



HORIZONTE

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

POLITISCHE BÖRSEN

Trump macht Tempo! Die politische Unsicherheit hat deutlich zugenommen. Geopolitisches Chaos, Zölle, Sparmaßnahmen, Einwanderungsbeschränkungen dominieren, nicht aber Deregulierung oder Steuer-senkungen. Die US-Konsumenten sind ernüchtert, die US-Wirtschaft droht vorübergehend zu schwächeln.

WECKRUF FÜR EUROPA

Trumps Weckruf ist angekommen – in der Politik und an den Märkten. Die Stärke europäischer Aktien und des Euros und die Schwäche der Glorreichen 7 zeigen einmal mehr, dass sich ein breites Portfolio, Diversifikation und eine gesunde Skepsis gegenüber starkem Marktkonsens und hohem Optimismus auszahlen.

BULLENMARKT STOCKT

Trumps politische Börsen dürften längere Beine haben. Die anhaltende Volatilität, die nachlassende Liquidität und die sich verschlechternde Saisonalität sprechen gegen eine offensive Positionierung. Wir bleiben aber dabei: 2025 dürfte ein weiteres, wenn auch deutlich zäheres Bullenjahr werden. Stärkere Rückschläge dürften Chancen bieten.

Q2 | 2025



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

VORWORT



Prof. Dr. Bernd Meyer
Chefanlagestrategie

Liebe Leserinnen und Leser,
der Optimismus in Bezug auf US-Aktien war nach dem Wahlsieg von Donald Trump hoch, und die Markterwartungen, gemessen an den Aktienbewertungen und der Positionierung und Stimmung der Anleger, waren Ende 2024 noch höher. Und so kam es, wie es kommen musste: Die verschmähten Aktien aus Europa und China feierten ein grandioses Comeback, mit dem kaum jemand gerechnet hatte. Selbst unser im Vergleich zur Konkurrenz optimistisches 2025-Jahresendziel für den Dax von 22.000 Punkten wurde bereits im Februar pulverisiert. Hier zeigt sich einmal mehr, dass sich Diversifikation ebenso auszahlt wie eine gesunde Skepsis, wenn der Marktkonsens zu stark und die Stimmung zu extrem ist. Für die Anleger war es zunächst ein guter Start ins Jahr mit einer positiven Performance der allermeisten Anlagemöglichkeiten. Dies änderte sich mit dem Amtsantritt von Präsident Trump, der politischen Unsicherheit und der damit einhergehenden Marktvolatilität. Insbesondere US-Aktien korrigierten. Zu den Gewinnern des ersten Quartals zählen europäische Aktien, Aktien aus den Schwellenländern sowie Edel- und Industriemetalle.

Wir hatten nach der Vereidigung von Donald Trump mit schwierigeren Märkten gerechnet. Die Kombination aus der Verschärfung der finanziellen Bedingungen in Q4, den Sparmaßnahmen (DOGE), den Einwanderungsbeschränkungen, den steigenden Zöllen und der hohen Unsicherheit dürfte zu einem zumindest vorübergehend kontraktiven Konjunkturimpuls in den USA führen. Die US-Konjunkturdaten haben zuletzt enttäuscht. Ein solcher Impuls könnte Trump entgegenkommen, da ein schwächeres Wachstum bereits zu niedrigeren Zinsen und einem schwächeren US-Dollar führt und auch zu einem Rückgang der immer noch zu hohen Inflation führen könnte. Das sind alles mittelfristig wieder wachstumsfördernde Ziele der Trump-Administration. Zusammen mit dem Liquiditätsentzug durch die im April fällige Kapitalertragssteuer 2024 in den USA und der ab Mai typischerweise schwächeren Aktiensaisonalität dürfte die Phase erhöhter Volatilität an den Märkten zunächst anhalten – Trumps politische Börsen dürften längere Beine haben. Auch die Inflation ist in den USA

nach wie vor zu hoch, und Zölle helfen nicht, sie zu senken – im Gegenteil. Da nun auch in Europa die Staatsverschuldung stärker zunehmen dürfte, die Ausgaben für Verteidigung und Infrastruktur steigen und damit auch die Nachfrage nach Rohstoffen und Arbeitskräften, sollten Anleger die mittelfristigen Inflationsrisiken nicht aus den Augen verlieren. Die Entwicklung der Anleiherenditen dürfte volatil bleiben. Rohstoffe bleiben als Beimischung attraktiv. Europäische Aktien haben weiteres Potenzial, wenn internationale Anleger ihre Allokation ändern. Die starke relative Performance könnte jedoch mit Zöllen gegen Europa und wieder verbesserten finanziellen Rahmenbedingungen in den USA vorerst ins Stocken geraten. Die Märkte dürften auch in Q2 herausfordernd und eine ausgewogene Aufstellung damit angebracht bleiben. Mittelfristig bleiben wir optimistisch und können uns vorstellen, stärkere Korrekturen für Aufstockungen zu nutzen.

Im Insights-Interview ab Seite 14 spricht Kay Eichhorn-Schott, Aktien-Portfoliomanager mit Fokus auf den Gesundheitssektor, darüber, was den Sektor aktuell für Anleger interessant macht und welche Trends und Subsektoren er besonders spannend findet.

INHALT

Multi-Asset-Strategie	Seite 3
Trump's politische Börsen haben wohl längere Beine	
Volkswirtschaft	Seite 6
USA wendet sich ab – Europa reagiert	
Aktien	Seite 8
Make Europe great again	
Anleihen	Seite 10
Sicherheit kann sich wieder lohnen	
Rohstoffe	Seite 12
(Edel-)Metallmärkte mit strukturellem Rückenwind	
Währungen	Seite 13
Europa und der Euro lösen sich aus der Schock-Starre	
Berenberg Insights	Seite 14
Interview mit Kay Eichhorn-Schott	
Impressum	Seite 16



TRUMPS POLITISCHE BÖRSEN HABEN WOHL LÄNGERE BEINE

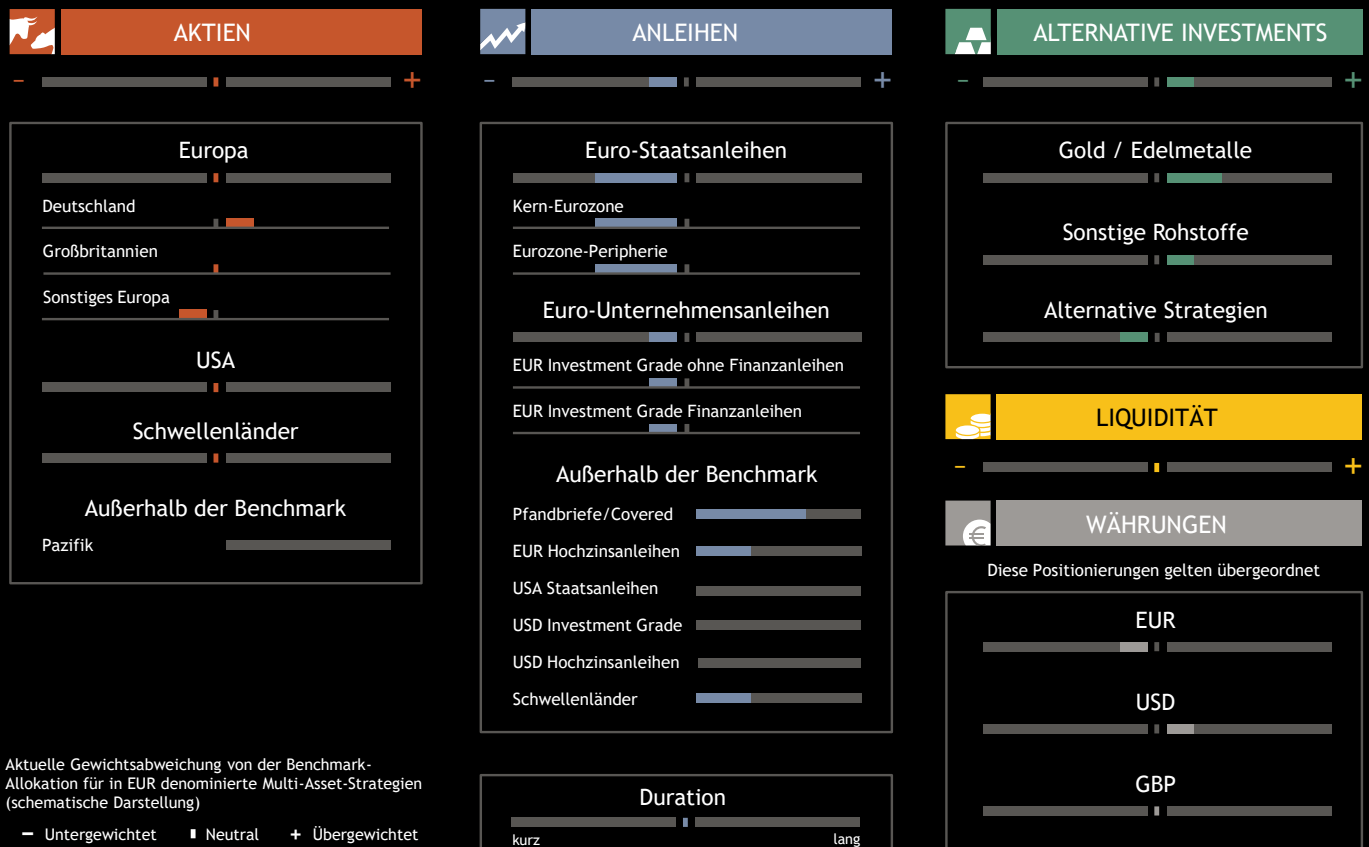
AUF DEN PUNKT

- Die politische Unsicherheit und US-Wachstumssorgen dürften anhalten, eine Wirtschaftsschwäche dort ist wahrscheinlicher geworden, eine Rezession sehen wir jedoch nicht.
- Die starke Outperformance Europas könnte zunächst ins Stocken geraten. Mittelfristig hat sie aber weiteres Potenzial.
- Die Inflationsrisiken sind weiter gestiegen. Gold und Industriemetalle bleiben gefragt.
- Stärkere Rückschläge bei Aktien in den kommenden Monaten dürften mittelfristig Chancen bieten.
- Risiken: stärker als erwarteter US-Abschwung, steigende Inflation, keine tragfähige Lösung im Russland-Ukraine-Krieg.

Portfoliositionierung auf einen Blick

Wir haben das neue Jahr mit einer Übergewichtung von Aktien und Rohstoffen gegenüber Anleihen und Kasse begonnen. Nach dem starken Jahresauftakt bei Aktien und Rohstoffen nahmen wir

ab Ende Januar einige Gewinne mit. Wir reduzierten Aktien auf neutral und schlossen die Übergewichtung in den USA sowie die Untergewichtung in den Schwellenländern. Damit waren wir ausgewogen positioniert, als die Volatilität an den Aktienmärkten zunahm. Eine ausgewogene Portfolioaufstellung mit Blick auf Aktien und Anleihen bleibt angesichts der wirtschaftlichen und politischen Risiken ebenso angemessen wie unsere Übergewichtung in Rohstoffen mit Fokus auf Edel- und Industriemetallen. Nach der starken Outperformance Europas haben wir vorerst keine regionalen Präferenzen, da sich die finanziellen Rahmenbedingungen in den USA wieder verbessern. Die Renditen von US-Staatsanleihen sind deutlich gesunken und angesichts der Inflationsrisiken wenig attraktiv. In Europa sind die Anleiherenditen deutlich gestiegen, dank steigender Staatsverschuldung und positiver Konjunkturimpulse. Wir bleiben vorerst vorsichtig und bevorzugen weiterhin Unternehmensanleihen, insbesondere aus dem Finanzsektor, sowie Lokalwährungsanleihen aus den Schwellenländern. Letztere profitieren vom schwächeren US-Dollar, von einem möglichen Frieden in der Ukraine und mehr Wachstum in China.



Rückblick erstes Quartal: Europa überrascht Viele

Zu Beginn des Jahres beherrschte die These „höher für länger“ die Finanzmärkte. Wachstum war eine ausgemachte Sache. Fast alle Anlagen entwickelten sich im Januar positiv. Doch als Trump ab Mitte Februar richtig loslegte, wurde es erwartungsgemäß ungemütlich, die Volatilität stieg mit der politischen Unsicherheit an (obere Grafik S. 5), und die Anleger begannen, alles in Frage zu stellen. Die Nachzügler der letzten Jahre, Aktien aus Europa und den Schwellenländern (v. a. China, Osteuropa) überraschten mit kräftigen Kursgewinnen. US-Aktien, die Gewinner der letzten beiden Jahre und zu Jahresbeginn vom Marktkonsens übergewichtet, gaben deutlich nach, insbesondere der Technologiesektor und die Glorreichen 7. Gold, Industriemetalle, Energierohstoffe (Gas) und Anleihen entwickelten sich besser als der Weltaktienindex. Die Anleiherenditen sanken in den USA aufgrund zunehmender Wachstumsängste und stiegen in Europa, insbesondere in Deutschland, aufgrund der Ankündigung einer massiven Neuverschuldung für Verteidigung und Infrastruktur. Der US-Dollar wertete folglich ab. Innerhalb der Anleihen entwickelten sich die von uns bevorzugten Lokalwährungsanleihen aus den Schwellenländern am besten.

Konjunktur und Politik sprechen weiter für zähen Bullenmarkt

Unsere Erwartungen für die Konjunktur und die Finanzmärkte im Jahr 2025 haben sich seit Jahresbeginn kaum verändert. Die Weltwirtschaft dürfte ähnlich wie 2024 wachsen, in den USA etwas schwächer als im Vorjahr und in Europa etwas stärker. Die Notenbankzinsen sinken zunächst weiter (Europa) bzw. die Senkungen des letzten Jahres wirken noch positiv (USA). In diesem Umfeld dürften die Unternehmensgewinne steigen, Unternehmens-

übernahmen zunehmen, Anlegergelder aus kurzfristigen Zinsanlagen umgeschichtet werden und damit der Bullenmarkt bei risikobehafteten Anlagen anhalten. Nach zwei guten Aktienjahren, mit hohen Bewertungen, optimistischer Stimmung und hoher Positionierung der Anleger – insbesondere in den USA – und angesichts der Unsicherheit durch Trumps Handels- und Außenpolitik dürfte es jedoch ein deutlich schwierigeres Bullenjahr mit Rückschlägen, höherer Volatilität und letztlich weniger Potenzial für die Aktienmärkte werden. Dies zeichnet sich nach einem zunächst ruhigen und positiven Jahresauftakt seit Mitte Februar ab.

Konjunktureller Durchhänger in den USA wahrscheinlicher

Die restriktiveren finanziellen Bedingungen zu Beginn des Jahres (höhere Anleiherenditen, stärkerer US-Dollar, höherer Ölpreis), die politische Unsicherheit, die Zölle, die Sparmaßnahmen (DOGE) und die geringere Zuwanderung belasten die US-Wirtschaft. Konsumenten halten sich mit Ausgaben und Unternehmen mit Investitionen zurück. Die US-Wirtschaftsdaten haben zuletzt enttäuscht (mittlere Grafik S. 5). Eine vorübergehende Konjunkturschwäche könnte Trump aber entgegenkommen, um die Inflation durch die Zölle nicht weiter anzukurbeln, die Fed doch noch zu Zinssenkungen zu bewegen und für niedrigere Anleiherenditen und eine Schwächung des überbewerteten US-Dollar zu sorgen. Das zweite Quartal 2025 dürfte in den USA von hoher wirtschaftlicher Unsicherheit geprägt bleiben. Allerdings sind die US-Anleiherenditen bereits deutlich gesunken, der US-Dollar hat sich abgeschwächt und die Energiepreise sind gesunken. Diese Lockerung der finanziellen Bedingungen könnte die US-Konjunktur im zweiten Quartal stützen. Eine Rezession bleibt unwahrscheinlich.

Starkes erstes Quartal für europäische Aktien und Rohstoffe (Edel- u. Industriemetalle); US-Aktien, Dollar und Euro-Anleihen schwächeln

Gesamtrendite	Seit Jahresanfang und 2024 (in %, in EUR) ■ YTD (31.12.24-17.03.25) ■ 2024 (31.12.23-31.12.24)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, in EUR)					CAGR*	Std.-Abw.
			17.03.24	17.03.23	17.03.22	17.03.21	17.03.20		
			17.03.25	17.03.24	17.03.23	17.03.22	17.03.21		
DAX		16,3 18,8	29,1	21,5	2,6	-1,4	63,3	21,0	19,1
Stoxx Europa 50		9,2 8,2	9,9	20,1	5,6	13,8	35,2	16,5	15,1
Gold		8,4 35,6	38,7	6,2	6,4	20,2	4,9	14,6	13,8
US-Staatsanleihen		2,6 7,2	10,4	-3,2	-1,5	4,8	-10,9	-0,3	7,4
Euro-Übernachteinlage		0,5 3,8	3,4	3,7	0,6	-0,6	-0,5	1,3	0,1
MSCI EM		0,1 14,9	11,6	9,5	-8,9	-8,7	53,2	9,2	16,0
Euro-Unternehmensanleihen	-0,3	4,6	4,6	6,1	-7,9	-5,5	6,7	0,6	3,9
Euro-Staatsanleihen	-0,4	2,4	3,1	2,3	-7,3	-3,4	3,0	-0,5	3,9
EM-Staatsanleihen	-2,7	13,0	8,2	7,0	-3,1	0,1	4,9	3,3	8,0
USD/EUR	-5,2	6,6	-0,3	-2,0	4,0	8,0	-8,2	0,1	7,4
Brent	-6,9	17,0	-4,9	26,9	-9,6	88,7	77,7	29,6	37,2
S&P 500	-8,2	33,7	12,1	30,1	-5,9	20,5	47,5	19,5	18,2

Zeitraum: 17.03.2020-17.03.2025
Quelle: Bloomberg * CAGR = annualisierte Rendite (in %, in EUR); Std.-Abw. = annualisierte Standardabweichung (in %, in EUR).

Europäische Aktien mittelfristig mit weiterem Potenzial

Die starke Rallye europäischer Aktien wurde zunächst von taktisch agierenden Anlegern getragen. Von einer breiten Rotation von Anlegergeldern weg von den USA hin nach Europa kann bisher bei Weitem keine Rede sein. Die Positionierung globaler Investoren hat sich bislang kaum verändert. Es besteht daher die Chance, dass aus der bisherigen Sentimentrallye eine strukturelle Erholungsrallye wird, wenn globale Investoren tatsächlich beginnen, ihre Positionen in Europa auszubauen. Dazu braucht es aber mehr als Hoffnung. Die Friedensverhandlungen im Russland-Ukraine-Krieg müssen zu einem auch für die Ukraine tragfähigen Ergebnis führen, die Konjunktur in Europa muss sich erholen, die Unternehmensgewinne in Europa müssen deutlicher steigen, und Europa muss geschlossen auftreten und für seine Interessen eintreten, notfalls auch ohne die USA. Die jüngsten politischen Entwicklungen in Deutschland, insbesondere das verabschiedete Infrastrukturpaket sowie die Lockerung der Schuldenbremse für Verteidigungsausgaben, lassen in dieser Hinsicht hoffen. Nach der starken relativen Entwicklung seit Jahresbeginn könnte die relative Outperformance Europas allerdings zunächst ins Stocken geraten, zumal Trump auch mit Zöllen gegenüber Europa droht. Deutlichere Rückschläge in Europa dürften von internationalen Investoren aber genutzt werden.

Mittelfristige Inflationsrisiken nicht aus den Augen verlieren

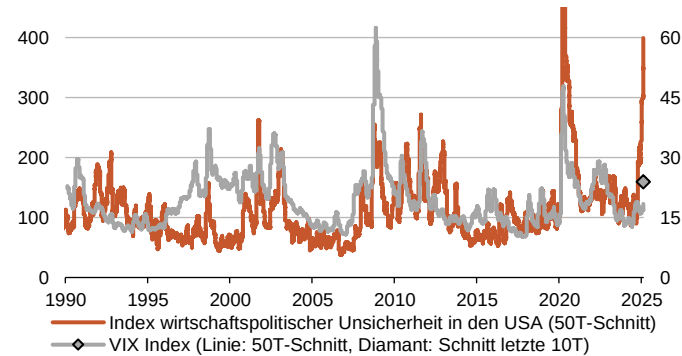
Neben den strukturellen Trends Demografie, Deglobalisierung und Dekarbonisierung sind die nun auch in Europa stärker steigende Staatsverschuldung, Aufrüstung, Infrastrukturinvestitionen, weltweit steigende Zölle und Einwanderungsbeschränkungen in den USA weitere Inflationstreiber. Zudem ist die Inflation vor allem in den USA immer noch zu hoch. All dies bestärkt uns in unserer Erwartung der letzten Jahre einer mittelfristig höheren Inflation und einer erhöhten Inflationsvolatilität. Eine deutliche Beimischung von Sachwertanlagen, insbesondere Rohstoffen, eine Diversifikation, die über Aktien und Anleihen der Industrieländer hinausgeht, die Ergänzung von Absicherungsstrategien und ein verstärktes taktisches Handeln bleiben wichtig.

Trumps politische Börsen dürften längere Beine haben

Anhaltende Volatilität, nachlassende Liquidität und die schlechter werdende Saisonalität sprechen gegen eine offensive Aufstellung. Zudem ist die Anlegerpositionierung noch immer nicht niedrig, trotz schwächerer Stimmung. Wir bleiben aber dabei: 2025 dürfte ein weiteres Bullenjahr werden, wenn auch ein erheblich zäheres. Stärkere Rückschläge dürften Chancen bieten.

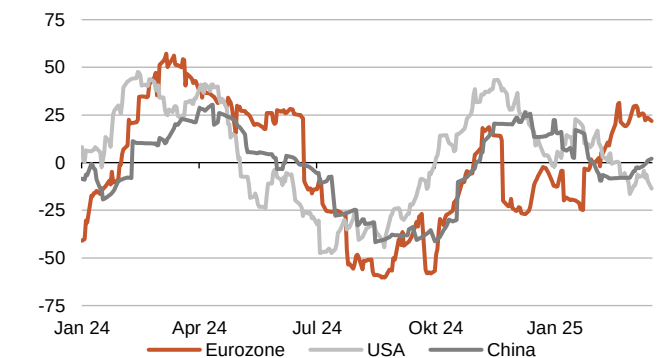
Trumps politische Unsicherheit sorgt für zunehmende Volatilität

Die wirtschaftspolitische Unsicherheit in den USA ist auf dem zweithöchsten Niveau seit 1990. Die Schwankungsbreite von Aktien legte ab Mitte Februar zu.



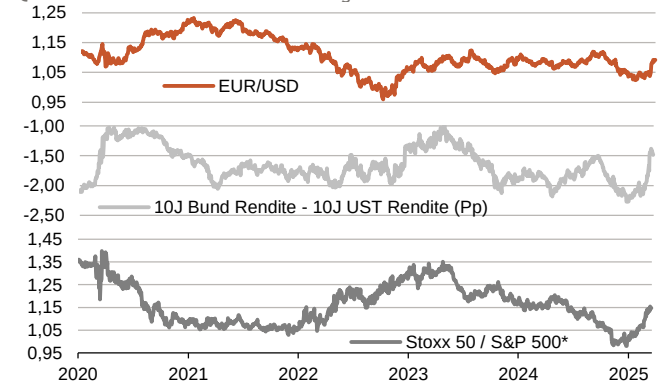
Makrodaten: Euroraum überrascht positiv, die USA enttäuschen

Die Überraschungsindizes für die Konjunkturdaten in der Eurozone und den USA zeigen seit Jahresbeginn eine deutliche Divergenz.



Der Euro und europäische Aktien profitieren, Euro-Anleihen leiden

Der Euro, europäische Anleiherenditen und europäische Aktien legten im ersten Quartal relativ zu ihren US-Peers kräftig zu.





USA WENDET SICH AB – EUROPA REAGIERT

AUF DEN PUNKT

- Deutschland: Regierung in spe legt sofort los.
- Europa: Trump bedroht die Wachstumserholung.
- EZB: Autopilot ist ausgeschaltet.
- USA: Trump schwingt die Zollkeule.

Deutschland hat gewählt

Dass Union und SPD bei der Bundestagswahl genügend Stimmen erhalten haben, um als Zweierbündnis die neue Bundesregierung zu bilden, ist eine gute Nachricht. Das wird die Koalitionsverhandlungen im Vergleich zu einer Dreierkoalition beschleunigen und die Zusammenarbeit in der neuen Regierung erleichtern. In Berlin scheint man derweil verstanden zu haben, dass die aktuellen Herausforderungen für Deutschland gewaltig sind, und so einigten sich die Koalitionspartner in spe bereits eineinhalb Wochen nach der Wahl auf umfangreiche Änderungen in der Finanzpolitik, die mit Hilfe der Stimmen der Grünen noch im alten Bundestag mit Zweidrittelmehrheit verabschiedet wurden. Die Reformen beinhalten, dass Verteidigungsausgaben über 1 % des BIP von der Schuldenbremse ausgenommen werden, die Länder Kredite in Höhe von 0,35 % des BIP aufnehmen dürfen und ein Sondervermögen von 500 Milliarden Euro für Infrastrukturausgaben in den nächsten zwölf Jahren geschaffen wird. Die überfälligen Investitionen in diesen beiden Bereichen sind damit auf absehbare Zeit finanziert. Darüber hinaus bleibt es aber unerlässlich, dass die neue Regierung nach ihrer Vereidigung, darüber hinaus dringend

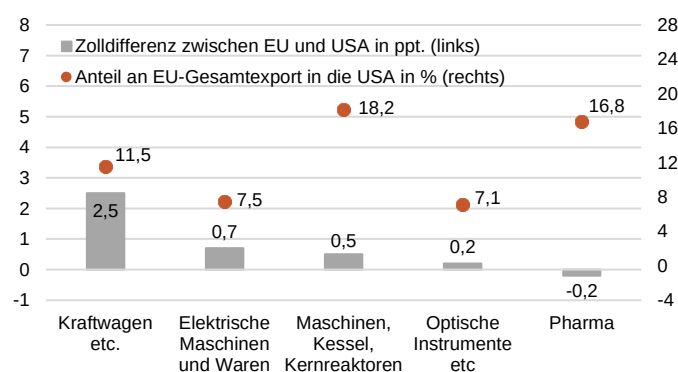
notwendige Strukturreformen auf den Weg bringt, um die deutsche Wirtschaft nachhaltig auf Wachstumskurs zu bringen. Dazu gehören Bürokratieabbau, Sozialreformen, Senkung der Unternehmenssteuern und eine Neuausrichtung der Zuwanderungs- und Energiepolitik. Allerdings wird es noch einige Zeit dauern, bis sich die geplanten Mehrausgaben und mögliche Reformen in der Realwirtschaft bemerkbar machen, so dass wir für Deutschland in diesem Jahr nur mit einem BIP-Wachstum von 0,2 % rechnen, bevor es sich im nächsten Jahr auf 1,4 % beschleunigen könnte.

Trump gefährdet die Erholung des Wachstums in der Eurozone

Nachdem die Wirtschaft im Euroraum im letzten Quartal 2024 nur noch um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal gewachsen ist, sind die Ampeln an einigen Problembaustellen auf dem Kontinent zuletzt auf Grün umgesprungen. Frankreich hat endlich einen Haushalt für 2025 verabschiedet und Deutschland wird aller Voraussicht nach relativ bald wieder eine funktionierende Regierung haben. Für konjunkturellen Rückenwind sorgt zudem, dass die EZB die Zinsen weiter senkt und die Löhne in der Eurozone seit geraumer Zeit stärker steigen als die Preise. Die Stimmung der europäischen Unternehmen hat sich bereits etwas aufgehellt. Noch steht der Aufschwung aber auf wackeligen Beinen, denn die Unsicherheiten auf globaler Ebene haben zuletzt merklich zugenommen. Zum einen hat sich die geopolitische Bedrohungslage für den Euroraum deutlich verschärft, seitdem sich die USA von Europa und der Ukraine abgewandt und Russland zugewandt haben. Zum anderen belässt es Trump beim Thema Zölle nicht nur bei Drohungen, sondern hat zuletzt die Einfuhrabgaben für Waren aus China erhöht, Mexiko und Kanada könnten Anfang April folgen. Zudem

EU-US Zolldifferenz niedrig bei wichtigen EU-Exporten in die USA

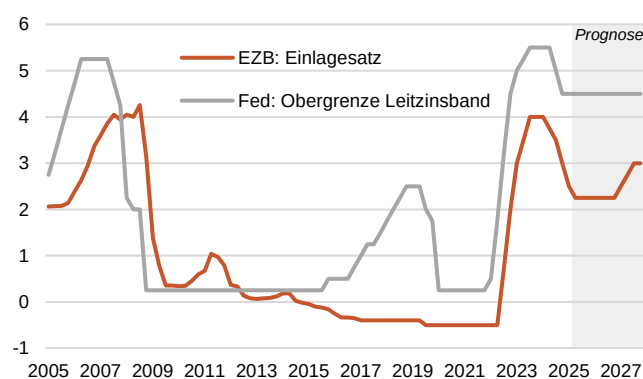
Differenz zwischen den WTO-Durchschnittszöllen der EU und USA für die 5 wichtigsten Warengruppen aus EU-Sicht im Jahr 2023



5 wichtigsten industriellen Warengruppen gemäß dem Anteil an den Gesamtexporten der EU in die USA. Quellen: WTO, UN Comtrade, Institut der deutschen Wirtschaft

Zentralbanken sind fast am Ziel

Leitzinssätze in der Eurozone und den USA in %



Obergrenze des Fed-Funds-Zielsatzes, Geldmarktsatz der EZB bis 2017, danach Einlagesatz. Graue Fläche: Prognosen. Quellen: EZB, Fed, Berenberg-Prognosen



hat der US-Präsident neben reziproken Zöllen für alle Handelspartner auch Importzölle in Höhe von 25 % auf Waren aus der EU angekündigt. Ausgleichszölle wären zwar für einzelne Branchen in Europa, wie z.B. die Automobilindustrie, schmerzhaft, da die Zolldifferenz zwischen der EU und den USA nicht sehr hoch ist, wären die Auswirkungen jedoch insgesamt überschaubar. Zölle in Höhe von 25 % auf EU-Importe wären dagegen in ihrer Wirkung deutlich verheerender und Brüssel würde vermutlich mit Gegenzöllen reagieren. Ein solcher Handelskonflikt könnte die derzeit positive Dynamik in der Eurozone wieder zum Erliegen bringen. Die sehr unsichere Lage macht es auch der Europäischen Zentralbank schwer, sich ein klares Bild über die weitere Konjunktur- und Inflationsentwicklung in diesem Jahr zu machen. Zwar haben die Währungshüter in Frankfurt am 6. März den Einlagensatz noch einmal um 25 Basispunkte auf 2,5 % gesenkt, sich darüber hinaus aber alle Optionen offengehalten. Dass die EZB ihre Geldpolitik nun als „spürbar weniger restriktiv“ bezeichnet, bestärkt uns in unserer Einschätzung, dass sie am 17. April stillhalten wird, bevor sie ihren Einlagensatz am 5. Juni ein letztes Mal auf dann 2,25 % senken. Sollten sich allerdings bis dahin die Wachstumsaussichten für den Euroraum aufgrund der Handelskonflikte mit den USA deutlich eintrüben, könnte die EZB zu weiteren Zinssenkungen gezwungen sein.

US-Wirtschaft brummt, aber Trumps Politik birgt Risiken

Die US-Konjunktur verliert kaum an Schwung. Das BIP wuchs im vierten Quartal auf das Jahr hochgerechnet um 2,3 % gegenüber dem Vorquartal, und auch wenn einzelne Konjunkturindikatoren zuletzt etwas enttäuscht haben, scheint die US-Wirtschaft insgesamt weiterhin in einer recht robusten Verfassung zu sein. Die

neue Regierung baut Regulierungen ab und will Steuern senken. Beides kann kurzfristig die Konjunktur weiter stützen. Die aggressive Einwanderungs- und Handelspolitik stiftet jedoch Unruhe und birgt mittelfristig deutliche Risiken für die US-Wirtschaft. Eine geringere Zuwanderung verknappt das Arbeitskräfteangebot und lässt die Lohninflation, insbesondere im Dienstleistungssektor, steigen. Auch die hohen Zölle werden das Preisniveau in den USA erhöhen. Sollten tatsächlich Zölle in Höhe von 25 % auf Warenimporte aus Kanada und Mexiko (und 10 % auf kanadische Energie) verhängt werden, kombiniert mit Zöllen in Höhe von 20 % auf Importe aus China, gehen wir davon aus, dass dies die Kerninflationsrate in den USA bis Ende 2025 um etwa 0,6 Prozentpunkte ansteigen lassen könnte. Neben den bereits verhängten Zöllen droht Trump derzeit mit einer Reihe zusätzlicher Zölle, die den Effekt auf die US-Inflationsrate weiter erhöhen würden. Dies wären schlechte Nachrichten für die Fed, da sich die Kerninflation bereits jetzt seit einem Dreivierteljahr auf einem Niveau von knapp über 3 % seitwärts bewegt. Wir gehen daher davon aus, dass die US-Notenbank die Leitzinsspanne bei 4,25 bis 4,50 belassen und keine weiteren Zinssenkungen vornehmen wird. Sollte Präsident Trump seine weitreichenden Zolldrohungen wahr machen, könnte die Fed im Jahresverlauf sogar gezwungen sein, das Zinsniveau wieder etwas anzuheben. Insgesamt erwarten wir für die USA in diesem Jahr ein sehr solides Wirtschaftswachstum in Höhe von 2,6 %. In den kommenden Jahren werden sich jedoch der Arbeitskräftemangel und der Protektionismus zunehmend auf die Konjunkturdynamik auswirken. Für 2026 wird daher ein BIP-Wachstum von 2,2 % erwartet, gefolgt von 1,8 % im Jahr 2027.

Dr. Felix Schmidt, Leitender Volkswirt

Wachstums- und Inflationsprognosen

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

* Berenberg-Daten zu tatsächlichen Wechselkursen, nicht nach Kaufkraftparitäten (KKP). KKP messen den schnell wachsenden Schwellenländern mehr Gewicht bei.

** Durchschnitt, Bloomberg-Konsens per 18.03.2025.



MAKE EUROPE GREAT AGAIN

AUF DEN PUNKT

- Nach der starken Outperformance von Europa, die fundamental und bewertungstechnisch gerechtfertigt war, haben wir vorerst keine regionale Präferenz.
- Europa ist immer noch günstig bewertet, allerdings erfährt die USA nun Rückenwind durch einen schwächeren US-Dollar sowie eine Einengung der Zinsdifferenz gegenüber Europa. EM-Aktien bleiben als Beimischung attraktiv.

Stark, stärker, Europa

Wie von uns vermutet, waren die Positionierung und der Konsens für US-Aktien nach der Trump-Wahl zu einseitig positiv. Im ersten Quartal kam es zu einer deutlichen Gegenbewegung: Europa entwickelte sich in Euro mehr als 17 Prozentpunkte besser als die USA. Während es in Europa zuletzt positive Gewinnrevisionen gab, sahen US-Unternehmen im Aggregat negative Gewinnrevisionen. Vieles deutet auf eine Verlangsamung des US-Wachstums im Frühjahr hin. Die Rallye war also fundamental gerechtfertigt und wurde durch die relativ extreme Positionierung der Anleger begünstigt, die sich auch in den relativen Bewertungen niederschlug. Aber nicht nur die USA, sondern auch andere Regionen wie Japan mussten zuletzt Federn lassen. Etwas überraschend ist, dass europäische Nebenwerte bislang kaum von dem Stimmungsumschwung profitieren konnten, was wohl vor allem an den bislang ausgebliebenen Mittelzuflüssen in diesem Bereich liegen dürfte.

Kann Europas Outperformance weitergehen?

Ausländische Investoren haben bisher kaum an der Erholungsrallye teilgenommen. Die Bank of America schätzt auf Basis von Fondsflüssen, dass von den Mittelabflüssen seit dem Einmarsch Russlands in die Ukraine nur 4 % nach Europa zurückgefließen sind. Das Interesse an Europa in Asien ist laut Brokern nach wie vor gering. Der Bewertungsabschlag auf KGV-Basis zwischen Europa und den USA beträgt immer noch mehr als 30 %. Sollten die Investoren also nachhaltig an eine Wende zum Besseren in Europa glauben, dürfte aus der Sentimentrallye eine strukturelle Aufholjagd werden. Ironischerweise dürfte Donald Trump einen großen Anteil daran haben – zwingt er doch Europa zu mehr Eigenständigkeit und Investitionen. Erinnern wir uns: In den letzten fünfzehn Jahren schwankte die Haushaltspolitik in Europa zwischen Sparmaßnahmen und Staatsausgaben, die sich hauptsächlich auf soziale oder ökologische Ziele konzentrierten – beides trug zum Verlust der globalen Wettbewerbsfähigkeit bei. Unzureichende Investitionen, belastende Regulierungen, eine rückläufige Bevölkerungsentwicklung, eine schwache Produktivität und in jüngster Zeit steigende Energiepreise haben diese Probleme noch verschärft. In der Folge hat sich das Narrativ verbreitet, dass Europa im Gegensatz zu den dynamischen USA mit besserer Demografie und fiskalischer Unterstützung kaum wachsen kann. Das gigantische Aufrüstungs- und Investitionspaket, das Deutschland beschlossen hat, dürfte das nun ändern. Nicht nur, weil es zu mehr Wachstum und steigenden Gewinnen bei vielen Unternehmen führen dürfte, sondern auch, weil es zu einem Stimmungsumschwung und damit zu Kapitalzuflüssen nach Europa führen

Historisches Quartal: Dax bisher im ersten Quartal mehr als 20 Prozentpunkte besser als der S&P 500 in Euro

Gesamtrendite	Seit Jahresanfang und 2024 (in %, in EUR)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, in EUR)					KBV*	Div.*	KGV*
	YTD (31.12.24-17.03.25)	2024 (31.12.23-31.12.24)	17.03.24	17.03.23	17.03.22	17.03.21	17.03.20			
DAX	16,3	18,8	29,1	21,5	2,6	-1,4	63,3	1,8	2,7	15,3
Stoxx Europa Zyklisch	13,1	15,2	22,3	26,3	-3,7	6,8	67,7			
Euro Stoxx 50	11,5	11,0	12,0	25,8	7,3	2,9	55,2	2,1	3,1	15,2
MSCI EM Lateinamerika	-21,3	9,9	-10,3	26,1	-3,8	19,7	32,9	1,5	5,9	8,8
Stoxx Europa 50	9,2	8,2	9,9	20,1	5,6	13,8	35,2	2,4	3,3	15,1
Stoxx Europa Defensiv	6,1	7,7	10,5	14,0	0,8	16,4	27,3			
MSCI Großbritannien	5,6	14,7	18,3	12,6	-0,1	17,7	37,9	1,9	3,7	12,2
Stoxx Europa Small 200	4,9	4,3	7,6	12,1	-12,8	1,9	70,0	1,5	3,4	13,3
MSCI EM Asien	-1,2	19,7	13,7	7,1	-8,2	-12,3	56,8	1,8	2,4	13,0
MSCI Japan	-1,7	15,5	4,0	22,3	-2,1	-3,1	45,1	1,4	2,6	14,8
S&P 500	-8,2	33,7	12,1	30,1	-5,9	20,5	47,5	4,3	1,4	20,6
MSCI USA Small Caps	-10,8	19,3	3,6	18,5	-9,3	1,7	93,7	1,6	2,1	17,8

Zeitraum: 17.03.2020-17.03.2025

Quelle: Bloomberg * KBV = Kurs-Buchwert-Verhältnis; Div. = Dividendenrendite (%); KGV = Kurs-Gewinn-Verhältnis. Werte basieren auf Schätzungen für die nächsten 12 Monate.

könnte. Börse ist schließlich Psychologie. Ein Großteil der US-Outperformance der letzten Jahre ist auch auf eine Bewertungsausweitung (also Psychologie) zurückzuführen, Stichwort US-Exzeptionalismus. Die jüngste Underperformance hat auch damit zu tun, dass Trump – wie so oft bei neuen Präsidenten – mit unangenehmen, wachstumsschädlichen Maßnahmen begonnen hat: Sparmaßnahmen, weniger Einwanderung und Zölle. Wachstumsfördernde Maßnahmen wie Deregulierung und (eine Verlängerung der) Steuersenkungen dürften erst später folgen.

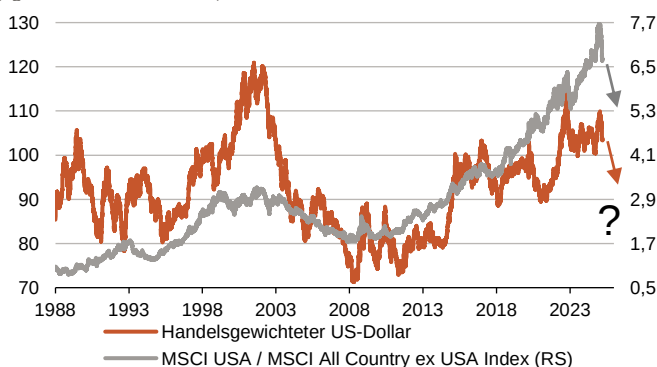
Neutrale regionale Aufstellung Richtung Q2

Ob sich Europa also weiter besser als der Rest der Welt entwickeln kann, dürfte von den weiteren Taten der Politik und der Wahrnehmung im Ausland abhängen. Zudem dürften andere Regionen wie die USA, die seit Jahresanfang in Euro gerechnet sogar negativ sind, sich zumindest absolut besser entwickeln. Die sich abzeichnende US-Wachstumsschwäche ist teilweise schon eingepreist, und Richtung zweites Halbjahr dürfte es wieder besser aussehen. Zumal der relative Rückenwind der europäischen Unternehmen durch niedrigere Zinsen und einen schwachen Euro zuletzt deutlich nachgelassen hat. Schwellenländeraktien haben wir zuletzt aufgestockt, da mit der Ankündigung von DeepSeek das Interesse an unterbewerteten asiatischen Technologieunternehmen gestiegen ist. Zudem hat China, ähnlich wie Europa, deutliche Konjunkturmaßnahmen beschlossen – auch als Reaktion auf die US-Zölle. Vor diesem Hintergrund fühlen wir uns vorerst mit einer neutralen geografischen Positionierung wohl. Die Volatilität dürfte aufgrund der großen makroökonomischen Verschiebungen und des Temperaments von Donald Trump hoch bleiben und Chancen bieten.

Ulrich Urbahn, Leiter Multi Asset Strategy & Research

Bricht die US-Dominanz der letzten 20 Jahre?

Entwicklung handelsgewichteter US-Dollar und relative Performance von MSCI USA gegenüber MSCI AC ex USA, normalisiert: 1.1.1988 = 1



Zeitraum: 01.01.1988-17.03.2025
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

WAS DIE UNTERNEHMEN BEWEGT

Politik und KI sorgen für Unsicherheit

In unseren Gesprächen mit Unternehmen haben im vergangenen Quartal vor allem die Themen Orderbücher, KI und Politik dominiert. Aufgrund der aktuell sehr dynamischen US-Politik rund um das Thema Zölle beobachten wir branchenübergreifend eine zunehmende Unsicherheit und Zurückhaltung der Unternehmen. In der Industrie haben sich in den letzten Monaten die Lagerbestände weiter normalisiert. Besonders im Bereich der Automatisierung beobachten wir aktuell eine Bodenbildung, welche in einen neuen Aufschwung münden sollte. Industrieunternehmen mit Bezug zu Datenzentren melden zwar weiterhin gute Wachstumswahlen, enttäuschten jedoch beim Ausblick und den Auftragseingängen. Auch die Technologieunternehmen enttäuschten relativ zur Stärke in den Vorquartalen und die Magnitude der positiven Überraschung beim Ergebnis ging deutlich zurück. Nachrichten rund um DeepSeek sorgten bei Halbleiterherstellern für große Verunsicherung, während viele Softwarefirmen durch potenziell geringere Anwendungskosten davon profitieren sollten. Abseits davon konnten Firmen im Luxussegment, getrieben durch das Konsumklima in den USA, positiv überraschen. Eine deutliche Erholung der Endmärkte benötigt aber wohl mehr Zeit. Im Gesundheitssektor beobachten wir bei Life Science nach schwierigen Jahren steigende Auftragszahlen und eine Erholung der Endmärkte.

Matthias Born, CIO Aktien

Prognoseübersicht: Aufwärtspotenzial bis zum Jahresende

Berenberg- und Konsensprognose im Vergleich, Werte zum Jahresende 2025 und zur Jahresmitte 2026

Indexprognosen	Aktuell	Berenberg		Ø*
	17.03.2025	31.12.2025	30.06.2026	
S&P 500	5.675	6.000	6.400	6.847
DAX	23.155	24.000	26.000	24.886
Euro Stoxx 50	5.446	5.700	6.000	6.012
MSCI UK	2.482	2.600	2.750	2.695
Indexpotenzial (in %)				
S&P 500	-	5,7	12,8	20,6
DAX	-	3,6	12,3	7,5
Euro Stoxx 50	-	4,7	10,2	10,4
MSCI UK	-	4,8	10,8	8,6

* Durchschnitt, Konsensus Bottom-up per 17.03.2025.
Quelle: Bloomberg, Factset, Berenberg



ANLEIHEN: SICHERHEIT KANN SICH WIEDER LOHNEN

AUF DEN PUNKT

- Sichere Staatspapiere mit regional unterschiedlichen Ausichten, deutsche Bundesanleihen gewinnen an Attraktivität.
- Europäische Unternehmensanleihen bleiben interessant, besonders im ertragsstarken Finanzsektor.
- Schwellenländeranleihen profitieren von Hoffnung auf Frieden in der Ukraine und auf chinesische Konjunkturerholung.

Globaler Wellengang, Stabilitätsanker EZB

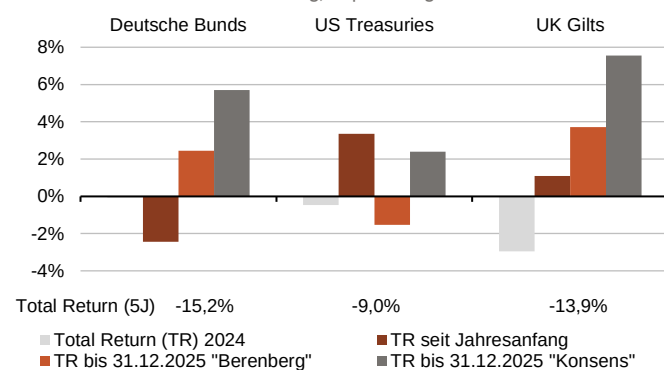
Im Wirbel von Regierungswechseln (USA, Deutschland), zunehmendem Protektionismus, geopolitischen Neuausrichtungen und steigenden Verteidigungsbudgets erwies sich im bisherigen Jahresverlauf zumindest einer als verlässlich: der Leitzinstrend der Europäischen Zentralbank (EZB). Sie hat im März einen weiteren Senkungsschritt von 25 Basispunkten vorgenommen. Dieser hilft dem Anleihemarkt zwar im Allgemeinen, einzelne Rentensegmente werden jedoch von jeweils unterschiedlichen Faktoren bewegt. Wie blicken wir auf die kommenden Monate?

Sichere Staatsanleihen: Deutschland und UK wieder attraktiver

Im Jahr 2024 war mit Staatsanleihen hoher und höchster Bonität nichts zu holen, dafür hat sich das Bild im ersten Quartal 2025 zumindest für US Treasuries aufgehellt. Sie legten vor dem Hintergrund des nachlassenden US-Konjunkturoptimismus zu. Dass diese Entwicklung anhalten wird, ist fraglich, denn höhere Zölle, Lohndruck durch die Ausweisung von Migranten und steigende

Sichere Staatsanleihen: Bundesanleihen können sich lohnen

Vergangene und erwartete Wertentwicklung 10-jähriger Staatsanleihen, Gesamteffekt aus Rendite-/Kursveränderung, Kuponertrag und Roll-down-Effekt



Zeitraum: 19.03.2020-19.03.2025.

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen, iBoxx-Staatsanleihe-Indizes (7-10 Jahre, TR).

Staatsverschuldung sprechen mittelfristig für wieder steigende US-Renditen. Auch ist angesichts der Inflation, die aus den genannten Gründen deutlich über der Zielmarke der Fed verharren sollte, der geldpolitische Spielraum für die amerikanische Notenbank gering. Unsere Volkswirte rechnen für den Rest des Jahres mit einem unveränderten US-Leitzinsniveau. In der Eurozone dagegen dürften u. a. rückläufige Energiepreise der EZB eine weitere Zinssenkung von 25 Basispunkten im Juni erlauben (Abb. unten rechts). Zudem hat die Aussicht auf zusätzliche schuldenfinanzierte Verteidigungs- und Infrastrukturausgaben die Rendite deutscher Bundesanleihen zuletzt deutlich ansteigen lassen. Im Gegensatz zu US Treasuries sehen wir hier ebenso wie für britische Gilts positives Ertragspotential bis Jahresende (Abb. unten links). Auch auf dem Markt für sichere Staatsanleihen gilt also: Der Ausblick für Anlagen in Europa hat sich aufgehellt.

Unternehmensanleihen: Solid as a rock

Unternehmensanleihen bleiben der Fels in der Brandung. Weder der vorangegangene starke Rückgang der Risikoprämien noch die anhaltende US-Zolldiskussion haben bisher zu einem nachhaltigen Anstieg der Risikoaufschläge in diesem Segment geführt. Bei Bundrenditen von durchschnittlich 2,6 % bleiben Unternehmensanleihen im Investment Grade- und Hochzinssegment für Renditekäufer weiterhin interessant. Zumal ihre laufende Verzinsung zum Teil deutlich über der deutschen Inflationsrate von zuletzt 2,3 % liegt und sie somit weiterhin einen realen Mehrwert bieten. Angesichts der niedrigen Risikoprämien ist jedoch eine Marktkorrektur wahrscheinlicher geworden. Diese dürfte allerdings nur von kurzer Dauer sein, da technische Faktoren, wie z. B. anhaltende

Prognosen: Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)

Berenberg- und Konsensprognose im Vergleich, Werte zum Jahresende 2025 und zur Jahresmitte 2026

	19.03.2025	31.12.2025		30.06.2026	
	Aktuell		Ø*		Ø*
USA					
Leitzins	4,25-4,50	4,25-4,50	4,10	4,25-4,50	3,85
10J US-Rendite	4,24	4,90	4,38	4,95	4,27
Eurozone					
Leitzins**	2,50	2,25	2,00	2,25	1,85
10J Bund-Rendite	2,80	2,80	2,40	2,90	2,40
Großbritannien					
Leitzins	4,50	4,25	3,80	4,00	3,45
10J Gilts-Rendite	4,63	4,70	4,18	4,70	4,00

* Durchschnitt, Konsens per 19.03.2025, ** Einlagesatz.

Quelle: Bloomberg.

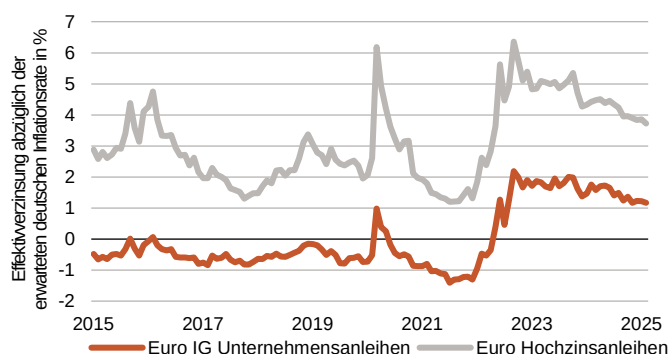
Mittelzuflüsse in Investmentfonds aus diesem Segment, eine stabile Nachfrage nach sich ziehen sollten. Zudem könnte die Geldpolitik der EZB dafür sorgen, dass die relative Attraktivität von Unternehmensanleihen gegenüber Tages- und Termingeldern zunimmt und zusätzliche Käuferschichten anspricht. Unterhalb der Oberfläche präferieren wir unverändert Finanzanleihen gegenüber Industrianleihen. Uns gefällt deren solide Kapitalausstattung und wiedererstarke Ertragskraft bei gleichzeitig höherer Verzinsung und besserer Kreditqualität.

Schwellenländeranleihen: Chinesische Konjunkturerholung stützt

Im Fokus der Märkte für Schwellenländeranleihen stehen die Unsicherheit über die protektionistischen Maßnahmen der neuen US-Regierung sowie die zunehmenden Bemühungen um eine Friedenslösung für die Ukraine. Während die Zolldrohungen die Märkte in Atem halten und zu stärkeren Preisschwankungen führen, könnte eine potenzielle Friedenslösung ein positiver Katalysator für die Schwellenländer, insbesondere in Osteuropa, werden. Ob und unter welchen Bedingungen es dazu kommt, bleibt abzuwarten. Gleichwohl ist bereits der Beginn entsprechender Gespräche für den Markt positiv. So könnten osteuropäische Währungen – darunter der polnische Zloty, der ungarische Forint und die tschechische Krone – insbesondere von der Erwartung fallender Energiepreise weiter profitieren. Auf dem asiatischen Kontinent steht China im Fokus. Das Land, das seit Jahren mit strukturellen wirtschaftlichen Problemen kämpft, konnte seine Widerstandsfähigkeit zuletzt nicht nur durch DeepSeek unter Beweis stellen – auch wirtschaftliche Daten wie die Kreditvergabe geben zuletzt Hoffnung auf eine gewisse Bodenbildung (Abb. unten rechts). Die

Unternehmensanleihen bieten stabil positive Realverzinsung

Renditen von Euro Investment Grade (IG) Unternehmens- und Hochzinsanleihen bieten nach Abzug der erwarteten deutschen Inflationsrate einen Mehrwert



Zeitraum: 30.01.2015-28.02.2025. Quelle: ICE, Bloomberg. Inflationserwartung: Forward-Rendite nominaler minus Rendite inflationsgebundener 5-jähriger deutscher Staatsanleihen.

Aktieninvestoren waren bereits vorausgeeilt und hatten dem Hang Seng-Index die weltweit stärkste Aktienmarktpartenance seit Jahresbeginn beschert. Eine stärkere Konjunktur in China war bislang stets ein Segen für die Weltwirtschaft – insbesondere für Schwellenländer, die typischerweise ein hohes Handelsvolumen mit China aufweisen. Der daraus resultierende Rückenwind sollte mittelfristig unterstützend für alle Assetklassen aus Schwellenländern wirken und somit auch den Anleihesektor stützen.

Fazit: Chancen in allen betrachteten Segmenten

Sichere Staatsanleihen stehen im Kontext geopolitischer Einflüsse unter dem Bann zunehmender Staatsverschuldung, die sowohl dies- als auch jenseits des Atlantiks zunächst ein bedeutender Faktor bleiben dürfte. Angesichts der bereits erfolgten Marktreaktion haben sich die weiteren Aussichten für deutsche Bundesanleihen insofern verbessert – sie bieten interessantere Perspektiven als US-Staatspapiere. Für Euro-Unternehmensanleihen gilt unverändert, dass sie mit Blick auf ihre Renditeniveaus attraktive Möglichkeiten bieten, insbesondere unter Berücksichtigung der (niedrigeren) Inflationsrate – die erwartete Geldentwertung kann mehr als kompensiert werden. Innerhalb des Segments favorisieren wir Titel aus dem Finanzsektor. Im Bereich der Schwellenländer bieten osteuropäische Emittenten vor dem Hintergrund einer möglichen Ukraine-Friedenslösung Chancen, besonders in lokaler Währung. In Asien macht darüber hinaus Hoffnung, dass Chinas Konjunktur erstarken könnte und damit auch über den Handel mit China verbundene Schwellenländer neuen Schwung erfahren.

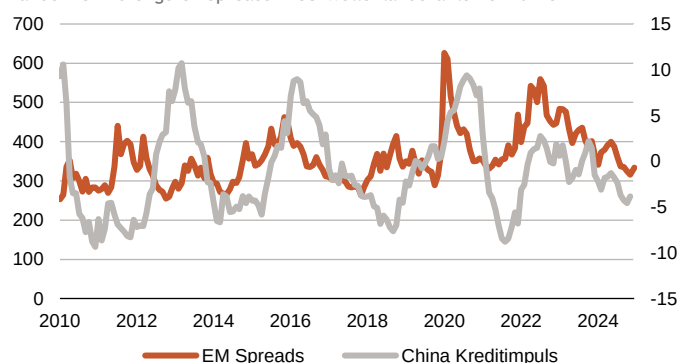
Martin Mayer, Senior Portfolio Manager Multi Asset

Felix Stern, Senior Porrtfoliomanager Fixed Income Euro

Wei Lon Sung, Senior Portfoliomanager Fixed Income Emerging Markets

Kreditvergabe stützt Risikoprämien für Schwellenländeranleihen

Eine Erholung der chinesischen Kreditvergabe (rechts) sollte – wie bis zur Covid-Pandemie – zu engeren Spreads in Schwellenländeranleihen führen



Zeitraum: 31.12.2010-28.02.2025. Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen. Nettoveränderung der Kreditvergabe in China auf Basis Total Social Financing.



(EDEL-)METALLMÄRKTE MIT STRUKTURELLEM RÜCKENWIND

Viel Angebot am Ölmarkt, aber nicht zu jedem Preis

Nach kurzem Aufbäumen im Zuge neuer US-Sanktionen gegen russische Tanker fiel der Ölpreis in Q1 auf den tiefsten Stand seit 2021. Gegenwind kam vor allem vom Angebot. Zum einen belasteten die Friedensverhandlungen im Ukraine-Krieg und damit die Hoffnung auf mehr billige Energie aus Russland. Zum anderen überraschte die OPEC+ trotz Preisschwäche mit der Reduktion bestehender Förderkürzungen. Das Aufwärtspotenzial bleibt in diesem Umfeld klar begrenzt, zumal das globale Nachfragewachstum moderat bleiben dürfte. Gleichzeitig ist auch das weitere Abwärtsrisiko begrenzt. Denn auch wenn es reichlich Angebot gibt, wird vor allem US-Schieferöl bei sinkenden Preisen zunehmend unprofitabel. Und auch viele Mitglieder der OPEC+ würden Probleme mit der Finanzierung ihrer Staatshaushalte bekommen. Eine Fortsetzung der Seitwärtsbewegung des letzten Jahres erscheint daher wahrscheinlich, wenngleich der Korridor (ehemals 70-90 USD/Barrel) nun etwas niedriger ausfallen dürfte.

Steigende Staatsschulden + hohe Unsicherheit = Gold ein „Muss“

Mit mehr als 15 % seit Jahresanfang gehört Gold wieder einmal zu den besten Anlagen. Dabei profitierte der sichere Hafen gleich mehrfach. Fundamental sorgten der schwächere US-Dollar und die gesunkenen Realzinsen für Rückenwind. Der wichtigste Treiber in Q1 war jedoch die stark gestiegene globale wirtschaftliche Unsicherheit. Entsprechend kam die Nachfrage diesmal – anders als im Vorjahr – gleichzeitig von Zentralbanken und internationalen Investoren. Vor allem unter letzteren dürften viele die Rallye verpasst und erheblich Aufholbedarf haben. Die ETF-Bestände liegen immer noch rund 25 Mio. Unzen (23 %) unter ihren Höchstständen, während Gold auf Allzeithoch handelt. Bei steigenden Staatsschulden (nun zunehmend auch in Europa), hoher wirtschafts- und geopolitischer Unsicherheit sowie einem weiterhin ungewissen Inflationsausblick bleibt Gold trotz hoher Bewertung gegenüber Realzinsen essenzieller Bestandteil unserer Portfolios.

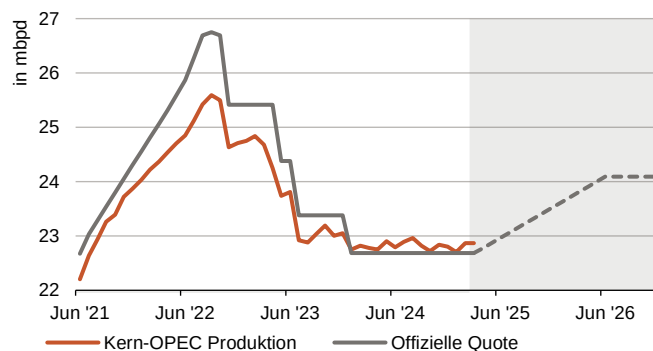
Noch mehr struktureller Rückenwind für Industriemetalle

Industriemetalle profitierten in Q1 zwar auch von der höheren Aktivität im verarbeitenden Gewerbe, aber vor allem bevorstehende US-Zölle beflügelten vereinzelte Metalle, da US-Verbraucher vor Inkrafttreten versuchen, möglichst viel Metall zu importieren. Kurzfristig könnte der Handelskrieg allerdings noch zur Belastung werden. Langfristig hat sich der Ausblick für Industriemetalle zuletzt noch einmal verbessert. Neben der grünen Transformation dürften nun höhere Verteidigungs- und Infrastrukturausgaben in Europa sowie der mögliche Wiederaufbau der Ukraine die Nachfrage zusätzlich verstärken und auf ein knappes Angebot treffen.

Ludwig Kemper, Multi Asset Strategy & Research

OPEC+ plant sukzessive Fördererhöhungen trotz niedriger Preise

Tatsächliche Produktion gegenüber offizieller Quote der Kern-OPEC; Schätzung der offiziellen Quote von April 2025 bis Dezember 2026

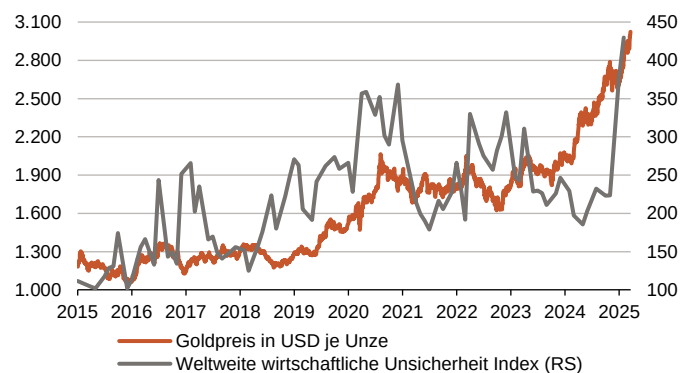


Zeitraum: 30.06.2021-31.12.2026

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Globale Unsicherheit treibt Anleger in Gold

Nach BIP gewichteter Global Policy Uncertainty Index von Baker, Bloom & Davis gegenüber dem Goldpreis in US-Dollar je Unze

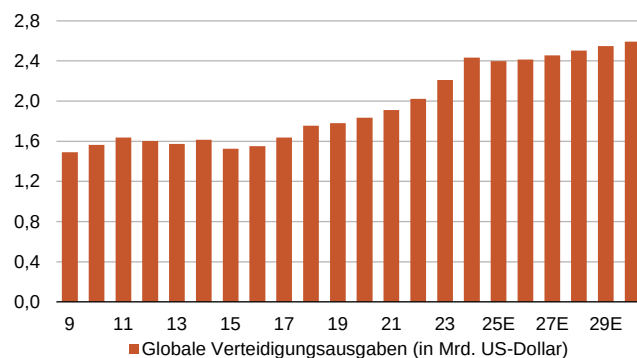


Zeitraum: 01.01.2015-17.03.2025

Quelle: Backer, Bloom & Davis, Bloomberg

Rüstungsausgaben dürften Industriemetallnachfrage ankurbeln

(Geschätzte) Entwicklung der globalen Verteidigungsausgaben bis 2030



Zeitraum: 2009-2030, jährliche Daten

Quelle: IISI, BofA Global Research



EUROPA UND DER EURO LÖSEN SICH AUS DER SCHOCKSTARRE

Geo- und Handelspolitik bewegen die Devisenmärkte

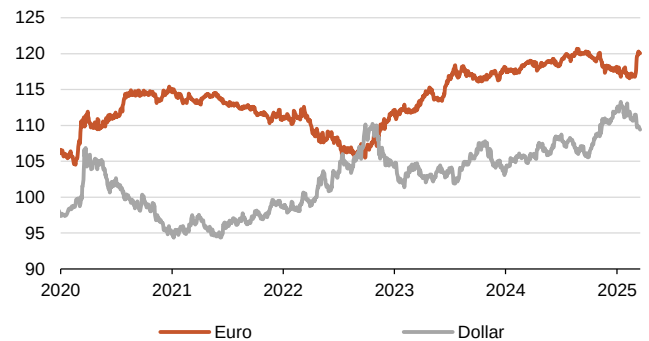
Die aggressive Zollpolitik von Donald Trump, die damit verbundenen Inflationssorgen und die Aussicht, dass die Fed kaum noch Spielraum für weitere Leitzinssenkungen hat, hatten dem Dollar zu Jahresbeginn deutlichen Rückenwind verliehen. Zuletzt hat sich das Blatt jedoch gewendet. Zum einen scheint sich nicht zuletzt der Devisenmarkt zunehmend die Frage zu stellen, mit wie vielen Verbündeten und Handelspartnern sich Präsident Trump gleichzeitig anlegen kann, ohne dass auch die US-Wirtschaft mittelfristig Schaden nimmt. Zum anderen haben die neuen geopolitischen Realitäten Europa endlich wachergetzt. In Deutschland und auch auf EU-Ebene werden die Verteidigungsausgaben in den kommenden Jahren deutlich steigen. Hinzu kommt in Deutschland das 500-Milliarden-Sondervermögen für Infrastrukturinvestitionen. Diese fiskalischen Impulse werden das Wachstum stärken, aber auch die Verschuldung erhöhen. Die Anleihemärkte und auch die Devisenmärkte reagieren auf diese Entwicklung, der Euro konnte Anfang März gegenüber dem Dollar deutlich an Boden gewinnen. Die anhaltende konjunkturelle Erholung im Euroraum und die Aufbruchstimmung in Deutschland dürften die Gemeinschaftswährung in den kommenden Monaten weiter stützen. Viel wird aber auch am Devisenmarkt von der weiteren Entwicklung der Handelsstreitigkeiten zwischen den USA und Europa abhängen, die zu anhaltender Volatilität beitragen dürften.

In der Schweiz lag die Inflation im Februar bei 0,3 % gegenüber dem Vorjahr und damit auf dem niedrigsten Stand seit fast vier Jahren. Die Schweizerische Nationalbank versucht, der niedrigen Inflation und dem starken Franken entgegenzuwirken, doch nach der Leitzinssenkung am 20. März von 0,5 % auf 0,25 % ist der Spielraum für eine weitere Lockerung der Geldpolitik begrenzt. Eine direkte Intervention am Devisenmarkt wäre eine Alternative, birgt aber wiederum die Gefahr, von den USA als Währungsmanipulator bezeichnet zu werden. Da aber auch die EZB ihren Leitzins in diesem Jahr nur noch geringfügig senken dürfte, erwarten wir mittelfristig eine Seitwärtsbewegung des Euro-Franken-Wechselkurses in etwa auf dem aktuellen Niveau.

In Japan nimmt die Wirtschaft an Schwung auf und die Inflation zieht weiter an. Dies erlaubt der japanischen Notenbank, ihren Zinserhöhungszyklus vorsichtig fortzusetzen. Die abnehmende Zinsdifferenz zur EZB und Fed dürfte dem Yen in diesem Jahr weiteren Rückenwind verleihen. Für Ende 2025 erwarten wir einen Euro/Yen-Kurs von 154.

Seit Jahresbeginn lässt die Dollarstärke deutlich nach

Nominale effektive Währungskurse

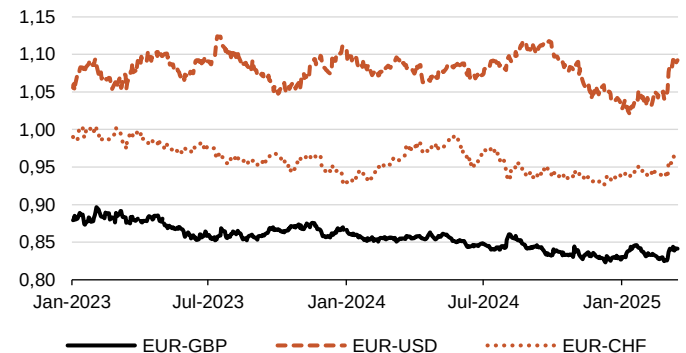


Zeitraum: 01.01.2020-18.03.2024

Euro und US-Dollar gegenüber Handelspartner-Währungskörben. Quelle: Bloomberg

Fiskalimpuls schiebt den Euro an

Euro-Wechselkurse



Zeitraum: 01.01.2023-18.03.2025

Quelle: Haver, FT

Wechselkursprognosen

Berenberg- und Konsensprognose im Vergleich, Werte zum Jahresende 2025 und zur Jahresmitte 2026

	18.03.2025	31.12.2025	30.06.2026
Wechselkursprognose	Aktuell	Ø*	Ø*
EUR/USD	1,09	1,10	1,07
EUR/GBP	0,84	0,85	0,83
EUR/CHF	0,96	0,95	0,95
EUR/JPY	162	154	156

Veränderung zum Euro (in %)			
USD	-	-0,9	1,9
GBP	-	-1,2	1,2
CHF	-	1,1	1,1
JPY	-	5,2	3,8

* Durchschnitt, Konsens per 18.03.2025

Quelle: Bloomberg

Dr. Felix Schmidt, Leitender Volkswirt



INTERVIEW MIT KAY EICHHORN-SCHOTT

Herr Eichhorn-Schott, Sie sind seit über sieben Jahren Portfoliomanager bei Berenberg mit dem Fokus auf Aktien aus dem Gesundheitssektor. Wie sind Sie zu Ihrer heutigen Tätigkeit gekommen?

Ich begann meine Karriere im Jahr 2015 im Traineeprogramm von Berenberg in London. Schon früh kam ich währenddessen mit den Themen Vermögensverwaltung und Portfoliomanagement in Berührung. Damals wurden bereits für einige britische Kunden diskretionäre Aktienmandate mit Fokus Gesundheit gemanagt, und als Trainee durfte ich hier unterstützen. Als ich 2017 in das Aktienteam nach Frankfurt wechselte, hatte ich die Chance, diese Mandate hauptverantwortlich zu übernehmen. Das Management der Mandate und meine Tätigkeit als Portfoliomanager in unserem All Cap Team haben sich gut ergänzt, da wir auch in den europäischen und globalen Aktienstrategien zu einem relevanten Teil im Gesundheitssektor engagiert sind.

Was fasziniert Sie als Portfoliomanager besonders am Gesundheitssektor?

Gesundheit ist für uns alle das A&O und schon deshalb lohnt es sich, sich auch mit Investitionen in das Gesundheitswesen zu beschäftigen. Neben der gesellschaftlichen Relevanz faszinieren mich drei weitere Aspekte am Gesundheitssektor: die Komplexität der Geschäftsmodelle, die Diversität des Sektors und die Innovationskraft der Unternehmen.

Der Gesundheitssektor ist aus mehreren Gründen komplexer als andere Sektoren. Die Produkte sind schwerer zu verstehen, und es gibt eine Vielzahl von Akteuren. Hierzu gehören zum Beispiel Patienten, Versicherer, Regulierungsbehörden und Unternehmen. Deshalb glaube ich, dass man als Experte einen spürbaren Mehrwert für Kunden generieren kann. Darüber hinaus ist der Sektor mit seinen Sub-Segmenten Pharma und Biotech, Medizintechnik, Life Science und Gesundheitsdienstleistungen sehr divers und abwechslungsreich. Das macht die Analyse spannend, und man lernt ständig dazu. Schließlich fasziniert mich die Innovationskraft des Sektors. Allein aus persönlichem Interesse ist es faszinierend zu sehen, wie viele Innovationen der Sektor jedes Jahr hervorbringt. Hiervon profitieren Patienten und wir als Gesellschaft. Aus Investorensicht können sich innovative Unternehmen starke Wettbewerbspositionen aufbauen und überdurchschnittliches Wachstum generieren.

Sie sprachen bereits von verschiedenen Subsektoren im Gesundheitssektor. Wie unterscheiden sich diese aus Anlegerperspektive? Welche dieser Subsektoren bevorzugen Sie im aktuellen Umfeld?



Die wichtigsten Subsektoren im Gesundheitswesen sind Pharma, Medizintechnik, Life Science, Biotech und Gesundheitsdienstleistungen.

Viele interessante Unternehmen finden wir in der Medizintechnik. Die Innovationskraft in diesem Segment ist sehr hoch, der Wettbewerb in größeren Endmärkten ist oft auf drei bis vier Unternehmen begrenzt, und das Wachstumsprofil ist attraktiv, da beispielsweise im Gegensatz zu Pharmafirmen keine Patentausläufe kompensiert werden müssen. Auch im Nebenwertesegment finden wir viele Nischenplayer, die in ihren Märkten stark wachsen können und sich gute Wettbewerbspositionen aufgebaut haben. Pharmafirmen hingegen wachsen im Durchschnitt langsamer als Unternehmen in anderen Marktsegmenten. Das liegt vor allem an der Größe dieser Unternehmen und am starken Wettbewerb. Unternehmen wie Eli Lilly, Novo Nordisk oder AstraZeneca ist es aber dennoch in den letzten Jahren gelungen, attraktive Wachstumsraten zu erzielen und für ihre Aktionäre deutliche Wertsteigerungen zu erwirtschaften.

Wie hat sich der Sektor im letzten Jahr entwickelt, und was macht ihn gerade aktuell interessant für Anleger?

Der globale Gesundheitssektor konnte im zurückliegenden Jahr eine positive Rendite erzielen, hinkte aber dem breiten Aktienmarkt hinterher. Interessant ist, dass die Schere in der Performance

erst im vierten Quartal aufging. Im Vorfeld der US-Wahlen und in Antizipation einer erneuten Präsidentschaft von Donald Trump waren eher zyklische Marktsegmente bei Investoren gesucht, steigende Zinsen wirkten als Gegenwind und vor allem die Nominierung von Robert F. Kennedy Jr. als Gesundheitsminister sorgte für eine starke Verunsicherung unter Anlegern in dem Sektor.

Diese starken Bewegungen im vierten Quartal 2024 – ein steigen der Aktienmarkt und fallende Kurse von Gesundheitsaktien – sorgten dafür, dass der Sektor heute mit der günstigsten Bewertung relativ zum Gesamtmarkt seit 20 Jahren handelt. Die fundamentalen Trends im Gesundheitssektor sind solide, und unserer Meinung nach sind einige politische Ängste übertrieben. Umfragen unter Fondsmanagern zeigen außerdem, dass die Investorenpositionierung im Sektor auch historisch gering ist. Dies ist eine gute Ausgangslage für eine positive Wertentwicklung in diesem Jahr.

Welche langfristigen Trends sehen Sie im Gesundheitssektor, und wo liegen aus Ihrer Sicht die größten Chancen für Investoren in den kommenden Jahren? Gibt es aktuelle Entwicklungen oder Trends im Gesundheitssektor, die Investoren derzeit noch übersehen?

Die großen Trends im Sektor sind wohl bekannt: Die Alterung der Gesellschaft schreitet voran und treibt die Nachfrageseite, und ein steigender Wohlstand in Entwicklungsländern führte historisch zumeist zu größeren Gesundheitsausgaben relativ zur Wirtschaftsleistung. Unter der Oberfläche beobachten wir in der Industrie aber noch viel spannendere Trends, von denen Patienten, Unternehmen und auch Aktionäre profitieren können. So stellen wir beispielsweise in der Pharmaindustrie fest, dass immer mehr biologische Medikamente klassische chemische Präparate ablösen, da sie zielgerichteter wirken und weniger Nebenwirkungen hervorrufen. Innovation findet zunehmend in kleineren, digitalen Unternehmen statt, welche mehr als große Pharmafirmen von externen Dienstleistungsanbietern wie zum Beispiel Auftragsherstellern abhängig sind. Aber auch große Pharmafirmen lagern einen immer größer werdenden Teil der Wertschöpfungskette aus. Der Gesundheitssektor ist hier im Vergleich zu anderen Sektoren wie z. B. der Automobilbranche noch in der Anfangsphase. In der Medizintechnik befinden wir uns unserer Meinung nach auch in einer aufregenden Phase. Die roboterunterstützte Chirurgie setzt sich vermehrt durch, und immer mehr Operationen werden mit minimal-invasiven Techniken durchgeführt. Außerdem ändern sich langsam, aber stetig die Vergütungssysteme, vor allem in den USA. Wir beobachten, dass die Vergütung von Gesundheitsdienstleistungen immer mehr vom Behandlungserfolg abhängig gemacht wird.

Sie managen den Berenberg Health Focus Fund. Was ist das Besondere an diesem Fonds, und wie unterscheidet er sich von Fonds der Mitbewerber?

Mit dem Berenberg Health Focus Fund agieren wir aktiver als Wettbewerber. Viele etablierte Sektorfonds orientieren sich sehr stark an der Benchmark. Wir setzen uns durch unseren Investmentprozess und die aktive Einzeltitelselektion von anderen ab. Im Fonds selektieren wir 35-50 Titel und sind somit deutlich konzentrierter als die meisten unserer Wettbewerber. Darüber hinaus haben wir einen stärkeren Fokus auf Wachstum. Wir selektieren Unternehmen, welche mittel- und langfristig ein deutlich überdurchschnittliches Wachstum generieren können. Unternehmen, die nicht attraktiv wachsen, sind für uns wenig interessant. Wir suchen deshalb auch Opportunitäten im Nebenwertesegment, da es dort viele Nischenplayer mit starken Wachstumsaussichten gibt. Zu guter Letzt investieren wir nicht in defizitäre und hochrisikante Geschäftsmodelle. Aus diesem Grund finden kleine Biotech-Unternehmen keine große Berücksichtigung in dem Fonds. Letztlich ist es unser Ziel, in unserem Gesundheitsfonds in Unternehmen zu investieren, die von den zuvor schon diskutierten „Mikrotrends“ im Gesundheitssektor profitieren und dabei eine starke Marktstellung genießen. Wir sind optimistisch, dass diese Unternehmen ein langfristig attraktives und nachhaltiges Wachstum erwirtschaften können.

KURZVITA

Kay Eichhorn-Schott ist seit 2017 Portfoliomanager für Aktien bei Berenberg. Nach Bachelor- und Masterstudium in Management und Finance an der EBS Business School, der University of Bath und der Texas A&M University begann er seine Karriere in Berenbergs internationalem Traineeprogramm in London im Jahr 2015. Seit seinem Wechsel nach Frankfurt im Jahr 2017 ist er Portfoliomanager im All Cap-Portfolio Management Team von Berenberg, wo er sich seitdem zunehmend auf Aktien im Gesundheitssektor fokussierte. Seit Dezember 2018 ist er Co-Fondsmanager für den Berenberg Global Focus Fund, von 2019 bis 2023 managte er hauptverantwortlich den offensiven Multi-Asset-Fonds Berenberg Aktien Global Plus. Seit Dezember 2023 managt er den neu lancierten Gesundheitsfonds Berenberg Health Focus Fund. Kay Eichhorn-Schott ist CFA Charterholder.



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

IMPRESSUM

HERAUSGEBER

Prof. Dr. Bernd Meyer | Chefanlagestrategie

AUTOREN

Matthias Born | Leiter Portfoliomanagement All Cap Equities
verantwortet die Anlagestrategie für Aktien des Asset Managements mit dem Fokus auf die Einzeltitelselektion in europäischen Aktien

Ludwig Kemper, CFA | Multi Asset Strategy & Research
analysiert Finanzmärkte, unterstützt den Multi-Asset-Investmentprozess und wirkt bei Kapitalmarktpublikationen mit

Martin Mayer, CEFA | Senior Portfoliomanager Multi Asset
managt defensive Multi-Asset-Vermögensverwaltungsmandate und analysiert die Anleihemärkte, insbesondere für Staatsanleihen

Prof. Dr. Bernd Meyer, CFA | Chefanlagestrategie
leitet den Bereich Multi Asset und ist zuständig für die Kapitalmarktmeinung des Wealth and Asset Management

Dr. Felix Schmidt | Leitender Volkswirt
analysiert wirtschaftliche – insbesondere makroökonomische – Entwicklungen

Felix Stern | Senior Portfoliomanager Fixed Income Euro
verantwortet die Anlagestrategie für Euro-Anleihen und managt die Fonds Berenberg Euro Target 2028 und Berenberg Euro Bonds

Wei Lon Sung | Senior Portfoliomanager Fixed Income Emerging Markets
verantwortet die Anlagestrategien für EM-Anleihen und managt Strategien fokussiert auf EM-Hartwährungs- und Lokalwährungsanleihen

Ulrich Urbahn, CFA | Leiter Multi Asset Strategy & Research
ist fokussiert auf den Multi-Asset-Investmentprozess, die Generierung von Investmentideen und die Kapitalmarktkommunikation

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 beschriebenen 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 Investmentfonds sollten Sie eine Anlageentscheidung in jedem Fall auf Grundlage der Verkaufsunterlagen (Basisinformationsblatt, Darstellung der früheren Wertentwicklung, Verkaufsprospekt, aktueller Jahresbericht und ggf. Halbjahresbericht) treffen, denen ausführliche Hinweise zu den Chancen und Risiken des jeweiligen Fonds zu

entnehmen sind. Eine Anlageentscheidung sollte auf Basis aller Eigenschaften des Fonds getroffen werden und sich nicht nur auf nachhaltigkeitsrelevante Aspekte beziehen. Bei Wertpapieren, zu denen ein Wertpapierprospekt vorliegt, sollten die Anlageentscheidungen in jedem Fall auf Grundlage des Wertpapierprospekts treffen, dem ausführliche Hinweise zu den Chancen und Risiken dieses Finanzinstruments zu entnehmen sind, im Übrigen wenigstens auf Basis des Produktinformationsblattes. Alle vorgenannten Unterlagen können bei der Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG (Berenberg), Neuer Jungfernstieg 20, 20354 Hamburg, kostenlos angefordert werden. Die Verkaufsunterlagen der Fonds sowie die Produktinformationsblätter zu anderen Wertpapieren stehen über ein Download-Portal unter Verwendung des Passworts »berenberg« unter der Internetadresse <https://docman.vwd.com/portal/berenberg/index.html> zur Verfügung. Die Verkaufsunterlagen der Fonds können ebenso bei der jeweiligen Kapitalverwaltungsgesellschaft angefordert werden. Die jeweils konkreten Adressangaben stellen wir Ihnen auf Nachfrage gerne zur Verfügung. 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/>. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Zur Erklärung verwandter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 21. März 2025

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-0
Telefax +49 40 350 60-900
www.berenberg.de
multiasset@berenberg.de