

B E R G O S



R E F L E X I O N E N
Q 3 2 0 2 2

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 Privatis, 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 sowie Alternative Investments.



I N H A L T

04

VORWORT
MAXIMILIAN HEFELE

08

KOMPASS
TILL C. BUDELMANN

12

WIRTSCHAFT
DR. HOLGER SCHMIEDING

18

AKTIEN
FREDERIK CARSTENSEN

26

ANLEIHEN
RENÉ BOLHAR

34

ALTERNATIVE INVESTMENTS
SOUMAILA TÉKÉTÉ

40

WÄHRUNGEN
DR. JÖRN QUITZAU



E X E C U T I V E S U M M A R Y

Liebe Leserinnen und Leser,

die globalen Aktien- und Rentenmärkte erlitten im ersten Halbjahr einen herben Doppelschlag. Im Aktienmarkt befinden wir uns nun in einem Bärenmarkt und die satten Gewinne des Jahres 2021 wurden mehr oder weniger egalisiert. Im Rentenmarkt erlitten Investoren sogar signifikante Verluste in historischem Ausmass. Weder Gold und schon gar nicht gehypte Kryptowährungen waren in diesem Umfeld sichere Zufluchtshäfen.

Die Gemengelage ist komplex und es liesse sich eine Reihe an Risikofaktoren auflisten.

Doch am Ende ist es wohl die rapide abnehmende Kaufkraft, die als hauptverantwortlicher Faktor auf allen Ebenen wirkt. Die Inflation treibt die Notenbanken in den meisten Industrieländern vor sich her und schürt die aktuellen Rezessionsängste. Es ist somit eine zentrale Frage, ob wir den Scheitelpunkt in den Inflationsraten erreicht haben. In diesem Zusammenhang lässt sich zumindest feststellen, dass die Öl- und Gaspreise kurzfristig leicht rückläufig waren. Deutliche Rückschläge erlitten die Industriemetalle Kupfer und Aluminium. Gleichzeitig kommen die Frachtraten von

Schiffscontainern dynamisch zurück. Auch gibt es vermehrt Anzeichen, dass sich der heiss gelaufen Halbleiterzyklus zunehmend abkühlt. In der Tat erste frühe Anzeichen einer Linderung bei unterschiedlichen Inputfaktoren, aber leider bei Weitem noch keine Entwarnung. Denn ob und wie schnell sich diese ersten Entwicklungen positiv auf die Konsumentenpreise auswirken, unterliegt weiterhin hohen Unsicherheiten.

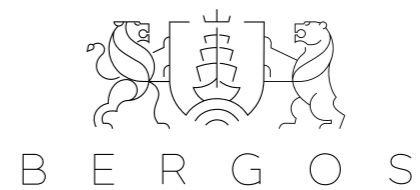
Es lohnt sich jedoch, genau diese Entwicklung zu beobachten, denn die Kapitalmärkte reagieren früh auf erste Anzeichen einer Erleichterung an der Preisfront. Insbesondere der Rentenmarkt ist ein Seismograf für die Konjunktur- und Inflationsaussichten. Gemessen an den Risikoaufschlägen in den Kreditmärkten läuten hier die konjunkturellen Alarmglocken. Auch wir erwarten eine deutliche wirtschaftliche Abkühlung und erachten eine milde Rezession in den USA und in Europa im Jahr 2023 für wahrscheinlich.

Warum wir trotz dieser herausfordernden Vorzeichen auch Chancen in bestimmten Marktsegmenten sehen, erfahren Sie in dieser Ausgabe unserer Reflexionen.

Wie immer wünsche ich Ihnen auch in diesen Zeiten die nötige Zuversicht.

Viel Spass bei Lesen und mit den besten Grüßen,

Maximilian Hefe
Stellvertretender Chief Investment Officer

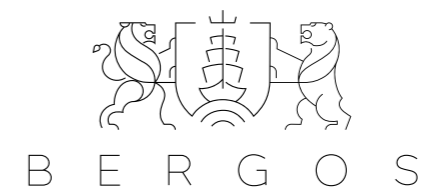


H E R A U S G E B E R



MAXIMILIAN HEFE CFA
LEITER DER VERMÖGENSVERWALTUNG

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



INVESTMENTS UNSERE EXPERTE



TILL CHRISTIAN BUDELMANN
CHIEF INVESTMENT OFFICER

Als CIO der 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.

K O M P A S S

B A S I S S Z E N A R I O

VON TILL C. BUDELMANN, CHIEF INVESTMENT OFFICER

Der anhaltende Anstieg der Energie- und Lebensmittelpreise untergräbt die reale Kaufkraft der Verbraucher und stellt in Kombination mit der noch immer spürbaren weltweiten Lieferkettenproblematik eine erhebliche Belastung für die globalen Wirtschaftsaussichten dar. Wir erwarten für die entwickelte Welt im Laufe der nächsten zwölf Monate eine Rezession, die aber bereits zu einem grossen Teil vom Kapitalmarkt antizipiert sein sollte.

Angesichts des ernststen Inflationsumfelds intensivieren die Zentralbanken ihren Straffungskurs. Die Fed erachtet per Jahresende neu ein Zinsniveau von 3.25 – 3.50% als angemessen, was analog an den Terminmärkten reflektiert ist. Für die kommenden vier Fed-Sitzungen bis Jahresende ist in Summe also mit sieben weiteren Schritten zu 25 Basispunkten zu rechnen. Wir erwarten eine Straffung um 75 Basispunkte im Juli und um 50 Basispunkte im September. Die EZB avisiert die erste Zinserhöhung um 25 Basispunkte für ihre Juli-Sitzung und stellt eine weitere, gegebenenfalls stärkere Straffung für September in Aussicht, sollte der mittelfristige Inflationsausblick anhalten oder sich weiter verschlechtern.

Geopolitisch besorgt uns aktuell offensichtlich der anhaltende russische Krieg gegen die Ukraine. Unsere Grundannahme bleibt bis auf Weiteres, dass Russland davor zurückschrecken wird, ein NATO-Mitgliedsland direkt anzugreifen und damit den Bündnisfall auszulösen. In den USA kann die Biden-Administration aufgrund der knappen Mehrheit im Kongress und der Uneinigkeit innerhalb der demokratischen Fraktion im Senat bis zu den Midterms im November keine relevanten Pakete auf den Weg bringen. Bidens Zustimmungsrate bleibt unter Druck und bei jenen Zwischenwahlen sind republikanische Zugewinne zu erwarten.

In Europa und den Vereinigten Staaten sind die durch die Coronamassnahmen bedingten wirtschaftlichen Belastungen kaum noch spürbar, wobei uns das Thema Corona und das Risiko erneuter Einschränkungen dann wieder ab Herbst begleiten könnte (gerade in der Eurozone, weniger in der Schweiz/Grossbritannien und wohl nicht in den Vereinigten Staaten). Bezüglich China gilt es, die «zero-Covid policy» und die sich daraus ergebenden Konsequenzen weiterhin zu beobachten.

B I P - S C H Ä T Z U N G E N

E U R O Z O N E	2 0 2 1 : +5.3 % 2 0 2 2 : +1.8 % 2 0 2 3 : -0.5 % (2 0 2 4 : +1 - 2 %)
D E U T S C H L A N D	2 0 2 1 : +2.9 % 2 0 2 2 : +0.8 % 2 0 2 3 : -0.8 % (2 0 2 4 : +1.5 - 2.5 %)
S C H W E I Z	2 0 2 1 : +3.7 % 2 0 2 2 : +1.8 % 2 0 2 3 : -0.2 % (2 0 2 4 : +1 - 2 %)
G R O S S B R I T A N N I E N	2 0 2 1 : +7.4 % 2 0 2 2 : +2.3 % 2 0 2 3 : -0.8 % (2 0 2 4 : +1 - 2 %)
V E R E I N I G T E S T A A T E N	2 0 2 1 : +5.7 % 2 0 2 2 : +1.6 % 2 0 2 3 : -0.2 % (2 0 2 4 : +0.5 - 1.5 %)
C H I N A	2 0 2 1 : +8.8 % 2 0 2 2 : +3.8 % 2 0 2 3 : +3.8 % (2 0 2 4 : +4.5 - 5.5 %)
J A P A N	2 0 2 1 : +1.7 % 2 0 2 2 : +1.0 % 2 0 2 3 : +0.0 % (2 0 2 4 : +0.5 - 1.5 %)

C P I - S C H Ä T Z U N G E N

E U R O Z O N E	2 0 2 1 : 2.6 % 2 0 2 2 : 7.5 - 8 % 2 0 2 3 : 3.5 - 4 %
V E R E I N I G T E S T A A T E N	2 0 2 1 : 4.7 % 2 0 2 2 : 7.5 - 8 % 2 0 2 3 : 3.5 - 4 %



W I R T S C H A F T

AUF DEM WEG INEINE MILDE REZESSION

VON DR. HOLGER SCHMIEDING

Das Hochschnellen der Preise für Energie, Nahrungsmittel und wichtige Rohstoffe nach Putins brutalem Angriff auf die Ukraine trifft die Konjunktur hart. Der kräftige Wiederaufschwung der Wirtschaftsleistung in der Eurozone, der sich im Februar mit dem Abflauen der Omikron-Welle der Pandemie abzuzeichnen begann, wird durch den Inflationsschock sowie erneut verschärfte Lieferengpässe als Folge chinesischer Lockdowns ausgebremst. Bei aussergewöhnlich hoher Inflation könnte die Wirtschaftsleistung in der Eurozone und Grossbritannien im zweiten Quartal leicht zurückgegangen sein.

Beim Preisauftrieb droht in den kommenden Monaten weiteres Ungemach. Anders als beim Öl sind die hohen Gaspreise wohl noch nicht voll bei den Haushalten angekommen, da Strom- und Gasversorger ihre Absatzpreise nur schrittweise an die Marktlage anpassen. Nachdem Russland seine Gaslieferungen durch die Pipeline Nord Stream 1 Mitte Juni eingeschränkt hat, hat sich der Preisdruck noch einmal erhöht. Offenbar hat Russland in diesem Jahr bisher trotz geringerer Absatzmengen gut an höheren Öl- und Gaspreisen verdient. Putin glaubt womöglich, er könne es sich leisten, die Gaszufuhr nach Europa einzuschrän-

ken. Da Gas – anders als Öl – überwiegend an Pipelines gebunden ist und somit nicht schnell von anderen Lieferanten auf dem Weltmarkt ersetzt werden kann, dürften die Gaspreise in Europa somit nochmals höher ausfallen, als wir es vorher erwartet hatten, auch wenn ein völliger Gasstopp unwahrscheinlich bleibt. Dann verlöre Putin viel Geld.

Bis zum Ende des kommenden Winters dürfte die Inflation in der Eurozone den Anstieg der Einkommen überschreiten. Da sich gleichzeitig die Weltkonjunktur spürbar eintrübt angesichts einer US-Notenbank, die vergleichsweise hart auf die geldpolitische Bremse tritt, zeichnet sich für Europa – ebenso wie die USA – zumindest eine milde Rezession ab. In der Eurozone kann die Rückkehr der Touristen an die Strände nach zwei Corona-Jahren zwar im Sommer noch einen kleinen Wachstumsschub geben. Aber vom Herbst bis zum kommenden Frühjahr wird die Wirtschaftsleistung wahrscheinlich zurückgehen.

Nicht alles deutet auf Rezession nicht. Einige der klassischen Auftriebskräfte der Konjunktur sind weiterhin stark. Haushalte haben während der Pandemie erhebliche Zusatzersparnisse gebildet, die sie jetzt als Puffer einsetzen können. Unternehmen und Regierungen wollen mehr investieren. Auch wenn der Auftragseingang derzeit abnimmt, sind die Auftragsbücher immer noch gut gefüllt. Obgleich es wahrscheinlich zu einer Rezession kommt, besteht deshalb die Chance, dass sie relativ milde ausfällt.

In der Rezession dürften vor allem der private Konsum an Gütern, die privaten Investitionen und der Aussenhandel mit Waren zurückgehen. Dagegen werden die Staaten ihre Investitionen weiter ausdehnen. Angesichts der derzeit sehr hohen Nachfra-

ge nach Arbeitskräften dürfte die Arbeitslosigkeit in der Rezession in der Eurozone nur geringfügig steigen. Dies grenzt die Abwärtsrisiken ein.

Die rückläufige Nachfrage kann im Zeitablauf erheblich dazu beitragen, die aktuellen Lieferkettenprobleme weitgehend zu lösen. Auch Rohstoffpreise und Transportkosten werden vermutlich im Laufe des kommenden Jahres wieder etwas sinken. Das hilft, sowohl die Inflation zu dämpfen als auch die Wachstumskräfte zu stärken. Deshalb rechnen wir damit, dass die Eurozone Mitte nächsten Jahres zum Wachstum zurückkehrt, das dann Ende 2023 und 2024 wieder kräftig ausfallen kann. Nach einem Rückgang der Wirtschaftsleistung in der Eurozone von 0,8% in 2023 erwarten wir für 2024 ein Wachstum von 2,1%.

Transatlantischer Unterschied

Auch in den USA stöhnen die Verbraucher unter hohen Preisen. Aber anders als Europa sind die USA nicht von russischem Erdgas abhängig. Dagegen leiden die USA unter einem hausgemachten Inflationsdruck. Mit ihrer späten aber umso energischeren Zinswende wird die US-Fed die Nachfrage voraussichtlich so dämpfen, dass die US-Konjunktur im Schlussquartal 2022 stagniert und die USA danach bis zum Herbst 2023 in eine milde Rezession fallen bei rückläufigem Konsum und weniger Investitionen.

Die höchste Inflation seit 40 Jahren

In den USA gibt es erste Anzeichen, dass der Preis- und Lohndruck seinen Höhepunkt bald überschritten haben könnte. Dagegen müssen die Verbraucher in Europa sich vorerst noch auf spürbar höhere Strom-, Gas- und Nahrungsmittelpreise

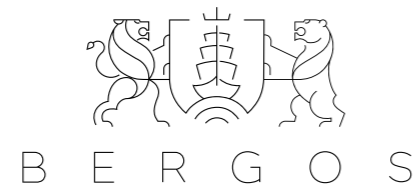
einstellen. Ab etwa Oktober können die Inflationsraten auf beiden Seiten des Atlantiks zurückgehen. Dann fällt der Anstieg der Energiepreise, der im Herbst 2021 an Fahrt aufgenommen hatte, schrittweise aus dem Vorjahresvergleich heraus. Die weiter zurückgehende Inflation wird 2023 dazu beitragen, die Rezession zu beenden.

Zentralbanken steuern um – Fed aggressiver als die EZB

Damit die hohe Inflation sich nicht verfestigt, straffen die grossen Notenbanken ihre Geldpolitik. Die US-Fed tritt sogar bewusst auf die Bremse. In den USA könnte der Leitzins Anfang 2023 3,75% erreichen, bevor die Fed angesichts der Rezession innehält. Sobald die Fed genügend Anzeichen sieht, dass die Rezession den Lohn- und Preisdruck hinreichend gedämpft hat, wird sie dann die Zinsen wieder etwas senken, voraussichtlich beginnend im Herbst 2023. Ende 2024 könnte die Fed wieder bei 3% angekommen sein.

Angesichts der zunächst sehr hohen Inflation hat die EZB angekündigt, ihre Leitzinsen im Juli, September und wahrscheinlich auch im Dezember anzuheben, im September vermutlich sogar um 50bp statt 25bp. Sollte die Eurozone tatsächlich in eine Rezession abrutschen, wird die EZB 2023 nicht weiter gehen und ihren Hauptrefinanzierungssatz dann bei niedrigeren 1% halten.

Holger Schmieding

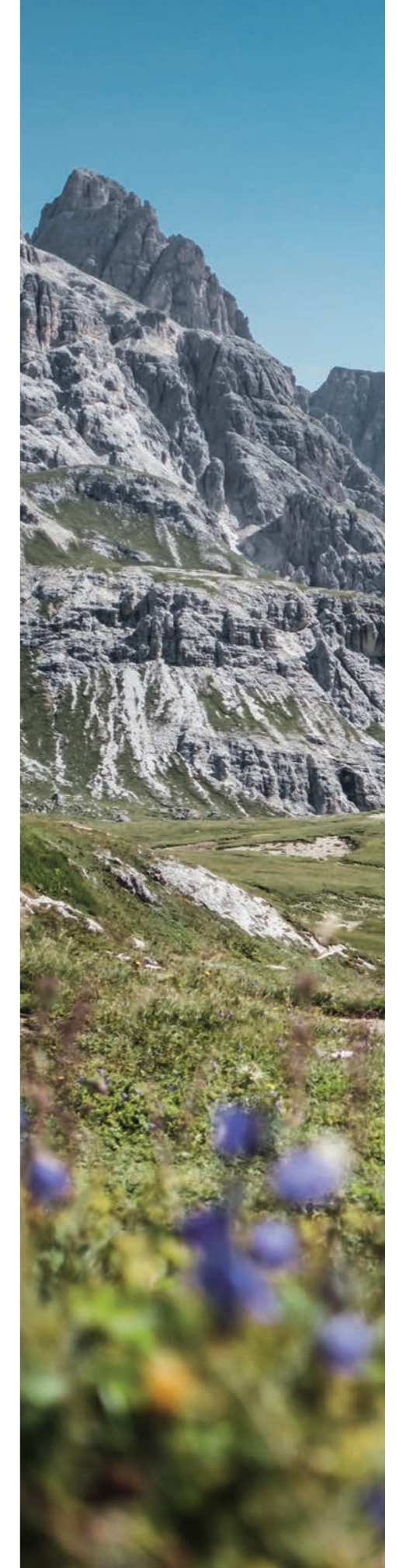


WIRTSCHAFT UNSERER EXPERTEN



DR. HOLGER SCHMIEDING
CHEFVOLKSWIRT, BERENBERG

Seit 2010 Chefvolkswirt von Berenberg Hamburg und einer der bekanntesten deutschen Bank-Ökonomen. Mehrfach wurde er für seine Vorhersagen und Analysen ausgezeichnet. So wurde er 2016 von der «Süddeutschen Zeitung» zum Prognostiker des Jahres ernannt und 2015 zum dritten Mal in Folge von mehr als 16.000 internationalen Finanzexperten bei den renommierten Emtel Surveys zum besten Bankenvolkswirt für Europa gewählt. Er hat unter anderem am Kieler Institut für Weltwirtschaft und beim Internationalen Währungsfonds gearbeitet und war als Chefvolkswirt Europa für die Bank of America Merrill Lynch tätig.





A K T I E N

INFLATION, EINE IMMER RESTRIKTIVERE GELDPOLITIK UND REZESSIONSÄNGSTE
BESTIMMEN DIE AKTIENMÄRKTE

VON FREDERIK CARSTENSEN

Die Unsicherheiten an den Aktienmärkten sind weiterhin extrem. Die anhaltend hohe Inflation stellt in Kombination mit der noch immer spürbaren weltweiten Lieferkettenproblematik eine erhebliche Belastung für die globalen Wirtschaftsaussichten dar. Wie im volkswirtschaftlichen Teil geschildert, erwarten wir für die entwickelte Welt im Laufe der nächsten zwölf Monate eine (milde) Rezession, die aber bereits zu einem grossen Teil vom Kapitalmarkt antizipiert sein sollte. Die Zentralbanken befinden sich in der Zwickmühle: Einerseits müssen sie angesichts hoher Inflation Handlungswillen

demonstrieren, andererseits gilt es ein zu starkes Belasten der Wirtschaft durch eine zu straffe Geldpolitik (und damit ein sogenanntes «Hard Landing») zu vermeiden.

In diesem schwierigen Umfeld mussten die globalen Aktienmärkte seit Jahresbeginn deutliche Verluste verbuchen und auch eine zwischenzeitliche Erholungsrallye war nur von kurzer Dauer. Der breite US-Aktienmarkt, gemessen am S&P 500, hat von seinem Allzeithoch Anfang Januar über 20% verloren und befindet sich damit offiziell in einem Bärenmarkt. Regional

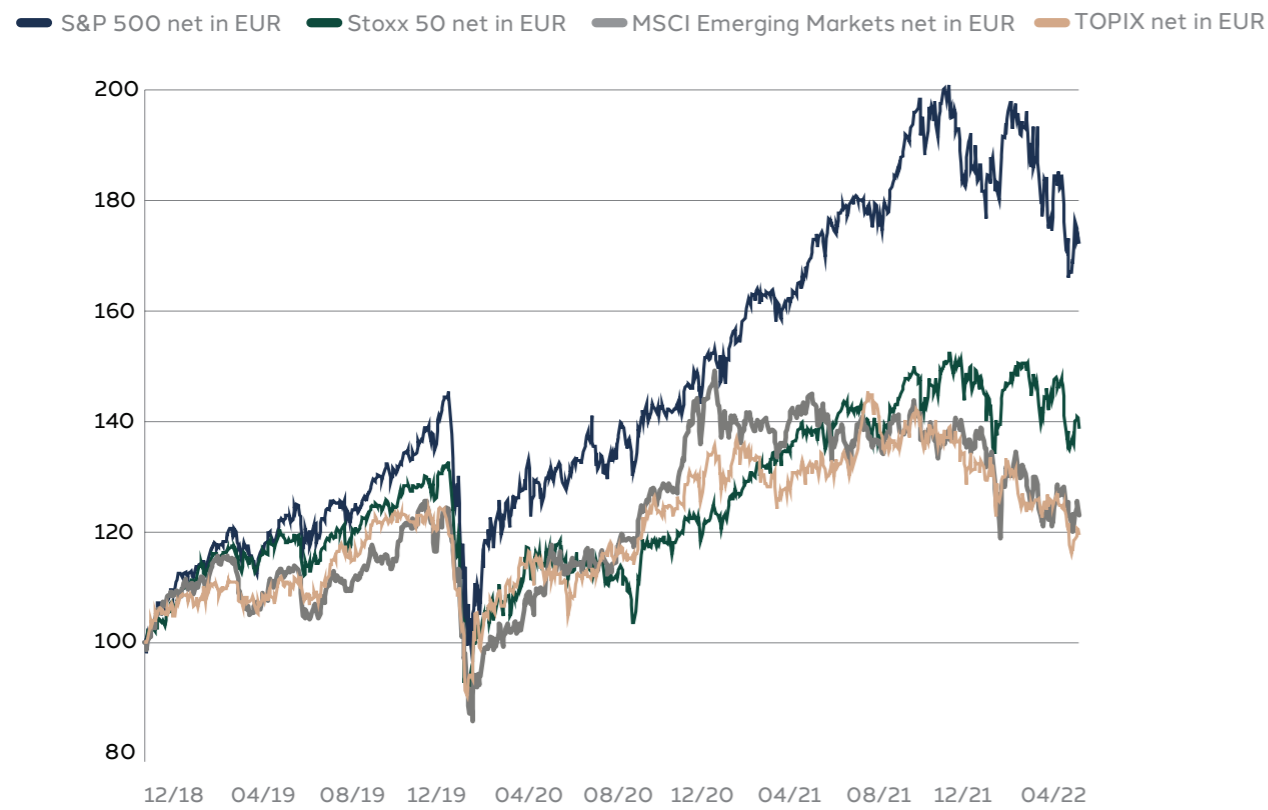
betrachtet haben sich die USA, Europa, die Schwellenländer und Japan, in einheitlicher Währung gemessen, in der ersten Jahreshälfte mehr oder weniger gleich entwickelt. Anleger konnten sich fast nirgendwo dem Abwärtstrend entziehen. Die Verschiebungen spielen sich zurzeit vor allem unterhalb der Oberfläche ab.

«Gaskrieg» und China's «Null-Covid-Politik» belasten

Neben den oben genannten geldpolitischen Unsicherheiten stellt die Energieabhängigkeit Europas von Russland einen speziellen Unsicherheitsfaktor für den wirtschaftlichen Ausblick Europas dar. Nachdem Russland

zuletzt seine Gaslieferungen nach Europa reduziert hat, sprechen einige Beobachter bereits von einem «Gaskrieg». Dies dürfte sich negativ auf die Verbraucherpreise in Europa auswirken und den USA, die nicht von russischem Erdgas abhängig sind, regional einen Vorteil verschaffen. Neben dem Krieg als Belastungsfaktor wird auch in Europa inzwischen eine straffere Geldpolitik erwartet, die vor allem für die schwächeren Eurozonen-Länder nachteilig sein dürfte. Gleichzeitig ist die industrielastige Eurozone weitaus mehr von den Lieferengpässen betroffen, die sich aus Chinas «Null-Covid-Politik» ergeben.

ABBILDUNG 1: ENTWICKLUNG DER INTERNATIONALEN AKTIENMÄRKTE



INDEXIERT AUF 100

QUELLE: BLOOMBERG, BERGOS, DATEN PER 30.06.2022

Fundamentaldaten teilweise kontraintuitiv

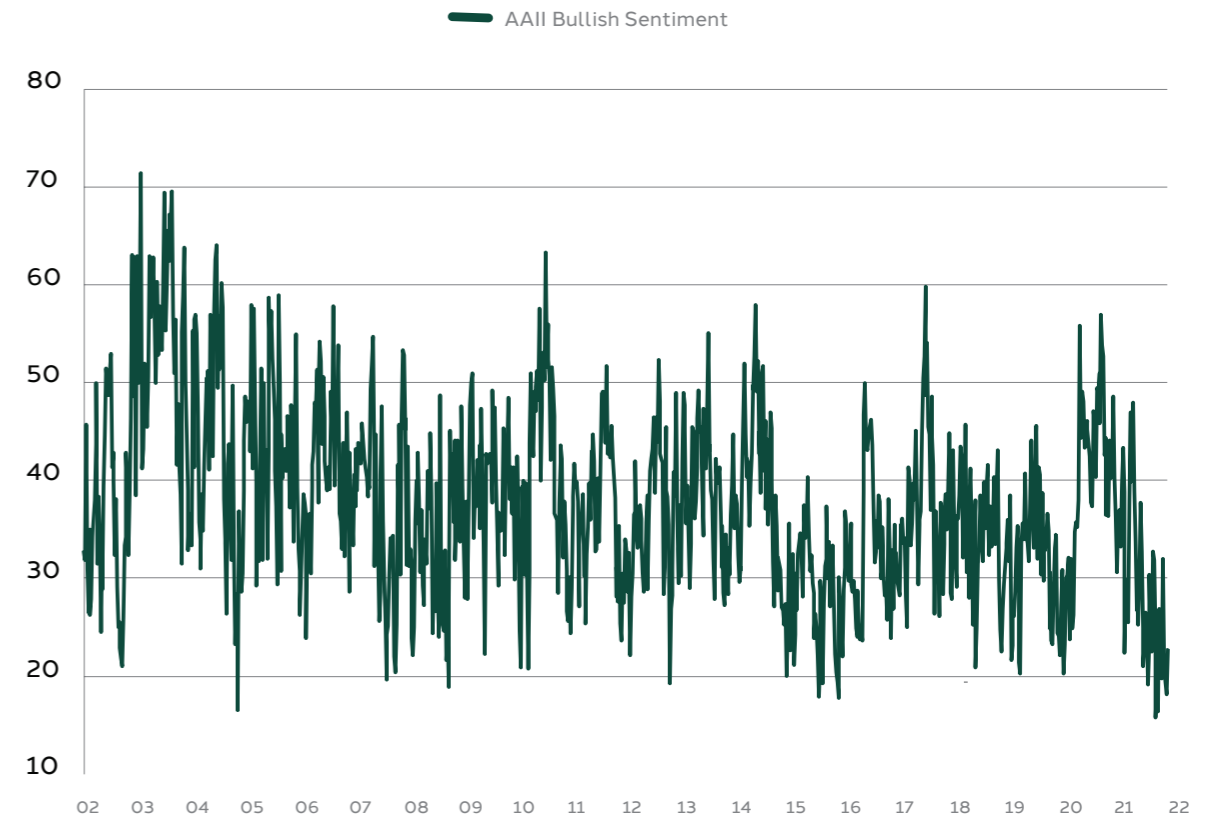
Trotz eines Rückgangs bei den BIP-Schätzungen rechnet der Analysten-Konsens in diesem Jahr weiterhin mit einem Gewinnwachstum im hohen einstelligen Bereich. Auffällig ist vor allem die Tatsache, dass die bisher stattgefundenen Anpassungen (selbst zuletzt noch) nach oben vorgenommen wurden. Statt eines Wachstums von gut 7% zu Jahresbeginn erwarten Analysten inzwischen einen Anstieg von 10% für dieses Jahr. Und auch hier scheinen die USA minimal im Vorteil, denn während in den USA die Umsätze nur begrenzt von den aktuellen (kriegerischen) Ereignissen in Europa betroffen sind, dürften die Unter-

nehmensgewinne der Eurozone mit einer grösseren Unsicherheit behaftet sein. Während der S&P 500 vom Jahresbeginn bis heute ca. 20% gefallen ist, stieg der für die kommenden 12 Monate erwartete Gewinn um 8%. Im Ergebnis fiel das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 21,6 auf 16,1. Aktien sind damit (gegen sich selbst gemessen) attraktiver als noch zu Jahresbeginn.

Anlegerstimmung und Positionierung als Lichtblick

Aufgrund der geld- und geopolitischen Unsicherheiten sind viele Marktteilnehmer zunehmend vorsichtiger geworden. Dies schlägt sich sowohl in der Anlegerstimmung

ABBILDUNG 2: AAI BULLISH SENTIMENT



QUELLE: BLOOMBERG, BERGOS, DATEN PER 30.06.2022

als auch bei der Positionierung nieder. So stellt die American Association of Individual Investors (AAII) ihren Mitgliedern jede Woche die einfache Frage, ob sie glauben, dass der Aktienmarkt in den nächsten sechs Monaten nach oben (bullish), unverändert (neutral) oder nach unten (bearish) tendieren wird. Die Stimmungsumfrage hat sich in der Vergangenheit als verlässlicher Kontraindikator erwiesen: Überdurchschnittliche Markttrenditen folgten oft auf ein ungewöhnlich niedriges Niveau an Optimismus, während unterdurchschnittliche Markttrenditen oft auf einen ungewöhnlich hohen Optimismus folgten.

Neutrale Gesamtquote, globale Ausrichtung

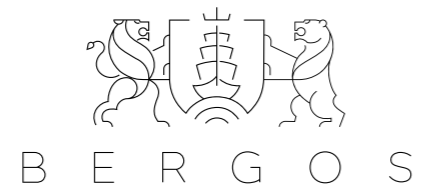
Aufgrund einer Ausgewogenheit der aktuellen Chancen und Risiken bleibt unsere Sicht auf Aktien zu diesem Zeitpunkt insgesamt neutral. Nachdem wir im letzten Jahr die Aktienquote von einem Übergewicht reduziert haben, bleiben wir in diesem Jahr bisher durchgehend neutral positioniert. Zwar erwarten wir bei fortbestehenden Problemen kurzfristig keine grosse Erholung, dennoch sehen wir durchaus Chancen für eine grundsätzlich positive Entwicklung im Laufe der zweiten Jahreshälfte. Jedes Mal, wenn der S&P in einem beliebigen Zeitraum von zwei Quartalen um mehr als 20% seit dem Zweiten Weltkrieg gefallen ist, konnte der Index im nächsten Jahr (oder den nächsten vier Quartalen) deutlich zulegen. Auch deshalb halten wir es für falsch, sich zu diesem Zeitpunkt komplett dem weit verbreiteten Pessimismus zu verschreiben, und sehen aktuell von einem Untergewicht bei Aktien ab.

Regional sehen wir weiterhin das grösste Aufwärtspotenzial in den USA. Bezüglich europäischer Aktien sind wir neutral positioniert. Für die Schwellenländer sind wir weiterhin wenig konstruktiv, wobei man hier teilweise stark unterscheiden muss. Bezüglich China gilt es, trotz relativer Stärke zuletzt, die «Null-Covid-Politik» und die sich daraus ergebenden Konsequenzen weiterhin zu beobachten. In Japan sehen wir im Vergleich zum Rest der grossen Industrieländer bisher kaum Inflation und auch die Geldpolitik bleibt entsprechend expansiv. Wir übergewichten Japan auch deshalb weiterhin. Grundsätzlich bleiben wir dabei: Die strategische Ausrichtung eines Aktien-Portfolios sollte internationaler Natur sein und damit über verschiedene Währungen diversifiziert.

Viel Bewegung unterhalb der Oberfläche, aktives Management gefragter denn je

Wichtiger als die Regionen ist in diesem Jahr vor allem sektorale Positionierung. Bereits zu Beginn des Jahres haben wir betont, dass aktives Management, welches das Kapital in die richtigen Sektoren und Subsegmente steuert, dieses Jahr an Bedeutung gewinnt. Und tatsächlich haben wir im ersten Halbjahr viel Bewegung unterhalb der Oberfläche gesehen. Stark steigende Realrenditen führten zu einer der stärksten jemals gemessenen Rotationen bei Aktien, raus aus Wachstums- (Growth) und Qualitätstiteln und rein in Substanzwerte (Value). Rohstoffpreise explodierten nahezu im ersten Quartal und beflügelten insbesondere den Energie- als klassischen Value-Sektor. Nach Jahren der Growth-Outperformance liegt Value in diesem Jahr 17 Prozentpunkte vorne.

Auch wenn es kurz- und mittelfristig möglicherweise doch eines Unterschreitens der alten Tiefs bedarf, bleiben wir langfristig konstruktiv für Aktien. Die Volatilität dürfte, wenn die Zentralbanken dem Markt weiter Liquidität entziehen, auch im dritten Quartal erhöht bleiben, und auch stilistisch dürfte es anspruchsvoll, mit wechselnder Stil- oder Sektoroutperformance und vielen Rotationen bleiben. Auch deshalb erscheint ein breit diversifiziertes Portfolio im weiteren Jahresverlauf sinnvoll. Zwar sehen wir in Zeiten steigender Anleiherenditen weiterhin Potenzial für zyklische Werte, mit einem potenziellen Höhepunkt der Inflation dürften sich allerdings auch wieder Chancen für wachstumsstarke Qualitätsaktien ergeben.



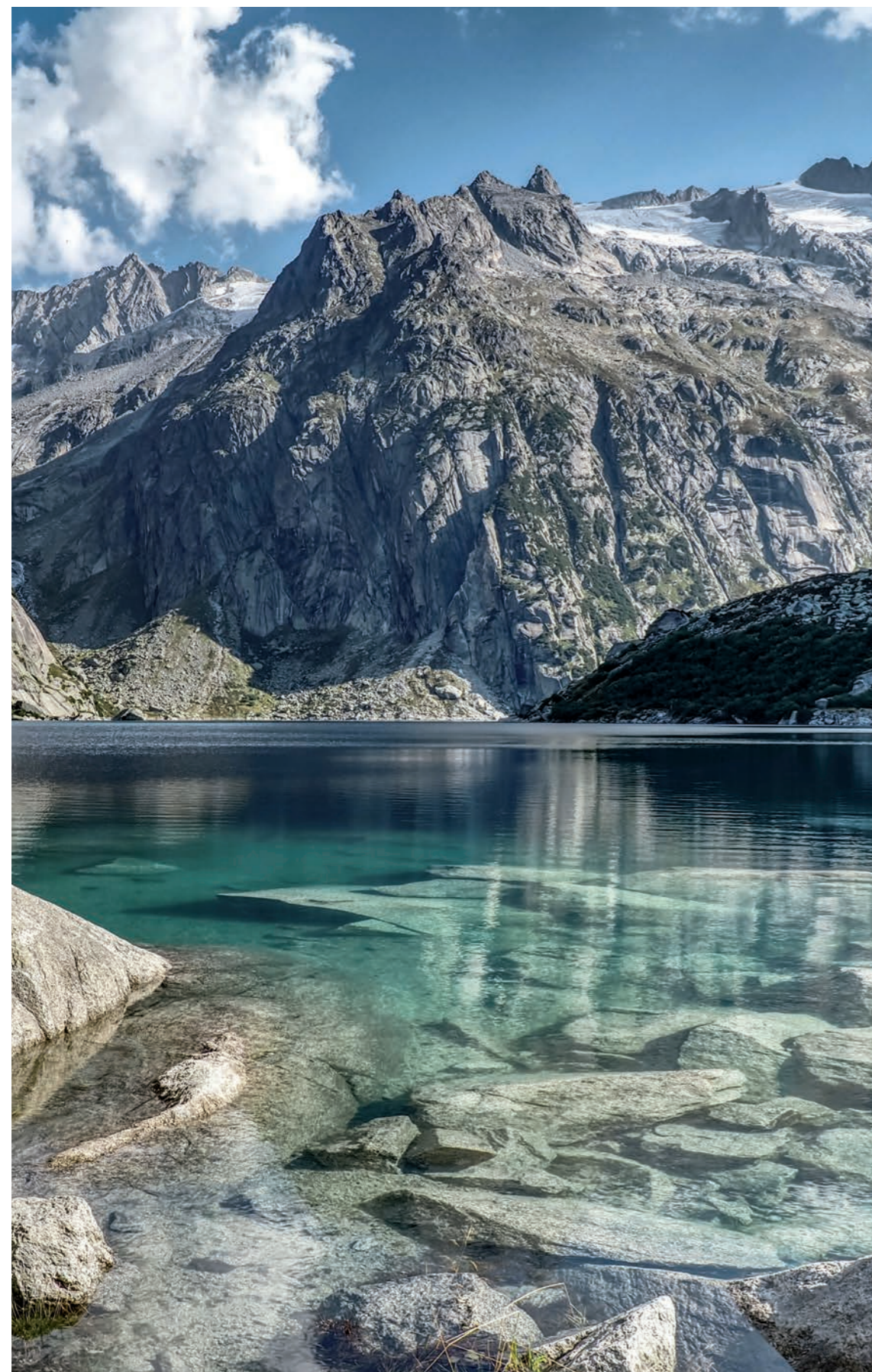
A K T I E N U N S E R E X P E R T E



F R E D E R I K C A R S T E N S E N
A K T I E N S T R A T E G E

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.





A N L E I H E N

FURCHT UND SCHRECKEN

VON RENÉ BOLHAR

Was bereits vor über einem Jahr, zum Ende der intensiven Coronapandemie-Wellen, begonnen hatte, spiegelte sich nun auch im vergangenen Quartal deutlich in den Bewegungen und Bewertungen innerhalb der Anleihemärkte wider. Dabei sind die meisten der aktuellen Negativfaktoren keine Unbekannten und sollten – so frühere Erwartungen – bereits an Brisanz verloren haben. Dennoch steigen die Inflationswerte, unabhängig des Währungsraums, weiterhin an. In den USA wurde so kürzlich ein

Vierzigjahreshoch in der Teuerungsrate erreicht. Während für die US-amerikanische Wirtschaft die nach wie vor bestehenden globalen Lieferengpässe, Einschränkungen durch vereinzelte Lockdowns weltweit sowie die exorbitant expansive Geldpolitik der jüngsten Vergangenheit den wesentlichen Beitrag haben, sind es in Europa zusätzlich ausufernde Energiepreise bedingt durch den Einmarsch Russlands in die Ukraine, die für zusätzlichen Auftrieb sorgen. Begleitet werden die vornehmlich angebotsspezifi-

schon Faktoren durch die allesumfassende Gefahr eines sogenannten »policy errors«, also einer situativ falschen oder zu extremen Kehrtwende der Zentralbanken, die einer Entspannung an den Finanzmärkten entgegensteht.

Blickt man allerdings unter die Oberfläche, so lassen sich nicht nur anhaltende Risiken, sondern auch erstaunliche Entwicklungen und vielleicht sogar baldige Opportunitäten entdecken.

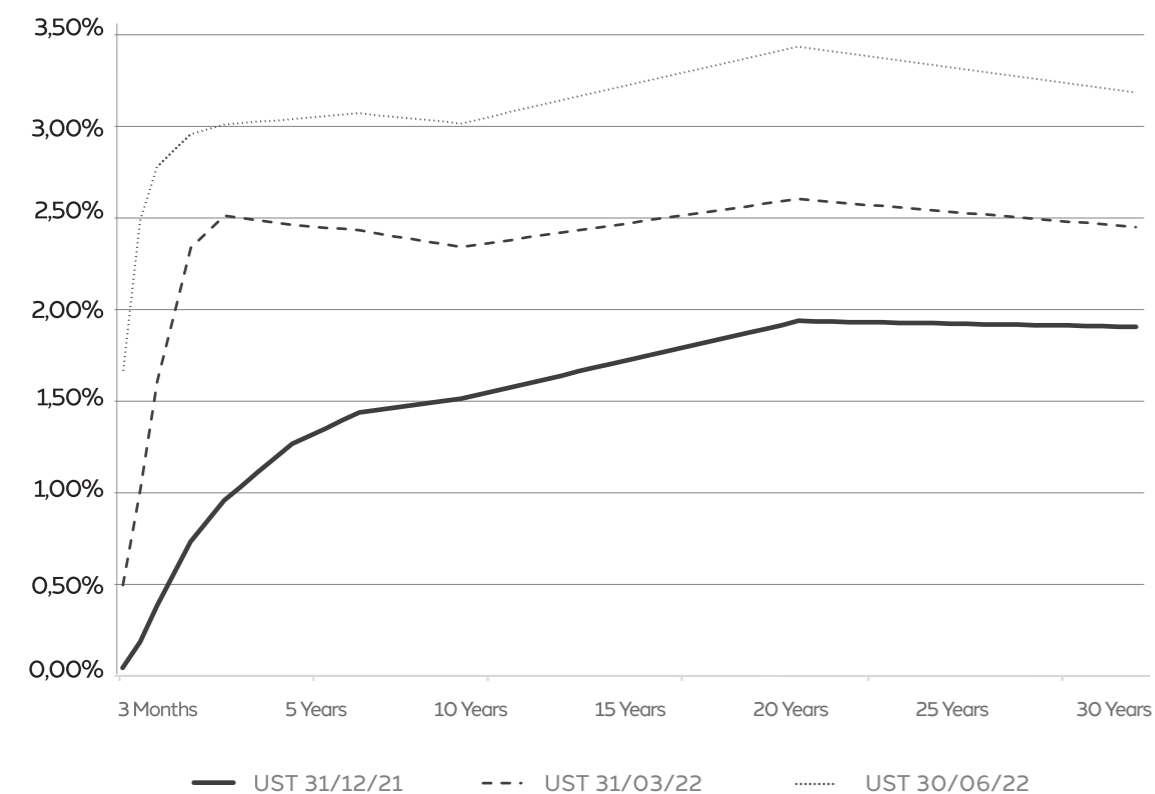
Verkehrte Welt in den Bondmärkten

Wenig überraschend ist die Erkenntnis, dass im Hinblick auf eine deutlich straffere Geldpolitik, sei es durch die nunmehr eingeläuteten Zinsanhebungszyklen der US Fed, SNB, Bank of England und EZB, aber auch die vollständige Beendigung der Anleiheankaufprogramme, die Anlageklasse

deutlich unter einer Anpassung der generellen Zinsniveaus zu leiden hatte.

Die USA sind hier am weitesten fortgeschritten. Bedingt durch die bereits vollzogenen Zinsanhebungen war vor allem am kurzen Laufzeitenende eine deutliche Erhöhung der Renditen festzustellen. Dieser Trend setzte sich im vergangenen Quartal weiter fort: Im unterjährigen Bereich war der Anstieg im vergangenen Quartal am ausgeprägtesten. Insbesondere variable Geldmarktsätze wie LIBOR und SOFR spiegelten die Anhebungen der Fed direkt wieder, während es im vorangegangenen Quartal noch der Bereich zwischen zwei und fünf Jahren gewesen war.

Ab einem Laufzeitenbereich von zwei Jahren und länger ist die Zinsstrukturkurve für US-Staatsanleihen praktisch flach oder stellenweise sogar invertiert. Hier



zeigt sich deutlich die Skepsis der Anleger bezüglich der mittelfristigen Wachstumsaussichten, aber auch der der zukünftigen Ausgestaltung der geldpolitischen Strategie.

Der aus dem Zinsanstieg resultierende Effekt wirkte in der Breite des Marktes, unabhängig vom Emittenten. Anders hingegen sieht es bei Betrachtung der Gesamterträge aus, wo im Hinblick auf eine gleichsam abkühlende Wachstumsdynamik durchaus Unterschiede zu erwarten waren, sich aber in ungewöhnlicher Form realisiert haben. Die negative Wertentwicklung erstklassiger, das heisst als Investment Grade bewerteter Unternehmen, steht nur geringfügig besser da als das als spekulativ (»High Yield«) bewertete Schwestersegment. In den USA haben Investment-Grade-Anlagen sogar mehr verloren als das Hochzinssegment. Zwar lässt sich dies in Teilen durch die strukturell geringere Duration des Hochzinsmarktes erklären; risikoadjustiert steht das qualitativ schwächere Segment in beiden Währungsräumen dennoch besser dar.

Sind Obligationen nunmehr wieder »attraktiv«?

Das Renditepotenzial der kommenden Monate hängt in hohem Masse von der weiteren Entwicklung der genannten Risikofaktoren ab. Eine Eskalation des russischen Krieges in der Ukraine oder gar eine Ausweitung auf NATO-Staaten, eine coronabedingte Rückkehr zu den dunkelsten Stunden der Pandemie oder ein deutliches Überschiessen der geldpolitischen Straffung haben durchaus das Potenzial für eine weitere Ausweitung der Risikoaufschläge. Auch hängt viel von der weiteren Entwicklung der Preisteuerungsraten ab, sowohl im direkten Vergleich zu den erzielbaren Renditen (»Realzinsen«) als

auch in Bezug auf künftig möglicherweise notwendige, einschneidende Massnahmen durch die Zentralbanken.

Allgemein gehen wir vorsichtig optimistisch in die zweite Jahreshälfte. Auch wenn sich die gegenwärtig angespannte Situation nicht umgehend auflösen wird, kann die Ausgangssituation als konstruktiv bezeichnet werden. Insbesondere im US-Dollar kann von einer zum Jahresende hin abnehmenden Zinsanstiegsdynamik gerechnet werden. Die Fundamentalsituation der Unternehmen ist robust, der Bedarf an kurzfristiger Refinanzierung ist überschaubar und auch die mittlerweile deutlich gestiegenen Risikoaufschläge bieten einen gewissen Schutz vor weiterhin steigenden Zinsen, um in der zweiten Jahreshälfte positive Renditebeiträge erwirtschaften zu können.

Dennoch fahren wir auf Sicht: Während der bevorstehenden ruhigen Sommermonate, die gemeinhin durch geringe Marktaktivität und damit im Zweifel auch -liquidität geprägt sind, können negative Entwicklungen durchaus ausgeprägten temporären Einfluss auf die Bewertungen haben.

Mit Ende des neuen Quartals dürfte die Kauflaune in der Hoffnung und Antizipation einer Jahresendrallye wieder spürbar anziehen.

Der europäische Markt mag mit den gleichen grundsätzlichen Faktoren beschäftigt sein, gewisse Unterschiede lassen sich dennoch ausmachen. Zum einen hat die europäische Zentralbank erst sehr spät die Brisanz der Preissteigerung erkannt oder zumindest nun doch offiziell anerkannt. Entsprechend steht uns das Gros der Zinsbewegung vermutlich noch bevor. Daneben liegt aber auch ein besonderes Augenmerk auf der wirtschaftlich

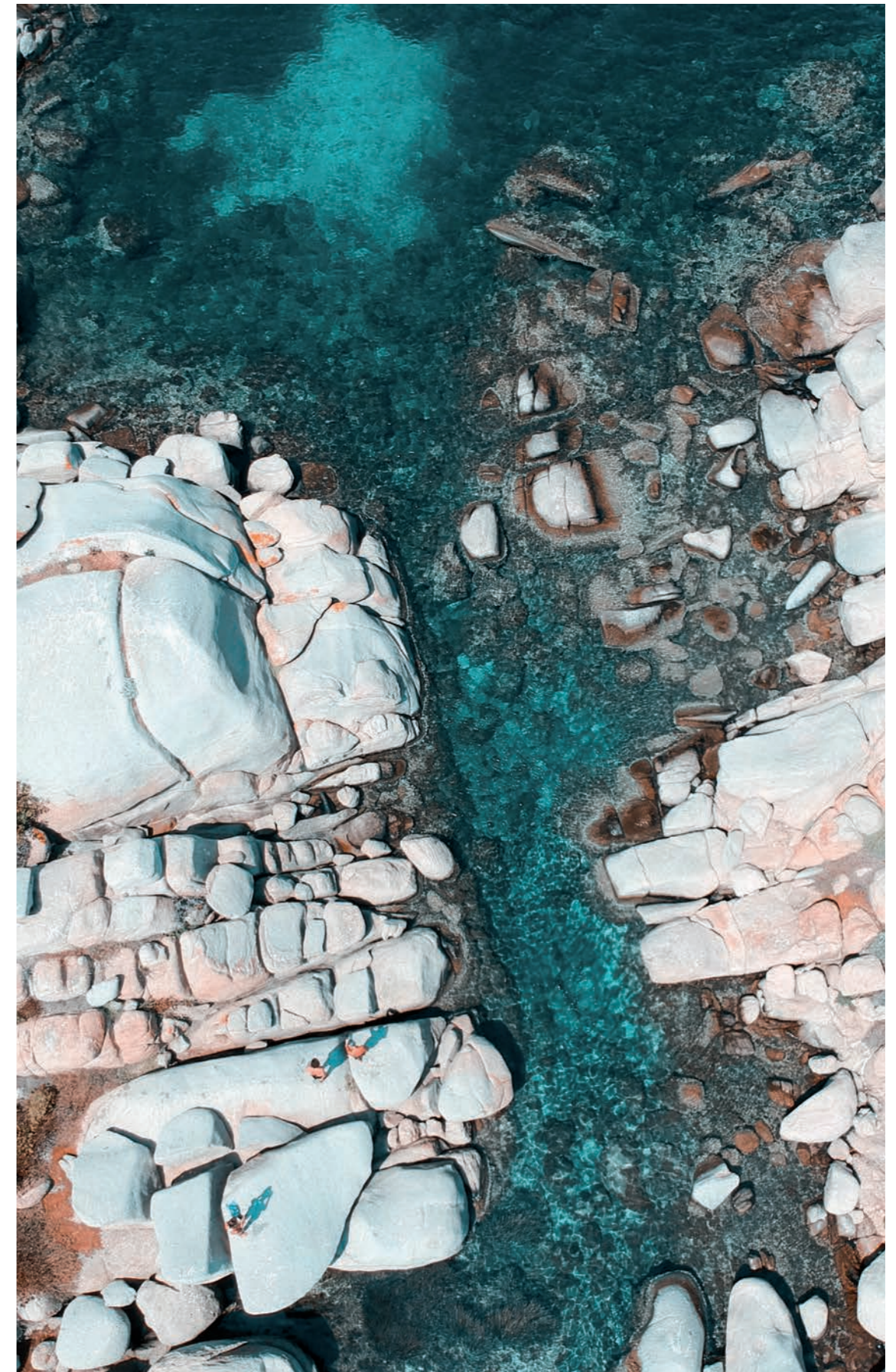
weniger starken europäischen Peripherie. Nach Auslaufen der bestehenden Ankaufprogramme konnte in den Bewertungen spanischer, portugiesischer und vor allem italienischer Staatsanleihen eine deutliche Erhöhung der Kreditrisikoaufschläge verzeichnet werden. Obgleich die Refinanzierungsbedingungen weit von den Höchstständen beispielsweise zu Zeiten der europäischen Schuldenkrise entfernt sind, hat die EZB bereits neue Massnahmen zur Vermeidung einer Fragmentierung der europäischen Zinsen angekündigt.

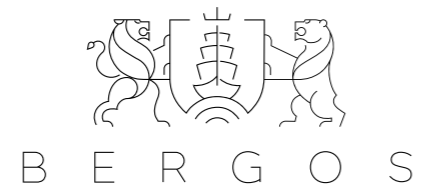
Wo können im zweiten Halbjahr annehmbare Renditen erwartet werden?

Generell wird der Trend zu steigenden Zinsen am ganz kurzen Ende der Zinsstrukturkurve anhalten. Für beide Währungsräume halten wir an unserer Empfehlung für sogenannte Floating Rate Notes fest. Durch die in aller Regel quartalsweise Anpassung der Kupons an die Entwicklung der Referenzzinssätze profitieren Anleger von erhöhtem Schutz und sogar Partizipation an den steigenden Zinsen. Darüber hinaus sehen wir ausgeprägtes Einengungspotenzial und damit positive Renditen in Anlagen der europäischen Peripherie.

Das Sorgenkind des ersten Halbjahres, Schwellenländeranleihen, hat das Potenzial, bei einer abnehmenden Zinssteigerungsdynamik sein Potenzial voll auszuspielen. Trotz robusten Bilanzen führte die Entwicklung der vergangenen Monate zu einem deutlichen Rückgang der Bewertung, sodass mittlerweile nicht selten Renditen im oberen einstelligen Prozentbereich erzielbar sind.

Alles in allem gibt es Grund zu vorsichtigem Optimismus. Die Sicht bleibt, bis auf Weiteres, erst einmal eingeschränkt. Aktives Management mit einem flexiblen Ansatz und situativen Anpassungen bleibt das Mittel der Wahl, um auch in Zukunft den Markwidrigkeiten zu trotzen und langfristiges Portfoliowachstum zu erzielen.





A N L E I H E N U N S E R E X P E R T E



RENÉ BOLHAR, CAIA, CESGA
BONDSTRATEGIE

René Bolhar kam Ende 2017 zur Bank und ist stellvertretender Leiter unserer Vermögensverwaltung. Er ist Mitglied des Investmentkomitees und leitet die Fixed-Income-Strategie der Bank. Zudem ist er für das Management grosser institutioneller Anleiheportfolios verantwortlich.





A L T E R N A T I V E I N V E S T M E N T S

V O N S O U M A I L A T É K É T É

Nur Wenige Hedgefonds Strategien können sich dem Abwärtstrend am Markt nntziehen

Im Bereich der Hedgefonds-Strategien tun sich derzeit besonders Trendfolge-Strategien positiv hervor, weil sie den hartnäckigen Trend bei Inflation und Zinsen gezielt spielen können. Rein trendorientierte Strategien gehören somit zu den ganz wenigen Assetklassen, die in diesem Jahr mit deutlich positiven Renditen aufwarten können. Zu gewissen Teilen trifft dies auch auf Globale Makrofonds zu, denen insbesondere die eindeutige Entwicklung bei den Zinsen zugute kam, da diese durch gezielte (Short-) Wetten ausgenutzt werden konnte.

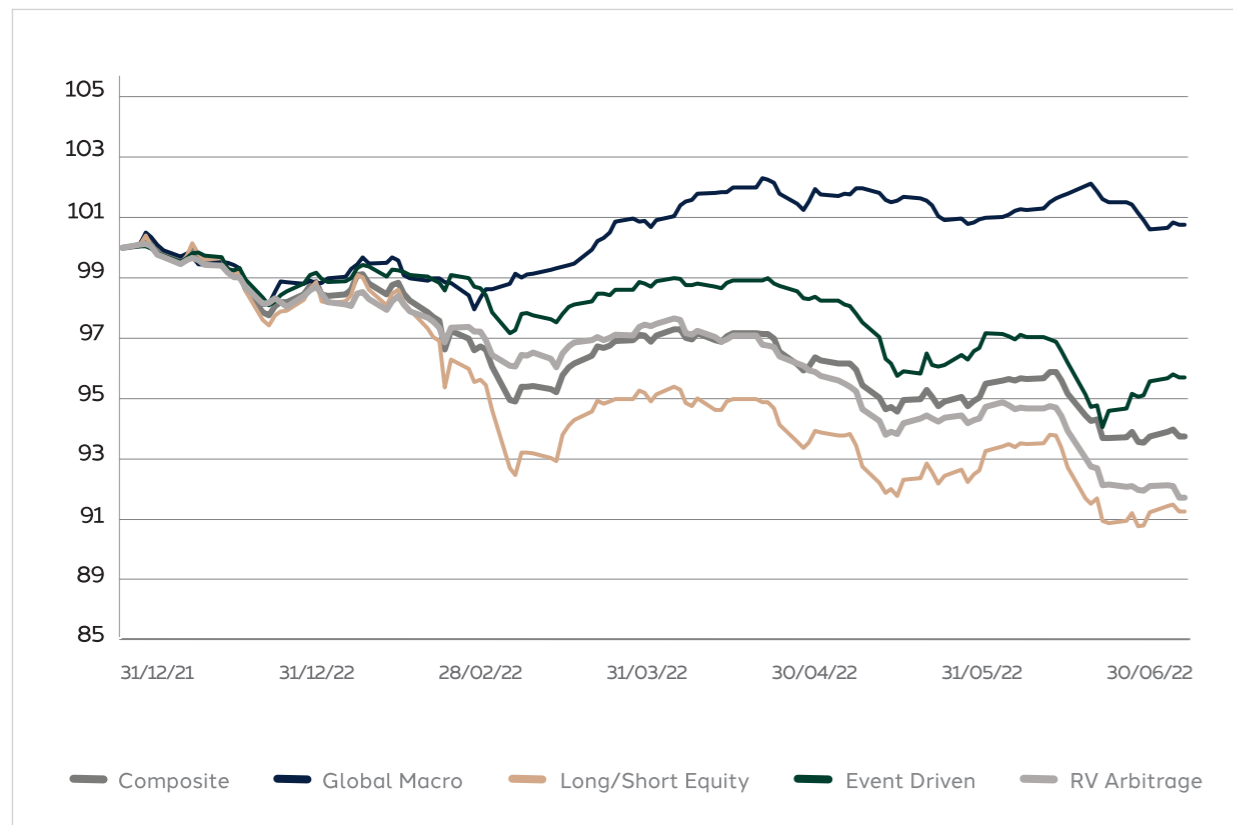
Die meisten direktionalen Hedgefonds-Strategien, v.a. Long/Short Equity Fonds, hatten zwar deutlich geringere Verluste zu verzeichnen als der Aktienmarkt selbst – aber auch sie konnten sich den Marktverwerfungen auf Grund ihres direktionalen Charakters nicht entziehen. Selbst viele marktneutrale Produkte, die per se keine Direktionalität aufweisen und sich bis Mai gut gehalten hatten, mussten letztlich im Zuge flächendeckender Spread-Ausweitungen ebenfalls Kursverluste verzeichnen.

Stürmische Zeiten für Kryptos

Unsere Einschätzung, dass die veränderte Zentralbankpolitik und die geld- und zinspolitische Straffung die Kurse von Kryptowährungen im Laufe des Jahres vor eine ernsthafte Herausforderung stellen dürften, hat sich recht zügig bewahrheitet. Wurden Kryptowährungen in vielen öffentlichen Medien zum Jahreswechsel noch als ultimativer Inflationsschutz angepriesen und neue Rekordstände gefeiert, so ist inzwischen vielerorts bereits vom »Kryptowinter« und dem grossen Crash die Rede. Tatsächlich haben sogar die grossen und wichtigsten Coins seit ihren Höchstständen inzwischen wieder gut drei Viertel ihres Kurswertes verloren. Die Zahl der »Projekte« war im Vorfeld geradezu explosionsartig gestiegen, während die bestehenden technischen und regulatorischen Herausforderungen und Fragestellungen

gen eher in den Hintergrund gerückt waren. Die Euphorie und das vermeintlich schnelle Geld hatten in den letzten zwei Jahren eine Vielzahl von »Trittbrettfahrern« angezogen und auch viele zweifelhafte Geschäftsmodelle mitgenährt. Daher werden wohl bei Weitem nicht alle Projekte die derzeitige Korrektur und die strafferen Konditionen am Markt überleben. So kann man den aktuellen Kurscrash auch durchaus als notwendige Bereinigungsphase verstehen. Die mit der Blockchain-Technologie verbundenen langfristigen theoretischen Anwendungsmöglichkeiten sind extrem vielfältig und lassen auch weiterhin viel Raum für Visionen. Der Crash verdeutlicht aber nochmals die hochgradig spekulative Natur der verbundenen Kryptowährungen und Tokens, und die restriktive Geld- und Zinspolitik dürfte den Markt bis auf Weiteres belasten.

ABBILDUNG 1: WERTENTWICKLUNG LIQUIDE HEDGEFONDS SEIT JAHRESANFANG



Energie und Metalle im Spannungsfeld zwischen nachlassender Konjunkturdynamik und anhaltenden Versorgungsängsten

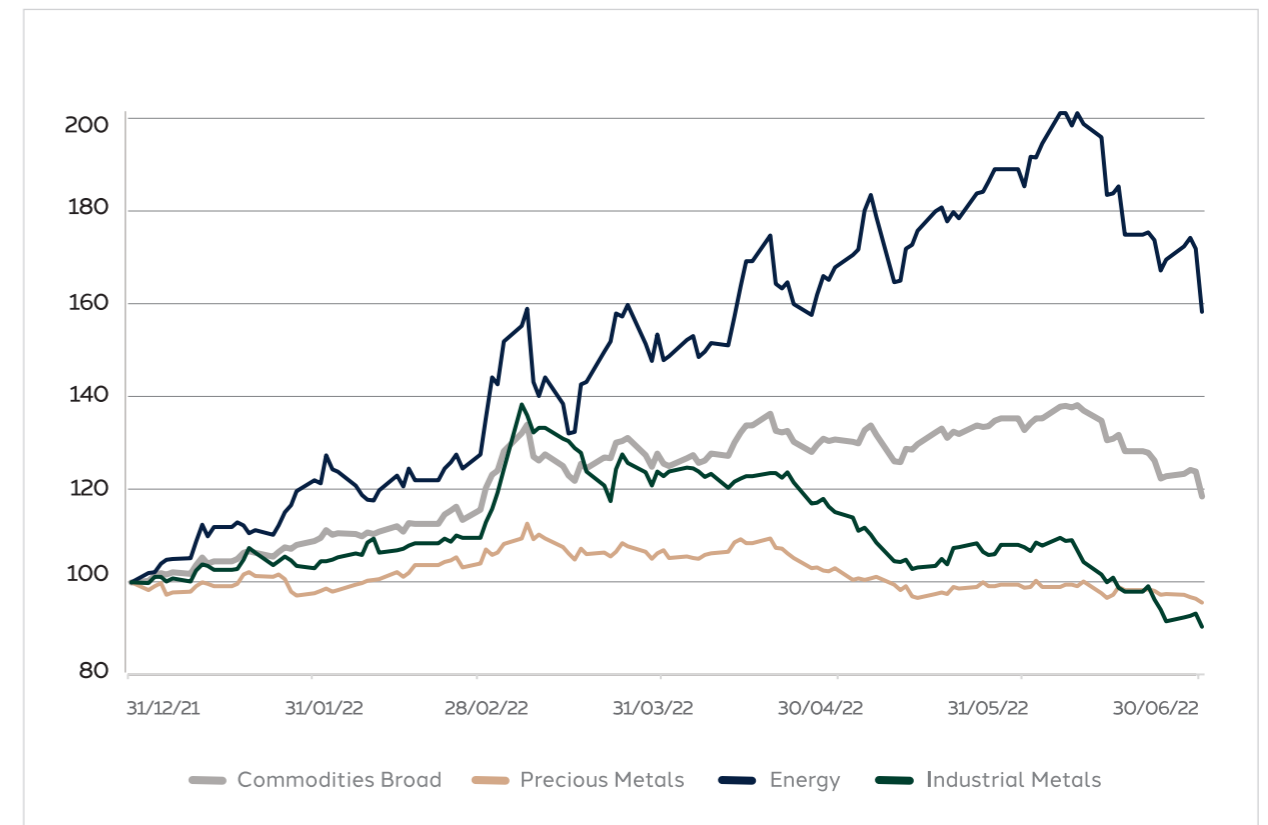
Bei den zyklischen Rohstoffen, wie Industriemetallen, wurden inzwischen die meisten, im Zuge des Ukraine-Krieges entstandenen, Risikoprämien nahezu gänzlich wieder ausgepreist. Ein eindeutiges Zeichen dafür, dass die drohende wirtschaftliche Abkühlung und der antizipierte Nachfragerückgang in der Interpretation der Marktteilnehmer derzeit schwerer wiegt, als die kurzfristige Angst bezüglich möglicher Produktionsausfälle, Versorgungsengpässe, Embargos und Ausfuhrbeschränkungen Russlands. Einzige Ausnahme bilden die Notierungen innerhalb des Energiekomplexes. Auch hier war zwar im letzten Monat ein leichter Rückgang zu verzeichnen. Die Risikoauf-

schläge erweisen sich hier aber aufgrund der starken Abhängigkeit von russischen Öl- und Gas Lieferungen als deutlich hartnäckiger. Diese Abhängigkeit macht sich insbesondere in Europa bemerkbar und wirft hinsichtlich der nahenden Wintermonate noch mehr regionale konjunkturelle Fragen auf.

Gold trotz zunehmender Rezessionsängste nicht gefragt

Gold, das gemeinhin als krisensicheres Investment und sicherer Hafen betrachtet wird, kann von der aktuellen Risikoversion nicht profitieren. So liegt die Wertentwicklung seit Jahresbeginn, trotz des Ukraine-Krieges und zunehmender Rezessionsängste, sogar im negativen Bereich. Dies liegt in erster Linie an den gestiegenen Opportunitätskosten und der Unsicherheit bezüglich

ABBILDUNG 2: WERTENTWICKLUNG ROHSTOFFE SEIT JAHRESANFANG

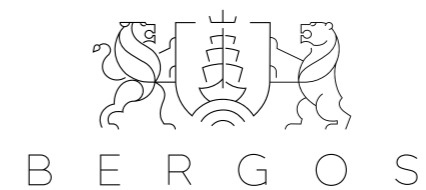


der weiteren Entwicklung der Realzinsen. Ein Szenario, in dem die Zentralbanken vorerst an ihrer Zinsanhebungsstrategie festhalten, während die nachlassende Konjunkturdynamik zu einem Rückgang der Inflation führt, würde eine grosse Belastungsprobe für Gold darstellen, da dies weiter steigende Realzinsen und Opportunitätskosten bedeuten würde. Entsprechend sind wir bei unseren Goldpositionierungen, trotz erhöhter Risikoaversion im Markt, eher zurückhaltend.

**Alternative Credit & Private Debt
weiterhin relativ attraktiv**

Private Debt & Alternative Credit stellt aus unserer Sicht auch im aktuellen Umfeld

weiterhin eine sehr attraktive Alternative zu festverzinslichen Anleihen dar – v.a. aufgrund der meist variablen Zinskomponente, den fehlenden direkten Zinsänderungsrisiken und dem indirekten Inflationsschutz. Die höhere laufende Rendite bietet zudem einen gewissen Puffer gegenüber möglichen Kreditausfällen und Kursschwankungen. Letztlich handelt es sich aber auch hierbei um eine Form von Unternehmenskrediten – folglich machen sich auch hier die aufkeimenden Konjunktursorgen in Form von steigenden Spreads bemerkbar. Angesichts wahrscheinlich steigender Ausfallraten halten wir ein selektives Vorgehen für empfehlenswert – so präferieren wir aktuell vorrangige Schuldtitel und Produkte mit entsprechenden Besicherungen.



A L T E R N A T I V E
I N V E S T M E N T S
U N S E R E X P E R T E



S O U M A I L A T É K É T É C A I A , C I I A
S T R A T E G E A L T E R N A T I V E
I N V E S T M E N T S

Soumaila Tékété kam 2016 als Cross-Asset-Stratege zu Bergos und verantwortet seither diverse Anlagestrategien. Als Mitglied des Investmentkomitees ist er zudem verantwortlich für die Strategie im Alternative-Investment-Bereich. Zuvor bekleidete er diverse Portfolio-Management-Positionen bei Union Investment und der DZ Privatbank in Frankfurt und Zürich.



W Ä H R U N G E N

SNB ÜBERRASCHT, EZB HINKT HINTERHER: DER EURO BLEIBT SCHWACH

VON DR. JÖRN QUITZAU, BERENBERG GRUPPE

Die Wochen der Zentralbanken

Im Juni haben die grossen Zentralbanken getagt und für einige Überraschungen gesorgt. Den Anfang machte die Europäische Zentralbank (EZB), die sich dem immer weiter steigenden Inflationsdruck beugen musste. Zwar hat sie die Leitzinsen im Juni noch nicht angetastet, aber sie hat für die nächste Sitzung im Juli eine Zinserhöhung um 25 Basispunkte angekündigt. Zudem wurden zum 1. Juli die Netto-Anleihekäufe eingestellt. Etwas überraschend haben die Frankfurter Währungshüter im Rahmen ihrer regulären Sitzung aber kein neues Instrument angekündigt, um der »Fragmentierung« des Anleihemarktes in der Eurozone entgegenzuwirken.

In dieser Hinsicht entsprach die offizielle Erklärung der EZB nicht ganz dem Blogbeitrag von EZB-Präsidentin Christine Lagarde vom 23. Mai, in dem sie angedeutet hatte, dass die EZB bei Bedarf neue Instrumente entwickeln und einsetzen könnte, um die geldpolitische Transmission sicherzustellen. Da die Märkte auf die fehlende Konkretisierung verschnupft reagierten und die Zinsen für Länder wie Italien weiter stiegen, kam die EZB in der darauffolgenden Woche erneut zu einer ausserplanmässigen Sitzung zusammen. Auf dieser Sitzung beriet sie über geeignete Mittel, mit denen eine Neuauflage der Eurokrise abgewendet werden könnte.

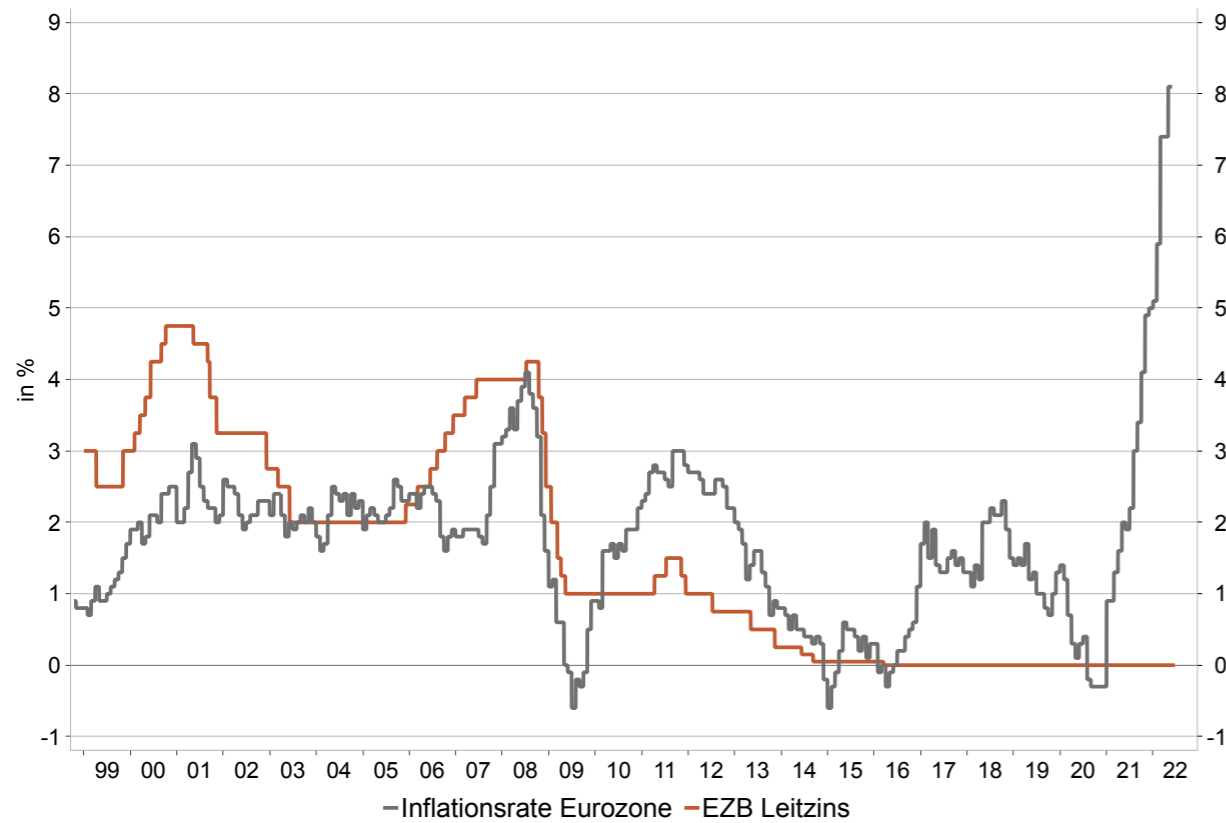
Die US-Notenbank Fed hat den Leitzins im Juni um 75 Basispunkte auf 1,50 – 1,75% erhöht. Die wenigsten Beobachter hätten noch vor wenigen Wochen einen solch grossen Zinsschritt für denkbar gehalten. Auch für die kommenden geldpolitischen Sitzungen hat die Fed ein noch entschlosseneres Vorgehen gegen die Inflation angekündigt. Der US-Dollar hat angesichts dieser nun strafferen Geldpolitik weiter zugelegt.

Besonders überraschend: Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat den Leitzins um 50 Basispunkte angehoben. In der Schweiz ist die Inflationsrate zuletzt zwar auch deutlich gestiegen, sie liegt mit 2,9% im internationalen Vergleich aber noch

auf moderatem Niveau. Die SNB hat nun frühzeitig begonnen, dem Preisaufrieb entgegenzuwirken, und ist damit der EZB zuvorgekommen. Sie ist bereit, die Zinsen auf den nächsten Sitzungen weiter anzuheben und gegebenenfalls am Devisenmarkt zu intervenieren – möglicherweise sogar um den Franken zu stärken, was zu niedrigeren Inflationsraten beitragen würde.

Schliesslich hat die Bank of England (BoE) den Leitzins wie erwartet um 25 Basispunkte auf 1,25% angehoben. Es war die fünfte Zinserhöhung in Folge. In diesem Jahr dürften noch drei weitere Zinserhöhungen von je 25 Basispunkten folgen.

LEITZINS: EZB HAT BISHER NICHT AUF INFLATIONSSCHUB REAGIERT



QUELLE: MACROBOND

Der Euro bleibt unter Druck

Der Eurokurs hat im zweiten Quartal einen neuen Tiefpunkt erreicht. Die Gemeinschaftswährung ist zeitweilig unter 1,04 US-Dollar je Euro gefallen – das war der tiefste Kurs seit mehr als fünf Jahren. Trotz einer kurzzeitigen Erholung konnte sich der Euro nicht recht von seinem Tiefstand absetzen und notiert zum Ende des zweiten Quartals bei 1,05 US-Dollar je Euro. Die Europäische Zentralbank (EZB) ist massgeblich für die Euroschwäche mitverantwortlich. Ihre zögerliche Haltung im Vergleich zu den anderen grossen Zentralbanken lastet auf dem Wechselkurs. Auch die US-Notenbank Fed und die Bank of England waren spät dran mit der geldpolitischen Wende.

Sie haben die Zinszügel inzwischen aber deutlich angezogen und sind der EZB damit weit voraus.

Denn die EZB hat auf ihrer letzten Sitzung zwar das Ende der Netto-Anleihekäufe zum 1. Juli und eine erste Zinserhöhung um 25 Basispunkte für die Sitzung am 21. Juli angekündigt, doch während die EZB ankündigt, machen andere Notenbanken wie die Fed und die SNB Nägel mit Köpfen. So ist die Ankündigung der EZB-Zinswende am Devisenmarkt verpufft. Schlimmer noch: Am Markt kursiert die Sorge, dass nach dem Ende der Netto-Anleihekäufe die Marktzinsen für einige Euro-Teilnehmerländer – zum Beispiel Italien – so stark steigen, dass sie die Zinslast mittelfristig nicht mehr

EUR/USD: KRIEG UND EZB-POLITIK BELASTEN DEN EUROKURS



QUELLE: MACROBOND

stemmen können. Um eine Neuauflage der Eurokrise zu verhindern, hat die EZB im Rahmen ihrer Sondersitzung angekündigt, die Arbeit an einem »Anti-Fragmentierungsinstrument« zu intensivieren. In diesem Umfeld ist das Aufwärtspotenzial für den Euro im laufenden Jahr inzwischen auf einige Cent begrenzt.

Britisches Pfund tendiert seitwärts

Die Bank of England (BoE) hat die Leitzinsen auf jeder Sitzung seit Dezember 2021 auf aktuell 1,25% angehoben. Die Straffung dürfte noch weiter gehen bis zu einem Höhepunkt bei 2,50% Mitte 2023. Die straffere Geldpolitik dürfte im aktuellen Wechselkurs aber bereits eingepreist

sein. Eine noch härtere Geldpolitik ist unwahrscheinlich, weil die Konjunktur auch in Grossbritannien merklich abkühlt und die Zentralbank deshalb die Zinszügel nicht allzu sehr anziehen kann. Im Ergebnis dürfte sich der Wechselkurs weiterhin um die Marke von 0,85 Pfund je Euro bewegen.

SNB-Überraschung gibt dem Franken noch mehr Aufwind

Die Schweizer Nationalbank reagiert auf die beginnende Teuerung so, wie man es von einer Zentralbank erwartet: mit einer strafferen Geldpolitik. Schon bei der im internationalen Vergleich noch geringen Inflation von 2,9% im Mai hat die SNB den Leitzins um 50 Basispunkte angehoben. Der Leitzins

ist zwar immer noch negativ (-0,25%), aber der neue Kurs der Geldpolitik ist damit vorgegeben. Da der Inflationsdruck auch in der Schweiz zuletzt grösser geworden ist (im Januar lag die Teuerungsrate noch bei 1,6%), war die Zinserhöhung ein wichtiges Signal. Der ohnehin schon hohe Frankenkurs ist deshalb noch weiter gestiegen, der Euro gab also nach. Ende Juni ist der Wechselkurs wieder auf dem Weg Richtung Parität. Die SNB sieht den starken Franken inzwischen nicht mehr – wie in den vergangenen Jahren – primär als ein Hemmnis für die heimische Exportwirtschaft, sondern eher als willkommenen Helfer beim Kampf gegen den Preisauftrieb. Die Franken-Stärke dürfte dank der Rückendeckung durch die Zentralbank somit andauern.

EUR/ GBP: STRAFFERE GELDPOLITIK EINGEPREIST

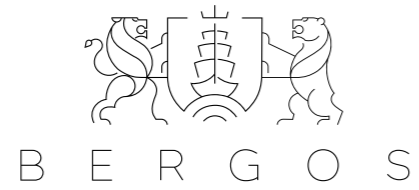


QUELLE: MACROBOND

EUR/ CHF: STARKER FRANKEN ALS WILLKOMMENE HILFE FÜR DIE ZENTRALBANK



QUELLE: MACROBOND



WÄHRUNGEN UNSERE EXPERTEN



DR. JÖRN QUITZAU
WÄHRUNGSSTRATEGIE, BERENBERG

Dr. Jörn Quitzau ist seit 2007 bei der Berenberg, wo er Leiter Wirtschaftstrends und zuständig für Währungsanalysen ist. Zuvor war er sechs Jahre bei Deutsche Bank Research in Frankfurt. Seit 2014 ist er Non-Resident Fellow am American Institute for Contemporary Studies (AICGS), Washington D.C.



BERGOS HAUSMEINUNG MATRIX

HAUSMEINUNG	--	-	0	+	++		--	-	0	+	++		--	-	0	+	++
AKTIEN	○	○	●	○	○	FESTVERZINSLICHE	○	●	○	○	○	ALTERNATIVE INVESTMENTS	○	○	○	●	○
NORDAMERIKA	○	○	○	●	○	DENOMINATION U.S.DOLLAR	○	●	○	○	○	ROHSTOFFE	○	○	●	○	○
NICHT-BASIS-KONSUMGÜTER	○	○	●	○	○	DURATION	○	●	○	○	○	ENERGIE	○	○	●	○	○
BASISKONSUMGÜTER	○	●	○	○	○	STAATSANLEIHEN	○	○	●	○	○	INDUSTRIEMETALLE	○	○	●	○	○
ENERGIE	○	○	●	○	○	NICHT-FINANZUNTERNEHMEN	○	○	●	○	○	EDELMETALLE	○	○	●	○	○
FINANZWERTE	○	○	○	●	○	FINANZUNTERNEHMEN	○	○	○	●	○	HEDGEFONDS STRATEGIEN	○	○	●	○	○
GESUNDHEIT	○	○	○	●	○	ERSTRANGIG, UNBESICHERT	○	○	●	○	○	LONG / SHORT	○	○	●	○	○
INDUSTRIE	○	○	●	○	○	NACHRANGIG	○	○	●	○	○	RELATIVE VALUE	○	○	○	●	○
IT	○	○	●	○	○	UNTERNEHMENSHOCHZINS	○	○	●	○	○	MACRO	○	○	●	○	○
MATERIALIEN	○	○	●	○	○	DENOMINATION EURO	○	●	○	○	○	EVENT DRIVEN	○	○	●	○	○
IMMOBILIEN	○	●	○	○	○	DURATION	●	○	○	○	○	WANDELOBLIGATIONEN	○	○	●	○	○
KOMMUNIKATIONSLEISTUNGEN	○	○	○	●	○	STAATSANLEIHEN	○	●	○	○	○	ALTERNATIVE CREDIT UND PRIVATE DEBT	○	○	○	●	○
VERSORGUNG	○	●	○	○	○	KERNLÄNDER	○	○	●	○	○	IMMOBILIEN	○	○	●	○	○
EUROPA	○	○	●	○	○	PERIPHERIE	○	○	○	●	○						
NICHT-BASIS-KONSUMGÜTER	○	○	○	●	○	NICHT-FINANZUNTERNEHMEN	○	○	●	○	○						
BASISKONSUMGÜTER	○	○	●	○	○	FINANZUNTERNEHMEN	○	○	○	●	○						
ENERGIE	○	○	●	○	○	ERSTRANGIG, UNBESICHERT	○	○	●	○	○						
FINANZWERTE	○	○	●	○	○	NACHRANGIG	○	○	●	○	○						
GESUNDHEIT	○	○	●	○	○	UNTERNEHMENSHOCHZINS	○	○	●	○	○						
INDUSTRIE	○	○	○	●	○	SCHWELLENLÄNDER	○	○	○	●	○						
IT	○	○	●	○	○												
MATERIALIEN	○	○	○	●	○												
IMMOBILIEN	○	●	○	○	○												
KOMMUNIKATIONSLEISTUNGEN	○	●	○	○	○												
VERSORGUNG	○	●	○	○	○												
JAPAN	○	○	○	●	○												
SCHWELLENLÄNDER	○	●	○	○	○												

