Das Markt-Setup sieht weiterhin sehr positiv aus für Aktien. Die Kombination aus den Leitzinssenkungen der Fed, soliden Konjunkturdaten, sowie Unternehmensergebnissen, die auf der positiven Seite überraschen, sollten Aktien einen relativ guten Jahresabschluss beschern.
- Nicht zu vernachlässigen sind auch saisonale Rückenwinde. Im historischen Schnitt ist die Rendite über die nachfolgenden drei Monate von EU und US-Aktien für Oktober und November besonders positiv.
- Aber auch eine nicht allzu hohe Marktpositionierung (vor allem von diskretionären, weniger von systematischen Investoren) stimmen uns positiv für Aktien.

Saisonale Rückenwinde helfen EU und US-Aktien ins Jahresende



Zeitraum: 01.01.1999 – 30.10.2025 | *nachfolgende 3M-Rendite: Rendite von heute bis in drei Monaten in der Zukunft

Übergewicht in Europa und in den USA, Schwellenländer auch interessant



USA

übergewichtet

Die weiterhin hohe Bewertung von US-Aktien machen die Region im Vergleich zu günstigeren Regionen wie Europa oder den Schwellenländern weniger attraktiv. Positiv wirken hingegen das hohe Gewicht in potenziellen KI-Gewinnern, die robuste Wirtschaftsdaten, fallende Zinsen, der schwächere US-Dollar sowie die bislang solide Berichtssaison.

Großbritannien

neutral

Auf Indexebene bieten britische Aktien einen Mix aus eher defensiven sowie rohstoffreichen Aktien, was sich in einem Umfeld von hoher Inflation und geopolitischen Risiken auszahlen sollte. Gegen ein Übergewicht spricht das fehlende Momentum in der britischen Konjunktur.

Europa ex. UK

übergewichtet

Europäische Unternehmen weisen trotz der guten Entwicklung seit Jahresanfang keine hohe Bewertung auf. Sollte sich die Konjunktur spürbar erholen, wie von unseren Volkswirten erwartet, besteht weiteres Aufholpotenzial.

Schwellenländer

übergewichtet

Starkes strukturelle Wachstumstreiber in Kombination mit attraktiven relativen Bewertungen sowie dem weiterhin überbewerteten US-Dollar machen Schwellenländer als regionales Übergewicht zunehmend interessant.

Prognosen

Indexprognosen

	29.10.2025	30.06.2026	31.12.2026	In 12 Monaten
	Aktuell			Ø*
S&P 500	6.891	7.000	7.200	7.534
DAX	24.124	25.500	26.500	27.874
Euro Stoxx 50	5.706	5.800	6.000	6.238
MSCI Großbritannien	2.779	2.800	2.900	3.015

Indexpotential (in %)

S&P 500	-	1,6	4,5	9,3
DAX	-	5,7	9,8	15,5
Euro Stoxx 50	-	1,7	5,2	9,3
MSCI Großbritannien	-	0,7	4,3	8,5



04

Anleihen



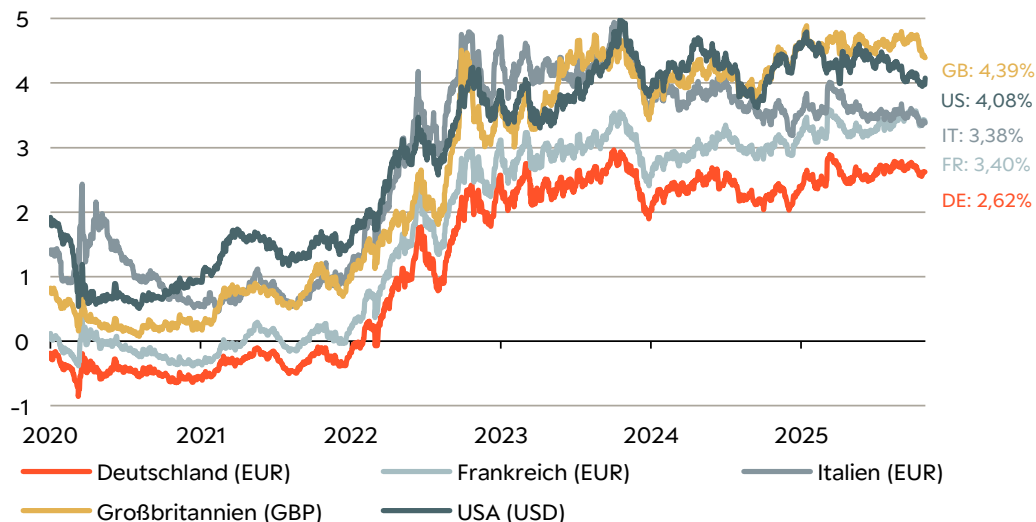
BERENBERG

Fehlende US-Konjunkturdaten erschweren der Fed die Orientierung

Die Fed-Zinssenkung im Dezember „noch lange nicht“ sicher

- Wie von den Marktteilnehmern erwartet, übte die Fed nach ihrer regulären Sitzung im Oktober eine "Risk Management"-Zinssenkung um 25 Basispunkte aus. Die Aussagen des Fed-Chefs Jerome Powell, der eine weitere Zinssenkung im Dezember infrage gestellt hat, waren hingegen falkenhafter als antizipiert. Außerdem gingen die Meinungen der anderen FOMC-Mitglieder bezüglich des weiteren Zinspfads weit auseinander.
- Neben dem politischen Zinssenkungsdruck durch Trump sieht sich die Fed weiterhin mit erhöhten Inflationsrisiken durch von ihm eingeführte Zölle sowie einem schwächelnden Arbeitsmarkt konfrontiert. Die fehlenden makroökonomischen Daten und die anhaltende Unsicherheit in den Handelsverhandlungen erschweren der Fed zusätzlich die geldpolitische Orientierung.

10-jährige Renditen (%) zuletzt volatil

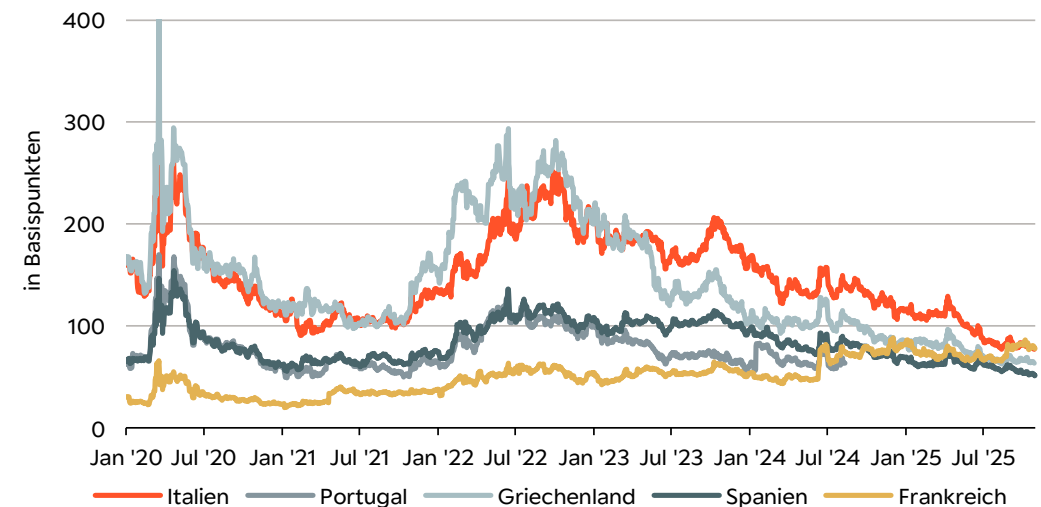


Zeitraum: 01.01.2020–29.10.2025

Frankreich: Keine fiskalische Disziplin in Sicht

- Die politische Stimmung in Frankreich bleibt weiterhin trübe: Obwohl Sébastien Lecornu zwei Misstrauensvoten gewonnen hat, geht der Budgetstreit im französischen Parlament weiter. Der wiederernannte Premierminister setzte die geplante Rentenreform auf Aufforderung der Sozialisten bis nach den Präsidentschaftswahlen komplett aus, um deren Stimmen für das Votum zu gewinnen.
- Selbst bei erfolgreicher Umsetzung des Haushaltsplans werden steigende Zinszahlungen die Staatsschulden und somit auch die Schuldenquote weiter belasten. Der neue Haushaltsplan von Lecornu sieht weiterhin vor, das Defizit bis 2029 auf drei Prozent zu senken – ein ambitioniertes Ziel angesichts der politischen Unsicherheiten und wirtschaftlichen Belastungen.

Französische Risikoprämie weiter auf erhöhtem Niveau



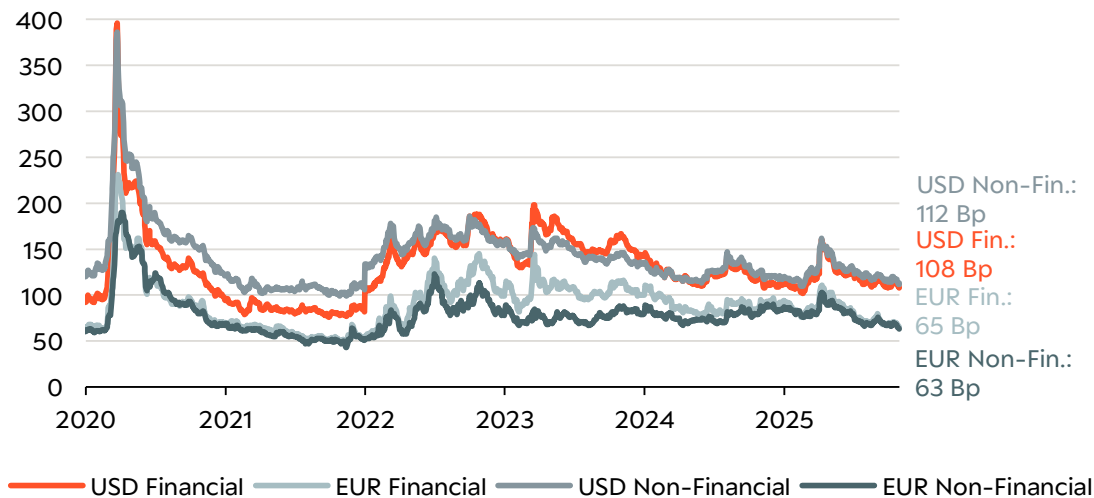
Zeitraum: 01.01.2020–29.10.2025

Hoffnung auf Aufschwung in Europa; USA-China-Verhandlungen im EM-Fokus

Unternehmensanleihen: Historisch niedrige Spreads mahnen zur Vorsicht

- Die Risikoaufschläge von IG- sowie Hochzinsunternehmensanleihen blieben im Oktober weiterhin stabil. Zwar gibt es zahlreiche Hinweise auf eine Verlangsamung der US-Konjunktur und es wird noch einige Zeit dauern, bis sich die Hoffnungen auf die deutschen Investitionsprogramme im realen Wachstum niederschlagen. Allerdings hat sich das Risiko einer US-Rezession gegenüber dem Frühjahr verringert und die US-Zölle für Europa liegen unter den befürchteten Extremwerten.
- Das Hochzins- als auch das IG-Segment werden von soliden Bilanzen und Mittelzuflüssen unterstützt, während die Neuemissionen vom Markt gut aufgenommen werden. Das Renditeniveau von Unternehmensanleihen bleibt interessant. Aufgrund der historisch niedrigen Spreads ist das Risiko von Bewertungskorrekturen in letzter Zeit jedoch gestiegen.

Unternehmensanleihen: Spreads weiterhin auf niedrigem Niveau

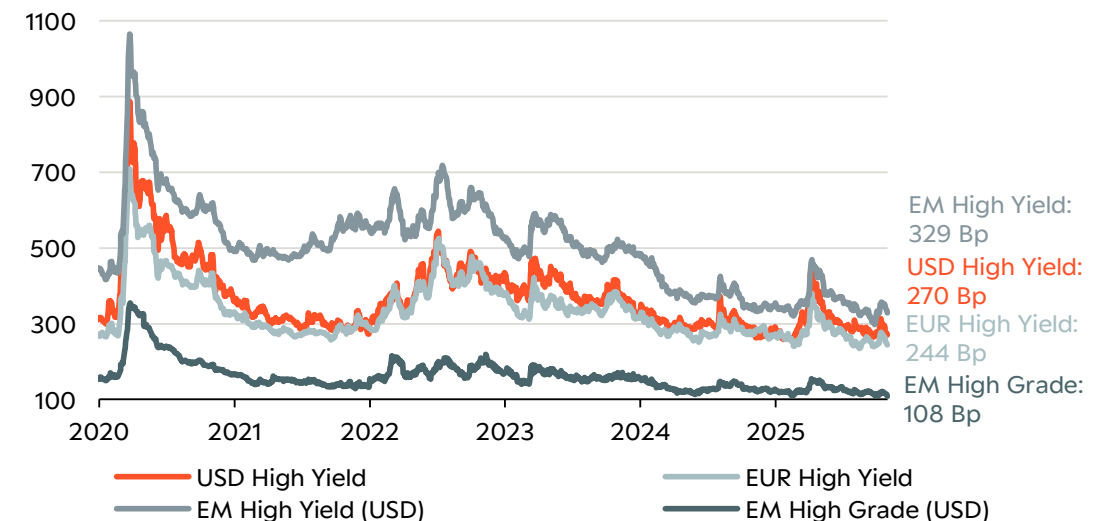


Zeitraum: 01.01.2020 – 29.10.2025

Schwellenländeranleihen: Verhandlungen mit Trump weiter im Fokus

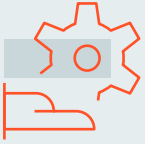
- Die Handels- und Zollpolitik von US-Präsident Donald Trump sorgt weiterhin für Spannungen in den Schwellenländern. Zuletzt gab es jedoch Entspannung in den Verhandlungen zwischen den USA und China – am 30. Oktober fand das mit Spannung erwartete Treffen zwischen Donald Trump und Xi Jinping. Die finalen Bedingungen der Vereinbarungen sowie Trumps Wille, sich daran zu halten, bergen jedoch weiterhin Risiken für die Schwellenländer.
- Die weiterhin robuste US-Wirtschaft sowie die geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen in China schaffen jedoch ein positives makroökonomisches Umfeld für EM-Anleihen. Die robusten Fundamentaldaten und die überschaubaren Verschuldungsquoten dürften einem möglichen zollbedingten Aufwärtstrend der EM-Risikoprämien entgegenwirken.

Schwellenländer: Risikoaufschläge stabilisieren sich



Zeitraum: 01.01.2018 – 29.10.2025

Anleihen Allokation



Kernsegmente

Staatsanleihen

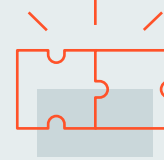
untergewichtet

- Da die Schwankungsbreite der Makrodaten weiterhin erhöht ist, dürfte die Zinsvolatilität bei sicheren Staatsanleihen ebenfalls erhöht bleiben. Die Zinsstruktur ist zwar nicht mehr invertiert aber immer noch flacher als im historischen Durchschnitt. Selbst bei weiteren Zinssenkungen durch die Zentralbanken dürften Renditen längerer Laufzeiten kaum sinken.
- Besicherte Pfandbriefe weisen ein ähnliches Kreditrisikoprofil auf, bieten aber eine höhere Rendite. Dieses Risiko-Ertragsprofil erscheint uns im Vergleich zu Staatsanleihen attraktiver, wenngleich die relative Attraktivität aufgrund engerer Swap Spreads abgenommen hat.

Unternehmensanleihen

neutral

- Aufgrund der niedrigen Risikoaufschläge ist das Risiko von Bewertungskorrekturen sowohl im Hochzins- als auch im IG-Segment in letzter Zeit wieder gestiegen. In unserem Basisszenario sollten sich die Spreads aber kaum ausweiten, so dass Unternehmensanleihen hoher Qualität attraktiver bleiben als Staatsanleihen. Bei der Sektorauswahl konzentrieren wir uns auf defensive Industrien und meiden zyklische. Im Bereich der Hochzinsanleihen sehen wir derzeit noch selektiv Opportunitäten.



Weitere Segmente

Schwellenländeranleihen

übergewichtet

- Anleihen in Lokalwährung bleiben aufgrund hoher Realrenditen, solider Fundamentaldaten in Verbindung mit einem anhaltenden Disinflationstrend in den Schwellenländern und der strukturellen Dollarschwäche weiterhin attraktiv und bieten ein gutes Risiko-Ertrags-Verhältnis.
- Bei Hartwährungsanleihen aus den Schwellenländern präferieren wir Staatsanleihen gegenüber IG-Unternehmensanleihen aufgrund höherer Renditen, längerer Duration sowie höherer Mittelzuflüssen.

Hochzinsanleihen

übergewichtet

- Das Hochzinsanleihen-Segment bleibt weiterhin für viele Investoren aufgrund der positiven Konjunkturaussichten durch die erfolgten EZB-Zinssenkungen und des hohen Carrys attraktiv. Die Risikoaufschläge sind zwar historisch niedrig, aber die durchschnittliche Qualität der Unternehmen im Segment ist auch besser und die Duration ist niedriger als früher.
- Katastrophenanleihen sowie Hochzinsanleihefonds mit defensiverem Profil erachten wir weiter als attraktiv.

Prognosen

Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)	29.10.2025	30.06.2026		31.12.2026	
	Aktuell		Ø*		Ø*
USA					
Leitzins	3,75-4,00	3,75-4,00	3,42	3,75-4,00	3,26
10J US-Rendite	4,08	4,50	4,08	4,80	4,07
Eurozone					
Leitzins**	2,00	2,00	1,93	2,00	1,95
10J Bund-Rendite	2,62	2,85	2,91	3,00	2,97
Großbritannien					
Leitzins	4,00	3,75	3,53	3,50	3,31
10J Gilts-Rendite	4,39	4,75	4,35	4,90	4,27

*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens

**Einlagensatz



05

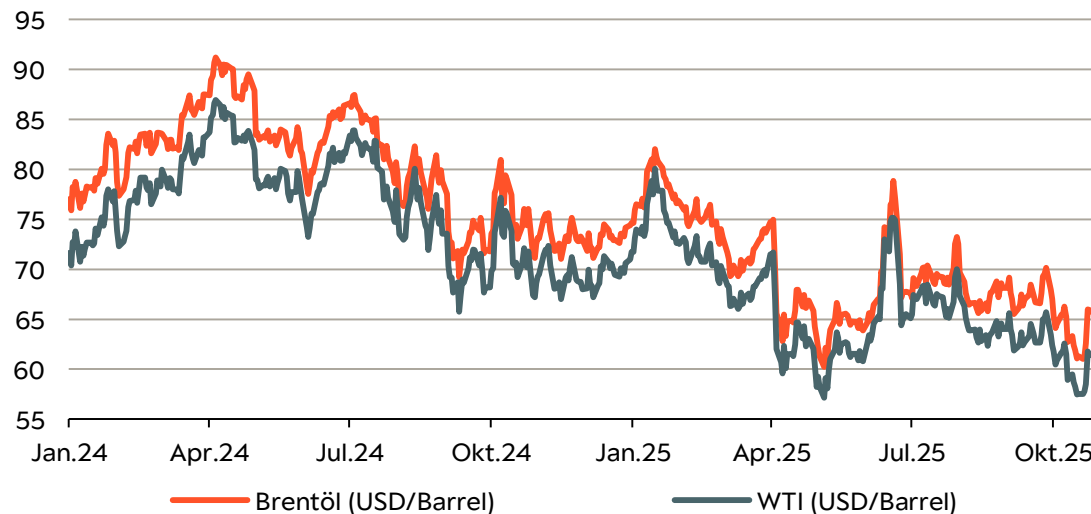
Rohstoffe

Rohöl zwischen Überangebot und kurzfristiger Verknappung

Erneute US-Sanktionen gegen Russland als kurzfristiger Preistreiber

- Der Rohölpreis (Brent) gab aufgrund des nach wie vor reichlichen Überangebots im Verlauf des Monats zunächst weiter nach und testete die 60 USD/Barrel Marke knapp. Zum Monatsende wurden die Verluste jedoch binnen zwei Tagen wieder größtenteils aufgeholt, nachdem die USA eine Verschärfung der Sanktionen gegen Russland vollzogen hat. Konkret wurden zwei der wichtigsten Ölgiganten auf die Sanktionsliste gesetzt, welche zusammen für rund 45 % der russischen Ölexporte verantwortlich sind.
- Darüber hinaus steht Indien ebenfalls kurz vor einem Handelsabkommen mit den USA, wonach Indien seine reichlichen Käufe russischen Öls schrittweise reduziert. Andersfalls droht Präsident Trump mit Sekundärzöllen auf indische Importe. Die daraus resultierende Verknappung des Ölangebots verhalf Brent einen deutlichen Preissprung auf bis zu 65 USD/Barrel zu vollziehen.

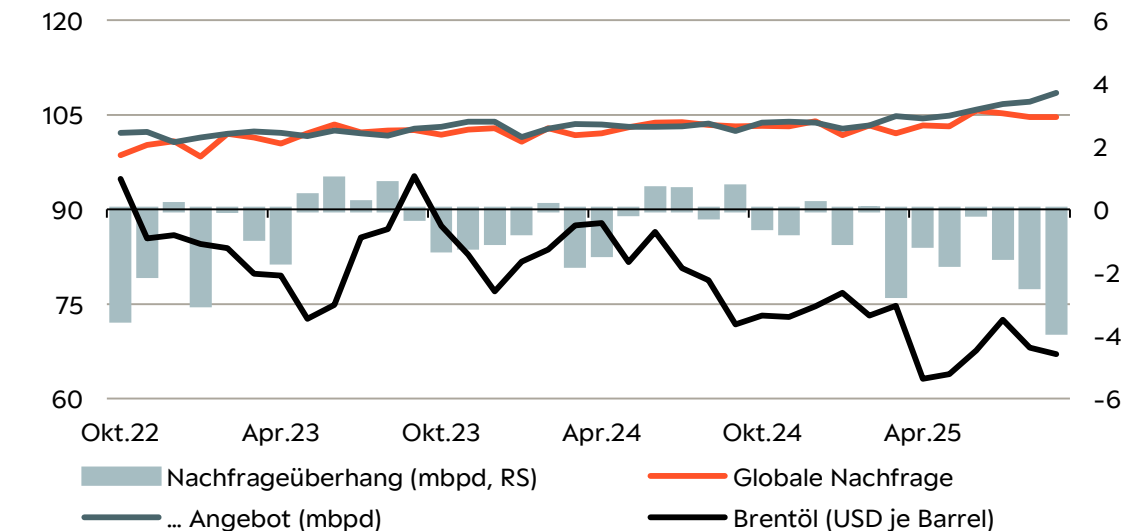
Rohöl mit Preissprung nach Verschärfung der US-Sanktionen



Zeitraum: 01.01.2024 – 29.10.2025

- Mittelfristig dürfte der Ölmarkt jedoch weiter überversorgt bleiben. Insbesondere die weitere Rücknahme von Produktionskürzungen seitens der OPEC+ erhöht das Angebot und führt zu einer anhaltenden Überversorgung des Marktes. Wenig überraschend kalkuliert die IEA für das kommende Jahr ein massives Überangebot von 4 Mio. Barrel pro Tag. Die OPEC selbst schätzt das globale Angebots- und Nachfragegefüge hingegen deutlich robuster ein und rechnet insbesondere aufgrund einer ausgeprägten Nachfrageprognose implizit mit einem Angebotsdefizit. Die Wahrheit dürfte wie so oft in der Mitte liegen.
- Klar ist jedoch auch, dass das Kartell nach wie vor bestrebt sein dürfte weitere Marktanteile zu gewinnen. Das Angebot dürfte daher durch weitere Produktionserhöhungen steigen und das Aufwärtspotenzial für Rohöl (Brent) begrenzen.

Das globale Ölangebot übersteigt die Nachfrage zuletzt deutlich



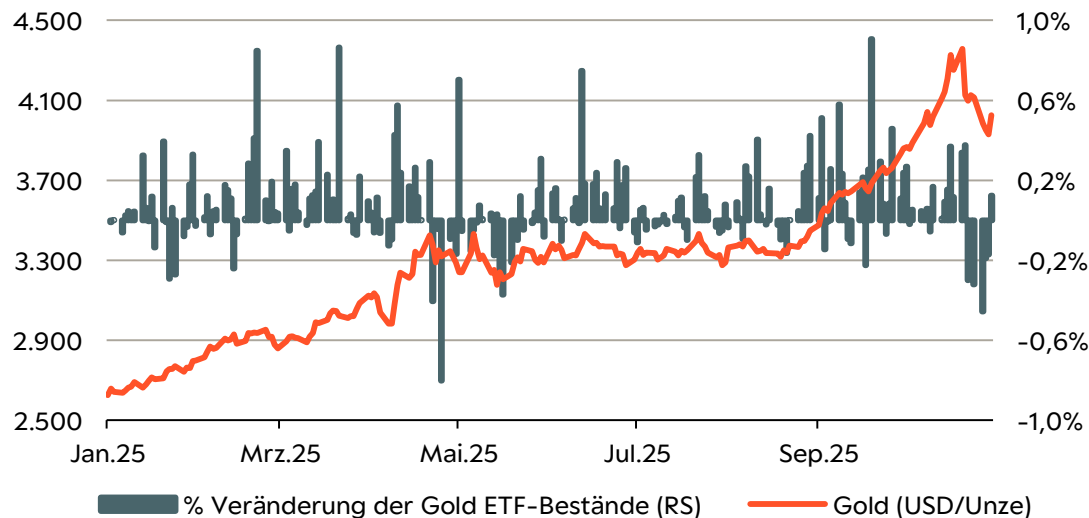
Zeitraum: 31.10.2022 – 30.09.2025

Gold atmet nach starker Rally durch – Treiber für Bullenmarkt intakt

Gold verzeichnet stärksten Tagesverlust seit 2013

- Der Goldpreis setzte seine starke Rally seit Jahresanfang zu Beginn des Monats zunächst ungebrochen weiter fort und erreichte neue Allzeithochs. Unterstützung erhielt das Edelmetall dabei von mehreren Seiten: Neben einer starken Nachfrage seitens Investoren stützte zusätzlich die physische Nachfrage aus Indien, wo das Lichterfest Diwali zu einer erhöhten Kaufbereitschaft führte. Zusätzlich bauten spekulative Investoren Positionen auf und erhöhten das Momentum. Kurzfristig schien das Edelmetall überkauft und es kam, wie es kommen musste: Der Goldpreis verlor über 5 % an einem Tag und verzeichnete damit den stärksten Tagesverlust seit 2013
- Ein strukturell schwächerer US-Dollar, fiskalische Dominanz, zunehmende Zentralbankkäufe, eine anhaltende (geo-)politische Unsicherheit sowie eine mittelfristig höhere Inflation sprechen für die Fortsetzung des Bullenmarktes bei Gold und Silber.

ETF-Bestände geben im Zuge des Goldrücksetzers nach

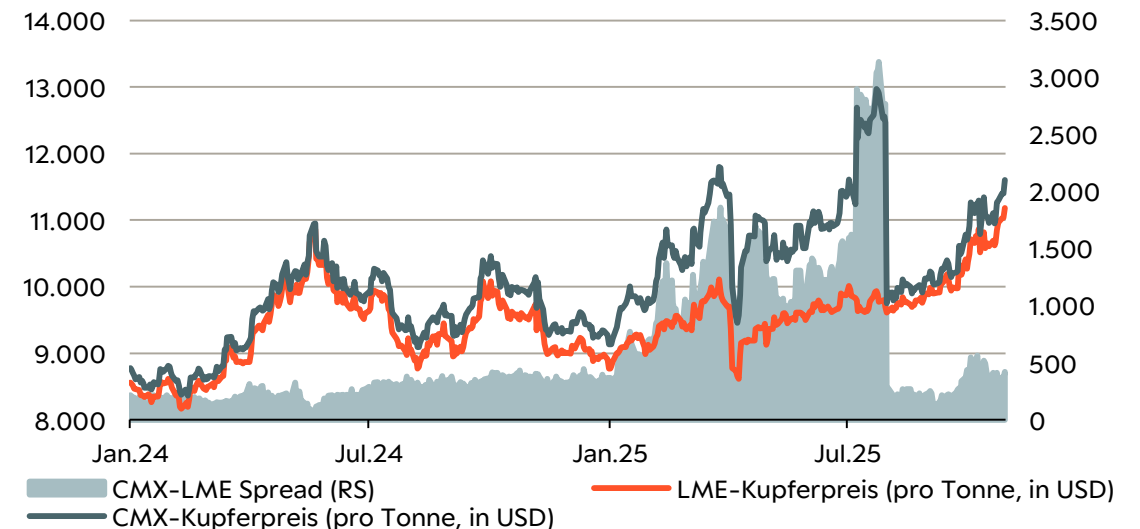


Zeitraum: 01.01.2025 – 30.10.2025

Produktionsausfälle am Kupfermarkt lassen Preise steigen

- Der Kupferpreis setzte sein positives Momentum unter erhöhten Schwankungen im Oktober weiter fort. Ein wesentlicher Treiber hierfür waren insbesondere Berichte über Produktionsausfälle in Chile und der Stilllegung der weltweit zweitgrößten Kupfermine, der Grasberg-Mine in Indonesien, nachdem es hier zu Verschüttungen aufgrund einer Schlammlawine gekommen war.
- Neben der Verknappung des Angebots führten erneute Sorgen vor Zöllen ab dem Jahr 2027 zu anhaltenden Käufen und einer Fortsetzung des Lageraufbaus in den USA. Folglich führte dies zu einer Verknappung an den restlichen globalen Märkten, woraufhin sich der Spread zwischen dem an der COMEX und der LME gehandeltem Kupfer weiter leicht ausweitete. Nicht zuletzt bleibt auch die Nachfrage aus China weiter preisstützend.

Ein knapperes Angebot und eine robuste Nachfrage stützen Kupfer



Zeitraum: 01.01.2024 – 29.10.2025



06

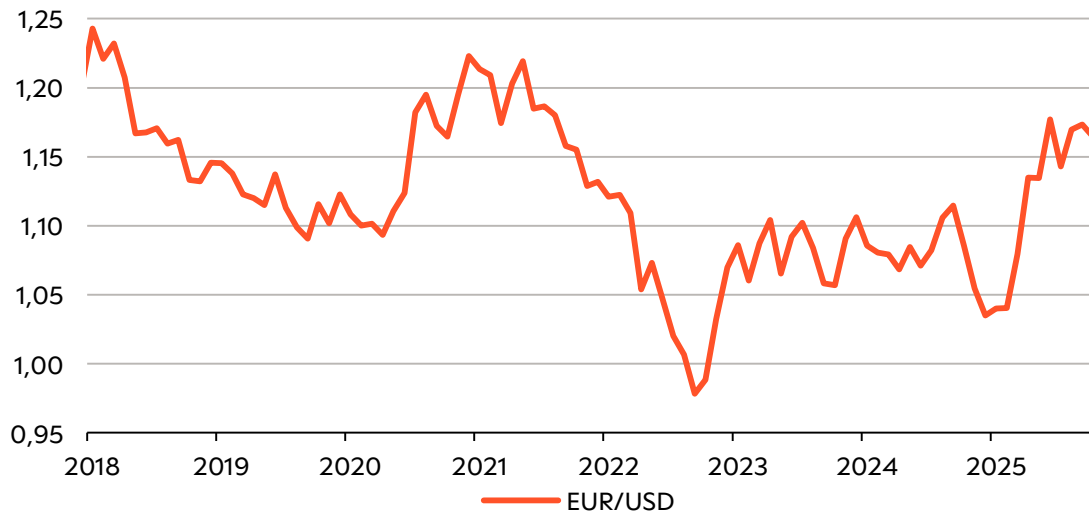
Währungen

Marktentwicklung

Sorgen um Frankreich pausieren die Euro-Stärke

- Nachdem der Euro Mitte September gegenüber dem Dollar auf seinem höchsten Stand seit vier Jahren notierte, büßte er zuletzt etwas an Stärke ein. Hauptgrund hierfür sind die anhaltenden Sorgen um die Lage der öffentlichen Finanzen und die politische Pattsituation in Frankreich. Mittelfristig spricht jedoch nicht viel für den Dollar.
- Der Versuch Trumps, seinen Einfluss auf die US-Notenbank auszuweiten, erhöht die Inflationsrisiken. Hinzu kommt die stark steigende US-Staatsverschuldung. Beides führt zu Sorgen bei den Investoren. Zudem rechnen wir in den kommenden Monaten mit einer abnehmenden Konjunkturdynamik in den USA, während die Wirtschaft in der Eurozone voraussichtlich etwas mehr Schwung aufnehmen wird. Für Ende 2026 rechnen wir daher mit einem Wechselkurs von 1,20 EUR/USD.

Zuletzt ging es bei Euro-Dollar-Wechselkurs seitwärts

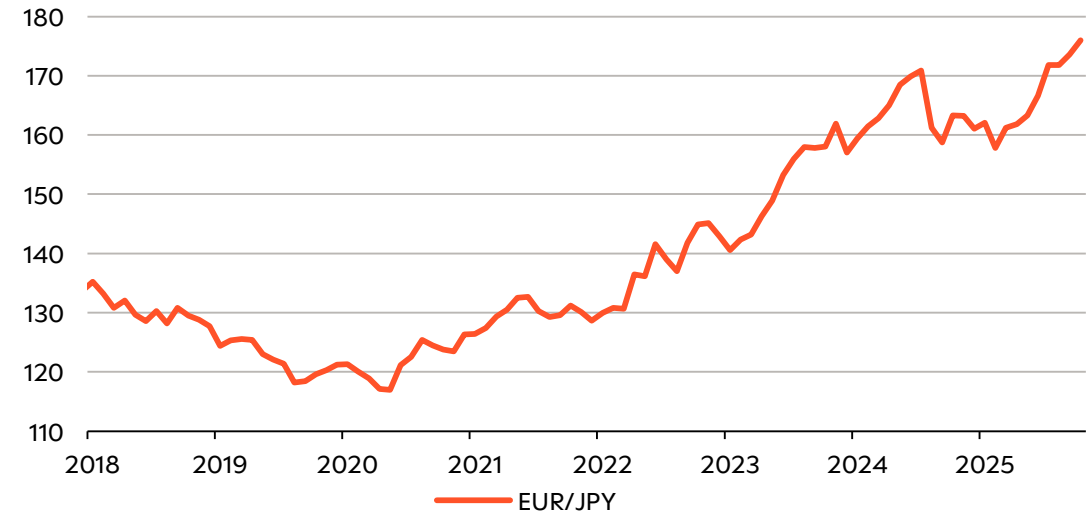


Zeitraum: 01/2018 – 10/2025

Japanischer Yen zwischen Geo- und Geldpolitik

- Die Wahl von Sanae Takaichi zur Premierministerin hatte zunächst zu einer Abwertung des Yen geführt. Der Markt sorgt sich um höhere Staatsausgaben und einen stärkeren Druck auf die Bank of Japan (BoJ), die Zinsen niedrig zu halten. Da die neue Koalition aber über keine Mehrheit im Parlament verfügt, ist nicht mit allzu großen Reformen zu rechnen. Rückenwind für den Yen gab es zuletzt hingegen durch das Treffen von Takaichi und US-Präsident Trump, bei dem beide Seiten die strategische Bedeutung der Partnerschaft betonten.
- Zukünftig wird die Geldpolitik beim Wechselkurs wieder eine stärkere Rolle spielen. Zwar hat die BoJ ihren Leitzins am 30. November bei 0,5 % belassen, doch sind weitere Zinsanhebungen zu erwarten. Da die Fed, die EZB und die BoE ihre Leitzinsen hingegen zunächst beibehalten oder senken, wird der Yen hiervon profitieren.

Yen seit Jahresbeginn unter Druck



Zeitraum: 01/2018 – 10/2025

Prognosen

Wechselkursprognosen	29.10.2025	30.06.2026		31.12.2026	
	Aktuell		Ø*		Ø*
EUR/USD	1,16	1,19	1,20	1,20	1,20
EUR/GBP	0,88	0,87	0,88	0,88	0,88
EUR/CHF	0,93	0,95	0,95	0,95	0,95
EUR/JPY	177	170	171	168	170

Veränderung zum Euro (in %)

USD	-	-2,5	-3,3	-3,3	-2,9
GBP	-	1,1	-0,1	-0,1	0,5
CHF	-	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3
JPY	-	4,2	3,6	5,5	4,1



07

Impressum

Impressum



Berenberg

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Überseering 28

22297 Hamburg

Telefon +49 40 350 60-0
Telefax +49 40 350 60-900

Herausgeber

Prof. Dr. Bernd Meyer, CFA
Chief Investment Officer

Kontakt

www.berenberg.de
MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de

Autoren

Prof. Dr. Bernd Meyer, CFA
Chief Investment Officer

Dr. Konstantin Ignatov
Portfoliomanager Alternatives

Mirko Schmidt
Analyst Multi Asset Strategy & Research

Fabian Birli
Analyst Multi Asset Strategy & Research

Dr. Felix Schmidt
Leitender Volkswirt