



Horizonte

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth
and Asset Management

Konjunkturelles „Weiter so“

Die Konjunktur erscheint stabil mit zuletzt leicht steigenden Erwartungen. Für 2026 zeichnet sich ein Wachstum auf diesjährigem Niveau und keine Wende in der Fiskal- und Geldpolitik ab. Eine deutlichere Schwäche des US-Arbeitsmarktes und der US-Konjunktur bleibt ein Risiko.

Don't fight Trump

Mit wachsendem Einfluss Trumps auf die Fed sollten Anleger kurzfristig noch weniger gegen ihn wetten. Bis zu den Zwischenwahlen 2026 wird er alles tun, um niedrige Zinsen, eine robuste Konjunktur und einen Bullenmarkt bei Aktien zu erreichen. Das dicke Ende droht später.

Reale Anlagen im Fokus

Fiskalische Risiken in den USA und Europa steigen wegen hoher Defizite. Die Folgen sind steilere Zinskurven sowie eine anhaltende Nachfrage nach knappen Anlagen. Die Schwächung der US-Institutionen begünstigt zudem einen schwächeren Dollar. Der Bullenmarkt bei Aktien und Edelmetallen dürfte weitergehen, doch ein sprunghafter Renditeanstieg bleibt ein Hauptrisiko für die Märkte.

Q4 2025

Vorwort



Prof. Dr. Bernd Meyer
Chefanlagestrategie

Liebe Leserinnen, liebe Leser,

vor drei Monaten titelten wir unseren Ausblick mit den Worten „Etwas Entspannung nach dem Zolltheater“ und argumentierten, dass neue Allzeithochs bei US-Aktien nur eine Frage der Zeit seien. Seither brachte die Zollsituation mehr Klarheit, Trumps Steuererleichterungen wurden verabschiedet, die Unsicherheit an den Märkten nahm ab – erkennbar an sinkenden Volatilitäten. Systematische Anlagestrategien, die im Juni noch gering in Aktien positioniert waren, bauten Aktien auf. Positive Konjunkturdaten dominierten in Europa und den USA, US-Unternehmensgewinne überraschten nach oben – auch dank des schwachen US-Dollars – und die US-Notenbank senkte trotz zu hoher Inflation erneut die Zinsen. Der Bullenmarkt setzte sich fort – insbesondere US-Aktien eilten von einem Höchststand zum nächsten. Noch besser entwickelten sich jedoch Gold und Silber, befeuert durch Trumps Angriffe auf die Fed.

Im vierten Quartal sollten sich die Effekte der Zölle, der US-Einwanderungsbeschränkungen, der expansiven Fiskalpolitik und der fiskalischen Dominanz noch stärker zeigen: In den USA ist mit etwas schwächerem realen, aber robustem nominalen Wachstum und sinkenden Zinsen trotz zollbedingter Inflation zu rechnen. Für Europa erwarten unsere Volkswirte eine leichte Belebung. Die wieder hohe Positionierung systematischer Anleger macht die Aktienmärkte anfälliger für eine Korrektur. Diskretionäre Anleger sind jedoch weniger optimistisch und geringer positioniert. Für die Entwicklung der Märkte bis zum Jahresende wird aber entscheidend sein, ob die Marktteilnehmer Ende des Jahres optimistisch oder pessimistisch in das kommende Jahr blicken. Die Konsensuserwartung für das Wirtschaftswachstum für die Regionen legt ein „Weiter so“ mit ähnlichen Wachstumsraten wie in diesem Jahr nahe. Die jüngste Schwäche des US-Arbeitsmarktes zeigt aber das Risiko einer schwächeren US-Konjunktur. Mit Blick auf 2026 gewinnen die US-Zwischenwahlen an Bedeutung. Angesichts seiner niedrigen Zustimmungswerte benötigt Donald Trump einen robusten Arbeitsmarkt, spürbares Wirtschaftswachstum, einen anhaltenden Bullenmarkt bei Aktien und niedrigere Zinsen. Dafür wird er alles tun. Anleger sollten sich dem nicht entgegenstellen. Früher hieß es: „Don't fight the Fed“ – man solle

nicht gegen die Fed wetten, denn sie hat die tieferen Taschen und damit die Marktmacht. Nun muss es wohl erst einmal „Don't fight Trump“ heißen, zumal er auch die Kontrolle über die Fed anstrebt. Die politischen Risiken bleiben damit aber hoch, auch im Hinblick auf Russlands Krieg in der Ukraine. Eine geschwächte Unabhängigkeit der Notenbank, Zinssenkungen trotz steigender Inflation und fiskalische Exzesse sind ein Rezept für hohe Anleiherenditen, eine steilere Zinskurve, einen schwächeren Dollar und eine anhaltende Nachfrage nach knappen Sachwerten. Das größte Risiko ist ein starker Renditeanstieg langlaufender Anleihen, auch in Europa (Großbritannien, Frankreich). Solange dieser ausbleibt, dürfte der Bullenmarkt bei Aktien und Edelmetallen weitergehen. Aktien außerhalb der USA dürften an Bedeutung gewinnen.

Im Insights-Interview ab S. 14 erläutert Ulrich Urbahn, Leiter Multi Asset Strategy & Research, welche großen Veränderungen es in der Marktstruktur in den letzten Jahren gab, was für Anleger wichtiger geworden ist und wie wir bei Berenberg darauf reagieren. Ich wünsche Ihnen eine spannende Lektüre.

Inhalt

Multi-Asset-Strategie	Seite 3
Bullenmarkt für Aktien läuft weiter	
Volkswirtschaft	Seite 6
Europa wartet auf den Aufschwung	
Aktien	Seite 8
Jahresende dürfte weitere Gewinne bringen	
Anleihen	Seite 10
No risk, no return	
Rohstoffe	Seite 12
Ein goldenes Umfeld für Edelmetalle	
Währungen	Seite 13
Dollar unter Druck, Franken trotz Zollkeule stabil	
Berenberg Insights	Seite 14
Interview mit Ulrich Urbahn	
Impressum	Seite 16



„Don't fight Trump“ – Bullenmarkt für Aktien läuft weiter

Auf den Punkt

- Hohe Positionierungen systematischer Anleger erhöhen die Anfälligkeit risikobehafteter Anlagen. Stabiles Konjunktur- und Gewinnwachstum, Zinssenkungen und Trends wie Künstliche Intelligenz oder Verteidigung stützen den Aktienbullenmarkt. Rückschläge bieten Chancen.
- Politische Risiken, fiskalische Dominanz und finanzielle Repression bleiben bestimmende Themen. Ein starker Renditeanstieg bleibt deshalb ein Hauptrisiko für die Märkte und Sachwerte und knappe Anlagen unterstützt.
- Wir bevorzugen nach wie vor Aktien und Edelmetalle. Bei Anleihen liegt unser Fokus weiterhin auf der Vereinnahmung von Risikoprämien bei kürzerer und mittlerer Duration. Gold wurde um Silber ergänzt und bleibt das größte Übergewicht.

zweite Halbjahr mit einem moderaten Übergewicht in Aktien, ohne eine klare Präferenz für Europa oder die USA zu haben. An dieser Position haben wir seither festgehalten und bleiben mittelfristig konstruktiv für Aktien eingestellt. Bei unverändertem Ausblick wäre ein Rücksetzer aus unserer Sicht eine Kaufgelegenheit. Unser größtes Übergewicht besteht nach wie vor bei Gold. Ende August haben wir unsere Position in Industriemetallen in Silber getauscht. Für Silber sprach neben der positiven Markttechnik die günstige Bewertung im Vergleich zu Gold. Zudem kaufen nun auch die ersten Zentralbanken Silber. Langfristig bleiben wir für Industriemetalle optimistisch, erwarten aufgrund der Zollthematik kurzfristig jedoch kein großes Aufwärtspotenzial. Unsere Auffassung, dass im Umfeld explodierender Staatsschulden und strukturell erhöhter Inflation Sachwerte gegenüber nominellen Staatsanleihen bevorzugt werden sollten, spiegelt sich deutlich wider. Anleihen, insbesondere Staatsanleihen, sind dagegen untergewichtet. Bei Anleihen bevorzugen wir Pfandbriefe, Hochzinsanleihen, sowie Nischensegmente wie Lokalwährungsanleihen aus den Frontier-Märkten oder Katastrophenanleihen.

Portfoliositionierung auf einen Blick

Dank unseres verhalten konstruktiven Ausblicks und der niedrigen Positionierung von Anlegern im Juni starteten wir in das



Rückblick drittes Quartal – Abnehmende Unsicherheit hilft

Einigungen im Zollstreit brachten im dritten Quartal Schritt für Schritt mehr Klarheit, Trumps Steuersenkungen des „One Big Beautiful Bill Act“ wurden zügig verabschiedet und die US-Gewinne entwickelten sich überraschend positiv, auch dank niedrigerer Erwartungen und des schwachen US-Dollars. Zusammen war das ein Rezept für deutlich sinkende Volatilitäten (obere Abb. S. 5). Im dritten Quartal lagen diese für alle Anlageklassen unter dem Durchschnitt der letzten fünf Jahre. Systematische Anlagestrategien, die Ende des zweiten Quartals nur gering in Aktien positioniert waren, bauten dort Positionen auf. Zudem verzeichneten alle Anlageklassen deutliche Fondszuflüsse. Das unterstützte die Märkte. Aktienmärkte, insbesondere US-Aktien, kletterten im Juli und August auf neue Hochstände. Nach den Verlusten im ersten Halbjahr tendierte der US-Dollar volatil seitwärts. Aus Sicht eines Euro-Anlegers erzielten alle Anlageklassen im dritten Quartal Gewinne, allen voran Gold, Silber, Aktien aus den Schwellenländern und den USA. Aber auch europäische Aktien und Schwellenländernanleihen legten zu. Staatsanleihen verzeichneten die geringsten Zuwächse.

Konjunkturausblick – Mehr oder weniger „Weiter so“

Der Mix aus Inflation und Wachstum bleibt insbesondere in den USA unsicher. Zollbedingt dürfte die Inflation in den kommenden Monaten ansteigen. Die US-Importpreise, gemessen in US-Dollar und vor Zöllen, waren bisher relativ stabil. Die Dollarabwertung hat also bisher keine importierte Inflation verursacht. Entweder hatten die Lieferanten die Währung abgesichert oder sie akzeptieren niedrigere Preise in ihrer Währung. Dies ist einer der Gründe für die schwächeren Unternehmensergebnisse in Europa. Stabile Importpreise in den USA

bedeuten jedoch auch, dass US-Unternehmen und -Konsumenten die Zolllast tragen. Die amerikanische Zentralbank erachtet die Zölle jedoch als vorübergehende Inflationstreiber. Für sie überwiegt das Risiko einer schwächeren Konjunkturentwicklung und insbesondere eines schwächeren Arbeitsmarktes. Aus diesem Grund hat sie am 17. September nach längerer Pause die Zinsen erneut gesenkt. Der Markt erwartet bis Ende 2026 mindestens vier weitere Zinssenkungen. Das erachten wir als zu optimistisch. Unsere Volkswirte erwarten zunächst nur eine weitere Senkung im Oktober dieses Jahres. Die unverändert expansive Fiskalpolitik, die lockerere Geldpolitik und der schwächere US-Dollar begünstigen die Konjunkturentwicklung in den USA. Trotz der Belastungen durch die Zölle dürfte die Konjunktur 2026 ähnlich stark wachsen wie 2025 (mittlere Abb. S. 5). Auch in anderen Regionen zeichnet sich laut des Konsensus der Volkswirte keine klare Beschleunigung oder Verlangsamung der Konjunktur ab.

Steilere Renditestrukturkurven bis zur Kurvenkontrolle

Auch wenn die Renditestrukturkurven bereits wieder deutlich steiler sind, liegt der Abstand der Renditen für zehnjährige und zweijährige Staatsanleihen noch immer unter dem historischen Durchschnitt: In Deutschland beträgt der Abstand ca. 20Bp, in den USA 40-50Bp (untere Abb. S. 5). Weitere Zinssenkungen durch die amerikanische Zentralbank dürften daher kaum zu niedrigeren Renditen für längere Laufzeiten führen. Dies gilt umso mehr, da auch die hohe und steigende Verschuldung, das schwindende Vertrauen in die Unabhängigkeit der Fed und Zinssenkungen trotz einer zu hohen und steigenden Inflation ein Rezept für steigende langfristige Inflationserwartungen und höhere Laufzeitenprämien sind. Insbesondere die

Vieles im Plus im dritten Quartal: Edelmetalle, Aktien und Öl legten seit Juni deutlich zu, Unternehmens- vor Staatsanleihen, Dollar stabil

Gesamtrendite	Seit Jahresanfang und in Q3 25 (in %, in EUR)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, in EUR)					CAGR*	Std.-Abw.*
	YTD (31.12.24–15.09.25)	Q3 25 (30.06.25–15.09.25)	15.09.24	15.09.23	15.09.22	15.09.21	15.09.20		
Gold	23,4	11,6	34,3	29,0	8,4	9,7	-8,0	13,7	13,3
DAX	19,3	9,2	27,0	17,7	22,7	-17,0	18,1	12,4	16,9
MSCI EM	10,7	9,2	18,1	8,5	-1,1	-9,7	18,6	6,3	15,3
Stoxx Europa 50	8,9	3,3	6,5	13,0	17,8	1,6	20,8	11,7	13,6
Euro-Unternehmensanleihen	2,7	0,8	4,2	8,4	1,2	-13,5	2,0	0,2	3,1
Euro-Staatsanleihen	1,9	0,2	2,3	6,5	-1,8	-9,9	0,1	-0,7	3,3
Euro-Übernachteinlage	1,7	0,4	2,7	4,0	2,4	-0,5	-0,6	1,6	0,1
S&P 500	7,0	-0,1	12,3	23,5	8,8	4,3	34,3	16,1	17,1
EM-Staatsanleihen	4,5	-3,0	2,3	10,6	-1,5	-5,4	4,5	2,0	7,7
US-Staatsanleihen	2,2	-6,9	-4,3	5,1	-7,8	3,1	-2,0	-1,3	6,9
Brent	4,8	-11,7	2,0	-16,4	10,5	77,1	89,0	25,8	32,8
USD/EUR	0,2	-12,0	-5,8	-3,8	-6,2	18,1	0,3	0,1	7,5

Zeitraum: 15.09.2020–15.09.2025

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

Renditen für 30-jährige Staatsanleihen sind seit Ende Juni für die meisten Regionen weiter gestiegen: Deutschland +12Bp, UK +14Bp, Japan +29Bp. In den USA dürfte sich die US-Regierung durch ihr Schuldenmanagement (geringere Emissionsvolumina für längere Laufzeiten, Rückkäufe von langlaufenden Anleihen), durch Finanzregulierung und andere Instrumente gegen höhere Renditen am langen Ende stemmen. Auch könnte die Fed erneut Anleihen kaufen (QE). Damit bewegen wir uns immer offensichtlicher in ein Umfeld finanzieller Repression, in dem Anleger keine angemessene reale Rendite auf Staatsanleihen erzielen dürften. Staatsanleihen halten wir aus diesem Grund unverändert nur in einem Szenario einer deutlichen Wirtschaftsabschwächung oder Rezession für attraktiv.

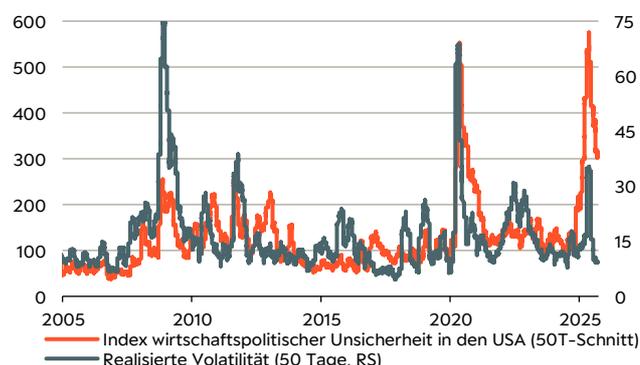
Aktien und Edelmetalle mittelfristig weiter unterstützt

Fiskalische Dominanz, finanzielle Repression und hohe Haushaltsdefizite begünstigen reale und knappe Anlagen gegenüber dem US-Dollar und Staatsanleihen. Der Dollar dürfte sich mittelfristig abschwächen, was eine bessere relative Entwicklung von Anlagen außerhalb der USA erwarten lässt. Solange keine Finanzkrise mit stark steigenden Anleiherenditen eine fiskalische Kehrtwende in den USA oder Teilen Europas erzwingt – ein Risiko, das wir langfristig für möglich halten, aber kurzfristig nicht erwarten – sollte der Bullenmarkt bei Aktien und Edelmetallen in den nächsten sechs bis zwölf Monaten anhalten. Gestützt wird er von soliden nominellen Gewinnen und weiter befeuert durch Fed-Zinssenkungen, die möglicherweise denen von 1998 im Zuge der Russland/LTCM-Krise vergleichbar sind. Bärenmärkte werden erfahrungsgemäß durch Zinserhöhungen, nicht -senkungen ausgelöst. Käme es kurzfristig zu einem Ende des Aktienbullenmarktes, wäre dieser im historischen Vergleich eher kurz und schwach. Zwar ist nach der starken Erholung seit der Korrektur im April und angesichts hoher Positionierungen regelbasierter Anlagestrategien sowie politischer Risiken eine erneute Gegenbewegung wahrscheinlicher geworden, zumal der Oktober historisch auch der Monat mit der höchsten Volatilität ist. Jedoch dürfte Präsident Trump mit Blick auf die Zwischenwahlen im kommenden Jahr in einem solchen Fall unterstützend für die Konjunktur und die Märkte agieren. Deshalb wäre es aus unserer Sicht falsch, mittelfristig zu pessimistisch gegenüber risikobehafteten Anlagen zu werden. Nach dem typischerweise volatilen September und Oktober dürften Aktien vorerst unterstützt bleiben. In Zwischenwahljahren liefen Aktien historisch bis März/April gut. Danach wurde es in diesen Jahren häufig volatil und erst nach den Wahlen ging es weiter aufwärts.

Prof. Dr. Bernd Meyer, Chefanlagestrategie

Abnehmende Unsicherheit machte Anleger wieder mutiger

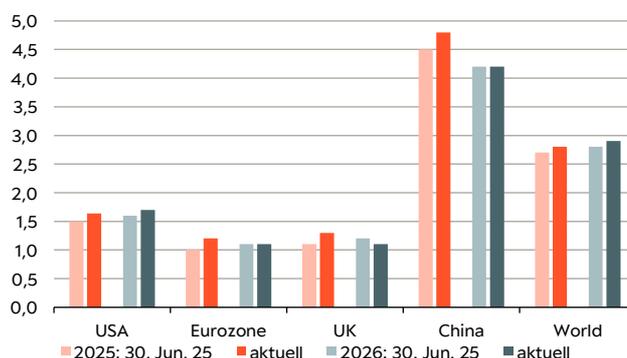
Die Volatilität an den Finanzmärkten fiel im dritten Quartal auf das niedrigste Niveau des Jahres; systematische Anleger kauften folglich Aktien



Zeitraum: 01.01.2005–15.09.2025
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Kaum Impulse von Wachstumsveränderungen für die Märkte

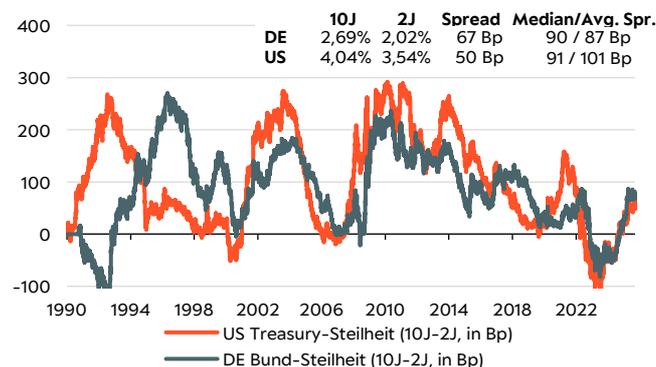
Die Konsensus-Wachstumserwartungen (%) der Volkswirte waren zuletzt recht stabil; 2026 Wachstum auf ähnlichem Niveau erwartet wie 2025



Zeitraum: 30.06.2025–15.09.2025
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Renditestrukturkurven: weitere Versteile- rung wahrscheinlicher

Hohe Defizite und fiskalische Dominanz sprechen für weitere Versteile- rung; QE oder Renditekurvenkontrolle könnten dem entgegen wirken



Zeitraum: 01.01.1990–15.09.2025
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen



Europa wartet auf den Aufschwung

Auf den Punkt

- Das Handelsabkommen mit den USA ebnet der Eurozone den Weg für einen Aufschwung zum Jahresende.
- Die Stimmung in Deutschland hat sich zuletzt etwas aufgehellt.
- Trumps Politik belastet das Wachstum und erschwert die Arbeit der US-Notenbank.

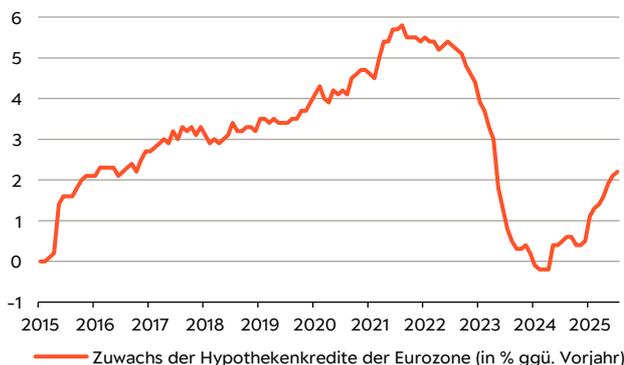
Europa: Aufschwung für das Jahresende erwartet

Nachdem das reale Bruttoinlandsprodukt der Eurozone im ersten Quartal 2025 noch um 0,6 % im Vergleich zum Vorquartal angestiegen war, wuchs die Wirtschaft im zweiten Quartal lediglich um 0,1 %. Dies ist unter anderem darauf zurückzuführen, dass das stärkere Wachstum in den ersten drei Monaten des Jahres auf einem Anstieg der Exporte beruhte. Die Unternehmen wollten den drohenden US-Zöllen zuvorkommen. Im Gegenzug fielen die Ausfuhren im zweiten Quartal schwächer aus und belasteten dadurch das Bruttoinlandsprodukt.

Das im August abgeschlossene Handelsabkommen zwischen den USA und der Europäischen Union (EU) sieht Abgaben in Höhe von 15 % auf die meisten Einfuhren aus der EU in die USA vor. Die Zölle auf US-Industriegüter sollen hingegen auf null gesenkt werden. Zudem verpflichtet sich die EU, US-Energie einzuführen und Investitionen zu tätigen. Zwar kann man das Handelsabkommen als unausgewogen kritisieren, die Alternative eines harten Handelskrieges zwischen der EU und den USA wäre jedoch weitaus schlechter gewesen – sowohl für die Wirtschaft als auch für die Geopolitik.

Die lockere EZB-Geldpolitik wirkt

Zuwachs der Hypothekenkredite gegenüber Vorjahr, in %



Hypothekenkredite von monetären Finanzinstituten der Eurozone; Wachstum gegenüber Vorjahr, in %. Zeitraum: 01.01.2015–01.07.2025, Quelle: EZB

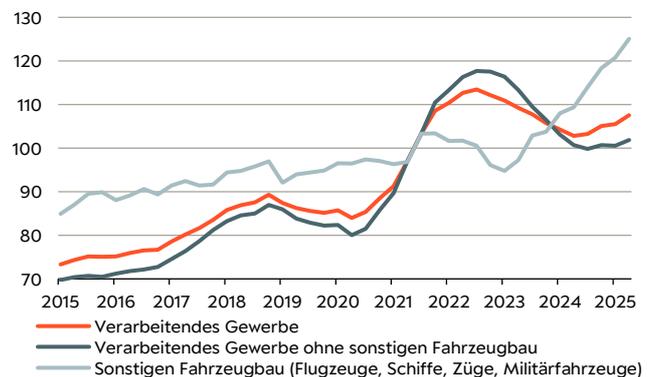
Das Handelsabkommen beendet die Unsicherheit und könnte nach einem voraussichtlich noch schwächeren dritten Quartal als Katalysator für einen beginnenden Aufschwung in der Eurozone im Schlussquartal dienen. Hierauf deutet auch der Einkaufsmanagerindex für die Eurozone hin, der im August den achten Monat in Folge über der Schwelle von 50 Punkten lag, welche Wachstum signalisiert. Der Arbeitsmarkt ist derweil weiterhin stabil: Die Arbeitslosenquote sank im Juli auf 6,2 % und erreichte damit einen historischen Tiefstand. Durch die geldpolitische Lockerung der EZB und das umfangreiche Fiskalpaket der deutschen Regierung ist mit zusätzlichem Rückenwind zu rechnen. Das größte Risiko für den Aufschwung geht derzeit von Frankreich aus. Dort werden die politische Instabilität und die steigenden Schulden nicht zuletzt an den Finanzmärkten zunehmend als erhebliche Gefahr betrachtet.

Deutschland: Die Stimmung hat sich zuletzt etwas aufgehellt

Die deutsche Wirtschaft ist im zweiten Quartal stärker geschrumpft als bislang angenommen. So nahm das BIP von April bis Juni um 0,3 % im Vergleich zum Vorquartal ab. Eine erste Schätzung hatte lediglich ein Minus von 0,1 % ergeben. Ähnlich wie in der Eurozone insgesamt kam es nach den Vorzieheffekten bei den Exporten im ersten Quartal zum Rückschlag im zweiten Quartal. Insgesamt ergibt sich für die erste Jahreshälfte somit eine Stagnation. Für das dritte Quartal deuten das etwas bessere ifo-Geschäftsklima, der Anstieg der Einkaufsmanagerindizes und die zunehmenden Auftragseingänge auf ein leichtes Wachstum hin. Zum Jahresende hin wird sich dann voraussichtlich das umfangreiche Ausgabenpaket der Bundesregierung in der Realwirtschaft bemerkbar machen, sodass die Konjunktur ab dem vierten Quartal voraussichtlich etwas

Auftragsbücher in Deutschland füllen sich so langsam wieder

Auftragsbestand im Verarbeitenden Gewerbe



Offene Aufträge, Volumenindex 2021 = 100; Kalender und saisonbereinigt, Quartalsdaten. Zeitraum: 01/2015–06/2025, Quelle: Statistisches Bundesamt



an Fahrt gewinnt. Der Stimmung im Land - und damit der Wirtschaft - würde es zusätzlich helfen, wenn die Regierung weniger streiten und mehr liefern würde. Die Koalition hat einiges auf den Weg gebracht, beim Abbau von Regulierungen wäre aber mehr Tempo wünschenswert. Zudem wären Signale willkommen, dass die Regierung auch echte Reformen bei Rente und Pflege in Angriff nehmen wird, um die steigenden Sozialausgaben einzudämmen. Das fehlt bisher nahezu komplett.

Der Stimmung in Deutschland und damit der Wirtschaft würde es helfen, wenn die Regierung weniger streiten und mehr liefern würde.

USA: Ein Hauch von Stagflation

In den vergangenen Monaten hat das Weiße Haus einige Handelsabkommen abgeschlossen und sich mit China auf eine Verlängerung der Zollpause bis zum 10. November geeinigt. Ein Abkommen wird voraussichtlich folgen. Trotz allem rechnen wir aber damit, dass der durchschnittliche US-Zoll in Zukunft bei etwa 18 % liegen wird. Das wäre etwa siebenmal so hoch wie zu Beginn von Trumps zweiter Amtszeit. Die hohen Zölle werden die Inflation weiter steigen lassen und die US-Konsumenten belasten. Zusätzlich konjunkturremend wirkt sich die restriktive Einwanderungspolitik der US-Regierung aus, welche das Arbeitsangebot deutlich einschränkt. Insgesamt scheint die Konjunkturdynamik in den USA nachzulassen, während die Preise weiter anziehen. Hinzu kommt die zunehmende Aushöhlung der Institutionen durch die US-Regierung, welche die Attraktivität des Wirtschaftsstandorts USA mit der Zeit untergraben wird. Wir rechnen mit einem Rückgang des Trendwachstums in den USA von 2,0 % auf 1,5 %.

Fed in der Zwickmühle, EZB in komfortabler Lage

Die US-Notenbank (Fed) befindet sich derzeit in einer schwierigen Lage. Einerseits kühlt sich der Arbeitsmarkt in den USA ab und andererseits machen sich die gestiegenen Zölle langsam in den Preisen bemerkbar. Die Kerninflation verweilte im August bei 3,1 %. Voraussichtlich werden die gestiegenen Einfuhrabgaben die Inflation in den kommenden Monaten noch weiter vom 2-Prozentziel der Fed entfernen. Derzeit scheint der Fed die Sorge um den Arbeitsmarkt wichtiger zu sein als die Inflationsgefahr. So hat die US-Notenbank die Leitzinsspanne am 17. September um 25 Basispunkte auf 4,00 bis 4,25 % gesenkt. Am 30. Oktober wird die Fed voraussichtlich noch mit einer weiteren Zinssenkung in gleicher Höhe nachlegen. Aufgrund des anhaltenden Inflationsdrucks wird das aber wahrscheinlich der letzte Zinsschritt sein.

Im Gegensatz zur US-Notenbank befindet sich die Europäische Zentralbank (EZB) in einer sehr komfortablen Lage. Zwar ist die Inflationsrate im August minimal von 2,0 % auf 2,1 % angestiegen. Insgesamt bestätigt sich jedoch die Einschätzung der EZB, dass die Inflation in der Eurozone unter Kontrolle ist. Derweil hat sich der Zollnebel etwas gelichtet und die Stimmungskennzeichen deuten auf einen konjunkturellen Aufschwung zum Jahresende hin. Die EZB hat daher bei ihrer Sitzung am 11. September den Einlagenzins bei 2,0 % belassen und wir rechnen auch nicht mit weiteren Zinssenkungen. Mittelfristig wird die EZB angesichts der expansiven Fiskalpolitik (insbesondere in Deutschland) und der Lohnkosteninflation aufgrund des demografischen Wandels voraussichtlich genötigt sein, den Leitzins ab Mitte 2027 wieder etwas anzuheben. Bis Anfang 2028 rechnen wir mit einem Einlagesatz in Höhe von 3,0 %.

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

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

** Durchschnitt, Bloomberg-Konsens per 18.09.2025.



Jahresende dürfte weitere Gewinne bei Aktien bringen

Auf den Punkt

- US-Aktien haben im dritten Quartal deutlich aufgeholt, bleiben aber das Schlusslicht seit Jahresanfang.
- Gewinnerwartungen für US-Unternehmen wurden im Rahmen der Q2-Berichtssaison und angesichts der starken KI-Unternehmen nach oben revidiert. Europa verzeichnet im Jahr 2025 kein Gewinnwachstum.
- Saisonalität spricht für eine anhaltende Aktienhausse. Asiatische Schwellenländer werden zunehmend attraktiver.

US-Aktien haben im dritten Quartal aufgeholt

Insgesamt war das dritte Quartal erfreulich für Aktien. Fast alle wesentlichen Aktienregionen legten zu – am stärksten US-Aktien, angetrieben durch die großen KI-Gewinner. Asiatische Aktienmärkte folgten in der Performance-Rangliste, während europäische Aktien zuletzt auf der Stelle traten. Der starke Euro, durchwachsene Wirtschaftsdaten sowie politische Stürfeuer, beispielsweise aus Frankreich, belasteten die Anlegerstimmung. Seit Jahresanfang haben europäische Aktien jedoch weiterhin US-Aktien in einheitlicher Währung deutlich outperformt.

Gemischte Gewinnrevisoren

Im Zuge der starken Q2-Berichtssaison haben die Analysten die Gewinnschätzungen für den S&P 500 deutlich nach oben korrigiert. Der Konsens erwartet für dieses Jahr ein Gewinnwachstum von 11 %, für nächstes Jahr sogar von 13 %. Neben der deutlichen Abwertung des USD in diesem Jahr hat dabei das ungebremsste Wachstum im KI-Bereich geholfen. Der

schwache US-Dollar hat auch den Schwellenländeraktien geholfen. Insbesondere für Lateinamerika wurden die Gewinnschätzungen jüngst nach oben revidiert. Im Gegenzug dazu hat der starke Euro und die Unsicherheit rund um die US-Zölle die hießigen Exporteure belastet. Hinzu kamen noch Sonderthemen wie eine schwächelnde Luxus-Nachfrage sowie Absatzprobleme bei Novo Nordisk. Mittlerweile gehen die Analysten von einem negativen Gewinnwachstum für Europa in diesem Jahr aus. Für 2026 rechnen die Analysten dann wieder mit einem positiven Wachstum von 8 %.

Markt hat Fed-Easing schon eingepreist

Obwohl der US-Arbeitsmarkt zuletzt geschwächt hat und die Fed mit einer ersten Zinssenkung im September darauf reagiert hat, preist der US-Aktienmarkt keine Wirtschaftsabschwächung ein. Im Gegenteil: Die gesunkenen Fed-Leitzinsen wecken Hoffnungen auf eine deutlich lockere Geldpolitik und niedrigere Zinsen. Für die Aktienmärkte ist vor allem das mittlere und lange Ende der Zinskurve entscheidend. Da verschulden sich Unternehmen in der Regel, zudem werden die Gewinnschätzungen damit in den Modellen der Analysten abdiskontiert. Angesichts der nach wie vor sehr hohen Bewertungsniveaus für US-Aktienindizes scheint der Markt darauf zu setzen, dass dieses Mal auch die langfristigen Zinsen heruntorkommen – und nicht wie bei der letzten Fed-Zinssenkung im Jahr 2024 die Anleihrenditen steigen. Ob dies aber wirklich eintritt, hängt davon ab, wie sich die Inflationzahlen entwickeln. Bleiben diese hartnäckig hoch, dürften auch angesichts der enormen Verschuldung weltweit die Zinsen nicht sinken, sodass eine weitere Bewertungsausweitung von hier aus

US-Aktien haben zuletzt deutlich aufgeholt, bleiben aber seit Jahresstart das Schlusslicht in Euro gerechnet

Gesamtrendite	Seit Jahresanfang und in Q3 25 (in %, in EUR)	12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, in EUR)					KBV*	Div.*	KGV*
		15.09.24	15.09.23	15.09.22	15.09.21	15.09.20			
	■ YTD (31.12.24–15.09.25) ■ Q3 25 (30.06.25–15.09.25)	15.09.24	15.09.23	15.09.22	15.09.21	15.09.20	15.09.25	15.09.25	15.09.25
MSCI EM Lateinamerika	8,6 / 24,1	11,4	-4,2	11,5	15,5	24,6	1,7	5,4	10,1
Stoxx Europa Zyklisch	5,2 / 23,2	26,8	22,6	16,5	-14,8	37,0			
DAX	-0,7 / 19,3	27,0	17,7	22,7	-17,0	18,1	1,9	2,6	15,0
Euro Stoxx 50	2,8 / 13,4	15,0	15,6	24,3	-12,3	26,6	2,1	3,1	15,0
MSCI Großbritannien	6,0 / 11,5	13,0	13,9	10,7	8,7	28,7	0,2	3,4	13,1
Stoxx Europa Small 200	1,7 / 11,3	9,1	13,1	7,8	-24,4	36,3	1,5	3,3	13,4
MSCI EM Asien	10,1 / 9,8	19,3	9,7	-1,6	-10,6	15,3	1,0	2,4	14,9
Stoxx Europa 50	3,3 / 8,9	6,5	13,0	17,8	1,6	20,8	2,5	3,3	14,9
MSCI Japan	6,7 / 8,8	11,9	9,2	15,8	-14,6	27,4	1,6	2,3	16,6
Stoxx Europa Defensiv	1,6 / 5,1	-2,1	11,9	14,0	4,7	16,2			
S&P 500	-0,1 / 7,0	12,3	23,5	8,8	4,3	34,3	5,1	1,2	22,6
MSCI USA Small Caps	-4,4 / 9,0	6,2	13,9	-1,4	1,0	49,1	2,1	2,0	19,7

Zeitraum: 15.09.2020–15.09.2025

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



zumindest fundamental nicht zu rechtfertigen wäre. Ausschließen können wir dies jedoch nicht. Denn der zunehmende Anteil an nicht-fundamentalen Investoren (zum Beispiel ETF-Sparpläne) dürfte die Bewertungen strukturell weiter nach oben treiben. Sollte zudem die globale Liquidität noch durch eine etwaige Wiedereinführung der quantitativen Lockerung durch die Zentralbanken weiter wachsen, könnten wir ein deutliches Überschießen am Aktienmarkt erleben.

Asiatische Schwellenländer als Beimischung attraktiv

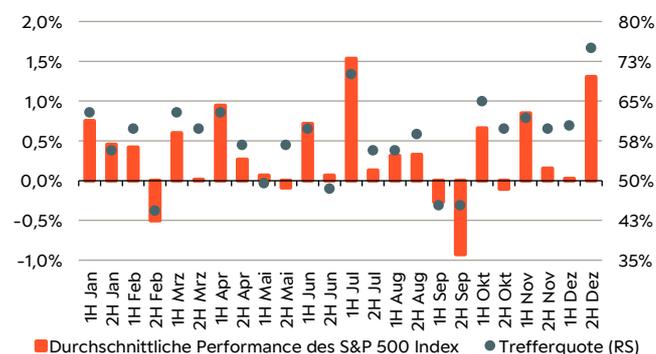
Innerhalb der Aktienregionen finden wir die asiatischen Schwellenländer zunehmend attraktiv. Diese sind abgesehen von Indien nicht nur günstiger als insbesondere US-Aktien bewertet, sondern haben zuletzt auch relative Stärke bewiesen. Die chinesische Regierung setzt zudem gezielt Konjunkturimpulse, lockert die Geldpolitik und fördert Konsum sowie innovative Branchen. Diese Maßnahmen haben die chinesischen Aktienmärkte in den letzten Monaten stabilisiert und sorgen für Investitionschancen, da viele Anleger in der Region unterinvestiert sind. Aber auch in vielen anderen asiatischen Schwellenländern wie beispielsweise in Südkorea werden Reformen und Infrastrukturprojekte vorangetrieben. Das dürfte für höhere Stabilität und Wachstumsaussichten in den nächsten Jahren sorgen.

Saisonal betrachtet verspricht das Jahresende sowie der Beginn des neuen Jahres eine Fortführung der guten Aktienmarktentwicklung. Begründet liegt dies unter anderem an saisonal tendenziell starken Fondszuflüssen sowie einem Optimismus für das neue Jahr.

Ulrich Urbahn, Leiter Multi Asset Strategy & Research

Saisonalität bis Mitte Februar unterstützt

Historische Entwicklung des S&P 500 für alle Monatshälften und der relative Anteil einer positiven Performance in dieser Zeitperiode



Zeitraum: 01.01.1928–31.12.2024
Quelle: Bloomberg, Berenberg

Was die Unternehmen bewegt

Politik und KI im Fokus

In unseren Gesprächen mit Unternehmen dominieren nach wie vor die Nachrichten zu künstlicher Intelligenz und politischen Entscheidungen – vor allem aus den USA. Dort wurde zuletzt die One Big, Beautiful Bill (OB BB) zur Stärkung der heimischen Investitionen abgesegnet, welche vor allem Steuererleichterungen vorsieht. Dies beflügelt aktuell den mittelfristigen Ausblick für den Ausbau der amerikanischen Industriebasis und sorgt höchstwahrscheinlich für eine Wiederbelebung der Bauaktivität im kommerziellen Bereich. Auch bei den erneuerbaren Energien konkretisierten sich die Steuervergünstigungen, die wohl zu Vorzieheffekten führen werden. Ebenso dominiert im Gesundheitsbereich weiterhin die Regulatorik. Nachdem Trump öffentlich mit Zöllen von bis zu 250 % auf pharmazeutische Produkte aus der EU gedroht hatte, sorgten die nun festgelegten 15 % für eine positive Überraschung. Neben höheren Investitionen in die Produktionskapazitäten in den USA helfen den Unternehmen die hohen Margen, den negativen Effekt abzufedern. Im Gegensatz dazu gerieten Softwareanbieter global unter Druck, nachdem sich die Sorgen verstärkten, dass KI die Geschäftsmodelle zumindest teilweise angreifen könnte. Währenddessen beflügelte die KI-getriebene Nachfrage nach Hochleistungschips die Kurse der Hersteller, welche sich zunehmend optimistisch für 2026 zeigten.

Martin Hermann, Senior Portfoliomanager Aktien

Prognoseübersicht: Aktien dürften weiter zulegen

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

	15.09.2025	30.06.2026	31.12.2026	In 12 Monaten
Indexprognosen	Aktuell			Ø*
S&P 500	6.615	7.000	7.200	7.262
DAX	23.749	25.500	26.500	27.137
Euro Stoxx 50	5.440	5.800	6.000	6.026
MSCI UK	2.643	2.800	2.900	2.960
Indexpotenzial (in %)				
S&P 500	-	5,8	8,8	9,8
DAX	-	7,4	11,6	14,3
Euro Stoxx 50	-	6,6	10,3	10,8
MSCI UK	-	5,9	9,7	12,0

* Durchschnitt, Konsensus Bottom-Up per 15.09.2025.
Quelle: Bloomberg, Factset, Berenberg



Anleihen: No risk, no return

Auf den Punkt

- Sichere Staatsanleihen bleiben angesichts der öffentlichen Verschuldung und der Konjunkturerholung uninteressant.
- Bewertungen bei europäischen Unternehmensanleihen mahnen zur Vorsicht. Der Finanzsektor bleibt Favorit.
- Schwellenländeranleihen präsentieren sich vielversprechend, wir favorisieren Anleihen aus den Frontier-Märkten.

Die Politik spielt weiter mit

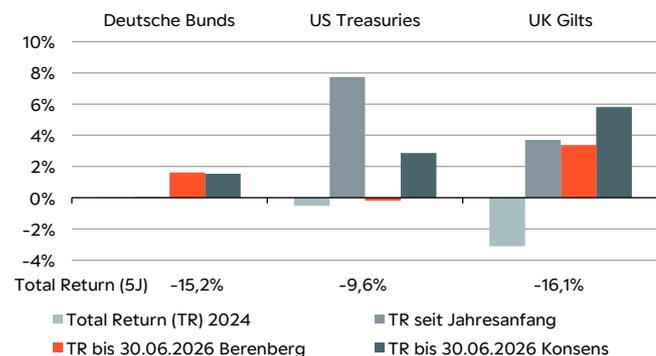
Während die Verunsicherung im dritten Quartal gegenüber der erratischen Zollpolitik des US-Präsidenten Donald Trump abnahm, weckten seine Angriffe auf die US-Notenbank Sorgen um deren Unabhängigkeit. Diesseits des Atlantiks bewegte die Vertrauensfrage des französischen Premierministers Bayrou die Gemüter – und die Renditen. Die Anleihemärkte bleiben in Teilen politisch. Welche weiteren Faktoren sehen wir als wichtig an?

Sichere Staatsanleihen unverändert keine attraktive Anlageklasse

Im August signalisierte Fed-Präsident Powell auf der Konferenz von Jackson Hole, dass mögliche Schwächen am US-Arbeitsmarkt zumindest kurzfristig höher gewichtet werden könnten als die Sorgen um zollbedingte Inflationseffekte. Vor diesem Hintergrund erwarten wir bis Ende des Jahres einen um weitere 25 Basispunkte niedrigeren US-Leitzins. In der Eurozone und im Vereinigten Königreich sind im Schlussquartal keine Impulse vonseiten der Zentralbanken zu erwarten; auch

Sichere Staatsanleihen: UK mit den besten Aussichten

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



Zeitraum: 31.12.2023–17.09.2025, Renditen in lokaler Währung
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen, ICE BofA Staatsanleihe-Indizes (7–10 Jahre, TR)

die Bank of England dürfte erst 2026 wieder aktiv werden. Am längeren Ende der Zinsstrukturkurve sehen wir mittelfristig kaum Potential für fallende Renditen (Abb. unten rechts). Dem stehen die Zunahme öffentlicher Verschuldung, die stabile Konjunktur in der Eurozone und die strukturell höhere Inflation in den USA entgegen. Entsprechend begrenzt bzw. sogar negativ sind die Perspektiven für Bundesanleihen und US-Treasuries. In lokaler Währung profitieren gemäß unserer Erwartung lediglich britische Staatspapiere von hoher Carry bei in etwa gleichbleibender Rendite (Abb. unten links), wobei für eine reale Betrachtung noch die Inflationsrate abzuziehen ist. Gegenüber Frankreich, dessen Rendite im Zuge der Unsicherheiten über Bestand und Zukunft fiskalischer Reformen auf das Niveau Italiens und Griechenlands gestiegen ist, bleiben wir vorsichtig.

Unternehmensanleihen: Das Spreadniveau mahnt zur Vorsicht

Europäische Unternehmensanleihen entwickelten sich über den Sommer hindurch weiter positiv. So werden die Risikoprämien von Euro-denominierten Investment-Grade-Papieren auf einem Niveau gehandelt, wie es zuletzt während der umfangreichen EZB-Käufe in der Corona-Krise der Fall war. Diese Entwicklung mahnt uns, in den kommenden Monaten vorsichtiger zu agieren. Einerseits könnten technische Faktoren wie eine saisonal bedingt hohe Anzahl an Neuemissionen das Marktsegment belasten. Andererseits droht eine perspektivische Eintrübung der Unternehmensgewinne durch die Effekte der US-Zollpolitik auf die Konjunkturdaten. Zudem scheint in Japan der Weg aus der Niedrigzinsphase noch nicht abgeschlossen zu sein, was zu weiteren Belastungen führen dürfte. Aufgrund des niedrigen heimischen Zinsniveaus haben

Prognosen: Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)

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

	17.09.2025	30.06.2026	Ø*	31.12.2026	Ø*
USA					
Leitzins	Aktuell 4,00-4,25	3,75-4,00	3,53	3,75-4,00	3,36
10J US-Rendite	4,09	4,55	4,15	4,80	4,09
Eurozone					
Leitzins**	2,00	2,00	1,96	2,00	2,04
10J Bund-Rendite	2,67	2,80	2,81	3,00	2,86
Großbritannien					
Leitzins	4,00	3,50	3,45	3,50	3,33
10J Gilts-Rendite	4,62	4,70	4,37	4,70	4,17

* Durchschnitt, Konsens per 18.09.2025, ** Einlagensatz.
Quelle: Bloomberg



japanische Investoren oftmals an den internationalen Rentenmärkten investiert. Mit steigenden lokalen Zinsen könnte sich dieser Trend umkehren. Fiskalpolitische Unsicherheiten in Frankreich könnten zudem das Markt sentiment eintrüben. Wenngleich Unternehmensanleihen nicht an vorderster Front stehen, dürften sie von den Entwicklungen nicht gänzlich unbeeindruckt bleiben. Die Entwicklung von Finanzanleihen sollte sich hingegen weiterhin erfreulich gestalten. Das positive Gewinnmomentum hat sich auch in der jüngsten Berichtsperiode fortgesetzt und rechtfertigt die aktuellen Bewertungsniveaus. Angesichts der Risiken bevorzugen wir jedoch auch hier eine defensivere Ausrichtung und konzentrieren uns auf Tier-2-Anleihen und das Senior-Segment.

Schwellenländeranleihen: Frontier-Märkte bevorzugt

Die zumindest teilweise Entspannung bei Handelsstreitigkeiten sowie die Aussicht auf Zinssenkungen durch die US-Notenbank bei weiterhin robuster US-Wirtschaft wirkten sich zuletzt positiv auf Schwellenländeranleihen aus. Im Hartwährungssegment konnten sie von der konstruktiven Stimmung profitieren, sodass die Risikoprämien auf Mehrjahrestiefs zurückgingen. Die zunehmende Unsicherheit über die politische Einflussnahme auf die US-Notenbank, die wachsende Staatsverschuldung und erste Anzeichen eines sich abschwächenden Arbeitsmarktes führten zu einer Versteilerung der US-Renditekurve: Zinsen kurzer und mittlerer Laufzeiten gingen zurück, während Zinsen längerer Laufzeiten stiegen. In den Schwellenländern selbst führten die Aussicht auf weitere Zinssenkungen sowie die Suche nach Alternativen zu USD-denominierten Anlagen zu Mittelzuflüssen in Lokalwährungsanleihen und entsprechenden Renditerückgängen. Darüber hinaus führte die

beunruhigende Zunahme der Staatsverschuldung in den entwickelten Ländern in Kombination mit den politischen Angriffen der US-Regierung auf Universitäten, Gerichte und die Notenbank zu einem Vertrauensverlust in vermeintlich sichere Staatsanleihen. Schwellenländer werden dagegen aufgrund ihrer orthodoxere Geld- und Fiskalpolitik insgesamt als interessanter wahrgenommen. Entsprechend lässt sich eine deutliche Divergenz zwischen den Renditen von Industrie- und Schwellenländern beobachten. Während Industriestaaten höhere Risikoprämien zahlen müssen, profitieren lokale Schwellenländeranleihen von sinkenden Renditen (Abb. unten rechts). Vor diesem Hintergrund setzen wir insbesondere auf lokale Schwellenländeranleihen aus den Frontier-Märkten. Diese überzeugen nicht nur durch ihre soliden Fundamentaldaten und attraktive Verzinsung, sondern dürften auch vom erwarteten weiteren Renditerückgang profitieren – da die Inflation weitgehend überwunden ist und sich deren Wirtschaft infolge der Zölle bereits abkühlt.

Fazit: Chancen in Finanzen und Frontier Märkten

Staatsanleihen bleiben für uns das am wenigsten attraktive Segment unter den betrachteten Anleihesektoren. Interessanter sind europäische Unternehmenspapiere, wobei wir angesichts der niedrigen Risikoprämien zunehmend vorsichtiger agieren. Deutlich positiver sehen wir hingegen das Teilsegment der Finanzanleihen, insbesondere Senior- und Tier-2-Bonds. In den Schwellen- und Frontierländern präferieren wir unverändert Anleihen in Lokalwährungen, die u.a. angesichts niedriger Inflation weiteres Potential aufweisen.

Martin Mayer, Senior Portfoliomanager Multi Asset
Felix Stern, Senior Portfoliomanager Fixed Income Euro
Sebastian Burbank, Portfoliomanager Fixed Income Emerging Markets

Unternehmensanleihen: Bewertungen mahnen zur Vorsicht

Risikoprämien von Euro-IG-Unternehmensanleihen auf Niveaus wie zuletzt während der massiven EZB-Ankäufe in der Corona-Krise



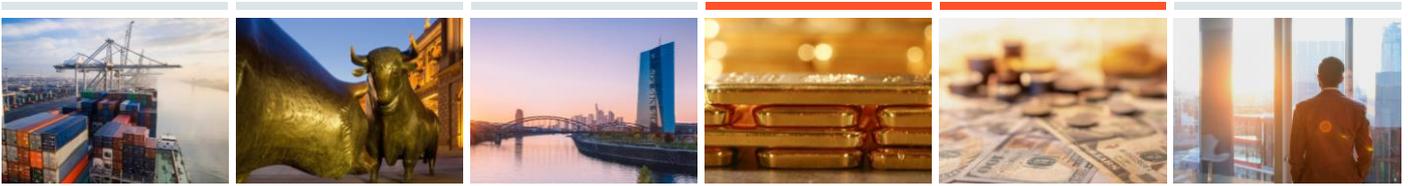
Zeitraum: 31.12.1999–15.09.2025, IG: Investment Grade
Quelle: ICE, eigene Darstellung

Schwellenländeranleihen gegenüber Industriestaaten gesucht

Während die Renditen von Staatsanleihen aus entwickelten Ländern steigen, sind die von Schwellenländerpapieren auf dem Rückmarsch



Zeitraum: 30.06.2024–15.09.2025. Quelle: ICE, Indizes: ICE BofA Local Debt Markets Plus Index, ICE BofA Global Government Index



Ein goldenes Umfeld für Edelmetalle

Der Rohölmarkt dürfte vorerst überversorgt bleiben

Angesichts der Deeskalation des Nahost-Konflikts sowie der mittlerweile vollständigen Rücknahme der freiwilligen Förderkürzungen der OPEC+ in Höhe von rund 2,5 Mio. Barrel pro Tag fiel der Ölpreis seit Ende Juli deutlich und stabilisierte sich seither unterhalb der Marke von 70 USD je Barrel. Damit notiert die Nordseesorte Brent in Euro gerechnet rund 20 % niedriger als zum Jahresanfang. Wenngleich sich die Produktion seitens der OPEC+ von hier aus stabilisieren sollte, dürfte der Ölmarkt durch den expansiven Kurs der Nicht-OPEC-Länder und eine insgesamt verhaltene Nachfrage zunächst überversorgt bleiben. Eine demnächst wohl abnehmende US-Schieferölproduktion, niedrige Lagerbestände außerhalb Chinas sowie mögliche US-Sanktionen gegen Indien für den Ankauf russischen Öls stehen hingegen einem starken Preisverfall entgegen.

Das Umfeld für Gold könnte derzeit kaum besser sein

Nachdem Gold zu Beginn des Jahres deutlich an Wert gewinnen konnte, verharrte das Edelmetall seit Ende April lange in einer engen Handelsspanne. Neben einer nachlassenden Nachfrage aufgrund des gestiegenen Preisniveaus begrenzte auch die gestiegene Risikobereitschaft vieler Investoren, die alternative Anlageklassen bevorzugten, einen weiteren Preisanstieg. Die Antizipation der kürzlich vollzogenen Zinssenkung der Federal Reserve, die Bedenken hinsichtlich einer schwindenden Unabhängigkeit der Zentralbank unter Donald Trump sowie stark gestiegene ETF-Bestände verliehen dem Edelmetall jedoch jüngst neuen Aufwind. Die strukturelle Nachfrage seitens der Zentralbanken, die anhaltenden geopolitischen Spannungen sowie steigende Staatsverschuldungen dürften neben einem sich weiter abschwächenden Dollar, zunehmenden Inflationsrisiken und einer verhaltenen Positionierung den Goldpreis mittelfristig weiter stützen.

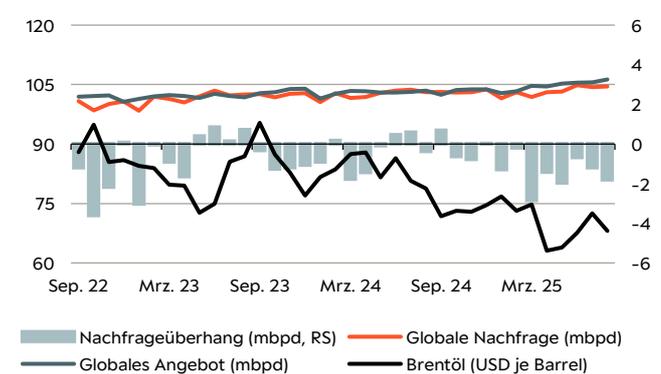
Metalle im Spannungsfeld widersprüchlicher Marktkräfte

Industriemetalle fanden zuletzt keine eindeutige Richtung, nachdem Trumps Zollpolitik zu teils deutlichen Bewegungen führte: Nachdem der Kupferpreis aufgrund von Zollsorgen deutlich anstieg, verlor das an der COMEX gehandelte Kupfer nach Bekanntgabe eines Importzolls auf nur halbfertige Kupferprodukte Ende Juli schlagartig an Wert. Nach vorne gerichtet dürfte die Nachfrage aufgrund vorgezogener Käufe und hoher Lagerbestände zunächst abflachen. Trotz kleiner chinesischer Schritte, die Nachfrage zu stützen, eines sich wohl weiter abschwächenden Dollars und einer strukturellen Nachfrage (Elektrifizierung, Aufrüstung) dürften Industriemetalle ohne deutlichen Wirtschaftsaufschwung vorerst seitwärts tendieren.

Mirko Schmidt, Analyst Multi Asset Strategy & Research

Ölmarkt seit neun Monaten im Angebotsüberhang

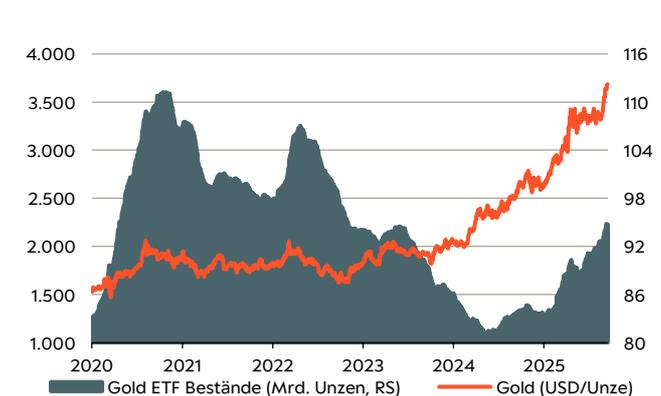
Brent-Ölpreis pro Barrel (in USD) sowie globales Angebots- und Nachfragegefüge (in Mio. Barrel pro Tag)



Zeitraum: 01.09.2022–31.08.2025
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Gold ETF-Bestände ziehen seit Jahresbeginn deutlich an

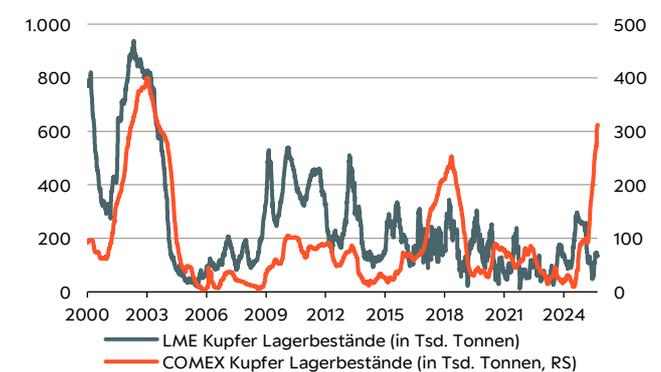
Goldpreisentwicklung (in USD) und Gold ETF-Bestände (in Mrd. Unzen)



Zeitraum: 01.01.2020–15.09.2025
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung

Lagerbestände an der COMEX auf höchstem Niveau seit 2003

Lagerbestände von an der COMEX und LME gehandeltem Kupfer



Zeitraum: 01.01.2000–15.09.2025
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen



Dollar weiter unter Druck, Franken trotz Zollkeule stabil

Derzeit spricht wenig für den US-Dollar

Die Einwanderungs- und Zollpolitik Trumps schwächt das US-Wirtschaftswachstum nachhaltig. Die geringere Konjunkturdynamik wird den US-Dollar tendenziell belasten. Die US-Notenbank Fed steuert dem sich abkühlenden Arbeitsmarkt derweil mit weiteren Zinssenkungen entgegen. Dadurch verringert sich der Leitzinsabstand zu anderen Notenbanken, beispielsweise zur Europäischen Zentralbank. Kapitalabflüsse aus den USA sind die wahrscheinliche Folge. Dies könnte den Dollar zusätzlich unter Druck setzen. Hinzu kommt, dass Präsident Trump zunehmend versucht, seinen Einfluss auf unterschiedlichste US-Institutionen auszuweiten. Auch die Unabhängigkeit der Fed gerät zunehmend in Gefahr, wodurch sich mittelfristig die Inflationsrisiken erhöhen. Am Markt wird dies mit einem schwächeren Dollar und steigenden Renditen auf langlaufende US-Staatsanleihen quittiert. Sorgen bereitet zudem die weiterhin rasant steigende US-Staatsverschuldung. Insgesamt spricht derzeit wenig für den Greenback. Für das kommende Jahr rechnen wir mit einer weiteren Abwertung des Dollars gegenüber dem Euro, wenngleich das Risiko besteht, dass die politische Wackelpartie in Frankreich zur Achillesferse der Eurostärke werden könnte.

Trumps Zollhammer trifft die Schweiz mit voller Wucht

Die Schweizer Wirtschaft ist im zweiten Quartal lediglich um 0,1 % im Vergleich zum Vorquartal gewachsen. Besonders schwach entwickelten sich die industrielle Wertschöpfung und die Exporte. Der US-Zollhammer hat die Schweiz hart getroffen, mit 39 % liegt die Einfuhrabgabe höher als für alle anderen Industrienationen. Die USA sind nach der Europäischen Union der wichtigste Handelspartner für die Schweiz. Somit wird die weitere wirtschaftliche Entwicklung der Alpenrepublik auch stark davon abhängen, ob es gelingen wird, die US-Zölle in Verhandlungen mit dem Weißen Haus zu senken. Sollten die USA jedoch, wie bereits mehrfach angedroht, auch noch Zölle auf Pharmaprodukte einführen, würde dies die Schweiz erheblich treffen. Die Schweizer Nationalbank (SNB) würde die Konjunktur gerne durch eine weitere Lockerung der Geldpolitik stützen, doch der Leitzins notiert bereits seit dem 20. Juni bei 0,0 %. Dass die SNB erneut Negativzinsen beschließen wird, gilt als eher unwahrscheinlich. Ganz ausschließen lässt es sich aber nicht, denn neben der schwachen Konjunktur lag auch die Schweizer Inflationsrate mit 0,2 % im August erneut nur knapp im positiven Bereich. Der Schweizer Franken gab aufgrund der Geschehnisse zwischenzeitlich etwas nach, notiert insgesamt aber recht stabil in der Nähe von 0,93 Franken pro Euro. Wir rechnen mit einer weiteren Seitwärtsbewegung. Für die Schweiz und den Franken wird aber auch das weitere Vorgehen im Weißen Haus entscheidend sein.

Dr. Felix Schmidt, Leitender Volkswirt

Trumps gefährliches Spiel

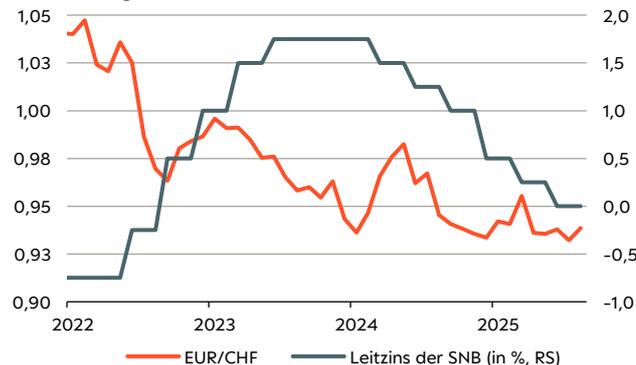
Markt quittiert US-Politik mit hohen Renditen und schwachem Dollar



Tägliche Daten. Der US-Dollar Index stellt das Verhältnis von sechs Währungen im Vergleich zum US-Dollar. Zeitraum: 01.01.2021–15.09.2025. Quelle: Refinitiv

Schweizer Franken trotz Nullzinspolitik stabil

Erneuter Negativzins erscheint derzeit unwahrscheinlich



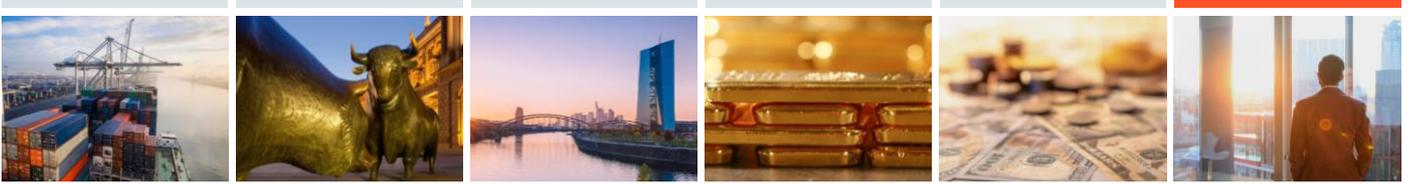
Zeitraum: 01.01.2022–31.08.2025
Quelle: Haver Analytics

Wechselkursprognosen

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

	18.09.2025	30.06.2026	31.12.2026	
Wechselkursprognose	Aktuell	Ø*	Ø*	Ø*
EUR/USD	1,18	1,19	1,19	1,21
EUR/GBP	0,87	0,87	0,87	0,87
EUR/CHF	0,93	0,95	0,96	0,97
EUR/JPY	174	170	166	164
Veränderung zum Euro (in %)				
USD	-	-0,8	-0,8	-1,7
GBP	-	0,0	-0,0	-1,1
CHF	-	-2,2	-3,2	-4,3
JPY	-	2,3	4,6	5,7

* Durchschnitt, Konsens per 18.09.2025
Quelle: Bloomberg



Interview mit Ulrich Urbahn

Herr Urbahn, Sie leiten den Bereich „Multi Asset Strategy & Research“. Was genau können wir uns darunter vorstellen?

Neben der Erstellung der Kapitalmarktpublikationen und der Durchführung des Investment Committees generiert mein Team Investment-Ideen aus der Vogelperspektive. Dazu gehören vor allem die Asset-Allokation, taktische Ansätze sowie Rohstoff-Investments. Außerdem managen wir zwei Publikumsfonds.

Hat sich Ihr Aufgabenfeld in den letzten Jahren verändert?

Definitiv, sowohl operativ als auch inhaltlich. Bei den Kapitalmarktpublikationen haben wir Prozesse zunehmend automatisiert und nutzen verstärkt Künstliche Intelligenz, etwa zum Übersetzen oder Zusammenfassen von Texten. Auch die Marktstruktur selbst hat sich geändert – nicht zuletzt wegen der zunehmenden ETF-Sparpläne und dem stärkeren Einfluss regelbasierter Anlagestrategien: Neben fundamentalen Kennzahlen sind Sentiment-, Flow- und Positionierungsanalysen heute deutlich wichtiger. Aufgrund der Zins- und makroökonomischen Volatilität spielt die sogenannte Style-Volatilität eine größere Rolle. Deshalb sind unsere Multi-Asset-Strategien breiter aufgestellt. Besonders interessant war in diesem Jahr, dass die Aktien im S&P 500 kaum miteinander korreliert waren – entscheidend war daher weniger die Aktienquote insgesamt, sondern die Auswahl der richtigen Sektoren und Anlagestile.

Wie setzen Sie diese Erkenntnisse in der Praxis um?

Neben der Fundamentalanalyse achten wir noch stärker auf Liquiditätskennzahlen, wie etwa das Geldmengenwachstum oder die Positionierungsdaten, und beziehen zunehmend auch den Optionsmarkt ein. Dieser ist seit der Coronakrise enorm gewachsen – nicht zuletzt durch den Einfluss der US-Privatanleger und ETF-Lösungen mit Optionseinsatz. Darüber hinaus haben Aktienrückkaufprogramme an Relevanz gewonnen. Letztlich geht es darum zu verstehen, wie wesentliche Anlegergruppen gerade positioniert sind – hier sind besonders extreme Positionierungen interessant – in welche Richtung sie ihre Positionen gerade ändern und ob sich Trendwenden abzeichnen könnten. Dafür ist auch die Analyse der Anlegerstimmung wichtig.

Sie sind auch im Fondsmanagement von zwei Berenberg-Fonds eingebunden. Können Sie uns diese näher vorstellen?

Zum einen verantworten wir den Berenberg Variato, einen flexiblen, benchmarkfreien Multi-Asset-Fonds mit einem Renditeziel von mehr als 4 % p.a. nach Kosten. Seit Auflage bzw. in den letzten sechs Kalenderjahren haben wir dieses Ziel fünf Mal erreicht – und das bei einer sehr guten Rendite-Risiko-Beziehung. Auch in diesem Jahr liegen wir bislang sehr gut im



Rennen. Das liegt daran, dass wir im Januar schon angefangen hatten, den US-Dollar teilweise abzusichern, nachdem der Konsensus zu optimistisch für die US-Währung und die Positionierung zu einseitig geworden war. Am meisten geholfen hat jedoch, dass wir die Aktienquote durch Verkäufe und Hedging bereits vor dem „Liberation Day“ in der Spitze um mehr als 15 Prozentpunkte reduziert hatten. Den Abverkauf haben wir dann genutzt, um Aktienabsicherungen aufzulösen und Aktien wieder selektiv zu kaufen, die wir langfristig attraktiv finden. Ab Ende Mai haben wir die Aktienquote dann wieder deutlicher angehoben. Darüber hinaus hat sich unsere Portfoliokonstruktion bewährt, die sehr stark auf „wahres Multi Asset“ setzt. Entsprechend deutlich sind wir in realen Vermögensgegenständen investiert und haben eine Allokation von mehr als 14 % in Gold, Silber sowie den entsprechenden Minenunternehmen. Zudem sind wir regional breit diversifiziert und konnten so auch von der freundlichen Entwicklung in China und anderen asiatischen Ländern profitieren.

Der zweite Fonds, der Berenberg Guardian, wurde im November 2023 aufgelegt. Er verfolgt das Ziel, bei fallenden Aktienmärkten eine positive Rendite zu erzielen und bei steigenden Märkten nur wenig zu verlieren. Mittlerweile haben Anleger uns über 200 Mio. Euro in dieser Strategie anvertraut, was zeigt, dass der Absicherungsansatz überzeugt. Was Anleger besonders schätzen, ist, dass der maximale Verlust bisher weniger als 2 % betragen hat, obwohl die Märkte seit Ende 2023



bis auf wenigen Ausnahmen nur eine Richtung, nach oben, kannten.

Welche Beweggründe führten zur Auflegung des Absicherungsfonds?

Seit 2022 entwickeln sich Aktien und Staatsanleihen oft in die gleiche Richtung – vor allem bedingt durch die Rückkehr der Inflation. Zusätzlich wächst die Sorge vieler Anleger über die steigende Staatsverschuldung weltweit. Früher haben Anleihen oft als Gegengewicht gewirkt, wenn Aktien gefallen sind. Dieser Puffer funktioniert heute nicht mehr so zuverlässig. Deshalb braucht es unserer Meinung nach neue Lösungen in der Portfoliokonstruktion: 1) Breitere Streuung im Portfolio, zum Beispiel mit Gold oder Rohstoffen und 2) Absicherungsstrategien mit Optionen, die in schwierigen Marktphasen Schutz bieten – so wie beim Berenberg Guardian. Wichtig ist, dass die Versicherungsprämien für die Absicherungen möglichst wenig kosten. Klassische Hedging-Strategien sind oft teuer, weil diese unabhängig vom Volatilitäts Umfeld agieren und systematisch Absicherungen einkaufen. Diese Absicherungen werden dann in der Regel bis zum Ende der Laufzeit gehalten. Unser Ansatz ist flexibler: Wir investieren mehr in Absicherungen, wenn sie günstig sind, und weniger, wenn sie teuer sind. Dafür arbeiten wir mit einem festen Budget, das wir über mehrere Monate verteilen. Außerdem können wir die Absicherungen an das aktuelle Marktumfeld anpassen und nehmen bei Marktkorrekturen erzielte Gewinne aus den Absicherungen teilweise mit, damit diese nicht wieder vollständig verloren gehen, falls es – wie zuletzt oft beobachtet – zu einer schnellen Erholung („V-Erholung“) kommt. Ein weiterer Vorteil ist, dass immer mehr Fonds und ETFs Risiken bzw. Volatilität verkaufen und auf ruhige Märkte setzen. Dadurch werden die Absicherungen billiger – gleichzeitig werden Aktienmärkte anfälliger für plötzliche Schocks. Beides spielt unserer Strategie in die Karten.

Wenn Sie einen Blick in die Zukunft werfen – was wird das Fondsmanagement in den nächsten Jahren am stärksten prägen?

Ich gehe davon aus, dass der Einfluss von Technologie und Künstlicher Intelligenz noch weiter zunehmen wird – sei es in der Datenanalyse, bei der Ideengenerierung oder bei Handelsentscheidungen. Fundamental dürften strukturelle Inflation, steigende Anleiherenditen, Abwertung des US-Dollars sowie die Suche nach Sachwerten und alternativen Absicherungen die prägenden Trends der nächsten Jahre sein. Diese und die geopolitische Lage werden weiterhin für deutliche Schwankungen an den Märkten sorgen. Für Fondsmanager bedeutet das, noch flexibler zu agieren, Märkte aus mehreren Blickwinkeln zu betrachten und gegebenenfalls auch unkonventionelle Anlageformen einzubeziehen.

Kurzvita

Herr Urbahn ist ein erfahrener Investmentprofi mit ausgewiesener Expertise in Multi-Asset-Strategien. Nach mehreren Jahren in einem der weltweit führenden Sell-Side-Research-Teams wechselte er 2017 auf die Buy-Side. Bei Berenberg leitet er die Abteilung Multi-Asset Strategy & Research, wo er mit seinem Team flexible Anlagekonzepte umsetzt, Investmentideen für Vermögens- und Beratungskunden entwickelt und Analysen zu strukturellen Marktveränderungen veröffentlicht. Darüber hinaus ist Herr Urbahn stimmberechtigtes Mitglied des Investmentkomitees, regelmäßiger Ansprechpartner für Medien und wurde in der Branche u.a. mit dem GOMBOC Award von Two Sigma ausgezeichnet.



Impressum

Herausgeber

Prof. Dr. Bernd Meyer | Chefanlagestrategie

Autoren

Martin Hermann, CFA | Senior Portfoliomanager Aktien

Verantwortet die globale Aktienstrategie Equity Growth und managt den Fonds Berenberg Global Focus Fund

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 und ist für die Währungsprognosen zuständig

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

Sebastian Burbank | Portfoliomanager Fixed Income Emerging Markets

Analysiert die EM-Anleihen-Segmente 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 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 19.09.2025

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

BERENBERG