

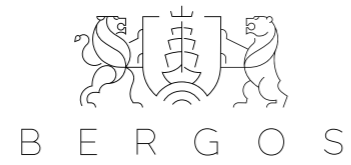
B E R G O S

Reflexionen

Q3 2024







INHALT

10

VORWORT
MAXIMILIAN HEFELE

14

KOMPASS
TILL C. BUDELMANN

17

VOLKSWIRTSCHAFT
DR. JÖRN QUITZAU

21

AKTIEN
FREDERIK CARSTENSEN

27

ANLEIHEN
CHRISTOPH JUNG

33

ALTERNATIVE INVESTMENTS
OLIVER WATOL

39

WÄHRUNGEN
STEFFEN KILLMAIER

Die Bergos AG ist eine international agierende, unabhängige Schweizer Privatbank mit Hauptsitz in Zürich und Niederlassung in Genf. Mit einer Geschichte, die auf die Gründung der Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG im Jahre 1590 zurückgeht, sind wir seit über 30 Jahren am Finanzplatz Schweiz aktiv. Unser internationales Team widmet sich allen Aspekten der Vermögensverwaltung und -betreuung, mit besonderem Fokus auf Privatiere, Familienunternehmer, Next Generation und Kunden der Schifffahrt. Mit einem Geschäftsmodell, das auf reines Private Banking ausgerichtet ist, beraten wir unsere Kunden in allen liquiden und nicht liquiden Assetklassen und Alternative Investments.

HERAUSGEGEBEN VON
BERGOS AG
ZÜRICH, JULI 2024
ALLE RECHTE VORBEHALTEN

DIE AUTOREN

MAXIMILIAN HEFELE

CFA – STELLVERTRETENDER
CHIEF INVESTMENT OFFICER

Als Leiter der Bergos Vermögensverwaltung verantwortet Maximilian Hefele seit 2003 die mandatsgebundenen Anlagerlösungen. Er ist Managing Director und als stellvertretender Chief Investment Officer Mitglied im Investmentkomitee.



TILL C. BUDELMANN

CHIEF INVESTMENT OFFICER

Als CIO von Bergos kommentiert Till Christian Budelmann regelmässig die Geschehnisse an den internationalen Kapitalmärkten und betrachtet diese im Kontext wirtschaftlicher und politischer Trends. In enger Abstimmung mit den Assetklassen-Verantwortlichen gibt er mit dem CIO-Office das Basisszenario vor, welches dann die Grundlage für die Arbeit innerhalb der Assetklassen-Teams bildet. Budelmann ist Mitglied der Geschäftsleitung und leitet das Investmentkomitee des Hauses.



FREDERIK CARSTENSEN

AKTIENSTRATEGIE

Frederik Carstensen kam 2015 als Portfoliomanager zur Bank und betreut seitdem diverse Aktienfonds und Mandate. Als Mitglied des Investmentkomitees ist er zudem verantwortlich für die Top-down-Strategie im Bereich Aktien. Er kommentiert regelmässig die Geschehnisse an den internationalen Aktienmärkten.



DR. JÖRN QUITZAU

CHEFVOLKSWIRT

Dr. Jörn Quitzau ist seit April 2024 Chefvolkswirt der Bergos AG und verantwortet die gesamtwirtschaftliche Analyse. Zuvor war er 17 Jahre für das Bankhaus Berenberg tätig.



CHRISTOPH JUNG

CIIA, FRM, ANLEIHENSTRATEGIE

Christoph Jung arbeitet seit 2022 bei Bergos. Er ist verantwortlich für die Top-down-Strategie und den Bottom-up-Ansatz der festverzinslichen Anlagen. Als Mitglied des Investmentkomitees ist er ausserdem für die Fixed-Income-Strategie zuständig.



OLIVER WATOL

STRATEGIE ALTERNATIVE
INVESTMENTS

Oliver Watol begann 2013 als Portfoliomanager bei der Bergos Vermögensverwaltung. Er ist unter anderem verantwortlich für die Top-down-Strategie sowie die Bottom-up-Selektion der liquiden alternativen Anlagen. Ebenfalls ist er Mitglied des Investmentkomitees der Bergos AG.



STEFFEN KILLMAIER

WÄHRUNGSSTRATEGIE

Steffen Killmaier arbeitet seit 2013 bei Bergos. Er ist unter anderem verantwortlich für die Top-down-Strategie im Bereich Währungen und ist Mitglied des Investmentkomitees der Bank. Killmaier studierte Banking und Finance an der Universität Zürich.





V O R W O R T

ÜBER UNSERE SOMMERAUSGABE

Liebe Leserinnen und Leser,

die im ersten Quartal angedeutete Verbreiterung der positiven Entwicklung des US-Aktienmarktes war nur von kurzer Dauer. Die „Big Tech“-Werte übernahmen wieder das Ruder und führten den S&P 500 von einem Rekordhoch zum nächsten, allen voran Nvidia. Hatten Portfoliomanager den KI-Star im Portfolio, hatten sie gute Chancen, mit den globalen Aktienindizes Schritt zu halten. War dies nicht der Fall, war es fast unmöglich, eine höhere Rendite als Vergleichsindizes wie dem S&P 500 zu erzielen.

Das Thema generative künstliche Intelligenz dominiert nach wie vor, und das nicht ohne Grund. Laut Goldman Sachs werden die

gigantischen Kapitalinvestitionen in Rechenzentren, Chips und andere KI-Infrastrukturen in den nächsten Jahren auf eine Billion US-Dollar geschätzt. Ob und wann sich diese Investitionen auszahlen werden, steht in den Sternen und die Meinungen der Experten gehen weit auseinander. Fakt ist, dass Nvidia einen nicht unerheblichen Teil dieser Investitionen für sich verbuchen wird und damit bis auf weiteres ein Profiteur dieses Umfelds bleibt. Inwieweit dieses Thema die Aktienkurse weiter beflügeln wird, lässt sich nicht mit Sicherheit vorher-sagen. Vor dem Hintergrund der überkauften Situation rechnet unser Aktienmarktstrategie Frederik Carstensen in den kommenden Monaten mit einer erhöhten Volatilität.

Dies war in der Vergangenheit insbesondere in den Monaten vor den US-Präsidentenwahlen der Fall. Dieses politische Grossereignis beschäftigt uns zunehmend. Nach dem desaströsen TV-Duell hat Donald Trump die Nase vorn, und es wird spannend sein zu sehen, ob Joe Biden im Rennen bleibt.

In der Geldpolitik haben die Schweizer und nun auch die Europäische Zentralbank mit Zinssenkungen begonnen. Die US-Notenbank Fed zögert weiterhin, und erste Zinssenkungen lassen noch auf sich warten, da sich die US-Inflation nur sehr schleppend abbaut. Die steigende Zinslast für den ohnehin angespannten US-Staatshaushalt wird zu einem weiteren Risikofaktor für die Bonität von US-Staatsanleihen. Konservative Unternehmensanleihen sind für Anleger zunehmend die sicherere Alternative. Viele dieser Unternehmen verfügen über hervorragende Bilanzen und einen gesicherten, regelmässigen Liquiditätszufluss (Cashflow). Die Risikoaufschläge von Unternehmensanleihen gegenüber US-Staatsan-

leihen sind daher oft sehr gering. Es ist schwer vorstellbar, dass sich die Diskrepanz zwischen steigender US-Verschuldung und vielfach kerngesunden US-Unternehmensbilanzen in naher Zukunft auflösen wird.

Auch die dynamisch steigende Staatsverschuldung in den USA ist ein Rückenwind für Gold. Seit Jahresanfang hat Gold aber hauptsächlich aufgrund der starken Nachfrage aus den Schwellenländern, insbesondere aus China, signifikant an Wert gewonnen. Warum sich das Umfeld für Gold etwas verändert hat, erläutert unser Anlagestrategie für liquide alternative Anlagen, Oliver Watol.

Ich wünsche Ihnen viel Spass beim Lesen und einen wunderbaren Sommer!

Mit freundlichen Grüssen

Maximilian Hefe
Stellvertretender Chief Investment Officer

MAXIMILIAN HEFELE CFA
STELLVERTRETENDER
CHIEF INVESTMENT
OFFICER UND
LEITER DER
VERMÖGENSVERWALTUNG





K O M P A S S

BASISSZENARIO

VON TILL C. BUDELMANN, CHIEF INVESTMENT OFFICER

Die US-amerikanische Wirtschaft kühlt sich nur langsam ab. Insbesondere der Arbeitsmarkt hat sich trotz der gestrafften Geldpolitik robuster als erwartet präsentiert. Europa befindet sich in einem zyklischen Aufschwung. Die Verbraucher der Eurozone profitieren von dem Abwärtstrend bei der Inflation, so dass die realen Einkommen dank steigender Löhne derzeit wieder zunehmen können. Der Aufschwung dürfte allerdings nicht sehr dynamisch ausfallen. Innerhalb der Eurozone wird das Wachstum vor allem von süd- und osteuropäischen Ländern getragen; Deutschland, Österreich und Finnland sind die Schlusslichter. Die Schweiz wird – wie schon 2023 – stärker wachsen als die Eurozone.

Dank der niedrigen Inflation hat die Schweizerische Nationalbank den Leitzins bereits zum zweiten Mal gesenkt. Die EZB hat im Juni ebenfalls die Zinswende eingeleitet. Sie könnte aber nach der erfolgten Zinswende eine Weile auf restriktivem Niveau bleiben. Die Terminmärkte erwarten eine Zinssenkung im Herbst und noch eine weitere bis Ende 2024. Dies entspricht aktuell auch unserem Szenario. Dagegen hat die Bank of England den Leitzins im Juni konstant gehalten. Ob die erste Zinssenkung schon auf der nächsten Sitzung im August kommt, ist ungewiss. Auch die US-Notenbank Fed hat den Leitzins erwartungsgemäss konstant gehalten. Die Teuerungsrate liegt trotz zuletzt erfreulicherer Daten immer noch deutlich über dem Notenbank-Ziel von 2%. Deshalb wird die Fed die Zinswende wohl erst im späteren Jahresverlauf einleiten. Insgesamt fällt auf, dass die grossen Notenbanken sehr stark betonen, ihr weiteres Vorgehen von den eingehenden Konjunktur- und Inflationsdaten abhängig zu machen.

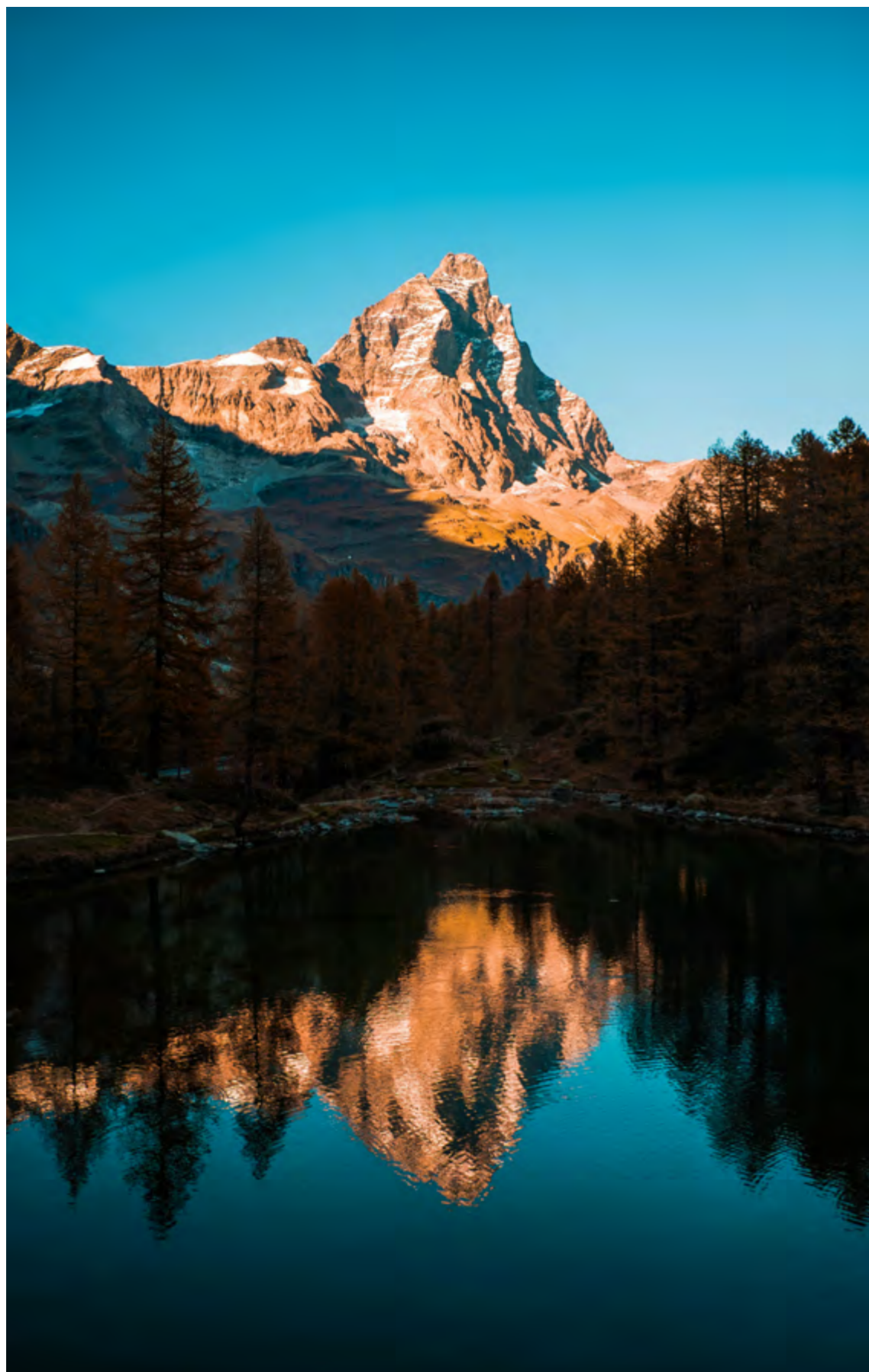
Geopolitisch bleibt unser Augenmerk auf die Entwicklungen im Nahen Osten gerichtet. Bisher sind die wirtschaftlichen Risiken, die nach der Eskalation des Israel-Iran-Konflikts im April allgemein befürchtet wurden, nicht eingetreten. Zudem bleibt selbstverständlich der russische Krieg gegen die Ukraine relevant. Unsere Grundannahme bleibt, dass es nicht zum NATO-Bündnisfall kommt. Darüber hinaus gilt es, die Spannungen zwischen China und Taiwan im Auge zu behalten. Die geopolitischen Spannungen beeinträchtigen auch ohne weitere Eskalation den Welthandel.

Die Ankündigung der Neuwahl in Frankreich war für die Finanzmärkte zunächst ein Unsicherheitsfaktor. Da kein politisches Lager eine absolute Mehrheit erreichen konnte, ist ein drastischer Politikwechsel nun vorerst unwahrscheinlicher. Die Finanzmärkte haben erleichtert reagiert. Ansonsten richtet sich der politische Fokus nun stärker auf die USA. Nach dem ersten TV-Duell zwischen Präsident Joe Biden und seinem Herausforderer Donald Trump ist Biden unter erheblichem Druck. Angesichts seines sehr schwachen Auftritts ist es möglich, dass Biden durch einen anderen Kandidaten der Demokraten ersetzt wird. Die Sieg-Wahrscheinlichkeiten gemäss des Bergos Prediction Market Mix sehen aktuell Donald Trump mit deutlichem Vorsprung vor Joe Biden und Kamala Harris.

BIP-SCHÄTZUNGEN

Inflationsschätzung (CPI)

EUROZONE	2 0 2 3 : +0,5%	EUROZONE	2 0 2 3 : 5,4%
	2 0 2 4 : +0,8%		2 0 2 4 : 2,3%
	2 0 2 5 : +1,5%		2 0 2 5 : 2,1%
DEUTSCHLAND	2 0 2 3 : -0,1%	VEREINIGTE STAATEN	2 0 2 3 : 4,1%
	2 0 2 4 : +0,2%		2 0 2 4 : 3,2%
	2 0 2 5 : +1,3%		2 0 2 5 : 2,6%
SCHWEIZ	2 0 2 3 : +0,8%		
	2 0 2 4 : +1,3%		
	2 0 2 5 : +1,4%		
GROSS-BRITANNIEN	2 0 2 3 : +0,1%		
	2 0 2 4 : +0,7%		
	2 0 2 5 : +1,5%		
VEREINIGTE STAATEN	2 0 2 3 : +2,5%		
	2 0 2 4 : +2,2%		
	2 0 2 5 : +1,9%		
CHINA	2 0 2 3 : +5,1%		
	2 0 2 4 : +5,0%		
	2 0 2 5 : +4,5%		
JAPAN	2 0 2 3 : +1,9%		
	2 0 2 4 : +0,5%		
	2 0 2 5 : +1,1%		



V O L K S - W I R T S C H A F T

ERHOLUNG MIT HINDERNISSEN

VON DR. JÖRN QUITZAU

Die Weltwirtschaft wächst im Jahr 2024 insgesamt solide. Die unterschiedlichen Regionen bewegen sich allerdings nicht im Gleichschritt. Getragen wird das Wachstum von den Entwicklungs- und Schwellenländern, während das Wachstum in den entwickelten Volkswirtschaften im Schnitt nur moderat ausfällt. Auch innerhalb der Gruppe der entwickelten Volkswirtschaften gibt es erhebliche Unterschiede: Die Eurozone lässt das konjunkturell enttäuschende Jahr 2023 wohl mit nur wenig Dynamik hinter sich. Gleichzeitig melden die USA nach dem konjunkturell erfolgreichen Jahr 2023 immer wieder überraschend positive Daten. Die restriktive Geldpolitik der amerikanischen Notenbank wirkt nicht so bremsend wie erwartet, was auch auf die sehr expansive

Finanzpolitik zurückzuführen ist. Die US-Wirtschaft wird mit voraussichtlich gut zwei Prozent erneut deutlich stärker zulegen als die Wirtschaft der Eurozone mit knapp einem Prozent.

Im ersten Quartal ist das Bruttoinlandsprodukt (BIP) der Eurozone um 0,3 % gestiegen. Die Konjunkturindikatoren deuten auf weiteres Wachstum. Allerdings verläuft der Aufschwung nicht reibungslos. So konnten die Einkaufsmangerindizes zwar im Mai mit einem kräftigen Anstieg positiv überraschen, doch im Juni kam es zu einem unerwarteten Rücksetzer. Dabei liegt der Juni-Wert immer noch oberhalb der 50-Punkte-Marke, was auf wirtschaftliche Expansion hindeutet. Auch beim deutschen

ifo-Geschäftsklimaindex ging es im Juni – nach mehreren Anstiegen in den Vormonaten – wieder leicht abwärts. Es zeigt sich, dass die Unternehmen nach dem schwachen Vorjahr nicht direkt in den Euphorie-Modus schalten. Die Europäische Zentralbank hat im Juni die Zinswende eingeleitet und den Leitzins um 25 Basispunkte gesenkt. Das nährt die Hoffnung auf geldpolitischen Rückenwind für die Konjunktur. Doch ein einzelner Zinsschritt bringt noch keinen starken Impuls, zumal die geldpolitischen Entscheidungen nur zeitverzögert wirken.

In den USA hat sich die Konjunktur nach einer sehr starken zweiten Jahreshälfte 2023 im ersten Quartal 2024 normalisiert. Insgesamt kühlt sich die Konjunktur weiter ab. Vor allem der Arbeitsmarkt hat jedoch immer wieder positiv überrascht. Im Mai ist die Arbeitslosenquote zwar zum ersten Mal seit Januar 2022 auf 4,0 % und im Juni auf 4,1 % gestiegen. Damit liegt sie im historischen Vergleich aber immer noch auf einem sehr niedrigen Niveau. Die amerikanische Notenbank Fed sieht sich angesichts der recht robusten Konjunktur bei gleichzeitig noch zu hohen Inflationsraten bisher gezwungen, den Leitzins unverändert hoch bei 5,25–5,50 % zu belassen. Auch wenn sich die Finanzmärkte schnellere Unterstützung durch Leitzinssenkungen versprochen hatten, ist die Robustheit der US-Konjunktur eine positive Nachricht. Gleichwohl zahlen die Vereinigten Staaten von Amerika dafür auch einen Preis: Die Finanzpolitik bleibt äusserst expansiv. Die Haushaltsdefizite von mehr als 5 % treiben den Schuldenstand der USA weiter in die Höhe. Mit derzeit gut 120 % des BIP ist die Schuldenquote der USA bereits hoch. Gemäss Projektionen des Internationalen Währungsfonds sollen die USA im Jahr 2027 die Marke von 130 % durchbrechen. Die restriktive Geldpolitik und die expansive Finanzpolitik stehen aktuell in einem Spannungsverhältnis zueinander.

Die Wirtschaft der Schweiz geniesst – verglichen mit vielen anderen Ländern – eine Sonderstellung. Die Inflation ist unter Kontrolle, denn bereits seit Juni 2023 liegt die Teuerungsrate wieder unter der Marke von 2 % und damit im Zielbereich der Schweizerischen Nationalbank (SNB). Auch für die kommenden beiden Jahre erwartet die SNB mit Inflationsraten von jeweils rund einem Prozent ein entspanntes Preisumfeld. Gleichzeitig wächst das BIP moderat. Die SNB erwartet für 2024 und 2025 Wachstumsraten von rund 1,0 % und rund 1,5 %. Die Zentralbank sieht Entwicklungen im Ausland als grösstes Risiko für die Schweizer Konjunktur. Ein solches Risiko waren die Neuwahlen in Frankreich, deren Ankündigung den Eurokurs unter Druck gebracht hatte. Der Franken hatte im Gegenzug aufgewertet, was für die exportorientierten Schweizer Unternehmen immer eine zusätzliche Belastung darstellt. Dies dürfte ein wichtiger Grund für die SNB gewesen sein, mit der Zinssenkung im Juni den Aufwertungsdruck vom Franken zu nehmen.

Politische Risiken

Die Frankreich-Wahl hat die Finanzmärkte einige Zeit beschäftigt. Da kein politisches Lager eine absolute Mehrheit erreichen konnte, ist ein drastischer Politikwechsel nun vorerst unwahrscheinlicher. Die Finanzmärkte haben erleichtert reagiert. Dennoch: Frankreich braucht mehr Wachstum, auch um die Haushaltsdefizite und die hohen Staatsschulden in den Griff zu bekommen. Mit mehr Sozialpolitik wird das kaum möglich sein. Wenn Investoren höhere Risikoaufschläge auf französische Staatsanleihen verlangen, vergrössert sich die finanzielle Not für den Finanzminister sogar noch. Wahrscheinlich würde der Druck von den Finanzmärkten die Regierung recht schnell wieder auf einen finanzpolitisch solideren Kurs zurückführen. Eine wichtige Rolle spielt in diesem Zusammenhang die Europäische Zentralbank. Sie hat in einer Notlage die Möglichkeit,

mit dem „Transmission Protection Instrument“ (TPI) eine Marktpanik zu stoppen. Entscheidend ist, dass sie das Instrument nicht zu früh einsetzt und damit ausschliesslich Länder abschirmt, die durch Frankreich „angesteckt“ werden. Ein Land wie Frankreich, das sich bewusst für eine unsolide Finanzpolitik entscheidet und gegen die Regeln der Währungsunion verstösst, muss dagegen dem Druck der Finanzmärkte ausgesetzt bleiben. Nur dann können Zinsen die erwünschte korrigierende Wirkung auf die Finanzpolitik eines Landes ausüben.

Die Neuwahlen in Frankreich haben einmal mehr gezeigt, dass nicht nur geopolitische Risiken, sondern auch innenpolitische Themen Auswirkungen auf die Finanzmärkte haben. Mit den US-Präsidentenwahlen rückt das nächste Grossereignis näher. Nach dem ersten TV-Duell zwischen Amtsinhaber Joe Biden und Herausforderer Donald Trump ist klar, dass dieses Thema die internationalen Schlagzeilen in den nächsten Monaten bestimmen wird. Aufgrund des sehr schwachen Auftritts von Joe Biden sind personelle Überraschungen nicht ausgeschlossen.



A K T I E N

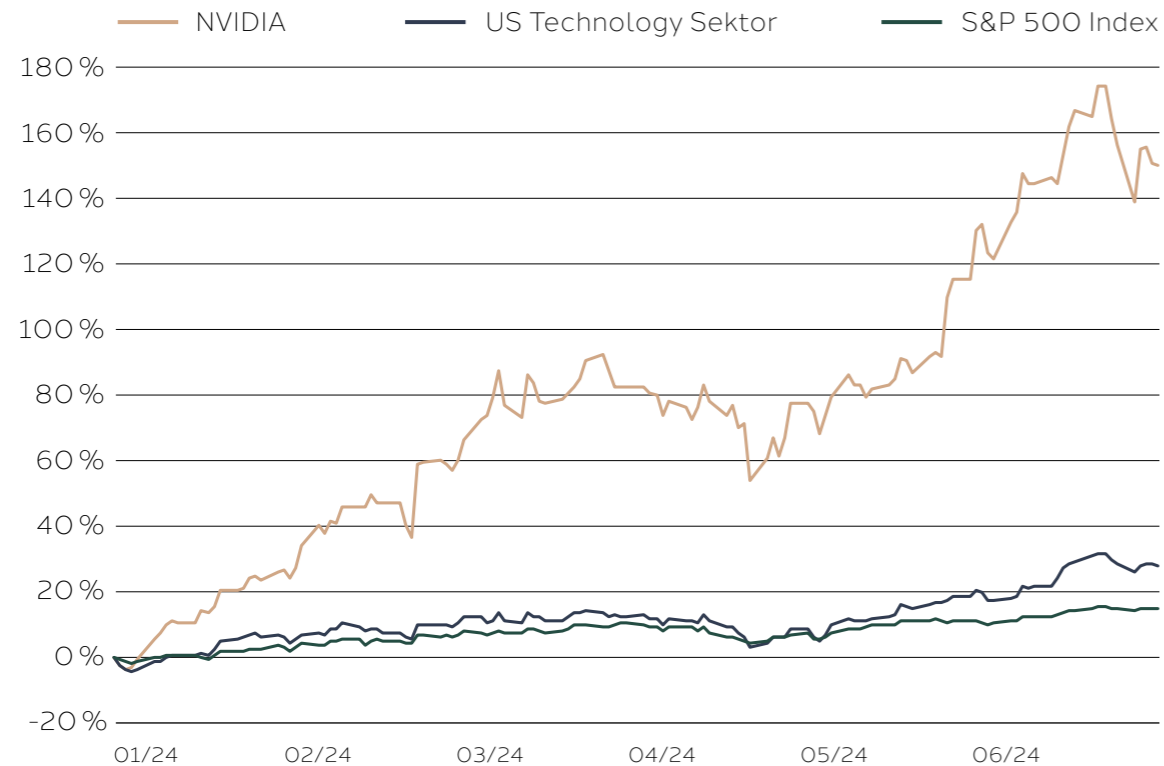
AKTIEN BLEIBEN FUNDAMENTAL UNTERSTÜTZT
VON FREDERIK CARSTENSEN

Begünstigt durch solide Wirtschaftsdaten, positive Gewinnrevisionen und die Aussicht auf eine niedrigere Inflation, verzeichneten die globalen Aktienmärkte in der ersten Jahreshälfte einen überraschend starken Anstieg. Zu den Gewinnern gehörten (mal wieder) die US-Mega-Caps aus dem Technologie- und Kommunikationssektor, die von der anhaltenden Begeisterung für Künstliche Intelligenz (KI) angetrieben wurden. US-Small-Cap-Aktien schnitten in der ersten Jahreshälfte dagegen weniger gut ab, nachdem die Zinsprognosen teilweise erheblich revidiert werden mussten. Der breite US-Aktienmarkt, gemessen am S&P 500, konnte in der ersten Jahreshälfte um 15 % zulegen und hat damit einen der besten Starts der letzten 35 Jahren hingelegt.

Seit Jahresbeginn hat der Index mehr als 30 neue Höchststände erreicht. In der zweiten Jahreshälfte sind weitere positive Überraschungen möglich, allerdings bleiben (geo-)politische Unsicherheiten sowie die Gefahr einer hartnäckigen Inflation bestehen. Auch eine stärkere Abschwächung des US-Wachstums bleibt ein Hauptrisiko für unser positives Konjunkturbild und die Aktienmärkte.

KI treibt weiterhin die Märkte

Die Begeisterung für KI setzte sich in der ersten Jahreshälfte ungebremst fort, wobei die Mega-Cap-Technologiewerte überdurchschnittliche Gewinne erzielten. Die sogenannten „Glorreichen 7“ (Nvidia, Microsoft, Apple, Google, Tesla, Meta, Amazon) haben wieder einmal



Performance ausgewählter Einzeltitel und Indizes in 2024
Quelle: Bloomberg, Bergos. Daten per 28.06.2024

relative Stärke gezeigt und verzeichneten – trotz eines zweistelligen Rückgangs bei Tesla – einen durchschnittlichen Gewinn von 39%. Besonders vorteilhaft war es z. B. Nvidia, das Aushängeschild für die KI-Manie, im Portfolio zu haben. Die Aktien des Unternehmens stiegen um rund 150% und Nvidia setzte sich an die Spitze der nach Marktkapitalisierung grössten Unternehmen der Welt. Mit einer Performance von über 25% zählten der Technologie- und der Kommunikationsdienstleistungssektor in der ersten Jahreshälfte zu den Spitzenreitern. Die Begeisterung für und die Nachfrage nach künstlicher Intelligenz spiegelt sich sowohl im Gewinnwachstum als auch in den gestiegenen Bewertungen wider.

Überraschungspotenzial nach oben möglich
Auch wenn wir nicht davon ausgehen, dass sich die Performance des ersten Halbjahres in der

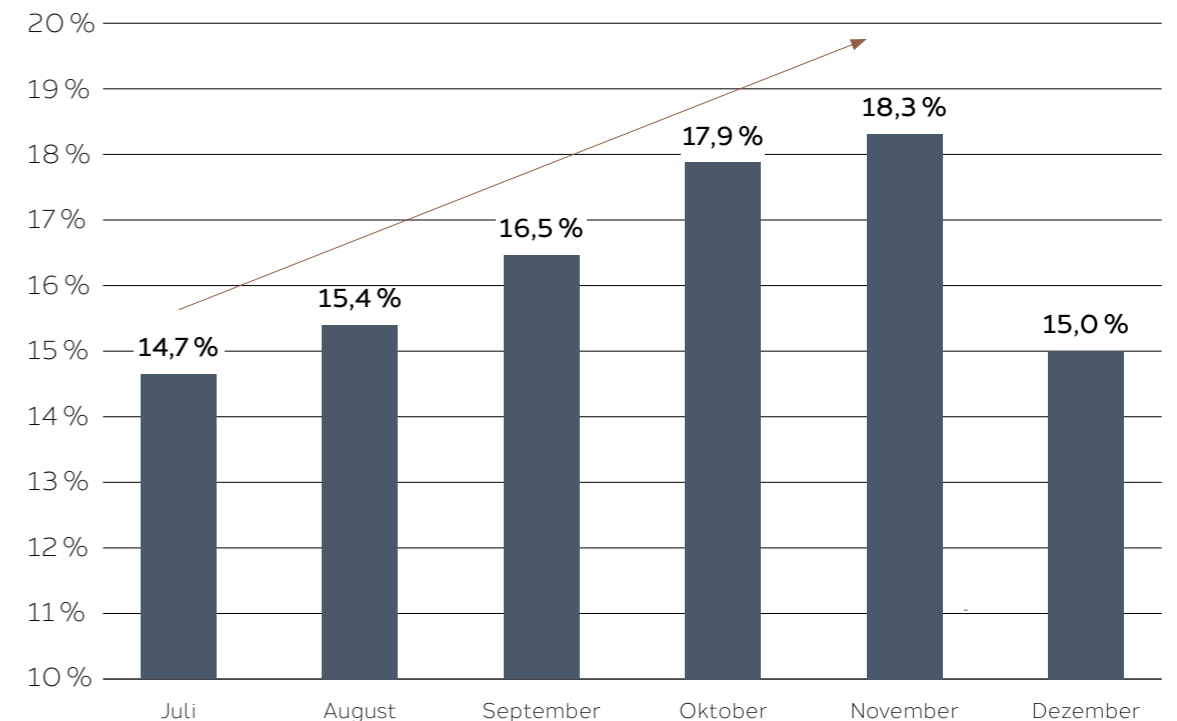
zweiten Jahreshälfte vollständig wiederholen wird, gibt es gute Argumente für zusätzliche Gewinne im weiteren Verlauf, unterstützt durch die Fed, die den Fuss von der Bremse nimmt, und die Unternehmensgewinne, die weiter steigen könnten. Richtungsweisend für den weiteren Verlauf an den Aktienmärkten wird daher die in Kürze beginnende Q2-Berichtsaison sein. Anleger und Analysten scheinen optimistisch zu sein, was die Quartalsergebnisse angeht. Das ist an sich positiv, macht positive Überraschungen aber schwieriger. Trotzdem haben Anleger Grund, für den Rest des Jahres 2024 optimistisch zu sein: Starke erste Jahreshälften haben in der Vergangenheit dazu geführt, dass die Märkte im Gesamtjahr überdurchschnittliche Renditen erzielten. In den 11 Jahren, in denen Aktien bis Ende Juni um 10% oder mehr stiegen, lag die durchschnittliche Gesamtjahresrendite bei 29%.

Volatilität dürfte in der zweiten Jahreshälfte anziehen

Für die zweite Jahreshälfte sollten sich Anleger jedoch auf einen weniger ruhigen Verlauf einstellen. Ein Blick in die Historie zeigt, einen durchschnittlichen Anstieg der Volatilität um 25% von Juli bis November in US-Wahljahren. Darüber hinaus bestehen weiterhin (geo-)politische Risiken, die Gefahr einer (deutlichen) Abschwächung der US-Wirtschaft und/oder eine anziehende Inflation, die den Zeitplan für Zinssenkungen der US-Fed nach hinten verschiebt. Statt der noch im März erwarteten drei Senkungen für dieses Jahr, preist der Markt derzeit weniger als zwei ein. In Europa hat die Ankündigung von Neuwahlen in Frankreich zuletzt bereits zu einer erhöhten Volatilität geführt. Kurz- und mittelfristig dürfte die politische Situation in Frankreich für

einige Unruhe sorgen. Eine Neuauflage der Eurokrise erscheint zum jetzigen Zeitpunkt allerdings unwahrscheinlich.

Gerade nach der starken Entwicklung seit Jahresbeginn wäre es nicht überraschend, wenn der Aktienmarkt eine Verschnaufpause in Form einer routinemässigen Konsolidierung oder eines vorübergehenden Rückgangs von 5–10% einlegen würde. Immerhin hat der S&P 500 seit mehr als 300 Handelstagen keinen Tagesverlust von mehr als 2% erlitten. Dennoch sehen wir keine Anzeichen für einen besorgniserregenden oder nachhaltigen Rückgang. Angesichts des positiven fundamentalen Hintergrunds kann es sich durchaus anbieten, einen solchen Rücksetzer als Kauf- und Umschichtungsmöglichkeit zu nutzen. Eine offensivere Positionierung erscheint uns angesichts der optimistischen



25%ige Zunahme der Volatilität von Juli bis November in US-Wahljahren
Quelle: Bloomberg, FactSet, Bank of America, Bergos
Hinweis: Die US-Wahl findet am ersten Dienstag im November statt.
Durchschnittliche monatliche Volatilität für US-Wahljahre seit 1928.

Anlegerstimmung und -positionierung, der ambitionierten Bewertung insbesondere von US-Aktien und der erwähnten Risiken derzeit nicht angebracht.

Übergewicht in den USA und Europa

Auch in diesem Jahr hat sich unser Übergewicht bei US-Aktien ausgezahlt. Die US-Wirtschaft zeigte sich in der ersten Jahreshälfte überraschend robust. Neben der Konjunktur- und Zinsentwicklung, rückt nun der Wahlkampf im Vorfeld der US-Wahlen immer mehr in den Fokus. Zum einen steht die Handlungsfähigkeit Europas auf dem Spiel. Zum anderen könnte Trump mit Handelskriegsdrohungen Stimmung gegen Europa und China machen. Beides könnte den US-Dollar und US-Aktien weiter stützen.

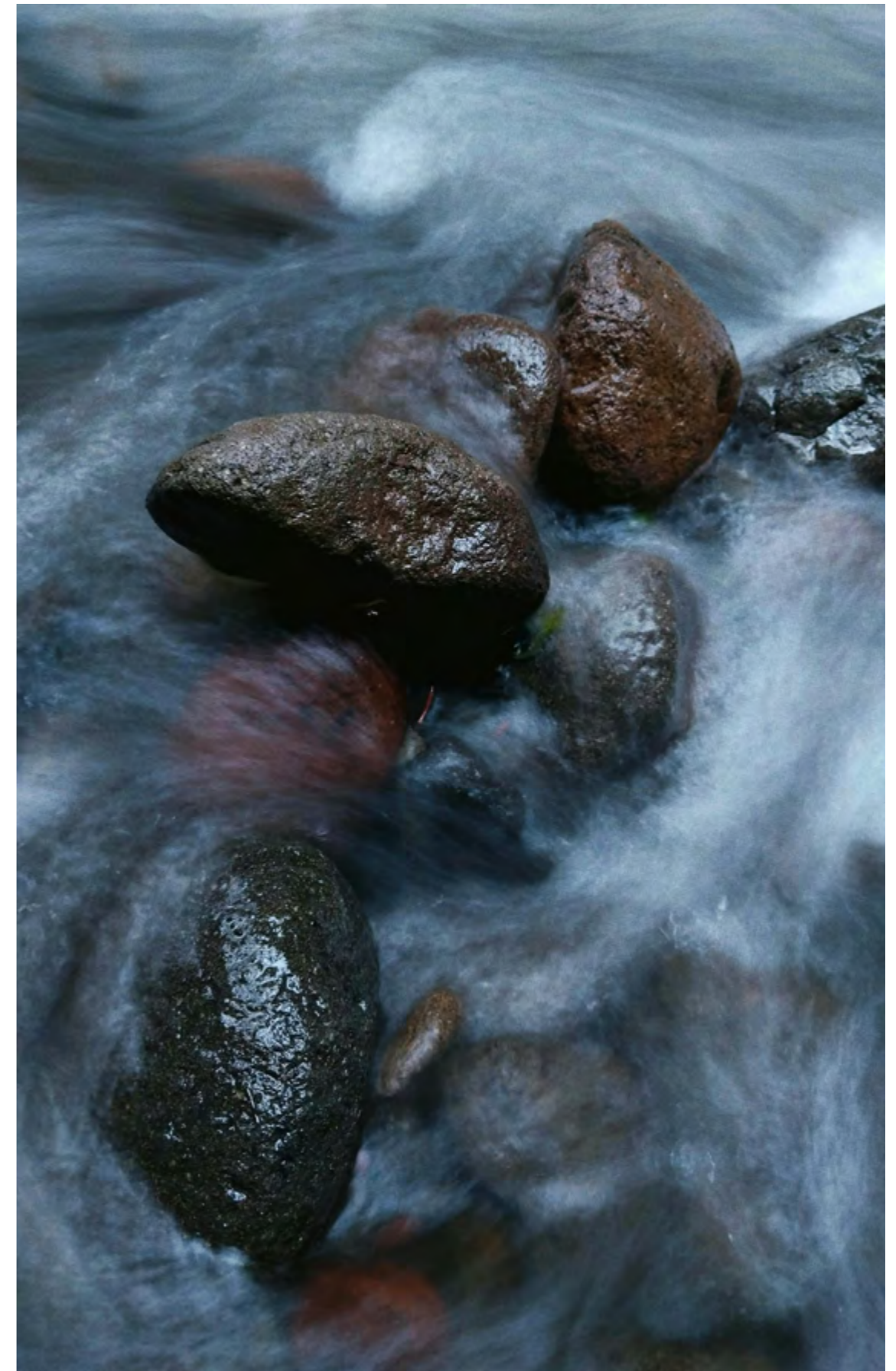
In Europa festigen sich die Anzeichen für einen zyklischen Aufschwung. Indikatoren wie PMIs, Ifo und ZEW zeigten im zweiten Quartal nach oben. Dank der niedrigen Inflation hat die Schweizerische Nationalbank den Leitzins in diesem Jahr bereits zweimal gesenkt. Auch die EZB folgte im Juni mit einer ersten Zinssenkung. Eine weniger restriktive Geldpolitik gepaart mit attraktiven Bewertungen und positiven Gewinnrevisionen stimmt uns optimistisch für europäische Aktien, sodass wir diese seit Kurzem übergewichten. Vor allem europäische Nebenwerte weisen weiterhin eine massive Unterbewertung auf, die sich zum Teil abbauen dürfte.

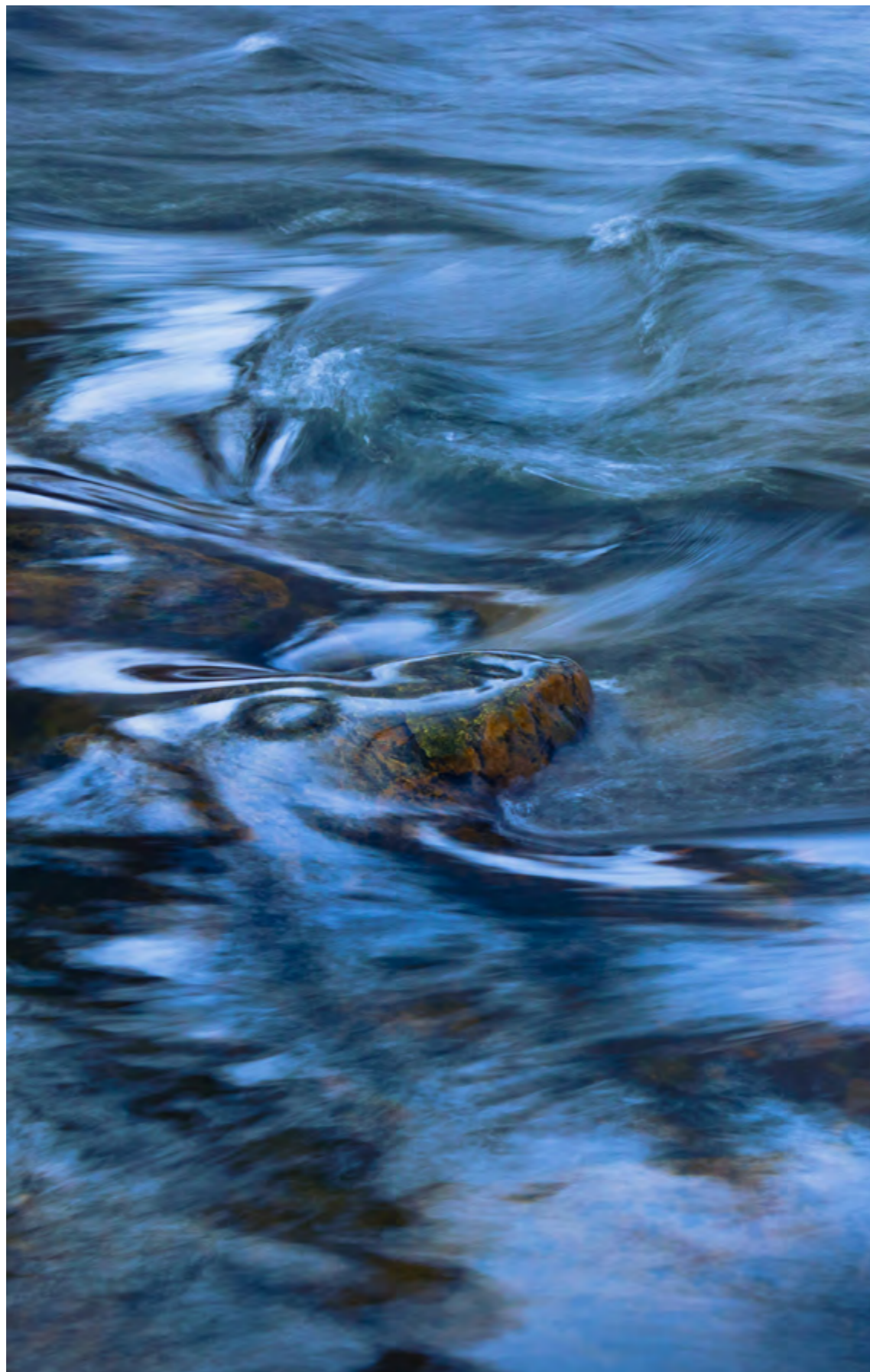
Untergewicht in Japan und den Schwellenländern

Nachdem wir seit September 2021 positiv für japanische Aktien waren und sich diese seitdem äusserst positiv entwickelt haben, sind wir zuletzt vorsichtiger geworden. Japanische Aktien haben in den letzten Jahren von einem schwachen Yen und einer expansiven Geldpolitik profitiert. Wir glauben, dass die Yen-Abwertung ihren Höhepunkt erreicht hat. Ebenso hat

sich Japan Anfang des Jahres als letztes Industrieland von seiner Negativzinspolitik verabschiedet und es werden weitere Zinserhöhungen erwartet. Die abkühlende Wirtschaft sowie zuletzt rückläufige Gewinnrevisionen stimmen uns weniger optimistisch, sodass wir japanische Aktien aktuell untergewichten.

Die Aktienmärkte der Schwellenländer betrachten wir insgesamt weiterhin mit Skepsis, besonders die chinesischen Börsen, und bleiben hier untergewichtet. Innerhalb der Schwellenländer bewerten wir Indien allerdings als explizit positiv, das mit starkem Wirtschaftswachstum und überproportionalem Gewinnwachstum überzeugt. Auch hier hat die Wahl gezeigt, dass politische Börsen oftmals nur kurzfristig die Marktteilnehmer beschäftigen.





A N L E I H E N

DIE ZINSWENDE IM RAMPENLICHT
VON CHRISTOPH JUNG

Gerade in diesem Jahr hat sich gezeigt, wie schwierig und volatil Zinsprognosen sein können und wie schnell sich die Markterwartungen den Gegebenheiten anpassen. Man hörte von anfänglichen Rezessionsängsten, später aufkommenden Prognosen einer weichen Landung bis hin zu gar keiner Landung und ersten Berichten über einen möglichen Take-off der Wirtschaft. Auch wenn letzteres für die USA oder Europa derzeit übertrieben erscheint, war die Stabilität schon bemerkenswert und die Zukunftserwartungen haben sich durch das anhaltende Wirtschaftswachstum und die hartnäckig hohe Inflation angepasst. An dieser Stelle sei noch einmal auf den Wandel hingewiesen: Bei der US Federal Reserve (Fed) hat sich die Marktmeinung von sechs prognos-

tizierten Zinssenkungen zu Beginn dieses Jahres auf aktuell zwei geändert, bei der Europäischen Zentralbank (EZB) wurden ursprünglich sogar sieben Zinssenkungen für das Jahr 2024 erwartet, nun sind es ebenfalls zwei.

Der Beginn des seit langem erwarteten Zinssenkungszyklus hat das Rampenlicht auf sich gezogen. Nach einer längeren Pause aufgrund der unerwartet hohen Kerninflation haben wichtige Zentralbanken mit der Senkung der Leitzinsen begonnen. Die kanadische Zentralbank senkte die Leitzinsen um 25 Basispunkte am 5. Juni, gefolgt von der EZB am 6. Juni in gleicher Grössenordnung. Auch die Schweizerische Nationalbank setzt die Zinswende fort und lockert ihre Geldpolitik mit Blick auf

den jüngst wieder erstarkten Franken. Die Verknüpfung von Konsumausgaben, Inflation und dem Umfang der Zinssenkungen in den grossen Volkswirtschaften dürfte die wirtschaftliche Entwicklung in den nächsten ein bis zwei Jahren bestimmen. In jenen Ländern, in denen das Wirtschaftswachstum weiterhin stärker ausfällt, wie beispielsweise in den USA, zeigen sich hinsichtlich der Inflation uneinheitliche Fortschritte. Dies führt dazu, dass die Zentralbanken vorerst in Wartestellung verbleiben. Dementsprechend bleiben die Zinssätze für kurzfristige Laufzeiten auf einem erhöhten Niveau, da sie in hohem Masse von der Zentralbank beeinflusst werden. Der Zeitpunkt der ersten Zinssenkung durch die Fed wird aktuell intensiv diskutiert. Der Markt tendiert in Richtung September, was angesichts der neusten, auf Verlangsamung hindeutenden Wirtschaftszahlen zunehmend realistischer erscheint. Jerome Powell, der Vorsitzender der US-Notenbank, scheint geduldig und mit dem derzeitigen geldpolitischen Kurs zufrieden zu sein. Auf mögliche Diskussionen über den Zeitpunkt einer oder weiterer Zinssenkungen geht weder Jerome Powell noch Christine Lagarde für Europa aktuell bewusst ein. In Anbetracht der Wahrscheinlichkeit eines langsameren Wirtschaftswachstums, einer nachlassenden Inflation und Zinssenkungen der Fed sowie der EZB besteht die Möglichkeit eines Rückgangs der kurz- sowie langfristigen Renditen in diesem Jahr. Der Weg zu niedrigeren Zinsen wird aller Wahrscheinlichkeit nach aber langsam und holprig verlaufen.

Die Entscheidung über eine Leitzinssenkung wird massgeblich von der Begründung beeinflusst. Wenn die Senkung eine Reaktion auf die rückläufige Inflation ist, ist zu erwarten, dass die Renditen längerfristiger Anleihen in der zweiten Jahreshälfte weniger stark fallen werden, da der Markt ein solches Szenario bereits vorwegnimmt. Zudem ist eine Rückkehr der Laufzeitenprämie zu erwarten, bei der das

Risiko einer längeren Bindung des Geldes wieder besser entschädigt wird. Bei einer schwächeren Arbeitsmarktlage und einer sich unerwartet stark abkühlenden Wirtschaft würden die Zinsen hingegen aufgrund der dadurch verursachten konjunkturellen Schwäche wohl stärker gesenkt werden, was einen stärkeren Einfluss auf die Zinsstrukturkurve nach unten hätte. Wir sehen grundsätzlich das Potenzial von sinkenden Zinsen profitieren zu können und haben die Zinssensitivität im Portfoliokontext auf einem leicht erhöhten Niveau. Für die zweite Jahreshälfte sind wir auch deshalb optimistisch, was die relative Performance der festverzinslichen Anlagen betrifft.

Zinsen stiegen im ersten Halbjahr

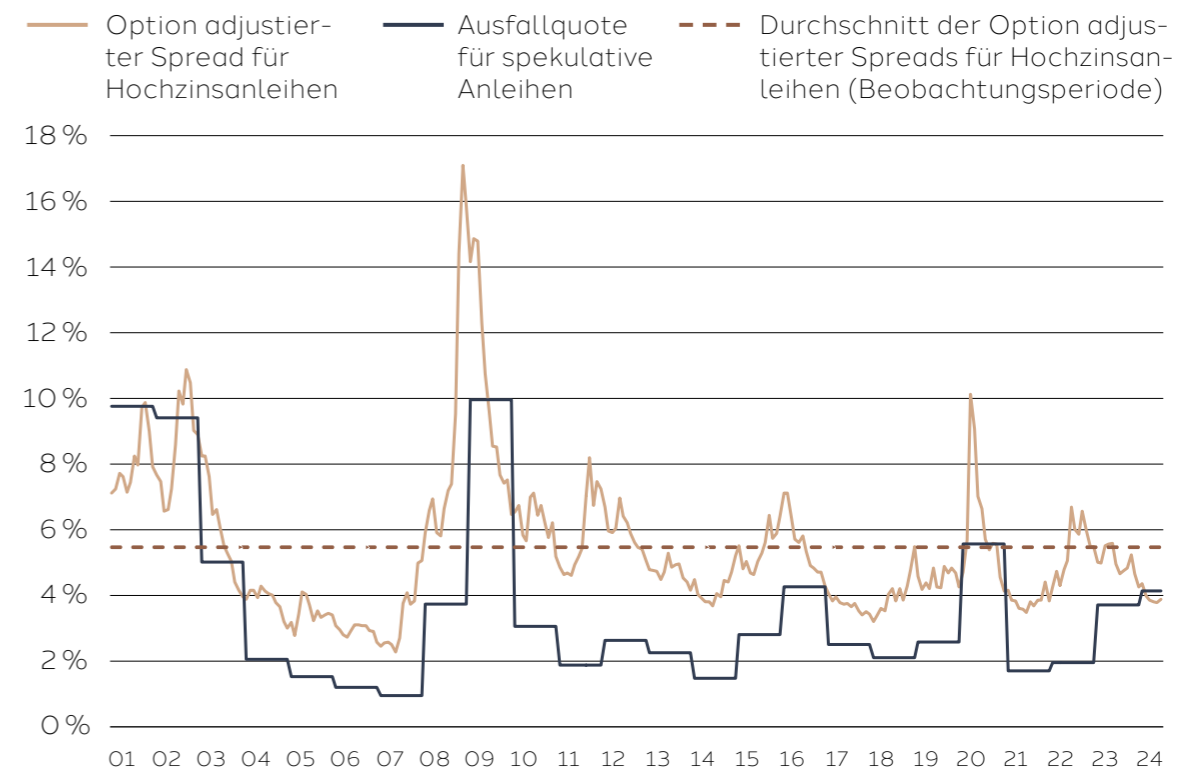
Das erste Halbjahr war unter anderem geprägt durch die Bewegung der Zinsstrukturkurve. Die US-Zinssätze haben sich noch bis in den April ziemlich konstant nach oben bewegt. So stieg die Rendite des 10-jährigen US-Treasury wieder auf 4,7 % und die 2-jährige US-Staatsanleihe knackte sogar wieder die 5 %-Marke. Im Anschluss daran folgte eine volatile und eher schwache Trendumkehr, wobei es insbesondere am längeren Ende der Zinskurve zu stärkeren Ausschlägen nach oben sowie nach unten kam. Insgesamt notierten die Zinssätze jedoch ein halbes Prozent höher als noch zu Beginn des Jahres, was sich negativ auf die Preisentwicklung von Anleihen auswirkte. Die Aufwärtsbewegung der Zinsentwicklung der 10-jährigen deutschen Bundesanleihe hat nach der starken Bewegung im Februar an Schwung verloren, war aber bis zum Zinsentscheid der EZB im Juni relativ konstant. Nach dem Zinsentscheid sind folglich die Renditen durch die Zinskurve um ca. 25 Basispunkte gefallen. Im Jahresverlauf sind die Renditen um rund 50 Basispunkte höher. Die 10-jährige deutsche Bundesanleihe handelt bei 2,5 % und die zweijährige Anleihe rentiert Ende Q2 zu rund 2,8 %. Dies sind aus unserer Sicht attraktive Einstiegsniveaus für Staatsanleihen.

Erwähnenswert ist hierbei sicherlich auch die noch eher leichte Spreadausweitung bei den französischen Staatsanleihen und deren staatsnahen Emittenten. Bei einem Wahlsieg des „Rassemblement National“ und den angekündigten Mehrausgaben ist mit einem weiteren Anstieg des Haushaltsdefizits und der Kreditrisikoprämien zu rechnen.

Tiefe Risikoprämien bei Unternehmensanleihen

Die gute Konjunktur hat die Bilanzen vieler Unternehmen stabilisiert und auf dem Kreditmarkt zeigten sich die Emittenten selbstbewusst. Sie konnten sich im Durchschnitt, gestützt auf die guten Erträge und über die Zeit aufgebauten robusten Bilanzen, zu relativ tiefen Risikoaufschlägen auf dem Kapitalmarkt refinanzieren. Das absolute Zinsniveau und relativ positive Sentiment veranlasste Anleger,

Kreditrisiken einzugehen, was infolge der hohen Nachfrage zu einer Einengung der Spreads im Primär- sowie auch im Sekundärmarkt führte. Die optionsbereinigten Spreads des „Bloomberg Global Aggregate Corporate Index“ kratzen bereits an den niedrigen Niveaus, die wir im Jahr 2021 gesehen haben und liegen auch nach dem kürzlichen Anstieg deutlich unter seinem langfristigen Durchschnitt. Dies gilt auch für Hochzinsanleihen, bei denen wir allerdings seit einiger Zeit einen Anstieg der Ausfallquoten beobachten. Sie liegt aktuell gemäss S&P beispielsweise bei ca. 4,9 % für spekulative Unternehmen in den USA und im globalen Kontext bei 4,1 %. Dies sind Werte über dem langfristigen Durchschnitt wie man auf der Abbildung unschwer erkennen kann. Niedrige Spreads und hohe Ausfallraten passen nicht wirklich zusammen. Daher sind die Ausichten auf relative Kursgewinne bei Hochzins-



Option adjustierte Spreads von Hochzinsanleihen und Ausfallraten in %
Quelle: Bloomberg/Standard & Poor's Financial Services, Darstellung von Bergos AG

anleihen im Vergleich zu Investment Grade Unternehmensanleihen unseres Erachtens geringer, und wir warten auf Einstiegsgelegenheiten, wenn die Spreads die Ausfallquoten besser widerspiegeln.

Schwellenländeranleihen bleiben attraktiv

In mehreren Schwellenländern liegen die Wachstumsraten der Wirtschaft weiterhin über denen der Industrieländer, und dies bei niedrigeren oder vergleichbaren Haushaltsdefiziten und in der Regel niedrigeren öffentlichen Schuldenquoten. Auch die Rohstoffpreise haben die Bilanzen von rohstoffexportierenden Schwellenländern gestützt. Obwohl Schwellenländeranleihen in letzter Zeit aufgrund lokaler politischer Risiken wie den Wahlen in Mexiko beispielsweise oder Bewegungen in der Zinsstrukturkurve teilweise korrigiert haben, bleiben die wirtschaftlichen Fundamentaldaten oftmals solide. Auch in absoluten Zahlen sind die Renditen in den Schwellenländern, gemessen am „Bloomberg Emerging Market Hard Currency Aggregate Index“, mit 7% weiterhin attraktiv. Zu guter Letzt; Indien, als eine der am schnellsten wachsenden Volkswirtschaften der Welt, wurde Ende Juni in den viel beachteten „JPMorgan Government Bond Index-Emerging Markets“ aufgenommen. Der Anteil ausländischer Investitionen am indischen Anleihemarkt war in der Vergangenheit aufgrund historischer Hindernisse sehr gering – dies dürfte sich nun rasch ändern und Indien den Zugang zu ausländischen Kapitalzuflüssen in Milliardenhöhe erleichtern.





ALTERNATIVE INVESTMENTS

RÜCKLÄUFIGE GOLDNACHFRAGE DER CHINESISCHEN ZENTRALBANK
IM 2. QUARTAL

VON OLIVER WATOL

Bereits im letzten Quartalsupdate hatten wir darauf hingewiesen, dass seit dem Ausbruch des Ukraine-Konfliktes eine bemerkenswerte Divergenz zwischen der Entwicklung des Goldpreises und der US-Realzinsen, aber auch des USD zu beobachten war. Die realen US-Renditen stiegen seit Anfang 2022 deutlich aus dem negativen Bereich auf den höchsten Stand seit der globalen Finanzkrise von 2008. Gold zeigte sich von dieser Entwicklung nicht nur unbeeindruckt, sondern stieg parallel zu den Realzinsen und erreichte Ende Mai dieses Jahres sogar ein neues Allzeithoch von USD 2'425. Einer der Hauptgründe für die Widerstandsfähigkeit des Goldpreises war die gestiegene Nachfrage der Zentralbanken, hauptsächlich aus Schwellenländern wie China und Indien.

Seit Ende Mai konsolidierte sich der Goldpreis jedoch und handelte in einer Seitwärtsbewegung zwischen USD 2'300 und USD 2'400 je Feinunze. In diesem Umfeld zeigten die Daten des World Gold Council, dass die Zentralbanken ihre Goldkäufe im zweiten Quartal 2024 verlangsamt. Vor allem die Rekord-Goldimporte Chinas, dem grössten Nachfrager der letzten Monate, verlangsamt sich im Mai und Juni deutlich. Die chinesische Zentralbank hat ihre Goldreservekäufe im Mai sogar gänzlich ausgesetzt und damit einen 18-monatigen Kaufrausch beendet. Dies dürfte mit ein Grund dafür sein, dass der Goldpreis Ende Juni rund 4% unter seinem Vormonatshoch notierte.

Da die Dynamik der Zentralbankkäufe zumindest vorübergehend an Schwung verliert, behalten wir unsere neutrale Positionierung gegenüber Gold bei. Wir wären nicht überrascht, wenn die aktuelle Konsolidierung kurzfristig noch etwas andauert.

Mit Blick auf die Zukunft gehen wir davon aus, dass ein möglicher Auslöser für steigende Goldpreise erneut von Zuflüssen in diskretionäre Goldfonds oder börsengehandelte Gold-ETFs ausgehen könnte. Und zwar dann, wenn die FED den angekündigten Zinssenkungszyklus tatsächlich einläutet. Folglich würden niedrigere kurzfristige USD-Zinssätze die Opportunitätskosten von Gold gegenüber zinstragenden Anlagen wieder verringern. Edelmetalle insgesamt dürften dann erneut Unterstützung von Anlegern erhalten, die von kurzfristigen Geldmarktanlagen auf Gold umsteigen.

Alternative Investment Strategien mit solider Entwicklung im ersten Halbjahr

Sowohl traditionelle Hedgefonds als auch ihre europäischen Pendanten, die stärker regulierten UCITS-Fonds, entwickelten sich im ersten Halbjahr erfreulich. Aufgrund der positiven Aktienmarktentwicklung seit Jahresbeginn profitierten vor allem Strategien, die für gewöhnlich eine höhere Aktien-Direktionalität aufweisen. Der Absolute Hedge Equity Long/Short UCITS Index beispielsweise, der ein historisches Aktien-Beta von 0.6 aufweist, liegt per Ende Juni bei +5,3%. Den grössten Anstieg innerhalb der liquiden UCITS Hedge-Fond Strategien verbuchte allerdings das Segment Global Macro, allen voran das Subsegment der CTA- bzw. Trendfolgestrategien mit einer Entwicklung von 6,5% auf Jahressicht gemessen am Absolute Hedge Managed Futures UCITS Index. Global Macro Strategien profitierten in den ersten 6 Monaten ebenfalls von Long-Positionen in Aktien, aber auch von Short-Positionen in Anleihen. Zusätzlich unterstützten verschiedene Rohstofftrends ihre diesjährige Entwicklung.

Auf Jahressicht sehen wir insbesondere bei den sogenannten Relative-Value-Ansätzen weiteres Potenzial. Relative-Value-Strategien sind vielfältig und bedienen sich einer breiten Palette an unterschiedlichen Finanzinstrumenten und agieren in unterschiedlichen Märkten. Nach dem Motto „make money on spreads“ generieren Vertreter der Relative-Value-Strategie ihre Rendite, in dem sie Preisunterschiede zwischen verwandten Wertpapieren ausnutzen. Historisch betrachtet konnten diese Strategien insbesondere in volatilen Märkten eine Outperformance erzielen. Auch marktneutrale Strategien können zu den Relative-Value-Strategien gezählt werden. Ihr Ziel ist es, wie der Name vermuten lässt, unabhängig vom Gesamtmarkt eine positive Rendite zu erzielen. Der Absolute Hedge Market Neutral Index hat im bisherigen Jahresverlauf um 4,1% zugelegt, was angesichts der günstigen Marktdynamik über dem langfristigen Trend liegt. Diese Strategien helfen insbesondere durch unruhige Märkte zu navigieren, da sie in der Regel über eine grosse Flexibilität verfügen, um ihre Positionen umzuschichten und kurzfristig Chancen zu nutzen und gleichzeitig die Volatilität begrenzen. Insgesamt erachten wir das Umfeld für marktneutralen Aktienstrategien als günstig, um auch künftig Alpha zu generieren. Diese Strategien sind auch ein wirksames Instrument, um in Aktien investiert zu bleiben, die in der Nähe ihrer Allzeithochs notieren, und gleichzeitig positive Renditen zu erzielen.

Hohe Emissionstätigkeit belebt den Markt für Wandelanleihen

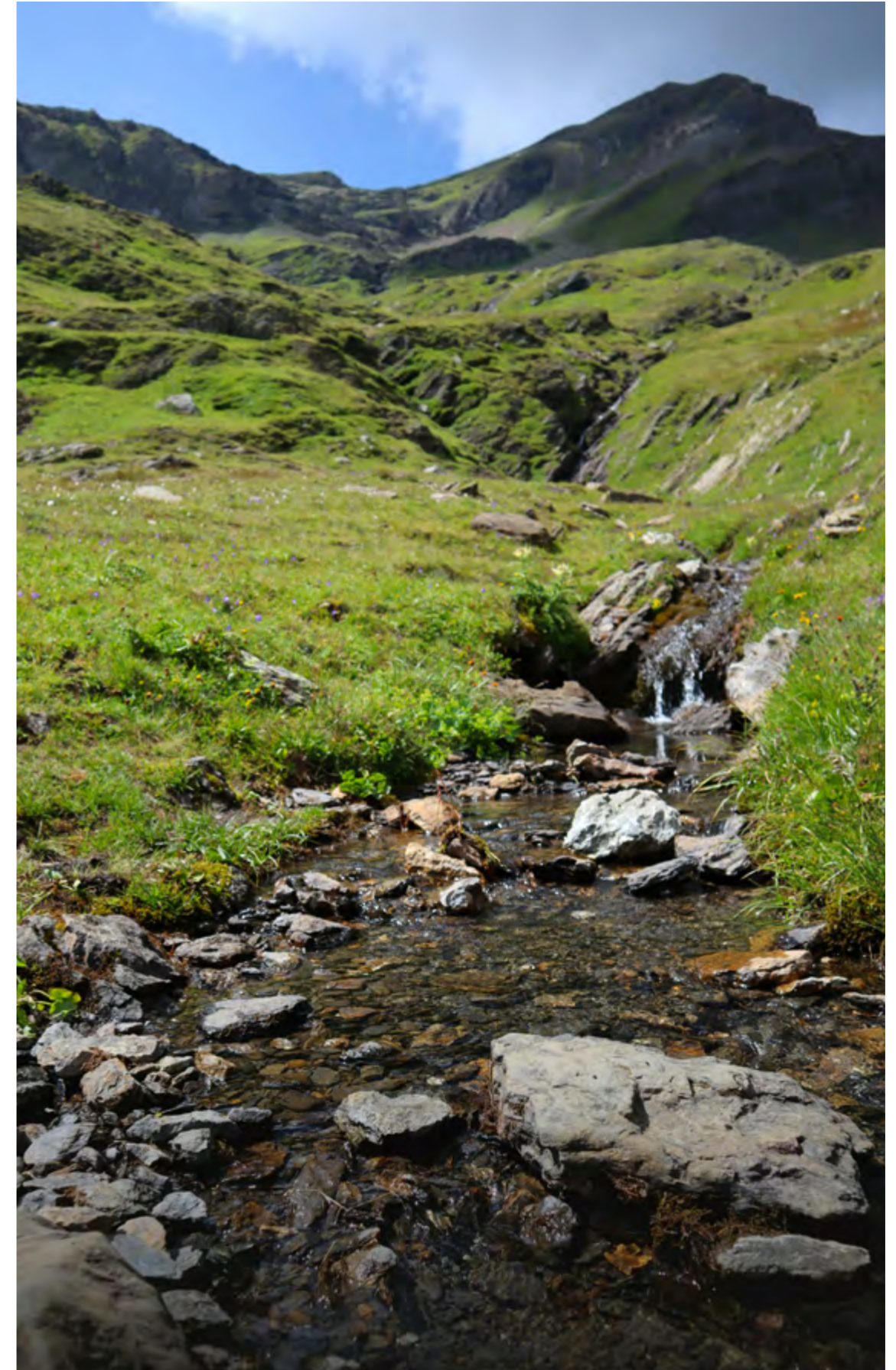
Der globale Wandelanleihen Index von Refinitiv liegt zum Ende des zweiten Quartals 2024 bei 3,3% YTD und damit immer noch rund 15% unter seinem Allzeithoch vom Februar 2021. Damit konnten Wandelanleihen bisher nicht im gewohnten Umfang mit den globalen Large-Cap-Aktienindizes mithalten. Dieses Bild ist allerdings verzerrt, denn die Rally der grossen Indizes ist in diesem Jahr erneut vor

allem von einigen wenigen Big Tech-Unternehmen angetrieben worden. Repräsentativer für einen Vergleich sind vielmehr Unternehmen der zweiten Reihe, denn das Universum der Wandelanleihen-Emittenten weist eine strukturelle Ausrichtung auf aufstrebende und wachstumsstarke kleinere und mittlere Unternehmen auf, auch wenn der Markt gerade in den letzten Monaten von grossen internationalen Konzernen sowohl aus den Industrials als auch aus den Schwellenländern dominiert wurde. Die Anlageklasse hat jedoch nicht nur aufgrund gesteigerter Primärmarktaktivität an Attraktivität gewonnen. Wir erachten das aktuelle Umfeld für Wandelanleihen aus unterschiedlichen Gründen als vorteilhaft.

Zunächst bieten viele Wandelanleihen aufgrund des gestiegenen Zinsumfelds wieder eine attraktive Verfallsrendite. Die Renditen der Anleihen sind so hoch wie seit über 10 Jahren nicht mehr, und das Halten von Wandelanleihen bis zur Fälligkeit kann, selbst bei einem ungünstigen Szenario an den Aktien- und Anleihemärkten, einen positiven Ertrag generieren. Hinsichtlich ihrer Bewertung notieren Wandelanleihen nach wie vor auf ansprechenden Niveaus. Insbesondere in den letzten 12 Monaten blieben die Aktien, denen Wandelanleihen zugrunde liegen, hinter den Aktien grosser Unternehmen zurück was unseres Erachtens erhebliches Aufholpotenzial bietet. Wie eingangs erwähnt, erfährt die Anlageklasse im Moment durch eine deutlich zunehmende Emissionstätigkeit verstärkten Rückenwind. Wandelanleihen sind speziell für Emittenten wieder attraktiver geworden, denn das höhere Zinsumfeld liess die Finanzierungskosten von Unternehmen ansteigen. Im derzeitigen Umfeld suchen viele Unternehmen nach Alternativen, um ihre Finanzierungskosten zu senken. Durch den traditionell tieferen Coupon bei Wandelanleihen im Vergleich zu konventionellen Anleihen (der im Durchschnitt ca. die Hälfte beträgt) erzielen Unternehmen eine spürbare

Zinersparnis. Dieser Effekt ist umso grösser, je höher das Zinsniveau und je schlechter die Bonität des Unternehmens ist. So spart ein typischer US-High Yield-Emittent durch die Emission einer Wandelanleihe mehrere Prozentpunkte an jährlichen Zinskosten. Vor diesem Hintergrund hatte die Neuemissionstätigkeit bereits Ende 2023 angezogen. In diesem Jahr hat sich dieser Trend noch weiter verstärkt und die Primärmarktaktivität läuft derzeit auf Hochtouren. Schätzungen zufolge könnte 2024 ein weiteres Rekordjahr werden. Die jüngste Welle von Wandelanleihen-Emissionen könnte die jährliche Summe allein in den USA auf über USD 90 Mrd. ansteigen lassen – ein Niveau, welches deutlich über dem historischen globalen Durchschnitt von USD 80 Mrd. pro Jahr liegt und welches der Markt seit dem Tiefpunkt der Pandemie-Ära nicht mehr gesehen hat. Bis zum 14. Juni wurden auf dem US-Markt bereits Wandelanleihen im Wert von über USD 40 Mrd. begeben, was einem Anstieg von 85% im Vergleich zum Vorjahr entspricht. Aber auch in Asien boomt der Wandelanleihenmarkt. Seit Ende Mai haben vier grosse chinesische Internet- und Technologieunternehmen – JD.com, Lenovo Group, Alibaba Group und Trip.com – nacheinander Wandelanleihen im Gesamtwert von USD 10,5 Mrd. ausgegeben. Die Anleihen von JD.com und Alibaba gehörten dabei zu den grössten Transaktionen, die jemals in der Region abgeschlossen wurden. Bei den beiden chinesischen Wandlern konnte ein weiterer Trend beobachtet werden, der seit 2023 an Fahrt gewinnt: Nämlich, dass sich die Struktur der neuen Emittenten deutlich verändert hat, mit einer starken Diversifizierung sowohl in Bezug auf den Sektor als auch auf die Kreditqualität. So stammte beispielsweise fast ein Drittel der Emissionen im Jahr 2024 von Emittenten mit Investment-Grade-Rating, wie auch Alibaba und JD.com. Der Trend zu einer stärkeren sektoralen Diversifizierung am Wandelanleihemarkt könnte sich also fortsetzen.

Aufgrund des weltweit steigenden Angebots an Wandelanleihen, der attraktiven Bewertung des Marktes, welcher weit entfernt von überkauften Levels handelt, der positiven Verfallsrendite und der anhaltenden Stärke von Aktien sehen wir weiterhin Potential für Wandelanleihen. Wir halten somit auch zu Beginn der zweiten Jahreshälfte an unserem Übergewicht für die Assetklasse fest.





W Ä H R U N G E N

INNENPOLITISCHE THEMEN RÜCKEN VERMEHRT IN DEN FOKUS
VON STEFFEN KILLMAIER

Im zweiten Quartal blickten die Marktteilnehmer gespannt auf das weitere Vorgehen der grossen Zentralbanken. Nachdem die Schweizer Nationalbank bereits im März als erste grosse westliche Zentralbank den Zinssenkungszyklus eingeleitet hatte, folgte im Juni nun die Europäische Zentralbank mit einer ersten Zinssenkung. Wann die US-Notenbank Fed und die Bank of England die Zinswende einleiten werden bleibt jedoch weiterhin offen. Die Zentralbanken betonten zuletzt vermehrt, ihr weiteres Vorgehen datenabhängig machen zu wollen, weshalb die Inflations- und Konjunkturdaten der kommenden Monate ganz entscheidend sein werden.

Die Zentralbankpolitik bleibt auch zukünftig der entscheidende Faktor für die weitere

Entwicklung an den Devisenmärkten. Dennoch rücken innenpolitische Themen vermehrt in den Vordergrund. Das Ergebnis der Europawahl und die in der Folge stattgefundenen Neuwahlen in Frankreich beeinflussen die Devisenmärkte. Zudem rücken die US-Präsidentschaftswahlen näher und dürften von den Marktteilnehmern im dritten Quartal immer stärker wahrgenommen werden.

Warten auf die Zinswende in den USA geht weiter

Die Europäische Zentralbank (EZB) leitete im Juni wie erwartet die Zinswende ein und senkte den Leitzins um 25 Basispunkte. Sie könnte nun jedoch eine Weile auf restriktivem Niveau bleiben. In den USA hingegen liegt die Teuerungsrate noch immer deutlich über dem

Notenbank-Ziel und die US-Wirtschaft kühlt sich zudem nur langsam ab. Insbesondere der Arbeitsmarkt zeigt sich weiterhin überraschend robust. Entsprechend hat die US-Notenbank Fed den Leitzins im Juni ein weiteres Mal unverändert belassen. Das duale Mandat der US-Notenbank – hohe Beschäftigung und Preisstabilität – erfordert noch immer mehr Einsatz auf Seiten der Inflationsbekämpfung, auch wenn sich das Ungleichgewicht zwischen den beiden Zielen allmählich verringert. Durch die nach wie vor hohen Zinsen in den USA bleiben Anlagen in US-Dollar attraktiv, da Investoren höhere Renditen erwarten können. Dies spricht in den kommenden Monaten nicht für eine Abwertung des US-Dollar. Wenn die Fed jedoch gegen Ende des Jahres tatsächlich den Zinssenkungszyklus einleitet (wie derzeit vom Markt erwartet), dürfte dies helfen, die fundamentale Überbewertung des US-Dollar abzubauen.

In den USA rücken zudem die Präsidentschaftswahlen immer stärker in den Fokus und bergen ein Volatilitätsrisiko. Im Falle einer Wiederwahl von Ex-Präsident Donald Trump ist mit politischen Veränderungen zu rechnen, die sich auf die Devisenmärkte auswirken könnten. Dazu gehören beispielsweise Handelszölle und neue fiskalische Anreize, die den US-Dollar tendenziell stützen dürften. Negativ auf den US-Dollar könnte sich ein möglicher politischer Druck auf die Fed auswirken, die Zinsen schneller zu senken.

Mit der Europawahl stieg auch in Europa zuletzt die politische Unsicherheit. Nach dem Sieg der europakritischen Partei „Rassemblement National“ in Frankreich rief Staatspräsident Emmanuel Macron eine Neuwahl für das Parlament aus. Diese Entscheidung sorgte an den Finanzmärkten für eine gewisse Nervosität. Kurzfristig ist nicht auszuschliessen, dass die



Entwicklung des EUR/USD-Wechselkurses
Quelle: Bloomberg, Bergos, Daten per 28.06.2024

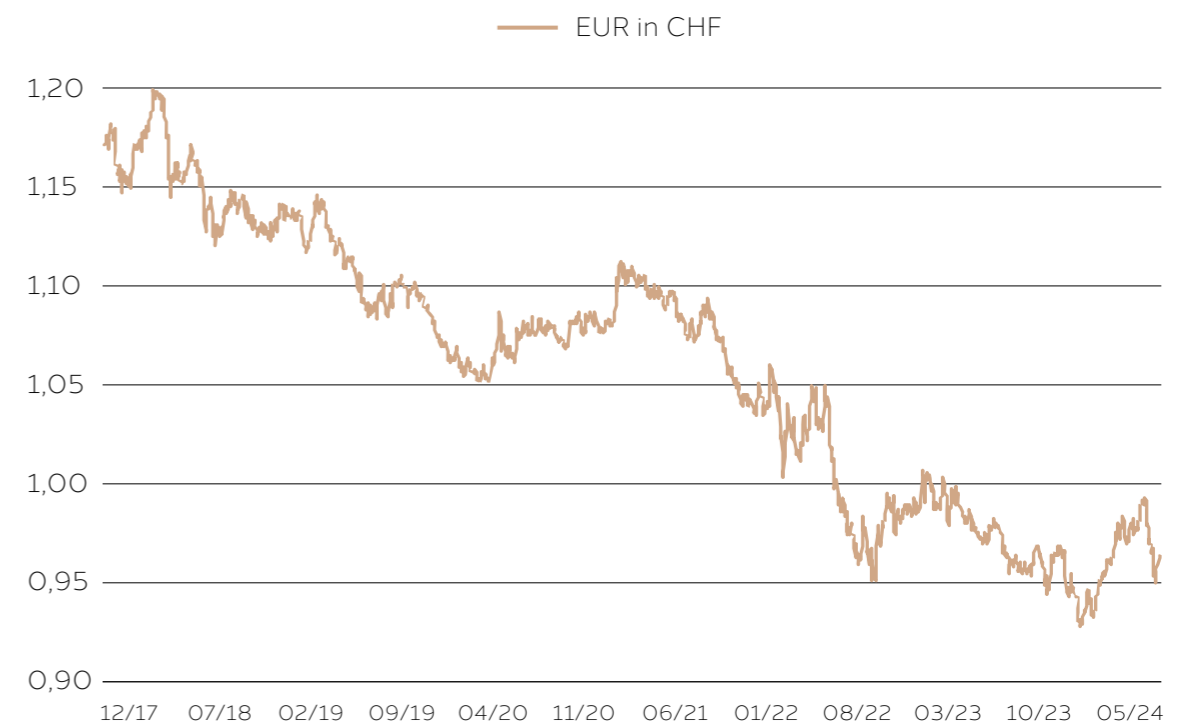
politische Situation in Frankreich für weitere Unruhe sorgt und die europäische Gemeinschaftswährung unter Druck setzt. Langfristig spricht für den Euro jedoch, dass sich der Aufschwung in der Eurozone insgesamt festigt und sich das europäische Wirtschaftswachstum wieder beschleunigen dürfte. Auf Sicht von drei Monaten erwarten wir eine Seitwärtsbewegung für das Währungspaar EUR/USD. Langfristig rechnen wir jedoch mit einer leichten Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar.

Schweizer Nationalbank hat den Franken im Blick

Nachdem die Schweizer Nationalbank (SNB) die Zinsen bereits im März ein erstes Mal gesenkt hatte, folgte im Juni eine weitere Zinssenkung um 25 Basispunkte. Obwohl die Teuerungsrate im April und Mai wieder bei 1,4% lag (nach 1,0% im März) bleibt sie komfortabel im Zielbereich der SNB. Daran dürfte

sich nach Einschätzung der Schweizer Nationalbank auch wenig ändern. Die Schweiz befindet sich insgesamt in einem ruhigen Konjunktur- und Inflationsumfeld. Die erneute Zinssenkung dürfte daher auch mit dem wiedererstarkten Franken zu tun gehabt haben. Neben wirtschaftlichen Gründen führten insbesondere die Unsicherheiten hinsichtlich der Neuwahlen in Frankreich zu einer erhöhten Nachfrage nach dem Schweizer Franken als Sicherer Hafen. Eine zu starke Schweizer Währung belastet jedoch die exportorientierten Unternehmen in der Schweiz.

Kurzfristig bestehen einerseits politische Unsicherheiten in Europa, die tendenziell Rückenwind für den Schweizer Franken bedeuten, andererseits ist die Schweizer Nationalbank bereit gegen einen zu starken Franken vorzugehen. In der Pressekonferenz deutete SNB-Präsident Thomas Jordan an, dass die SNB



Entwicklung des EUR/CHF-Wechselkurses
Quelle: Bloomberg, Bergos, Daten per 28.06.2024

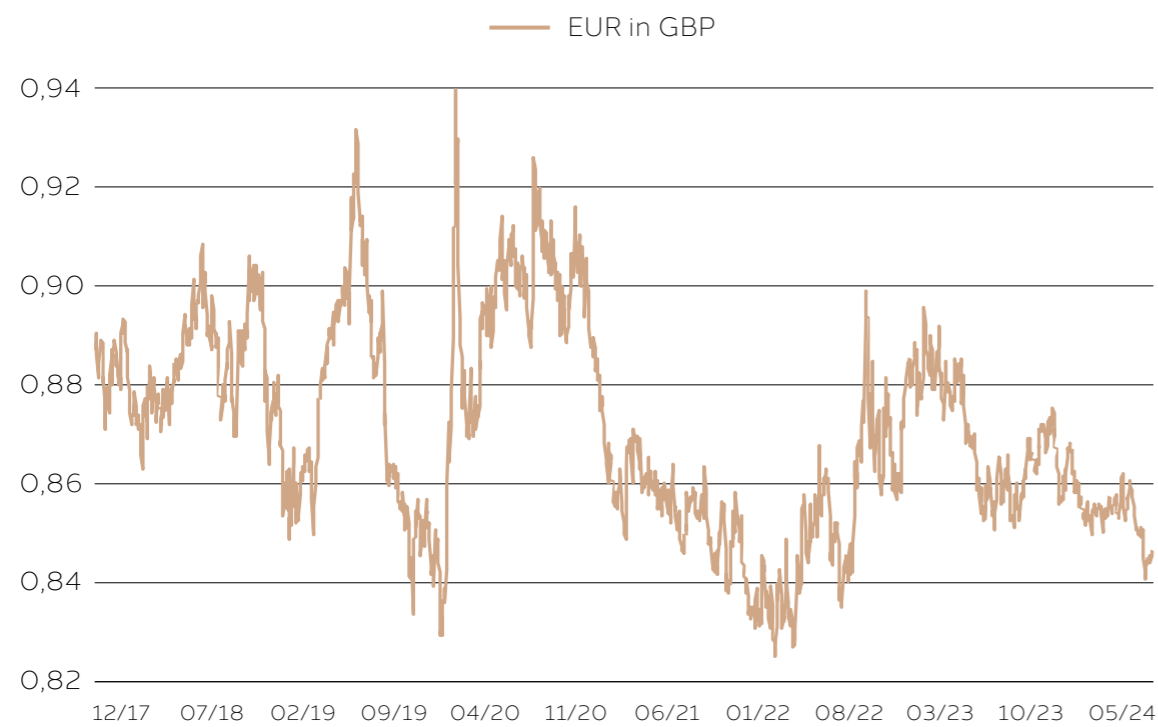
einem zu starken Franken auch aktiv am Devisenmarkt entgegenwirken wird. Wir erwarten deshalb kurzfristig eine Seitwärtsbewegung für das Währungspaar EUR/CHF. Langfristig sehen wir jedoch weiteres Aufholpotenzial für den Euro, weshalb wir auf 12-Monats-Sicht leicht positiv positioniert sind.

Britisches Pfund bleibt gegenüber dem Euro fair bewertet

Die Bank of England (BoE) belies den Leitzins im Juni auf dem hohen Niveau von 5,25%. Die Inflationsrate ist im Mai zwar auf das 2%-Ziel der Zentralbank gesunken, dies ist aber auch auf Basiseffekte zurückzuführen, die in der zweiten Jahreshälfte wegfallen. Die BoE erwartet deshalb für die zweite Jahreshälfte wieder etwas höhere Inflationsraten. Sie wird

die Inflations- und Konjunkturdaten in den kommenden Wochen weiter genau beobachten und auf deren Basis ihre nächste Zinsentscheidung am 1. August treffen. Auch wenn die BoE im August die Zinswende einleiten sollte, bleiben die Zinsen in Grossbritannien im europäischen Vergleich hoch.

Wir erachten das Britische Pfund gegenüber dem Euro auf dem aktuellen Niveau weiterhin als fair bewertet, weshalb wir für das Währungspaar EUR/GBP sowohl kurzfristig als auch langfristig eine Seitwärtsbewegung erwarten. Kurzzeitige Ausbrüche nach oben oder unten sind jedoch nicht auszuschliessen, auch aufgrund der innenpolitischen Veränderungen nach den kürzlich stattgefundenen Parlamentswahlen in Grossbritannien.



Entwicklung des EUR/GBP-Wechselkurses
Quelle: Bloomberg, Bergos, Daten per 28.06.2024





BERGOS HAUSMEINUNG

HAUSMEINUNG	--	-	0	+	++
AKTIEN	○	○	●	○	○
NORDAMERIKA	○	○	○	●	○
NICHT-BASIS-KONSUMGÜTER	○	○	○	●	○
BASISKONSUMGÜTER	○	●	○	○	○
ENERGIE	○	○	●	○	○
FINANZWERTE	○	○	○	●	○
GESUNDHEIT	○	○	●	○	○
INDUSTRIE	○	○	○	●	○
IT	○	○	○	●	○
MATERIALIEN	○	○	●	○	○
IMMOBILIEN	○	●	○	○	○
KOMMUNIKATIONSLEISTUNGEN	○	○	●	○	○
VERSORGUNG	○	●	○	○	○
EUROPA	○	○	○	●	○
NICHT-BASIS-KONSUMGÜTER	○	○	○	●	○
BASISKONSUMGÜTER	○	○	●	○	○
ENERGIE	○	○	●	○	○
FINANZWERTE	○	○	○	●	○
GESUNDHEIT	○	●	○	○	○
INDUSTRIE	○	○	●	○	○
IT	○	○	○	●	○
MATERIALIEN	○	○	●	○	○
IMMOBILIEN	○	●	○	○	○
KOMMUNIKATIONSLEISTUNGEN	○	●	○	○	○
VERSORGUNG	○	○	●	○	○
JAPAN	○	●	○	○	○
SCHWELLENLÄNDER	○	●	○	○	○

	--	-	0	+	++
FESTVERZINSLICHE	○	○	○	●	○
DENOMINATION US-DOLLAR	○	○	●	○	○
DURATION	○	○	○	●	○
STAATSANLEIHEN	○	○	●	○	○
NICHT-FINANZUNTERNEHMEN	○	○	●	○	○
FINANZUNTERNEHMEN	○	○	●	○	○
ERSTRANGIG, UNBESICHERT	○	○	●	○	○
NACHRANGIG	○	○	●	○	○
UNTERNEHMENSHOCHZINS-ANLEIHEN	○	●	○	○	○
DENOMINATION EURO	○	●	○	○	○
DURATION	○	○	○	●	○
STAATSANLEIHEN	○	○	●	○	○
KERNLÄNDER	○	○	●	○	○
PERIPHERIE	○	○	●	○	○
NICHT-FINANZUNTERNEHMEN	○	○	●	○	○
FINANZUNTERNEHMEN	○	○	●	○	○
ERSTRANGIG, UNBESICHERT	○	○	●	○	○
NACHRANGIG	○	○	●	○	○
UNTERNEHMENSHOCHZINS-ANLEIHEN	○	●	○	○	○
SCHWELLENLÄNDER	○	○	○	●	○

	--	-	0	+	++
ALTERNATIVE INVESTMENTS	○	○	●	○	○
ROHSTOFFE	○	○	●	○	○
ENERGIE	○	○	●	○	○
INDUSTRIEMETALLE	○	○	●	○	○
EDELMETALLE	○	○	●	○	○
HEDGEFONDS-STRATEGIEN	○	●	○	○	○
LONG/SHORT	○	●	○	○	○
RELATIVE VALUE	○	○	○	●	○
MACRO	○	○	●	○	○
EVENT-DRIVEN	○	○	●	○	○
WANDELOBLIGATIONEN	○	○	○	●	○
ALTERNATIVE CREDIT UND PRIVATE DEBT	○	○	○	●	○
IMMOBILIEN	○	○	●	○	○



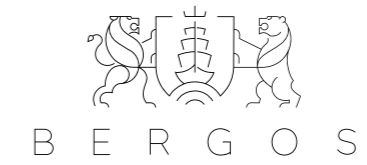
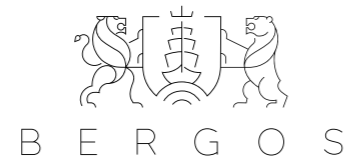
Diese Publikation dient ausschliesslich zu Informations- und Marketingzwecken. Die bereitgestellten Informationen sind nicht rechtsverbindlich und stellen weder Finanzanalysen noch einen Verkaufsprospekt, ein Angebot für Investmenttransaktionen, eine Vermögensverwaltung oder eine Anlageberatung dar und ersetzen keine rechtliche, steuerliche oder finanzielle Beratung.

Die Bergos AG (nachfolgend „Bergos“) behält sich das Recht vor, das Angebot an Dienstleistungen und Produkten sowie die Preise jederzeit ohne vorherige Mitteilung zu ändern. Bergos übernimmt keine Gewähr für die Aktualität, Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen. Für den Eintritt der in der Publikation enthaltenen Prognosen oder sonstige Aussagen über Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse schliesst Bergos jegliche Haftung aus.

Diese Publikation wurde nicht unter Einhaltung der Richtlinie zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse erstellt und unterliegt auch nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen. Die genannten Anlagevorschläge und Anlageideen wurden nicht auf Ihre persönlichen Umstände abgestimmt. Anlageentscheidungen sollten immer im Zusammenhang mit einem Portfolio getroffen werden und Ihre persönliche Situation sowie die daraus erwachsende Risikobereitschaft und Risikotoleranz berücksichtigen. Da Anlagevorschläge und Anlageideen unterschiedliche Risikomerkmale aufweisen können, bitten wir Sie, die konkreten Produktinformationen und die Broschüre „Risiken im Handel mit Finanzinstrumenten“ zu lesen und Ihren Kundenberater zu konsultieren, wenn Sie Fragen haben.

Es ist möglich, dass Bergos selbst oder ihre Verwaltungsräte beziehungsweise Mitarbeiter in der Vergangenheit in Anlageinstrumente investierten, gegenwärtig investieren oder zukünftig investieren werden, über welche dieses Dokument Informationen oder Meinungen enthält. Es ist zudem möglich, dass Bergos für die Emittenten solcher Anlageinstrumente in der Vergangenheit Dienstleistungen erbrachte, erbringt oder in der Zukunft erbringen wird. Es kann auch nicht ausgeschlossen werden, dass Mitarbeiter oder Verwaltungsräte der Bergos für die Emittenten solcher Anlageinstrumente beispielsweise als Verwaltungsräte tätig waren, tätig sind oder tätig sein werden. Bergos selbst oder ihre Verwaltungsräte beziehungsweise Mitarbeiter könnten deshalb ein Interesse an der zukünftigen Kursentwicklung von Anlageinstrumenten haben.

Die Informationen dienen ausschliesslich der Nutzung durch den Empfänger und dürfen nicht an Dritte weitergeleitet werden. Ohne schriftliche Zustimmung von Bergos dürfen die vorliegenden Informationen weder auszugsweise noch vollständig vervielfältigt werden.



COPYRIGHT

BERGOS AG

ALLE RECHTE VORBEHALTEN
ZÜRICH, JULI 2024

Herausgeber

Maximilian Hefe, CFA
Stellvertretender Chief Investment Officer
und Leiter Vermögensverwaltung

Autoren

Maximilian Hefe, CFA | Stellvertretender Chief Investment Officer
Till Christian Budelmann | Chief Investment Officer
Frederik Carstensen | Aktienstrategie
Dr. Jörn Quitzau | Volkswirt
Christoph Jung, CIIA, FRM | Anleihenstrategie
Oliver Watol | Strategie Alternative Investments
Steffen Killmaier | Währungsstrategie

Managing Editor

Sarah Thalman | Leiterin Kommunikation

BERGOS AG

HAUPTSITZ

Kreuzstrasse 5
8008 Zürich · Schweiz

Telefon +41 44 284 20 20

NIEDERLASSUNG GENÈVE

29, Quai du Mont-Blanc
1201 Genève · Schweiz

Telefon +41 22 308 59 00

www.bergos.ch
info@bergos.ch