



Horizonte Handout

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

Dezember 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 28.11.2025

Inhaltsverzeichnis

01	Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt	04
	Korrektur am Aktienmarkt bislang zu gering, um Aktienübergewicht opportunistisch weiter zu erhöhen	
02	Volkswirtschaft	09
	Eurozone robust, KI-Boom in den USA kommt für Trump zur rechten Zeit	
03	Aktien	14
	Trotz Korrektur: Fühlen uns in unserem Aktienübergewicht weiterhin wohl	
04	Anleihen	20
	Hoffnungen auf eine Zinssenkung der Fed im Dezember nehmen zu	
05	Rohstoffe	25
	Ölpreis leidet unter hohem Angebot und Friedensgesprächen. Gold setzt Aufwärtstrend zunächst weiter fort	
06	Währungen	28
	Dollar-Erholung voraussichtlich nur von kurzer Dauer	



01

Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt

Kapitalmarkt kompakt

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	■ 4W (29.10.25 - 26.11.25)	■ YTD (31.12.24 - 26.11.25)	26.11.24	26.11.23	26.11.22	26.11.21	26.11.20
Gold	5,9	41,6	43,0	37,2	8,4	6,3	4,5
REITs	1,4	-8,5	-15,5	25,9	-11,5	-12,4	31,8
Euro-Übernachteinlage	0,2	2,1	2,4	3,9	3,0	-0,2	-0,6
EUR Staatsanleihen	0,1	2,6	2,5	5,9	0,0	-10,4	-0,8
USD/EUR-Wechselkurs	0,0	-10,7	-9,5	4,3	-5,0	8,9	5,2
Aktien Frontier Markets	-0,3	24,4	26,2	17,6	4,2	-21,0	32,1
EUR Unternehmensanleihen	-0,3	3,2	3,3	8,6	2,6	-12,8	-0,8
Aktien Industrienationen	-0,6	6,6	5,6	33,3	7,8	-4,7	29,2
Industriemetalle	-1,4	1,0	-0,5	15,1	-10,8	5,6	32,8
Brent	-1,9	-15,3	-10,8	5,9	0,9	62,9	70,5
Aktien Emerging Markets	-2,6	16,1	16,4	18,6	1,7	-14,0	7,0
Globale Wandelanleihen	-3,6	3,0	-0,1	25,4	-2,7	-15,7	15,5

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: 26.11.2020 – 26.11.2025

Wertentwicklung ausgewählter Anlageklassen

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

Kapitalmarkt kompakt



Volkswirtschaft

Nach einem robusten dritten Quartal wird die Eurozone voraussichtlich auch im kommenden Jahr solide wachsen.

Die rückläufige Inflationsrate ermöglicht es der BoE, auf die zuletzt schwächere Konjunktur mit Zinssenkungen zu reagieren.

Trumps Wirtschaftspolitik belastet die Wirtschaft, lässt die Preise steigen und verhindert weitere Zinssenkungen durch die US-Notenbank.



Aktien

Der Rücksetzer den der November den Märkten bescherte, dürfte nur von kurzer Dauer sein.

Ein Mix aus soliden Bilanzen, kommender Zinssenkungen, saisonaler Rückenwinde, und einer niedrigeren Positionierung zeichnen ein positives Bild für globale Aktienmärkte.

Wir fühlen uns daher in unserem Aktienübergewicht immer noch wohl.



Anleihen

Während schwächere US-Konjunkturdaten die Hoffnungen auf eine Zinssenkung der Fed nähren, 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

Der Rohölmarkt dürfte trotz der durch die OPEC+ verkündete Pause von Rücknahmen der Förderkürzungen zunächst übersorgt bleiben.

Zunehmende Zinssenkungserwartung beflügelte Gold erneut zum Monatsende. Strukturelle Treiber bleiben unverändert intakt.

Kupfer tendiert nach starker Rally zunächst seitwärts. Ein drohendes Angebotsdefizit dürfte jedoch weiter stützen.



Währungen

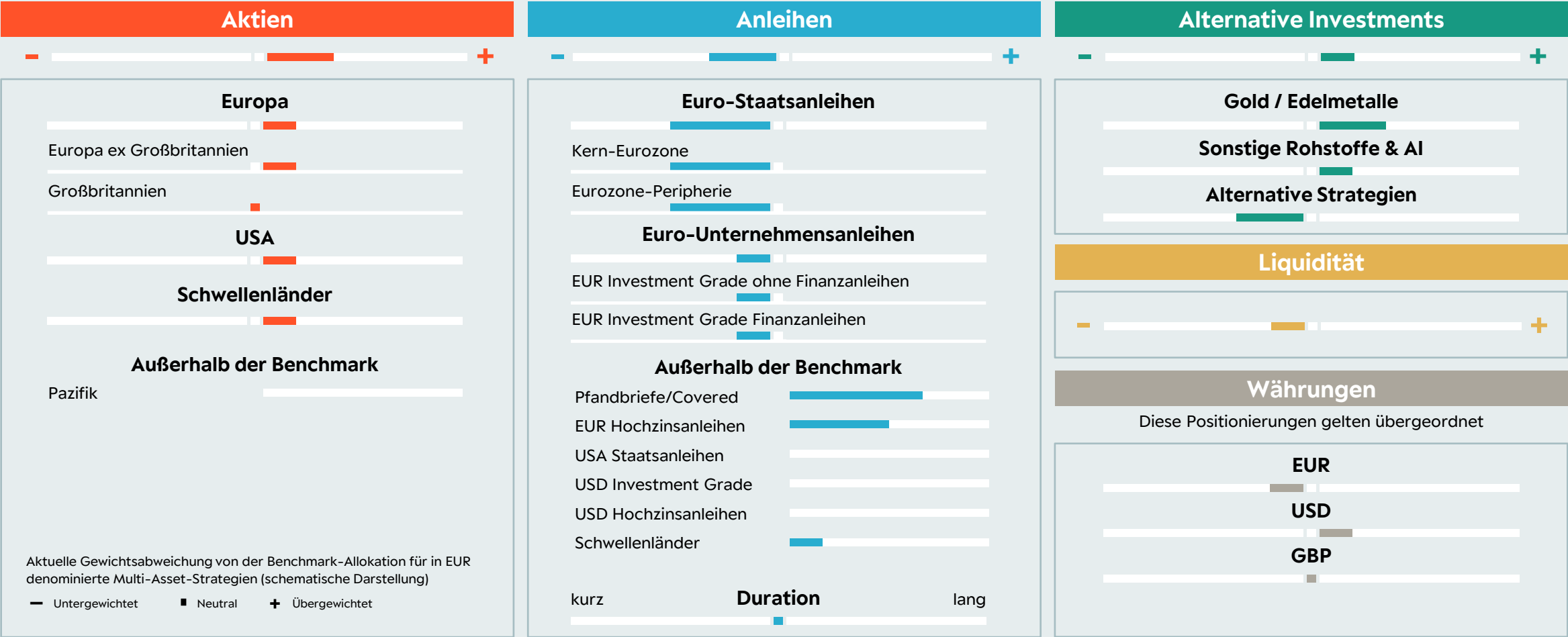
Dass die Finanzmärkte zuletzt weitere Zinssenkungen der Fed ausgepreist haben, hat zu einer leichten Dollar-Erholung geführt.

Mittelfristig wird der US-Dollar allerdings voraussichtlich aufgrund verschiedener Faktoren unter Druck bleiben.

In Japan haben die geplanten Mehrausgaben der Regierung den Yen belastet. Zinsanhebungen der BoJ könnten die Schwäche jedoch beenden.

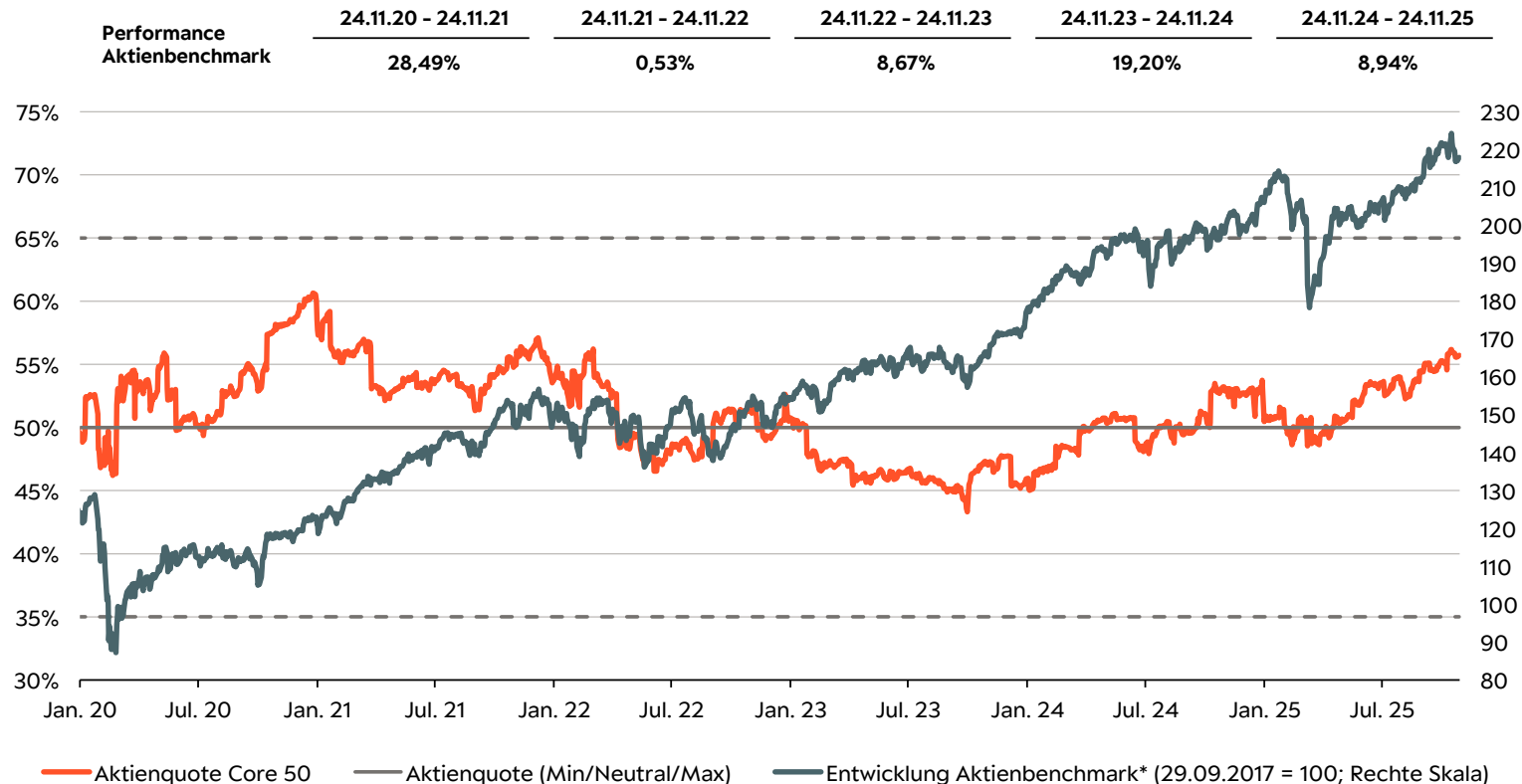
Berenberg Asset-Allokation kompakt

Portfoliopositionierung eines ausgewogenen Multi-Asset-Mandats auf einen Blick



Berenberg Asset-Allokation kompakt

Steuerung der Aktienquote eines ausgewogenen Multi Asset Mandats seit Auflage



Zeitraum: 24.11.2020 – 24.11.2025

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 der zweiten Jahreshälfte halten wir ein Aktienübergewicht ohne starke regionale Präferenz. Ein stärkerer Rücksetzer im traditionell volatileren September und Oktober blieb aus, sodass keine aktive Aufstockung erfolgte. Die leichte Korrektur Ende November erachteten wir als nicht stark genug, um unsere Aktienquote opportunistisch weiter zu erhöhen. Mittelfristig bleiben wir dennoch konstruktiv für Aktien eingestellt.
- Dank einer soliden Q3-Berichtssaison, optimistischen Unternehmensausblicken, den dennoch unverändert konservativen Analystenschätzungen für die kommenden Quartale, der nun wieder anlaufenden Buyback-Saison und der positiven Saisonalität zum Jahresende halten wir unverändert am Aktienübergewicht fest.
- Bei Edelmetallen halten wir nach wie vor an unserem Übergewicht fest. Die strukturellen Treiber für einen säkularen Bullenmarkt bestehen unverändert. Zudem sind Anleger nach wie vor nicht hoch positioniert und die Fed dürfte die Zinsen weiter senken.



02

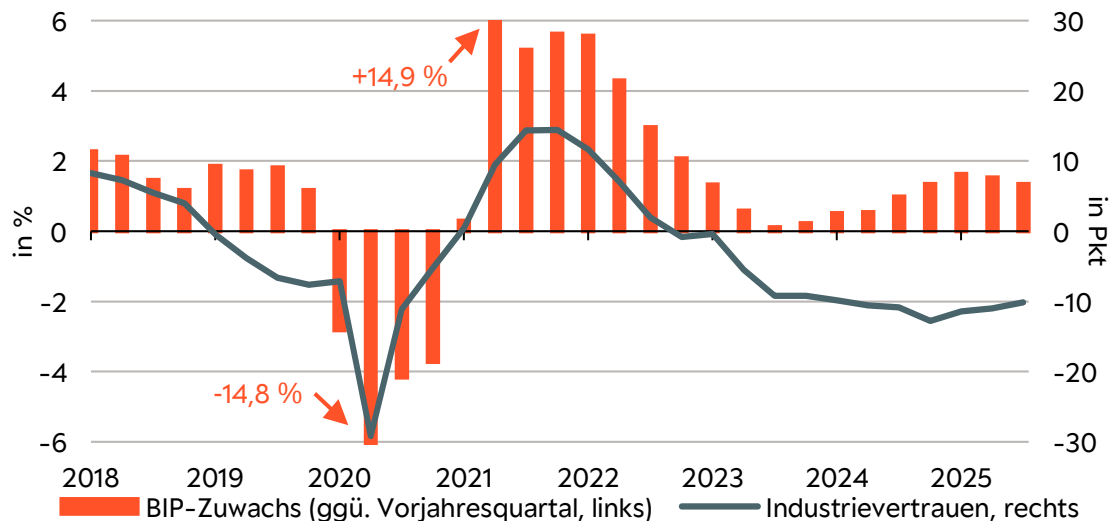
Volkswirtschaft

Eurozone

Wachstum im dritten Quartal überrascht positiv

- Das BIP der Eurozone ist im dritten Quartal um 0,2 % im Vergleich zum Vorquartal gewachsen. Besonders stark fiel das Wachstum mit 0,6 % im Vergleich zum Vorquartal in Spanien aus. Die Eurozonenkonjunktur hat im dritten Quartal insgesamt 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 derzeit von der politischen Instabilität und der hohen Schuldenlast in Frankreich aus.

Mit Schwung ins neue Jahr

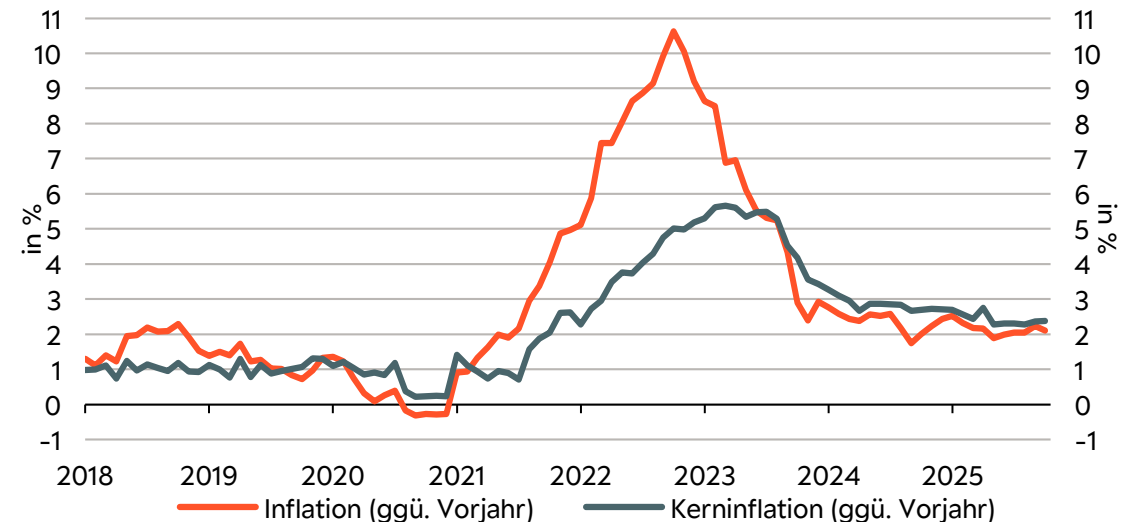


Zeitraum: 01/2018 – 09/2025

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

- Die Inflationsrate im Euroraum blieb im Oktober mit 2,4 % unverändert. Die Teuerungsrate ohne Nahrungsmittel und Energie, oft auch als Kerninflation bezeichnet, sank von 2,2 % auf 2,1 %. Voraussichtlich wird die Inflationsrate auch in den kommenden Monaten um das Zweiprozentziel der EZB fluktuieren.
- 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. Oktober 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



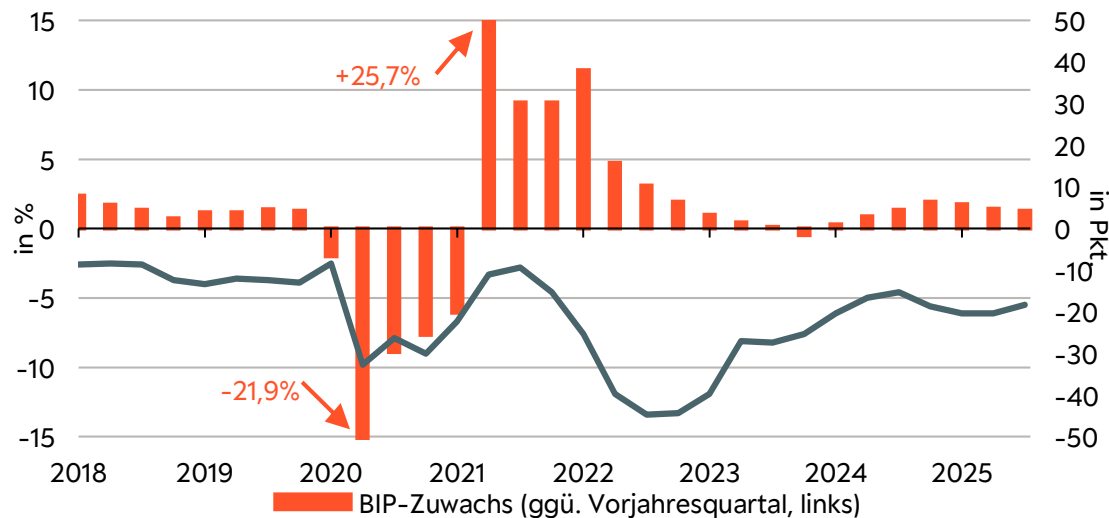
Zeitraum: 01/2018 – 10/2025

Großbritannien

Zuletzt schwache BIP- und Arbeitsmarktdaten

- Die britische Wirtschaft ist im dritten Quartal lediglich um 0,1 % im Vergleich zum Vorquartal gewachsen. Hauptursachen hierfür sind die schwache Binnennachfrage und temporäre Produktionsprobleme in der Autoindustrie. Auch der Arbeitsmarkt deutet auf eine zuletzt schwache Konjunktur hin: Die Arbeitslosenquote stieg im Oktober auf 5,0 % und erreichte damit den höchsten Stand seit Februar 2021.
- Die Lockerung der Geldpolitik wird der britischen Wirtschaft im kommenden Jahr dabei helfen, wieder etwas an Schwung zu gewinnen. Zudem lässt die sinkende Inflationsrate die realen Einkommen steigen und stützen somit den Konsum. Gleichzeitig versucht die Regierung, die Wirtschaft zu stabilisieren und gleichzeitig die Haushaltssanierung voranzutreiben. Dies ist ein Drahtseilakt, den die Finanzmärkte weiterhin genau im Auge behalten werden.

Britische Wirtschaft kommt kaum vom Fleck

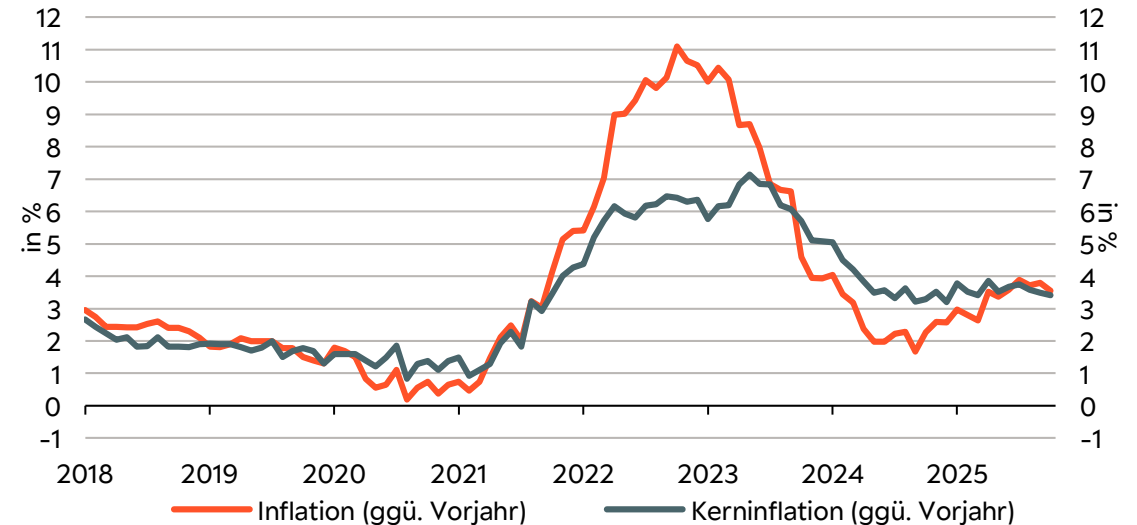


Zeitraum: 01/2018 – 09/2025

Rückläufige Inflation ebnet den Weg für weitere Zinssenkungen

- Insbesondere die sinkenden Energiekosten haben dazu geführt, dass die Inflationsrate im Oktober stärker als erwartet von 3,6 auf 3,4 % zurückgegangen ist. Im Dienstleistungssektor notiert die Inflationsrate jedoch weiterhin bei 4,5 %, sodass die Kerninflation lediglich von 3,5 auf 3,4 % sank. Die Inflation geht zwar allmählich zurück, wird das Ziel von 2 % aber voraussichtlich erst 2027 wieder erreichen.
- Die rückläufige Inflationsrate erlaubt es der Bank of England (BoE) auf die zuletzt schwächeren Konjunkturdaten zu reagieren und die Geldpolitik zu lockern. Wir rechnen mit einer Senkung des Leitzinses von 4,0 auf 3,75 % bei der nächsten Notenbanksitzung am 18. Dezember. Im Frühjahr wird dann voraussichtlich eine weitere Leitzinssenkung in Höhe von 25 Basispunkten folgen.

Inflationsgipfel ist überschritten



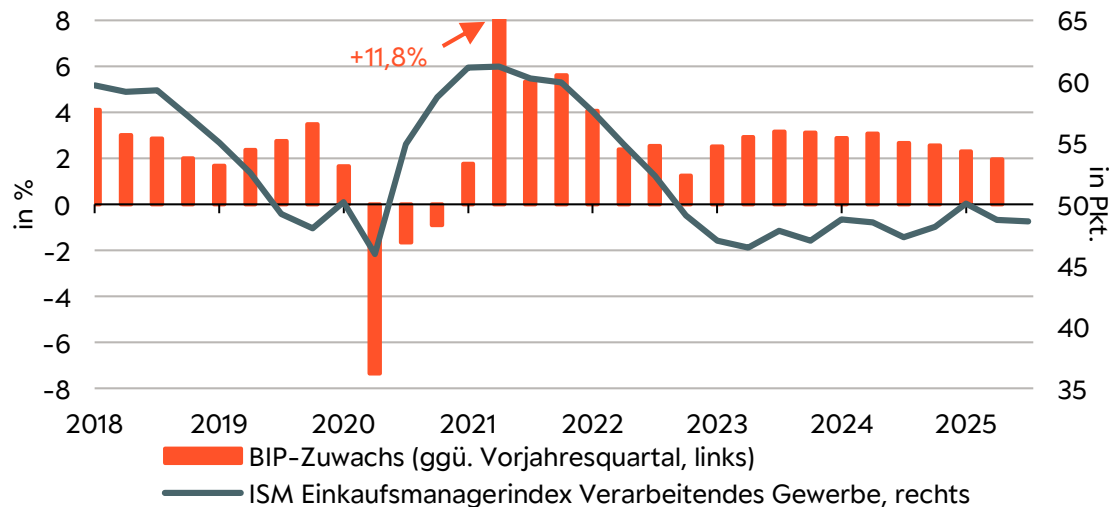
Zeitraum: 01/2018 – 10/2025

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.

Trumps Wirtschaftspolitik wirkt wie ein schleichendes Gift

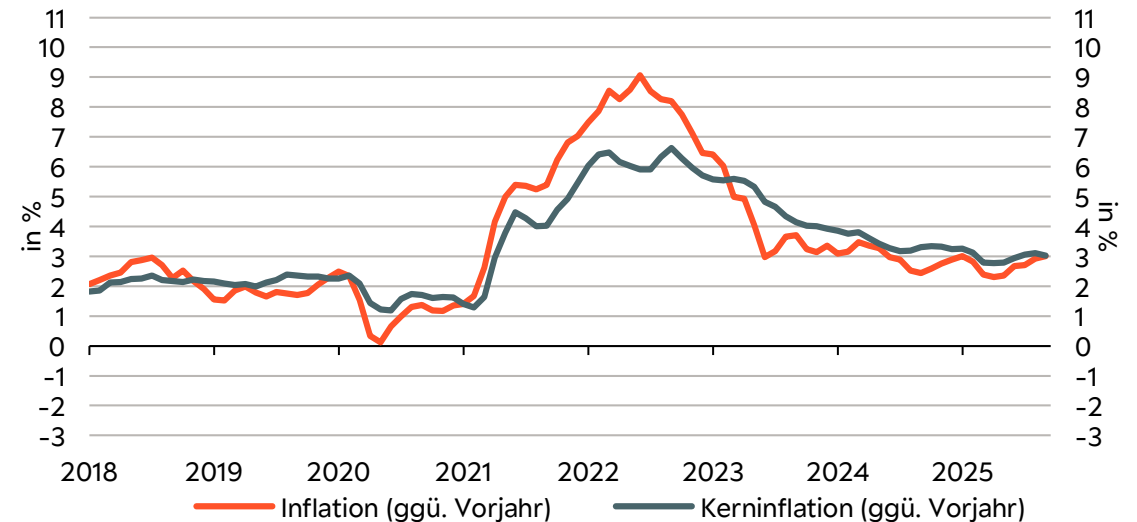


Zeitraum: 01/2018 – 09/2025

Rekord-Shutdown ist beendet, wirkt aber noch nach

- Die Haushaltssperre ist zwar nach 43 Tagen am 12. November zu Ende gegangen, ihre Folgen werden aber noch länger zu spüren sein. Die wirtschaftlichen Daten für den Oktober erscheinen verspätet oder gar nicht. Dies kommt für die Fed zur Unzeit, denn die Lage für die Notenbank bleibt schwierig. Die US-Zölle und die restriktive Migrationspolitik unter Trump lassen die Inflation steigen, was eine straffe Geldpolitik erforderlich machen würde. Allerdings kühlt sich der US-Arbeitsmarkt derzeit ab, was wiederum nach konjunkturstützenden Zinssenkungen verlangt.
- 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.

Inflationssorgen rücken bei der Fed wieder in den Vordergrund



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	1,9	1,5	2,0	2,8	2,8	2,9	2,9	2,6	2,5
Eurozone	1,4	1,4	1,2	1,1	1,5	1,4	2,1	2,1	1,9	1,8	2,2	2,0
Deutschland	0,3	0,3	0,8	1,0	1,3	1,5	2,2	2,2	1,9	2,0	2,2	2,0
Frankreich	0,8	0,8	0,8	0,9	1,1	1,2	1,0	1,0	1,5	1,4	2,1	1,8
Italien	0,5	0,5	0,6	0,7	0,9	0,9	1,7	1,7	1,9	1,5	2,2	1,8
Spanien	2,8	2,9	2,2	2,1	2,4	1,8	2,7	2,6	2,4	2,0	2,4	2,0
Großbritannien	1,4	1,4	1,0	1,1	1,5	1,4	3,4	3,4	2,7	2,5	2,1	2,1
Japan	1,3	1,3	0,7	0,7	1,0	0,8	3,1	3,1	2,1	1,8	1,7	2,0
China	4,9	4,9	4,2	4,4	3,9	4,2	0,1	0,0	1,3	0,8	1,9	1,1
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

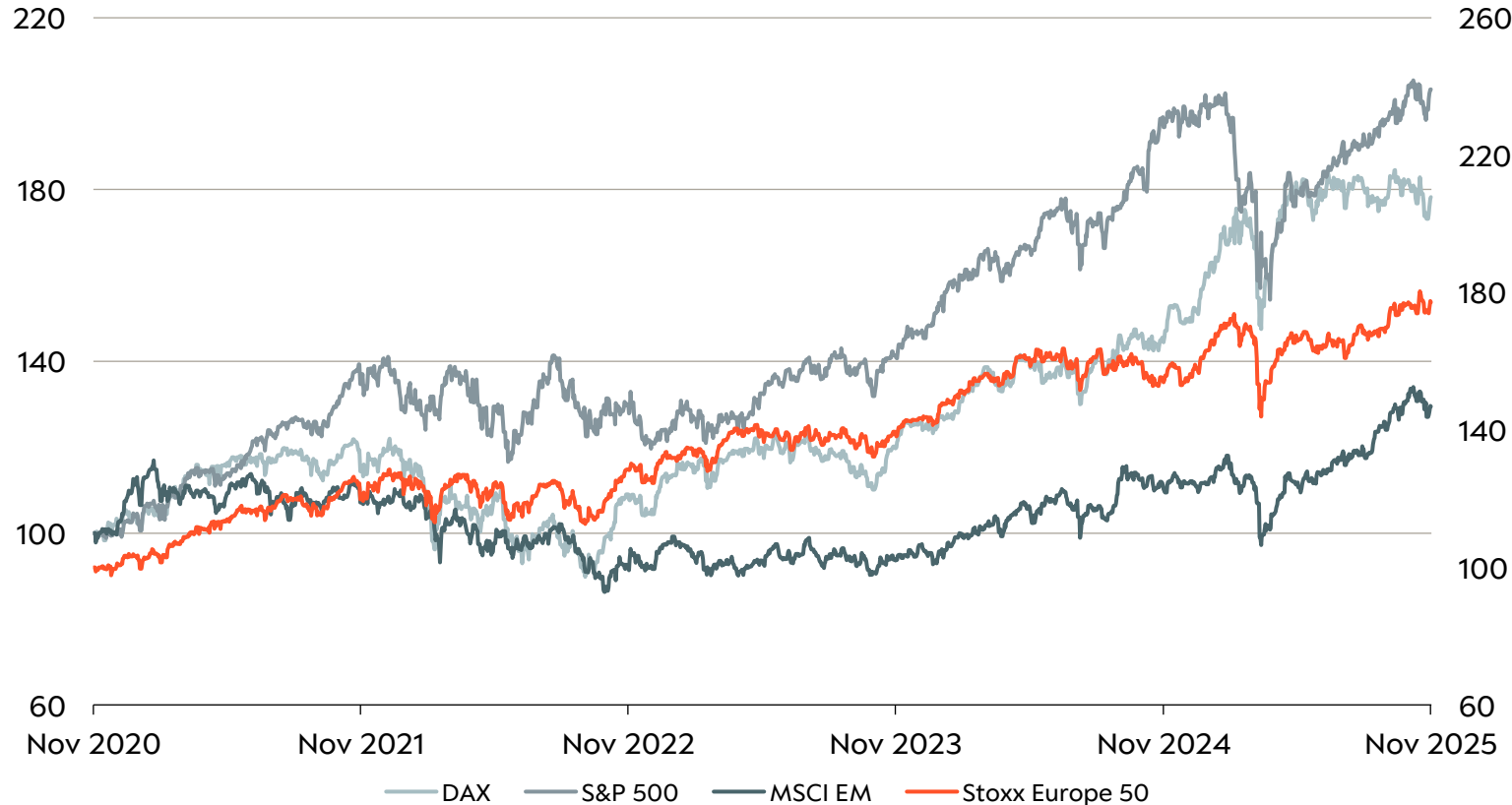
Aktien



BERENBERG

Rücksetzer an den Aktienmärkten sollte nur von kurzer Dauer sein

Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes



Zeitraum: 27.11.2020 – 27.11.2025

November-Korrektur dürften die Märkte bis Weihnachten wieder aufgeholt haben

Sorgen um die hohen Bewertungen im Technologiesektor sowie die Angst vor einer etwas weniger taubenhaften Leitzinspolitik der Federal Reserve nach deren Oktober Meeting sorgten dafür, dass institutionelle Investoren in dem saisonal sonst so starken November ihre Aktienquoten deutlich reduzierten.

Der resultierende Abverkauf weitete sich auf andere Regionen aus, sodass die Leitindizes nicht nur in den USA, sondern global gefallen sind. In einheitlicher Währung gerechnet, liegen DAX und der S&P 500 immer noch knapp 1 % unter ihrem Schlusskurs im Oktober. EM-Aktien sind im November mehr als 2 % gefallen.

Wir glauben aber, dass die Korrektur, die wir im November an den Märkten gesehen haben, nicht von Dauer sein wird und halten daher an unserem taktischen Aktienübergewicht fest.

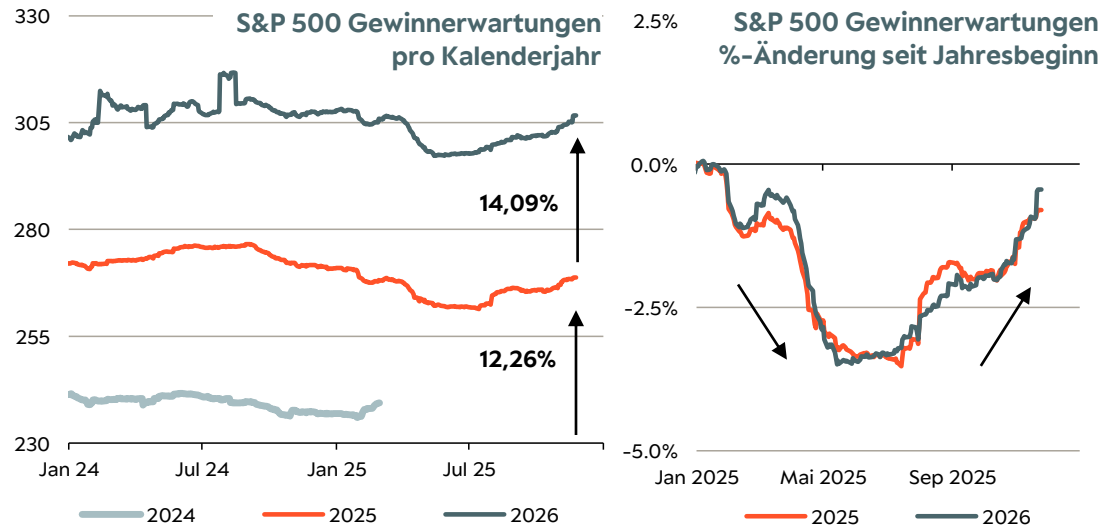
Die jetzt deutlich niedrigere Aktienquote institutioneller Investoren, kombiniert mit saisonalen Rückenwinden von der Positionierungsseite, den zuletzt wieder fallenden Zinsen, weiterhin starker Profitmargen sowie ein solides Konjunkturbild in den USA sollten Aktien zu einem guten Jahresabschluss verhelfen.

Unternehmensbilanzen bleiben solide – auf beiden Seiten des Teichs

US-Unternehmen berichten stark und trotzen Korrektur am Markt

- In der zu Ende gehenden Q3-Berichtssaison haben US-amerikanische Unternehmen die Markterwartungen deutlich übertroffen. Ein Großteil der Unternehmen berichtete bessere Gewinnzahlen als vom Markt erwartet. Zumindest unter diesem Gesichtspunkt wirken die Marktsorgen um teure Bewertungen und hoher Unternehmensausgaben (vor allem im Technologie-Sektor) etwas verfrüht.
- Aufgrund der bisher gut anlaufenden Berichtssaison wurden die Gewinnerwartungen für US-Aktien weiter erhöht und haben die Downgrades in der ersten Jahreshälfte (fast) wieder ausgeglichen. Für 2026 erwarten die Analysten ein Gewinnwachstum von 14 % nach bereits stolzen 12 % für dieses Jahr.

Analysten schrauben Gewinn-Erwartungen für US-Aktien hoch

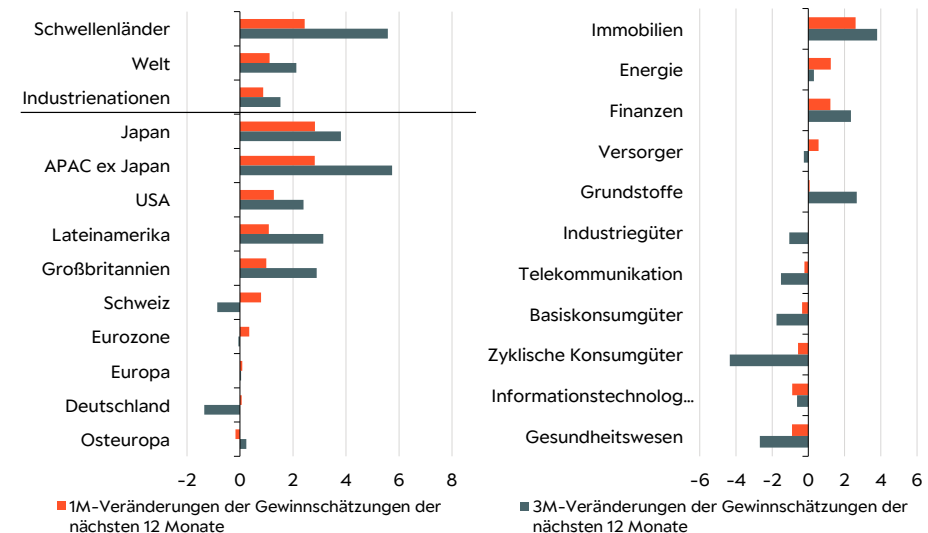


Zeitraum: 01.01.2024 – 25.11.2025

Märkte bleiben eher skeptisch gegenüber Aktien aus dem Euroraum

- Trotz der guten Berichtssaison auch auf dieser Seite des Atlantiks haben die Analysten ihre Gewinnprognosen für Aktien der Eurozone nur vorsichtig angehoben. Die Gewinnrevisionen für deutsche Aktien sind über die letzten drei Monate negativ.
- Dies wirkt überraschend, denn neben der guten Berichtssaison sprechen ein potenzieller Frieden in der Ukraine, sowie ein bald anlaufendes Konjunkturprogramm in Deutschland eigentlich für europäische Aktien. Es scheint trotzdem so, als ob es durch einen stärkeren Euro sowie schwächelnden Konjunkturdaten etwas „mehr“ braucht, um das Marktsentiment bezüglich europäischer Aktien zu drehen.

Gewinnrevisionen in Eurozone deutlich schwächer als in den USA



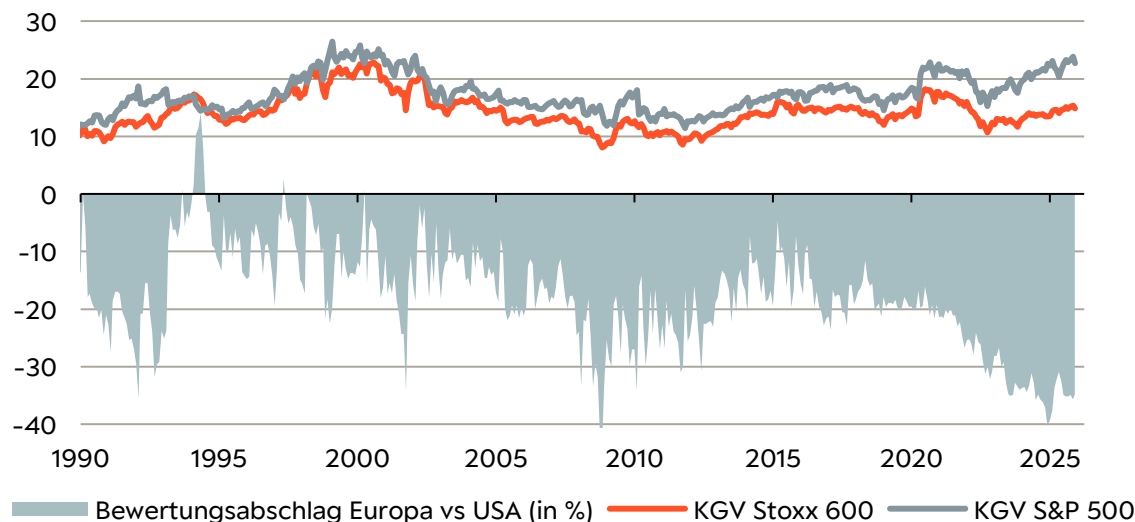
Stand: 25.11.2025

Aktien sollten Korrektur im November bis Weihnachten revidiert haben

Hohe US-Bewertungen machen regionale Diversifikation attraktiv

- Obwohl die Bewertungen in den USA und Europa im November etwas heruntergekommen sind, blieb die Bewertungsdifferenz zwischen US- und europäischen Aktien unverändert hoch bei 35 %.
- Mit einem KGV von 22,7 liegt die Bewertung von US-Aktien weiterhin nahe ihrer Allzeithochs.
- Aktien aus Europa und auch aus den Schwellenländern sind mit einem KGVs von 14,8 bzw. 13,7 im Vergleich zu den US-Aktien deutlich günstiger bewertet. Dies sowie regionale Wachstumstreiber, wie etwa das Konjunkturpaket in Deutschland, machen EM und europäische Aktien als regionale Diversifikatoren interessant.

Transatlantische Bewertungsdifferenz blieb unverändert hoch

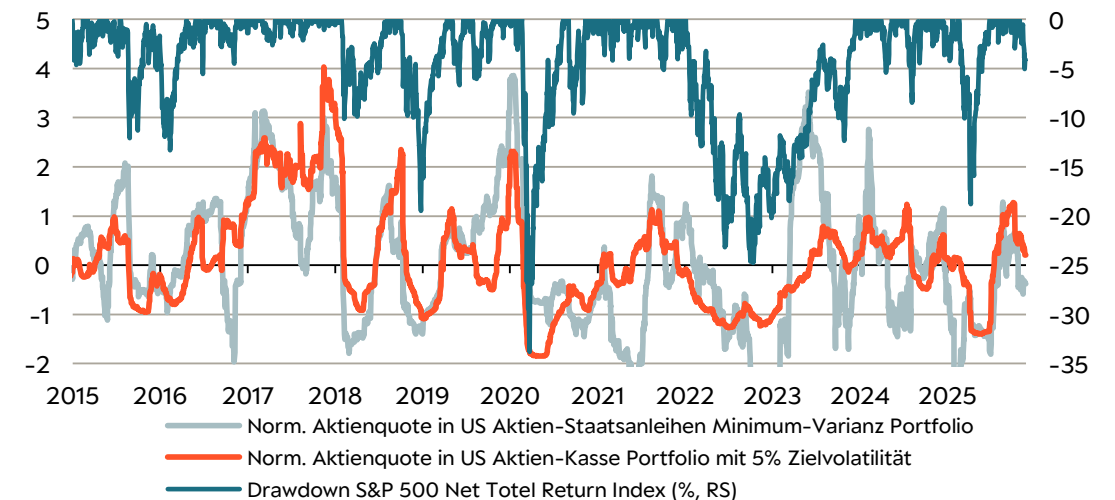


Zeitraum: 01.01.1988 – 25.11.2025

Wir fühlen uns in unserem Aktienübergewicht immer noch wohl

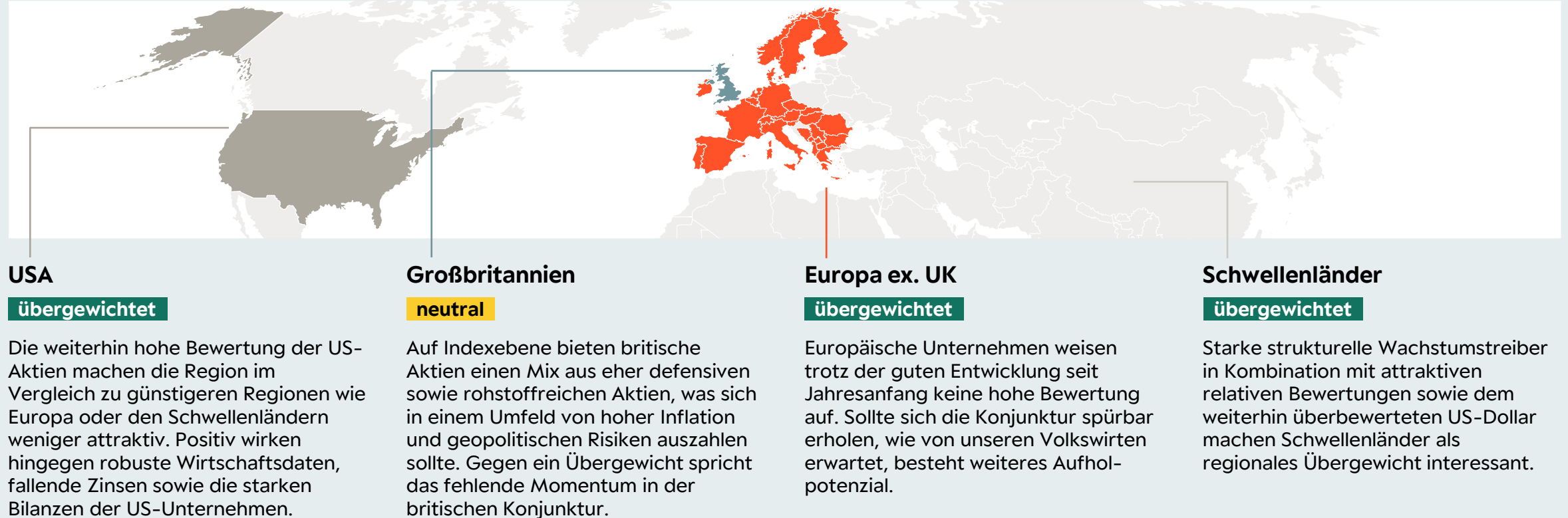
- Während der Aktienkorrektur der letzten Wochen haben viele Marktteilnehmer Parallelen zur DotCom Bubble der frühen 2000er Jahre gezogen. Wir halten solche Vergleiche für etwas verfrüht.
- Die akkommodative Leitzinspolitik der Fed sowie die hohen Profitmargen der US-Unternehmen zeichnen ein weiterhin vorteilhaftes Bild für US-Aktien.
- Die zudem deutlich niedrigere Aktienquote von sowohl diskretionären als auch systematischen Investoren sowie weiterhin starke saisonale Rückenwinde sollten Aktien ein sehr solides Jahresende bescheren.

Nach der Korrektur ist die Marktpositionierung deutlich niedriger



Zeitraum: 01.01.2015 – 25.11.2025

Halten an Aktienübergewicht fest aber bleiben regional diversifiziert



Prognosen

Indexprognosen

	26.11.2025	30.06.2026	31.12.2026	In 12 Monaten
	Aktuell			Ø*
S&P 500	6.813	7.000	7.200	7.856
DAX	23.726	25.500	26.500	28.328
Euro Stoxx 50	5.656	5.800	6.000	6.346
MSCI Großbritannien	2.764	2.800	2.900	3.062

Indexpotential (in %)

S&P 500	-	2,8	5,7	15,3
DAX	-	7,5	11,7	19,4
Euro Stoxx 50	-	2,6	6,1	12,2
MSCI Großbritannien	-	1,3	4,9	10,8



04

Anleihen

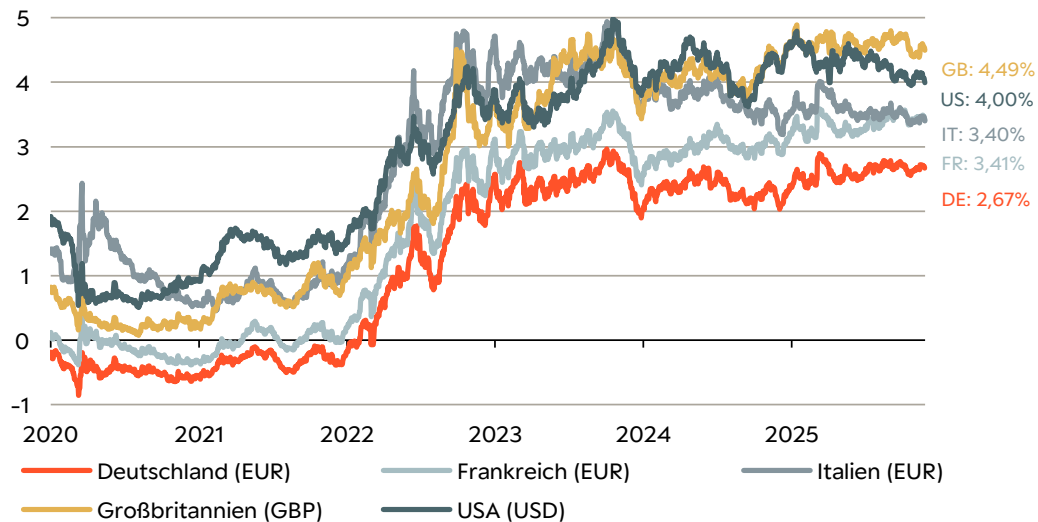


Hoffnungen auf eine Zinssenkung der Fed im Dezember nehmen zu

Schwächere US-Konjunkturdaten stützen die Zinssenkungshoffnungen

- Für die Märkte rückt die Dezember-Sitzung der Zentralbank als nächstes wichtiges Ereignis in den Fokus. Aufgrund der durch den US-Shutdown verzögerten Datenveröffentlichungen müssen sich die Fed-Mitglieder und die Anleger derzeit jedoch mit veralteten Wirtschaftszahlen auseinandersetzen. Die jüngsten Daten zum schwächeren US-Verbrauchervertrauen im November und zu den Einzelhandelsumsätzen im September sowie die taubenhaften Kommentaren der Fed-Mitglieder Waller und Williams stützten zuletzt die Wahrscheinlichkeit einer Zinssenkung durch die Fed.
- Die Fed sieht sich weiterhin mit erhöhten Inflationsrisiken durch die von Donald Trump eingeführten 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

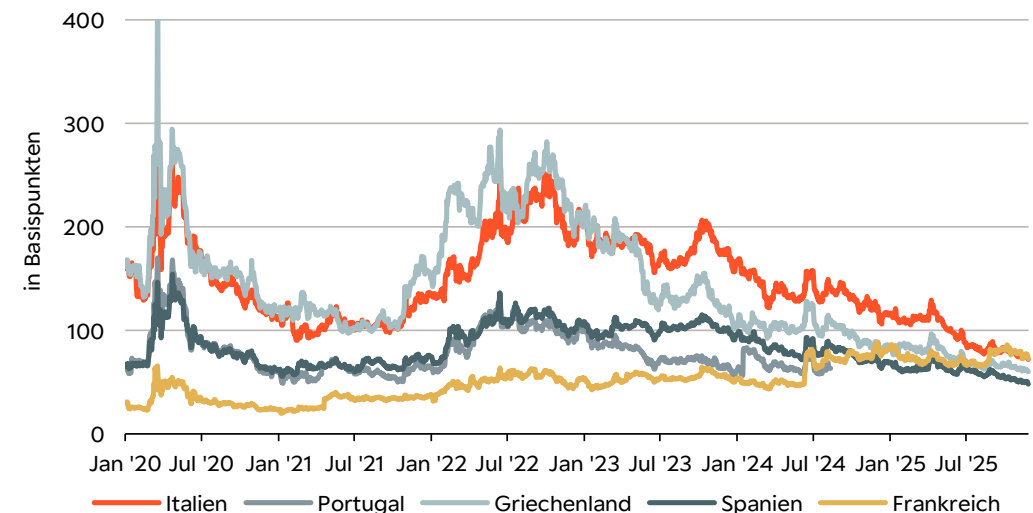


Zeitraum: 01.01.2020–25.11.2025

UK: Die fiskalische Glaubwürdigkeit der Regierung im Fokus

- Die politische Stimmung in Europa bleibt weiterhin trübe: Neben den Auseinandersetzungen im französischen Parlament um den Haushaltsplan für das nächste Jahr rückte zuletzt auch der Haushalt und damit die fiskalische Glaubwürdigkeit der Regierung in Großbritannien in den Fokus der Anleger. Die britische Finanzministerin Rachel Reeves hat den fiskalischen Puffer von 9,9 Milliarden Pfund auf 22 Milliarden Pfund erhöht. Dies ist der größte Spielraum, der seit März 2022 in einem britischen Ausgabenplan erreicht wurde. Er liegt zudem weit über der mittleren Analystenschätzung von 15 Milliarden Pfund.
- Unter anderem plant Großbritannien, eine Steuer auf Immobilien mit einem Wert von über zwei Millionen Pfund einzuführen. Die Zusatzabgabe für die teuersten Immobilien beginnt bei 2.500 Pfund pro Jahr und kann bis zu 7.500 Pfund betragen. Sie soll im April 2028 in Kraft treten.

Französische Risikoprämie weiter auf erhöhtem Niveau



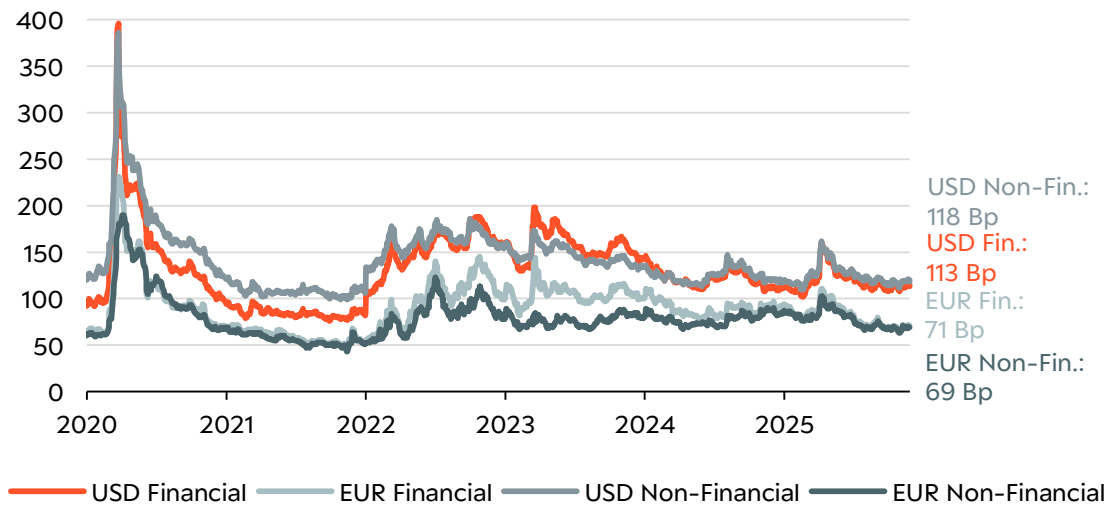
Zeitraum: 01.01.2020–25.11.2025

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

Unternehmensanleihen: Historisch niedrige Spreads mahnen zur Vorsicht

- Die Risikoaufschläge von IG- sowie Hochzinsunternehmensanleihen blieben im November 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

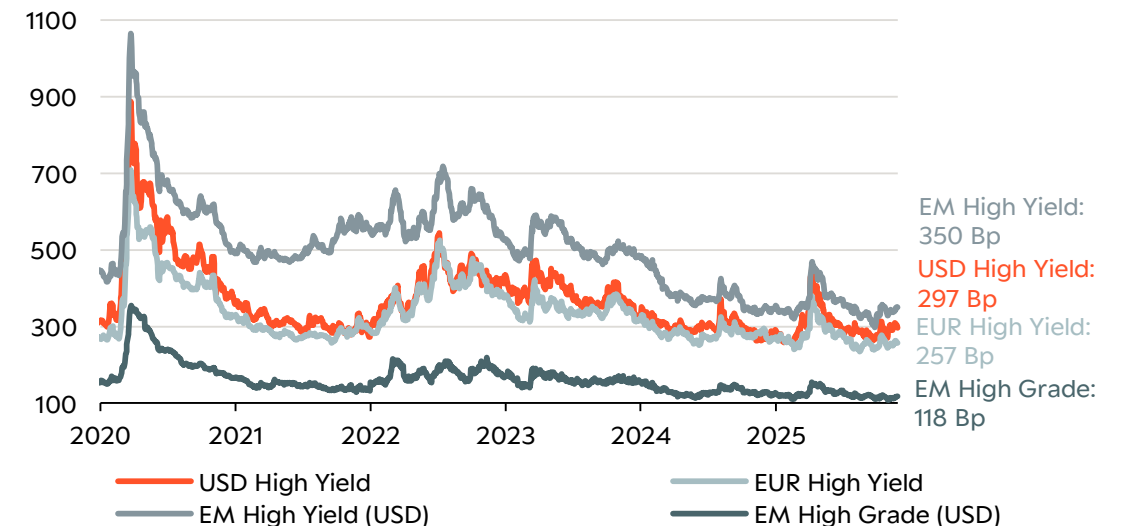


Zeitraum: 01.01.2020 – 25.11.2025

Schwellenländeranleihen: Trump-Xi-Verhandlungen weiter im Fokus

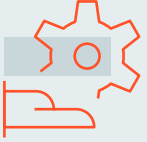
- Die Handels- und Zollpolitik von US-Präsident Donald Trump sorgt weiterhin für Spannungen in den Schwellenländern. Zuletzt gab es jedoch eine Entspannung in den Verhandlungen zwischen den USA und China: Nach dem persönlichen Treffen im Oktober fand ein weiteres Telefonat zwischen Donald Trump und Xi Jinping statt. Laut Medienberichten kaufte China nach dem Telefonat mehrere Ladungen von US-Sojabohnen im Wert von rund 300 Millionen US-Dollar. 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: 01.01.2020 – 25.11.2025

Anleihen Allokation



Kernsegmente

Staatsanleihen

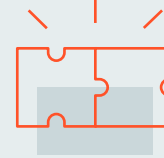
untergewichtet

- Da die Schwankungsbreite der Konjunkturdaten weiterhin hoch ist, dürfte die Zinsvolatilität bei sicheren Staatsanleihen ebenfalls erhöht bleiben. Die Zinsstrukturkurve ist 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

- EM-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 %)	26.11.2025	30.06.2026		31.12.2026	
	Aktuell		Ø*		Ø*
USA					
Leitzins	3,75-4,00	3,75-4,00	3,43	3,75-4,00	3,26
10J US-Rendite	4,00	4,50	4,04	4,80	4,06
Eurozone					
Leitzins**	2,00	2,00	1,95	2,00	1,97
10J Bund-Rendite	2,67	2,85	2,83	3,00	2,93
Großbritannien					
Leitzins	4,00	3,50	3,43	3,50	3,31
10J Gilts-Rendite	4,42	4,65	4,43	4,70	4,34

*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens

**Einlagensatz



05

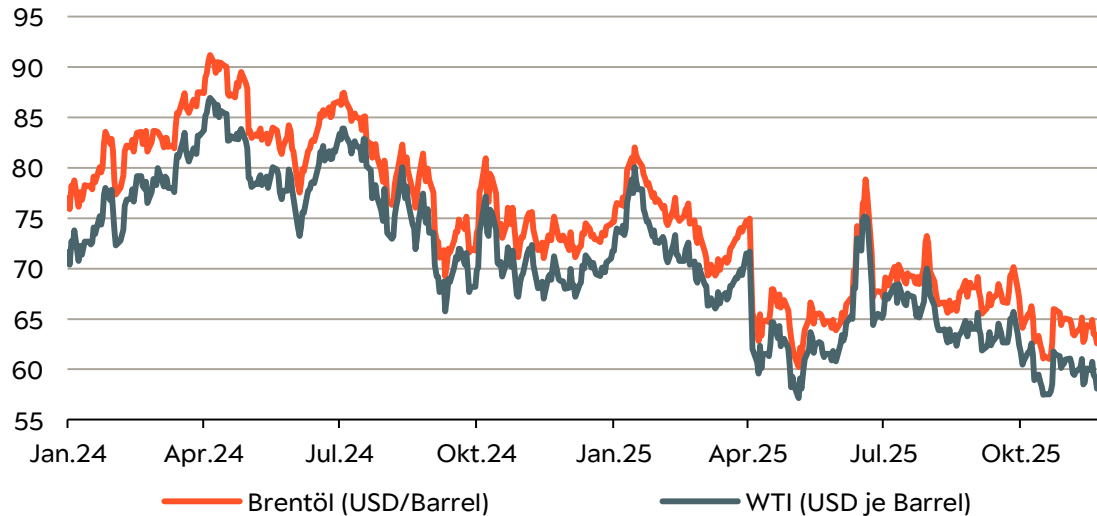
Rohstoffe

Ölpreis leidet unter hohem Angebot und Friedensgesprächen

Ölmarkt trotz OPECs pausierter Produktionserhöhung überversorgt

- Der Rohölpreis (Brent) setzte seinen Abwärtstrend seit Jahresbeginn auch im November weiter fort. Grund hierfür war insbesondere die anhaltende Sorge eines deutlichen Angebotsüberhangs im nächsten Jahr. Auf ihrer regulären Sitzung Anfang November einigte sich die OPEC+ zunächst darauf, auch im Dezember eine Rücknahme von 137 kbpd gegenüber den 2023 umgesetzten zusätzlichen freiwilligen Förderkürzungen von 1,65 Mio. Barrel pro Tag vorzunehmen. Hintergrund dürfte nach wie vor das Bestreben sein, verlorene Marktanteile zurückzugewinnen.
- Das Kartell betonte jedoch auch, dass sie zukünftige Rücknahmen im Sinne der allgemeinen Marktverfassung tätigen werden. Für die ersten drei Monate des neuen Jahres beschloss das Kartell zumindest keine Produktionserhöhung vorzunehmen. Das Ölangebot dürfte die Nachfrage im kommenden Jahr dennoch deutlich übersteigen.

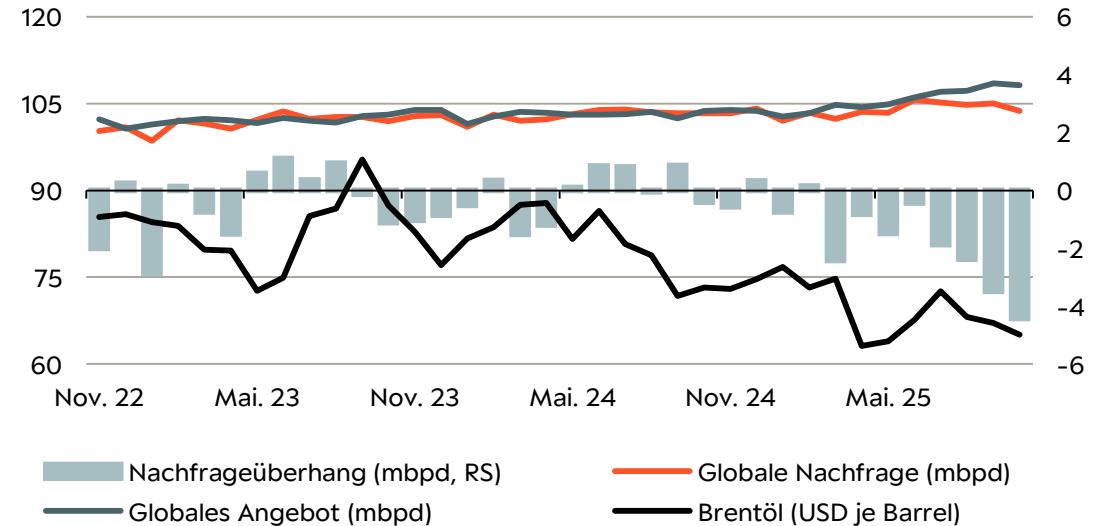
Rohöl mit weiterem Abwärtsdruck im November



Zeitraum: 01.01.2024 – 25.11.2025

- Im Zuge der diplomatischen Bemühungen für ein Ende des Ukraine-Krieges erlitt der Ölpreis zum Ende des Monats nochmal einen weiteren Rücksetzer. In einem überarbeiteten 28-Punkte-Plan handelten die USA und die Ukraine die wichtigsten Punkte hinsichtlich eines Kriegsendes aus. Ob Russland diesem Plan zustimmen wird ist bislang noch unklar. Ein separates Treffen zwischen den USA und Russland in Abu Dhabi brachte zunächst keine neuen Erkenntnisse. Einen separaten Plan der EU wies der Kreml unterdessen zurück.
- Die zunehmenden Bemühungen aller Parteien zeitnah zu einem Kriegsende zu kommen, dürften zumindest kurzfristig weiter auf dem Ölpreis lasten. Zudem könnten im Falle eines Friedensabkommens die Ölsanktionen gegen Russland gelockert werden, was weiteren Abwärtsdruck verursachen dürfte.

Das Ölangebot übersteigt die Nachfrage zunehmend immer mehr



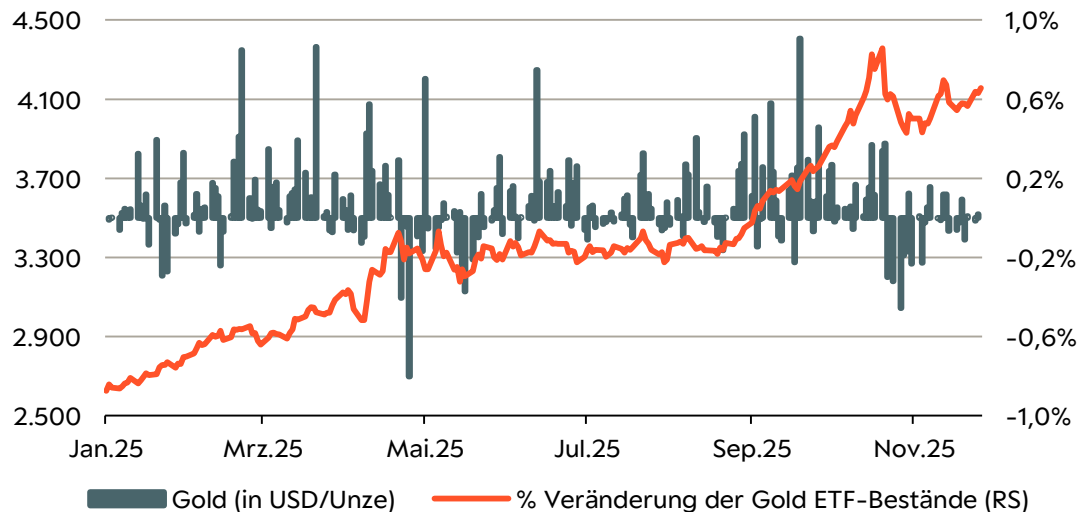
Zeitraum: 30.11.2022 – 31.10.2025

Gold setzt Aufwärtstrend zunächst weiter fort

Zunehmende Zinssenkungserwartung beflügelt den Goldpreis

- Der Goldpreis setzte seinen Aufwärtstrend nach der starken Korrektur Mitte Oktober im November weiter fort, nachdem sich der Preis im Bereich von 4.000 USD/Unze stabilisieren konnte. Aufgrund der großen Schwankungsbreite hinsichtlich der Markterwartung zukünftiger Zinssenkungen sowie der damit verbundenen US-Dollar-Bewegung, kam es im Monatsverlauf dennoch auch zu einer erhöhten Volatilität im Edelmetallkomplex. Nach taubenhaften Kommentaren einiger Fed-Gouverneure rechnet der Markt nun mittlerweile doch wieder mit einer 25-Basispunkte Zinssenkung am 10. Dezember, was dem Goldpreis zu erneuter Stärke verhalf.
- Mittelfristig dürfte der Goldpreis aufgrund strategischer Zentralbankkäufe, einem strukturell schwächeren US-Dollar, mittelfristig erhöhter Inflationsraten sowie anhaltender (geo-)politischer Spannungen weiter unterstützt bleiben.

ETF-Bestände stabilisieren sich nach Abverkauf im Oktober

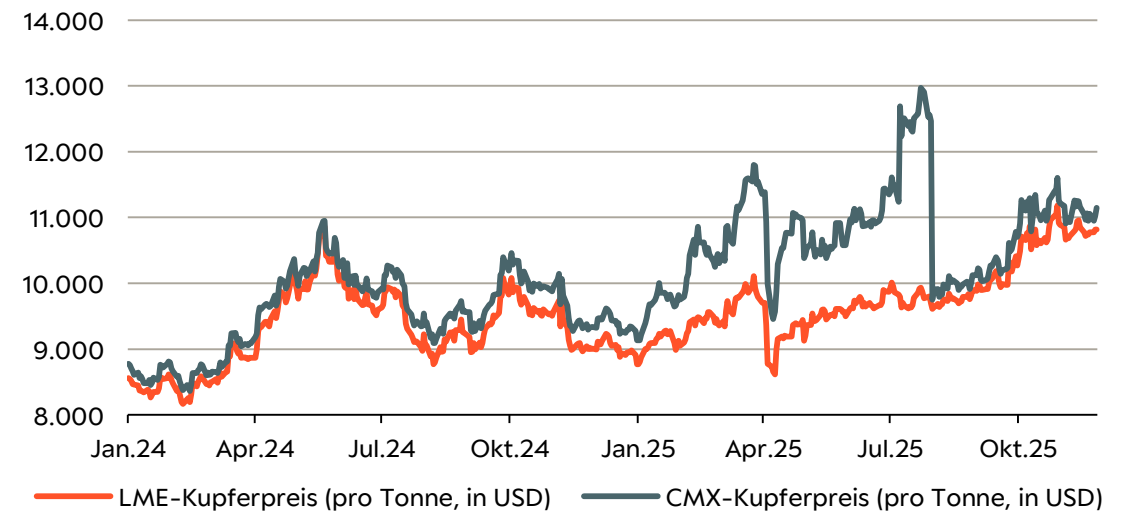


Zeitraum: 01.01.2015 – 26.11.2025

Kupfermarkt nach starker Rally zunächst seitwärts

- In den vergangenen Wochen stützten insbesondere die Sorge vor weiteren Zöllen der US-Regierung sowie ein aufgrund von einigen Produktionsausfällen verknapptes Angebot den Kupferpreis. Nach der Rally verharrte das Industriemetal im November jedoch ohne größere Treiber in einer Seitwärtsbewegung. Das dürfte auch daran liegen, dass die harten Daten wie bspw. die steigende Metallproduktion sowie der Metallabsatz in China bislang noch keine Angebotsverknappung signalisieren.
- Mittelfristig dürften die Kupferpreise jedoch aufgrund eines sich dennoch abzeichnenden Angebotsdefizits unterstützt bleiben. Während die Metallproduktion in China an Dynamik verlieren dürfte, deuten die Verarbeitungsgebühren, die Kupferschmelzen nun sogar an die Minenproduzenten für die Weiterverarbeitung zahlen müssen, bereits auf eine Verknappung des Angebots.

Kupferpreise konsolidieren im November zunächst seitwärts



Zeitraum: 01.01.2024 – 26.11.2025



06

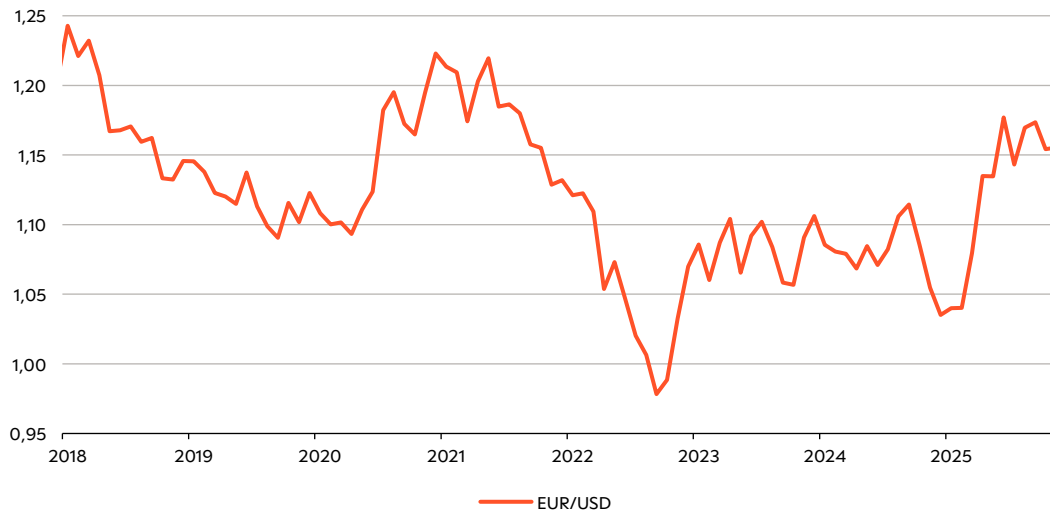
Währungen

Marktentwicklung

Leichte Dollar-Erholung voraussichtlich nur von kurzer Dauer

- Wir sind schon länger der Meinung, dass die Fed sich bald mehr Sorgen um die wieder anziehende Inflation als um den Arbeitsmarkt machen wird und daher von einer weiteren Lockerung der Geldpolitik absehen wird. Auch am Markt wurden zuletzt weitere Fed-Zinssenkungen ein Stück weit ausgepreist. Dies verlieh dem Dollar leichten Rückenwind.
- Mittelfristig bleibt der Dollar jedoch unter Druck. Trumps Angriffe auf die Unabhängigkeit der US-Zentralbank untergraben den Finanzplatz USA, hinzu kommt die stark steigende Staatsverschuldung. 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.

US-Dollar konnte sich zuletzt etwas erholen

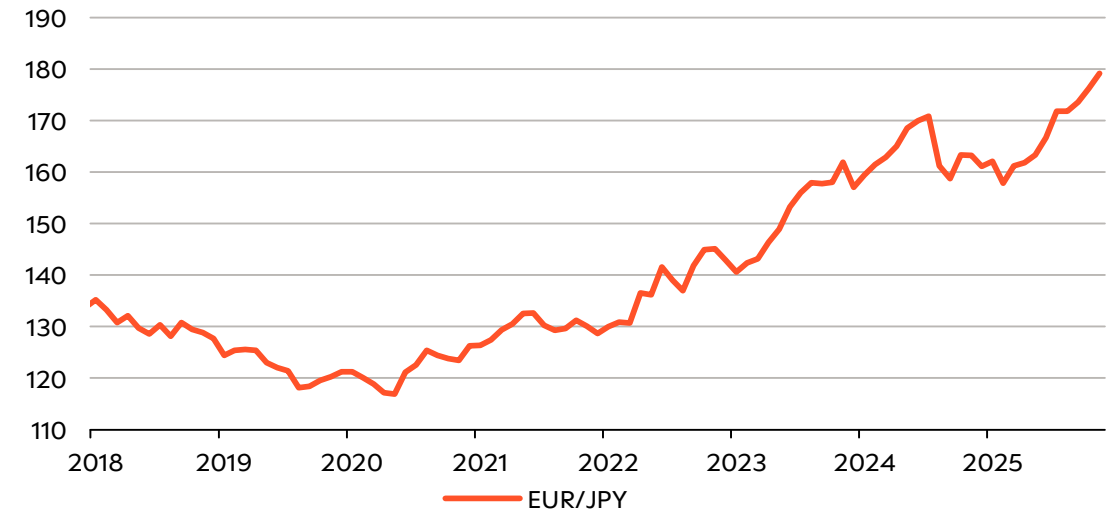


Zeitraum: 01/2018 – 11/2025

Bank of Japan wird den Kampf gegen die Inflation fortsetzen

- Die japanische Wirtschaft ist im dritten Quartal zum ersten Mal nach fünf Quartalen im Vergleich zum Vorquartal geschrumpft. Dies ist jedoch auf den mittlerweile beigelegten Handelsstreit mit den USA und neue Umweltauflagen im Immobiliensektor zurückzuführen. Die heimische Nachfrage zeigt sich weiterhin robust. 2026 wird sich zudem das von der neuen Regierung angekündigte Konjunkturpaket in Höhe von 21,3 Bio. Yen (117 Mrd. Euro) stützend auswirken. Der Markt sorgt sich jedoch um die Finanzierung. Der Yen verlor daher zuletzt etwas an Wert.
- Die robuste Konjunktur wird es der Bank of Japan aber erlauben, ihren Kampf gegen die Inflation, welche bereits seit mehr als drei Jahren über dem Zweiprozentziel notiert, fortzusetzen. Die nächste Leitzinsanhebung könnte bereits am 19. Dezember erfolgen und dem Yen aus seiner aktuellen Schwächephase helfen.

Konjunkturpaket schwächt den Yen



Zeitraum: 01/2018 – 11/2025

Prognosen

Wechselkursprognosen	26.11.2025	30.06.2026		31.12.2026	
	Aktuell		Ø*		Ø*
EUR/USD	1,16	1,19	1,20	1,20	1,19
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	181	170	173	168	174

Veränderung zum Euro (in %)

USD	-	-2,6	-3,4	-3,4	-2,6
GBP	-	0,7	-0,5	-0,5	-0,5
CHF	-	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8
JPY	-	6,7	4,9	8,0	4,4



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

Ulrich Urbahn, CFA

Leiter Portfoliomanagement Alternatives &
Leiter Multi Asset Strategy & Research

Kontakt

www.berenberg.de
MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de

Autoren

Ulrich Urbahn, CFA

Leiter Portfoliomanagement Alternatives &
Leiter Multi Asset Strategy & Research

Dr. Konstantin Ignatov

Portfoliomanager Alternatives

Mirko Schmidt

Analyst Multi Asset Strategy & Research

Fabian Birli

Analyst Multi Asset Strategy & Research

Dr. Felix Schmidt

Leitender Volkswirt