



# Horizonte

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth  
and Asset Management

## Warten auf mehr Klarheit

Im dritten Quartal sollte sich die mittelfristige Zollsituation langsam klären. Anleger dürften sich auf Trumps Steuerpläne fokussieren. Die Wirtschaftszahlen und Unternehmensergebnisse für das zweite Quartal dürften aufgrund von Zollevffekten weiter schwer interpretierbar bleiben und wenig Klarheit bieten. Die US-Wirtschaft scheint sich zu verlangsamen, der Aufschwung in Europa ist zögerlich.

## Bullenjahr bleibt zäh

Anlegerstimmung und -positionierung sind nicht optimistisch, sodass zunehmende Klarheit Chancen auf eine weitere Erholung bei Aktien bietet. Die Saisonalität ist für Aktien im dritten Quartal aber traditionell schwach, und die Unsicherheit bleibt erhöht, Trump bleibt unberechenbar.

## Risiko von den Zinsen

Die weltweit steigenden Fiskalausgaben machen eine Rezession unwahrscheinlicher. Das unterstützt Aktien, Gold und Rohstoffe. (Staats-)Anleihen hingegen sind die Leidtragenden, da mehr Angebot auf weniger Nachfrage trifft. Die Inflation dürfte strukturell erhöht bleiben. Wir sehen in steigenden US-Renditen ein Hauptrisiko für die Märkte.

Q3 2025

# Vorwort



Prof. Dr. Bernd Meyer  
Chefanlagestrategie

Liebe Leserinnen, liebe Leser,

das zweite Quartal brachte an den Märkten viel Hin und Her, aber kaum echte Fortschritte. Trumps „Liberation Day“ am 2. April war kein Befreiungsschlag, sondern ein Paukenschlag. Die angekündigten Zölle lösten die schnellste und stärkste Korrektur der Aktienkurse seit der Corona-Krise aus. Die Verunsicherung war so groß, dass Trump diese Zölle nur wenige Tage später für 90 Tage aussetzte. Die amerikanischen Sparanstrengungen (DOGE) verfehlen die hochgesteckten Ziele und dürften im Sande verlaufen. Die geplanten Steuersenkungen dürften stattdessen das Haushaltsdefizit ausweiten. Die Renditen langlaufender US-Staatsanleihen stiegen, der US-Dollar schwächte sich weiter ab, und die Wachstumserwartungen wurden reduziert. Dies drückte zusammen mit Fördererhöhungen durch die OPEC den Ölpreis bis der Israel-Iran-Konflikt diesem neuen Rückenwind gab. Mit der Pause im Zollstreit erholten sich die Aktienmärkte und setzen auf Handelsabkommen. Sie stehen nun unweit der Niveaus vom Quartalsbeginn. Gold ist und bleibt der Hauptgewinner dieses Umfelds.

Die Unsicherheit dürfte auch im dritten Quartal deutlich erhöht bleiben. Solange die Märkte nicht stark negativ reagieren, wird Trump wohl weiterhin versuchen, durch Drohungen die Position der USA in den Zollverhandlungen zu verbessern. Erst mit dem Abschluss von Handelsabkommen dürfte mehr Klarheit entstehen. Die Auswirkungen des Zollstreits auf die Konjunktur und die Unternehmen werden sich im dritten Quartal mehr und mehr zeigen, allerdings werden die Daten aufgrund von Verzerrungen rund um die Zölle kein klares Bild abgeben. Seit der Erholung ab Mitte Mai setzen die Aktienmärkte bereits auf eine Beruhigung im Zollstreit. Die Bewertung von Aktien, besonders in den USA, ist unverändert hoch, während die Gewinnwachstumserwartungen für 2025 rückläufig sind. Und die Unterstützung durch niedrigere Energiepreise ist vorerst wieder dahin. Aus unserer Sicht wäre es jedoch falsch, zu pessimistisch gegenüber Aktien zu werden. Es gibt viele unterstützende Faktoren: fiskalische Anreize in Deutschland, Steuersenkungen in den USA, die globale Lockerung der Geldpolitik des letzten Jahres, ein Produktivitätsschub durch künstliche Intelligenz und erhöhte staatliche Ausgaben im Vorfeld der

Zwischenwahlen und des 250-jährigen Jubiläums der USA. Zudem könnten auch noch positive Impulse von Deregulierungsbemühungen in den USA und vielleicht sogar in Europa ausgehen. Weniger wahrscheinlich, aber dennoch unterstützend, wären Konjunkturprogramme in China und Japan sowie der Abbau von Zöllen. Zudem ist die Anlegerstimmung und deren Positionierung, insbesondere von systematischen Strategien, nicht optimistisch. Wir halten daher an unserer Prognose fest, dass dieses Jahr ein Bullenjahr wird, wenn auch ein zähes. Stärkere Rückschläge dürften Kaufgelegenheiten bieten. Wir bleiben skeptisch bei (US-)Staatsanleihen und bevorzugen stattdessen Sachwerte wie Aktien, Edelmetalle oder Industriemetalle.

Im Insights-Interview ab S. 14 erörtert Tobias Schäfer, Leiter Fondsstrategien und Managerselektion, welche Trends die Fondslandschaft derzeit bestimmen, worauf es bei der Fondsauswahl ankommt und was unsere jüngst gestartete fondsbaasierte Vermögensverwaltungsstrategie „Berenberg Go“ auszeichnet. Ich wünsche Ihnen eine spannende Lektüre.

## Inhalt

<b>Multi-Asset-Strategie</b> Etwas Entspannung nach dem Zolltheater	<b>Seite 3</b>
<b>Volkswirtschaft</b> US-Zölle verhindern mehr Wachstum	<b>Seite 6</b>
<b>Aktien</b> US-Allzeithochs nur eine Frage der Zeit	<b>Seite 8</b>
<b>Anleihen</b> Carry bleibt King	<b>Seite 10</b>
<b>Rohstoffe</b> Gold bleibt wichtiger Portfoliobestandteil	<b>Seite 12</b>
<b>Währungen</b> US-Dollar verliert an Boden, Yen mit Rückenwind	<b>Seite 13</b>
<b>Berenberg Insights</b> Interview mit Tobias Schäfer	<b>Seite 14</b>
<b>Impressum</b>	<b>Seite 16</b>



# Etwas Entspannung nach dem Zolltheater

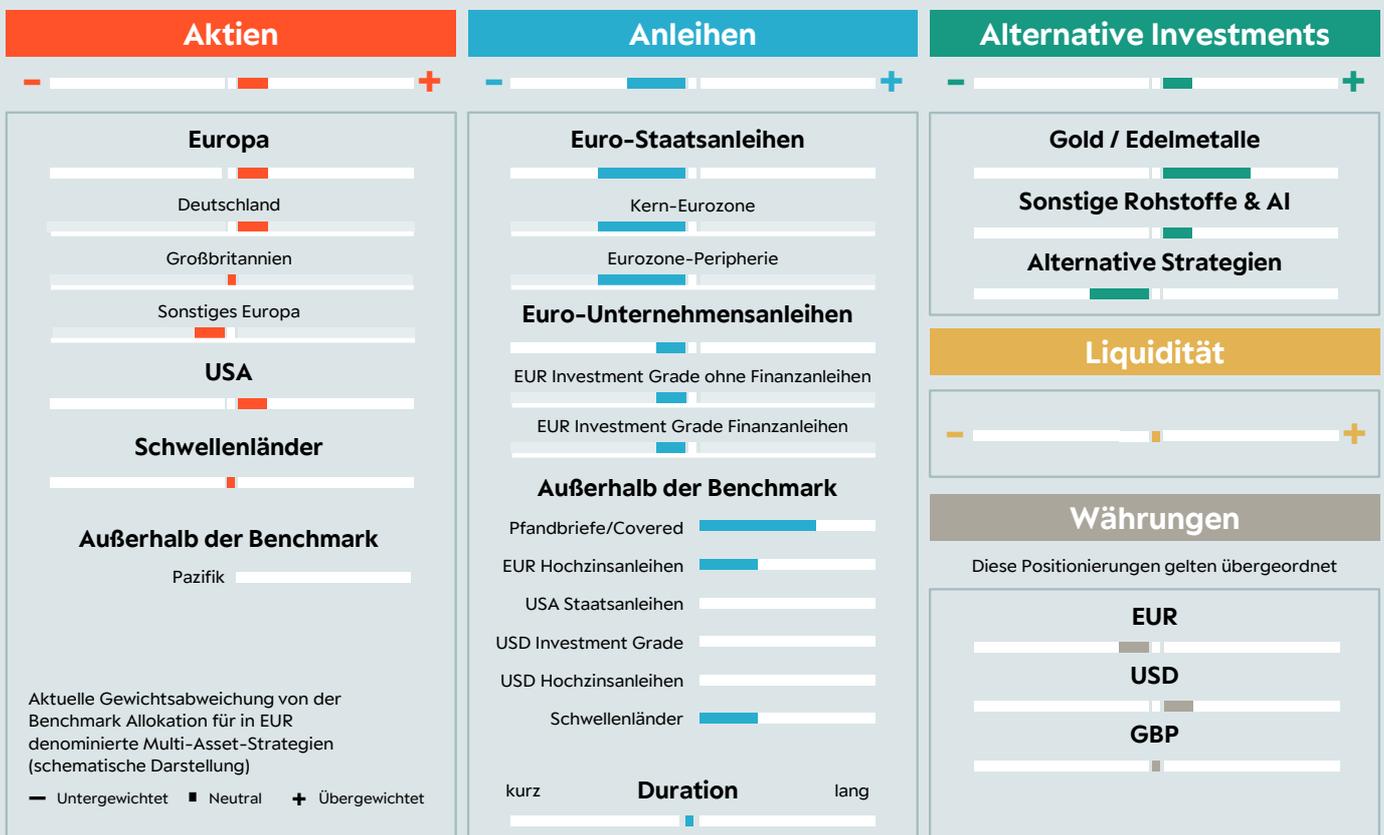
## Auf den Punkt

- Fehlender Optimismus der Anleger sowie reduzierte Erwartungen an Konjunktur und Gewinne dürften bei mehr Klarheit über Zölle und Steuersenkungen risikobehaftete Anlagen unterstützen.
- Schwer interpretierbare Konjunkturdaten, eine schwächere US-Wirtschaft, Trumps Unberechenbarkeit, der Krieg zwischen Israel und Iran und die Gefahr steigender Renditen langfristiger Anleihen halten das Risiko jedoch hoch und sprechen gegen große Positionen.
- Wir bevorzugen nach wie vor Gold, Industriemetalle und Aktien. Rückschläge bei Aktien dürften Chancen bieten. Bei Anleihen liegt unser Fokus weiterhin auf der Vereinnahmung von Risikoprämien bei kürzerer bis mittlerer Duration. Gold bleibt das größte Übergewicht.

leichtes Übergewicht anzuheben. Nach der schnellen Erholung der Aktienmärkte durch die wenige Tage später ausgerufene Zollpause nahmen wir diese Gewinne mit. Auch bei Gold profitierten wir von einer vorübergehenden taktischen Reduzierung. Wir sind weiter davon überzeugt, dass angesichts der hohen Unsicherheit eine ausgewogene, gut diversifizierte Positionierung und das Nutzen erhöhter Volatilität für taktische, antizyklische Positionen sinnvoller ist als das Eingehen großer aktiver Positionen bei nur begrenzter Überzeugung. Unsere Strategien sind damit unverändert breit diversifiziert und nahezu ausgewogen aufgestellt. Unsere Auffassung, dass im Umfeld explodierender Staatsschulden und strukturell erhöhter Inflation Sachwerte gegenüber nominellen Staatsanleihen bevorzugt werden sollten, findet sich klar wieder. Gold bleibt das größte Übergewicht und wird durch weitere Rohstoffe, insbesondere Industriemetalle, in Strategien, die dies erlauben, ergänzt. Aktien sind leicht übergewichtet. Anleihen, insbesondere Staatsanleihen, sind dagegen untergewichtet. Bei Anleihen bevorzugen wir Pfandbriefe, Hochzinsanleihen, sowie Lokalwährungsanleihen aus den Schwellenländern.

## Portfoliositionierung auf einen Blick

Die Marktkorrektur Anfang April aufgrund der Zollankündigung hatten wir genutzt, um unsere Aktienquote auf ein



**Rückblick zweites Quartal – viel Volatilität, wenig Trend**

Trumps Verkündung reziproker Zölle am 2. April löste den schnellsten und stärksten Abverkauf bei Aktien seit der Corona-Krise aus. Auch die Volatilität stieg auf das höchste Niveau seit März 2020. Die Verunsicherung an den Märkten war so groß, dass Trump nur wenige Tage später die verkündeten Zölle für 90 Tage aussetzte. Nur für China folgte der gleiche Schritt erst nach einer weiteren Eskalation im Mai. Die Aktienmärkte erholten sich danach von ihrer Korrektur und stehen unweit der Niveaus vom Quartalsbeginn. Es zeigte sich, dass das Haushaltsdefizit in den USA weiter steigen dürfte. Dazu passend stufte die Ratingagentur Moody's die Kreditwürdigkeit der USA ab. Die Renditen langlaufender US-Staatsanleihen stiegen, der US-Dollar wertete weiter ab. Wachstumsbefürchtungen lasteten auf Industriemetallen und drückten zusammen mit angekündigten OPEC-Fördererhöhungen den Ölpreis bis diesem der Israel-Iran-Konflikt neuen Rückenwind gab. Der Goldpreis legte weiter zu.

**Konjunkturausblick – Daten im Sommer wenig aussagekräftig**

Mit dem Zollchaos, dem negativen US-Wachstum im ersten Quartal und negativen US-Konjunkturüberraschungen ist die Konsenserwartung für das US-Wachstum 2025 vom Hoch im Februar um ca. einen Prozentpunkt auf 1,4 % gefallen (obere Abb. S. 5). Unternehmen halten sich mit Investitionen zurück und Verbraucher mit Ausgaben. In Europa sind die Erwartungen nur leicht rückläufig, aber eine Erholung scheint sich zu verzögern. Auch die Gewinnwachstumserwartungen für 2025 wurden global nach unten revidiert, beispielsweise für den S&P 500 von 14 % zu Jahresbeginn auf aktuell nur noch 8 %, obwohl die Q1-Berichtssaison positiv ausgefallen ist. Die reduzierten

Erwartungen sind deutlich realistischer, besonders für die US-Gewinne, die vom schwachen Dollar profitieren. Mehr Klarheit bei den Zöllen und Aussichten auf US-Steuersenkungen könnten die Konjunktur zunehmend stützen. Die Wirtschafts- und Gewinndaten zum zweiten Quartal dürften jedoch kein klares Bild bieten. Zolleffekte überlagern das Bild. So lasteten im ersten Quartal beispielsweise hohe Importe (Vorzieheffekte) auf dem US-Wachstum. Die wegbrechenden Importe im zweiten Quartal könnten das Wachstum nun stützen. Die US-Inflation dürfte wieder anziehen und der Nahostkonflikt bringt höhere Ölpreise. Die Unsicherheit wird hoch bleiben.

**Trumps Rennen um die Zwischenwahlen dürfte viel bestimmen**

Mit rund 170 Milliarden Dollar verfehlen die amerikanischen Sparanstrengungen (DOGE) Elon Musks Ziel von 1 bis 2 Billionen und dürften mit seinem Abgang im Sande verlaufen. Stattdessen versucht die Trump-Regierung jetzt mittels Steuersenkungen aus der Verschuldungsmisere „herauszuwachsen“. Ob das gelingt, ist unklar. Sicher ist, dass die Pläne zunächst noch mehr Schulden bringen – geschätzte 2 bis 3 Billionen Dollar über zehn Jahre, das Gros davon in den nächsten paar Jahren (mittlere Abb., S. 5). Die Details der Steuerpläne und deren Implikationen dürften zu den bestimmenden Themen im dritten Quartal gehören. Eine Verabschiedung der Pläne vor August oder September ist wenig wahrscheinlich. Trump steht jedoch unter Druck, seine Wahlversprechen einzulösen und die schwächelnde Konjunktur zu stimulieren, denn die Zwischenwahlen finden in weniger als 18 Monaten statt und seine Zustimmungswerte sind im Keller. Um danach nicht als „lahme Ente“ dazustehen, braucht Trump einen starken Arbeitsmarkt, eine robuste Konjunktur und niedrige Zinsen.

**Gold steigt in Q2 erneut, Euro-Anleihen mit positiver Entwicklung, Aktien kaum verändert, Ölpreis fällt etwas, Dollar deutlich schwächer**

Gesamtrendite	Seit Jahresanfang und in Q2 25 (in %, in EUR)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, in EUR)					CAGR*	Std.-Abw.*
	YTD (31.12.24–17.06.25)	Q2 25 (31.03.25–17.06.25)	17.06.24	17.06.23	17.06.22	17.06.21	17.06.20		
DAX	17,7	5,7	29,7	10,5	24,6	-16,5	27,0	13,6	17,3
Gold	16,4	2,2	36,6	20,7	2,2	17,6	-3,0	14,0	13,6
Stoxx Europa 50	6,3	0,0	2,9	14,3	23,2	-3,5	20,9	11,1	13,9
Euro-Unternehmensanleihen	1,7	1,6	6,0	6,4	0,8	-13,5	3,3	0,3	3,1
Euro-Staatsanleihen	1,4	1,4	4,9	3,3	-1,9	-9,1	0,6	-0,6	3,3
MSCI EM	1,4	2,9	6,4	9,2	1,1	-14,2	32,0	5,9	15,4
Euro-Übernachteinlage	1,2	0,5	3,1	3,9	1,5	-0,6	-0,5	1,5	0,1
Brent	-3,5	-2,7	-4,7	25,2	-21,0	107,7	64,2	26,3	32,7
EM-Staatsanleihen	-6,3	-4,4	0,7	11,1	1,0	-7,3	1,0	1,1	7,7
US-Staatsanleihen	-7,4	-6,1	-3,1	3,5	-4,7	1,9	-8,4	-2,2	7,0
S&P 500	-7,9	0,5	3,3	28,5	16,9	0,4	30,1	15,1	17,4
USD/EUR	-9,8	-5,8	-6,5	1,9	-4,0	13,4	-5,6	-0,4	7,5

Zeitraum: 17.06.2020–17.06.2025

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

### Steigende Staatsschulden: Risiko für Staatsanleihen und Dollar, Chance für Substanzwerte (Aktien, Gold), globale Diversifikation

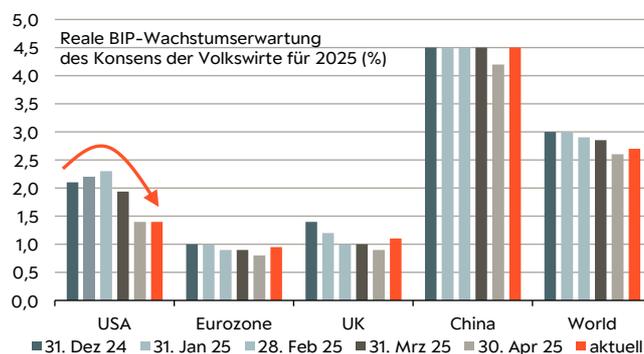
Eine höhere Verschuldung, robustes Wachstum und unverändert hohe Inflation sprechen jedoch gegen fallende Renditen. In den kommenden Jahren muss die US-Regierung voraussichtlich jedes Quartal Käufer für zusätzliche 500 bis 600 Milliarden US-Dollar an Staatspapieren finden. Dies dürfte nur mit hoher Rendite und einem noch schwächeren US-Dollar gelingen (untere Abb.), zumal steigende Staatsverschuldungen ein globales Phänomen sind. Der IWF betonte jüngst, dass in Ländern, auf die 80 Prozent des weltweiten BIP entfallen, die Staatsverschuldung höher ist als vor der Pandemie und der Anstieg sich noch beschleunigt. Auch auf niedrigere Zinsen durch die Fed kann Trump kurzfristig kaum hoffen. Notenbankchef Powell ist noch bis Mai 2026 im Amt. Trump bleibt nur die Möglichkeit, die Nachfolge frühzeitig mit einer Person festzulegen, die sich für Zinssenkungen, eine erneute quantitative Lockerung oder gar eine Kontrolle der Zinsstrukturkurve ausspricht – in der Hoffnung, dass die Märkte dies bereits einpreisen. Ob dies hilft, die steigenden Anleiherenditen längerer Laufzeiten zu stoppen, erscheint uns jedoch fraglich.

Staatsanleihen sind die Leidtragenden, wenn hohe, steigende und prozyklische Fiskalausgaben eine Rezession unwahrscheinlicher machen, das Angebot an Anleihen erhöhen und Aktien, Gold und andere Rohstoffe unterstützen. Nicht zuletzt ist aufgrund der damit einhergehenden Inflationsrisiken dann der Schutz der Kaufkraft für Anleger von größerer Bedeutung. Wir argumentieren schon lange, dass ein Umfeld steigender Staatsverschuldung, zunehmender fiskalischer Dominanz und finanzieller Repression zur Sicherstellung der Schuldentragfähigkeit des Staates für einen deutlichen Anteil von Anlagen mit Sachwertcharakter im Portfolio spricht, zulasten von Anleihen. So ist der Goldpreis in den letzten Jahrzehnten parallel zur Verschuldung der USA gestiegen (mittlere Abb.). Entwickeln sich beide weiter parallel, dürfte der Goldpreis im Jahr 2035 bei 6.000 USD pro Unze stehen. Das entspräche einer annualisierten Rendite von 6,3 %. Wir halten weiter steigende US-Anleiherenditen längerer Laufzeiten für ein Hauptrisiko für die Märkte. Eine sich abschwächende US-Wirtschaft könnte dieses Risiko jedoch vorübergehend reduzieren. Der US-Dollar dürfte sich mittelfristig weiter abschwächen, ähnlich der Phase 2003 bis 2008. Eine Normalisierung der Bewertung des US-Dollars und von US-Dollar-Anlagen in den kommenden Jahren ist wahrscheinlich, was mittelfristig auf eine bessere relative Entwicklung von Anlagen außerhalb der USA hindeutet. Besonders Anleger, die in den letzten Jahren stark auf US-Anlagen gesetzt haben, sollten dies überdenken.

Prof. Dr. Bernd Meyer, Chefanlagestrategie

### Rückläufige Wachstumserwartungen, besonders für die USA

Mit dem Trump-Hype erreichte das erwartete US-Wachstum 2025 im Februar seinen Höhepunkt, fiel dann aber mit dem Zolltheater in Q2

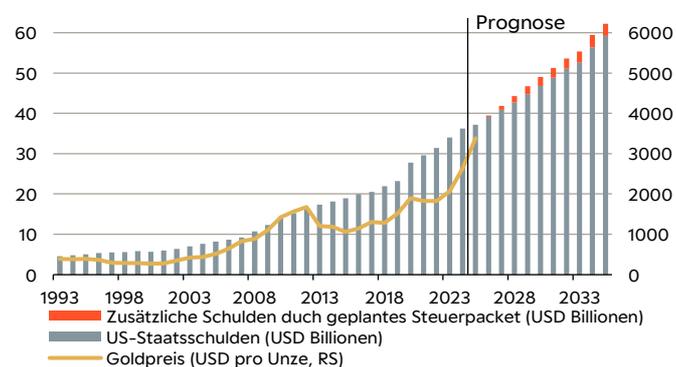


Zeitraum: 31.12.2024–17.06.2025

Quelle: Bloomberg

### Potenzial für den Goldpreis steigt mit der Verschuldung der USA

Angesichts nicht nur in den USA steigender Staatsverschuldung und eines abwertenden US-Dollars bleibt Gold als sicherer Hafen gefragt

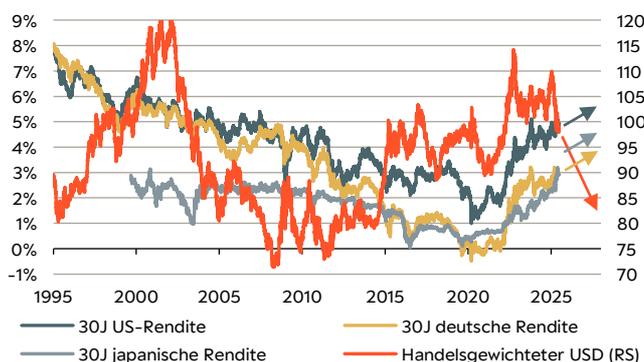


Zeitraum: 31.12.1993–31.12.2035; Stand: 17.06.2025

Quelle: Bloomberg, Congressional Budget Office, eigene Berechnungen

### Wohl schwächerer Dollar und weiter steigende Anleiherenditen

30-jährige Anleihen sind in den USA auf 5 % und in Deutschland und Japan auf 3 % gestiegen; US-Dollar fällt trotz steigender UST-Renditen



Zeitraum: 01.01.1995–17.06.2025

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen



# US-Zölle verhindern mehr Wachstum

## Auf den Punkt

- Trumps Zollpolitik schwächt die USA und verschiebt den Aufschwung in der Eurozone. Handelsdeals bis Juli 2025?
- Neue Bundesregierung: Rückenwind durch Reformen sowie Mehrausgaben für Militär und Infrastruktur.
- Fed und jetzt auch die EZB sind am Ende des Zinssenkungszyklus angekommen.

## Europa: US-Zollpolitik verschiebt den Eurozonen-Aufschwung

Das reale Bruttoinlandsprodukt der Eurozone expandierte im ersten Quartal mit 0,6 % im Vergleich zum Vorquartal stärker als erwartet. Neben einem sprunghaften Anstieg der Investitionen trugen insbesondere höhere Exporte zu dem guten Ergebnis bei. Dabei sind die starken Ausfuhren wohl insbesondere auf Vorzieheffekte zurückzuführen, da Unternehmen den drohenden US-Zöllen zuvorkommen wollten.

Die unberechenbare US-Zollpolitik ist derzeit der Hauptbremsfaktor für die europäische Konjunktur. Die Verhandlungen zwischen den USA und der Europäischen Union (EU) kamen in den vergangenen Monaten nur schleppend voran. Zuletzt hat US-Präsident Donald Trump den Druck nochmals deutlich erhöht. Er hat die Einfuhrzölle auf Stahl und Aluminium auf 50 % verdoppelt und droht zudem mit Zöllen in Höhe von 50 % auf alle Waren aus der EU, die ab dem 9. Juli in Kraft treten könnten. Ein eskalierender Zollstreit zwischen den USA und der EU würde beide Seiten hart treffen. Daher erwarten wir, dass man sich zeitnah zumindest auf ein Rahmenabkommen einigen wird. Trump wird seine Zölle aber wohl nicht

vollständig zurücknehmen, sodass wir damit rechnen, dass der zusätzliche Durchschnittszoll der USA auf Einfuhren aus der EU am Ende bei etwa 10 % liegen wird. Damit würden die Abgaben, die europäische Unternehmen für Einfuhren in die USA zahlen müssen, deutlich höher liegen als vor der zweiten Amtszeit von Donald Trump. Ein Ende der Planungsunsicherheit würde die hiesige Konjunktur aber beleben. Positiv macht sich zudem bemerkbar, dass die Europäische Zentralbank (EZB) am 5. Juni den Einlagesatz zum achten Mal seit Mitte 2024 auf nun 2,0 % gesenkt hat. Diese geldpolitische Lockerung wird sich zunehmend positiv auf die Realwirtschaft auswirken. Der Arbeitsmarkt ist derweil weiterhin stabil, und die steigenden Fiskalausgaben, insbesondere in Deutschland, werden ab dem Jahreswechsel für zusätzlichen Rückenwind sorgen. Nach einer derzeit schwächeren konjunkturellen Phase wird dies der Eurozone voraussichtlich helfen, in den kommenden Quartalen wieder etwas an Schwung aufzunehmen.

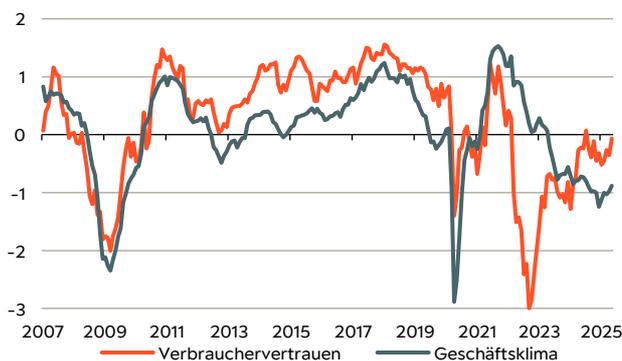
*Eine Einigung im Handelsstreit zwischen den USA und der EU wäre für die Wirtschaft in der Eurozone ein Katalysator für mehr Wachstum im zweiten Halbjahr.*

## Deutschland: Neue Regierung muss Reformen angehen

Die Herausforderungen, mit denen sich die neue Bundesregierung auseinandersetzen muss, sind vielfältig. Sie reichen von geopolitischen Bedrohungen bis hin zu wirtschaftlichen Strukturproblemen. Die Lockerung der Schuldenbremse für Mehrausgaben in den Bereichen Infrastruktur und Verteidigung wird dabei helfen, diese Herausforderungen zu bewältigen.

## Stimmung in Deutschland hellt sich langsam etwas auf

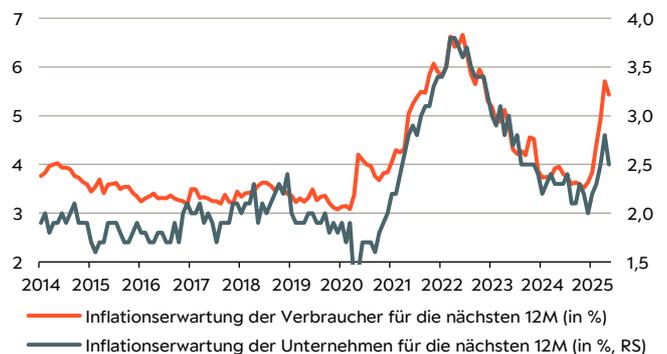
Verbrauchervertrauen und Geschäftsklima in Deutschland



Zeitraum: 01.01.2007 – 31.05.2025. Abweichung vom Mittelwert in Standardabweichungen. Quelle: Eurostat, European Commission, Berenberg

## USA: Kurzfristige Inflationserwartungen zuletzt angestiegen

Inflationserwartung der Verbraucher und Unternehmen für die nächsten 12 Monate in %



Zeitraum: 01.01.2014 – 31.05.2025. Verbraucher: Durchschnitt des Conference Board, der University of Michigan und der New York Fed. Unternehmen: Erwartete Veränderung der Stückkosten. Quelle: Haver Analytics, Bloomberg, Berenberg



Aber Geld allein wird die Probleme nicht lösen. Es wird darauf ankommen, dass die neue Regierung geschlossen auftritt und insbesondere auf der Angebotsseite Reformen in Angriff nimmt. Zudem muss darauf geachtet werden, dass der neu gewonnene fiskalpolitische Spielraum nicht für konsumtive Ausgaben genutzt wird, sondern die zusätzlichen Mittel in zukunftsorientierte Investitionen fließen. Es wird noch bis 2026 dauern, bis die neuen Gelder in größerem Umfang fließen. Sie werden dann aber voraussichtlich dazu führen, dass die deutsche Wirtschaft nach drei Jahren der Stagnation wieder Expansionsraten von über 1 % erzielen kann.

#### USA: Trump schadet den USA mehr als anderen Ländern

Während sich die USA mit Großbritannien auf ein erstes Handelsabkommen geeinigt und mit China ein Rahmenabkommen abgeschlossen haben, verlaufen die Verhandlungen mit der Europäischen Union schleppender. Insgesamt erscheint die US-Wirtschaft bisher noch recht robust. Die restriktive Einwanderungspolitik unter Trump sowie die protektionistische Handelspolitik werden das Wachstum in den USA in den kommenden Monaten jedoch voraussichtlich deutlich verlangsamen. Angesichts der hohen Unsicherheit halten sich die Unternehmen mit Investitionen zurück, und auch die Stimmung unter den Verbrauchern hat sich zuletzt eingetrübt. Gerade weil die Schäden für die USA sonst erheblich sein könnten, erwarten wir, dass Trump aus eigenem Interesse bis Mitte Juli Handelsabkommen mit der EU und anderen Regionen abschließen wird. Nach der negativen Reaktion der Märkte auf den Zollschock vom 2. April hat er die meisten Zusatzzölle für 90 Tage ausgesetzt. Er reagiert offenbar doch, wenn ihm Märkte und Unternehmen die rote Karte zeigen.

#### Keine weiteren Zinssenkungen der Zentralbanken in Sicht

Die restriktivere US-Einwanderungspolitik und die höheren Einfuhrzölle werden den Preisdruck in den USA erhöhen und die Inflationsrate in den kommenden Monaten wieder ansteigen lassen. Zusätzlich inflationstreibend werden sich die zuletzt aufgrund der Eskalation im Nahen Osten gestiegenen Ölpreise auswirken. Die kurzfristigen Inflationserwartungen von Verbrauchern und Unternehmen haben in den USA zuletzt bereits deutlich zugelegt. Zeitgleich ist der Arbeitsmarkt noch immer robust, sodass sich die Fed weiterhin auf die Inflationsbekämpfung konzentrieren kann und den Leitzins nicht weiter senken wird. In der Eurozone ist die Inflation im Mai hingegen auf 1,9 % im Vorjahresvergleich zurückgegangen. Dies liegt in begrenztem Umfang auch am Zollstreit mit den USA, der die Inflation derzeit eher dämpft. Der starke Euro verbilligt Importe, und chinesische Waren, die aufgrund der hohen US-Zölle nach Europa umgelenkt werden, erhöhen den preislichen Wettbewerb in der Eurozone. Die gesunkene Inflation hat es der EZB ermöglicht, den Einlage-satz am 5. Juni erneut um 25 Basispunkte auf nun 2,0 % zu senken. Dies könnte jedoch der letzte Zinsschritt gewesen sein. EZB-Präsidentin Lagarde betonte mehrfach, dass sich die EZB nun „in einer guten Position“ wähnt, um durch „die unsicheren Bedingungen zu steuern, die bevorstehen“. Dies stützt unsere Ansicht, dass die EZB die geldpolitische Lockerung vorerst abgeschlossen hat. Viel hängt jedoch davon ab, wie sich der Handelsstreit zwischen den USA und der EU entwickelt. Sollten sich die Verhandlungen länger hinziehen als gedacht oder weiter eskalieren und dadurch die Konjunktur in der Eurozone stärker beeinträchtigen, hätte die EZB die Möglichkeit, den Leitzins noch weiter zu senken.

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**
<b>USA</b>	1,6	1,4	1,6	1,6	1,6	1,9	3,0	3,0	2,8	2,8	2,6	2,4
<b>Eurozone</b>	1,0	1,0	1,3	1,1	1,5	1,5	2,0	2,0	1,8	1,9	2,2	2,0
Deutschland	0,3	0,2	1,2	1,1	1,4	1,7	2,1	2,2	1,6	2,0	2,2	2,0
Frankreich	0,3	0,5	0,9	0,8	1,2	1,3	0,8	1,0	1,7	1,6	2,1	1,8
Italien	0,7	0,5	1,1	0,8	0,9	0,9	1,8	1,8	1,8	1,7	2,2	1,9
Spanien	2,4	2,4	2,3	1,8	2,4	1,8	2,1	2,3	1,8	1,9	2,2	2,0
<b>Großbritannien</b>	1,2	1,1	1,2	1,2	1,5	1,5	3,4	3,1	2,4	2,3	2,2	2,0
<b>Japan</b>	1,1	0,8	1,0	0,7	1,0	0,8	3,1	2,8	2,0	1,8	1,7	2,0
<b>China</b>	4,4	4,5	4,0	4,2	3,9	4,1	0,2	0,3	1,3	1,0	1,9	1,5
<b>Welt*</b>	2,4	-	2,4	-	2,4	-	-	-	-	-	-	-

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

\*\* Durchschnitt, Bloomberg-Konsens per 20.06.2025.



# US-Allzeithochs nur eine Frage der Zeit

## Auf den Punkt

- US-Aktien stagnieren in Euro, DAX profitiert vom Politikwechsel der neuen Regierung.
- Gewinnerwartungen für US-Unternehmen sind gesunken, Unsicherheiten durch Politik und Handelsstreit belasten. Allerdings erwarten wir nun keine großen negativen Gewinnrevisionen mehr.
- Mittelfristig neue Höchststände auch in den USA möglich, vor allem dank Tech-Sektor und durch Nachfrage unterinvestierter Anleger.

## Zykliker im zweiten Quartal vorne

Im zweiten Quartal konnten die meisten Aktienmärkte zulegen, während US-Aktien in Euro gerechnet stagnierten. Hauptgrund war die Abwertung des US-Dollars um 6 % gegenüber dem Euro. Zyklische Sektoren entwickelten sich besser als defensive. Seit Jahresbeginn liegt der DAX, auch dank deutscher Infrastruktur- und Verteidigungsprogramme, rund 27 % vor dem S&P 500 (in gleicher Währung).

## Negative Gewinnrevisionen dürften abebben

Die Gewinnerwartungen für den S&P 500 wurden von 14 % auf 8 % für 2025 nach unten korrigiert – das ist eine realistischere Einschätzung angesichts einer sich abkühlenden US-Konjunktur. Trumps unberechenbares Verhalten, geringere Immigration und höhere Zölle könnten die Unternehmensgewinne jedoch zusätzlich belasten. Positiv wirken dagegen fiskalische Impulse und der schwächere US-Dollar, was vor allem export-

orientierten US-Tech-Firmen zugutekommt. Zudem dürften Deregulierungsbemühungen im weiteren Jahresverlauf unterstützend wirken. Europäische Exporteure leiden hingegen unter dem starken Euro, profitieren aber von niedrigeren Energiepreisen und staatlichen Programmen. Zudem dürfte die hiesige Konjunktur in der zweiten Jahreshälfte an Fahrt gewinnen. Europäische Banken bleiben attraktiv: Sie sind weniger anfällig für Währungsschwankungen und Zölle und profitieren von steileren Zinskurven.

## Rezession nun wieder ausgepreist

Nachdem der Konsens im April noch eine Rezessionswahrscheinlichkeit von rund 50 % für die USA gesehen hat, ist diese Zahl zuletzt deutlich gesunken, im Einklang mit Trumps Zurückrudern im Zollstreit. Obwohl die US-Gewinnschätzungen in den letzten Monaten reduziert worden sind, hat sich der S&P 500 mehr als 20 % von seinen Tiefständen erholt. Mit dem Preis sind auch die Bewertungen gestiegen. Während europäische Aktien nahe ihren historischen Durchschnitten handeln, steht das KGV für den S&P 500 bei beinahe 22 – und damit 25 % höher als der historische Durchschnitt seit 1987.

## Neue Allzeithochs auch in den USA wahrscheinlich

In Q3 dürfte es wieder die eine oder andere Volatilitätsspitze geben. Dafür sprechen sich wahrscheinlich abkühlende US-Konjunkturdaten, eine niedrigere Liquidität über die Sommermonate sowie Trumps erratisches Verhalten. In der Vergangenheit hat er oft kurz vor bevorstehenden „Deals“ diese noch mal infrage gestellt, um nachzuverhandeln. Sollte es dieses Mal auch so kommen, dürfte dies wieder für eine (kurzfristige)

## Europa mit weiterer Outperformance im zweiten Quartal gegenüber den USA in einheitlicher Währung

Gesamtrendite	Seit Jahresanfang und in Q2 25 (in %, in EUR)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, in EUR)					KBV*	Div.*	KGV*
	■ YTD (31.12.24–17.06.25)	■ Q2 25 (31.03.25–17.06.25)	17.06.24	17.06.23	17.06.22	17.06.21	17.06.20			
DAX	17,7	5,7	29,7	10,5	24,6	-16,5	27,0	1,9	2,6	15,4
Stoxx Europa Zyklisch	15,7	6,5	20,7	19,3	21,2	-14,1	38,1			
MSCI EM Lateinamerika	14,3	6,0	5,3	-6,6	22,7	-1,7	30,0	1,6	5,9	9,3
Euro Stoxx 50	10,1	2,3	11,0	13,8	31,1	-15,2	30,1	2,0	3,2	14,5
Stoxx Europa Small 200	7,6	7,6	7,5	8,7	7,5	-19,5	37,6	1,5	3,4	13,5
MSCI Großbritannien	6,6	1,3	11,0	12,1	13,1	4,7	23,0	1,6	4,1	12,8
Stoxx Europa 50	6,3	0,0	2,9	14,3	23,2	-3,5	20,9	2,1	3,6	14,7
Stoxx Europa Defensiv	5,9	-0,9	3,9	10,3	12,3	3,0	12,0			
MSCI EM Asien	3,7	0,5	6,1	11,4	-0,6	-15,1	32,8	1,8	2,4	13,2
MSCI Japan	1,2	-2,7	5,3	9,4	17,9	-11,2	16,5	1,4	2,6	15,5
S&P 500	0,5	-7,9	3,3	28,5	16,9	0,4	30,1	4,7	1,4	21,6
MSCI USA Small Caps	-1,7	-13,3	-0,7	12,3	11,2	-11,3	49,6	1,6	2,1	18,6

Zeitraum: 17.06.2010–17.06.2025

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



Unsicherheit im Juli/August sprechen. Allerdings gehen wir davon aus, dass die Rücksetzer letztendlich als Kaufgelegenheit gesehen werden. Wir rechnen auch nicht damit, dass die Tiefstände von April getestet werden, da mit der weniger optimistischen Anlegerstimmung und -positionierung auch die Fallhöhe niedriger ausfallen dürfte.

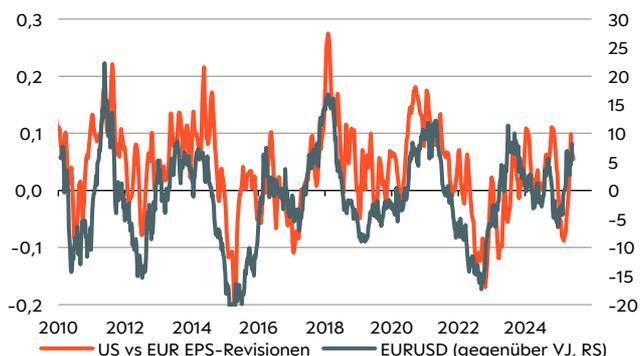
Die Q2-Berichtssaison wird bei Anlegern im Fokus stehen, vor allem die Gewinnmargen und der Ausblick der Unternehmen. Der schwache US-Dollar dürfte zu positiven Überraschungen bei US-Unternehmen mit einem hohen internationalen Umsatzanteil führen. Die „höher für länger“-US-Zinsen dürften hingegen US-Unternehmen mit hohen Verschuldungen und hohen Refinanzierungskosten belasten. Dazu dürften einige US-Nebenwerte gehören. Europäische Small Caps profitieren hingegen neben der günstigeren Bewertung von niedrigeren Zinsen und einem besseren Wachstumsmomentum in Europa als in den USA. Schwellenländeraktien erhalten vom schwachen US-Dollar und der relativ attraktiven Bewertung Rückenwind. Sie bleiben eine lohnende Beimischung. Angesichts der erhöhten Unsicherheit unter Donald Trump haben wir für die kommenden Monate keine große regionale Präferenz.

Sofern es keine größeren politischen Überraschungen gibt, dürfte der Weg des geringsten Widerstands mittelfristig von neuen Höchstständen geprägt sein – getragen von starken Fundamentaldaten im Technologie-/KI-Sektor, einer stabilen Nachfrage durch systematische Strategien infolge verbesserter Volatilitäts- und Momentum-Signale sowie Käufen aktiver Investoren bei Rücksetzern.

Ulrich Urbahn, Leiter Multi Asset Strategy & Research

### US-Unternehmen dürften von schwachem US-Dollar profitieren

Relative Gewinnrevisionen für US- und europäische Aktien sowie Veränderung des EUR/USD gegenüber dem Vorjahr



Zeitraum: 01.01.2010–13.06.2025  
Quelle: Factset, Berenberg

### Was die Unternehmen bewegt

#### Die Wirtschaft hält sich wacker

In unseren Gesprächen mit Unternehmen sind weiterhin Handelszölle und die dadurch möglichen Auswirkungen auf die Realwirtschaft ein großes Thema. Die amerikanischen Wirtschaftsdaten hatten sich zwar abgeschwächt, aber stabiler gehalten als erwartet. Dazu passend sehen amerikanische Industrieunternehmen in der Breite keine Abschwächung, konnten die Zölle durch Preiserhöhungen größtenteils abfedern und sollten von den unerwartet steigenden Staatsausgaben und Investitionsprämien besonders profitieren können („Big Beautiful Bill“). Im Gesundheitssektor werden die Kurse weiterhin durch die regulatorische Unsicherheit in den USA beeinflusst, wodurch die Kurserholungen im Sektor seit dem Liberation Day unterdurchschnittlich ausgefallen sind. Auch der Technologiesektor wurde im Zuge der Wachstumsängste aufgrund der Handelszölle deutlich abverkauft, obwohl sich das Wachstum bei KI-Anwendungen und KI-Chatbots im letzten Quartal nochmal beschleunigt hat. In Europa erlebt derweil die Baubranche rund um das geplante Infrastrukturpaket einen neuen Aufschwung und äußert sich zunehmend positiv, und auch die Rüstungsindustrie profitiert von den stetig steigenden Investitionspaketen. Gleichzeitig erwarten die hiesigen Industrieunternehmen einen anhaltenden Aufschwung in der Automatisierung, welcher vor allem aus China getrieben wird, während andere zyklische Endmärkte noch von Schwäche geprägt sind.

Matthias Born, CIO Aktien

### Prognoseübersicht: Aktien dürften in H2 weiter zulegen

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

	17.06.2025	31.12.2025	30.06.2026	In 12 Monaten
<b>Indexprognosen</b>	<b>Aktuell</b>			<b>Ø*</b>
<b>S&amp;P 500</b>	5.983	6.400	6.600	6.615
<b>DAX</b>	23.435	24.000	25.500	26.174
<b>Euro Stoxx 50</b>	5.289	5.700	6.000	5.920
<b>MSCI UK</b>	2.513	2.600	2.750	2.817
<b>Indexpotenzial (in %)</b>				
<b>S&amp;P 500</b>	-	7,0	10,3	10,6
<b>DAX</b>	-	2,4	8,8	11,7
<b>Euro Stoxx 50</b>	-	7,8	13,4	11,9
<b>MSCI UK</b>	-	3,5	9,4	12,1

\* Durchschnitt, Konsensus Bottom-Up per 17.06.2025.  
Quelle: Bloomberg, Factset, Berenberg



# Anleihen: Carry bleibt King

## Auf den Punkt

- Sichere Staatsanleihen durch Zinsvolatilität belastet, Aufwärtspotenzial nur bei Konjunkturschwäche zu erwarten.
- Bei europäischen Unternehmensanleihen bleibt der Finanzsektor Favorit, Immobilienbereich rückt in den Blick.
- In Schwellenländern erachten wir insbesondere Lokalwährungsanleihen als aussichtsreich.

## Chancen und Risiken in unsicheren Zeiten

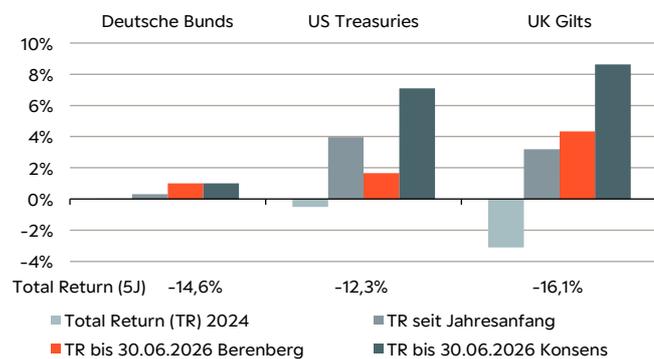
Die Trumpsche Zoll- und Steuerpolitik hat im zweiten Quartal phasenweise für kräftige Schwankungen auf den Anleihemärkten gesorgt. Die globalen Auswirkungen auf Konjunktur, Inflation, Wechselkurse und Staatsfinanzen werden anhalten – das eröffnet Risiken, aber bietet auch Chancen. Worin sehen wir diese und was ist darüber hinaus zu beachten?

## Trübe Aussichten für sichere Staatsanleihen

Wie von uns erwartet, hat sich der Aufschwung der US-Treasuries der ersten drei Monate des Jahres nicht fortgesetzt. Stattdessen hatten im zweiten Quartal sichere Staatsanleihen aus Europa die Nase vorn – Bundesanleihen und britische Gilts legten zu. Im Umfeld zunehmender Befürchtungen über eine steigende Staatsverschuldung stufte mit Moody's auch die letzte der drei großen Ratingagenturen die Bonität der USA auf die nur noch zweithöchste Stufe herab. Deutsche Bundesanleihen dagegen waren im Zuge der zollpolitisch bedingten Marktturbulenzen als Sicherheitsanker gesucht. Zusätzlich erfuhr sie durch eine fallende Inflationsrate auf im Vorjahresvergleich nur noch 2,1 % im Mai sowie durch zwei

## Sichere Staatsanleihen: Potenziale niedrig bis ausgereizt

Wertentwicklung 10-jähriger Staatsanleihen, Gesamteffekt aus Kurs- / Renditeveränderung, Kuponertrag und Roll-down-Effekt



Zeitraum: 19.06.2020–19.06.2025, Renditen in lokaler Währung  
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen, ICE BofA Staatsanleihe-Indizes (7–10 Jahre, TR)

Zinssenkungen der Europäischen Zentralbank (EZB) von jeweils 25 Basispunkten im April und Juni Rückenwind. Damit dürfte das Potenzial allerdings ausgereizt sein – wie für die US Fed rechnen wir auch für die EZB bis ins kommende Jahr hinein mit keinerlei (weiteren) Zinssenkungen (Abb. unten rechts). Auch sollte angesichts der konjunkturell und handelspolitisch bedingt höheren Schwankungsbreite der Makrodaten die Volatilität sicherer Staatsanleihen erhöht bleiben, ohne dass die Renditen längerer Laufzeiten dauerhaft sinken. Vor diesem Hintergrund lassen Staatspapiere hoher und höchster Bonität auf absehbare Zeit sowohl nominal als auch real nachhaltig attraktive Ertragsaussichten vermissen.

## Europäische Unternehmensanleihen: Carry im Fokus

Die weitere Entwicklung europäischer Unternehmensanleihen wird maßgeblich davon abhängen, ob die USA und Europa in konjunkturelle Schwierigkeiten geraten und dies zu einer Neubewertung von Kreditrisiken führt. Derzeit zeigen sich in den Risikoprämien keine Konjunktursorgen. Die Bewertungen im Investment-Grade-Bereich sind allenfalls noch als fair zu bezeichnen, wohingegen das Hochzins-Segment eher teuer erscheint. Jedoch ist seit Ende der Negativzinsphase für viele Investoren zunehmend das Renditeniveau und weniger der Risikoaufschlag ausschlaggebend. Während mit Investment-Grade-Anleihen Renditen von 3,2 % erzielbar sind, sind es bei Hochzinsspapieren 5,2 %. Bezüglich der Finanzkennzahlen der Unternehmen zeigen sich weit überwiegend noch keine Eintrübungen, und wir nutzen die Möglichkeit, eine im Vergleich zu defensiveren Segmenten höhere laufende Verzinsung („Carry“) bei Unternehmenspapieren zu vereinnahmen.

## Prognosen: Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)

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

	16.06.2025	31.12.2025	Ø*	30.06.2026	Ø*
<b>USA</b>	<b>Aktuell</b>		<b>Ø*</b>		<b>Ø*</b>
Leitzins	4,25-4,50	4,25-4,50	4,04	4,25-4,50	3,69
10J US-Rendite	4,46	4,80	4,25	4,90	4,17
<b>Eurozone</b>					
Leitzins**	2,00	2,00	1,75	2,00	2,00
10J Bund-Rendite	2,58	2,70	2,70	2,80	2,80
<b>Großbritannien</b>					
Leitzins	4,25	4,25	3,71	4,00	3,41
10J Gilts-Rendite	4,60	4,70	4,23	4,70	4,12

\* Durchschnitt, Konsens per 16.06.2025, \*\* Einlagesatz.  
Quelle: Bloomberg



Allerdings gehen wir angesichts der erhöhten konjunkturellen Ungewissheit selektiv vor und bevorzugen Finanz- gegenüber Industrieanleihen. Die jüngsten Quartalszahlen des Finanzsektors präsentierten sich abermals als solide, zudem sollte sich die US-Zollpolitik auf die Bilanzen nur geringfügig auswirken. Ferner gefallen uns zunehmend Emittenten aus dem Immobilienbereich. Deren Finanzkennzahlen haben sich stabilisiert, und sie sollten von ersten Aufwertungen der Immobilienpreise profitieren. Zusätzlichen Rückenwind dürfte der Sektor durch die gesunkenen Refinanzierungskosten erhalten.

### Schwellenländeranleihen: Lokalwährungen bevorzugt

Nach den Marktturbulenzen infolge der Zollankündigungen am „Liberation Day“ Anfang April sah sich US-Präsident Trump gezwungen, zurückzurudern und eine 90-tägige Zollpause für Verhandlungen einzuräumen. Dies führte seither zu einer Erholung in Risikoanlagen, wovon auch Schwellenländeranleihen profitierten. Ihre Risikoprämien haben sich inzwischen auf das zuvor niedrige Niveau zurückgebildet. In der vorangegangenen Unsicherheitsphase war es zu einem deutlichen Rückgang sowohl im Kurs von US-Staatsanleihen als auch beim US-Dollar gekommen – entgegen der typischen Fluchtbewegung in vermeintlich „sichere Häfen“. Diese synchrone Schwäche wurde durch Positionsanpassungen, wachsende Unsicherheit über die politische Einflussnahme auf die US-Notenbank und Gerüchten über Bestandsverkäufe ausländischer Zentralbanken ausgelöst. Unter den Schwellenländeranleihen profitierte davon besonders das Lokalwährungssegment. Hier sind die Renditen im April weiter gesunken, während die US-Renditen kräftig stiegen. Historisch warteten Notenbanken der

Schwellenländer vor ihren Zinsentscheidungen häufig auf ein Signal der US Fed, was im Fall von Zinssenkungen besonders kritisch sein kann: Hätten die Zentralbanken ihren Leitzins bereits gesenkt, hätte dies zu Kapitalabflüssen und Abwertungsdruck auf die jeweilige Währung geführt. Die jüngste Kombination aus Währungsaufwertungen und Renditerückgängen dagegen zeigt nicht nur ein gestärktes Investorenvertrauen in Schwellenländermärkte, sondern verschafft den lokalen Notenbanken auch die notwendige Flexibilität, ihre Leitzinsen nunmehr eigenständig und in Einklang mit ihrer wirtschaftlichen Entwicklung zu senken. Vor diesem Hintergrund präferieren wir das Lokalwährungssegment nicht nur wegen seiner attraktiven Verzinsung, sondern erwarten weitere Renditerückgänge, da die Inflation bereits überwunden ist und sich die Wirtschaft infolge der Zölle abzukühlen beginnt.

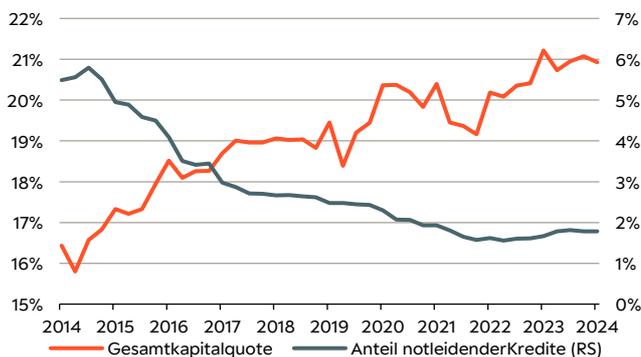
### Fazit: Verzinsung nur jenseits des Staatssegments reizvoll

Sichere Staatsanleihen bieten keine interessanten Ertragsperspektiven, erst recht nicht unter Berücksichtigung der Inflation. Sie eignen sich allenfalls als Sicherheitsnetz für temporäre Risk-Off-Phasen. Im Gegensatz dazu sehen wir bei Unternehmensanleihen noch auskömmliche Verzinsungen, bevorzugt im Finanzsektor, wo solide Kennzahlen mit gefallen Refinanzierungskosten einhergehen. Schwellenländerpapiere in lokaler Währung könnten von sinkenden Renditen sowie aus Euro-Perspektive von Währungseffekten profitieren, desweiteren sind auch sie unter dem Aspekt der Verzinsung interessant.

Martin Mayer, Senior Portfoliomanager Multi Asset  
Felix Stern, Senior Portfoliomanager Fixed Income Euro  
Wei Lon Sung, Senior Portfoliomanager Fixed Income Emerging Markets

### Unternehmensanleihen: Banken zunehmend besser aufgestellt

Im europäischen Bankensektor ist die Gesamtkapitalquote deutlich gestiegen, während sich die Qualität der Kreditbücher verbessert hat.



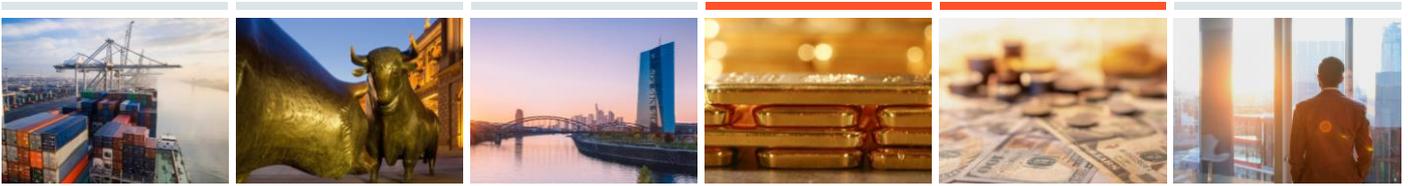
Zeitraum: 31.12.2014–31.12.2024, Quartalsdaten  
Quelle: European Banking Authority, eigene Berechnung

### Schwellenländer: Geldflüsse in Lokalwährungspapiere halten an

Anders als bei US-Anleihen zeugt die sinkende Rendite von Lokalwährungspapieren in den letzten Wochen von zunehmenden Kapitalflüssen.



Zeitraum: 01.01.2024–17.06.2025  
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung



# Gold bleibt wichtiger Portfoliobestandteil

## Aufwärtspotential für Rohöl nur bei weiterer Nahost-Eskalation

In Folge des „Liberation Day“ und der Einführung beispielloser Zölle fiel der Ölpreis zu Beginn des zweiten Quartals deutlich. Grund waren die Sorgen vor einer globalen Rezession, welche den Preis der Nordseesorte Brent seit dem 2. April um etwa 13 % drückten. Zudem belastete die Ankündigung der OPEC+, die Produktion aufgrund der Überproduktion einiger Kartellmitglieder wie Kasachstan und Irak im Juni und Juli um weitere 411 Tsd. Barrel pro Tag auszuweiten. Tatsächlich dürfte das Kartell damit auch das Ziel verfolgen, verlorene Marktanteile zurückzugewinnen und Trumps Interesse eines niedrigeren Ölpreises nachzukommen. Trotz des jüngst wieder gestiegenen Ölpreises infolge der Eskalation im Nahost-Konflikt erwarten wir im Basisszenario wieder niedrigere Ölpreise. Sollte der Iran jedoch, wie bereits vom Parlament abgesegnet, tatsächlich die Straße von Hormus schließen, wodurch 20 % des weltweiten Öl- und 30 % des LNG-Angebots betroffen wären, dürfte der Ölpreis nachhaltig höher notieren.

## Steigende Staatsschulden und Zentralbankkäufe stützen Gold

Gold konnte sich dem breiten Abverkauf an den Finanzmärkten infolge der Einführung reziproker Zölle Anfang April nicht gänzlich entziehen. Temporäre Wachstumssorgen, ein schwächerer Dollar sowie Befürchtungen einer stark steigenden Staatsverschuldung in den USA wirkten dem jedoch entgegen und stützten den Goldpreis im zweiten Quartal. Die weiterhin starke Nachfrage seitens Zentralbanken, die anhaltenden geopolitischen Spannungen sowie das steigende US-Haushaltsdefizit, welches die Tragfähigkeit der US-Schulden zunehmend infrage stellt, dürften neben einem sich weiter abschwächenden Dollar und einer bislang neutralen Positionierung den Goldpreis mittelfristig weiter stützen.

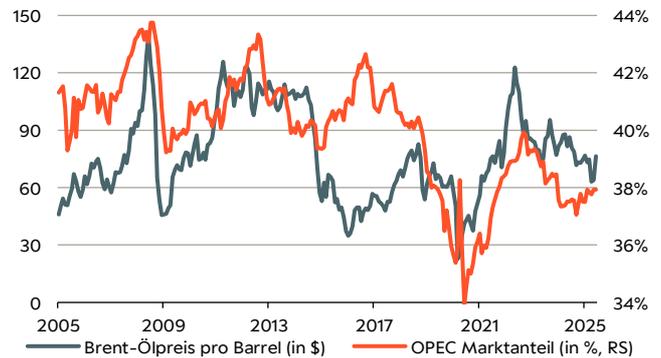
## Industriemetalle im Spannungsfeld der Zollpolitik

Die Ankündigung reziproker Zölle und die damit verbundenen Wachstumsängste führten zu starken Kursverlusten an den Industriemetallmärkten – Kupfer verlor zeitweise bis zu 15 % an Wert. Trotz der neuen Zölle auf Stahl- und Aluminiumimporte erholten sich einige Industriemetalle rasch. Grund dafür war eine vorgezogene Nachfrage, die durch die Sorge vor einer Ausweitung der Zölle auf weitere Metalle sowie durch niedrige Lagerbestände ausgelöst wurde. Wenngleich die US-Handelspolitik ein treibender Faktor bleibt und ein spürbarer Wirtschaftsaufschwung für eine nachhaltig positive Preisentwicklung nötig ist, bleibt die strukturelle Nachfrage aufgrund der grünen Transformation sowie der erhöhten Infrastruktur- und Verteidigungsausgaben doch ungebrochen und dürfte die Industriemetallpreise mittel- bis langfristig weiter unterstützen.

Mirko Schmidt, Analyst Multi Asset Strategy & Research

## OPEC+ versucht verlorene Marktanteile zurückzugewinnen

Brent-Ölpreis pro Barrel (in USD) und OPEC-Marktanteil (in %)

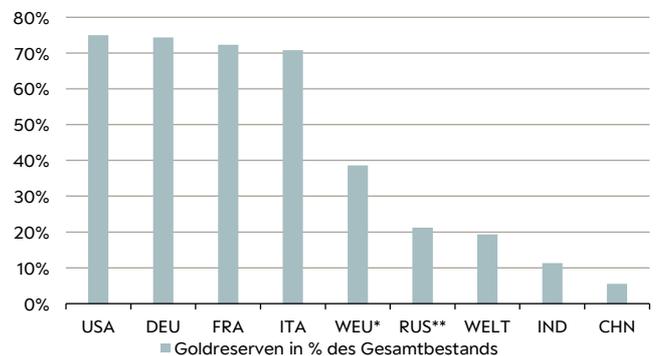


Zeitraum: 01.01.2005–17.06.2025

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

## Zentralbanken dürften ihre Goldreserven weiter erhöhen

Prozentualer Anteil von Goldreserven am Gesamtbestand des Zentralbankvermögens

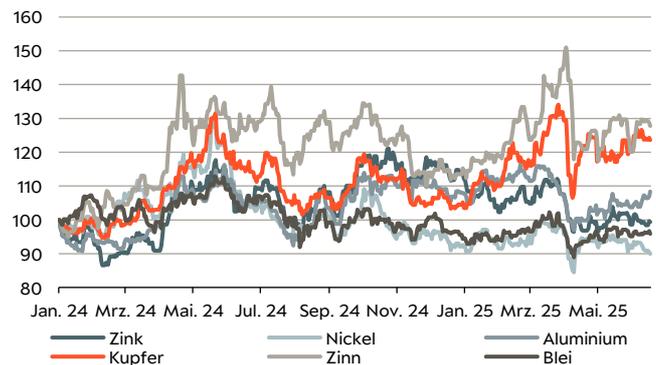


Stand: 31.03.2025

Quelle: World Gold Council; \*Westliches Europa, \*\*Russland vor 2022

## Zollshock lastet auf Industriemetallen

Entwicklung von Nickel, Aluminium, Zink, Kupfer, Zinn und Blei indexiert auf 100 am 01.01.2024



Zeitraum: 01.01.2024–17.06.2025

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

# US-Dollar verliert an Boden, Yen mit Rückenwind

## Die Dollarschwäche ist gekommen, um zu bleiben

Der Euro wertete in den ersten fünf Monaten des Jahres gegenüber dem US-Dollar um mehr als 10 % auf. Verantwortlich hierfür sind neben den Sorgen um die ausufernde US-Staatsverschuldung die erratische Wirtschaftspolitik von Donald Trump, die robuste Konjunktur in der Eurozone sowie die Aussicht auf gesteigerte Fiskalausgaben auf dem alten Kontinent, insbesondere in Deutschland. In den kommenden Monaten werden neben der Handelspolitik voraussichtlich die US-Fiskalpolitik (Stichwort: Section 899), die Konjunkturdaten und die Notenbanken die wichtigsten Einflussfaktoren für den Euro-Dollar-Wechselkurs sein. Der Markt rechnet derzeit damit, dass die Fed den Leitzins bis zum Jahresende noch zwei Mal um 25 Basispunkte senken wird. Wir hingegen sehen aufgrund des anhaltenden Inflationsdrucks keinen Spielraum für eine weitere geldpolitische Lockerung der US-Notenbank. Sollte sich die Aussicht auf ein anhaltend höheres Zinsniveau in den USA am Markt durchsetzen, könnte der Dollar davon profitieren. Dem steht jedoch entgegen, dass die US-Wirtschaft in den kommenden Monaten voraussichtlich weiter an Schwung verlieren wird, während die Eurozone etwas Tritt fassen könnte. Dies würde wiederum für den Euro sprechen. Die gegenteiligen Effekte dürften sich in etwa aufheben. Insgesamt rechnen wir daher damit, dass der Euro-Dollar-Kurs bis zum Jahresende tendenziell seitwärts tendiert. Langfristig wird der Dollar durch den von Trump verursachten Vertrauensverlust in die USA aber höchstwahrscheinlich noch stärker unter Druck geraten. Zumal die Trump-Administration selbst auch einen schwächeren US-Dollar anstrebt.

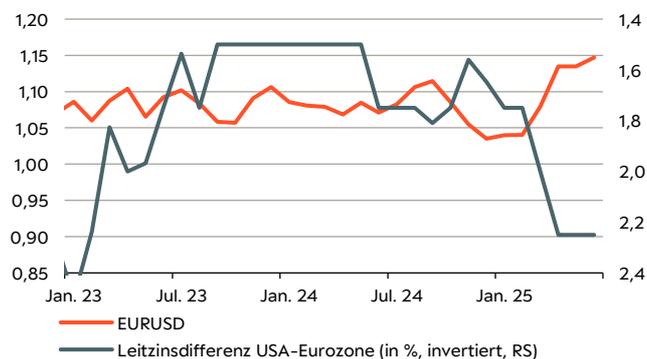
## BoJ zwischen steigender Inflation und Konjunktursorgen

Die japanische Kerninflation lag im April bei 3,5 % und damit deutlich über dem Zielwert von 2 %. Dies spricht eigentlich für weitere Leitzinsanhebungen. Gleichzeitig wirken sich die US-Zölle jedoch negativ auf die Konjunktur aus. Japan ist insbesondere durch die Zölle auf Autos stark direkt betroffen. Zudem wirkt sich auch eine Verlangsamung der chinesischen Wirtschaft aufgrund des Zollstreits mit den USA negativ auf die Nachfrage nach japanischen Produkten aus. Die Bank of Japan (BoJ) wird den Leitzins daher nur sehr langsam anheben. Das könnte dem japanischen Yen für den restlichen Jahresverlauf dennoch einen gewissen Rückenwind verleihen, da alle anderen großen Zentralbanken der Industrienationen die Zinsen derzeit auf dem aktuellen Niveau belassen oder sogar weiter senken werden. Zudem profitiert der Yen in unsicheren Zeiten weiterhin von seinem Status als sicherer Hafen.

Dr. Felix Schmidt, Leitender Volkswirt

## Dollar verliert trotz der zunehmenden Zinsdifferenz gegenüber dem Euro an Boden

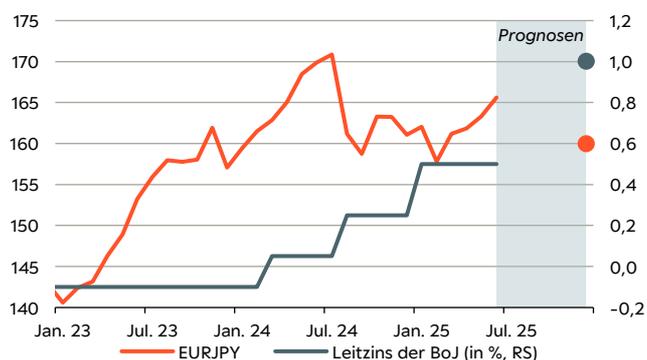
Erratische Wirtschaftspolitik von Donald Trump belastet den Greenback



Zeitraum: 01.01.2023–20.06.2025  
Quelle: Haver Analytics

## Japanischer Yen wird von weiteren Zinsanhebungen profitieren

BoJ hebt vorsichtig die Zinsen an



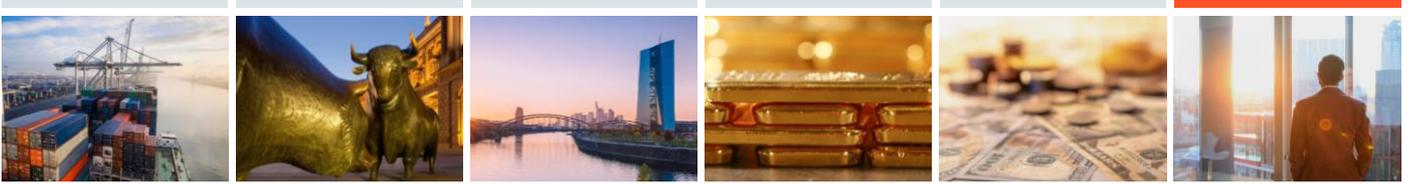
Zeitraum: 01.01.2023–20.06.2025  
Quelle: Haver Analytics

## Wechselkursprognosen

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

	20.06.2022	31.12.2025		30.06.2026	
	Aktuell	Ø*	Ø*	Ø*	Ø*
<b>Wechselkursprognose</b>					
EUR/USD	1,15	1,14	1,15	1,16	1,18
EUR/GBP	0,85	0,86	0,86	0,86	0,86
EUR/CHF	0,94	0,95	0,95	0,95	0,96
EUR/JPY	167	160	161	159	160
<b>Veränderung zum Euro (in %)</b>					
USD	-	0,9	-0,0	-0,9	-2,5
GBP	-	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
CHF	-	-1,1	-1,1	-1,1	-2,1
JPY	-	4,4	3,7	5,0	4,4

\* Durchschnitt, Konsens per 20.06.2025  
Quelle: Bloomberg



# Interview mit Tobias Schäfer

**Herr Schäfer, Sie verantworten das Team Fondsstrategien und Managerselektion bei Berenberg. Was sind die Hauptaufgaben des Teams, und wie sind Sie zu Ihrer heutigen Tätigkeit gekommen?**

Unser Team hat zwei zentrale Aufgaben: Zum einen managen wir die Fondsstrategien, d.h. die Vermögensverwaltungsstrategien, die ausschließlich Fonds einsetzen, zudem unterstützen wir bei der Auswahl von Fonds und ETFs für unsere Multi-Asset-Lösungen und das Beratungsgeschäft. Die Auseinandersetzung mit Anlagestrategien begleitet mich seit Beginn meiner beruflichen Laufbahn. Ich habe mein Studium berufsbegleitend über eine Sparkasse absolviert und mich schon damals intensiv mit der Frage beschäftigt, wie man sinnvolle Strategien auswählt. Später konnte ich diese Grundlagen im Masterstudium vertiefen, insbesondere im Rahmen meiner Abschlussarbeit zur Fondsselektion. Bis heute fasziniert mich, wie Investmentstrategien aufgebaut sind und worin ihr Mehrwert für Anleger liegt.

**Inwiefern unterscheidet sich Ihre Tätigkeit von der anderer Portfoliomanager? Was bereitet Ihnen dabei besonders Freude?**

Während klassische Portfoliomanager häufig einzelne Aktien oder Anleihen analysieren, fokussieren wir uns auf Fonds und ETFs. Wir tauchen tief in die jeweiligen Strategien ein, um herauszuarbeiten, worin sich diese unterscheiden – und vor allem: in welchem Marktumfeld welcher Ansatz einen echten Mehrwert bietet. Die Portfolios unserer Fondsstrategien sind fokussiert, trotzdem werden aber durch die breite Streuung innerhalb der gewählten Fonds eine Vielzahl an Unternehmen abgedeckt. Die Herausforderung liegt in der intelligenten Kombination dieser Strategien – hinsichtlich Gewichtung, Korrelation und Charakteristik. Das macht unsere Arbeit besonders spannend. Hinzu kommt der Austausch mit Kunden, mit denen wir individuelle Lösungen entwickeln, sowie die Gespräche mit Fondsmanagern verschiedenster Marktsegmente. Diese Perspektiven erweitern unseren Blick und fließen direkt in unsere Plattform ein.

**Wie gestalten Sie den Auswahlprozess bei Investmentfonds, insbesondere bei aktiven Fondsmanagern? Was zeichnet aus Ihrer Sicht einen guten Fondsmanager aus?**

Unser Auswahlprozess ist mehrstufig und darauf ausgerichtet, Strategien zu identifizieren, die über einen strukturierten Anlageprozess ihre Stärken aus der Vergangenheit auch künftig abrufen können. Den Anfang macht die quantitative Analyse: Wir werten historische Daten mithilfe spezialisierter Tools aus – darunter auch ein eigenes Analysetool, das wir im Haus entwickelt haben. Auf dieser Basis führen wir Gespräche mit den Managern der aussichtsreichsten Fonds. Dabei geht es uns nicht nur um die Analyseergebnisse, sondern auch darum, die



Denkweise, Motivation und Konsequenz des Managements zu verstehen. Ein guter Fondsmanager überzeugt durch einen klaren Prozess – und die Fähigkeit, diesen diszipliniert umzusetzen.

**Sie analysieren neben aktiven Fonds auch ETFs. Wann bevorzugen Sie ETFs, wann aktive Fonds? Worauf kommt es bei der ETF-Auswahl jenseits der Kosten an?**

Wir verfolgen keinen dogmatischen Ansatz – weder pro aktiv noch pro passiv. Für uns ist entscheidend, mit welcher Strategie wir einen Investmentcase nach Kosten am effizientesten und sinnvollsten umsetzen können. ETFs eignen sich hervorragend, um taktische Überlegungen umzusetzen, besonders in effizienten Märkten oder zur Steuerung von Quoten. Um gezielt Alpha zu generieren, setzen wir hingegen auf aktive Strategien. Obwohl ETFs gemeinhin als simpel gelten, steckt der Teufel oft im Detail. Neben den Kosten spielen steuerliche Aspekte, die Replikationsmethode und auch der Auflageort eine wichtige Rolle. Gerade im vermeintlich homogenen Markt der S&P 500-ETFs können solche Details zu Performanceunterschieden von 20 Basispunkten und mehr führen. Auch hier liegt für uns das Potenzial, über die Produktauswahl echten Mehrwert für unsere Anleger zu schaffen.

**Ein Trend aus den USA schwappt nach Europa über: Immer mehr „aktive“ ETFs kommen auf den Markt. Was steckt dahinter? Und verschwimmen damit nicht die Grenzen zwischen aktivem und passivem Investieren?**

Klassische ETFs bilden eine Benchmark möglichst genau nach



– passiv und regelbasiert. Aktive ETFs verfolgen hingegen das Ziel, diese Benchmark zu schlagen. Dazu weichen sie bewusst in ihren Selektionen ab. Im Gegensatz zu klassischen Fonds sind ihre Spielräume jedoch oft enger definiert – etwa über Bandbreiten oder Faktorvorgaben. Insofern handelt es sich häufig um regelbasierte Ansätze mit aktivem Anspruch. In den USA wird dieser Trend auch durch steuerliche Vorteile begünstigt; in Europa erfolgt das Wachstum etwas langsamer, aber stetig. Der neue Mantel aktiver ETFs vereint Transparenz, Handelbarkeit und Kostenstruktur eines ETFs mit aktiven Elementen – ein Konzept, das definitiv Potenzial hat.

#### Im Juni hat Berenberg die neue, fondsbasierte Vermögensverwaltungsstrategie „Berenberg Go“ gestartet. Was macht diese Strategie besonders, und für wen ist sie geeignet?

„Berenberg Go“ kombiniert unser internes Know-how mit der Flexibilität und Effizienz von ETFs. Die aktive Steuerung der Assetklassenquoten ist ein zentrales Element der Anlagestrategie. Außerdem setzen wir auf ausgewählte Berenberg-Fondslösungen und kombinieren diese mit ETFs. Dadurch können wir neben Aktien und Anleihen auch Gold- und Rohstoffinvestments integrieren und das Multi-Asset-Universum breit abbilden. Das Ergebnis ist eine moderne, kosteneffiziente und dynamisch gesteuerte Lösung. Die Strategie richtet sich an anspruchsvolle Anleger, die eine professionelle Vermögensverwaltung mit diskretionärer Steuerung und gezielten Alpha-Chancen suchen – und dabei auf ein durchdachtes Zusammenspiel aus aktiven und passiven Bausteinen setzen.

#### Wie unterscheidet sich „Berenberg Go“ von der klassischen Fondsstrategie „Berenberg Multi Manager“?

Der Hauptunterschied liegt im Spektrum der eingesetzten Fonds. Während wir bei „Berenberg Go“ mit internen Fonds und ETFs arbeiten, fließen bei „Berenberg Multi Manager“ zusätzlich ausgewählte Strategien externer Anbieter ein – nach einem Best-in-Class-Ansatz. Gemeinsam ist beiden Strategien jedoch die Philosophie: aktives Quotenmanagement, gezielte Beimischung alternativer Anlagen wie Gold und ein strukturierter Auswahlprozess. Es sind also zwei Varianten derselben Grundüberzeugung – unterschiedlich in der Umsetzungstiefe.

#### Wie hat sich die Fondslandschaft in den vergangenen Jahren verändert? Welche Trends werden derzeit noch unterschätzt?

Der ETF-Trend hat die Fondslandschaft stark verändert. Heute lassen sich viele Märkte und Themen kosteneffizient abbilden – und durch den börslichen Handel auch flexibel steuern. Besonders dynamisch ist der Bereich der aktiven ETFs. Auch wenn ihr Wachstum in Europa langsamer verläuft als in den USA, ist ihr Potenzial nicht zu unterschätzen. Daneben sehe ich eine Renaissance aktiver Fonds – besonders im

Anleihebereich, zunehmend aber auch bei Aktien. Denn der Markt wird selektiver: Die lange Zeit prägende Dominanz weniger großer Technologietitel könnte an Bedeutung verlieren. Damit steigen die Chancen für aktives Management. Es bleibt allerdings anspruchsvoll, echte Mehrwertstrategien zu identifizieren. Genau darin liegt unser Anspruch – und unsere Aufgabe.

#### Kurzvita

Tobias Schäfer ist Portfoliomanager und Leiter des Teams „Fondsstrategien und Managerselektion“ bei Berenberg. Er verantwortet die Auswahl von Fonds und ETFs über alle Regionen und Assetklassen hinweg. Zudem fallen das Management und die Weiterentwicklung der Dachfondsstrategien in seinen Aufgabenbereich. Tobias startete 2018 bei Berenberg als Portfoliomanager und Fondsselektor, zuvor war er bei Union Investment als Portfoliomanager im Multi-Asset Bereich tätig. Tobias hält einen Master of Finance Abschluss von der Frankfurt School of Finance & Management.



# Impressum

## Herausgeber

Prof. Dr. Bernd Meyer | Chefanlagestrategie

## Autoren

### Matthias Born | Leiter Portfoliomanagement Aktien

Verantwortet die Anlagestrategie für Aktien des Asset Managements mit dem Fokus auf die Einzeltitelselektion in europäischen Aktien

### Martin Mayer, CEFA | Senior Portfoliomanager Multi Asset

Managt defensive Multi-Asset-Vermögensverwaltungsmandate und analysiert die Anleihemärkte, insbesondere für defensive 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

### Mirko Schmidt | Analyst Multi Asset Strategy & Research

Analysiert Finanzmärkte, unterstützt den Multi-Asset-Investmentprozess und wirkt bei Kapitalmarktpublikationen mit

### 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 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](http://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 24.06.2024

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG  
Neuer Jungfernstieg 20  
20354 Hamburg  
Telefon +49 40 350 60-0  
[www.berenberg.de](http://www.berenberg.de)  
[multiasset@berenberg.de](mailto:multiasset@berenberg.de)