

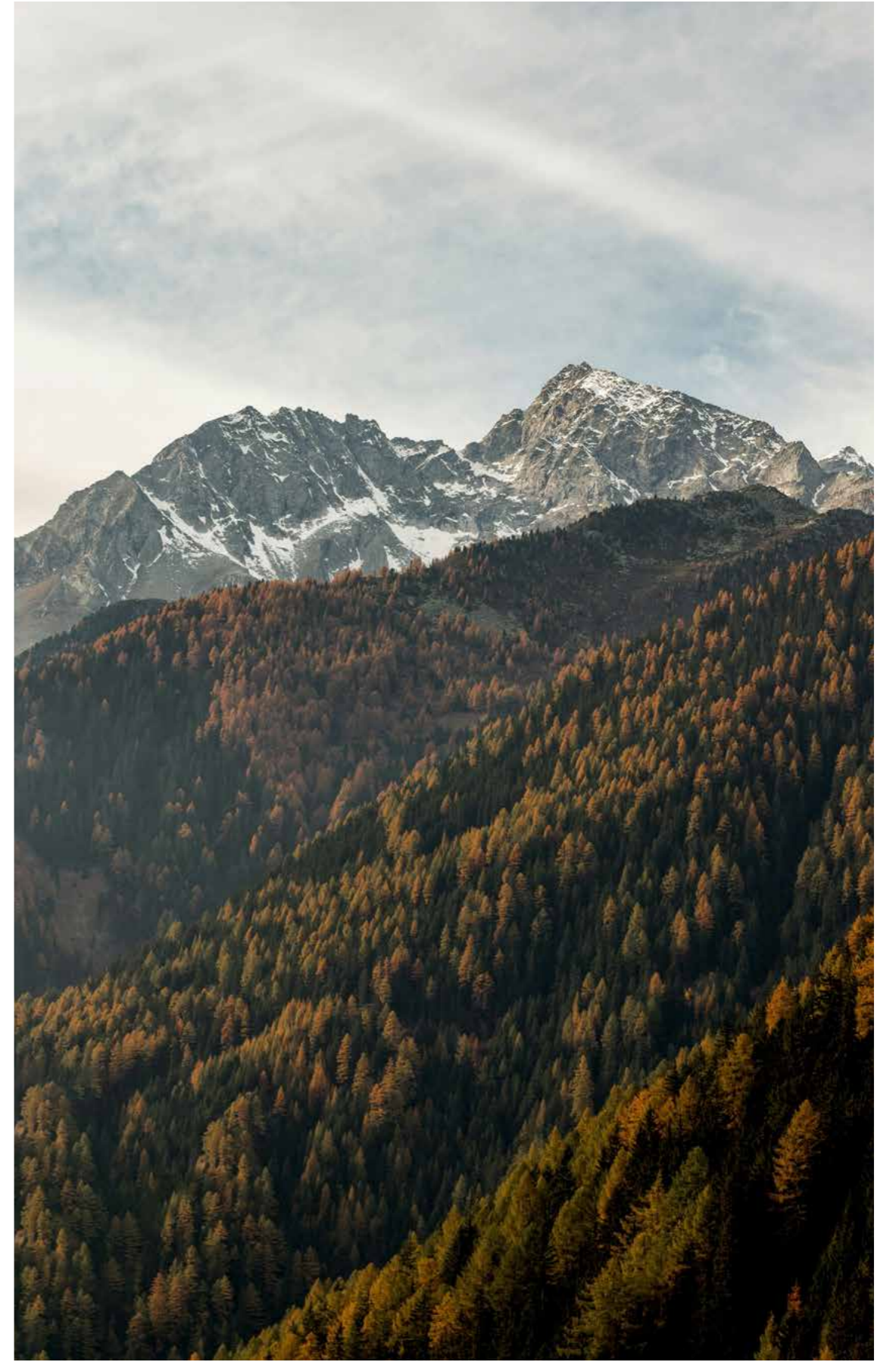


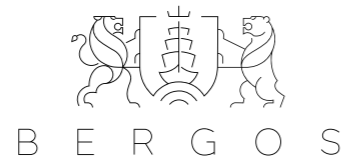
B E R G O S

Reflexionen

Q4 2024







INHALT

10

VORWORT
MAXIMILIAN HEFELE

14

KOMPASS
TILL C. BUDELMANN

17

VOLKSWIRTSCHAFT
DR. JÖRN QUITZAU

21

AKTIEN
FREDERIK CARSTENSEN

25

ANLEIHEN
CHRISTOPH JUNG

31

ALTERNATIVE INVESTMENTS
OLIVER WATOL

37

WÄHRUNGEN
STEFFEN KILLMAIER

45

TOPIC: US-WAHLEN
DR. JÖRN QUITZAU

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 Privatiern, 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, OKTOBER 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

CHEFÖKONOM

Dr. Jörn Quitzau ist seit April 2024 Chefökonom 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.

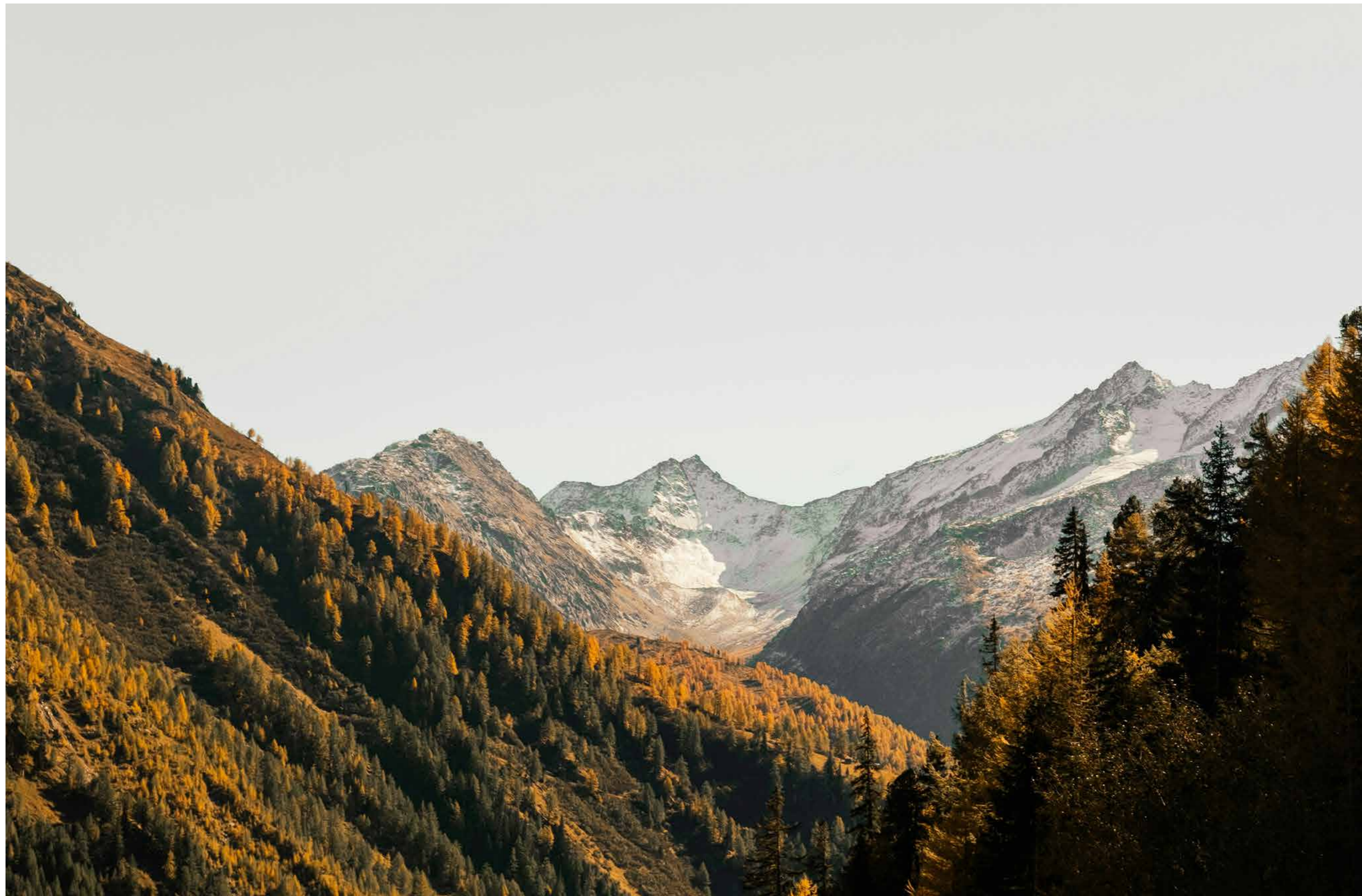


STEFFEN KILLMAIER

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 HERBSTAUSGABE

Liebe Leserinnen und Leser,

das dritte Quartal 2024 war aus verschiedenen Blickwinkeln für die Kapitalmärkte bemerkenswert. Nach temporären Rücksetzern im August und September schlossen die globalen Aktienmärkte, gemessen am MSCI World All Countries Index, am Ende des Quartals auf historischen Rekordständen. Die von einigen Marktteilnehmern befürchtete saisonale Septemberkorrektur blieb aus.

Zudem hat die Zinsstrukturkurve im US-Dollar endlich die Inversion zwischen zweijährigen und zehnjährigen Staatsanleihen überwunden, und die Rentenmärkte entwickelten sich durchweg positiv. Ergänzend stieg der Goldpreis von einem Rekord zum nächsten.

Zu all diesen Entwicklungen trug die beherzte Zinssenkung um 50 Basispunkte der US-Notenbank im September positiv bei. Die Geldpolitik wird, mit Ausnahme Japans, in den grössten Volkswirtschaften zunehmend expansiv. Zuletzt hat auch China die Geldschleusen wieder geöffnet.

Fiskalpolitisch versprechen beide US-Präsidentschaftskandidaten massive Unterstützungen für die Wirtschaft und die Konsumenten. Das Thema Inflation spielt für die geld- und fiskalpolitischen Akteure somit keine grosse Rolle mehr. Strukturelle Inflationsrisiken wie z. B. Deglobalisierung, Dekarbonisierung und der anhaltende Mangel an Arbeitskräften in den

westlichen Ländern werden zugunsten der konjunkturellen Belebung hinten angestellt.

Fallende Zinsen bleiben bis auf Weiteres ein positiver Faktor für Anleihen, auch wenn wir bei längeren Laufzeiten etwas vorsichtiger geworden sind. Unser Hauptszenario geht von einem „Bull Steepening“ aus, bei dem die Renditen für Anleihen mit kürzeren Laufzeiten (<2 Jahre) stärker fallen als bei solchen mit längeren Laufzeiten (>5 Jahre). Risikoadjustiert sehen wir somit sehr gute Chancen bei Anleihen mit Laufzeiten zwischen 1 und 3 Jahren.

Insgesamt bleiben Anleihen, auch nach der jüngsten Kursrally, unsere bevorzugte Anlageklasse in einer klassischen Multi-Asset-Strategie. Zusammen mit Gold lassen sich die Risiken

von Aktien optimal diversifizieren. Für Aktien bleiben wir insgesamt bei einem neutralen Votum und empfehlen daher, die Investitionsquoten auf strategischem Gewicht zu belassen.

In dieser Ausgabe verweise ich gerne auf unsere Rubrik „Topic“. Hier beleuchtet unser Chefökonom Dr. Jörn Quitzau die US-Präsidentschaftswahl und deren mögliche Auswirkungen auf die zukünftige Politik der Vereinigten Staaten.

Ich wünsche Ihnen viel Spass beim Lesen!

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 amerikanische Konjunktur kühlt weiter ab, sie befindet sich aber weiter in solider Verfassung. Wir sehen gute Chancen für eine sanfte Landung der Konjunktur. Eine Rezession ist nur ein Neben-Szenario. Die anhaltend expansive Finanzpolitik hilft, sonstige Belastungsfaktoren abzufedern. In der Eurozone verläuft der Aufschwung zäh. Vor allem Deutschland wird zum Belastungsfaktor. Statt des erhofften Aufschwungs sieht es allenfalls nach Stagnation in diesem Jahr aus. Innerhalb Europas wachsen die Schweiz und Grossbritannien stärker als der Durchschnitt der Eurozone. China kann seine Rolle als Wachstumsmotor der Weltwirtschaft nicht mehr erfüllen. Regierung und Notenbank stimulieren die Wirtschaft aber ausreichend, um eine grössere Schwäche abzuwenden.

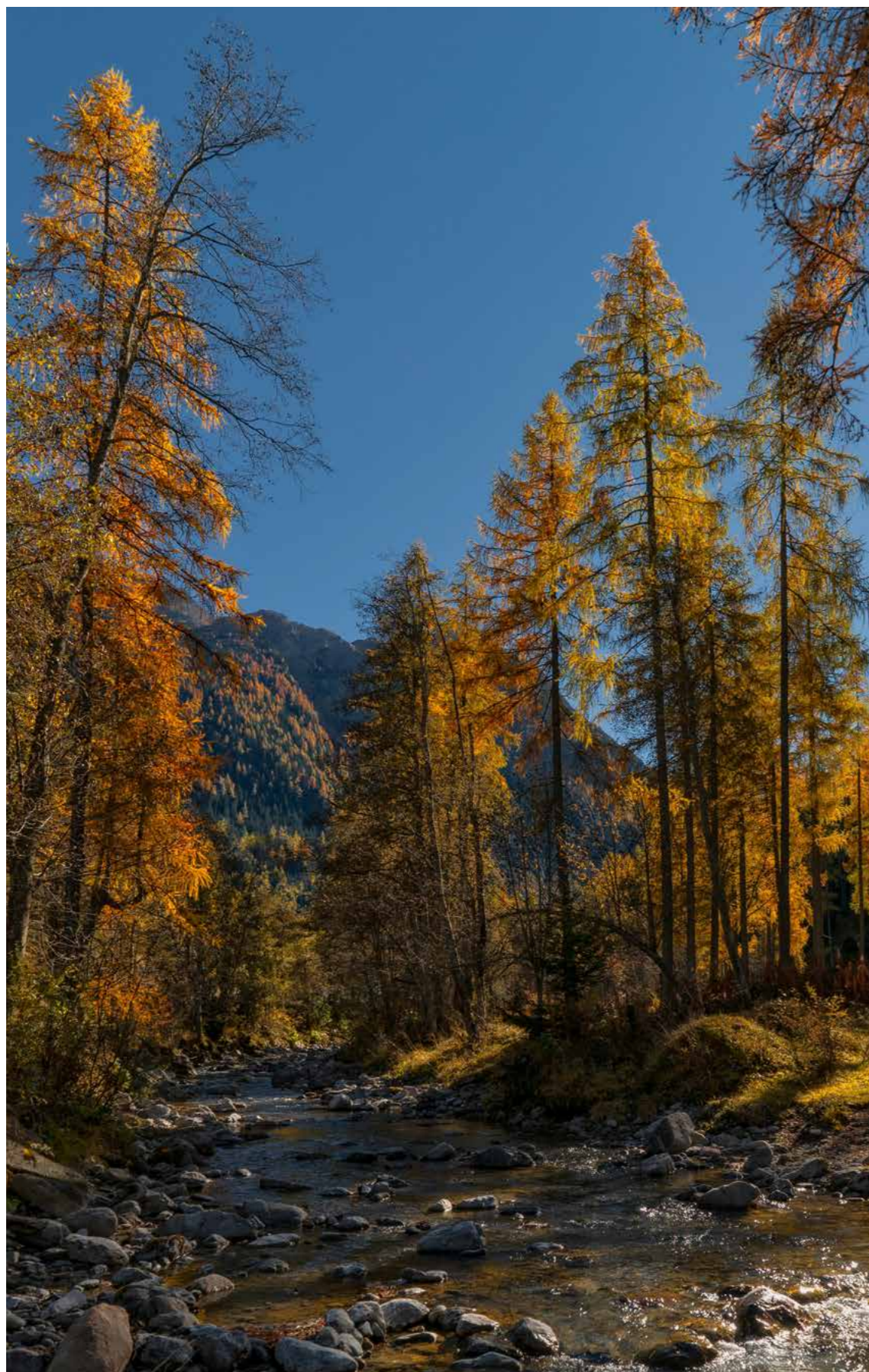
Die Inflationsraten sind weltweit deutlich gesunken. In der Schweiz notiert die Inflationsrate inzwischen seit über einem Jahr wieder unter der Zwei-Prozent-Marke und damit in dem Bereich, den die Schweizerische Nationalbank (SNB) anstrebt. In vielen anderen Ländern ist zwar die Gesamtinflation deutlich gesunken, aber die Kerninflation liegt meist noch höher und zeigt, dass die Inflation noch nicht endgültig besiegt ist. Die grossen westlichen Zentralbanken haben in diesem Inflationsumfeld begonnen, die Geldpolitik zu lockern. Die US-Notenbank Fed hat im September nach langem Zögern die Zinswende mit einer grossen Zinssenkung um 50 Basispunkte eingeleitet. Bis Jahresende dürfte der Leitzins um weitere 50 Basispunkte sinken. Die EZB hat die Leitzinsen im September zum zweiten Mal gesenkt und dürfte bis Jahresende noch mindestens zwei weitere Zinsschritte um jeweils 25 Basispunkte machen. Die Bank of England hat im September pausiert, wird wohl aber noch eine Zinssenkung bis Jahresende vornehmen. Für die SNB steht die Franken-Stärke im Fokus. Nach der Zinssenkung im September könnten die Geldpolitik noch weiter gelockert werden.

Geopolitisch bleiben vor allem die Entwicklungen im Nahen Osten und der Russland-Ukraine-Krieg im Fokus. Der Nahe Osten ist ein Pulverfass. Die Finanzmärkte haben die anhaltenden Eskalationen bisher überraschend gut weggesteckt. Die Weltkonjunktur könnte insbesondere durch einen höheren Ölpreis belastet werden. Allerdings befindet sich der Ölpreis aktuell auf einem relativ niedrigen Ausgangsniveau. Zudem bleiben China und Taiwan ein Dauerthema, das im Auge zu behalten ist. Darüber hinaus beherrschen die US-Wahlen die Schlagzeilen. Nachdem nun statt Präsident Biden die Vize-Präsidentin Kamala Harris gegen Donald Trump antritt, ist das Rennen wieder offen. Aktuell beziffern wir die Chancen auf 50/50. Für den Senat scheinen derzeit die Republikaner favorisiert, für das Repräsentantenhaus die Demokraten. Die Abkehr vom freien Handel sowie die schuldentreibende Finanzpolitik sind Themen, die nicht nur mit Blick auf die US-Wahl zu beobachten sind. Generell sind beide Themen potenzielle Risiken für das globale Wachstum.

BIP-SCHÄTZUNGEN

INFLATIONSSCHÄTZUNGEN (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 : 2,4%
	2 0 2 5 : +1,4%		2 0 2 5 : 2,2%
DEUTSCHLAND	2 0 2 3 : -0,1%	VEREINIGTE STAATEN	2 0 2 3 : 4,1%
	2 0 2 4 : +0,0%		2 0 2 4 : 3,0%
	2 0 2 5 : +0,7%		2 0 2 5 : 2,5%
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 : +1,0%		
	2 0 2 5 : +1,6%		
VEREINIGTE STAATEN	2 0 2 3 : +2,5%		
	2 0 2 4 : +2,5%		
	2 0 2 5 : +1,6%		
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 : +0,2%		
	2 0 2 5 : +1,1%		



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

SCHWIERIGES KONJUNKTURUMFELD IN POLITISCH SPANNENDEN ZEITEN
VON DR. JÖRN QUITZAU

Die wirtschaftlichen Aussichten haben sich in den Sommermonaten überwiegend eingetrübt. In den USA bleibt die Konjunktur zwar solide, doch am Arbeitsmarkt werden Bremsspuren sichtbar. In der Eurozone gestaltet sich der Aufschwung sehr zäh, auch weil Deutschland konjunkturell auf der Stelle tritt und die Eurozone damit belastet. Die Schweiz steht besser da als die Eurozone, ohne dass die Konjunktur überschäumt. Überraschend positiv entwickelt sich bisher die britische Wirtschaft.

Bei der Inflation sieht das Bild in den USA und Europa ähnlich aus: Die Gesamtinflation ist erfreulich weit gesunken, aber die Kerninflation liegt noch deutlich über den Zielwerten der US-Notenbank Fed, der Europäischen Zentral-

bank (EZB) sowie der Bank of England (BoE). Eine Ausnahme bildet die Schweiz. Hier kann die Inflation als besiegt gelten, denn sowohl die Gesamtinflation als auch die Kerninflation liegen seit dem Sommer 2023 durchgehend komfortabel unter der 2%-Marke.

Die veränderte Gesamtlage mit tendenziell schwächeren Konjunkturdaten und schwächerem Preisauftrieb hat es den Notenbanken ermöglicht, die Geldpolitik zu lockern. Die amerikanische Zentralbank hat am längsten gezögert, da die konjunkturelle Lage lange Zeit zu robust war. Mit dem schwächeren Arbeitsmarktbericht Anfang August geriet die Fed unter Zugzwang. Die monatlichen Stellenzuwächse fallen seit einigen Monaten spürbar

schwächer aus und die Arbeitslosenquote war stärker als erwartet auf 4,3 % gestiegen (der Tiefstwert lag 2023 bei 3,4 %). Im historischen Vergleich liegt die Arbeitslosenquote damit immer noch auf niedrigem Niveau. Der Fed-Vorsitzende Jerome Powell sagte auf der Pressekonferenz im Anschluss an die Zinsentscheidung im September, dass eine Arbeitslosenquote von nur knapp über 4 % immer noch ein guter Wert sei. Dennoch beschloss die Fed, die Zinswende mit einer grossen Zinssenkung von 50 Basispunkten einzuleiten, damit die vergleichsweise solide Verfassung der Wirtschaft erhalten bleibt. Insgesamt sieht es in den USA nach einer sanften Konjunkturlandung aus. Eine Rezession ist nur in einem Risikoszenario zu erwarten.

In der Eurozone ist die Inflation im September weiter auf 1,8 % gefallen. Die EZB hatte den Spielraum, die Leitzinsen zum zweiten Mal in diesem Jahr zu senken. Auf der Geldpolitik liegt inzwischen auch die Hoffnung der Wirtschaft. Der Konjunkturaufschwung gestaltet sich schwierig. Der Einkaufsmanagerindex für die Eurozone fiel im September von 51,0 auf 48,9 und damit in den kontraktiven Bereich – dies ist ein Acht-Monats-Tief. Besonders schwach ist die Industrie, während sich der Dienstleistungssektor noch knapp im expansiven Bereich halten kann.

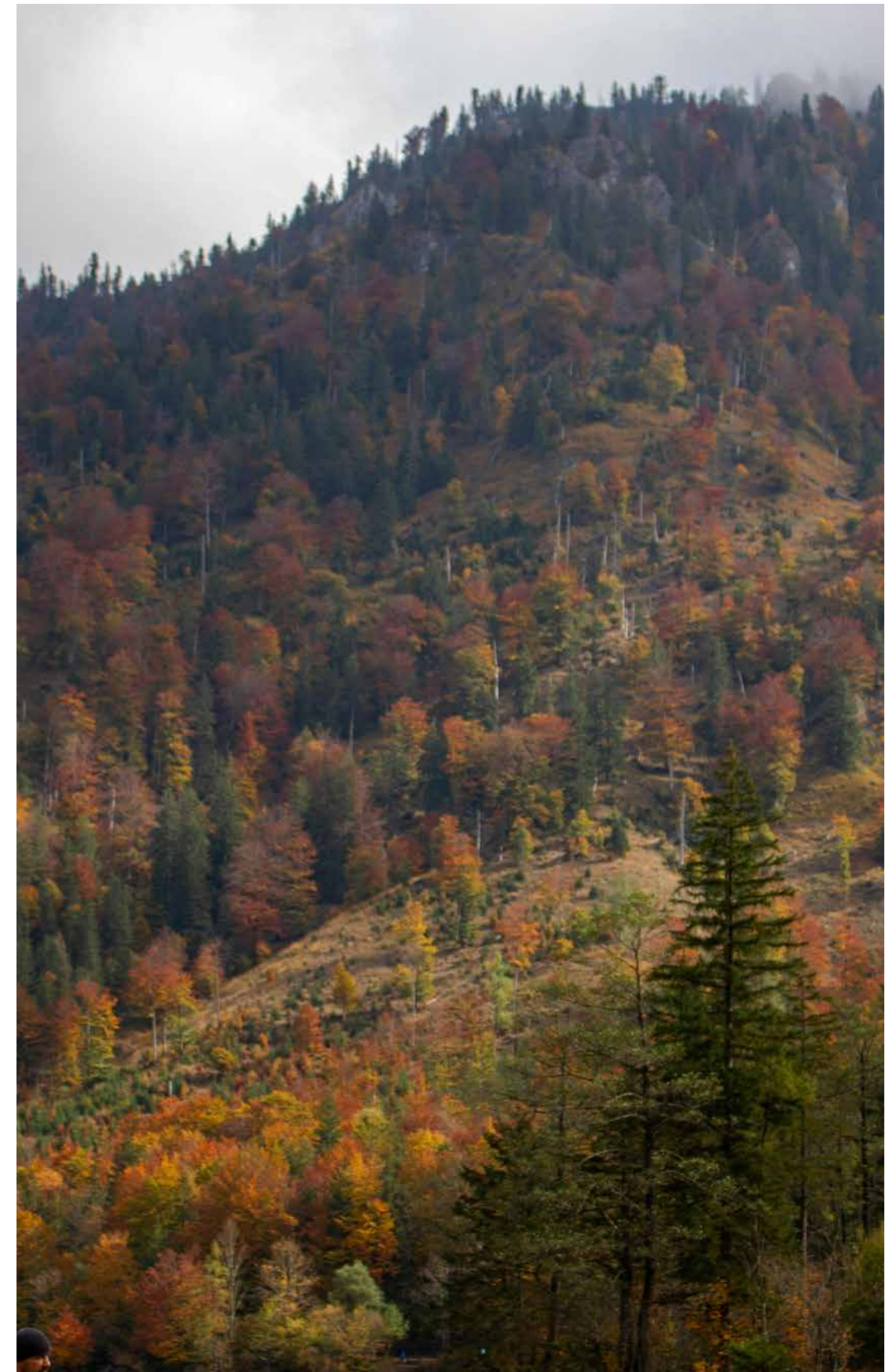
Für die Eurozone entwickelt sich Deutschland immer mehr zum Sorgenkind. Statt des erhofften Aufschwungs sieht es inzwischen nach einem weiteren schwierigen Jahr ohne Wirtschaftswachstum aus. Zahlreiche Konjunkturindikatoren zeigen nach unten, ob ifo-Geschäftsklimaindex, ZEW- oder Einkaufsmanagerindex. Deutschlands bisheriger Wirtschaftserfolg ist aus gleich mehreren Gründen gefährdet. Neben der De-Globalisierung, die das deutsche „Geschäftsmodell“ bedroht, wird auch die Wirtschaftspolitik immer mehr zur Last. Für Deutschland und für die Eurozone könnte eine Lockerung der Geldpolitik zumindest einen kleinen konjunkturellen Impuls

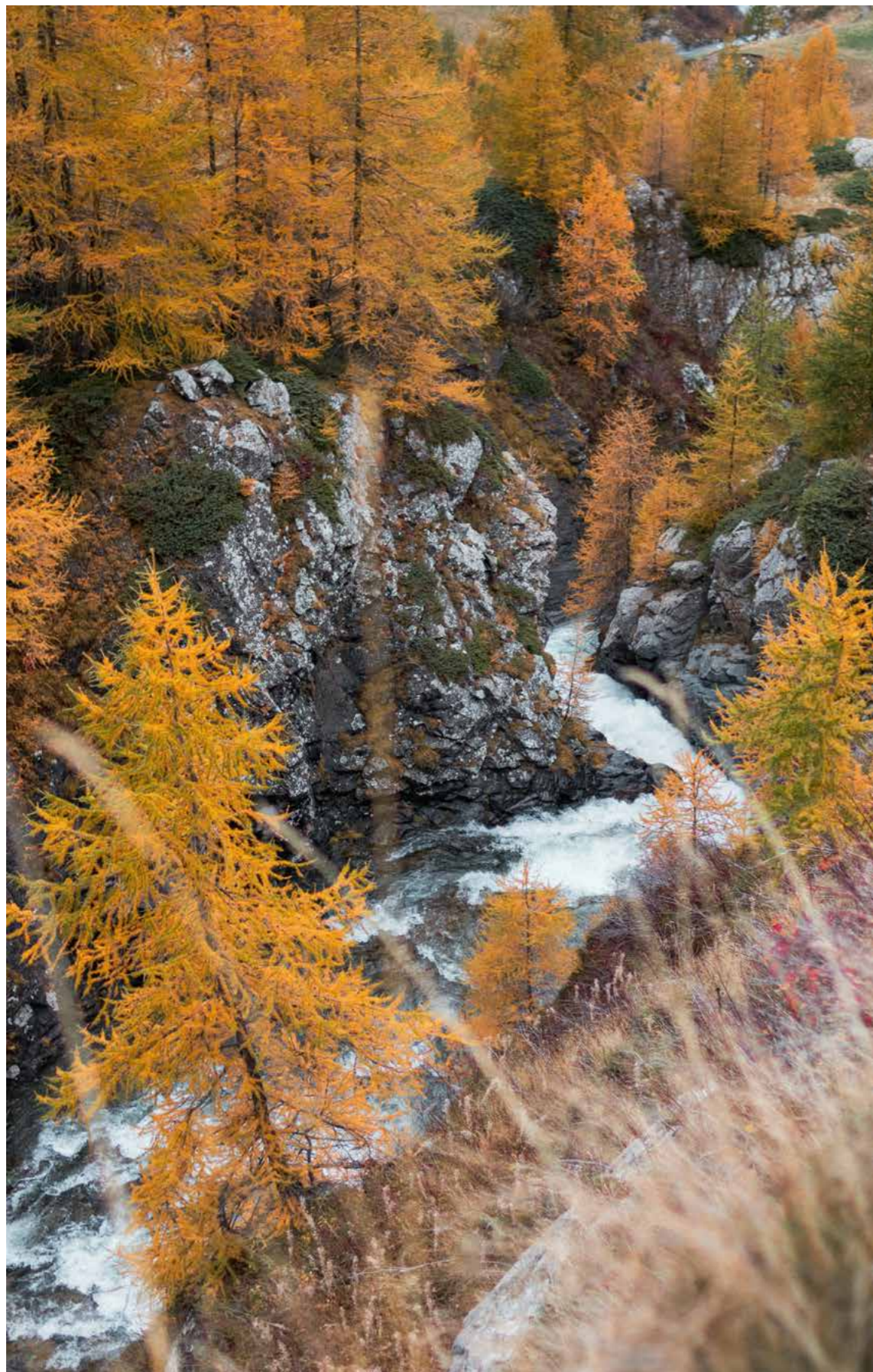
bringen, auch wenn niedrigere Zinsen eine gewisse Zeit brauchen, bis sie tatsächlich in der Wirtschaft ankommen.

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat den Leitzins im September um 25 Basispunkte auf 1,0 % gesenkt. Angesichts der Franken-Aufwertung und dem weiter gesunkenen Inflationsdruck hält die SNB weitere Zinssenkungen in den kommenden Quartalen für möglich. Für das kommende Jahr erwartet die SNB beim gegenwärtigen Leitzinsniveau nur noch eine Inflation von 0,6 %. Die grössten Risiken für die moderate Entwicklung der Schweizer Konjunktur lauern laut SNB weiterhin im Ausland.

Im vierten Quartal werden die US-Präsidentenwahlen viel Aufmerksamkeit auf sich ziehen. Schon während der Sommermonate haben die Präsidentschaftskandidaten für reichlich Gesprächsstoff gesorgt. Gute zwei Wochen nach der ersten TV-Debatte zwischen Joe Biden und Donald Trump, bei der der amtierende Präsident Biden gleich mehrere Aussetzer hatte, kam es zum Attentat auf Donald Trump. Danach war die Lage für Joe Biden fast aussichtslos. Um doch noch ernsthafte Chancen auf den Wahlsieg zu haben, mussten die Demokraten einen Kandidatentausch vornehmen. Sie nominierten die Vize-Präsidentin Kamala Harris und konnten das Rennen damit wieder offen gestalten. Wichtig wird auch sein, welche Mehrheitsverhältnisse die Wahlen für den Kongress bringen. Derzeit sieht es danach aus, dass die Republikaner eine Mehrheit im Senat gewinnen können. Für das Repräsentantenhaus haben die Demokraten aktuell die grösseren Chancen.

Geopolitisch ist weiterhin Vorsicht geboten. Vor allem die Situation im Nahen Osten ist brandgefährlich. Daneben sind der Russland-Ukraine-Krieg und die Spannungen zwischen China und Taiwan im Auge zu behalten. Bei allen drei Konflikten kann der Ausgang der US-Präsidentenwahlen neue Dynamiken mit sich bringen.





A K T I E N

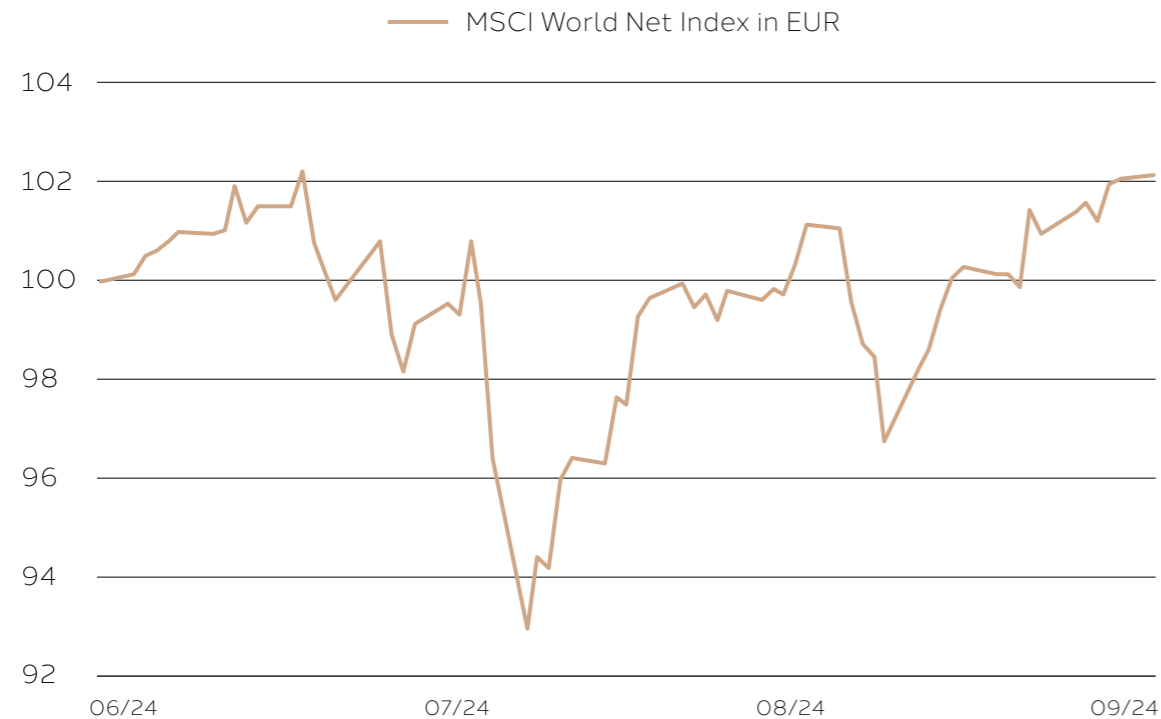
EIN EREIGNISREICHER SOMMER AN DEN GLOBALEN AKTIENMÄRKTEN
VON FREDERIK CARSTENSEN

Wenig Potenzial für Aktien und mehr Volatilität über den Sommer – das war unsere Erwartung vor drei Monaten. In der Tat war es kein ruhiger Sommer an den globalen Kapitalmärkten. Neben dem Trump Attentat und Joe Bidens Rücktritt als US-Präsidentschaftskandidat standen vor allem die Rezessionsängste in den USA, ein stärkerer Yen und die Auflösung von Carry Trades im Fokus der Anleger. Dies führte zu einer erhöhten Volatilität und einem breiten Abverkauf risikobehafteter Anlagen. Der VIX sprang kurzfristig in die Höhe und der Nikkei 225 verzeichnete mit -12,4% den grössten Tagesverlust seit 1987. Die anschliessende Erholung der Aktienmärkte war allerdings fast so schnell wie der Abverkauf. Insgesamt konnte der globale Aktienmarkt im dritten Quartal

dennoch ein leichtes Plus verzeichnen, was mit Sicherheit auch daran lag, dass der Zinssenkungszyklus in der Breite begonnen hat. Der S&P 500, der Dow Jones und auch der deutsche Leitindex DAX erreichten neue Allzeithochs. Zuletzt auffällig war die relative Stärke der chinesischen Aktienindizes, wobei diese weiterhin deutlich unter ihren Höchstständen notieren.

Kurzfristig belasten Wachstumssorgen

Seit mehr als einem Jahr ringen die Märkte mit der Frage, ob die sanfte Landung der US-Wirtschaft gelingt. In der ersten Jahreshälfte überraschte die US-Wirtschaft noch positiv, während die Inflation hingegen hartnäckig blieb. Zinssenkungshoffnungen wurden ausgepreist. Mit enttäuschenden Konjunkturdaten und



Performance des MSCI World Net Index im dritten Quartal
 Indexiert auf 100. Quelle: Bloomberg, Bergos. Daten per 30.09.2024

sinkender Inflation rückte im dritten Quartal das Risiko einer stärkeren konjunkturellen Abschwächung in den Vordergrund. Obwohl die Rezessionsängste zuletzt vor allem aufgrund enttäuschender US-Konjunkturdaten zugenommen haben, bleiben die Gewinnschätzungen der Analysten für die nächsten zwölf Monate erstaunlich stabil, teilweise sogar ambitioniert. Für US-Aktien wird derzeit ein Gewinnwachstum von 15 % für 2025 erwartet – und dies bei einem schwächelnden US-Arbeitsmarkt und einer drohenden Wirtschaftsabschwächung. Es wird sich zeigen, ob diese Erwartungen erfüllt werden können. Eins ist klar: Die Aktienbewertungen bleiben nach den jüngsten Höchstständen und trotz Zinssenkungen weiter unattraktiv.

Zinssenkungszyklus hat begonnen

Unterstützend für die Aktienmärkte ist die Tatsache, dass der lang erwartete Richtungswechsel der Zentralbanken offiziell begonnen hat. Die EZB senkte den Leitzins erstmals im Juni, die Bank of England im August und die US-Fed im September. Weitere Schritte dürften folgen. Ein solcher Richtungswechsel ist in der Regel positiv für Risikoanlagen wie Aktien, solange er nicht in Verbindung mit einer Rezession steht, wovon wir aktuell nicht ausgehen. Erleichterte finanzielle Rahmenbedingungen (Zinssenkungen, ein zuletzt schwächerer US-Dollar, ein tieferer Ölpreis) könnten der US-Wirtschaft mit einer gewissen Verzögerung wieder Rückenwind verleihen. Nach Monaten, in denen enttäuschende US-Konjunkturdaten

dominierten, könnten die US-Wirtschaftsüberraschungen im vierten Quartal dann ins Positive drehen. Insbesondere sollte das Ende der Unsicherheit über den Ausgang der US-Wahlen zum Nachholen aufgeschobener Investitions- oder Konsumentscheidungen führen.

Marktbreite stimmt positiv

Das aktuell stark „datenabhängige“ Vorgehen der Zentralbanken bietet kein Umfeld für mutige Anlegerpositionierungen, zumal die geopolitischen Risiken weiterhin hoch sind und das Rennen um die US-Präsidentschaft sehr knapp ist. Mit zunehmender Marktbreite sind extreme Positionierungen aber auch weniger notwendig. Während sich die grossen Aktienindizes im dritten Quartal kaum bewegt haben, war unterhalb der Oberfläche eine gewisse Rotation zu beobachten. Technologie-Aktien – die Gewinner seit Jahresbeginn – legten eine Verschnaufpause ein und gehörten aufgrund von Wachstumssorgen zu den relativen Verlierern. Erst kürzlich haben wir diesen weiterhin relevanten und sehr gewichtigen Sektor auf ein neutrales Gewicht reduziert. Zu den relativen Gewinnern zählten hingegen defensive Aktien-sektoren. Immobilien, Versorger, Basiskonsumgüter und Gesundheit entwickelten sich positiv. Small Caps entwickelten sich etwas stärker als Large Caps, unterstützt durch sinkende Zinsen.

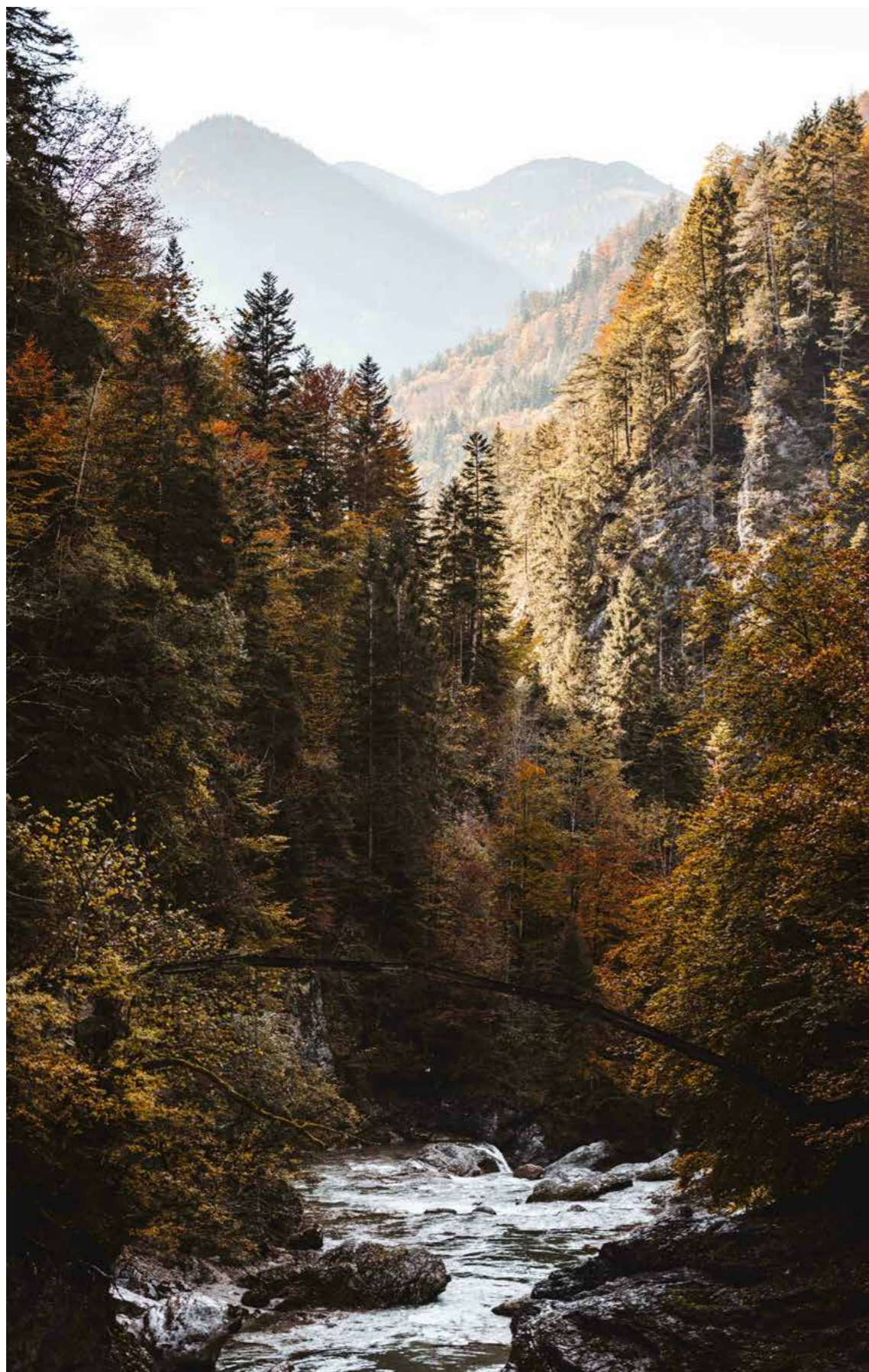
Mehr Chancen nach der US-Wahl

Das Rennen um die US-Präsidentschaft und den US-Kongress geht in die entscheidende Phase und dürfte im Oktober weiterhin für Volatilität sorgen, zumal der Oktober historisch ohnehin der Monat mit der höchsten Schwankungsbreite ist. Auch aufgrund der neu gewonnenen Marktbreite, fühlen wir uns mit einer ausgewogenen Positionierung derzeit gut aufgestellt. Mit dem Ende der Wahlunsicherheit und unterstützt durch weitere Zinssenkungen könnten sich Aktien, passend zur typischen positiven Saisonalität, in das neue Jahr hinein wieder besser entwickeln. Dies gilt insbeson-

dere, sollten die Märkte die Wachstumssorgen mit wieder positiveren Wirtschaftsdaten hinter sich lassen können und die Zinsen weiter gesenkt werden – das wäre dann das Goldlöckchen-Szenario einer sanften Landung. Auch dürften Anleger mit sinkenden Zinsen wieder mehr Kapital aus kurzfristigen Zinsanlagen umschichten. Ein nachhaltiges Übersteigen der Allzeithochs bei Aktien wäre dann denkbar.

US-Aktien, Indien und europäische Nebenwerte präferiert

Zum aktuellen Zeitpunkt halten wir an unserem Übergewicht in den USA und in Europa fest. Obwohl die europäische Wirtschaft zuletzt wieder schwächelt, weisen vor allem europäische Nebenwerte weiterhin eine spürbare Unterbewertung auf, die sich zum Teil abbauen dürfte. Andere Regionen, wie z. B. die Schwellenländer profitierten zwar zuletzt vom Richtungswechsel der Fed und einem schwächeren US-Dollar, weisen dennoch teilweise erhebliche strukturelle Probleme auf. Chinesische Titel haben sich infolge des angekündigten Stimulus Pakets zuletzt besonders erfreulich entwickelt. Ob dieses allerdings zu einer nachhaltig positiven Entwicklung von chinesischen Aktien führen wird, wird sich zeigen müssen. Dies hängt u. a. von der Entwicklung am chinesischen Immobilienmarkt ab, teilweise aber auch vom Ausgang der US-Wahl. Sollte Trump mit Handelskriegsdrohungen Stimmung gegen China machen, könnte dies durchaus nachteilig für chinesische Aktien sein. Weniger exponiert ist dagegen Indien, das im Vergleich, mit einem nachhaltig starken Wirtschaftswachstum und überproportionalem Gewinnwachstum überzeugt.



A N L E I H E N

SYNCHRONISIERTER RÜCKGANG DER KURZFRISTIGEN RENDITEN
UND DER INVERSION

VON CHRISTOPH JUNG

Im dritten Quartal konnte eine Bewegung der Anleihemärkte im Einklang mit den Erwartungen einer lockeren Geldpolitik beobachtet werden. Die Teuerungsraten setzten ihren Kurs in Richtung der häufig verwendeten Zielmarke von 2% fort, während die makroökonomischen Daten darauf hindeuteten, dass die Wachstumsdynamik ein durchmisches Bild abgibt. In Europa wurde insbesondere die stockende Wirtschaftsentwicklung der Bundesrepublik Deutschland mit Sorge betrachtet, während in den USA die Erhöhung der Arbeitslosenquote und deren Trend ein Dorn im Auge der US Federal Reserve (Fed) war. Aufgrund dieser Signale antizipierte der Markt mehrere und vor allem grössere Zinssenkungen in den meisten fortgeschrittenen Volkswirtschaften, was zu

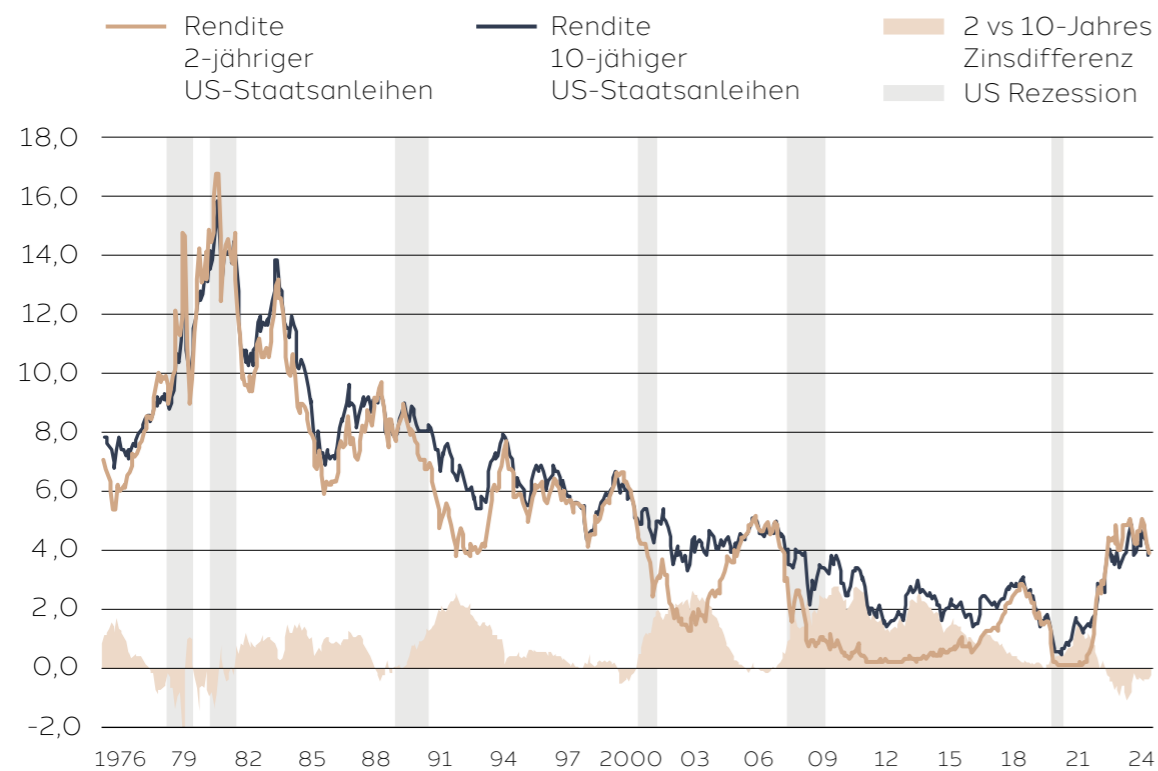
einem synchronen Rückgang der kurzfristigen Renditen führte. So fielen im dritten Quartal die Renditen zweijähriger deutscher Staatsanleihen um 75 Basispunkte (Bp), französischer um 80 Bp, italienischer um 100 Bp und US-amerikanischer Staatsanleihen sogar um 110 Bp.

Dieses makroökonomische Umfeld übte aber auch auf die langfristigen Renditen einen Abwärtsdruck aus, wenn auch einen moderateren. Infolgedessen verringerten sich die negativen Laufzeitspreads in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften weiter und wurden in einigen Ländern sogar wieder positiv, d. h. die Kurveninversion wurde von einem sogenannten „bull steepening“ erodiert. Dies hatte histori-

schen Charakter, weil wir damit das Ende der mit über 790 Tagen am längsten andauernden Inversion der US-Renditekurve erlebten, wie wir auf der Abbildung 1 sehen können. Ende September lag die Rendite der zehnjährigen US-Treasuries mit 3,78 % leicht über der Rendite der zweijährigen Staatsanleihen mit 3,64 %. In Europa hat der Lockerungszyklus bekanntlich schon früher begonnen, und auch dort war eine ähnliche Entwicklung im dritten Quartal zu beobachten. So hat sich beispielsweise die Renditedifferenz der zweijährigen und zehnjährigen deutschen Bundesanleihen seit Mai kontinuierlich verkleinert und letztlich Ende September in den positiven Bereich gedreht. Endlich scheint sich vielerorts wieder eine Laufzeitenprämie zu etablieren.

Die Richtung scheint klar zu sein

Natürlich war ein wichtiger Treiber die Markterwartungen über die mögliche Handlung der Zentralbanken aufgrund der Fortschritte in der Inflationsbekämpfung. Die Fed hielt seit Juli 2023 bis September 2024 ihren Leitzins bei 5,25–5,5 %, und die restriktiven Zinssätze haben ihre Wirkung deutlich entfaltet. Der von der Fed favorisierte und viel beachtete Preisindex für persönliche Konsumausgaben publizierte kürzlich einen Wert von 2,2 % für den Monat August, was klar eine Annäherung an den gewünschten Zielwert von 2 % entspricht. Die Kerninflation zeigt sich in der Realität noch ein wenig hartnäckiger in den USA, aber dennoch – der Markt und nun auch die Fed sahen bereits die Notwendigkeit vorsorglicher



Historischer Renditeverlauf der 10- und 2-jährigen US Staatsanleihen

Quelle: Bloomberg, Darstellung von Bergos AG

Zinssenkungen im September, um der sich abzeichnenden Verschlechterung auf dem Arbeitsmarkt entgegenzuwirken. Und dies tat sie mit einer doch leicht überraschend schwunghaften Senkung der Leitzinsen um 50 Bp. Die Fed-Mitglieder rechnen im Median in diesem Jahr noch mit zwei Zinssenkungen und für 2025 gar deren vier – was eine deutlich schnellere mögliche Rückkehr zu einem sogenannten neutralen Zinssatz hindeutet. Der neutrale Zinssatz, oder auch langfristiger Gleichgewichtszinssatz, ist das Niveau, bei dem die Geldpolitik weder kontraktiv noch expansiv wirkt, resp. Vollbeschäftigung bei stabiler Inflation vorherrschen würde. Die Mehrheit der FOMC-Mitglieder schätzte die Höhe auf der letzten Sitzung auf ein Zielband zwischen 2,75 % und 3 %, das ihrer Meinung nach im Jahr 2026 erreicht werden sollte. Eine Mehrheit der Marktteilnehmer geht davon aus, dass dieses Niveau bereits 2025 erreicht wird.

Die EZB knüpfte mit ihrer Entscheidung im September an die im Frühsommer eingeleitete Zinswende an: Zum zweiten Mal senkte der Rat im September den derzeitigen Leitzins, den Einlagensatz, um 0,25 Prozentpunkte auf derzeit 3,5 Prozent. Zum einen könnte die inländische Kerninflation aufgrund des anhaltenden Preisdrucks im Dienstleistungssektor vielerorts höher bleiben, und die Geldpolitik dürfte restriktiv bleiben müssen. Andererseits hat sich die Gesamtinflation aufgrund der sinkenden Energiepreise deutlich abgeschwächt, und angesichts des schwachen Wachstums sollten die Leitzinsen auch nicht zu lange auf einem zu hohen Niveau verharren. Auch hier nimmt der Markt viel vorweg und rechnet mit insgesamt sieben Zinssenkungen bis 2025 und deren drei im Jahr 2024.

Angemessene Kreditrisikoprämien für hochverschuldete Staaten

Bei den gehandelten Euro-Staatsanleihen hat sich die Risikoeinschätzung der einzelnen Län-

der spürbar verändert. Zum ersten Mal seit der Finanzkrise im Jahr 2008 liegen per Ende des dritten Quartals die Renditen 10-jähriger französischer Anleihen auf dem gleichen Stand wie die Spaniens bei ungefähr 2,9 %. Selbst Portugal, das während der Krise innerhalb der Eurozone gerettet wurde, weist seit Juni niedrigere Renditen als Frankreich auf. Einerseits hat Portugal grosse Disziplin bewiesen und den höchsten Haushaltsüberschuss seit der Rückkehr des Landes zur Demokratie vor 50 Jahren erzielt. Andererseits hat Frankreich viel Unsicherheit auf politischer sowie wirtschaftlicher Ebene erzeugt. Grundsätzlich geht mit dem Erstarken populistischer Parteien eine erhöhte Skepsis einher, inwieweit beispielsweise die von der EU geforderten Haushaltskürzungen umgesetzt werden. Häufig wird sogar öffentlich für weniger nachhaltige Mehrausgaben und Steuersenkungen geworben. Aktuell gibt es mehrere Beispiele, die in diese Richtung hindeuten, so auch die USA. In den USA ist es derzeit wahrscheinlich, dass das Mantra „America First“ entweder mit einer Harris- oder einer Trump-Präsidentschaft Bestand haben wird und mit einem Haushaltsdefizit einhergeht. Die Höhe der Staatsverschuldung ist in den Augen der Politiker kein Hindernis mehr für fiskalische Anreize, egal welcher Partei sie angehören. Aktuell liegt die Staatsverschuldung im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt bei knapp über 120 %, und der IWF hat in seinem jüngsten Bericht darauf hingewiesen, dass ein solches gesamtstaatliches Haushaltsdefizit und Schuldenniveau ein wachsendes Risiko für die US-Wirtschaft und damit letztlich auch für die Investoren darstellt. Es ist durchaus vorstellbar, dass der Markt in Zukunft aufgrund der erhöhten Schuldenlast die Risiken neu kalibriert und über die gehandelten Kreditrisikoprämien einpreist. Wir sehen daher in der Zinsstrukturkurve neben dem Preisdruck durch die „3-Ds“ Deglobalisierung, Dekarbonisierung und Demografie durchaus Kräfte, die für einzelne Länder langfristig für höhere Zinsen sprechen, insbesondere am langen Ende.

Um von der erwarteten Verschiebung der Zinsstrukturkurve zu profitieren, erscheinen uns risikoadjustierte Engagements in kürzeren bis mittleren Laufzeiten am besten geeignet. Wir glauben, dass es im EUR- sowie im USD-Markt zu einer Fortsetzung des „bull steepening“ kommen wird, wobei sich die kurzfristigen Zinssätze schneller südwärts bewegen werden als die langfristigen Zinssätze. Zudem sehen wir immer weniger Potenzial bei den Staatsanleihen mit langen oder sehr langen Laufzeiten. Wir haben deshalb auch taktisch unsere seit November 2023 bestehende Positionierung mit erhöhter Duration auf eine insgesamt neutrale Haltung gekürzt.

Weiche Landung wahrscheinlich – Anleihen mit guten Absicherungseigenschaften

Trotz der Abschwächung am Arbeitsmarkt sind wir derzeit weniger besorgt über das Risiko einer Rezession in den USA. Wir wissen, dass die Fed und andere Zentralbanken über eine Vielzahl von Instrumenten verfügen, um das Wachstum wieder anzukurbeln. Daher halten wir die Wahrscheinlichkeit einer starken globalen Ausweitung der Kreditrisikoprämien aktuell für eher gering. Dennoch lohnt es sich, Kredit- und Zinsrisiken gegeneinander abzuwägen und selektiv zu bleiben. Wir versuchen, das schwächere Teil des Kreditmarktes zu meiden, zugunsten von Unternehmen mit guter Bonität, d. h. mit einer grundsätzlich gesunden, tragbaren Verschuldung und nachhaltigen Geschäftsmodellen. Wir wollen in Unternehmen investieren, die in der Lage sind, die höheren Refinanzierungskosten auch bei schwächerem Wachstum zu tragen. Auf diese Weise konstruieren wir ein Portfolio, das das Potenzial hat, auch unabhängig von der Entwicklung der Zinsstrukturkurven attraktive Renditen zu erwirtschaften. Aus einer relativen Rendite-Risiko-Bewertungsperspektive erscheinen uns daher Investment-Grade-Anleihen seit geraumer Zeit attraktiver als Hochzinsanleihen. Zudem schätzen wir die Wachstumsaussichten

der meisten Schwellenländer im Vergleich zu den Industrieländern als relativ robust ein, während die Zentralbanken dort frühzeitig mit Zinssenkungen begonnen haben und nun auch „Unterstützung“ von einem sich abwertenden USD erhalten. Im Vergleich zu anderen Kreditmärkten sind Schwellenländeranleihen nach wie vor attraktiv.

Jüngste Marktschwankungen, wie Anfang August, zeigen die Absicherungseigenschaften von Anleihen, die im aktuellen Umfeld besonders zum Tragen kommen. Die Diversifizierung, die eine aktiv verwaltete globale Anleihenallokation bietet, hat das Potenzial, mit dem eingegangenen Risiko attraktive Renditen und Kapitalzuwächse zu erzielen. Wir glauben, Anleihen bieten mit diesen Einstiegsniveaus immer noch attraktive Chancen.





ALTERNATIVE INVESTMENTS

GOLD ERSTRAHLT IN VOLLEM GLANZ
VON OLIVER WATOL

Der Goldpreis ist in diesem Jahr um mehr als 28 % gestiegen und hat einen Rekordwert von über US-Dollar 2'600 pro Feinunze erreicht. Damit hat sich der Preis des Edelmetalls seit 2019 verdoppelt, wobei sich der Anstieg in den letzten zwei Jahren deutlich beschleunigt hat. Wie bereits in früheren Ausgaben hervorgehoben, war der Anstieg im Jahr 2023 besonders bemerkenswert und überraschend, da steigende US-Realzinsen, eine sinkende Inflation und ein starker US-Dollar traditionell als Belastungsfaktoren für Gold gelten. Allerdings haben die Käufe von Zentralbanken, insbesondere aus Schwellenländern, die Nachfrage nach Gold erheblich gesteigert, was durchaus für die wahrgenommene Entkopplung zwischen dem Goldpreis und den realen Zinssätzen mit

verantwortlich gemacht werden kann. Zudem haben die gestiegene Nachfrage nach sicheren Anlagehäfen infolge geopolitischer Spannungen und Konflikte, globale wirtschaftliche Unsicherheiten sowie die jüngste geldpolitische Lockerung der Fed den Goldpreis massgeblich beeinflusst. Aktuell sind die Aussichten für Gold weiterhin vielversprechend, da mehrere unterstützende Faktoren ineinandergreifen.

Aktivität der Zentralbanken: Länder der BRICS-Staaten und insbesondere China und Russland haben ihre Goldreserven deutlich aufgestockt und signalisieren damit den Wunsch nach einer Diversifizierung weg von auf US-Dollar lautenden Vermögenswerten. Wir gehen davon aus, dass die Zentralbank-

käufe aufgrund von Sorgen über Sanktionen strukturell bedingt sind und voraussichtlich anhalten werden, was den Goldpreis weiter stützen sollte.

Geldpolitik und Zinssätze: Nach der ersten Zinssenkung der US-Notenbank Fed um 50 Basispunkte seit März 2020 werden potenziell weitere Zinssenkungen dafür sorgen, dass Investoren wieder verstärkt Kapital in börsen- gehandelte Goldfonds umschichten werden, nachdem die Investmentnachfrage nach börsen- gehandelten Gold Produkten während der starken Rallye des Metalls in den letzten zwei Jahren weitgehend abwesend war.

Geopolitische Risiken und Schocks: Geopolitische Spannungen hatten schon immer einen erheblichen Einfluss auf den Goldpreis. In unsicheren Zeiten wenden sich Anleger häufig an Gold als sicheren Hafen. Vor dem Hintergrund diverser internationale Konflikte und politischer Krisen sollte Golds historische Rolle als Absicherung gegen geopolitische Instabilität an Attraktivität beibehalten, insbesondere in einem Umfeld, in dem andere Vermögenswerte wie Aktien mit erhöhter Schwankungsanfälligkeit kämpfen.

Die bereits eingeleitete Zinswende in den USA und Europa, die robuste Nachfrage der Zentral-

banken sowie die andauernden geopolitischen Risiken dürften die Attraktivität von Gold weiterhin stützen. Das Edelmetall sollte daher nicht nur wegen seiner klassischen Vorteile, sondern auch aufgrund seines Potenzials, in einem zunehmend komplexen globalen Wirtschaftsumfeld beachtliche Renditen zu erzielen, als unverzichtbarer Bestandteil eines diversifizierten Portfolios betrachtet werden.

Wandelanleihen bieten Stabilität in volatilen Zeiten

Das vergangene, teils volatile 3. Quartal, erwies sich als vorteilhaft für den globalen Wandelanleihenmarkt. Nachdem dieser zwischen Ende Juli und Anfang August kurzfristig nachgab, erholte er sich wieder rasch, als Anlegersorgen nachliessen. Zusätzliche Unterstützung erhielt das Wandelanleihen-Segment anschliessend durch die Zinsentscheidung der Fed Mitte September. Während dieser Phase bewiesen sich Wandelanleihen als äusserst robust. Letztlich erzielten globale Wandelanleihen sowohl im 3. Quartal 2024 als auch seit Jahresbeginn eine positive Gesamtrendite. Der Refinitiv Qualified Global Convertible Index in EUR legte bis Ende September um mehr als 6 % auf Jahressicht zu. Zusätzlich unterstützt wird das Segment ebenfalls durch eine anhaltend hohe Emissionstätigkeit in diesem Jahr. Wandelanleihen bleiben nach wie vor für Unternehmen attraktiv, weil diese angesichts hoher Zinskosten verstärkt nach Alternativen zu klassischen Finanzierungen suchen. In den USA werden in diesem Jahr voraussichtlich mehr als 90 Milliarden US-Dollar emittiert, und auch in Asien ist ein rekordverdächtiges Emissionsvolumen zu beobachten.

Auch zu Beginn des 4. Quartals 2024 bleiben wir optimistisch für den globalen Markt der Wandelanleihen und halten daher an unserer Übergewichtung fest. Wandelanleihen vereinen eine einzigartige Kombination: Sie bieten die Möglichkeit auf aktienähnliche Renditen,

während die Anleihekomponekte gleichzeitig einen gewissen Schutz vor Abwärtsrisiken bietet – oft als das „Beste aus zwei Welten“ bezeichnet. Darüber hinaus könnte ein Anstieg von Fusionen und Übernahmen die Renditen für Investoren weiter verbessern. Langfristige Wachstumstrends in Bereichen wie künstliche Intelligenz, Gesundheitswesen und E-Commerce treiben weiterhin Innovationen und schaffen zusätzlichen Wert. Viele Emittenten von Wandelanleihen sind führend in diesen wachstumstarken Sektoren und ermöglichen Anlegern den Zugang zu dynamischen Investitionschancen.

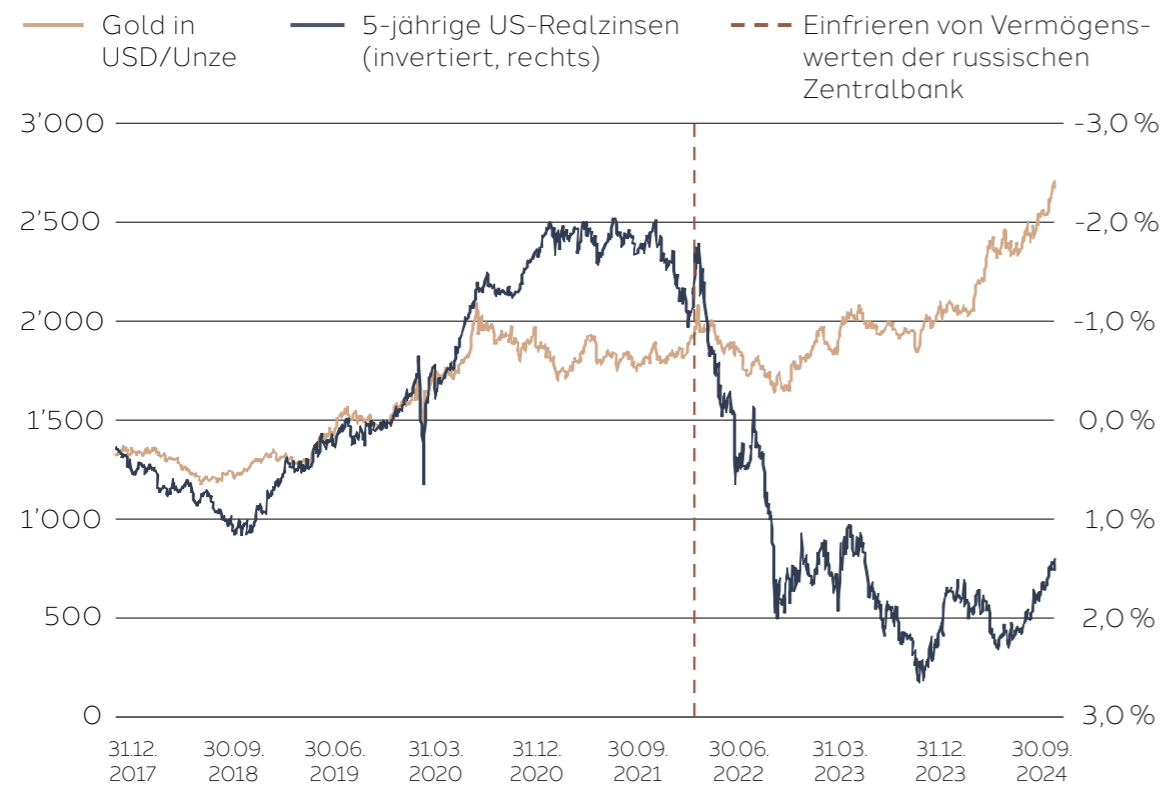
Insgesamt bleibt der weltweite Markt für Wandelanleihen eine äusserst attraktive Anlageklasse, die nicht nur Wachstumchancen bietet, sondern auch Risiken mindern kann. Insbesondere in einem volatilen Aktienumfeld kann sie zusätzliche Stabilität liefern und ist daher ein zentraler Bestandteil unserer Portfolios.

Alternative Kreditmärkte auf dem Vormarsch

Der Markt für «Alternative Kredite» erweist sich auch im aktuellen wirtschaftlichen Umfeld als eines der attraktivsten Segmente. Insbesondere die strengeren regulatorischen Anforderungen und der Rückzug traditioneller Banken führen dazu, dass Unternehmen vermehrt auf alternative Finanzierungsquellen zurückgreifen. Diese Entwicklungen steigern die Bedeutung von Investitionen in diesem Bereich, da sie der wachsenden Nachfrage nach Krediten jenseits der klassischen Bankfinanzierung gerecht werden.

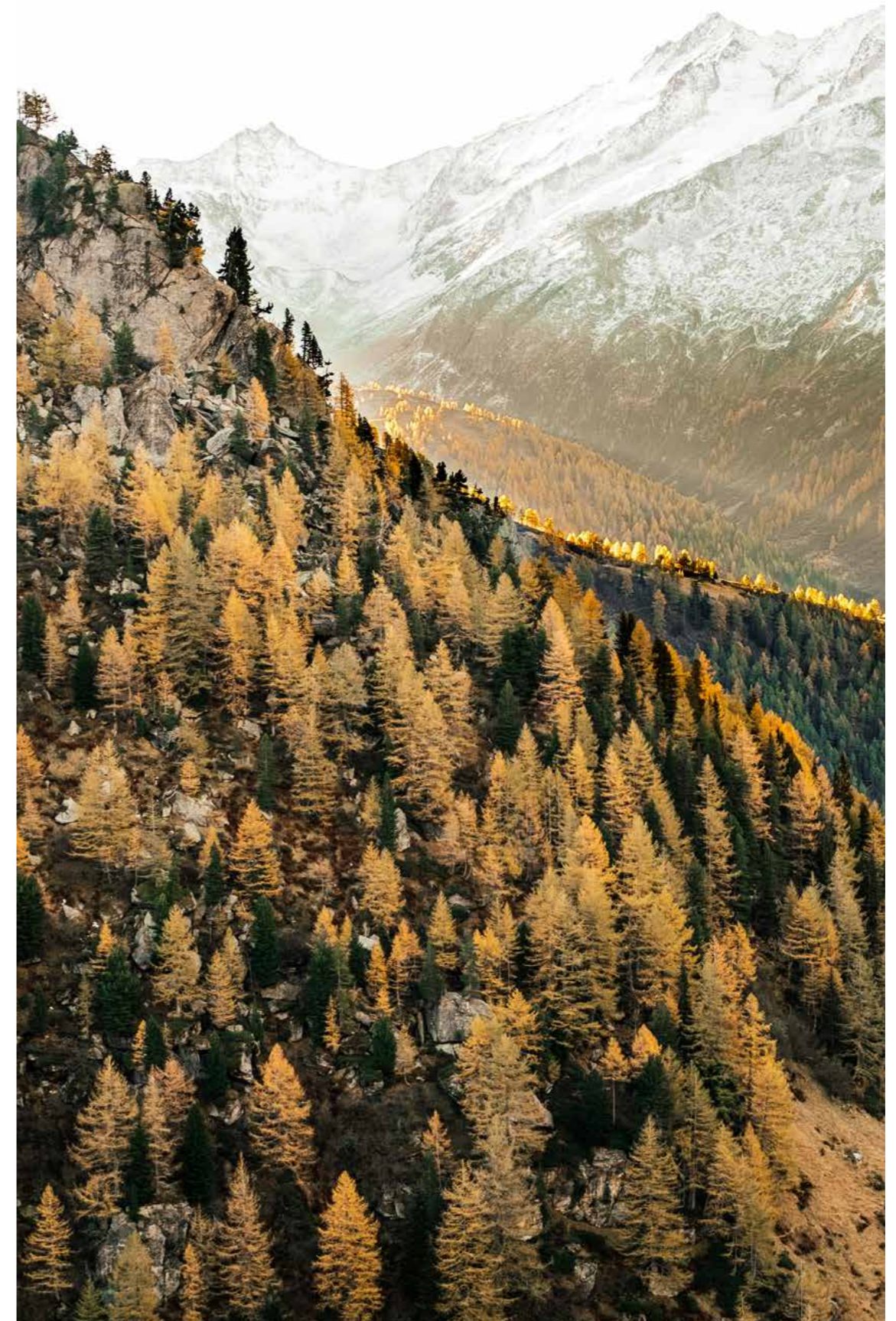
Investoren profitieren von einer vorteilhaften Verhandlungsposition und attraktiven Konditionen. Neben dem strukturellen Wachstum ist das Segment aufgrund des hohen «Carry» und der erwarteten attraktiven Renditen besonders reizvoll. Im Vergleich zu anderen Anlageklassen sticht die absolute Rendite positiv hervor.

Die Diskrepanz zwischen Goldpreis und den US-Realzinsen ist auf robuste Zentralbankkäufe hauptsächlich aus Schwellenländern zurückzuführen, die über die Finanzsanktionen besorgt sind.



Gold im Vergleich zu den 5-jährigen US-Realzinsen
Quelle: Bloomberg, Bergos, Daten per 30.09.2024

Das aktuelle Zinsniveau stellt für viele Unternehmen, die Refinanzierung benötigen, eine Herausforderung dar. Die Zinslasten könnten die Tragfähigkeit der Schulden beeinträchtigen und zu höheren Ausfallwahrscheinlichkeiten führen. Allerdings gehen grosse Ratingagenturen nur von einem moderaten Anstieg der Ausfallraten aus, da viele Refinanzierungsanforderungen über einen längeren Zeitraum gestreckt sind und akute Stresssituationen abmildern. Die Risiken sind je nach Branche und Unternehmen unterschiedlich verteilt, was eine selektive Investitionsstrategie empfehlenswert macht. Dennoch bleibt der Markt für alternative Kredite vielversprechend, insbesondere als Diversifikator in Multi-Asset-Portfolios. Insbesondere aufgrund der jüngsten Zinssenkungen bleibt die Zinsprämie gegenüber traditionellen Anleihen attraktiv. Investoren profitierten seit Beginn des Jahres von den hohen Kreditaufschlägen im CLO-Bereich und der darauffolgenden Spread-Einengung, die die laufenden Zinszahlungen um markante Kursgewinne bereicherte. Diese Entwicklung im CLO-Segment erachten wir jedoch als fortgeschritten, weshalb andere Segmente aufgrund ihrer höheren relativen Attraktivität in den Fokus rücken. Aussichtsreicher erachten wir aktuell Asset-backed-Segmente sowie immobilienbesicherte Wertpapierstrukturen, die aufgrund historisch hoher Spreads interessante Chancen bieten.





W Ä H R U N G E N

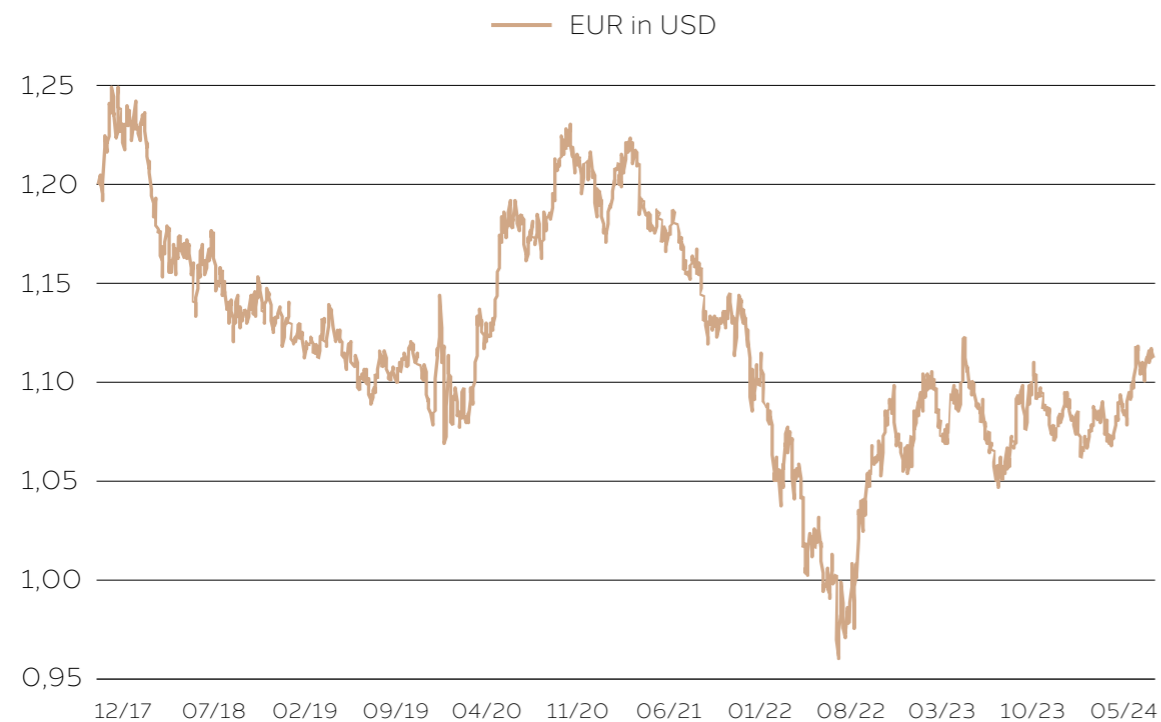
DIE VOLATILITÄT AN DEN DEWISENMÄRKTEN DÜRFTE KURZFRISTIG WEITER ZUNEHMEN

VON STEFFEN KILLMAIER

Die ansonsten eher ruhigen Sommermonate waren in diesem Jahr alles andere als ruhig. Sowohl die Geldpolitik als auch die Geopolitik prägten die Devisenmärkte im dritten Quartal. Nachdem die Schweizer Nationalbank (SNB) und die Europäische Zentralbank (EZB) den Zinssenkungszyklus bereits eingeleitet hatten, zogen im vergangenen Quartal nun auch die US-Notenbank Fed und die Bank of England (BoE) nach und senkten den Leitzins. Das weitere Vorgehen der Zentralbanken bleibt zentral für die Devisenmärkte und hängt weiterhin stark von den Inflations- und Konjunkturdaten der kommenden Monate ab. Diese können die Erwartungen der Marktteilnehmer schnell

in die eine oder andere Richtung lenken.

Auch (geo-)politisch wurde es über die Sommermonate nicht ruhiger. Ganz im Gegenteil. Der Konflikt im Nahen Osten weitete sich aus und die Region entwickelt sich immer mehr zu einem Pulverfass. Zudem sind die USA beim Attentat auf Donald Trump nur knapp an einer grossen politischen Katastrophe vorbeigeschrammt, und kurze Zeit später kam, mit dem Rücktritt von Joe Biden aus dem Präsidentschaftsrennen, der nächste Paukenschlag. Diese Unsicherheiten beeinflussten die Devisenmärkte und stützten insbesondere die Safe-Haven-Währungen, allen voran den Schweizer Franken.



Entwicklung des EUR/USD-Wechselkurses
Quelle: Bloomberg, Bergos, Daten per 30.09.2024

Die US-Notenbank leitet den Zinssenkungszyklus mit einem grossen Schritt ein

In den USA haben eine rückläufige Inflation und ein sich abkühlender Arbeitsmarkt über die Sommermonate dazu geführt, dass eine frühere und aggressivere Zinswende der US-Notenbank Fed eingepreist wurde. Im September war es dann so weit und die US-Notenbank leitete den lange ersehnten Zinssenkungszyklus ein. Während der Markt von einer Zinssenkung fest ausging, kam der grosse Schritt von 50 Basispunkten für viele Marktteilnehmer doch überraschend. Diese geldpolitische Entwicklung bedeutete in den vergangenen Monaten Gegenwind für den US-Dollar, der gegenüber der Europäischen Gemeinschaftswährung deutlich abwertete. Auch wenn das geldpolitische Umfeld auch in den kommenden Monaten nicht für den US-Dollar spricht, gehen wir

auf dem aktuellen Niveau davon aus, dass zentralbankpolitisch mittlerweile viel eingepreist ist. Entsprechend erachten wir das weitere Abwärtsrisiko für den US-Dollar als begrenzt.

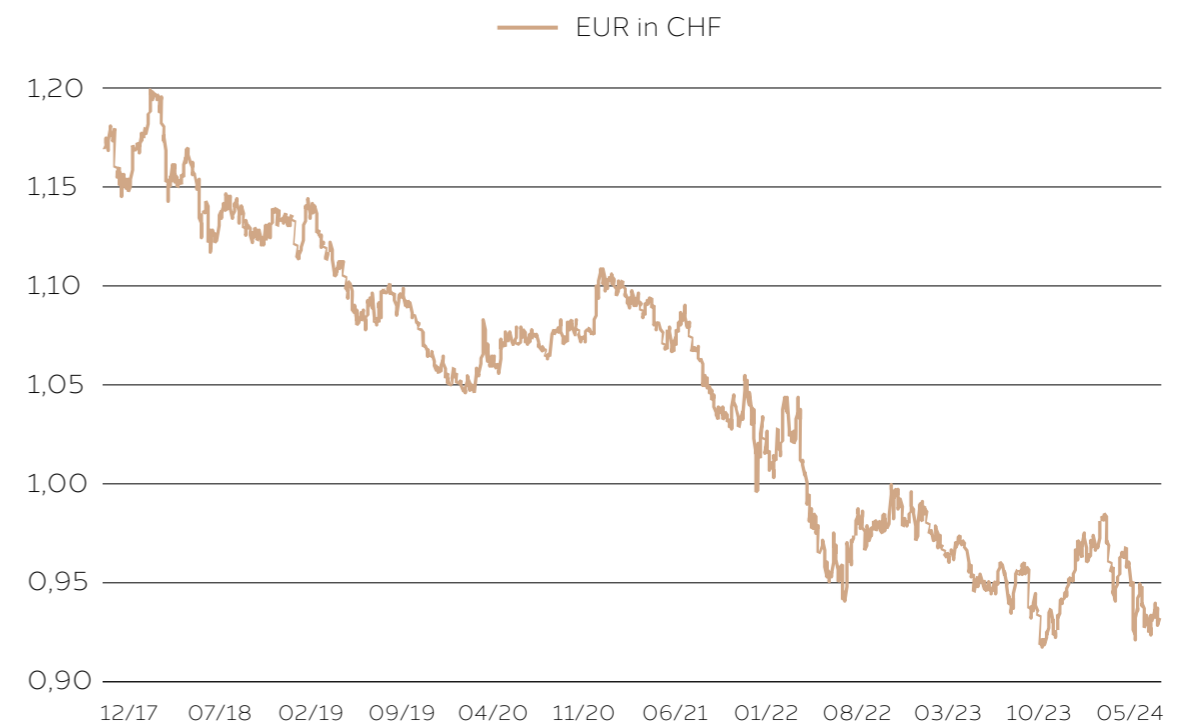
In der Eurozone haben sich die wirtschaftlichen Aussichten in den vergangenen Monaten weiter eingetrübt. Der noch vor einiger Zeit erhoffte wirtschaftliche Aufschwung bleibt aus. Im September fiel der Einkaufsmanagerindex für die Eurozone in den kontraktiven Bereich. Für die Eurozone entwickelt sich insbesondere Deutschland immer mehr zum Sorgenkind. Die Hoffnung der Wirtschaft liegt inzwischen auch auf den Zinssenkungen durch die EZB, die im September den Leitzins erneut um 25 Basispunkte gesenkt hat. Dieses Umfeld spricht in den kommenden Monaten nicht für eine grössere Aufwertung der Europäischen Gemeinschaftswäh-

lung. Wir haben kürzlich unseren leicht positiven langfristigen Ausblick für das EUR/USD-Währungspaar neutralisiert und erwarten nun sowohl auf 3-Monats- als auch auf 12-Monats-Sicht eine Seitwärtsbewegung für das Währungspaar.

Die geopolitischen Unsicherheiten gilt es jedoch weiterhin eng zu beobachten. Vor allem die Situation im Nahen Osten ist brandgefährlich. Zudem rücken die US-Präsidentschaftswahlen immer näher und könnten kurzfristig zu einer erhöhten Volatilität führen. Mit der Kandidatur von Kamala Harris ist das Rennen um die Präsidentschaft wieder völlig offen. Allgemein besteht bei einem republikanischen Sieg ein grösseres Risiko für umfassende politische Änderungen, was die Volatilität an den Devisenmärkten erhöhen und den US-Dollar tendenziell stärken dürfte.

Die Schweizer Nationalbank versucht den Franken zu schwächen

Nachdem der Schweizer Franken im ersten Halbjahr zur Schwäche neigte, wertete dieser seit dem Sommer erneut deutlich auf. Die Schweizer Währung profitierte vor allem von ihrer Funktion als sicherer Hafen bei den bereits beschriebenen globalen (geo-)politischen Unsicherheiten. Auf dem aktuellen Niveau erwarten wir jedoch keine weitere spürbare Aufwertung des Schweizer Franken. Die erstarkte Schweizer Währung ist eine zunehmende Last für die exportorientierten Unternehmen in der Schweiz. Wir erwarten, dass die Schweizer Nationalbank bei einer weiteren Aufwertung des Franken zunehmend eingreift und am Devisenmarkt interveniert. Zudem senkte die SNB im September den Leitzins das dritte Mal in Folge, nachdem sie im März als erste grosse



Entwicklung des EUR/CHF-Wechselkurses
Quelle: Bloomberg, Bergos, Daten per 30.09.2024

Zentralbank die Zinswende eingeleitet hatte. Hauptgrund für die erneute Zinssenkung dürfte die starke Schweizer Währung gewesen sein. Weitere Zinssenkungen wurden zudem in Aussicht gestellt.

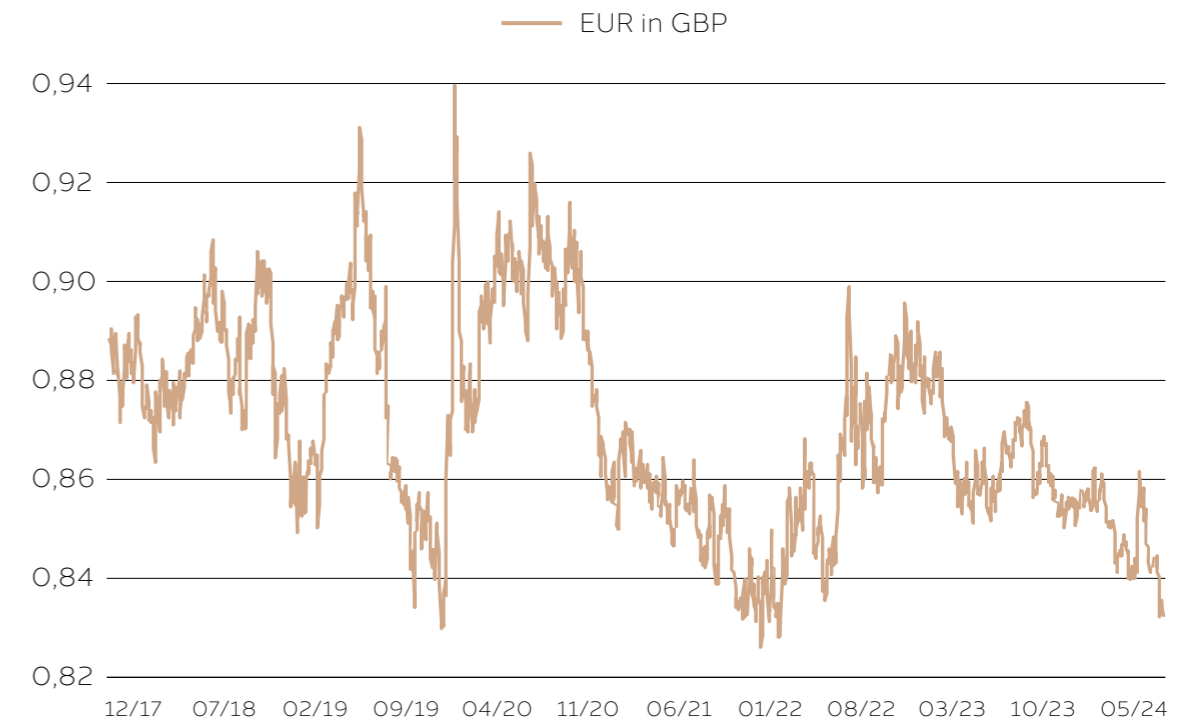
Aufgrund der wirtschaftlichen und politischen Stabilität der Schweiz dürfte der Franken jedoch auch zukünftig gefragt bleiben. Die geopolitischen Unsicherheiten werden uns vermutlich noch längere Zeit beschäftigen und die bevorstehenden US-Präsidentschaftswahlen sprechen für eine erhöhte Volatilität in den kommenden Monaten. Dieses Umfeld, zusammen mit den zuletzt enttäuschenden Wirtschaftsdaten aus der Eurozone, hatten uns kürzlich veranlasst, unseren positiven 12-Monats-Ausblick für das Währungspaar EUR/CHF zu neutralisieren. Wir erwarten nun auf kurze und lange Frist weder eine grössere Auf- noch Abwertung des Euro gegenüber dem Schweizer Franken.

Die britische Wirtschaft entwickelt sich überraschend positiv

Während sich der wirtschaftliche Aufschwung in der Eurozone äusserst zäh gestaltet, überraschte Grossbritannien in den vergangenen Monaten mit positiven Wirtschaftsdaten. Zuletzt deutete der veröffentlichte Einkaufsmanagerindex auf eine anhaltende Expansion hin, sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor. In der Eurozone hingegen fiel der Wert zuletzt unter die Wachstumsschwelle und auf ein Acht-Monats-Tief. Wir erwarten für Grossbritannien inzwischen ein Wirtschaftswachstum für das kommende Jahr, welches über den Markterwartungen und über dem der Eurozone liegt. Dies dürfte sich in den kommenden Monaten positiv auf das britische Pfund auswirken.

Im Gegensatz zu den anderen grossen Zentralbanken hatte die Bank of England den Leitzins im September unverändert belassen. Die Inflation in Grossbritannien lag im August nur knapp über dem Inflationsziel von zwei Prozent. Allerdings stieg die Kerninflation, bei der Preise für Energie und Lebensmittel ausgeklammert werden, spürbar an. Aufgrund der positiven wirtschaftlichen Entwicklung und der erhöhten Kerninflation gehen wir von lediglich einer weiteren Zinssenkung der BoE in diesem Jahr aus.

Die überraschend positiven Wirtschaftsdaten und das eher zögerliche Handeln der Bank of England im Vergleich zu den anderen grossen Zentralbanken hatten uns kürzlich dazu veranlasst, unsere Positionierung für das Währungspaar EUR/GBP anzupassen. Nachdem wir für das Währungspaar über längere Zeit neutral positioniert waren, erwarten wir nun eine Aufwertung des britischen Pfundes gegenüber der Europäischen Gemeinschaftswährung auf kurze und lange Sicht.



Entwicklung des EUR/GBP-Wechselkurses
Quelle: Bloomberg, Bergos, Daten per 30.09.2024

TOPIC





T O P I C

IM FOKUS: US-PRÄSIDENTSCHAFTSWAHL

VON DR. JÖRN QUITZAU

Tabubruch – dieses Wort hatte Hochkonjunktur, als Donald Trump 2017 Präsident der Vereinigten Staaten von Amerika wurde. Mit seiner „America first“-Politik, dem Handelskrieg mit China und weiteren Handelskonflikten hat Donald Trump damals eine neue Zeitrechnung eingeläutet. Schon die globale Finanzkrise hatte Zweifel an der liberalen Weltwirtschaftsordnung aufkommen lassen. Damals hatte sich die Kritik aber hauptsächlich gegen die global vernetzten Finanzmärkte und deren zeitweiligen Übertreibungen gerichtet. Mit Donald Trumps Präsidentschaft geriet dann auch die Globalisierung der Realwirtschaft unter Beschuss. Seine handelspolitischen Vorstellungen leiteten eine neue Sicht auf die internationale Arbeitsteilung und den freien Handel

ein. Beides wurde nun nicht mehr primär als Grundlage für die Wohlstandsmehrung im Interesse aller Beteiligten gesehen. Nach Trumps Auffassung war freier Handel vor allem eines: schädlich für die amerikanische Industrie und die amerikanischen Arbeitsplätze.

Mit der Pandemie und dem Russland-Ukraine-Krieg rückten später die Unterbrechung von Lieferketten und damit das Thema Versorgungssicherheit in den Fokus. Statt die Gestalt der Globalisierung punktuell zu korrigieren, schlug das Pendel nun in die andere Richtung aus. Trumps Handelspolitik, die Pandemie und der Krieg in der Ukraine haben zu dem geführt, was heute mit dem Begriff De-Globalisierung bezeichnet wird.

Wirtschaftspolitische Paradigmenwechsel

Die Welt hat einen wirtschaftspolitischen Paradigmenwechsel erlebt, der inzwischen nicht mehr nur mit dem Namen Donald Trump in Verbindung gebracht werden kann. Trump brach damals das Tabu, doch Joe Biden hat während seiner Präsidentschaft Trumps harte Haltung gegen China und dessen protektionistische Ausrichtung fortgesetzt. Mit dem „Inflation Reduction Act“ setzte Joe Biden zudem ein starkes industriepolitisches Zeichen. Strategische Industrie- und Handelspolitik zum Schutz der heimischen Wirtschaft ist mittlerweile allerdings kein rein amerikanisches Phänomen mehr. Sie wird inzwischen in vielen – auch europäischen – Ländern praktiziert. „Big Government“, also ein starker Einfluss des Staates, ist wieder en vogue.

Wie geht es weiter? Welche Wirtschaftspolitik ist von den beiden Kandidaten zu erwarten? Die unerfreuliche Antwort ist: Soweit es bisher absehbar ist, werden weder Kamala Harris noch Donald Trump umfassend auf die Kraft marktwirtschaftlicher Lösungen setzen. Stattdessen wollen beide – auf ihre jeweils eigene Art – weiterhin einen starken staatlichen Einfluss auf die Wirtschaft.

Handelspolitik: Beide Kandidaten denken protektionistisch

Gemeinsam ist Harris und Trump der protektionistische Ansatz. Beide würden auf erhebliche Teile des wohlstandsfördernden Freihandels verzichten – und das offenbar über ein Mass hinaus, das für eine höhere Versorgungssicherheit des Landes zu rechtfertigen wäre. Trotz der gemeinsamen protektionistischen Grundhaltung – neue Freihandelsabkommen sind von beiden Kandidaten nicht zu erwarten – wäre eine weitere Amtszeit Donalds Trumps geökonomisch und geopolitisch wohl deutlich gefährlicher als eine Präsidentschaft von Kamala Harris. Harris würde protektionistische Mass-

nahmen wahrscheinlich wesentlich zielgerichteter einsetzen als Trump und sie wäre für befreundete Staaten voraussichtlich weitaus verlässlicher und berechenbarer. Trump hingegen hat sehr weitreichende protektionistische Ideen geäußert: So schwebt ihm ein allgemeiner Basiszoll in Höhe von 10 % auf alle Importe vor. Auf chinesische Produkte soll der Zoll 60 % betragen, auf Autos könnten sogar Zölle in Höhe von 100 % erhoben werden.

Migration: Trumps Ideen treiben die Inflation und schwächen das Wachstum

Trump ist bekannt für seine harte Haltung gegenüber Migration. Er beabsichtigt, die irreguläre Migration zu begrenzen und möglicherweise sogar Migranten in grösserem Umfang auszuweisen. Wie für viele Ankündigungen von Donald Trump gilt, dass seine Pläne nicht ohne Weiteres umsetzbar sind. So sind die Zuwanderer ein wichtiger Stützpfeiler auf dem Arbeitsmarkt. Ihr Wegfall würde eine Lücke im Dienstleistungsangebot und in der Produktion reissen. Gemäss Berechnungen des Peterson Institute for International Economics könnte in einem Szenario mit massiven Abschiebungen die US-Wirtschaft bis 2028 nahezu stagnieren. Auch würde ein Verzicht auf Zuwanderer oder gar deren teilweise Ausweisung insbesondere in Kombination mit hohen Einfuhrzöllen zu einem Anstieg der Verbraucherpreise führen.

Ein Effekt darf dabei jedoch nicht vergessen werden: Der ständige Zustrom billiger ausländischer Arbeitskräfte drückt im unteren Lohnsegment permanent auf die Löhne. Eine Verknappung des Arbeitskräfteangebots hätte somit eine potenziell lohnsteigernde Wirkung für die inländischen Arbeitskräfte. Möglicherweise ist dieser verteilungspolitische Aspekt im Kampf um Wählerstimmen zumindest ein Nebeneffekt von Trumps migrationspolitischen Vorstellungen.

Steuerpolitik: Grosse Unterschiede zwischen den Kandidaten

In der Steuerpolitik gibt es grosse Unterschiede zwischen Donald Trump und Kamala Harris. Trump beabsichtigt, die während seiner Amtszeit im Rahmen des „Tax Cuts and Jobs Act“ beschlossenen Steuersenkungen dauerhaft zu übernehmen. Ansonsten würden sie 2025 enden. Die Körperschaftsteuer sollte nach Möglichkeit sogar weiter gesenkt werden. Kamala Harris beabsichtigt dagegen, den Körperschaftsteuersatz von aktuell 21 % Richtung 28 % anzuheben. Darüberhinaus würde sie Steuern für Gutverdienende und Vermögende erhöhen, um mit den Mehreinnahmen Umverteilung zu finanzieren. Die Verteilungsgerechtigkeit beabsichtigt Harris zudem durch Preisbremsen – zum Beispiel bei Lebensmitteln – zu erhöhen.

Es zeigt sich ein Schwachpunkt in den wirtschaftspolitischen Konzepten beider Parteien beziehungsweise Kandidaten. Sie unterschätzen die Verhaltenswirkungen, die mit den von ihnen vorgeschlagenen Massnahmen einhergehen. Höhere Steuersätze führen oft nicht zu entsprechend höheren Steuereinnahmen, weil es bei den Steuerzahlern zu Ausweichreaktionen kommt. Und höhere Zollsätze führen nicht zu entsprechend höheren Zolleinnahmen, weil das Handelsvolumen durch die Erhebung von Zöllen abnimmt. Damit ist aber auch eine Idee von Donald Trump auf Sand gebaut, nämlich die Bundeseinkommensteuer durch höhere Zolleinnahmen zu ersetzen. Die Rechnung würde nicht aufgehen.

Finanzpolitik: Höhere Schulden absehbar

Die Programme beziehungsweise Vorhaben von Kamala Harris und Donald Trump werden nur mit hohen jährlichen Haushaltsdefiziten von voraussichtlich mehr als 5 % des BIP zu finanzieren sein. Für die kurz- und mittelfristige Entwicklung der Konjunktur ist dies positiv.

Doch damit werden die amerikanischen Staatsschulden absehbar weiter steigen. Die Finanzmarktakteure werden sich das damit verbundene Risiko langfristig bezahlen lassen wollen. Höhere Marktzinsen sind somit wahrscheinlich. Ab einem gewissen Punkt wird die Finanzierung der Staatsschulden für die amerikanische Regierung zum Problem. Dann wird die Notenbank Fed wieder in die Zwickmühle geraten und die Geldpolitik lockern müssen, gegebenenfalls durch den erneuten Ankauf von Staatsanleihen.

Die Notenbank wird durch eine zu expansive Finanzpolitik zu Massnahmen gedrängt, die sie gemessen an ihrem originären Auftrag nicht vornehmen würde („fiskalische Dominanz“). Die Geldpolitik verliert damit indirekt einen Teil ihrer Unabhängigkeit, ohne dass die Politik direkten Einfluss nehmen müsste. In dieser „fiskalischen Dominanz“ liegt die eigentliche Gefahr für die Unabhängigkeit der amerikanischen Geldpolitik. Das Vorhaben von Donald Trump, als Präsident ein Mitspracherecht bei geldpolitischen Entscheidungen zu bekommen, ist grundsätzlich problematisch. Allerdings würde dieses Vorhaben, die Unabhängigkeit der Zentralbank de jure zu beschneiden, dank institutioneller Vorkehrungen nur schwer in die Praxis umzusetzen sein. Mit einer laxen Finanzpolitik und damit steigenden Schulden wäre das unabhängige Handeln der Zentralbank jedoch de facto in Gefahr.

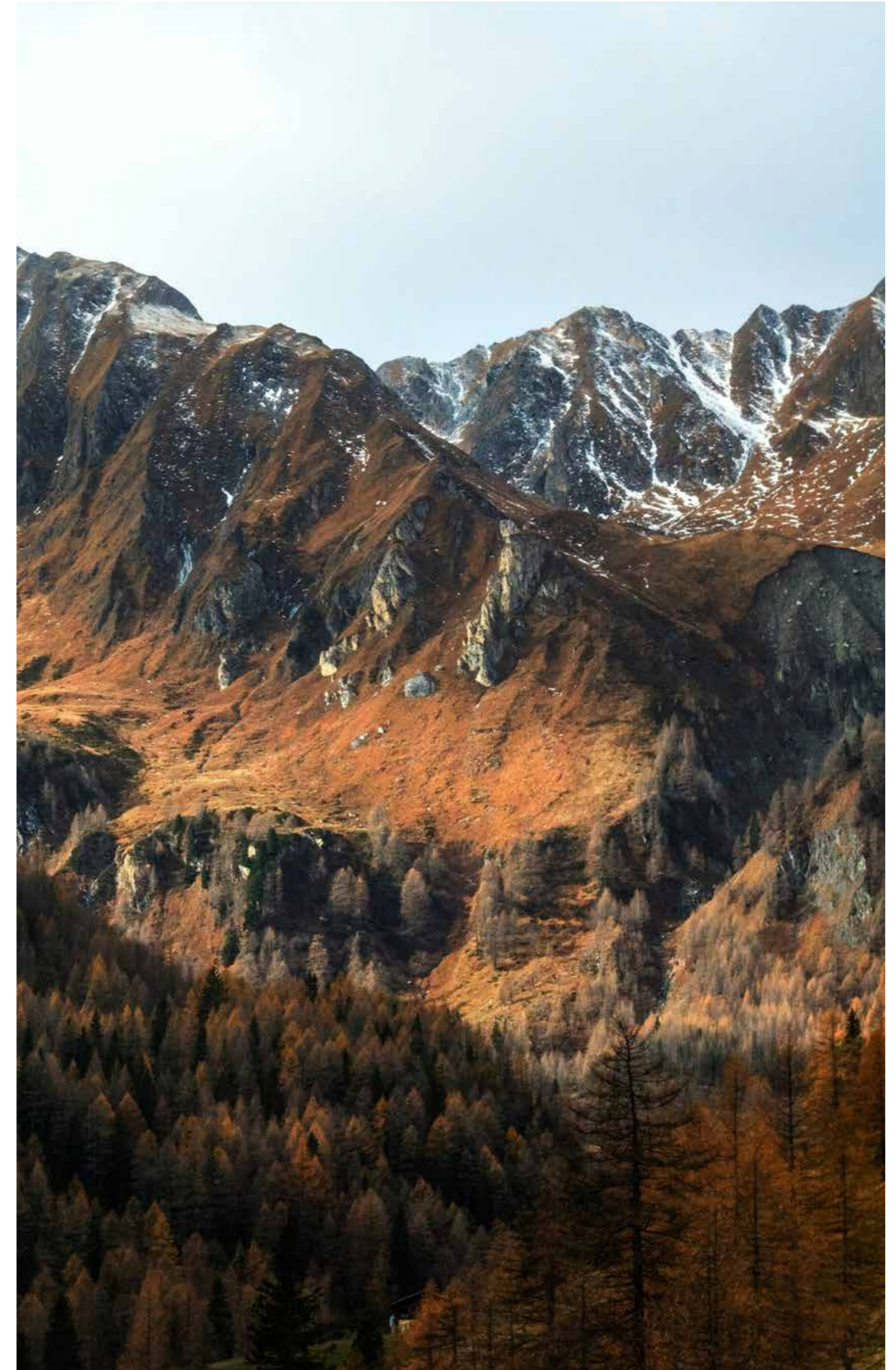
Fazit

Die wirtschaftspolitischen Konzepte beider Kandidaten sind aus ökonomischer Sicht kritisch zu sehen – gleichwohl aus zum Teil unterschiedlichen Gründen. Bei Kamala Harris sind es die steuerpolitischen Ansätze, bei Donald Trump die Kombination aus verschärfter Handelspolitik, restriktiver Migrationspolitik und geldpolitischer Einflussnahme.

Berechnungen des Peterson Institutes for International Economics zeigen, dass die Umsetzung der Pläne von Donald Trump – höhere Zölle, Massenabschiebungen und politischer Einflussnahme auf die US-Notenbank – zu deutlich weniger Beschäftigung, deutlich weniger Wachstum und deutlich mehr Inflation führen dürfte. Es ist schwer vorstellbar, dass Trumps ökonomische Berater die gravierend negativen Folgen einer solchen Wirtschaftspolitik nicht sehen. Insofern dürften die im Wahlkampf angekündigten Pläne nur sehr abgeschwächt umgesetzt werden.

Die schuldentreibende Finanzpolitik stellt längerfristig eine Herausforderung für die USA und damit auch für das Weltfinanzsystem dar. Kurz- und mittelfristig stärken die Defizite aber zunächst weiter die Konjunktur.

Zum Schluss noch eine positive Nachricht: Am 5. November wird nicht nur der amerikanische Präsident oder die amerikanische Präsidentin gewählt, sondern es finden auch die Kongresswahlen statt. Aktuell sieht es danach aus, dass es einen gespaltenen Kongress geben wird – die Demokraten sind Favoriten für das Repräsentantenhaus, die Republikaner Favoriten für den Senat. Um die eigenen Pläne unverwässert durchsetzen zu können bräuchten Kamala Harris oder Donald Trump eine Mehrheit in beiden Kammern des Kongresses. Da es derzeit nach einem gespaltenen Kongress aussieht, stehen die Chancen gut, dass die wirtschaftspolitischen Veränderungen letztlich doch nur moderat ausfallen werden.



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	○	○	●	○	○



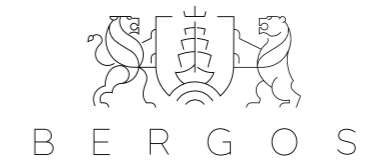
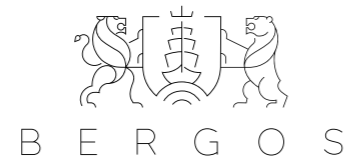
Diese Publikation dient ausschliesslich zu Informations- und Marketingzwecken. Die bereitgestellten Informationen sind nicht rechtsverbindlich und stellen weder Finanzanalysen noch einen Verkaufsprospekt, ein Angebot für Investmenttransaktionen, eine Vermögensverwaltung oder eine Anlageberatung dar und 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, OKTOBER 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 Thalmann | 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