



Horizonte Handout

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

Januar 2026

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 18.12.2025

Inhaltsverzeichnis

01	Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt Geldpolitik und Inflation sind für 2026 entscheidend	04
02	Volkswirtschaft Europa weiterhin robust, USA profitiert vom KI-Boom	09
03	Aktien Weniger Aufwärtspotenzial für Aktien als in Jahren zuvor	14
04	Anleihen Weitere Aussichten heiter bis wolkig	20
05	Rohstoffe Reale Anlagen dürften gefragt bleiben	25
06	Währungen Notenbanken bewegen die Wechselkurse	28



01

Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt

Kapitalmarkt kompakt

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (18.11.25 - 16.12.25)	YTD (31.12.24 - 16.12.25)	16.12.24	16.12.23	16.12.22	16.12.21	16.12.20
Gold	4,3	44,5	45,1	36,1	9,4	6,6	3,9
Aktien Industrienationen	1,6	5,6	3,9	28,9	18,5	-10,8	30,1
Industriemetalle	1,5	0,3	-0,4	12,5	-12,0	6,8	30,8
Aktien Frontier Markets	1,0	25,0	25,3	17,0	4,3	-18,5	29,4
Euro-Übernachteinlage	0,2	2,2	2,3	3,8	3,2	-0,1	-0,6
EUR Unternehmensanleihen	-0,1	2,9	2,5	5,5	6,4	-13,5	-0,4
EUR Staatsanleihen	-0,3	2,1	1,8	3,2	4,1	-11,3	-1,0
Globale Wandelanleihen	-0,6	0,6	-2,0	17,9	6,4	-14,5	7,3
USD/EUR-Wechselkurs	-1,4	-11,9	-10,5	3,7	-2,8	7,0	7,7
Aktien Emerging Markets	-2,1	13,1	12,1	17,1	4,3	-14,1	6,4
REITs	-2,8	-11,9	-13,6	8,0	2,2	-19,5	39,4
Brent	-9,7	-21,1	-18,5	12,3	3,7	45,1	74,0

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: 16.12.2020 – 16.12.2025

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 dürfte die Eurozone auch im nächsten Jahr solide wachsen.

Der Fiskalimpuls wird die deutsche Wirtschaft 2026 beleben, weitere Reformen sind aber notwendig.

Trumps Politik belastet die Wirtschaft, der derzeitige KI-Boom kommt dem Präsidenten daher gerade recht.



Aktien

Globale Leitindizes verbuchten nach einem volatilen vierten Quartal weitere Gewinne. Der Dax hinkt jedoch hinterher.

Die Gewinnprognosen für US-Aktien wurden weiter nach oben korrigiert. Der Marktkonsens scheint davon auszugehen, dass auch 2026 ein starkes Jahr für US-Aktien wird.

Hohe US-Bewertungen dürften die Aktienrally etwas schwächer und vor allem volatiler ausfallen lassen als in den Jahren zuvor.



Anleihen

Sichere Staatsanleihen versprechen nur in UK nennenswerte nominale Erträge.

Real und aus Euro-Perspektive bleibt die Anlageklasse unattraktiv.

Korrekturen bei europäischen Unternehmensanleihen könnten Einstiegschancen bieten, insbesondere im Hochzinssegment, bei welchem der Anteil besicherter Anleihen deutlich zugenommen hat.

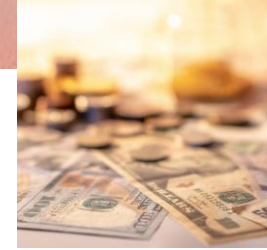


Alternative Investments / Rohstoffe

Der Ölmarkt bleibt trotz robuster Nachfrage aufgrund eines hohen Angebots übersorgt.

Wenngleich Gold den größten Preisanstieg bereits hinter sich haben dürfte, bleibt das Edelmetall mittelfristig ein wichtiger Portfoliobestandteil.

Ein knappes Angebot dürfte Industriemetalle, allen voran Kupfer, auch im Jahr 2026 weiter stützen.



Währungen

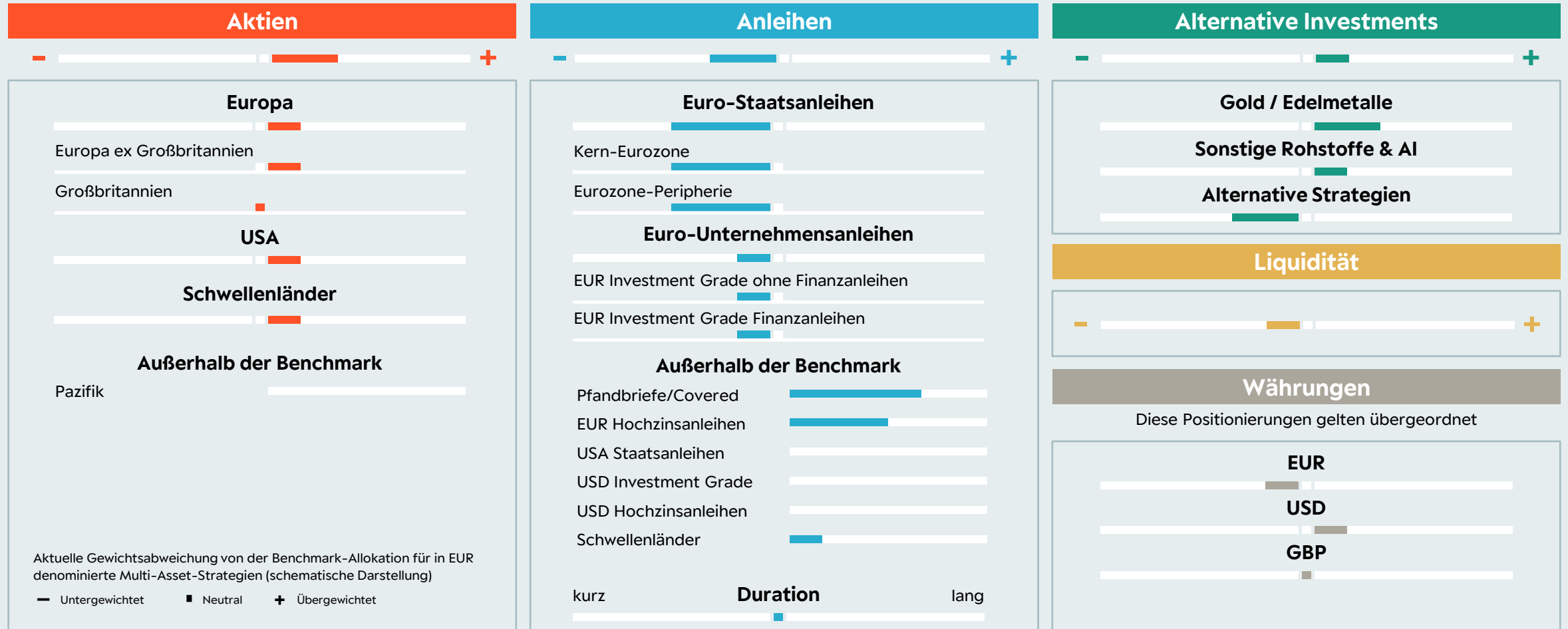
Der US-Dollar dürfte sich mittelfristig weiter abschwächen.

Je mehr Zinssenkungen die Fed vollzieht, desto schlechter dürfte dies für den Dollar sein. Das negative Momentum dürfte sich 2026 jedoch etwas abschwächen.

Der Yen könnte bei einer weiteren Straffung der Geldpolitik an Stärke gewinnen.

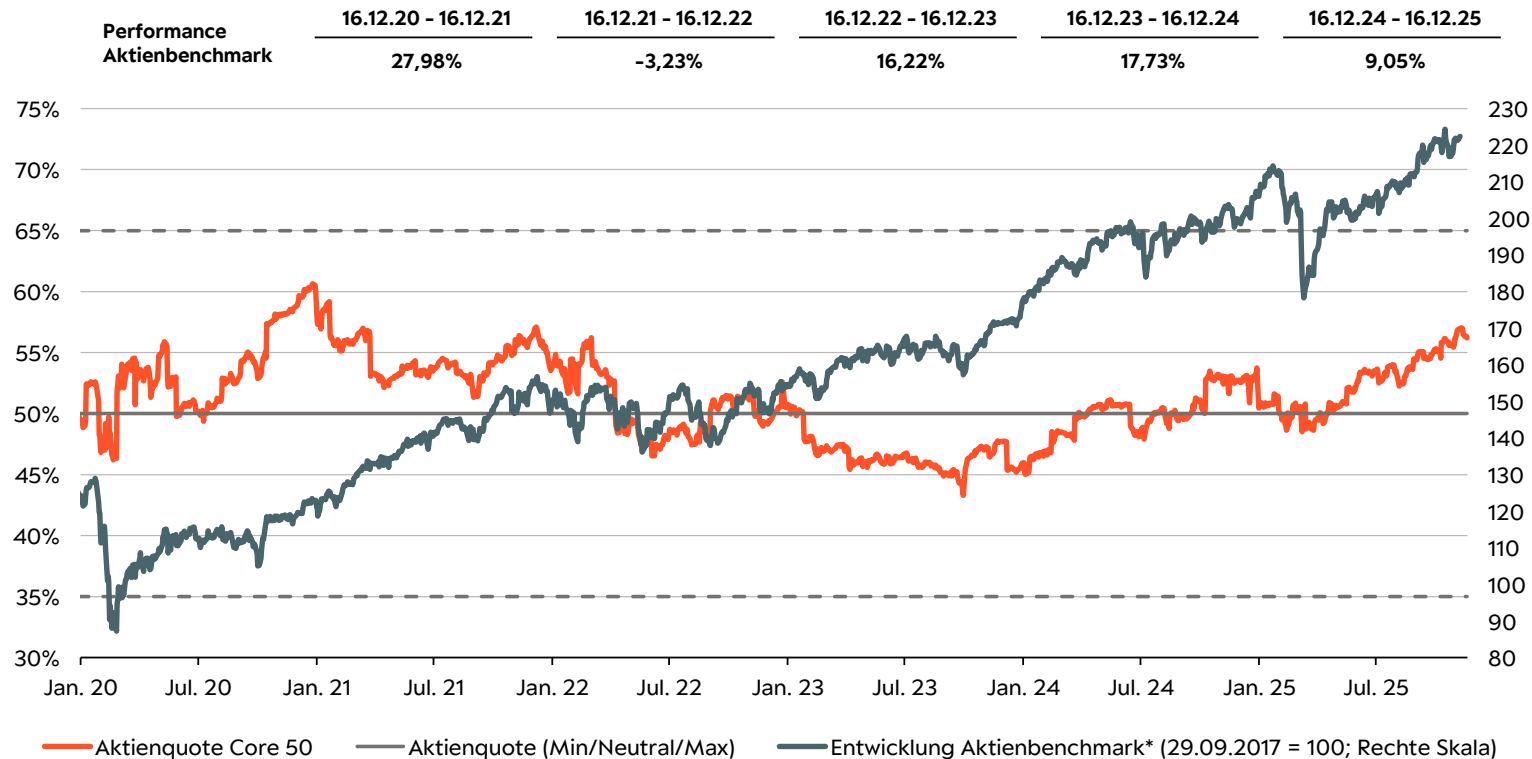
Berenberg Asset-Allokation kompakt

Portfoliopositionierung eines ausgewogenen Multi-Asset-Mandats auf einen Blick



Berenberg Asset-Allokation kompakt

Steuerung der Aktienquote eines ausgewogenen Multi Asset Mandats seit Auflage



- Dank unseres konstruktiven Blicks auf Aktien und Edelmetalle haben sich unsere Multi-Asset-Portfolios im vierten Quartal sehr positiv entwickelt. Der kleinere Abverkauf im November hat unsere Portfolios dank breiter Diversifizierung kaum getroffen.
- Zum Jahreswechsel halten wir an unserer Aktienübergewichtung fest, ohne große regionale Präferenz. Freundliche Unternehmensausblicke, eine niedrige Anlegerpositionierung sowie Unterstützung durch Aktienrückkaufprogramme stimmen uns positiv. Bei unverändertem Ausblick wäre ein Rücksetzer aus unserer Sicht sogar eine Kaufgelegenheit. Allerdings sind wir sehr wachsam im Hinblick auf Konjunktur- und Bewertungsrisiken.
- Unsere Auffassung, dass im Umfeld explodierender Staatsschulden und strukturell erhöhter Inflation Sachwerte gegenüber nominellen Staatsanleihen bevorzugt werden sollten, spiegelt sich deutlich im Portfolio wider. Unser größtes Übergewicht besteht entsprechend nach wie vor bei Edelmetallen.

Zeitraum: 16.12.2020 – 16.12.2025

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.



02

Volkswirtschaft

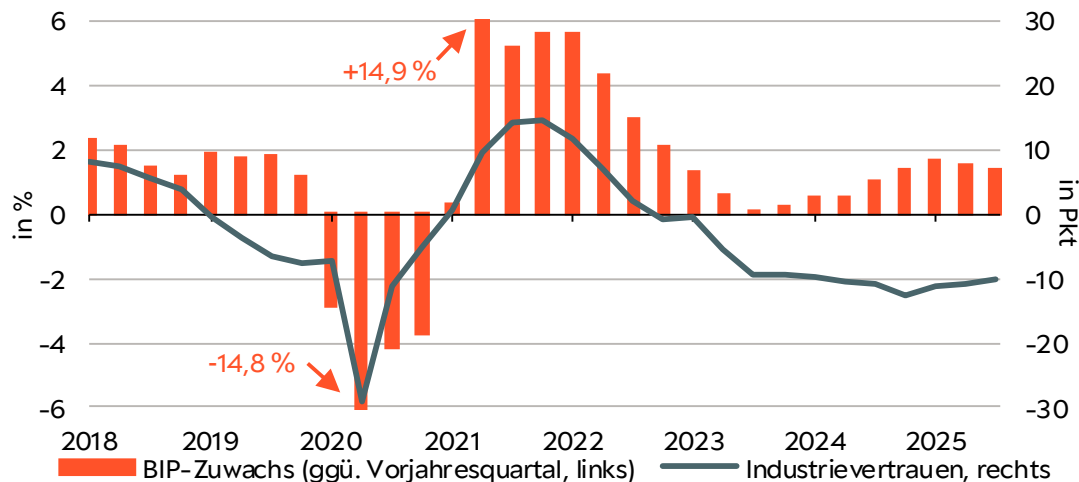


Eurozone

Wachstum im dritten Quartal überrascht positiv

- Das BIP der Eurozone ist im dritten Quartal um 0,3 % 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.

Eurozone BIP-Wachstum und Industrier Vertrauen

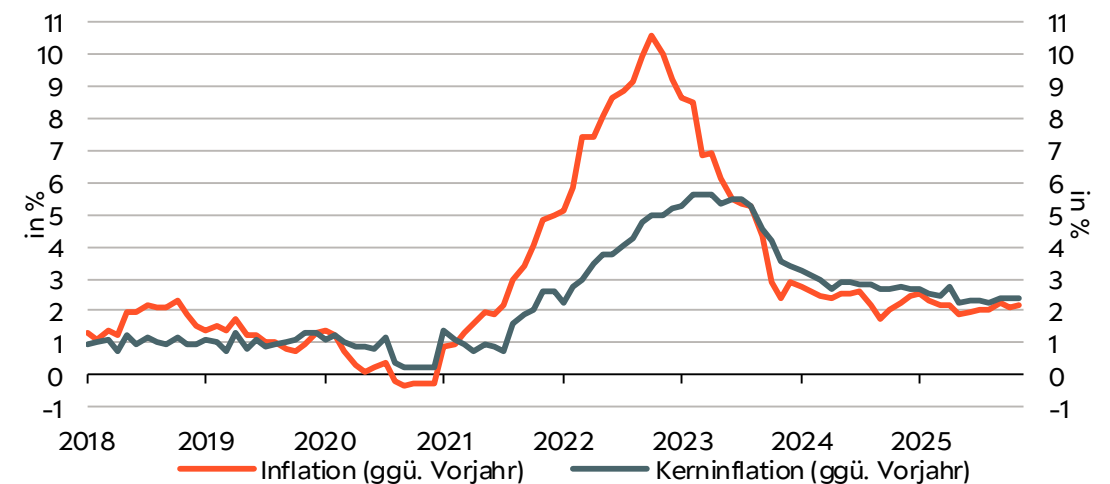


Zeitraum: 01/2018 – 09/2025

Keine Überraschung unter dem EZB-Weihnachtsbaum

- Die Inflationsrate im Euroraum blieb im November mit 2,4 % unverändert. Die Teuerungsrate ohne Nahrungsmittel und Energie, oft auch als Kerninflation bezeichnet, stieg von 2,1 % auf 2,2 %. Voraussichtlich wird die Inflationsrate auch in den kommenden Monaten um das Zweiprozentziel der EZB fluktuieren.
- Die EZB befindet sich weiterhin in einer komfortablen Lage. Die Inflationsrate bewegt sich schon länger in der Nähe des Zweiprozentziels, während die Konjunktur 2026 voraussichtlich an Fahrt aufnehmen wird. Es gilt daher als ausgemachte Sache, dass die EZB bei ihrer Sitzung am 18. Dezember den Einlagesatz bei 2,0 % belassen wird. Der nächste Zinsschritt könnte 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.

Eurozone Inflation (ggü. Vorjahr)



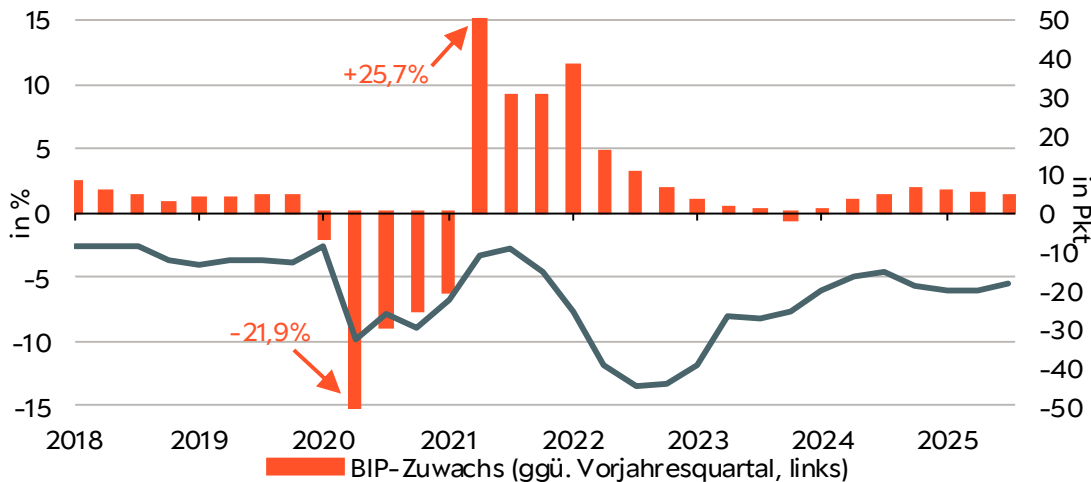
Zeitraum: 01/2018 – 11/2025

Großbritannien

Gelockerte Geldpolitik stützt die Wirtschaft

- 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 stützt 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.
- Wir rechnen für 2026 mit einem Wirtschaftswachstum leicht unterhalb der 1-Prozent-Marke. 2027 wird das Wachstum voraussichtlich zu seiner Trendrate von 1,5 % zurückkehren. Dieses Trendwachstum setzt sich aus einem Anstieg der Erwerbsbevölkerung um 0,5 % gegenüber dem Vorjahr und einem Anstieg der Produktion pro Arbeitnehmer um 1 % gegenüber dem Vorjahr zusammen.

Großbritannien BIP-Wachstum (ggü. Vorjahr)

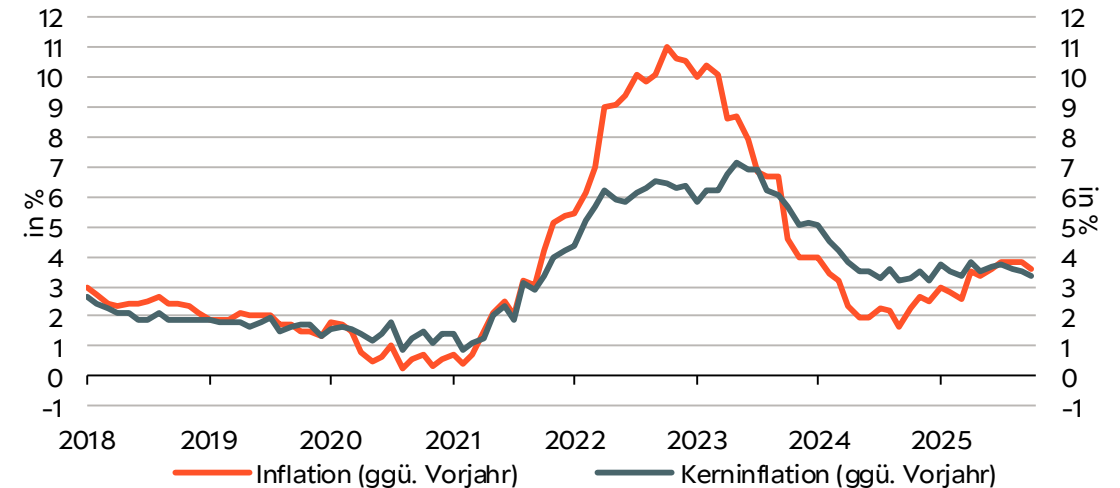


Zeitraum: 01/2018 – 09/2025

BoE schreitet langsam, aber beharrlich voran

- Zwar liegt die Inflation in Großbritannien noch immer deutlich über dem Zwei-Prozent-Ziel der Bank of England (BoE), der Inflationsgipfel ist mittlerweile aber überschritten. Wir gehen davon aus, dass die geringere Wirtschaftstätigkeit im Winter das Wachstum der Dienstleistungspreise im Jahr 2026 verlangsamen und die Inflation Ende 2026 wieder das Ziel von 2 % erreichen wird.
- Die BoE muss ein Gleichgewicht finden zwischen einer zu langsamen Senkung des Leitzinses, die einen stärkeren Anstieg der Arbeitslosigkeit riskiert, und eine zu schnelle Senkung, die eine erneute Beschleunigung der Nachfrage zur Folge hätte, wodurch die Inflation über dem Zielwert von 2 % bliebe. Wir rechnen daher damit, dass die BoE den Leitzins bis zum Sommer 2026 behutsam auf 3,0 % absenken wird.

Großbritannien Inflation (ggü. Vorjahr)



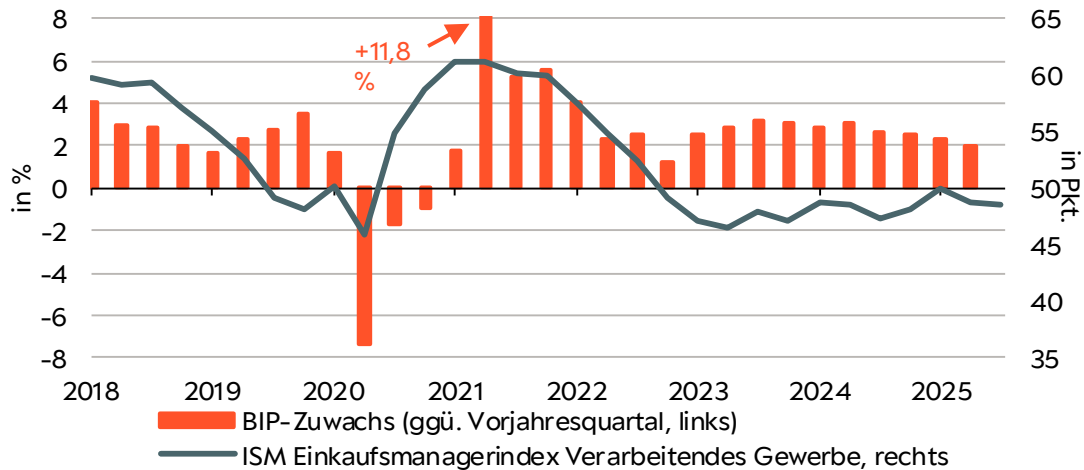
Zeitraum: 01/2018 – 10/2025

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.

USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex

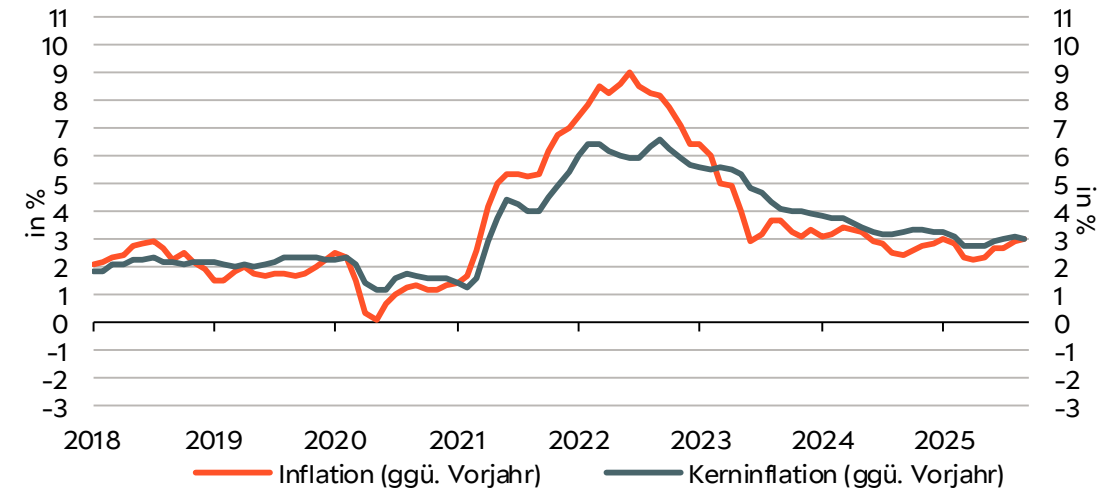


Zeitraum: 01/2018 – 09/2025

Fed senkt zum Jahresende ein weiteres Mal den Leitzins







- Die Fed befindet sich derzeit in einer schwierigen Lage: Einerseits verlangt der sich abkühlende Arbeitsmarkt nach konjunkturstützenden Zinssenkungen, andererseits lassen die US-Zölle und die restriktive Migrationspolitik die Inflation steigen, was eigentlich eine strikte Geldpolitik erforderlich machen würde. Zuletzt überwogen die Sorgen um den Arbeitsmarkt, sodass die Fed am 10. Dezember die Leitzinsspanne zum dritten Mal im Jahr 2025 um 0,25 Prozentpunkte auf 3,5 bis 3,75 % gesenkt hat.
- Der anhaltende Inflationsdruck wird aber voraussichtlich dazu führen, dass zumindest temporär von einer weiteren Lockerung der Geldpolitik Abstand genommen wird. Wir rechnen bis zum Sommer 2026 lediglich mit einer weiteren Leitzinssenkung der Fed, welche die Leitzinsspanne auf ein Niveau von 3,25 bis 3,5 % bringen würde.

USA Inflation (ggü. Vorjahr)



Zeitraum: 01/2018 – 09/2025

Prognosen

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

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

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



03

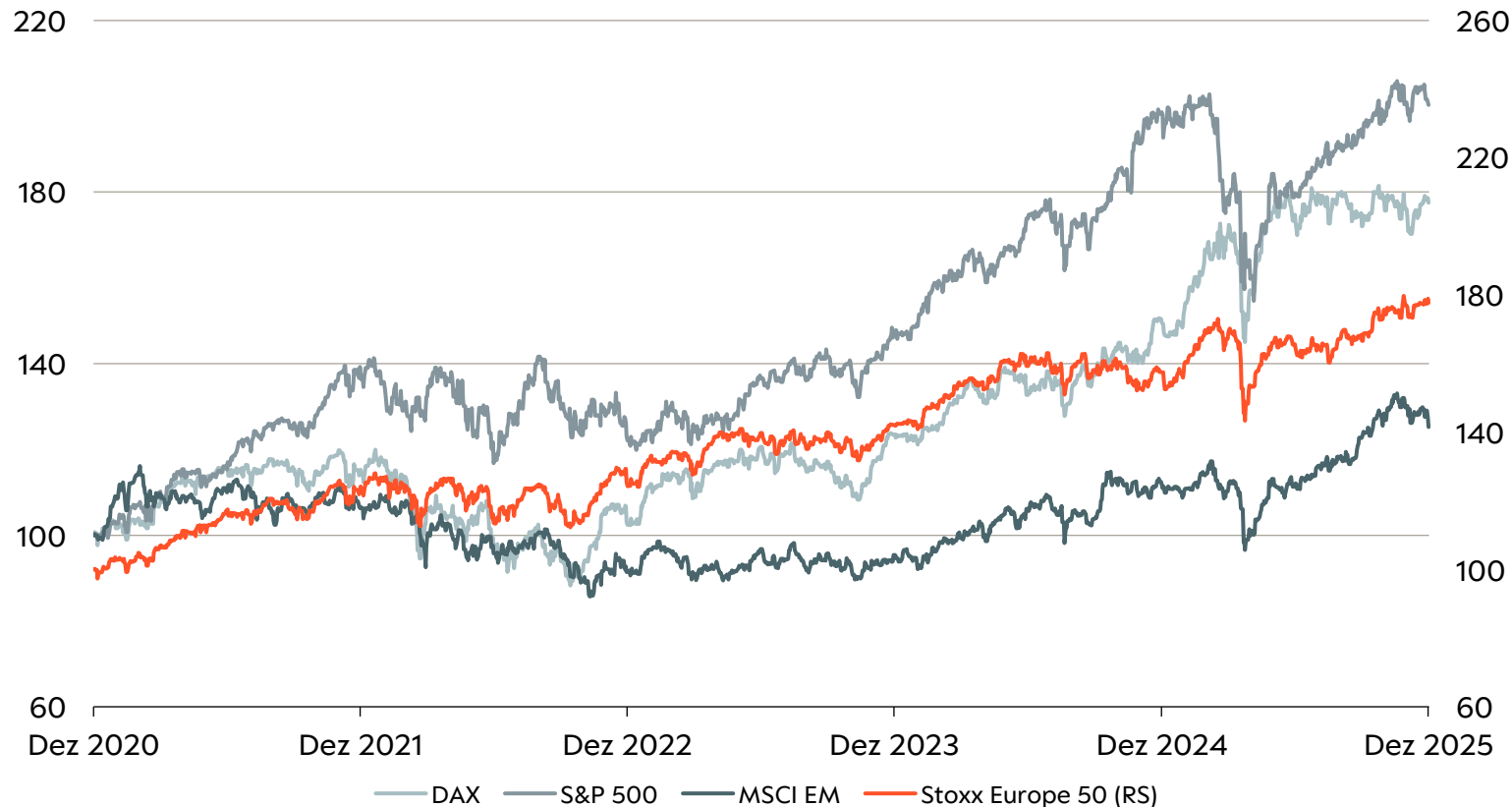
Aktien



BERENBERG

Weniger Aufwärtspotenzial für Aktien als in Jahren zuvor

Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes



Zeitraum: 16.12.2020 – 16.12.2025

Deutscher Leitindex holt sich die rote Laterne im viertel Quartal

Trotz mehrerer Rücksetzer verbuchten globale Leitindizes im vierten Quartal weitere Gewinne. Die Aktien hierzulande entwickelten sich dabei schwächer als andere Aktienindizes. Der starke Euro, schwächelnde Wirtschaftsdaten und vor allem eine deutliche Korrektur bei Rüstungsunternehmen lasteten auf der Performance des DAX. Dennoch stiegen paneuropäische Leitindizes in diesem Quartal um fast 4 % an, auch weil defensive Sektoren, wie etwa der Gesundheitssektor zulegten.

Sorgen über zu hohe Bewertungen im Technologiesektor, kombiniert mit etwas falkenhafteren Erwartungen bezüglich der Federal Reserve (Fed), führten im November zu einer kurzlebigen Marktkorrektur in den USA. Für Euro-Investoren wurde diese durch eine Aufwertung des Dollars etwas abgefedert. Die Aktienmärkte der Schwellenländer erwiesen sich als guter Portfolio-Diversifikator und generierten über die letzten drei Monate solide Renditen.

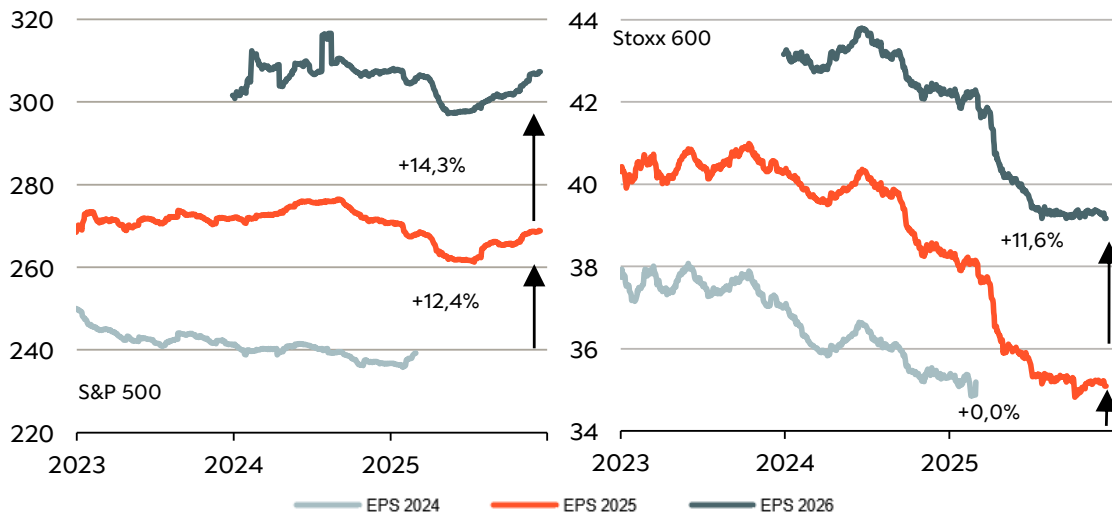
Die Kombination aus niedrigeren Zinsen, einer Trump-Administration, die für ein gutes Abschneiden in den anstehenden Zwischenwahlen wohl alle wirtschafts-politischen Hebel in Bewegung setzen sollte, sowie solide US-Profitmargen, die sich durch KI-getriebene Einsparungen weiter ausweiten könnten, zeichnen auch 2026 ein positives Bild für US-Aktien.

Der Marktkonsens ist auch 2026 positiv für US-Aktien gestimmt

US-Aktien dürften 2026 ihre Rally weiter fortsetzen

- Auch in diesem Quartal haben die Analysten ihre Gewinnerwartungen für US-Aktien deutlich nach oben korrigiert. Mittlerweile wird für die Unternehmen des S&P 500 ein Gewinnwachstum von 14 % für das Jahr 2026 prognostiziert, nach bereits 12 % für 2025. Man kann den Aktienanalysten aber auch keinen Vorwurf machen. Zumindest auf dem Papier spricht nichts dafür, dass das Gewinnwachstum am US-Aktienmarkt im nächsten Jahr eine Pause einlegt.
- Die Kombination aus niedrigeren Zinsen, einer Trump-Administration, die für ein gutes Abschneiden in den anstehenden Zwischenwahlen wohl alle wirtschaftspolitischen Hebel in Bewegung setzen sollte, sowie solide US-Profitmargen, die sich durch KI-getriebene Produktivitätsgewinne weiter ausweiten könnten, zeichnen auch 2026 ein positives Bild für US-Aktien.

Gewinnwachstumserwartungen in den USA ziehen weiter deutlich an

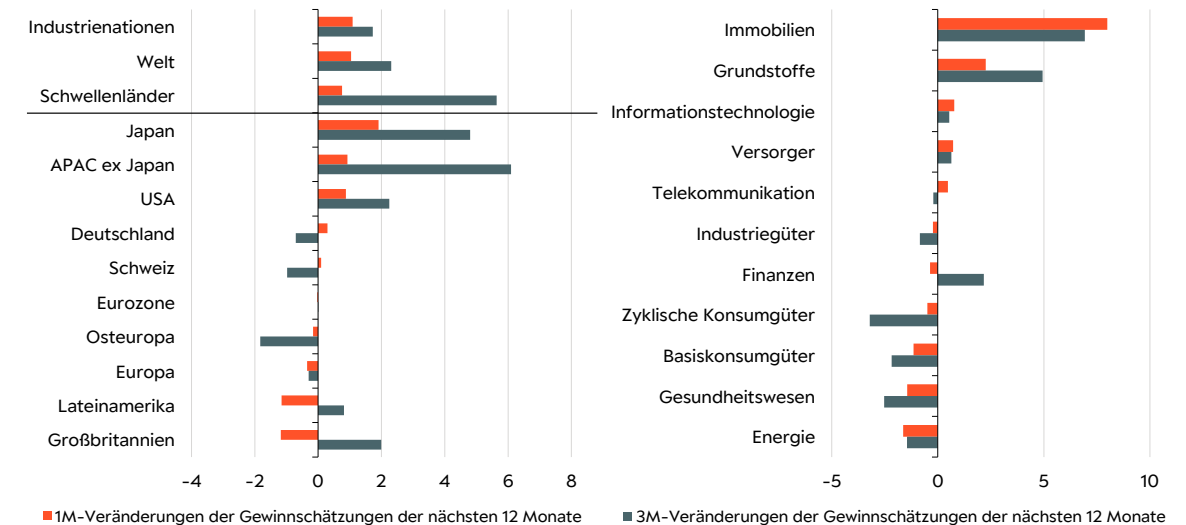


Zeitraum: 01.01.2023 - 16.12.2025

Doch limitieren bereits hohe Erwartungen das Aufwärtspotenzial

- Doch ganz so rosig sieht das Marktbild für US-Aktien nun auch wieder nicht aus. Zum einen deuten die sehr hohen US-Bewertungen und eine strukturell höhere Aktienpositionierung seitens der Privatanleger an, dass zumindest ein Teil der zuvor genannten positiven Treiber bereits eingepreist ist. Eine schwächelnde US-Konjunktur oder weniger Leitzinssenkungen seitens der Fed, wie von unseren Volkswirten erwartet, könnten letztlich dazu führen, dass die Rally amerikanischer Aktien schwächer ausfällt, als es der sehr bullenhafte Marktkonsens derzeit zu erwarten scheint.
- Zudem besteht das Risiko eines zweiten Deepseek-Moments – also, dass in China noch mehr qualitativ hochwertige KI-Konkurrenz entsteht. Eine breite regionale und sektorale Diversifikation ist für uns daher im Jahr 2026 wichtiger denn je.

3M-Veränderung der Gewinnrevisionen für EM-Aktien am größten



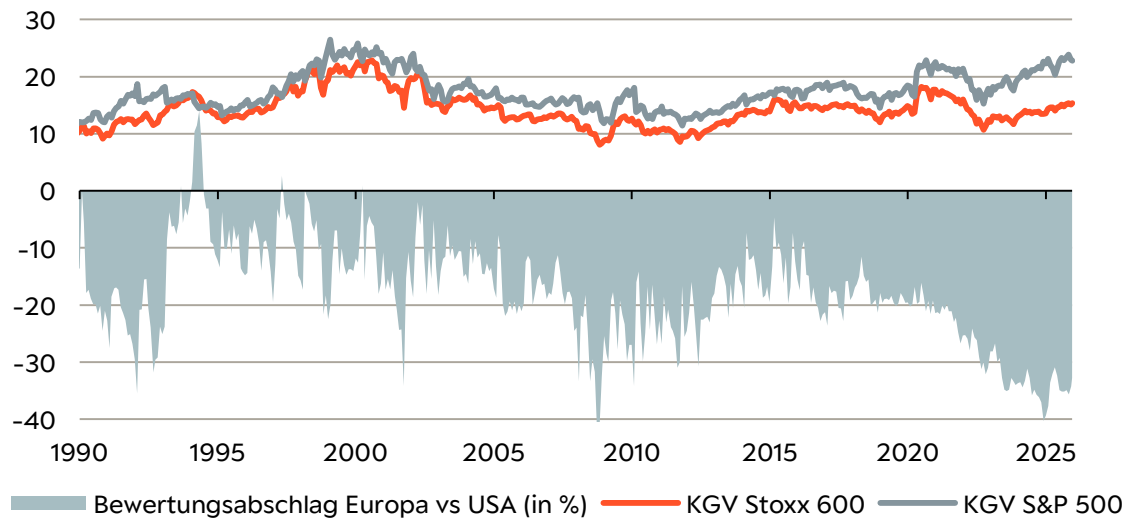
Stand: 15.12.2025

Hohe Bewertungen machen Diversifikation attraktiver

Europäische Aktien nach wie vor nicht teuer bewertet

- In der Tat sind Aktien aus Europa und auch den Schwellenländern im Vergleich zu ihren Gegenstücken aus den USA sowie zu ihrer eigenen Historie günstiger bewertet. Auch die Gewinnrevisionen, die für US-Aktien zuletzt weiter anzogen, fielen in Europa deutlich schwächer aus.
- Die damit einhergehende geringere Erwartungshaltung, kombiniert mit regionalen Wachstumstreibern, wie etwa dem anlaufenden Konjunkturpaket in Deutschland, den Friedensverhandlungen in der Ukraine, Pekings neuem Fünfjahresplan, sowie der immer dominanteren Rolle, die asiatische Volkswirtschaften im „KI-Boom“ einnehmen, machen sowohl EM- als auch europäische Aktienmärkte als regionale Diversifikatoren auch 2026 interessant.

Starke Bewertungsdifferenz zwischen den USA und Europa hält an

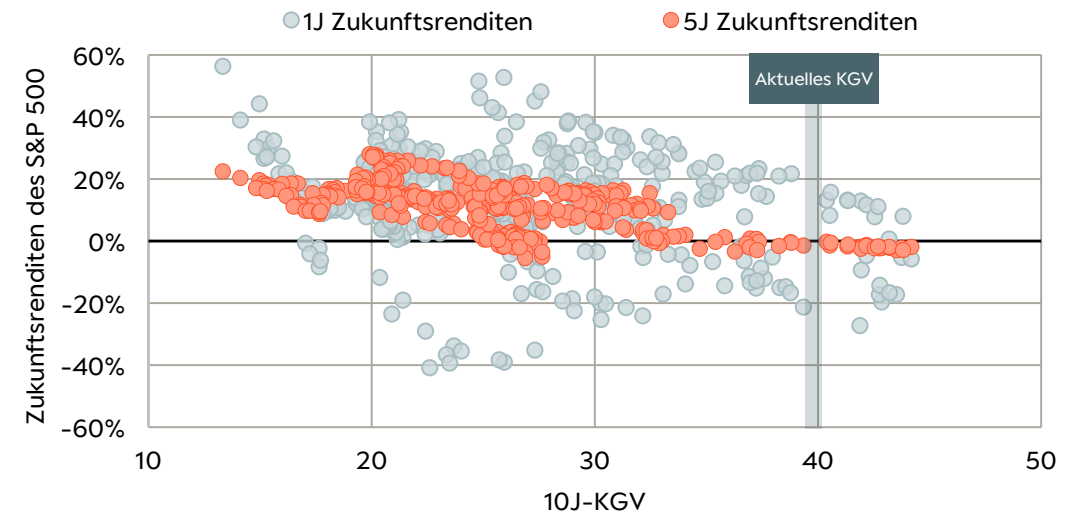


Zeitraum: 01.01.1990 – 16.12.2025

Mehr Marktbreite in 2026

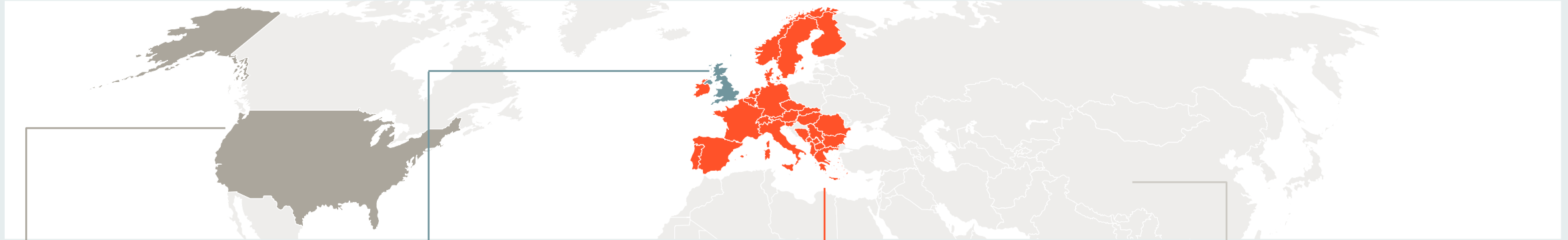
- Auf Sektorebene dürften Pharma- sowie Rohstoffaktien 2026 eine weitaus größere Rolle spielen als in den Jahren zuvor. Beide Segmente weisen im Vergleich zum Gesamtmarkt attraktivere Bewertungen sowie ein geringeres Positionierungsniveau auf. Gleichzeitig könnten sie Anlegern eine gewisse Diversifikation bieten, sollte sich der Marktkonsensus irren und ein anziehendes Inflationsmomentum eine weniger expansive Geldpolitik der Zentralbanken auf den Plan rufen.
- Wenngleich auch 2026 ein weiteres positives Jahr für Aktien sein dürfte, limitieren die bereits sehr hohen Markterwartungen das Aufwärtspotenzial für das kommende Jahr. Wir erwarten daher, dass die Aktienhaube 2026 zwar anhält, aber geringer ausfallen dürfte als in den Jahren zuvor. Auf lange Sicht dürften die hohen Bewertungen auf dem Renditepotenzial von US-Aktien lasten.

Bewertungen limitieren Aufwärtspotenzial auf lange Sicht



Zeitraum: 01.01.1989 – 30.11.2025

Halten an Aktienübergewicht fest aber bleiben regional diversifiziert



USA

übergewichtet

Die weiterhin hohe Bewertung der US-Aktien machen die Region im Vergleich zu günstigeren Regionen wie Europa oder den Schwellenländern weniger attraktiv. Positiv wirken hingegen robuste Wirtschaftsdaten, fallende Zinsen sowie die starken Bilanzen der US-Unternehmen.

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, auch getrieben durch die Infrastrukturausgaben, besteht weiteres Aufholpotenzial.



Schwellenländer

übergewichtet

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

Prognosen

Indexprognosen

	16.12.2025	30.06.2026	31.12.2026	In 12 Monaten
	Aktuell			Ø*
S&P 500	6.800	7.250	7.400	7.941
DAX	24.077	25.500	26.000	28.485
Euro Stoxx 50	5.718	5.900	6.100	6.411
MSCI Großbritannien	2.759	2.950	3.000	3.106

Indexpotential (in %)

S&P 500	-	6,6	8,8	16,8
DAX	-	5,9	8,0	18,3
Euro Stoxx 50	-	3,2	6,7	12,1
MSCI Großbritannien	-	6,9	8,8	12,6



04

Anleihen

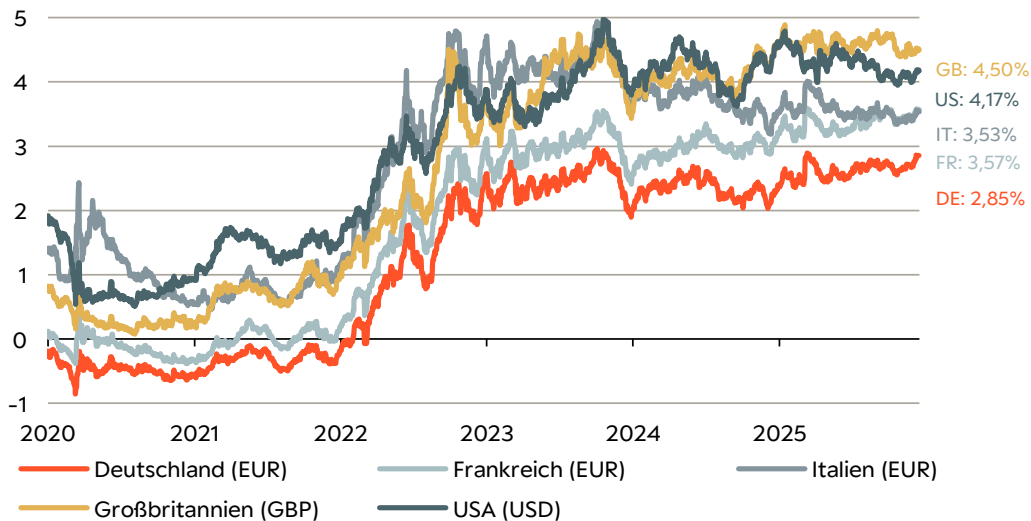


Weitere Aussichten heiter bis wolkig

Steilere Kurven im Euroland und den USA

- Nachdem die Fed ihrer Zinssenkung vom September 2025 zwei weitere Senkungen von jeweils 25 Basispunkten folgen ließ, rechnen wir für 2026 angesichts einer erwarteten US-Inflation von knapp unter 3 % mit nur noch einer Zinssenkung. Auch in der Eurozone sollte die Zentralbank in den kommenden Monaten keinen Bedarf für eine Zinssenkung haben. Zwar steigen die Preise hierzulande nicht stärker als von der EZB angestrebt, doch positive Konjunkturüberraschungen und eine von der deutschen Ausgabenpolitik gestützte wirtschaftliche Erholung lassen keine dringende Notwendigkeit für eine monetäre Unterstützung erkennen. Vielmehr dürfte sich die Zinsstrukturkurve weiter versteilern, denn anders als am kurzen Ende werden die konjunkturelle Belebung und die öffentliche Verschuldung die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen moderat steigen lassen.

10-jährige Renditen (%) dürften tendenziell weiter steigen

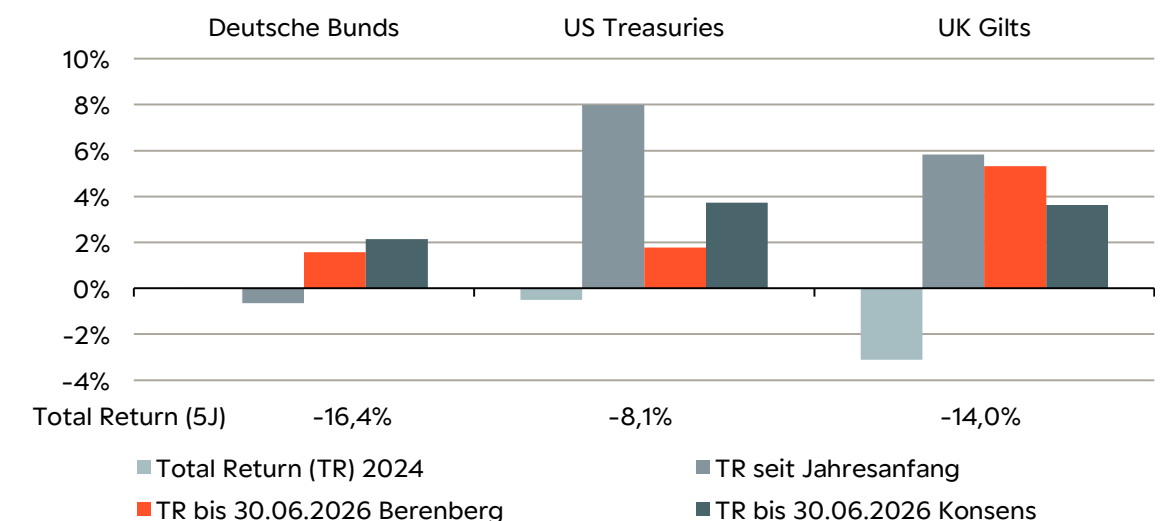


Zeitraum: 01.01.2020–15.12.2025

Staatsanleihen bleiben durch die Bank wenig attraktiv

- Für US-Treasuries rechnen wir mit einem etwas stärkeren Renditeanstieg. Im Ergebnis dürften weder mit deutschen noch mit amerikanischen Staatspapieren attraktive Erträge erzielt werden. Bewegt man sich vom europäischen Festland auf die britische Insel, stellt sich das Bild anders dar. Die Bank of England dürfte ihren Leitzins senken. Trotz leicht steigender Kapitalmarktrenditen ergibt sich für UK-Gilts aufgrund des auskömmlichen Niveaus der laufenden Verzinsung die Perspektive auf eine insgesamt attraktive nominale Wertentwicklung. Zu beachten bleibt allerdings das Risiko von Wechselkursschwankungen; darüber hinaus muss noch die Inflationsrate in Rechnung gestellt werden. Aus Euro-Perspektive bleiben sichere Staatsanleihen somit durch die Bank hinweg wenig attraktiv und sind allenfalls als Absicherungsinstrument für temporäre Rückschläge an den Risikomärkten geeignet.

Sichere Staatsanleihen: Reif für die Insel?



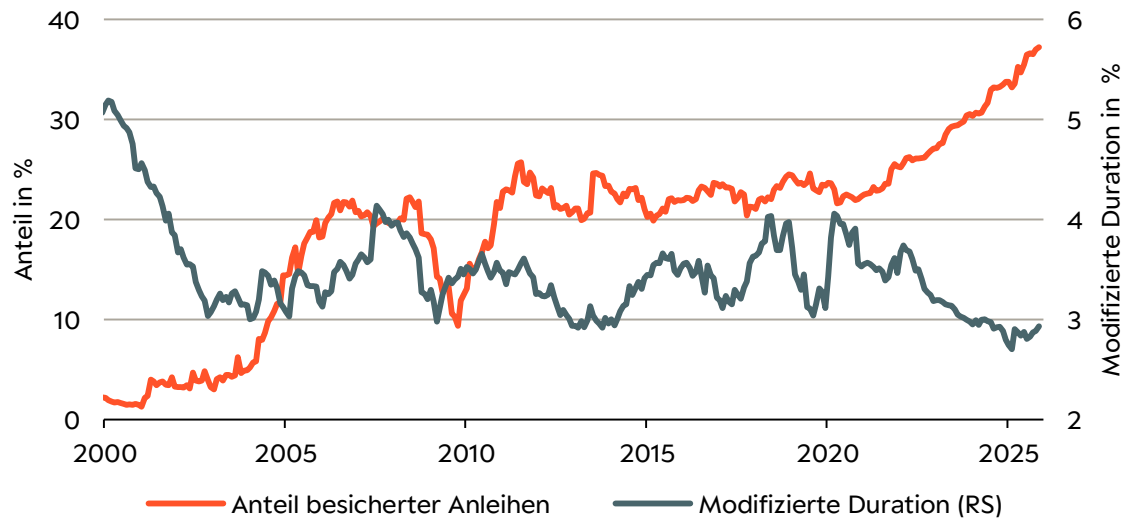
Zeitraum: 15.12.2020–15.12.2025

Unternehmensanleihen bleiben trotz niedriger Spreads attraktiv

Unternehmensanleihen: Vorsichtig optimistisch

- Im letzten Quartal haben sich Unternehmensanleihen im Investment Grade - wie auch im Hochzinssegment erneut behauptet. Allerdings sind die Risikoaufschläge im Zuge der jüngsten Aktienmarktkorrektur leicht gestiegen. Zugleich musste der Markt ein hohes Volumen an Neuemissionen aufnehmen, was jedoch keine Belastung darstellte, da Investmentfonds im Credit-Segment weiter Zuflüsse verzeichneten. Perspektivisch dürfte sich dieser Trend fortsetzen, da die Renditen von Festgeldanlagen nach den Zinssenkungen der EZB inzwischen wenig interessant sind. Viele richten dabei ihren Fokus auf absolute Renditen, während Risikoaufschläge nach wie vor unattraktiv bleiben. Andererseits sprechen bei Euro-Hochzinsanleihen mehrere Faktoren für strukturell niedrigere Spreads, darunter ein höherer Anteil besicherter Anleihen und ein historisch geringes Zinsänderungsrisiko.

Euro-Hochzinssegment hat sich strukturell verbessert

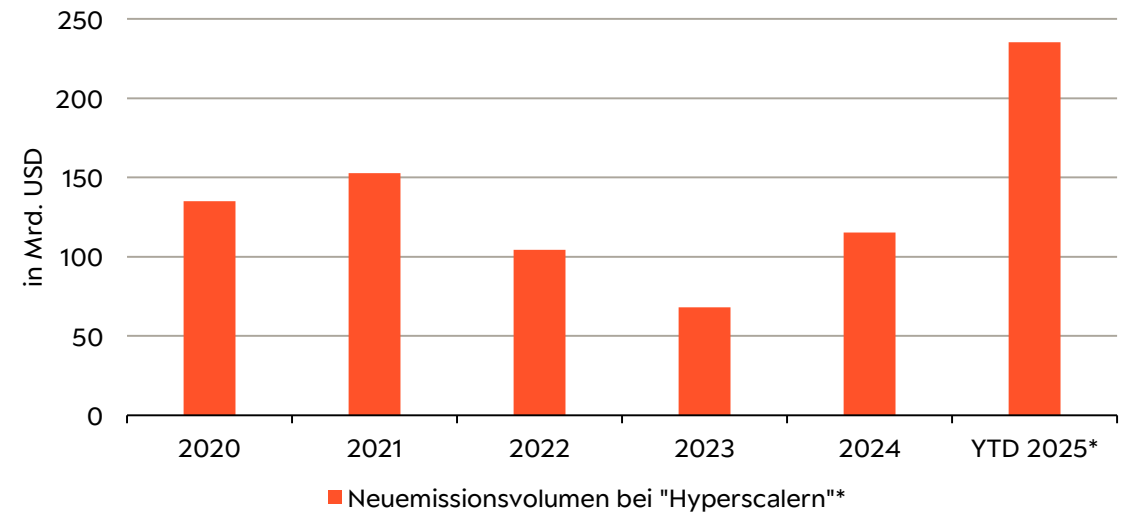


Zeitraum: 01.01.2020 – 30.11.2025

Moderate Zuversicht jenseits sicherer Staatsanleihen

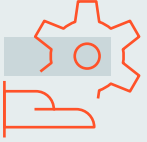
- Im Investment Grade-Bereich dominierte das Thema Künstliche Intelligenz (KI). Allein die drei AA-gerateten Emittenten Meta, Google und Amazon nahmen im Laufe des Jahres mehr als 100 Mrd. US-Dollar über Anleihen und Privatplatzierungen auf. Allerdings reagierten die Investoren aufgrund der guten Bonität der Emittenten gelassen auf den Verschuldungsanstieg, sodass die im November begebenen Anleihen stark nachgefragt wurden.
- Insgesamt bieten Unternehmensanleihen trotz wenig attraktiver Risikoprämien gute Renditen. Das Hochzinssegment hat zudem bei Besicherung und Zinssensitivität strukturelle Verbesserungen erfahren. Hier sehen wir ebenso selektive Opportunitäten wie bei Finanzanleihen. Vorsichtiger Anleger können ihren Blick auf Covered Bonds richten, die gegenüber Staatspapieren einige Vorteile aufweisen.

KI-Investitionen treiben Neuemissionen im Technologiesektor



Zeitraum: 01.01.2020 – 30.11.2025

Anleihen Allokation



Kernsegmente

Staatsanleihen

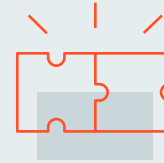
untergewichtet

- 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 Mittelzuflüsse.



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 %)

	16.12.2025	30.06.2026		31.12.2026	
	Aktuell		Ø*		Ø*
USA					
Leitzins	3,50-3,75	3,25-3,50	3,43	3,25-3,50	3,25
10J US-Rendite	4,15	4,30	4,04	4,60	4,06
Eurozone					
Leitzins**	2,00	2,00	1,97	2,00	1,98
10J Bund-Rendite	2,84	2,90	2,83	3,00	2,93
Großbritannien					
Leitzins	4,00	3,50	3,38	3,50	3,28
10J Gilts-Rendite	4,52	4,20	4,44	4,00	4,34

*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens

**Einlagensatz



05

Rohstoffe

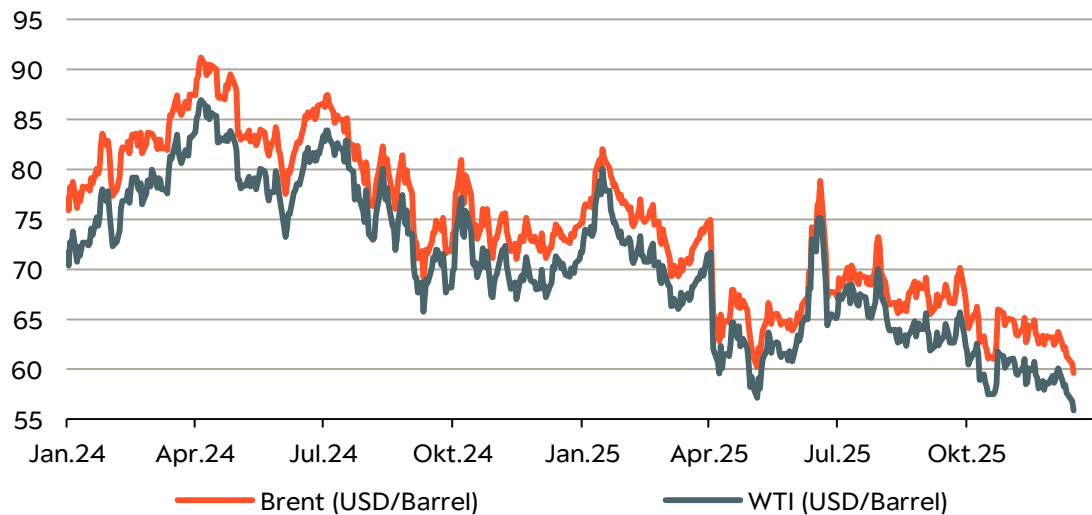
Der Ölmarkt bleibt trotz robuster Nachfrage überversorgt

Ölangebot bleibt trotz ausbleibender Produktionskürzungen reichlich

- Der Rohölpreis (Brent) setzte seinen seit Jahresbeginn anhaltenden Abwärtstrend auch in den letzten Monaten des Jahres weiter fort. Wenngleich die Nachfrage insbesondere aus China robust blieb und weitere US-Sanktionen gegen russische Ölkonzerne verkündet wurden, überwog am Ölmarkt die Sorge einer steigenden Überversorgung aufgrund der anhaltenden Rücknahme von Produktionskürzungen seitens der OPEC+.
- Wenngleich das Kartell in den ersten drei Monaten des neuen Jahres vorerst keine Produktionserhöhung plant, dürfte es jedoch nach wie vor bestrebt sein, weitere Marktanteile zu gewinnen.

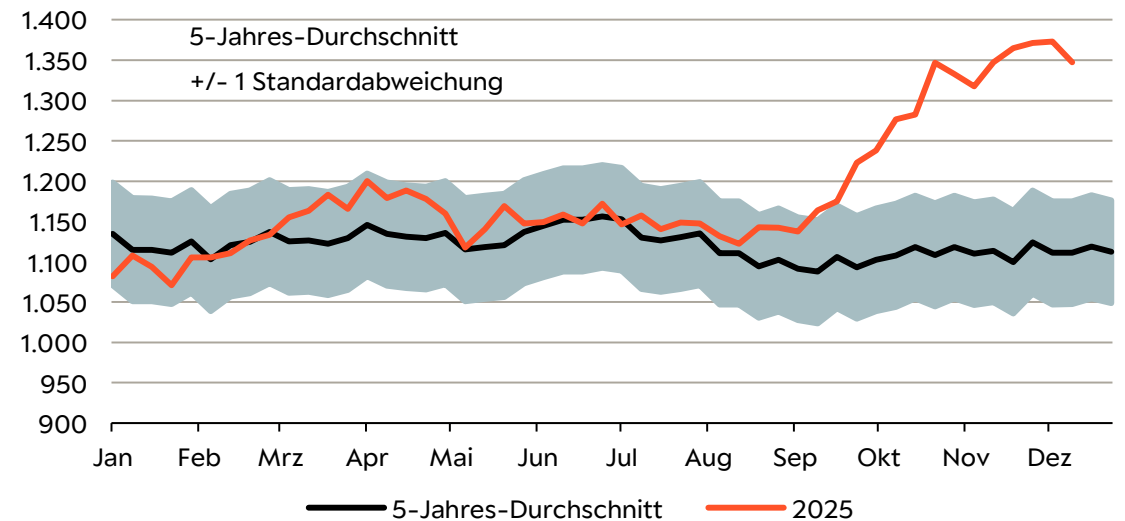
- Die in Folge der US-Sanktionen deutlich gestiegenen seewärtigen Ölbestände dürften es der OPEC+ jedoch erschweren, zügig Marktanteile zurückzugewinnen. Die weiterhin negative Erwartungshaltung einiger Marktteilnehmer und eine stärker als erwartete Nachfrage könnten jedoch positives Überraschungspotenzial bieten.
- Kurzfristig scheint der Ölpreis (Brent) jedoch angeschlagen zu sein. Mit knapp unter 60 USD/Barrel handelt dieser rund 15 USD unter dem Niveau vom Jahresbeginn und damit so niedrig wie zuletzt 2021.

Rohöl setzt Abwärtstrend zum Jahresende weiter fort



Zeitraum: 01.01.2024 – 15.12.2025

Seewärtige Ölbestände steigen durch US-Sanktionen deutlich an



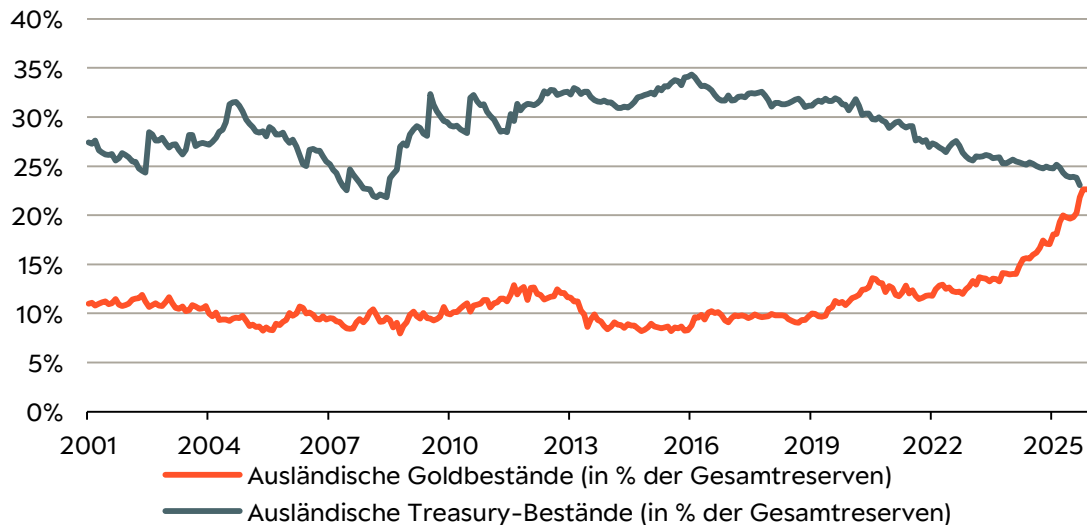
Zeitraum: 01.01.2020 – 13.12.2025

Reale Anlagen dürften gefragt bleiben

Gold bleibt mittelfristig wichtiger Portfoliobestandteil

- Nachdem der Goldpreis seine außerordentlich starke Wertentwicklung auch im vierten Quartal zunächst weiter fortsetzte, verlor das Edelmetall Ende Oktober aufgrund von technisch überhitzten Indikatoren und einer daraus resultierenden Positionierungsbereinigung kurzzeitig deutlich an Wert. Zuletzt konnte der Goldpreis jedoch an erneuter Stärke gewinnen und tendiert nur knapp unter seinem Allzeithoch.
- Mit Blick auf das kommende Jahr dürfte das Edelmetall in einem Umfeld geopolitischer Unsicherheiten, erhöhter Inflationsvolatilität, fiskalischer Dominanz sowie anhaltender Zentralbankkäufe ein wichtiger Portfoliobestandteil bleiben, wenngleich der größte Preisanstieg bereits hinter uns liegen dürfte. Geringer als erwartete Zinssenkungen und ein bereits positiv ausgeprägtes Sentiment könnten die Dynamik des weiteren Preisauftriebs im nächsten Jahr zumindest reduzieren.

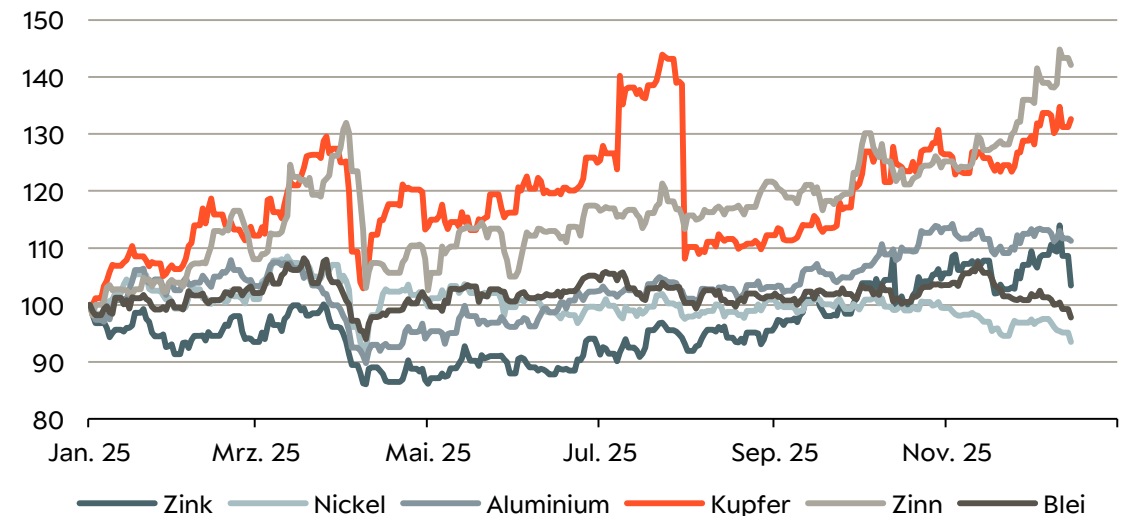
Anteil ausländischer Goldbestände steigt deutlich an



Ein knappes Angebot dürfte Industriemetalle weiter stützen

- Industriemetallpreise entwickelten sich im Aggregat über die letzten Monate positiv, wiesen bei genauerer Betrachtung jedoch heterogene Entwicklungen auf. Während zunehmende Produktionsausfälle das Kupferangebot verknappt haben und zu steigenden Preisen führten, hat der Nickelpreis unter einem Angebotsüberhang gelitten.
- Nachdem die Kupfernachfrage in diesem Jahr auch durch die chinesische Solarindustrie beflügelt wurde, dürfte diese im nächsten Jahr deutlich geringer ausfallen. Inkrementelle Käufe aus Europa und eine Nachfrageerholung aus den USA dürften dennoch zu einem steigenden Angebotsdefizit 2026 führen.
- Ähnliches gilt auch für Aluminium, wo die chinesische Produktionskapazität zudem bereits seit Längerem erreicht ist.

Heterogenes Bild an den Industriemettallmärkten seit Jahresstart





06

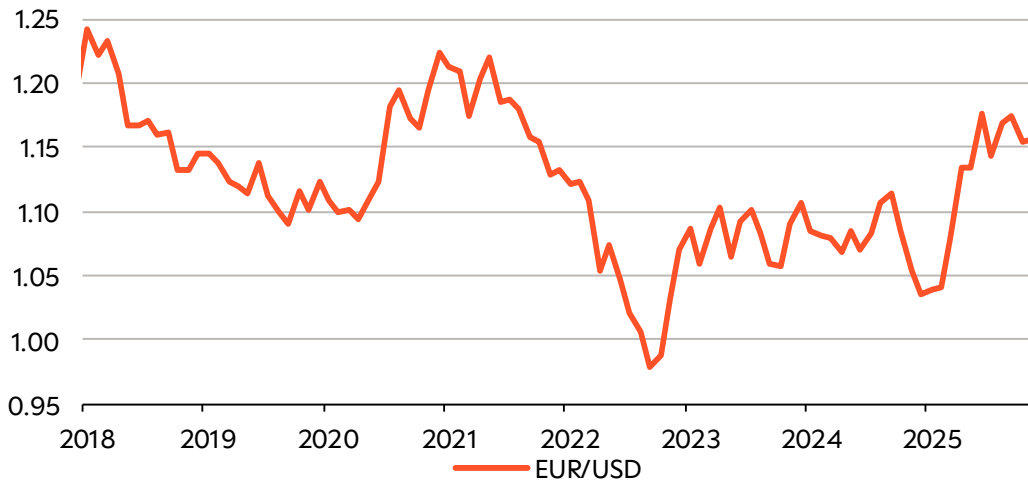
Währungen

Marktentwicklung

Auch für 2026 ist keine Dollarerholung in Sicht

- Der Dollar hat 2025 gegenüber dem Euro stark an Boden verloren und auch im kommenden Jahr spricht wenig für den Greenback. Die US-Notenbank wird den Leitzins voraussichtlich zumindest noch ein weiteres Mal senken, während die EZB das Zinstal bereits erreicht hat. Die daraus resultierende verringerte Zinsdifferenz zwischen den USA und der Eurozone spricht gegen den Dollar. Hinzu kommen Trumps anhaltende Angriffe auf die Unabhängigkeit der Fed und die rasant steigende Staatsverschuldung in den USA.
- 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. Daher gehen wir davon aus, dass sich der Wechselkurs bis Ende 2026 in Richtung 1,20 Dollar pro Euro bewegen wird.

Wechselkurs EUR/USD

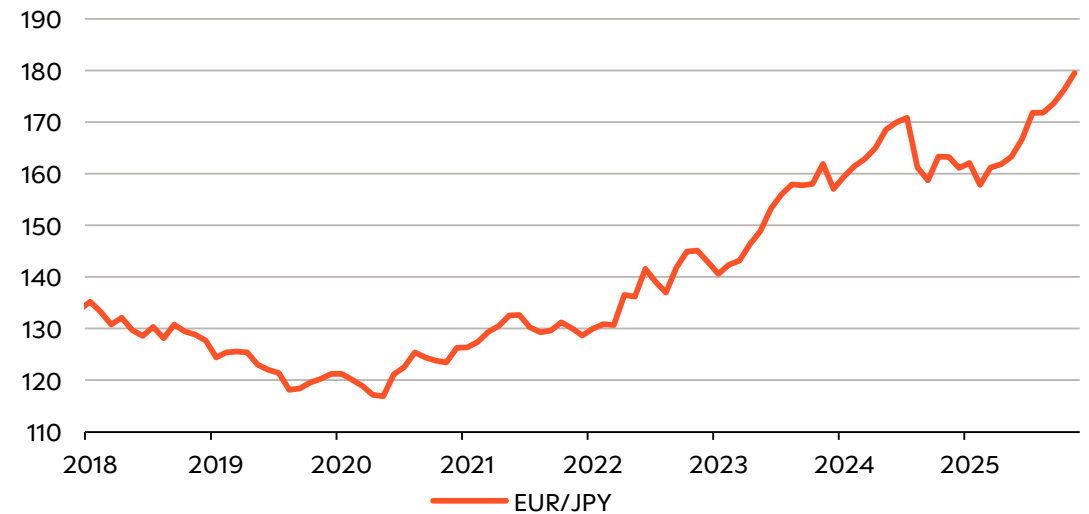


Zeitraum: 01/2018 – 11/2025

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.



Wechselkurs EUR/JPY



Zeitraum: 01/2018 – 11/2025

Prognosen

Wechselkursprognosen

	16.12.2025	30.06.2026		31.12.2026	
	Aktuell		Ø*		Ø*
EUR/USD	1,17	1,19	1,19	1,20	1,20
EUR/GBP	0,88	0,89	0,88	0,91	0,88
EUR/CHF	0,93	0,93	0,94	0,93	0,95
EUR/JPY	182	176	177	173	175

Veränderung zum Euro (in %)

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



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