



Horizonte

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth
and Asset Management

Weniger Aufwärtspotenzial im Jahr 2026

Das Wachstum der Weltwirtschaft dürfte im nächsten Jahr in etwa dem des letzten Jahres entsprechen. Die Kapitalmärkte bleiben durch Fiskal- und Geldpolitik gestützt. Hohe Bewertungen und (geo)politische Risiken sprechen jedoch für ein geringeres Aufwärtspotenzial als 2025.

Diversifikation sinnvoller denn je

Während die USA etwas an Tempo verlieren dürften, sprechen eine geringe Positionierung außerhalb der USA sowie regionale Wachstumstreiber wie das Fiskalpaket hierzulande für eine breite, ausgewogene Aufstellung zur Nutzung aller Diversifikationsvorteile.

Reale Anlagen strukturell unterstützt

Fiskalische Dominanz, finanzielle Repression sowie steigende Haushaltsdefizite sprechen auch im Jahr 2026 für einen Fokus auf reale Anlagen. Zudem dürfte der Dollar weiter abwerten, allerdings weniger als in diesem Jahr.

Q1 2026

BERENBERG

Vorwort



Dejan Djukic
Leiter Portfoliomanagement

Liebe Leserinnen, liebe Leser,

2026 dürfte ein Jahr soliden Wachstums werden, in dem die Weltwirtschaft in etwa das Tempo von 2025 hält und die Kapitalmärkte weiterhin von der geld- und fiskalpolitischen Unterstützung profitieren. Gleichzeitig dürften die (geo-)politischen Risiken hoch bleiben und Volatilitätsspitzen wiederkehrend auftreten. Daraus leiten wir eine bewusste, jedoch nicht zu pessimistische Positionierung ab. Die Konjunktur in Europa dürfte von höheren Investitionen in Verteidigung und Infrastruktur leichten Rückenwind erhalten, während die US-Wirtschaft etwas an Tempo verliert. Asiatische Märkte dürften sich insgesamt widerstandsfähig zeigen, unter anderem gestützt durch Pekings neuen Fünfjahresplan mit Fokus auf KI, Hightech und Produktivität.

Massive Investitionen in Rechenzentren und die Energieinfrastruktur sorgen dafür, dass Künstliche Intelligenz auch 2026 ein zentraler Wachstumstreiber bleibt. In den USA wird sich die Politik im Vorfeld der Zwischenwahlen auf die Eindämmung zollgetriebener Inflation konzentrieren müssen; zum Beispiel über punktuelle Lockerungen im Handelsstreit. Mit einem neuen Fed-Vorsitzenden ab Mai und tendenziell pro-zyklischen Stimulusmaßnahmen verbessert sich das Umfeld für Risikoanlagen. Die Märkte können sich somit stärker von den großen Makrothemen des Jahres 2025 lösen und sich wieder auf sektor- und unternehmensspezifische Treiber fokussieren, welche die Renditen in den kommenden zwölf Monaten treiben dürften. Wird die Politik der Fed nachhaltig expansiver, dürfte die Marktbreite wieder zunehmen. Dies sollte die Sektoren und Nebenwerte begünstigen, welche unter dem Zinsanstieg der vergangenen Jahre gelitten haben.

Die Unabhängigkeit der Zentralbanken bleibt ein wichtiger Anker, ist neuerdings politisch jedoch weniger unumstritten als in der Vergangenheit. Solange die Inflationserwartungen und damit auch die US-Zinsen verankert bleiben sowie die politische Einmischung die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik nicht erodiert, kann das Liquiditätsumfeld die Bewertungsniveaus an den Märkten stützen.

Für 2026 zeichnet sich ein positives Kapitalmarktjahr ab, mit einem moderateren Aufwärtspotenzial bei Aktien und Gold als 2025. Die US-Zwischenwahlen im November dürften im Vorfeld für Unsicherheit sorgen, sodass wir uns einen Aktienmarktverlauf ähnlich dem historischen Muster – ein starker Jahresstart, Schwankungen ab Frühjahr/Sommer und Erholung zum Jahresende – vorstellen können. Strukturelle Faktoren wie fiskalische Dominanz, finanzielle Repression und Haushaltsdefizite stützen reale Vermögenswerte wie Gold und Aktien gegenüber dem Dollar sowie Staatsanleihen. Solange keine Straffung der Geldpolitik seitens der Fed und keine konjunkturelle Abkühlung oder starke Rezession drohen, bleiben wir für Aktien optimistisch – trotz hoher Bewertungen und wahrscheinlicher Rücksetzer. Ein Anleihenkrisenszenario bleibt langfristig möglich, ist für 2026 aber unwahrscheinlich, sodass der Aktienbullenmarkt durch solide Gewinne anhalten dürfte.

Im Insights-Interview ab S. 14 geht Susette Mantzel, Leiterin Private Markets Solutions, auf Berenbergs Privatmarktanlagen näher ein. Wir wünschen Ihnen eine spannende Lektüre und einen fröhlichen Jahresausklang im Kreise Ihrer Liebsten.

Inhalt

Multi-Asset-Strategie Geldpolitik und Inflation für 2026 entscheidend	Seite 3
Volkswirtschaft Europa robust, USA profitiert vom KI-Boom	Seite 6
Aktien Weniger Aufwärtspotenzial als in Jahren zuvor	Seite 8
Anleihen Weitere Aussichten heiter bis wolkgig	Seite 10
Rohstoffe Reale Anlagen dürften gefragt bleiben	Seite 12
Währungen Notenbanken bewegen die Wechselkurse	Seite 13
Berenberg Insights Interview mit Susette Mantzel	Seite 14
Impressum	Seite 16

Geldpolitik und Inflation sind für 2026 entscheidend

Auf den Punkt

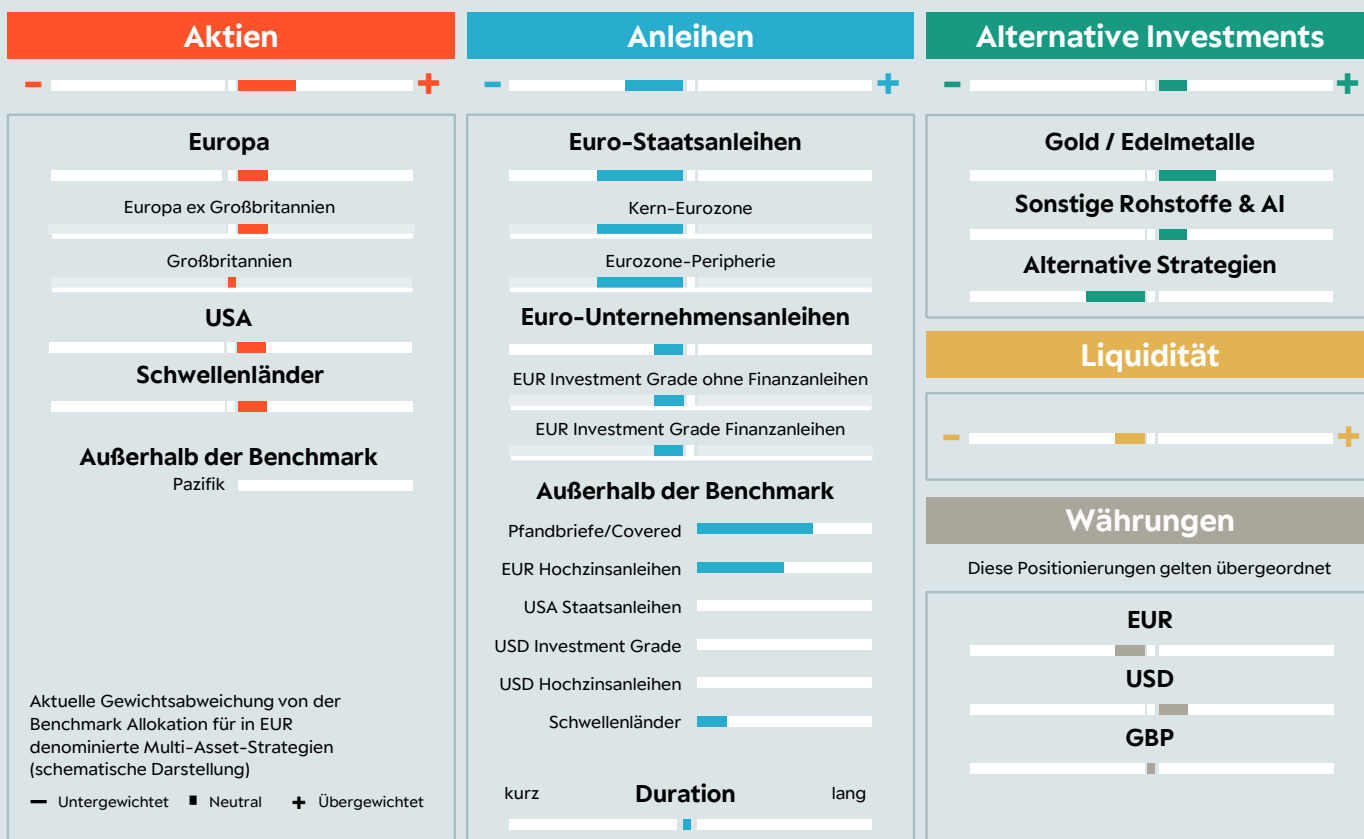
- Die Weltwirtschaft dürfte 2026 ähnlich wie 2025 wachsen, doch die regionale Dynamik verschiebt sich. Europa holt dank Investitionsprogrammen etwas auf.
- Geldpolitik, Inflation und die US-Zwischenwahlen werden nächstes Jahr im Fokus stehen. Allerdings dürfte die Makro-Unsicherheit etwas abnehmen und die Märkte mehr idiosynkratisch als 2025 getrieben sein.
- Wir bevorzugen weiterhin Aktien und Edelmetalle, gestützt durch solide nominale Unternehmensgewinne und finanzielle Repression. Ohne eine straffere Geldpolitik der Federal Reserve oder eine Rezession sollten Anleger Aktien nicht untergewichten.

getroffen. Zum Jahreswechsel halten wir an unserer Aktien-übergewichtung fest, ohne große regionale Präferenz. Freundliche Unternehmensausblicke, eine niedrige Anlegerpositionierung sowie Unterstützung durch Aktienrückkaufprogramme stimmen uns positiv. Bei unverändertem Ausblick wäre ein Rücksetzer aus unserer Sicht sogar eine Kaufgelegenheit. Allerdings sind wir sehr wachsam im Hinblick auf Konjunktur- und Bewertungsrisiken.

Unsere Auffassung, dass im Umfeld explodierender Staatsschulden und strukturell erhöhter Inflation Sachwerte gegenüber nominellen Staatsanleihen bevorzugt werden sollten, spiegelt sich deutlich im Portfolio wider. Unser größtes Übergewicht besteht entsprechend nach wie vor bei Edelmetallen. Anleihen, insbesondere Staatsanleihen, sind dagegen untergewichtet. Bei Anleihen bevorzugen wir Pfandbriefe, Hochzinsanleihen sowie Nischensegmente wie Lokalwährungsanleihen aus den Frontier-Märkten oder Katastrophenanleihen.

Portfoliopositionierung auf einen Blick

Dank unseres konstruktiven Blicks auf Aktien und Edelmetalle haben sich unsere Multi-Asset-Portfolios im vierten Quartal sehr positiv entwickelt. Der kleinere Abverkauf im November hat unsere Portfolios dank breiter Diversifizierung kaum



Rückblick viertes Quartal – gesunde Korrekturen

Das vierte Quartal war durch mehr Volatilität gekennzeichnet. Nachdem Gold und auch andere Edelmetalle von September bis Mitte Oktober eine phänomenale Rally hingelegt hatten, kam es anschließend zu deutlichen Gewinnmitnahmen. Gold gab von seinem Allzeithoch nahezu 10 % ab, erholte sich danach aber wieder deutlich und liegt nun in Euro gemessen mehr als 40 % im Plus seit Jahresanfang. Die globalen Aktienmärkte gaben etwas zeitverzögert ab Mitte November aufgrund von zunehmenden Sorgen um Tech-Bewertungen sowie wegen dem temporären Auspreisen von Fed-Zinssenkungen nach, erholten sich aber ebenfalls, als klar wurde, dass die Fed die Zinsen im Dezember höchstwahrscheinlich doch senken wird. Alle drei Aktienregionen legten im vierten Quartal um mehr als 3 % zu. Insgesamt war das vierte Quartal positiv für unsere strukturellen Übergewichte, Aktien und Gold, jedoch durch eine erhöhte Volatilität geprägt. Anleihen traten hingegen auf der Stelle.

Konjunkturausblick – leichte, regionale Verschiebungen

Die Weltwirtschaft dürfte 2026 ähnlich wie 2025 wachsen, doch die regionale Dynamik verschiebt sich (obere Abb. S. 5): Durch einen schwächer werdenden Arbeitsmarkt sowie durch eine nachlassende Binnennachfrage dürfte die US-Wirtschaft etwas an Schwung verlieren. Europa dürfte durch Investitionen in Verteidigung und Infrastruktur eine leichte Erholung erleben. China und Asien dürften insgesamt resilient bleiben, wohl gestützt durch den im Frühjahr 2026 zu verkündenden 15. Fünfjahresplan Chinas mit Fokus auf KI, Hightech und Produktivität. Künstliche Intelligenz bleibt weltweit ein Wachstumstreiber durch massive Kapitalinvestitionen in Datenzentren

und Energieinfrastruktur. Im Vorfeld der Zwischenwahlen im November wird sich das Weiße Haus voraussichtlich auf die Eindämmung von zollbedingter Inflation konzentrieren. Wir halten weitere Lockerungen bei einigen Handelsabkommen und Maßnahmen zur Preisdeckelung bei Lebensmitteln für möglich. Schließlich dürfte die Entwicklung der US-Inflation im neuen Jahr einen großen Einfluss auf den Ausgang der Wahlen haben – und da hat Donald Trump einiges gut zu machen. Seine Zustimmungswerte sind gerade beim Thema Teuerung im Laufe des Jahres regelrecht abgestürzt (mittlere Abb. S. 5). Höhere Zölle, eine lockerere Fiskalpolitik und restriktivere Einwanderungsregeln dürften die Inflation anheizen, auch wenn der konjunkturelle Nettoeffekt weniger eindeutig ist. Deregulierung und KI-Produktivitätsgewinne dürften dem entgegenwirken. Zudem dürfte Trump alles versuchen, die Energiepreise niedrig zu halten. Bislang sind die Inflationserwartungen verankert geblieben – auch dank der Glaubwürdigkeit, die Zentralbanken über Jahrzehnte aufgebaut haben. Doch die Unabhängigkeit der Geldpolitik kann nicht mehr als selbstverständlich vorausgesetzt werden – in einer Welt, in der auch Politiker großer Industrieländer wie die USA zunehmend unorthodoxe Positionen vertreten.

2026 dürfte mehr Mikro-getrieben sein

Die US-Geldpolitik unter einem neuen Fed-Vorsitzenden ab Mai sowie pro-zyklische Stimulierungsmaßnahmen dürften eine günstige Grundlage für die Kapitalmärkte schaffen: Die Märkte können sich von den globalen Makrothemen 2025 abwenden und sich stattdessen auf branchenspezifische Mikro-Themen konzentrieren, die in den nächsten zwölf Monaten die Renditen treiben dürften.

YTD-Gewinner haben in Q4 weiter zugelegt: Edelmetalle und Aktien vorne, Öl hinten, US-Dollar hat sich etwas erholt

Gesamtrendite	Seit Jahresanfang und in Q4 25 (in %, in EUR)	12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, in EUR)					CAGR*	Std.-Abw.*
		08.12.24	08.12.23	08.12.22	08.12.21	08.12.20		
	■ YTD (31.12.24–08.12.25)	08.12.25	08.12.24	08.12.23	08.12.22	08.12.21	08.12.25	08.12.25
Gold	42,1	44,5	33,7	10,0	7,8	1,7	18,4	13,7
DAX	20,8	18,0	21,6	17,5	-9,1	18,1	12,6	16,4
MSCI EM	17,1	16,3	18,3	1,2	-13,5	7,9	5,4	15,3
Stoxx Europa 50	14,8	12,0	11,6	11,1	3,5	23,7	12,2	13,2
S&P 500	4,8	3,2	36,7	15,8	-7,8	37,5	15,7	16,9
Euro-Unternehmensanleihen	2,8	2,1	7,3	3,3	-12,1	-0,7	-0,2	3,5
Euro-Übernachteinlage	2,1	2,3	3,8	3,1	-0,2	-0,6	1,7	0,1
Euro-Staatsanleihen	1,9	1,1	4,8	0,9	-9,4	-1,2	-0,9	3,6
EM-Staatsanleihen	0,1	-0,1	13,9	3,4	-9,0	6,6	2,7	7,6
US-Staatsanleihen	-5,8	-5,8	1,5	-2,5	-4,4	4,3	-0,3	7,0
USD/EUR	-11,0	-9,2	1,9	-1,9	7,4	6,7	0,8	7,5
Brent	-15,5	-9,0	7,3	7,4	39,6	82,3	21,7	32,2

Zeitraum: 08.12.2020–08.12.2025

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

Im Gegensatz zu 2025, als Handelskonflikte und politische Unsicherheit das Geschehen vor allem im ersten Halbjahr dominierten, dürften die Märkte 2026 stärker ihren eigenen Gesetzen folgen. Wir gehen davon aus, dass die Marktbreite nächstes Jahr wieder etwas zulegen dürfte, sollte die Fed die Geldpolitik weiter lockern. Dann hätten viele Sektoren, die in den letzten Jahren wegen der hohen Zinsen geschwächt haben, Aufholpotenzial – vor allem auch Nebenwerte.

Aktien und Gold bevorzugt, aber mit weniger Potenzial 2026

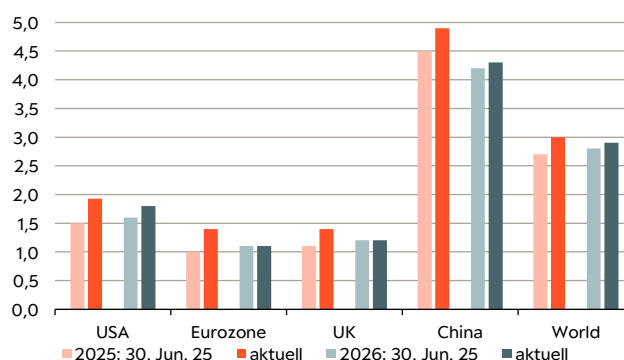
Wir gehen davon aus, dass 2026 ein positives Kapitalmarkthjahr wird, allerdings mit moderaterem Aufwärtspotenzial für Aktien und Gold als in diesem Jahr. Die Volatilität dürfte ansteigen – nicht zuletzt wegen der US-Zwischenwahlen im November, die historisch für eine erhöhte Marktunruhe sorgen. Tatsächlich waren die letzten beiden Zwischenwahljahre 2018 und 2022 für Aktienanleger alles andere als positiv (untere Abb. S. 5). Dennoch sprechen mehrere Faktoren für risikobehaftete Anlagen: Fiskalische Dominanz, finanzielle Repression und hohe Haushaltsdefizite begünstigen weiterhin reale und knappe Vermögenswerte gegenüber dem US-Dollar und Staatsanleihen. Der Dollar sollte sich mittelfristig weiter abschwächen, allerdings deutlich moderater als in diesem Jahr. Solange keine Finanzkrise mit stark steigenden Anleiherenditen eine fiskalische Korrektur in den USA oder Teilen Europas erzwingt – ein langfristiges Risiko, das wir aber kurzfristig nicht erwarten – dürfte der Bullenmarkt bei Aktien und Edelmetallen 2026 anhalten. Wie wir in der Vergangenheit argumentiert haben: Ohne eine straffere Geldpolitik der Federal Reserve oder eine Rezession sollten Anleger Aktien nicht untergewichten. Ohne eines dieser Szenarien macht es weiterhin Sinn, Aktien mindestens neutral zur Benchmark zu halten. Zwar ist nach der starken Erholung seit April und angesichts hoher Bewertungen eine Gegenbewegung wahrscheinlicher geworden, doch dürfte Präsident Trump mit Blick auf die Zwischenwahlen unterstützend für Konjunktur und Märkte agieren. Deshalb sollte man sich nicht zu pessimistisch gegenüber Risikoanlagen positionieren. Historisch laufen Aktien in Zwischenwahljahren bis März/April gut. Danach wird es volatil, und erst nach den Wahlen geht es wieder aufwärts. Ein Muster, das wir uns auch für 2026 vorstellen können.

Bei Staatsanleihen erwarten wir, dass das Wechselspiel zwischen Wachstumssorgen und Inflationsängsten die Anleiherenditen wie in diesem Jahr in einem bestimmten Band hält. Eine M&A-Renaissance sowie vermehrt kreditfinanzierte KI-Investitionen dürften zudem zu weiteren IG-Spreads und einer größeren Heterogenität bei Unternehmensanleihen führen.

Ulrich Urbahn, Leiter Multi Asset Strategie & Research

Kaum Impulse von Wachstumsveränderungen für die Märkte

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

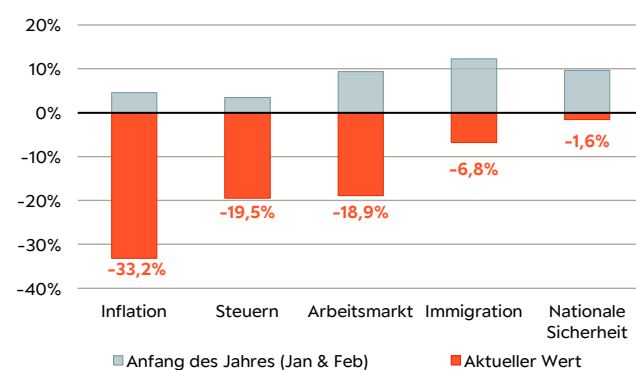


Zeitraum: 30.06.2025–28.11.2025

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Trump muss bei dem Thema Inflation liefern

Nettozustimmung nach Politikthemen (%)

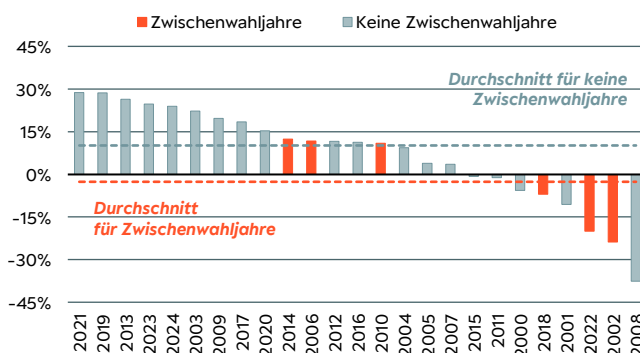


Stand: 17.11.2025

Quelle: The Economist

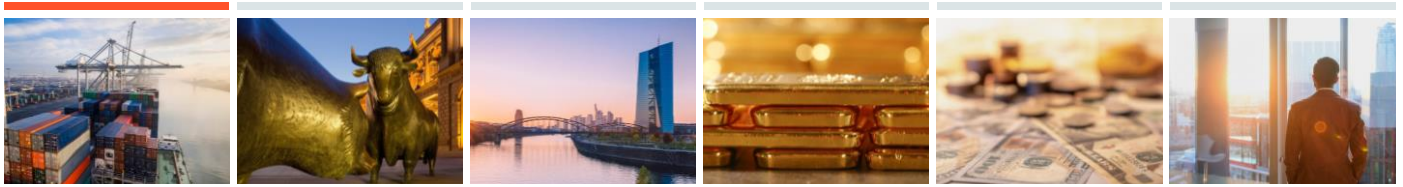
Aufwärtspotenzial wohl limitiert nächstes Jahr

US-Zwischenwahljahre gehen tendenziell mit niedrigeren Aktienmarkrenditen einher; Gesamtrendite pro Kalenderjahr seit 2000



Zeitraum: 01.01.2000–31.12.2024

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen



Europa weiterhin robust, USA profitiert vom KI-Boom

Auf den Punkt

- Nach einem robusten dritten Quartal wird die Eurozone voraussichtlich auch im kommenden Jahr solide wachsen.
- Der Fiskalimpuls wird die deutsche Wirtschaft 2026 beleben, weitere Reformen sind aber notwendig.
- Trumps Politik belastet die Wirtschaft, der derzeitige KI-Boom kommt dem Präsidenten daher gerade recht.

Uneinheitliches Wachstum in der Eurozone

Trotz des Trumpschen Zollchaos und der chinesischen Exportschwemme konnte die Wirtschaft der Eurozone im dritten Quartal um 0,3 % im Vergleich zum Vorquartal zulegen. Besonders stark fiel das Wachstum mit 0,6 % in Spanien aus. Während die ehemaligen Sorgenkinder der Eurozone weiterhin robust wachsen, sind es inzwischen die großen Volkswirtschaften Westeuropas, die beim Wachstum die rote Laterne übernommen haben. Die Wirtschaftskraft in Spanien und Griechenland liegt mittlerweile 10 % höher als vor der Corona-Pandemie. In Frankreich sind es lediglich 6 %. Deutschland stagniert weiterhin auf dem Niveau von vor der Pandemie.

Insgesamt hat die Eurozonenkonjunktur im dritten Quartal aber leicht positiv überrascht und könnte im nächsten Jahr sogar noch an Schwung gewinnen. Stützend wirkt sich aus, dass der Arbeitsmarkt in der Eurozone trotz des verhaltenen Wachstums weiterhin stabil ist, die Unsicherheit im Handelsstreit mit den USA nachgelassen hat und die EZB-Zinssenkungen zunehmend in der Realwirtschaft ankommen. 2026 ist darüber hinaus mit zusätzlichem Rückenwind durch die steigenden Fiskalausgaben, insbesondere in Deutschland, zu

rechnen. Die größte Gefahr für die Eurozone geht derweil von der politischen Instabilität und der hohen Schuldenlast in Frankreich aus.

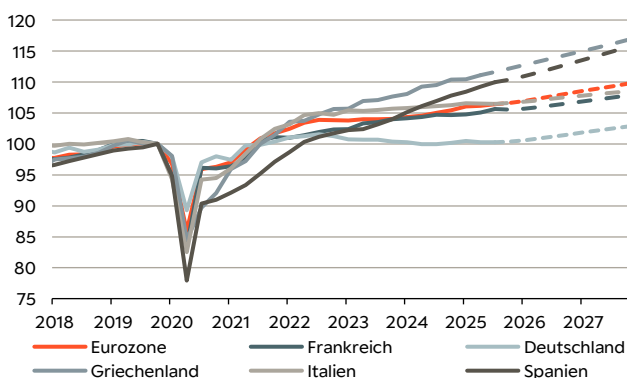
Deutschlands Wirtschaftskraft stagniert weiterhin auf demselben Niveau wie vor der Pandemie.

Deutschland: Reformen müssen das Fiskalpaket begleiten

Die deutsche Wirtschaft ist im dritten Quartal nicht gewachsen. Negativ zu Buche schlugen die Exporte, die im Vergleich zum Vorquartal abnahmen. Die Ausrüstungsinvestitionen haben hingegen zugenommen und deuten möglicherweise auf die ersten Auswirkungen der zusätzlichen Staatsausgaben, vor allem im Rüstungssektor, hin. Die Stimmung in der deutschen Wirtschaft ist derzeit durchwachsen. Im Dienstleistungssektor bewerten die Unternehmen die Lage deutlich besser als im verarbeitenden Gewerbe. Hier lasten weiterhin insbesondere die hohen Energiepreise, der Fachkräftemangel, die zunehmende chinesische Konkurrenz und die anhaltenden Unsicherheiten im globalen Handel auf der Stimmung. Die Einschätzung der deutschen Unternehmen zur aktuellen Lage hat sich zuletzt kaum verbessert. Die Erwartungen für die nächsten sechs Monate sind hingegen deutlich gestiegen. Dieser Optimismus ist vor allem auf die gelockerte Schuldenbremse und die damit einhergehende deutliche Ausweitung der Staatsausgaben zurückzuführen. Die Regierung muss bei den Reformen jedoch energisch weitermachen, damit die Mehrausgaben nicht nur zu einem Strohfeuer führen, sondern das deutsche Potenzialwachstum erhöhen. Sorge bereitet in diesem Zusammenhang, dass die Koalition zumindest teilweise Investitionen aus dem

Eurozone: Das Süd-Nord-Gefälle

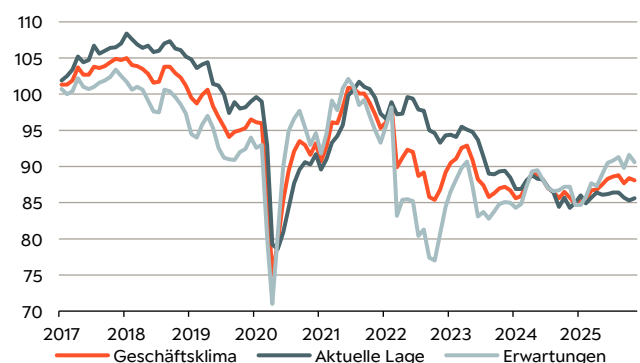
Aufschwung nach der Pandemie: Rote Laterne Deutschland



Reales BIP, Q4 2019 = 100. Quartalsdaten. Zeitraum: 01/2017–12/2027.
Quellen: Eurostat, Berenberg

Deutschland: Warten auf den Fiskalimpuls

Ifo Geschäftsklimaindex: Erwartungen stützen den Gesamtindex



Index (2015 = 100); Erwartungen: für die nächsten sechs Monate; saisonbereinigt. Monatsdaten. Zeitraum: 01/2017–11/2025, Quelle: Ifo.

Kernhaushalt in die Sondervermögen verlagert, um hierdurch Finanzierungslücken zu schließen. Aus ökonomischer Sicht ist eine Ausweitung der Schulden jedoch nur dann sinnvoll, wenn die zusätzlichen Mittel in zusätzliche Investitionen fließen, um das Potenzialwachstum zu steigern. Einige kleinere Reformen der Regierung, wie der Investitionsbooster, der Bauturbo oder die geplante Senkung der Stromsteuer, gehen in die richtige Richtung. Der Rest des Rentenpakets sorgte jedoch nicht nur für Konfliktstoff in der Koalition, sondern auch für Unverständnis unter Ökonomen. Die Rente muss mit eingreifenden Reformen auf eine nachhaltige Basis gestellt und der Anstieg der Lohnnebenkosten begrenzt werden. Das würde nicht nur die Generationengerechtigkeit verbessern, sondern auch den Wirtschaftsstandort Deutschland stärken.

KI-Boom in den USA kommt für Trump zur rechten Zeit

Die US-Wirtschaft zeigt sich, unterstützt durch den Boom im Bereich der Künstlichen Intelligenz, weiterhin von ihrer robusten Seite. Die großen US-Techfirmen werden in diesem Jahr voraussichtlich Investitionen in Höhe von etwa einem Prozent des Bruttoinlandsprodukts tätigen. Ein erheblicher Teil davon wird in den Bereich der Künstlichen Intelligenz fließen.







Diese Konjunkturstütze kommt Präsident Trump sehr gelegen. Während er seinen entschlossenen Umbau des Landes fortsetzt, macht sich seine Politik nämlich zunehmend auch negativ in der Wirtschaft bemerkbar. Die Zoll- und Migrationspolitik bremst das Arbeitskräftewachstum aus und treibt die Inflation. Auch die zunehmende Aushöhlung der Institutionen durch die US-Regierung wird die Attraktivität des Wirtschaftsstandorts USA mit der Zeit untergraben. Mittelfristig rechnen wir daher damit, dass das Trendwachstum auf 1,5 % sinken wird.

Fed mit wenig Zinssenkungsspielraum, EZB im Dämmermodus

Die negativen Auswirkungen von Trumps Wirtschaftspolitik machen sich bisher vor allem am Arbeitsmarkt bemerkbar. So ist die Arbeitslosenquote im September auf 4,4 % gestiegen. Für die Federal Reserve (Fed) ergibt sich dadurch eine schwierige Lage: Einerseits verlangt der sich abkühlende Arbeitsmarkt nach konjunkturstützenden Zinssenkungen, andererseits lassen die US-Zölle und die restriktive Migrationspolitik unter Trump die Inflation steigen, was eigentlich eine strikte Geldpolitik erforderlich machen würde. Hinzu kommt, dass die Haushaltssperre in den USA zwar nach 43 Tagen am 12. November zu Ende gegangen ist, die wirtschaftlichen Daten für den Oktober aufgrund des Shutdowns jedoch verspätet oder gar nicht veröffentlicht werden. Dies kommt zur Unzeit, da die Fed zur Feinjustierung der Geldpolitik aktuell ganz besonders auf ein präzises Lagebild angewiesen ist. Der Arbeitsmarkt scheint der US-Notenbank derzeit größere Sorgen zu bereiten als die Inflation. Der anhaltende Preisdruck lässt jedoch nur wenig Spielraum für Zinssenkungen. Bis zum Sommer 2026 rechnen wir mit einer Absenkung der Leitzinsspanne auf 3,25 bis 3,5 %. Im Gegensatz zu ihrem US-Pendant befindet sich die Europäische Zentralbank (EZB) in einer deutlich komfortablen Lage. Die Inflationsrate bewegt sich seit geraumer Zeit in der Nähe des Zweiprozentziels, während sich die Konjunktur in der Eurozone von ihrer robusten Seite zeigt und 2026 voraussichtlich noch weiter an Fahrt aufnehmen wird. Für die EZB gibt es daher derzeit keinen Grund, den Leitzins weiter abzusenken. Der nächste Zinsschritt könnte sogar eine Erhöhung sein. Es wird jedoch voraussichtlich bis Mitte 2027 dauern, bis eine erneut anziehende Inflation die EZB dazu veranlassen wird, den Leitzins wieder langsam in Richtung 3 % zu erhöhen.

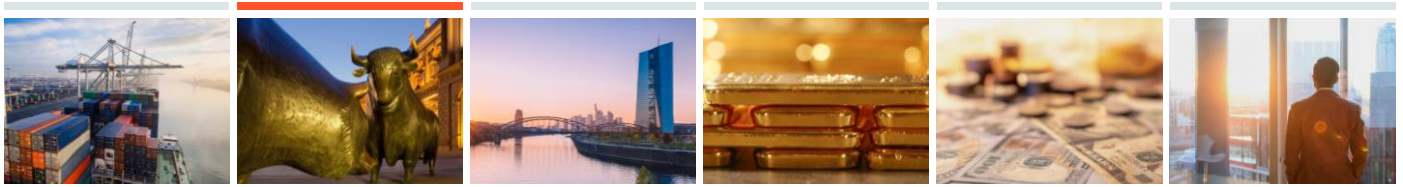
Dr. Felix Schmidt, Leitender Volkswirt

Wachstums- und Inflationsprognosen

	BIP-Wachstum (in %)						Inflation (in %)					
	2025		2026		2027		2025		2026		2027	
		Ø**		Ø**		Ø**		Ø**		Ø**		Ø**
USA	2,0	2,0	1,8	2,0	1,5	2,0	2,8	2,8	3,0	2,9	2,5	2,5
Eurozone	1,4	1,4	1,2	1,1	1,5	1,4	2,1	2,1	2,0	1,8	2,2	2,0
Deutschland	0,3	0,3	0,8	1,0	1,3	1,5	2,3	2,2	2,1	2,0	2,2	2,0
Frankreich	0,8	0,8	0,8	1,0	1,1	1,2	1,0	1,0	1,4	1,4	2,1	1,8
Italien	0,6	0,5	0,7	0,7	0,9	0,9	1,7	1,7	1,8	1,4	2,1	1,8
Spanien	2,8	2,9	2,2	2,1	2,4	1,8	2,7	2,6	2,3	2,0	2,4	2,0
Großbritannien	1,4	1,4	0,8	1,1	1,6	1,4	3,4	3,4	2,4	2,5	2,0	2,1
Japan	1,2	1,3	0,6	0,7	1,0	0,8	3,2	3,1	2,1	1,9	1,9	2,0
China	4,9	4,9	4,3	4,5	4,1	4,3	0,0	0,0	0,9	0,8	1,4	1,0
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 11.12.2025.



Weniger Aufwärtspotenzial für Aktien als in Jahren zuvor

Auf den Punkt

- Globale Leitindizes verbuchten nach einem volatilen vierten Quartal weitere Gewinne. Der DAX performte dabei schwächer als andere Aktienindizes.
- Die Gewinnprognosen für US-Aktien wurden weiter nach oben korrigiert. Der Marktkonsens scheint davon auszugehen, dass auch 2026 ein starkes Jahr für US-Aktien wird.
- Wir gehen davon aus, dass die Aktienhausse im nächsten Jahr anhält. Doch hohe Bewertungen und Makrorisiken in den USA dürften die Aktienrally etwas schwächer und vor allem volatiler ausfallen lassen als in den Jahren zuvor.

Deutscher Leitindex holt sich die rote Laterne im vierten Quartal

Trotz mehrerer Rücksetzer verbuchten globale Leitindizes im vierten Quartal weitere Gewinne. Die Aktien hierzulande entwickelten sich dabei schwächer als andere Aktienindizes. Der starke Euro, schwächelnde Wirtschaftsdaten und vor allem eine deutliche Korrektur bei Rüstungsunternehmen lasteten auf der Performance des DAX. Dennoch stiegen paneuropäische Leitindizes in diesem Quartal um fast 4 % an, auch weil defensive Sektoren, wie etwa der Gesundheitssektor zulegten. Sorgen über zu hohe Bewertungen im Technologiesektor, kombiniert mit etwas falkenhafteren Erwartungen bezüglich der Federal Reserve (Fed), führten im November zu einer kurzlebigen Marktkorrektur in den USA. Für Euro-Investoren wurde diese durch eine Aufwertung des Dollars etwas abgefedert. Die Aktienmärkte der Schwellenländer erwiesen sich als guter Portfolio-Diversifikator und generierten über die letzten drei Monate solide Renditen.

US-Aktien dürften 2026 ihre Rally weiter fortsetzen

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

Doch limitieren bereits hohe Erwartungen das Aufwärtspotenzial

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

Obwohl der DAX zuletzt schwächelte, haben europäische Aktien in einheitlicher Währung 2025 besser performt als US-Titel

Gesamtrendite	Seit Jahresanfang und in Q4 25 (in %, in EUR)	12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, in EUR)					KBV*	Div.*	KGV*
	■ YTD (31.12.24–08.12.25)	08.12.24	08.12.23	08.12.22	08.12.21	08.12.20	08.12.25	08.12.25	08.12.25
	■ Q4 25 (30.09.25–08.12.25)	08.12.25	08.12.24	08.12.23	08.12.22	08.12.21			
MSCI EM Lateinamerika	7,0 34,7	28,9	-13,8	19,6	17,9	1,1	1,8	5,1	10,6
Stoxx Europa Zyklisch	3,2 27,8	25,0	20,6	16,6	-10,2	25,8			
DAX	0,7 20,8	18,0	21,6	17,5	-9,1	18,1	1,9	2,5	15,5
Euro Stoxx 50	3,8 19,8	17,8	12,8	18,3	-5,0	22,4	2,4	2,8	15,9
MSCI EM Asien	4,5 16,2	15,7	22,4	-0,7	-14,5	5,5	2,2	2,4	14,2
MSCI Großbritannien	3,9 15,6	14,2	17,9	5,4	7,4	23,5	2,2	3,3	13,1
Stoxx Europa 50	4,3 14,8	12,0	11,6	11,1	3,5	23,7	2,8	3,1	15,6
Stoxx Europa Small 200	2,3 13,3	10,5	11,1	6,6	-21,2	25,1	1,5	3,3	13,7
MSCI Japan	4,3 10,9	10,4	18,2	13,2	-11,8	14,3	1,8	2,1	16,7
Stoxx Europa Defensiv	5,7 10,7	7,6	9,5	7,4	4,9	18,6			
S&P 500	4,8 3,6	3,2	36,7	15,8	-7,8	37,5	5,3	1,2	22,4
MSCI USA Small Caps	-0,3 3,9	-5,4	31,3	4,6	-8,9	31,1	1,8	1,8	18,8

Zeitraum: 08.12.2020–08.12.2025

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

Hohe US-Bewertungen machen Diversifikation attraktiver

In der Tat sind Aktien aus Europa und auch den Schwellenländern im Vergleich zu ihren Gegenstücken aus den USA sowie zu ihrer eigenen Historie günstiger bewertet. Auch die Gewinnrevisionen, die für US-Aktien zuletzt weiter anzogen, fielen in Europa deutlich schwächer aus. Die damit einhergehende geringere Erwartungshaltung, kombiniert mit regionalen Wachstumstreibern, wie etwa dem anlaufenden Konjunkturpaket in Deutschland, den Friedensverhandlungen in der Ukraine, Pekings neuem Fünfjahresplan, sowie der immer dominanteren Rolle, die asiatische Volkswirtschaften im „KI-Boom“ einnehmen, machen sowohl EM- als auch europäische Aktienmärkte als regionale Diversifikatoren auch 2026 interessant. Auf Sektorebene dürften Pharma- sowie Rohstoffaktien 2026 eine weitaus größere Rolle spielen als in den Jahren zuvor. Beide Segmente weisen im Vergleich zum Gesamtmarkt attraktivere Bewertungen sowie ein geringeres Positionierungsniveau auf. Gleichzeitig könnten sie Anlegern eine gewisse Diversifikation bieten, sollte sich der Marktkonsensus irren und ein anziehendes Inflationsmomentum eine weniger expansive Geldpolitik der Zentralbanken auf den Plan rufen.

Wenngleich auch 2026 ein weiteres positives Jahr für Aktien sein dürfte, limitieren die bereits sehr hohen Markterwartungen das Aufwärtspotenzial für das kommende Jahr. Wir erwarten daher, dass die Aktienhaube 2026 zwar anhält, aber geringer ausfallen dürfte als in den Jahren zuvor. Auf lange Sicht dürften die hohen Bewertungen auf dem Renditepotenzial von US-Aktien lasten.

Fabian Birli, Analyst Multi Asset Strategie & Research

Was die Unternehmen bewegt

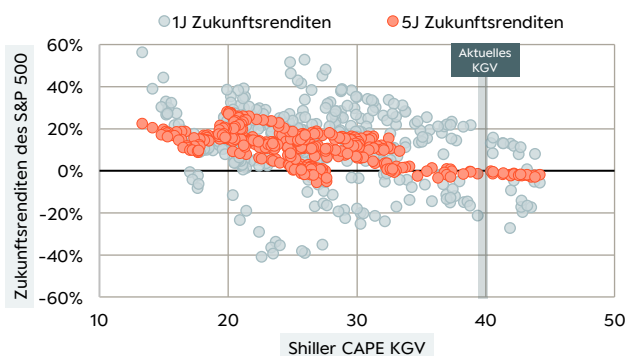
Anzeichen einer Erholung

In unseren Gesprächen mit Unternehmen dominieren weiterhin die Themen Konjunktur und KI. Inzwischen gibt es positive Signale aus der Industrie, aber auch aus dem Gesundheitsbereich. Der globale Softwaresektor hat mit anhaltenden Abflüssen zu kämpfen, da Investoren ihr Engagement in Halbleiteraktien sukzessive erhöhen, um vom KI-Boom zu profitieren. So haben auch Medienunternehmen trotz zuletzt stabiler Quartalsergebnisse weiter an Boden verloren, da die Angst vor der Disruption durch automatisierte Agenten weiter hoch ist. Demgegenüber stehen positive Entwicklungen im Gesundheitsbereich, insbesondere im Biotech-Sektor. Aber auch im Pharmasektor hellte sich die Stimmung in den vergangenen Monaten allmählich auf. Unternehmen konnten erste Deals zu Medikamentenpreisen mit der US-Regierung abschließen und dabei Worst-Case-Szenarien abwenden. Gleichzeitig zeigte die industrielle Nachfrage in den USA erste positive Tendenzen. Entsprechend berichten Unternehmen von einer Bodenbildung in der Auftragslage, während das Thema Re-Industrialisierung in den USA leicht an Fahrt aufnimmt. Finanzwerte konnten ihre Stärke zuletzt beibehalten. Die jüngsten Berichte rund um einen möglichen Frieden in der Ukraine beflügelten zuletzt außerdem wieder europäische Infrastruktur-Unternehmen und insbesondere Zementproduzenten, die von einem Wiederaufbau profitieren würden.

Peter Kraus, Leiter Portfoliomanagement Aktien

Bewertungen limitieren Aufwärtspotenzial auf lange Sicht

Ein- bzw. fünfjährige Zukunftsrenditen des S&P 500 (Y-Achse), wenn der S&P 500 ein bestimmtes KGV (Shiller CAPE) erreicht hat (X-Achse)



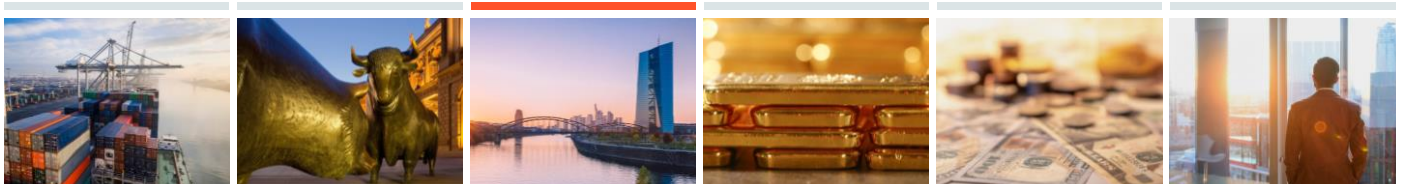
Zeitraum: 01.01.1989–30.11.2025
Quelle: Shiller Data, Factset, Bloomberg, Berenberg

Prognoseübersicht: Rally geht weiter, aber schwächer als zuvor

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

	08.12.2025	30.06.2026	31.12.2026	In 12 Monaten
Indexprognosen	Aktuell			Ø*
S&P 500	6.847	7.250	7.400	7.901
DAX	24.046	25.500	26.000	28.360
Euro Stoxx 50	5.726	5.900	6.100	6.388
MSCI UK	2.750	2.950	3.000	3.075
Indexpotenzial (in %)				
S&P 500	-	5,9	8,1	15,1
DAX	-	6,0	8,1	17,9
Euro Stoxx 50	-	3,0	6,5	11,6
MSCI UK	-	7,3	9,1	11,8

* Durchschnitt, Konsensus Bottom-Up per 08.12.2025.
Quelle: Bloomberg, Factset, Berenberg



Anleihen: Weitere Aussichten heiter bis wolkig

Auf den Punkt

- Sichere Staatsanleihen versprechen nur im Vereinigten Königreich nennenswerte nominale Erträge, real und aus Euro-Perspektive bleibt die Anlageklasse unattraktiv.
- Korrekturen bei europäischen Unternehmensanleihen könnten Einstiegschancen bieten, insbesondere im Hochzinssegment.

Neues Jahr mit teils altbekannten Themen

Auf politischer Ebene bleiben vertraute Themen virulent. Beispielsweise werden steigende Staatsverschuldungen dies- und jenseits des Atlantiks, zollbedingte Inflationsrisiken in den USA und das im Mai anstehende Amtszeitende von US-Notenbankpräsident Powell auch 2026 für Gesprächsstoff an den Märkten für Staatsanleihen sorgen. Das Segment der Unternehmensanleihen wiederum steht nach einer erfreulichen Entwicklung vor der Frage, wo trotz inzwischen niedriger Renditeaufschläge Chancen zu finden sind. Somit befinden wir uns am Beginn eines herausfordernden Anleihejahres – wo sehen wir in diesem anspruchsvollen Umfeld Opportunitäten?

Sichere Staatsanleihen: Steilere Kurven in Euroland und den USA

Nachdem die Fed ihrer Zinssenkung vom September 2025 zwei weitere Senkungen von jeweils 25 Basispunkten folgen ließ, rechnen wir für 2026 angesichts einer erwarteten US-Inflation von knapp unter 3 % mit nur noch einer Zinssenkung. Auch in der Eurozone sollte die Zentralbank in den kommenden Monaten keinen Bedarf für eine Zinssenkung haben. Zwar steigen die Preise hierzulande nicht stärker als von der EZB

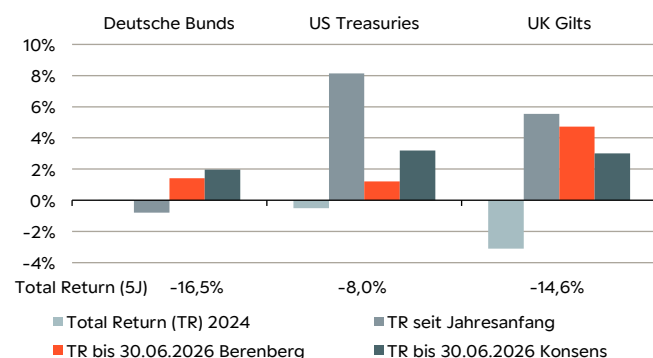
angestrebt, doch positive Konjunkturüberraschungen und eine von der deutschen Ausgabenpolitik gestützte wirtschaftliche Erholung lassen keine dringende Notwendigkeit für eine monetäre Unterstützung erkennen. Vielmehr dürfte sich die Zinsstrukturkurve weiter versteilern, denn anders als am kurzen Ende werden die konjunkturelle Belebung und die öffentliche Verschuldung die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen moderat steigen lassen (Abb. unten rechts). Für US-Treasuries rechnen wir mit einem etwas stärkeren Renditeanstieg. Im Ergebnis dürften weder mit deutschen noch mit amerikanischen Staatspapieren attraktive Erträge erzielt werden. Bewegt man sich vom europäischen Festland auf die britische Insel, stellt sich das Bild anders dar. Die Bank of England dürfte ihren Leitzins senken. Trotz leicht steigender Kapitalmarktrenditen ergibt sich für UK-Gilts aufgrund des auskömmlichen Niveaus der laufenden Verzinsung die Perspektive auf eine insgesamt attraktive nominale Wertentwicklung (Abb. unten links). Zu beachten bleibt allerdings das Risiko von Wechselkursschwankungen; darüber hinaus muss noch die Inflationsrate in Rechnung gestellt werden. Aus Euro-Perspektive bleiben sichere Staatsanleihen somit durch die Bank hinweg wenig attraktiv und sind allenfalls als Absicherungsinstrument für temporäre Rückschläge an den Risikomärkten geeignet.

Unternehmensanleihen: Vorsichtig optimistisch

Sowohl im letzten Quartal als auch im Gesamtjahr 2025 haben sich Unternehmensanleihen im Investment Grade - wie auch im Hochzinssegment erneut behauptet. Allerdings sind die Risikoaufschläge im Zuge der jüngsten Aktienmarktkorrektur leicht gestiegen. Zugleich musste der Markt ein hohes Volumen an Neuemissionen aufnehmen, was jedoch keine



Sichere Staatsanleihen: reif für die Insel?

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



Prognosen: Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)

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

	11.12.2025	30.06.2026	31.12.2026
USA	Aktuell		
Leitzins	3,50-3,75	3,25-3,50	3,43
10J US-Rendite	4,15	4,30	4,04
Eurozone			
Leitzins**	2,00	2,00	1,95
10J Bund-Rendite	2,87	2,90	2,83
Großbritannien			
Leitzins	4,00	3,25	3,43
10J Gilts-Rendite	4,50	4,20	4,43

Belastung darstellte, da Investmentfonds im Credit-Segment weiter Zuflüsse verzeichneten. Perspektivisch dürfte sich dieser Trend fortsetzen, da die Renditen von Festgeldanlagen nach den Zinssenkungen der EZB inzwischen wenig interessant sind und Anleger vermehrt nach höher verzinsten Alternativen suchen. Viele richten dabei ihren Fokus auf absolute Renditen, während Risikoaufschläge („Credit Spreads“) nach wie vor unattraktiv bleiben und zur Vorsicht mahnen. Andererseits sprechen bei Euro-Hochzinsanleihen mehrere Faktoren für strukturell niedrigere Credit Spreads, darunter ein höherer Anteil besicherter Anleihen und ein historisch geringes Zinsänderungsrisiko (Abb. unten links). Im Investment Grade-Bereich dominierte das Thema Künstliche Intelligenz (KI). Allein die drei AA-gerateten Emittenten Meta, Google und Amazon nahmen im Laufe des Jahres mehr als 100 Mrd. US-Dollar über Anleihen und Privatplatzierungen auf. Kritisch hinterfragt wurden die bis zu vierzig Jahre langen Laufzeiten im Verhältnis zu den technologischen Lebenszyklen. Allerdings reagierten die Investoren aufgrund der guten Bonität der Emittenten gelassen auf den Verschuldungsanstieg, sodass die im November begebenen Anleihen stark nachgefragt wurden. Angesichts des weiterhin hohen Investitionsbedarfs sollten die KI-bezogenen Finanzierungsaktivitäten am Anleihemarkt auch 2026 auf hohem Niveau bleiben. Wir bleiben für Finanzanleihen positiv gestimmt. Zwar hat die EZB zuletzt betont, dass sich Banken auf Finanzkrisen vorbereiten sollten, wobei geopolitische Spannungen, veränderte Handelspolitiken sowie Klima- und Naturkatastrophen als Herausforderungen eine besondere Rolle spielen. Insofern könnte ein für die kommenden Monate geplanter Stresstest zu höheren Kapitalanforderungen für

Banken führen, was langfristig jedoch vorteilhaft für Gläubiger wäre. Für defensivere Anleger sehen wir zudem Pfandbriefe und Covered Bonds als attraktiv an. Gegenüber Staatsanleihen bieten sie trotz niedriger Risikoaufschläge eine in negativen Marktphasen geringere Volatilität sowie in vielen Fällen eine Top-Bonitätsnote bei gleichzeitigem Renditevorteil gegenüber Staatspapieren bester Qualität.

Insgesamt blicken wir daher für 2026 verhalten positiv auf die Märkte für Unternehmensanleihen. Dies gilt insbesondere im Vergleich zu Staatspapieren, deren Kreditqualität durch die zunehmende öffentliche Verschuldung, schwaches Trendwachstum und mangelnden politischen Reformwillen auch strukturell weiter unter Druck geraten könnte. Im Kreditsegment stufen wir dagegen temporäre Korrekturen als Gelegenheiten ein, um Risiken selektiv aufzustocken.

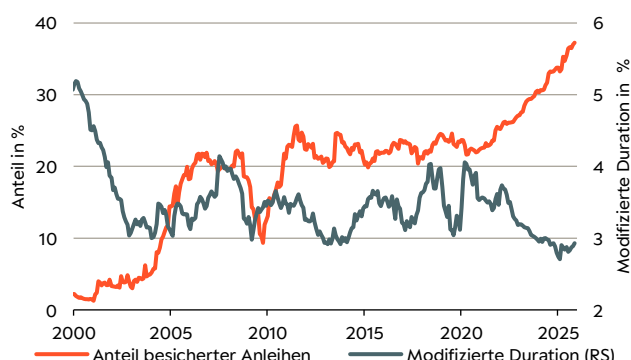
Fazit: Moderate Zuversicht jenseits sicherer Staatsanleihen

Unternehmensanleihen bieten trotz wenig attraktiver Risikoprämien interessante Renditen, das Hochzinssegment hat zudem in puncto Besicherung und Zinssensitivität strukturelle Verbesserungen erfahren. Hier sehen wir ebenso selektive Opportunitäten wie bei Finanzanleihen. Vorsichtiger Anleger können ihren Blick darüber hinaus auf Covered Bonds richten, die gegenüber Staatspapieren einige Vorteile aufweisen. Letztere sollten in turbulenten Marktphasen ihren Sicherheitscharakter beweisen, jenseits dessen bleiben sie unter Berücksichtigung von Inflation und Wechselkursrisiken unattraktiv.

Martin Mayer, Senior Portfoliomanager Multi Asset
Felix Stern, Senior Portfoliomanager Fixed Income Euro

Euro-Hochzinssegment hat sich strukturell verbessert

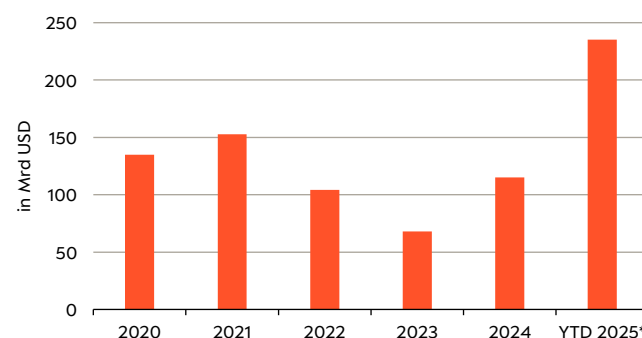
Der Anteil besicherter Anleihen ist kontinuierlich gestiegen, wohingegen die modifizierte Duration und somit die Zinssensitivität gefallen ist



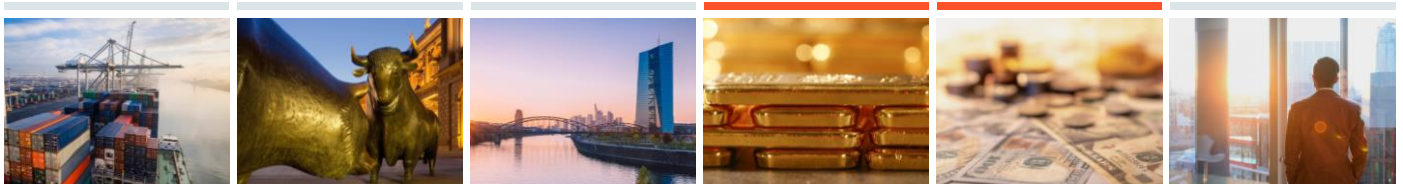
Zeitraum: 01.01.2000 – 30.11.2025.
Quelle: ICE, Index: ICE BofA Euro High Yield Index (HE00)

KI-Investitionen treiben Neuemissionen im Technologiesektor

Megainvestitionen in KI-Infrastruktur sorgen für rekordverdächtiges Neuemissionsvolumen bei „Hyperscalern“



Zeitraum: 01.01.2020 – 30.11.2025. Quelle: Bloomberg, *Emittenten: Amazon, Apple, Alibaba, Meta, Booking, Electronic Arts, HP Enterprises, Microsoft, Netflix, Roper, Tencent, Uber



Reale Anlagen dürften gefragt bleiben

Der Ölmarkt bleibt trotz robuster Nachfrage überversorgt

Der Rohölpreis (Brent) setzte seinen seit Jahresbeginn anhaltenden Abwärtstrend auch in den letzten Monaten des Jahres weiter fort. Wenngleich die Nachfrage insbesondere aus China robust blieb und weitere US-Sanktionen gegen russische Ölkonzerne verkündet wurden, überwog am Ölmarkt die Sorge einer steigenden Überversorgung aufgrund der anhaltenden Rücknahme von Produktionskürzungen seitens der OPEC+. Wenngleich das Kartell in den ersten drei Monaten des neuen Jahres vorerst keine Produktionserhöhung plant, dürfte es jedoch nach wie vor bestrebt sein, weitere Marktanteile zu gewinnen. Die in Folge der US-Sanktionen deutlich gestiegenen seewärtigen Ölbestände dürften es der OPEC+ jedoch erschweren, zügig Marktanteile zurückzugewinnen. Die weiterhin negative Erwartungshaltung einiger Marktteilnehmer und eine stärker als erwartete Nachfrage könnten jedoch positives Überraschungspotenzial bieten.

Gold bleibt mittelfristig wichtiger Portfoliobestandteil

Nachdem der Goldpreis seine außerordentlich starke Wertentwicklung auch im vierten Quartal zunächst weiter fortsetzte, verlor das Edelmetall Ende Oktober aufgrund von technisch überhitzten Indikatoren und einer daraus resultierenden Positionierungsberichtigung kurzzeitig deutlich an Wert. Zuletzt konnte sich der Goldpreis jedoch trotz eines festeren US-Dollars oberhalb der 4.000 USD/Unze Marke stabilisieren. Mit Blick auf das kommende Jahr dürfte das Edelmetall in einem Umfeld geopolitischer Unsicherheiten, erhöhter Inflationsvolatilität, fiskalischer Dominanz sowie anhaltender Zentralbankkäufe ein wichtiger Portfoliobestandteil bleiben, wenngleich der größte Preisanstieg bereits hinter uns liegen dürfte. Geringer als erwartete Zinssenkungen und ein bereits positiv ausgeprägtes Sentiment könnten die Dynamik des weiteren Preisauftriebs im nächsten Jahr zumindest reduzieren.

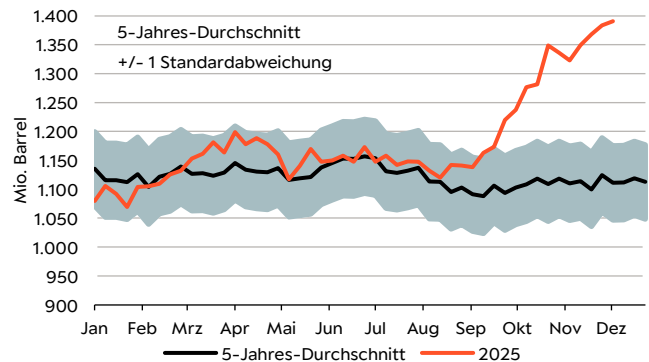
Ein knappes Angebot dürfte Industriemetalle weiter stützen

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

Mirko Schmidt, Analyst Multi Asset Strategie & Research

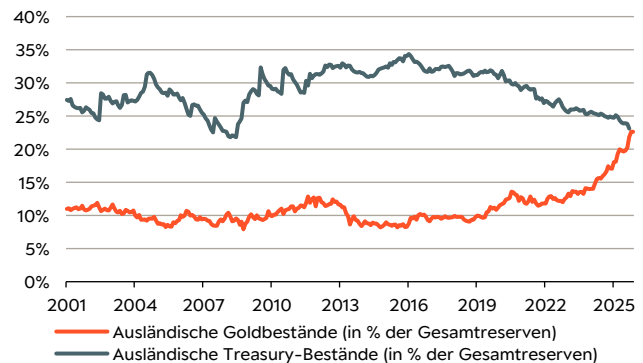
Seewärtige Ölbestände steigen durch US-Sanktionen deutlich an

Diesjährige globale seewärtige Ölbestände (in Mio. Barrel) sowie 5-Jahres-Durchschnitt und dessen erste Standardabweichung



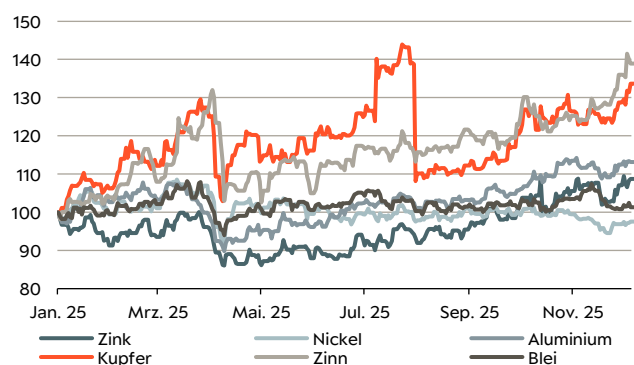
Anteil ausländischer Goldbestände steigt deutlich an

Offiziell gemeldete ausländische Gold- und Treasurybestände als Anteil an den Gesamtreserven (in Prozent)



Heterogenes Bild an den Industriemetallmärkten seit Jahresstart

Entwicklung von Zink, Nickel, Aluminium, Kupfer, Zinn und Blei indexiert auf 100 am 01.01.2025



Notenbanken bewegen die Wechselkurse

Je weniger die Fed unternimmt, desto besser für den Dollar

Anfang November schien es so, als ob sich die Federal Reserve (Fed) mehr Sorgen um die Inflation als um den Arbeitsmarkt macht und daher von einer weiteren Lockerung der Geldpolitik absehen könnte. Auch am Markt wurden weitere Leitzinssenkungen ausgepreist, was dem Dollar zwischenzeitlich einen gewissen Rückenwind verlieh. Zuletzt hat sich die Stimmung jedoch wieder gedreht. Schwächere US-Wirtschaftsdaten lassen die Hoffnung an den Märkten steigen, dass die US-Geldpolitik doch noch weiter gelockert wird. Bis zum Sommer 2026 rechnen wir mit einer Absenkung der Leitzinsspanne auf 3,25 bis 3,5 %. Der Markt hält dies derzeit auch für das wahrscheinlichste Szenario. Sollten jedoch noch mehr Zinssenkungen eingepreist werden, könnte dies den Dollar schwächen. Darüber hinaus sprechen aber auch weitere Faktoren dafür, dass der Greenback mittelfristig unter Druck bleibt. Trumps Angriffe auf die Unabhängigkeit der US-Zentralbank untergraben den Finanzplatz USA. Hinzu kommt die stark steigende Staatsverschuldung. Zudem rechnen wir in den kommenden Monaten mit einer abnehmenden Konjunkturdynamik in den USA, während die Wirtschaft in der Eurozone voraussichtlich etwas mehr Schwung aufnehmen wird. Daher gehen wir für 2026 davon aus, dass sich der Wechselkurs in Richtung 1,20 Dollar pro Euro bewegen wird. Die Achillesferse des Euros ist derweil nach wie vor die steigende Verschuldung in Europa und die politische Pattsituation in Frankreich.

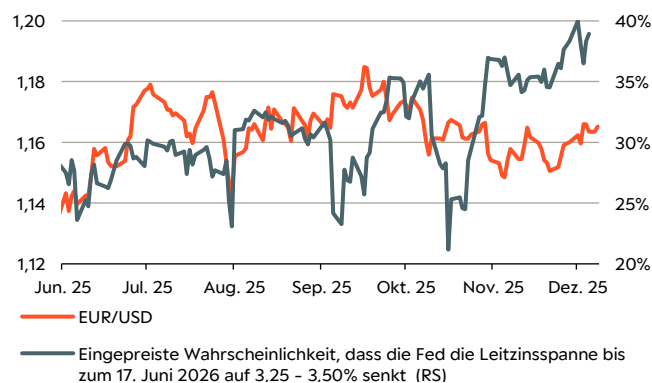
Der schwache Yen bereitet der japanischen Zentralbank Sorgen

Die japanische Wirtschaft ist im dritten Quartal zum ersten Mal nach fünf Quartalen im Vergleich zum Vorquartal geschrumpft. Das Bruttoinlandsprodukt ging um 0,6 % zurück. Dies ist jedoch auf den mittlerweile beigelegten Handelsstreit mit den USA und neuen Umweltauflagen im Immobiliensektor zurückzuführen. Die heimische Nachfrage zeigt sich weiterhin robust. 2026 wird sich zudem das von der neuen Regierung angekündigte Konjunkturpaket in Höhe von 21,3 Bio. Yen (117 Mrd. Euro) stützend auswirken. Die Finanzmärkte machen sich jedoch Sorgen über die Finanzierbarkeit des steigenden Schuldenbergs. Die Rendite japanischer Staatsanleihen ist zuletzt gestiegen, während der Yen etwas an Wert verloren hat. Mittlerweile kostet ein US-Dollar fast 160 Yen. Eine rote Linie, deren Überschreitung vergangenes Jahr dazu führte, dass die Bank of Japan (BoJ) im Auftrag des Finanzministeriums den Yen kaufte, um die heimische Währung zu stützen. Diesmal wird dem Yen aber voraussichtlich hauptsächlich helfen, dass die BoJ ihre geldpolitische Straffung fortsetzt. Während alle anderen großen Notenbanken die Zinsen senken oder unverändert lassen, könnten weitere Leitzinsanhebungen durch die BoJ dem Yen aus seiner aktuellen Schwächephase helfen.

Dr. Felix Schmidt, Leitender Volkswirt

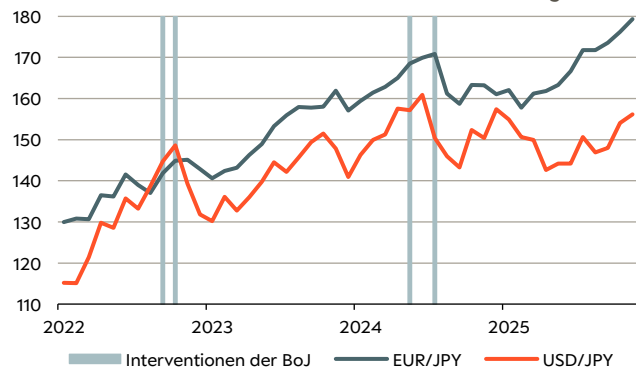
Fed wird die Geldpolitik 2026 noch etwas weiter lockern

Je mehr Zinssenkungen, desto schlechter für den Dollar



Japanischer Yen unter Druck

BoJ wird diesmal den Yen voraussichtlich mit Zinsanhebungen stützen

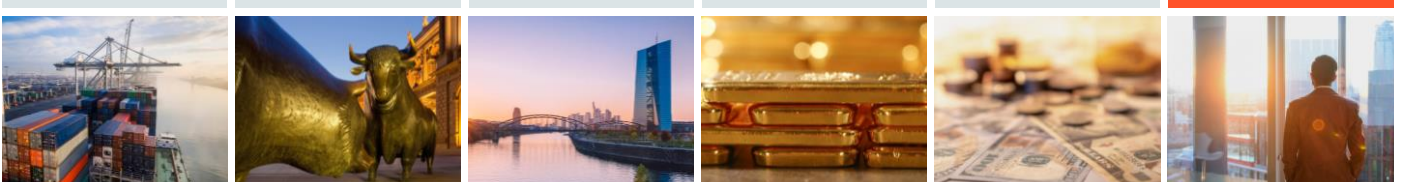


Wechselkursprognosen

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

	11.12.2025	30.06.2026	31.12.2026
Wechselkursprognose	Aktuell	Ø*	Ø*
EUR/USD	1,17	1,19	1,20
EUR/GBP	0,88	0,89	0,91
EUR/CHF	0,93	0,93	0,93
EUR/JPY	182	176	173
Veränderung zum Euro (in %)			
USD	-	-1,7	-2,5
GBP	-	-1,1	0,0
CHF	-	0,0	-2,1
JPY	-	3,7	4,9

* Durchschnitt, Konsens per 11.12.2025
Quelle: Bloomberg



Interview mit Susette Mantzel

Frau Mantzel, Sie verantworten das Team Private Markets Solutions bei Berenberg. Können Sie uns erläutern, was wir uns darunter vorstellen können und welche Aufgaben Ihr Team genau hat?

Berenberg offeriert den Kunden im Wealth Management in Privatmarktanlagen zu investieren. Unser Team ist dafür verantwortlich den Zugang zu diesen Anlagen zu ermöglichen. Unter dem Sammelbegriff Privatmarktanlagen versteht man nicht öffentlich gehandelte Investitionen in Immobilien und Beteiligungen an Unternehmen, sowohl auf der Eigenkapital- als auch auf der Fremdkapitalseite. Des Weiteren werden regelmäßig auch Beteiligungen an Infrastrukturprojekten in dieser Kategorie zusammengefasst. Es gibt darüber hinaus eine Reihe von Subkategorien, so unterscheidet man beispielsweise im Segment Private Equity die Strategien Buyout, Growth und Venture je nach Entwicklungsphase des Unternehmens.

Die Anlagemöglichkeiten stammen dabei sowohl aus unserem Haus als auch von Kooperationspartnern. So legt unser Corporate Banking etwa Private-Debt-Fonds auf, in die professionelle und fallweise semiprofessionelle Anleger investieren können. Grundsätzlich selektieren und prüfen wir die Angebote für unsere Kunden und unterstützen die Kollegen im Wealth Management in Bezug auf das Investment sowie das Onboarding der Kunden im Falle einer Zeichnung.

Inwiefern grenzen sich Private Market von Public Market Investments ab und sind diese für alle Anlegergruppen geeignet?

Wenn wir über Private Equity sprechen, reden wir über Eigenkapitalbeteiligungen, also Anteile an Unternehmen wie Aktien. Im Unterschied zu den öffentlichen Märkten sind die Unternehmen, an denen man sich beteiligt, jedoch typischerweise nicht börsennotiert – die Eigenkapitalbeteiligung ist damit nicht öffentlich handelbar. Das gilt auch für Private Debt. Dies sind Fremdkapitalbeteiligungen, welche anders als klassische Unternehmens- oder Staatsanleihen, nicht öffentlich handelbar sind.

Privatmarktanlagen eignen sich im Grundsatz für den langfristigen Vermögensaufbau aller Anleger. Häufig stehen sie aber nur vermögenden oder institutionellen Anlegern offen. Das liegt daran, dass diese, wie bereits ausgeführt, nicht einfach handelbar und damit illiquide sind. Investoren sollten also einen langfristigen Anlagehorizont und vor allem die finanziellen Mittel mitbringen, um diese Liquiditätsrisiken ausgleichen zu können. Daher empfehlen wir bei solchen Anlagen eine ausführliche Beratung zu nutzen.



Welchen Mehrwert bieten Investitionen in Privatmärkte?

Privatmarktanlagen erschließen Anlegern große Teile der Volkswirtschaft, die über öffentliche Märkte und Börsen nicht abgebildet werden. Vielen Unternehmen ist der mit einer Börsennotierung verbundene Aufwand sowie die Einhaltung umfangreicher Veröffentlichungspflichten zu hoch. Insbesondere, da es attraktive alternative Finanzierungsmöglichkeiten an den Privatmärkten gibt. So ist in den letzten Jahren zu beobachten, dass sich ein größerer Teil der Wertschöpfung weg von den Börsen und hin zu den Privatmärkten verschiebt. Als Investor bekomme ich durch Privatmarktanlagen Zugang zu diesem Segment, was wiederum einen positiven Effekt auf mein Portfolio hat.

Woran liegt dieser positive Portfolioeffekt?

Durch Privatmarktanlagen kann ich mein Portfolio weiter diversifizieren, also Risiken breiter verteilen und damit eine Zielrendite mit geringerem Risiko erreichen oder bei gleichem Risiko eine höhere Rendite erzielen. Die weniger häufige Bewertung der Anlagen führt zusätzlich dazu, dass die Hysterie, die wir von Zeit zu Zeit an der Börse sehen, nicht oder nur abgemildert in den Preisen des Privatmarkt-Investments reflektiert wird. Das kann neben der Illiquidität den Anlegern helfen, auch in schwierigeren Phasen an den Anlagen festzuhalten. Das darf aber nicht den Schein erwecken, dass das zugrunde liegende ökonomische Risiko geringer ist als von öffentlich gehandelten Beteiligungen. Eine Eigenkapitalbeteiligung bleibt eine Eigenkapitalbeteiligung, ob börsennotiert oder nicht.

Zusätzlich zur Diversifikation können Private Market Investments Anlegern auch zusätzliches Renditepotenzial eröffnen. Neben der Illiquiditätsprämie, also einem Renditeaufschlag dafür, dass die Anlagen nicht beliebig aufgelöst werden können, haben Investoren etwa durch Investments in Private-Equity-Fonds die Chance, eine sogenannte wirtschaftlich erklärbare Überrendite zu erwirtschaften. So setzen Private-Equity-Fonds in ihrer Rolle als strategischer und finanzstarker Partner oftmals ambitionierte Wachstumsstrategien in Unternehmen um und können so an ihre Kapitalgeber wiederum attraktive Renditen ausschütten.

Kürzlich hat ihr Team die Kooperation mit BlackRock auf Privatmarktanlagen ausgedehnt. Hier ermöglichen Sie nun Investitionen über ELTIFs. Was hat es mit dem neuen Vehikel für Privatmarktanlagen auf sich und welcher Vorteil bietet sich Anlegern?

ELTIFs haben das Ziel, den Zugang zu Privatmarktanlagen zu demokratisieren. Die Europäische Union hat mit dieser Fondsstruktur einen regulatorischen Rahmen geschaffen, der es nun auch vermehrt Privatanlegern ermöglicht, in Private Assets zu investieren. Dabei ging es der Politik insbesondere darum, mittleren und kleinen Unternehmen leichter Zugang zu Finanzierungen zu verschaffen, aber auch gleichzeitig Kapital von Kleinanlegern durch geringere Einstiegssummen zu mobilisieren. Daneben bringt der ELTIF aus unserer Sicht einige interessante Eigenschaften mit, die wir gerne als Convenience- oder Bequemlichkeitsfaktoren bezeichnen. Im Gegensatz zu den traditionellen geschlossenen Beteiligungen wird der ELTIF wie ein klassischer Publikumsfonds im Depot verbucht. Damit gibt es keine zusätzlichen Legitimationspflichten, keine abweichenden steuerlichen Ausprägungen und bei den meisten angebotenen Fonds keine unregelmäßigen Kapitalabrufe. Investoren sind somit direkt voll investiert. Zudem geht der Trend aktuell klar in Richtung semiliquider Fonds, also „Evergreens“. Das bedeutet, dass im Gegensatz zu geschlossenen Beteiligungen regelmäßig Liquiditätsfenster angeboten werden und der Fonds in der Regel auch keine begrenzte Laufzeit aufweist.

Ein Blick nach vorne: Wie könnte sich der Markt rund um Private Investments in den nächsten Jahren entwickeln? Wie schätzen Sie die Entwicklung des ELTIF-Marktes in Deutschland und Europa ein?

Inzwischen sind mehr als 230 Fonds in Europa als ELTIFs zugelassen und viele Anbieter stehen noch in den Startlöchern. Einige Fonds befinden sich in der Aufbauphase und sind daher noch mit längerfristigen Verkaufsbeschränkungen belegt. Darüber hinaus haben sich in der Strukturierung der Fonds noch keine einheitlichen Standards wie bei klassischen Publikumsfonds gebildet. Vorreiter bei der Nutzung von ELTIFs sind

Italien und Frankreich. Hier haben sich diese Fonds schon frühzeitig etabliert. Zudem haben europaweit tätige digitale Plattformen ELTIFs kürzlich in ihre Angebotspalette integriert. Bis August 2025 wurden bei der ESMA bereits so viele ELTIFs registriert wie im gesamten Jahr 2024.

Ich erwarte daher, dass sich ELTIFs auch in Deutschland zunehmend durchsetzen und sich außerdem die Standards in der Strukturierung an die der Publikumsfonds annähern werden. Aus unserer Sicht bieten ELTIFs viele Vorteile für die langfristige Vermögensbildung und den Aufbau einer individuellen Altersvorsorge. Anleger dürften in ein paar Jahren aus einer hinreichend großen Anzahl von etablierten und im Wettbewerb stehenden ELTIFs auswählen können, um sich daraus ein diversifizierten Portfoliobaustein bilden zu können. Alternativ können sie sich auch für einen sogenannten Multi-Asset-ELTIF entscheiden. Diese bündeln die verschiedenen Segmente wie Private Equity, Private Debt, Infrastruktur oder Immobilien in einem Fonds. Einige solcher Vehikel wurden zuletzt lanciert oder befinden sich derzeit in der Auflage.

Kurzvita

Mit rund 30 Jahren Erfahrung in der Finanzbranche leitet Susette Mantzel heute bei Berenberg das Private Market Solutions Team. Das Team ist verantwortlich für die Finanzinstrumente und -produkte, die im Wealth Management Advisory-Geschäft für illiquide Anlageklassen eingesetzt werden. Zuvor war Susette Mantzel mehr als 20 Jahre im Segment Aktien für Berenbergs institutionelle Kunden im Benelux-Raum tätig und betreute anschließend UHNWI und HNWI innerhalb des Wealth Managements. Ergänzt wird ihre Erfahrung durch die Leitung verschiedener Projekte, beispielsweise im Bereich Produkt-Governance. Susette Mantzel hat einen Abschluss als Bankfachwirtin und ist CFA-Charterholderin.



Impressum

Herausgeber

Ulrich Urbahn | Leiter Multi Asset Strategie & Research

Autoren

Fabian Birli | Analyst Multi Asset Strategie & Research

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

Martin Mayer, CEFA | Senior Portfoliomanager Multi Asset

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

Dr. Felix Schmidt | Leitender Volkswirt

Analysiert wirtschaftliche – insbesondere makroökonomische – Entwicklungen und ist für die Währungsprognosen zuständig

Mirko Schmidt | Analyst Multi Asset Strategie & 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

Ulrich Urbahn, CFA | Leiter Multi Asset Strategie & 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 12.12.2025

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Überseering 28
22297 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-0
www.berenberg.de
multiasset@berenberg.de

BERENBERG