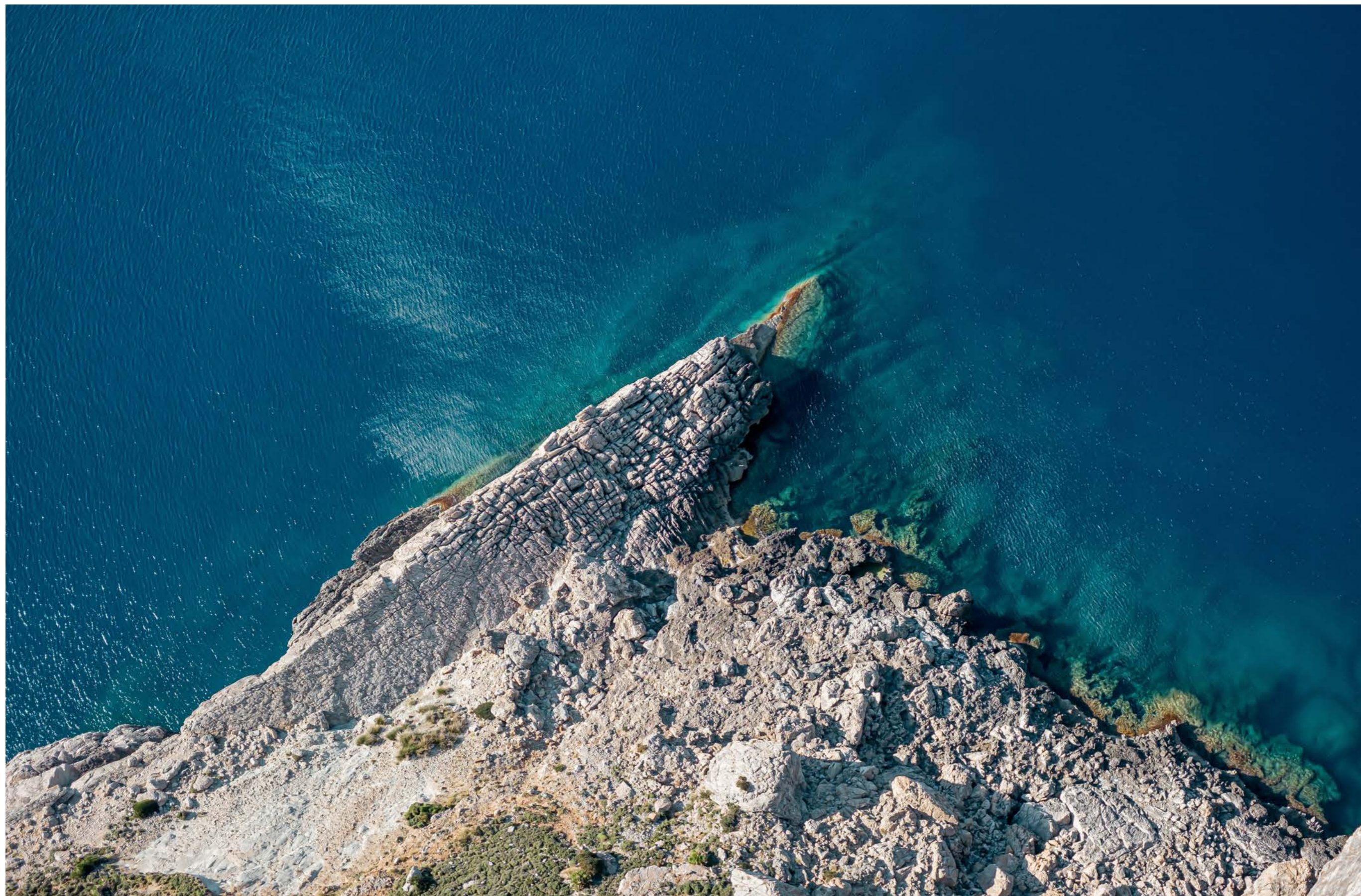




Reflexionen

Q3 2023







I N H A L T

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

10

VORWORT

MAXIMILIAN HEFELE

14

KOMPASS

TILL C. BUDELMANN

16

WIRTSCHAFT

DR. HOLGER SCHMIEDING

20

AKTIEN

FREDERIK CARSTENSEN

26

ANLEIHEN

CHRISTOPH JUNG

32

ALTERNATIVE INVESTMENTS

SOUMAILA TÉKÉTÉ

38

WÄHRUNGEN

DR. JÖRN QUITZAU

DIE AUTOREN

MAXIMILIAN HEFELE

CFA - STELLVERTRETENDER
CHIEF INVESTMENT OFFICER

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



TILL C. 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.



DR. HOLGER SCHMIEDING

CHEFVOLKSWIRT, BERENBERG

Dr. Holger Schmieding ist seit 2010 Chefvolkswirt von Berenberg Hamburg und einer der bekanntesten deutschen Bank-Ökonomen. Mehrfach wurde er für seine Vorhersagen und Analysen ausgezeichnet. 2016 ernannte ihn die «Süddeutsche Zeitung» zum Prognostiker des Jahres, 2015 wurde er zum dritten Mal in Folge von mehr als 16.000 internationalen Finanzexperten bei den renommierten EY 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.



FREDERIK CARSTENSEN

AKTIENSTRATEGE

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.



CHRISTOPH JUNG

CIIA, FRM ANLEIHENSTRATEGE

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.



SOUMAILA TÉKÉTÉ

CAIA, CIIA STRATEGE
ALTERNATIVE INVESTMENTS

Soumaila Tékété kam 2016 als Cross-Asset-Strategist 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.



DR. JÖRN QUITZAU

WÄHRUNGSSTRATEGE, BERENBERG

Dr. Jörn Quitzau arbeitet seit 2007 bei der Berenberg. Er leitet die Wirtschaftstrends und ist zuständig für Währungsanalysen. 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.





EXECUTIVE SUMMARY

ÜBER UNSERE SOMMERAUSGABE

Liebe Leserinnen,
Liebe Leser,

Zu Jahresbeginn war es Marktkonsens, dass die Wirtschaft der Vereinigten Staaten in eine Rezession schlittert, der US-Immobilienmarkt aufgrund der stark gestiegenen Hypothekenzinsen stark unter Druck gerät, die chinesische Wirtschaft von der Aufhebung der Covid-Lockdowns profitiert und wir bereits in der zweiten Jahreshälfte mit ersten Zinssenkungen der US-Notenbank rechnen dürfen.

Das vermutlich von Wilhelm Busch stammende Sprichwort «Erstens kommt es anders, und zweitens als man denkt» trifft die Entwicklung des ersten Halbjahres recht gut.

Die Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den USA hat deutlich abgenommen, der US-Immobilienmarkt erfreut sich hoher Wachstumsraten beim Verkauf neu gebauter Häuser, die Wirtschaft in China bleibt von politischen Unsicherheiten geprägt und auf erste Zinssenkungen in Amerika müssen wir uns anscheinend bis ins erste Quartal 2024 gedulden. Dazu kam die plötzliche Bankenkrise auf beiden Seiten des Atlantiks und die Misere des potenziellen Staatsbankrottes in den USA.

Gerade vor dem Hintergrund der voraussichtlich höher bleibenden Zinsen ist die fulminante

Entwicklung der namhaften US-Tech-Giganten bemerkenswert. Investoren, die sich aufgrund der letztjährigen Bewertungskorrektur aus dem Wachstumssegment haben drängen lassen, hatten es dieses Jahr schwer, positive Renditen zu erwirtschaften.

Getragen durch die Tech-Giganten hat sich der gesamte S&P 500 Index positiv entwickelt. Die Kursgewinne überstiegen hierbei die operativen Gewinnschätzungen, was zu einer nicht unerheblichen Bewertungsexpansion führte. Somit stellt unser Aktienchefstrategie Frederik Carstensen in dieser Ausgabe zurecht die Frage: «Sind die Aktienmärkte zu sorglos, was die künftigen Risiken angeht?»

Gemessen an den tiefen Kreditrisikoprämien bei Unternehmensanleihen ist auch dieses Marktsegment opulent bepreist. Dies gilt besonders für die Hochzinspapiere mit mittlerer bis schlechter Kreditqualität.

Deren emittierenden Unternehmen leiden in der Regel überdurchschnittlich unter höheren Zinsen und einem sich abschwächenden Wirtschaftsumfeld. Dieser Aspekt wird im Detail von unserem Chefstrategen für die Rentenmärkte, Christoph Jung, beleuchtet. In seinem Beitrag erfahren Sie auch, wie wir aktuell die weitere Entwicklung der Inflation einschätzen, und leiten hieraus unser Hauptszenario für die Geldpolitik in den Vereinigten Staaten und in Europa ab.

Die Ausgangslage für das nächste Quartal ist wieder neu. Risiken müssen genau evaluiert und in den Kontext der Kapitalmarktbeurteilung gebracht werden. Fest steht bei aller gebotener Vorsicht, dass institutionelle Investoren noch immer konservativ an den Aktienmärkten positioniert sind und somit noch immer genügend Liquidität vorhanden ist, um den Markt zu stützen.

Ich wünsche Ihnen viel Spass beim Lesen!

MAXIMILIAN HEFELE CFA
STELLVERTRETENDER
CHIEF INVESTMENT OFFICER
UND LEITER DER
VERMÖGENSVERWALTUNG





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

Das weiterhin erhöhte Preisniveau untergräbt die reale Kaufkraft der Verbraucher und stellt eine Belastung für die globalen Wirtschaftsaussichten dar. Die Energiekrise in Europa scheint jedoch vorerst überwunden und die weltweiten Lieferkettenprobleme haben nachgelassen. Dafür sind aber Probleme im Bankensektor hinzugekommen, deren globale Eskalation wir aber zum jetzigen Zeitpunkt nicht annehmen. In Summe erwarten wir für die entwickelte Welt bis Ende des Jahres eine anhaltende Wachstumsschwäche, gefolgt von einer leichten Aufwärtstendenz ab Anfang 2024.

Wie erwartet hat die US-Notenbank auf ihrer Juni-Sitzung beschlossen, das Zielband für den Leitzins konstant bei 5 % bis 5,25 % zu halten. Es gab aber eine signifikante Verschiebung der sog. «Dot Plots» nach oben, wobei der Median von 5,1 % auf 5,6 % anstieg. Hauptgründe dafür sind die hartnäckige Inflation, der robuste Arbeitsmarkt und das solide wirtschaftliche Umfeld. Wir gehen weiterhin von einer weiteren Anhebung von 25 Basispunkte im Juli aus. Die EZB hat den Leitzins auf ihrer letzten Sitzung wie erwartet auf 3,5% erhöht und erklärt, dass die Kerninflation hartnäckiger sei als sie zuvor angenommen hatte. Mit Bezug auf den zunehmenden Lohndruck signalisierte die EZB, dass sie den Einlagensatz mit ziemlicher Sicherheit weiter anheben wird. Wir gehen nach wie vor davon aus, dass der Wert nach der EZB-Entscheidung im Juli um 25 Basispunkte höher liegen wird.

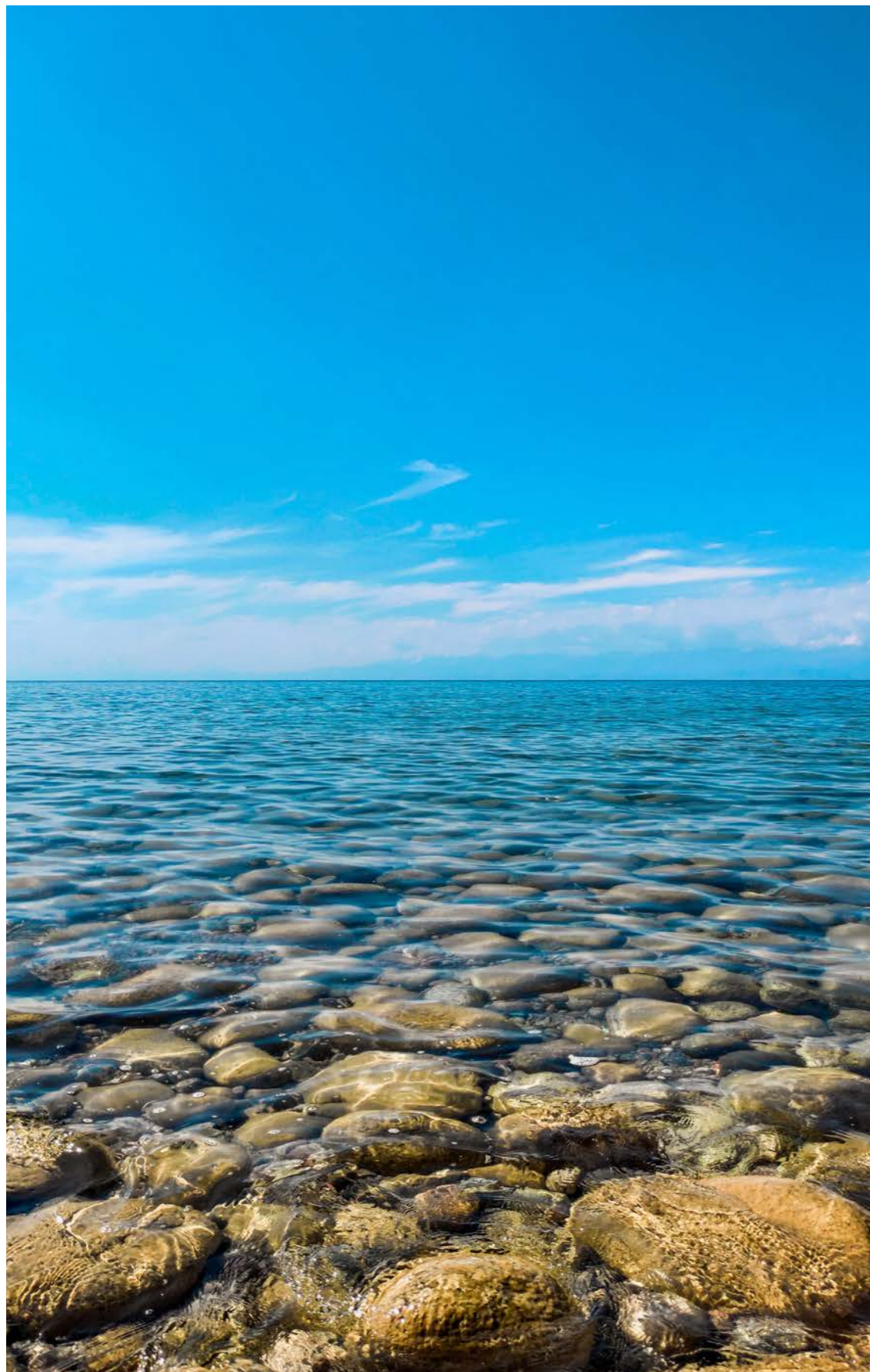
Geopolitisch besorgt uns weiterhin der anhaltende russische Krieg gegen die Ukraine, zuletzt ergänzt um innerrussische Probleme. Unsere Grundannahme bleibt, dass Russland davor zurückschrecken wird, ein NATO-Mitgliedsland direkt anzugreifen und damit den Bündnisfall auszulösen. Darüber hinaus gilt es, die Spannungen zwischen China und Taiwan im Auge zu behalten, ebenso wie die innenpolitischen Themen Chinas. In den USA richtet sich nach der erwarteten Lösung des Streits um die Schuldenobergrenze der Blick auf die Vorwehen zu den Präsidentschaftswahlen im kommenden Jahr. Grundsätzlich finden in den G7-Ländern in 2023 keine (regulären) Wahlen auf höchster Ebene statt.

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 2 : +3.5 % 2 0 2 3 : +0.5 % 2 0 2 4 : +1.0-1.5 %
D E U T S C H L A N D	2 0 2 2 : +1.9 % 2 0 2 3 : -0.2 % 2 0 2 4 : +1.0-1.5 %
S C H W E I Z	2 0 2 2 : +2.1 % 2 0 2 3 : +0.5 % 2 0 2 4 : +1.0-2.0 %
G R O S S - B R I T A N N I E N	2 0 2 2 : +4.1 % 2 0 2 3 : +0.2 % 2 0 2 4 : +1.0-1.5 %
V E R E I N I G T E S T A A T E N	2 0 2 2 : +2.1 % 2 0 2 3 : +1.3 % 2 0 2 4 : +0.5-1.0 %
C H I N A	2 0 2 2 : +3.0 % 2 0 2 3 : +5.3 % 2 0 2 4 : +3.5-4.5 %
J A P A N	2 0 2 2 : +1.0 % 2 0 2 3 : +1.2 % 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 2 : 8.4 % 2 0 2 3 : 5.0-5.5 % 2 0 2 4 : 2.0-3.0 %
V E R E I N I G T E S T A A T E N	2 0 2 2 : 8.0 % 2 0 2 3 : 3.5-4.5 % 2 0 2 4 : 2.0-3.0 %



W I R T S C H A F T

REFLEXIONEN: EIN DURCHWACHSENER AUSBLICK

VON DR. HOLGER SCHMIEDING

Anders als China haben die USA und Europa das erste Halbjahr 2023 besser überstanden als erwartet. In den USA griffen die Verbraucher auf die Zusatzerparnisse zurück, die sie während der Pandemie gebildet hatten. Damit haben sie die Kosten höherer Zinsen und den Schock der hohen Inflation abgedeutert, der die Kaufkraft ihrer Einkommen schmälert. Europa hat den Winter (fast) ohne russisches Gas so gut überstanden, dass die Gaspreise am Markt erheblich nachgegeben haben. Dazu haben echte Einsparungen wesentlich mehr beigetragen als das milde Wetter. Da die Gasspeicher in der EU bereits am 24. Juni wieder zu 76 % gefüllt waren nach einem saisonalen Tiefpunkt von 55 % Ende März, zeichnet sich auch für die Heizperiode

im nächsten Winter kein ernstes Risiko eines Gasmangels ab. In China haben die Verbraucher seit Jahresbeginn zwar wieder mehr Geld ausgegeben, nachdem das Land die Herdenimmunität auf die harte Art erreicht hatte. Aber der Wohnungsmarkt und die Investitionen der Privatunternehmen schwächeln weiter. Anders als zunächst erwartet, kommen aus China derzeit keine spürbaren Impulse für die Weltkonjunktur.

Abschwung in den USA

Als Folge der späten, aber umso energischeren Zinswende der Fed verliert die US-Konjunktur langsam an Schwung. In der zweiten Jahreshälfte 2023 werden die USA vermutlich

in eine milde Rezession oder zumindest eine Stagnation fallen – bei etwas rückläufigem Konsum und weniger Investitionen der Unternehmen. Im verarbeitenden Gewerbe geht die Produktion bereits zurück. Für das Wahljahr 2024 zeichnet sich dann ein erneuter Aufschwung ab, gestützt auf einen Anstieg der realverfügbaren Einkommen bei nachlassender Inflation sowie auf ein Plus im Wohnungsbau nach dem Ende der derzeitigen zinsbedingten Korrektur. Erste Zinssenkungen der US-Fed ab Anfang 2024 dürften die konjunkturellen Aufwärtskräfte stärken. Wir rechnen damit, dass die US-Wirtschaft im Frühjahr 2024 wieder eine annualisierte Wachstumsrate von 2 % erreichen kann.

Durchwachsener Ausblick für Europa

Zwei sehr unterschiedliche Kräfte prägen den Ausblick für die europäische Konjunktur für das zweite Halbjahr. Einerseits hat der Kontinent den Putin-Schock gut überstanden. Bei rückläufiger Inflation, einem stabilen Arbeitsmarkt und höheren Lohnzuwächsen können die Einkommen der Verbraucher ab dem Sommer wieder stärker steigen als die Preise. Da die Verbraucher dann real – also nach Abzug der Inflation – wieder mehr Geld in der Tasche haben, kann der private Konsum nach einem Rückgang im Winterhalbjahr wieder anspringen. Andererseits bläst dem verarbeitenden Gewerbe derzeit der Wind ins Gesicht. Dies hat drei Gründe. Erstens bauen viele Unternehmen rund um die Welt ihre Lagerbestände ab, die sie im vergangenen Jahr angesichts grosser Sorgen um die Stabilität von Lieferketten aufgebaut hatten. Zweitens zeigt sich die nachlassende Konjunktur in den USA vor allem im Bereich der Güter, während die Nachfrage nach Dienstleistungen robuster bleibt. Auch in Europa deuten die Einkaufsmanagerindizes und andere Umfragen auf eine starke Kluft zwischen

Dienstleistungen und dem verarbeitenden Gewerbe hin. Das liegt unter anderem daran, dass die Verbraucher in den Jahren der Pandemie mehr auf Dienstleistungen als auf Güter verzichten mussten und entsprechend bei Reisen, Restaurantbesuchen und anderen Dienstleistungen einen grösseren Nachholbedarf haben. Drittens bleibt der erhoffte zeitweilige Rückenwind aus China aus. Dort ist nach dem Ende der Pandemie zwar die Nachfrage der privaten Verbraucher angesprungen, aber nicht die Investitionstätigkeit. Gerade für Kerneuropa, das traditionell viele Maschinen exportiert, schlägt dies negativ zu Buche.

Bei Rückenwind vom privaten Verbrauch, aber Gegenwind aus dem Ausland wird die Wirtschaftsleistung der Eurozone in den kommenden Quartalen höchstens minimal zulegen. Erst im Frühjahr 2024 könnte dann mit der Rückkehr der US-Wirtschaft zu kräftigem Wachstum auch die Konjunktur in Europa wieder an die Dynamik der Zeit vor dem Beginn des russischen Angriffs auf die Ukraine anknüpfen. Nach einem verhaltenen Zuwachs der Wirtschaftsleistung im Jahr 2023 erwarten wir ein Wachstum von 1,1 % für 2024 und 1,8 % für 2025. Für Grossbritannien rechnen wir mit einem ähnlichen Verlauf wie für die Eurozone. Die Schweiz könnte dank ihres besseren Energiemixes in 2023 und 2024 erneut jeweils etwas besser abschneiden als die Eurozone.

Die Inflation geht weiter zurück

Auf beiden Seiten des Atlantiks hat der Preisdruck seinen Höhepunkt überschritten. Da in den USA auch der Arbeitsmarkt allmählich an Schwung verliert, nimmt auch der Lohndruck dort langsam ab. Dagegen werden die Löhne in der Eurozone im Jahr 2023 wohl um mindestens 5 % steigen,

bevor der Lohndruck dann bei abnehmender Inflation im Laufe des Jahres 2024 wieder auf etwa 4 % zurückgehen dürfte.

In den USA und Europa werden die Inflationsraten im zweiten Halbjahr 2023 weiter sinken. In Europa fällt der Anstieg der Energie- und Nahrungsmittelpreise des Jahres 2022 schrittweise aus dem Vorjahresvergleich heraus. Da die Lieferkettenprobleme sich entspannt haben und auch die Transportkosten gesunken sind, wird bei schwächender Nachfrage nach Gütern der Preisdruck in diesem Bereich erheblich nachlassen. Allerdings werden die höheren Lohnzuwächse die Preise bei lohnintensiven Dienstleistungen weiter in die Höhe treiben, sodass die Inflationsraten in Europa sich ab Mitte 2024 wohl bei etwa 2,5 % einpendeln werden statt bei den etwa 1,5 % in den Jahren vor der Pandemie.

Zentralbanken – Zinsgipfel in Sicht

Damit die Inflation sich nicht verfestigt, treten die Fed und die EZB auf die Zinsbremse. In den USA dürfte die Zentralbank den Leitzins noch einmal um 25 Basispunkte erhöhen, vermutlich im Juli. Sobald die konjunkturelle Schwächephase den Inflationsdruck hinreichend gedämpft hat, wird die Fed dann die Zinsen wieder etwas senken, voraussichtlich beginnend in der ersten Hälfte 2024. Die EZB hat bereits angekündigt, dass sie ihren Einlagensatz im Juli nochmals auf dann 3,75 % anheben möchte. Ein abschliessender Zinsschritt auf 4% im September ist möglich aber unsicher. Anders als die US-Fed wird die EZB aber im kommenden Jahr bei einer Kernrate der Inflation, die über 2% verharren wird, kaum senken. Ebenso wie die Fed, die EZB und die Bank of England dürfte auch die Schweizer Notenbank ihren Zinsgipfel noch nicht ganz erreicht haben.



A K T I E N

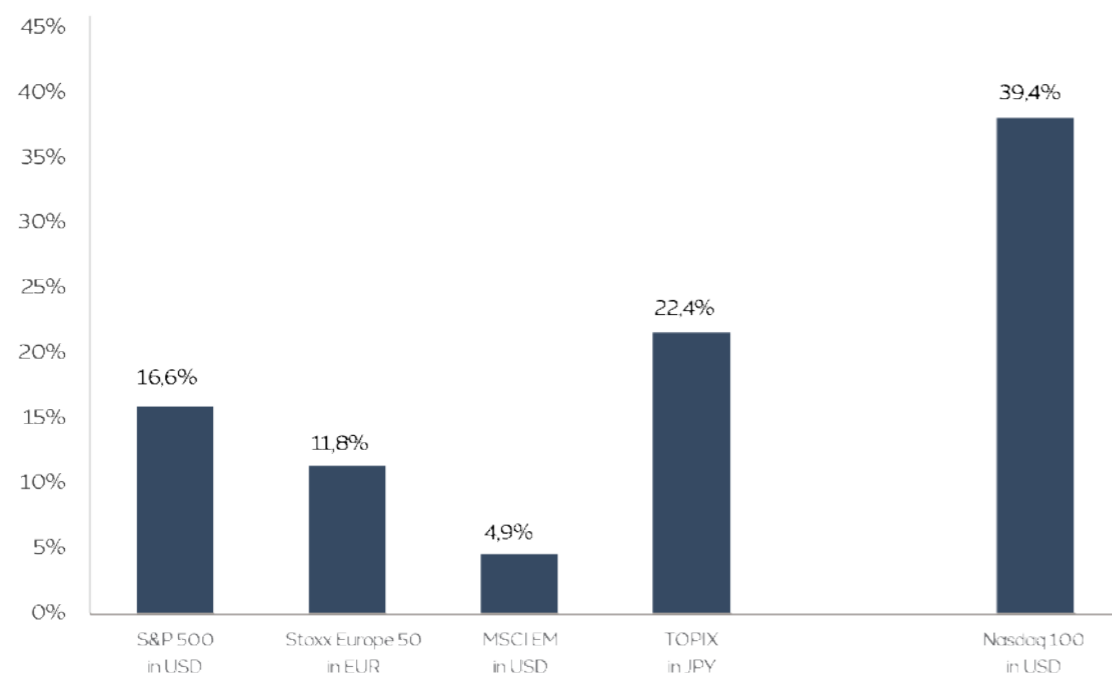
SIND DIE AKTIENMÄRKTE ZU SORGLOS, WAS DIE KÜNFTIGEN RISIKEN ANGEHT?

VON FREDERIK CARSTENSEN

Die Marktmeinungen ändern sich schnell. Zu Jahresbeginn sorgten sich die Anleger noch über Kreditausfälle und eine weitreichende US-Bankenkrise. Im zweiten Quartal stand das Risiko eines Zahlungsausfalls der USA im Mittelpunkt. Heute nehmen Anleger die Aussicht auf weitere Zinserhöhungen mit einem Achselzucken hin und freuen sich zunehmend über einen KI-getriebenen Technologieboom. In den USA und Europa notieren die Aktienmärkte seit Jahresbeginn zweistellig im Plus. US-Aktien sind technisch eingetreten, nachdem sie seit ihren

Tiefstständen im letzten Jahr um über 20% gestiegen sind. Japanische Aktien entwickeln sich in diesem Jahr besonders erfreulich.

Die bessere Stimmung ist nicht ungerechtfertigt. Die grossen Unternehmen haben sich in einem schwierigen Umfeld gut entwickelt. Trotz des verlangsamten Wachstums und der anhaltend hohen Inflation werden sie für 2023 Gewinne in der Grössenordnung des Vorjahres ausweisen, da sie die Kostensteigerungen an die Kunden weitergeben können. Die Inflation in der westlichen Welt kühlt sich ab, und obwohl sich das Wachstum wahrscheinlich weiter



Entwicklung der internationalen Aktienmärkte 2023

Quelle: Bloomberg, Bergos, Daten per 30.06.23 und inkl. Dividenden

verlangsamen wird, erweist sich insbesondere die US-Wirtschaft als viel widerstandsfähiger als erwartet.

KI-Euphorie treibt die Aktienmärkte

Die Entwicklung der Märkte ist jedoch nicht so breit diversifiziert, wie es auf den ersten Blick erscheinen mag. In den USA wurde die Rallye von grossen Technologieunternehmen angetrieben, die von der KI-Euphorie profitieren werden. Die von uns bevorzugten hochkapitalisierten Wachstumstitel konnten überproportional zulegen. Seit Jahresanfang ist der Nasdaq 100 nun knapp 40 % im Plus. US Small Caps sowie der gleichgewichtete S&P 500 haben seit Jahresanfang hingegen kaum zugelegt. In Europa sind es die Luxusgüterhersteller, die die Renditen in die Höhe treiben. Im Moment drängen die Anleger in die wenigen Bereiche, in denen

sie ein gewisses Wachstum erwarten können, anstatt auf die allgemeine wirtschaftliche Stärke zu setzen. Allen voran die Sektoren Technologie, Kommunikation und Nicht-Basiskonsumgüter. Damit zeigt sich das umgekehrte Bild zu 2022. Gewinner des letzten Jahres wie z.B. der Energiesektor hinken teilweise deutlich hinterher.

Kurzfristige Herausforderungen

Wirtschaftliche, politische und geopolitische Faktoren könnten kurzfristig für Turbulenzen sorgen. Die grösste Ungewissheit bleibt die Entwicklung der Inflation und der Zinssätze. In den USA ist die Kerninflation nach wie vor zu hoch, in Grossbritannien bleibt sie vorerst besonders hartnäckig. Eine Erklärung für den anhaltenden Preisanstieg ist die Stärke der Arbeitsmärkte. Die US-Notenbank hatte Anfang des Jahres angedeutet, dass die

US-Zinsen ihren Höhepunkt erreicht haben könnten. Es ist nun wahrscheinlicher, dass sie zumindest eine weitere Zinserhöhung vornehmen wird. Je höher die Zinssätze steigen und je länger sie hoch bleiben, desto wahrscheinlicher ist es, dass wir schliesslich eine deutliche Verlangsamung der Wirtschaftsleistung sehen werden. Höhere Zinssätze erhöhen auch das Risiko einer weiteren Liquiditätskrise nach der Bankenkrise, die wir Anfang des Jahres erlebt haben.

Aufgrund der positiven Aktienmarktentwicklung und mit Blick auf die verbesserte Anlegerstimmung sowie die weniger attraktiven Bewertungen erscheint das weitere Aufwärtspotenzial für Aktien vorerst begrenzt zu sein. So notiert das Yield Gap (Gewinnrendite von Aktien minus Gewinnrendite von Anleihen) inzwischen unter seinem langfristigen Durchschnitt. Der Volatilitätsindex (VIX), der aktuell auf Post-Covid-Tiefständen notiert, deutet auf eine gewisse Sorglosigkeit der Marktteilnehmer hin und erhöht die Wahrscheinlichkeit einer, für die Märkte durchaus gesunden, Gegenbewegung. Schliesslich hat der S&P 500 seit Anfang März keinen Rücksetzer grösser 3 % gesehen.

Fed-Richtungswechsel im zweiten Halbjahr?

Dennoch besteht bei einem Fed-Pivot im zweiten Halbjahr bei gleichzeitig weicher Landung der Wirtschaft Hoffnung auf eine Fortsetzung der positiven Entwicklung an den Aktienmärkten. Wenn die Anleger mittelfristig auf einen breiteren wirtschaftlichen Aufschwung setzen, könnten andere Teile des Marktes aufholen. Immerhin haben die Unternehmen in einem schwierigen Umfeld solide Ergebnisse erzielt, was darauf

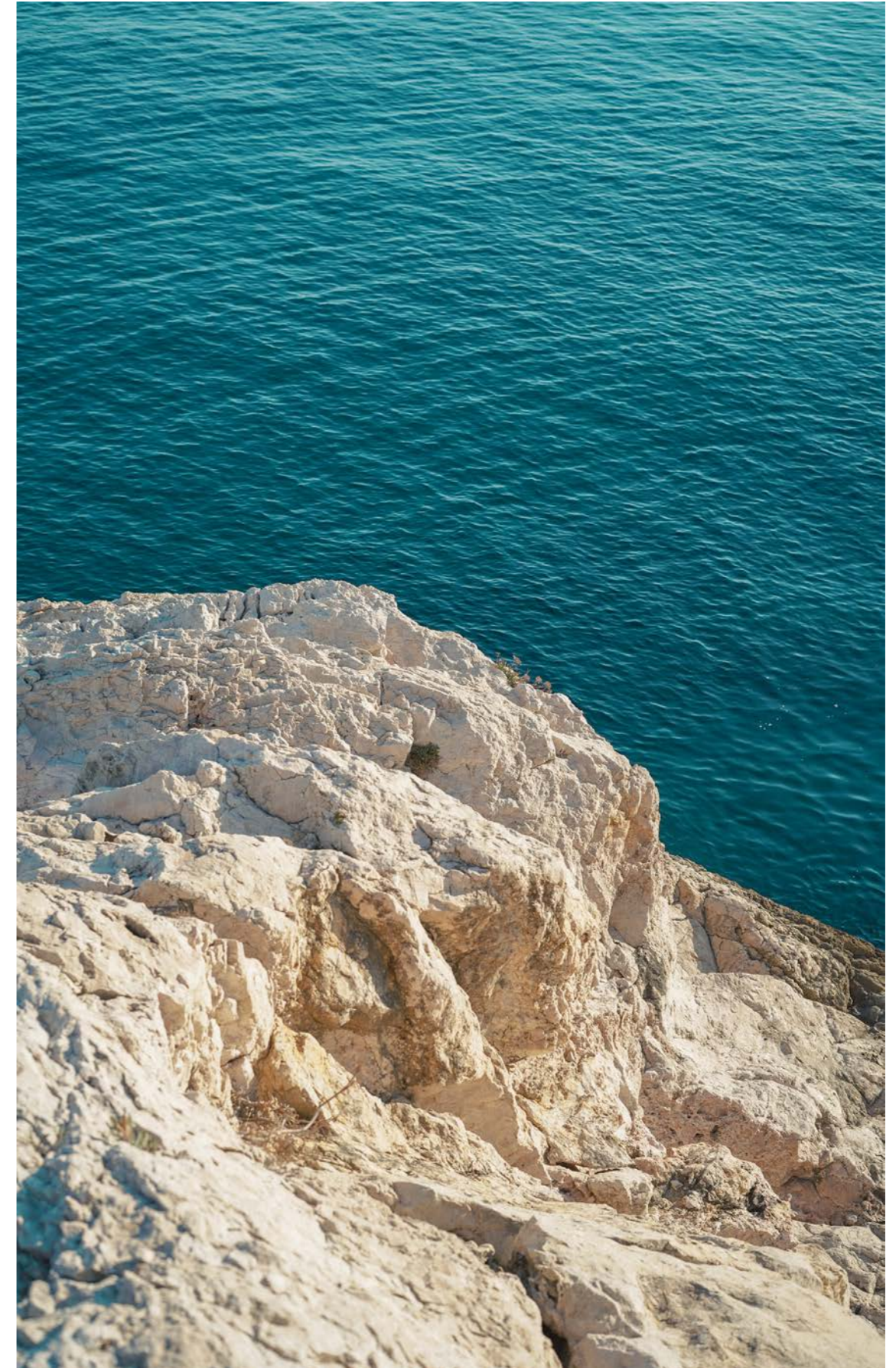
hindeutet, dass sie längerfristig gut aufgestellt sind. In Summe erwarten wir für die entwickelte Welt ab Anfang 2024 eine leichte Aufwärtstendenz beim Wirtschaftswachstum und damit verbunden auch wieder steigende Unternehmensgewinne. Betrachtet man die Positionierung, dann sind Anleger im Vergleich zur Historie noch immer unterinvestiert in Aktien. Sollte der VIX auf den aktuellen Niveaus verharren, dürften vor allem systematische Anlagestrategien ihre Risikopositionen weiter aufbauen.

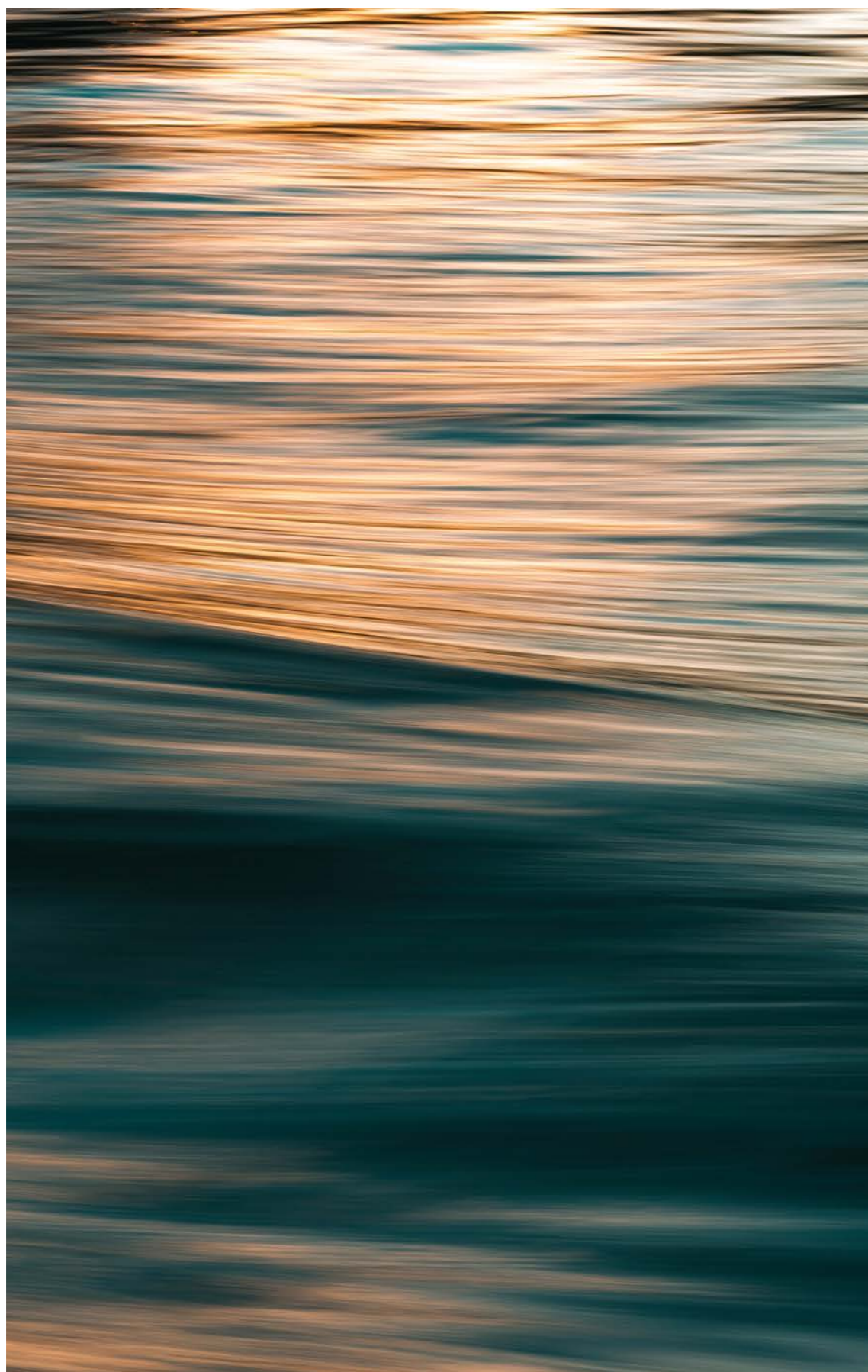
USA, Japan, Wachstumstitel

Zum aktuellen Zeitpunkt halten wir an unserer neutralen Gesamtquote fest. Aufgrund der kurzfristigen Herausforderungen kann es aber durchaus sinnvoll erscheinen, aufgelaufene Gewinne auf die Soll-Gewichtung zurückzuführen. Regional sehen wir weiterhin grössere Chancen in den USA. Dort ist das Zinsniveau höher und die voraussichtliche Zinsentwicklung vorteilhafter. Auch im zweiten Halbjahr dürften sich weitere Chancen für Wachstumsunternehmen (Quality Growth) ergeben und davon dürfte insbesondere der US-Aktienmarkt mit seinem strukturellen Growth-Bias profitieren. Auch an unserem Übergewicht in Japan halten wir fest. Das Land punktet mit einer verhältnismässig niedrigen Inflation und einer weiterhin vergleichsweise expansiven Notenbankpolitik. Auch dank ausländischer Zuflüsse und einer attraktiven Bewertung haben japanische Aktien jüngst den höchsten Stand seit 1990 erreicht. Unsere Vorsicht gegenüber China (kompensiert durch ein Übergewicht in Japan) hat sich im gesamten letzten Jahr und vor allem auch in den letzten Monaten ausgezahlt.

Hinsichtlich China fällt es nach wie vor schwer, über die (geo-)politischen Probleme hinweg-

zuschauen, und die US-Wahl im kommenden Jahr dürfte für zusätzliche Herausforderungen sorgen. Harte Worte gegenüber China waren in den letzten beiden US-Wahlkämpfen stets ein Thema. Seitdem hat sich das Misstrauen zwischen den USA und China in der öffentlichen Wahrnehmung noch weiter verstärkt. Es besteht ein gewisses Risiko, dass es in den nächsten 12 Monaten durchaus zu einer Zuspitzung der nun schon lange anhaltenden Spannungen kommen könnte, was die Gewinne und das Wachstum weiter beeinträchtigen könnte. Auch der Aufschwung in China nach der Covid-Krise erweist sich als wenig überzeugend. Die Aktienindizes des Landes sind von ihren Anfang des Jahres verzeichneten Höchstständen gefallen. Der Aufschwung in China konnte nie an die Entwicklung in den USA und Europa heranreichen, da die Haushalte nicht das gleiche Mass an überschüssigen Ersparnissen angehäuft haben. Wir bleiben daher vorsichtig.





A N L E I H E N

DER KAMPF GEGEN DIE INFLATION IST NOCH NICHT BEENDET

VON CHRISTOPH JUNG

Die amerikanische Federal Reserve (Fed), die Europäische Zentralbank (EZB), die Bank of England (BoE) und viele weitere Zentralbanken der westlichen Welt stehen immer noch vor den gleichen Problemen: Die Preise entwickeln sich noch nicht so, wie man es gerne hätte. Zwar hat sich die Gesamtinflation in den USA und in Europa abgeschwächt, jedoch liegt die Kerninflation ohne die stark schwankenden Energie- und Lebensmittelpreise in beiden Regionen seit mehreren Monaten immer noch klar über 5 %. Dies ist deutlich höher als das gewünschte Inflationsziel der Zentralbanken von 2 %.

In Europa, aber auch in den USA zeigt sich der Dienstleistungssektor äusserst robust und als wichtiger Treiber des Wirtschaftswachstums. Ebenso sind diese Humankapital-intensiven Unternehmen zumindest teilweise für die Persistenz der Inflation verantwortlich. Aufgrund von Zweitrundeneffekten und Preisanpassungen unter anderem getrieben durch Lohnerhöhungen, dauert es länger als vorerst gedacht, bis sich die Inflation abschwächt. Unter Hinweis auf die Auswirkungen des zunehmenden Lohndrucks auf die Kerninflation hat die EZB erst kürzlich klar signalisiert, dass sie mit ziemlicher



Fed Dot Plots

Quelle: Bloomberg, Darstellung von Bergos AG

Sicherheit über die letzte Anhebung des Einlagesatzes um 25 Basispunkte auf 3,5 % im Juni hinausgehen wird, wenn – und dies wird immer vorausgesetzt – sich die Grundaussichten nicht wesentlich ändern. In den USA gab es im letzten Offenmarktausschuss der US-Notenbank Mitte Juni eine Tendenz in der Rhetorik, die den Falken zuzuschreiben ist. Bei den Einschätzungen der Offenmarktausschuss-Mitglieder hinsichtlich des angemessenen Leitzinses zum Jahresende 2023 gab es eine deutliche Verschiebung nach oben. Aus dem aktualisierten Punktdiagramm der Fed geht hervor, wie man auf der Abbildung 1 erkennen kann, dass nun der Medianwert für 2023 auf

5,6 % von 5,1 % angestiegen ist. Der Grossteil des Gremiums ist der Meinung, dass die Gefahr eines anhaltenden Inflationsdrucks durchaus besteht. Der Höhepunkt des Zinszyklus scheint sich doch noch ein wenig hinauszuzögern und noch nicht erreicht zu sein.

Höher für länger – aber für wie lange?

Wie wir aus der Geschichte wissen, führte in der Vergangenheit eine derartige Anhebung der Zinssätze durch die Zentralbanken zur Bekämpfung der Inflation fast immer zu einer Rezession. Der Euroraum ist bereits in eine technische Rezession geraten, was auf

Abwärtskorrekturen der BIP-Wachstumsraten für das vierte Quartal 2022 und das erste Quartal 2023 auf jeweils -0,1 % zurückzuführen ist. Für den Markt war dies aber mehr oder weniger ein Non-Event. Ein «Double Dip», also eine zweite Rezession in Europa, ausgelöst durch eine restriktivere Geldpolitik zur Eindämmung der Inflation, ist nicht unwahrscheinlich. In den USA scheint der Konsens aktuell an eine sanfte Landung zu glauben, also einen eher oberflächlichen Abschwung, da sich die US-Wirtschaft in der ersten Hälfte des Jahres 2023 als widerstandsfähig erwiesen hat. Erste Volkswirte revidieren bereits ihre Prognosen für das reale BIP-Wachstum nach oben und glauben nicht mehr an eine Rezession, sondern an eine vorübergehende Stagnation. Fakt ist, dass sich einige Wirtschaftsindikatoren für die USA wie auch für Europa verschlechtern. Historisch gesehen befindet sich die Verknappung der Kreditvergabe bereits auf Rezessionsniveau, was die Ergebnisse im Rahmen des «Senior Loan Officer Opinion Survey» der US-Notenbank und der EZB-Umfrage zur Kreditvergabe der Banken zeigen. Frühlaufindikatoren wie insbesondere der Einkaufsmanagerindex des verarbeitenden Gewerbes deuten ebenfalls seit einigen Monaten auf einen anhaltenden Rückgang hin. Und auch der Immobilienmarkt weist bereits regionale Risse auf und Wertberichtigungen müssen vorgenommen werden. Der Zinsanstieg trifft vor allem Länder in Nord- und Osteuropa wie z. B. Finnland, Litauen und Lettland mit einem hohen Anteil an variabel verzinsten Wohnbaukrediten schneller, wo über 90 % der Hypotheken variabel verzinst sind.

Die Kernfrage bleibt die gleiche: Wie lange werden die Zentralbanken angesichts der wirtschaftlichen Entwicklung mit Zinserhöhungen weitermachen? Und da lässt sich das aktuelle Dilemma gut erkennen. Tun

sie zu wenig, verlieren die Märkte ihr Vertrauen in die Währungshüter und die Langfristzinsen und die Inflationserwartungen könnten in die Höhe schnellen. Sind sie zu schnell, schlittert die Wirtschaft in eine tiefe Rezession, aus der wegen der massiven Verschuldung leicht eine neue Kreditkrise werden kann. Aktuell glauben die Märkte der Fed noch nicht so richtig und gehen nur von einer Zinserhöhung von 25 Basispunkte aus, wenn man den Fed Futures Glauben schenkt. Die «Forward Guidance» der EZB ist dabei beim Markt bereits eingepreist - sie sehen aktuell rund 4 % bis Ende Jahr.

Was heisst das für den Bondinvestor?

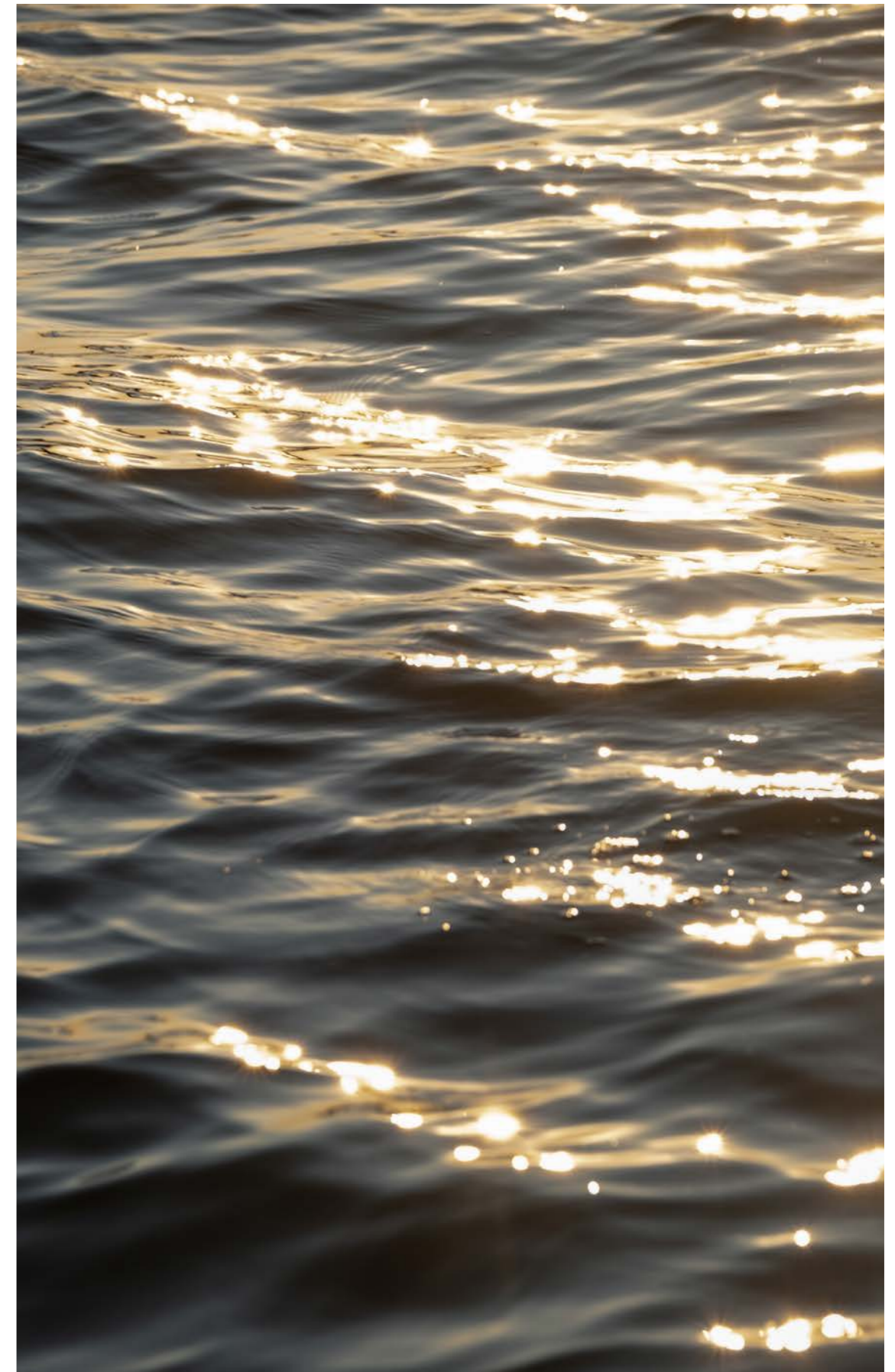
Wir glauben, das Tempo der geldpolitischen Straffung wird sich weiterhin verlangsamen. Zudem ist anzunehmen, dass wir uns bald bei den Leitzinsen dem Zyklus-Höchststand annähern werden. Entsprechend sind wir gegenüber der Zinsduration konstruktiver eingestellt, insbesondere in den USA, wo der Straffungszyklus weiter fortgeschritten ist. In der Eurozone sind wir bezüglich einer Verlängerung der Duration noch zurückhaltender und bleiben tendenziell kurz. Die EZB muss möglicherweise noch mehr tun angesichts der hohen Inflation, obwohl es fraglich ist, wie hoch sie die Zinssätze angesichts eines globalen Abschwungs anheben kann. Kurzfristig bleibt das vordere Ende der Renditekurve anfällig auf Aussagen und Reaktionen der Fed oder der EZB – insbesondere solange die Inflation noch über ihrem Ziel liegt.

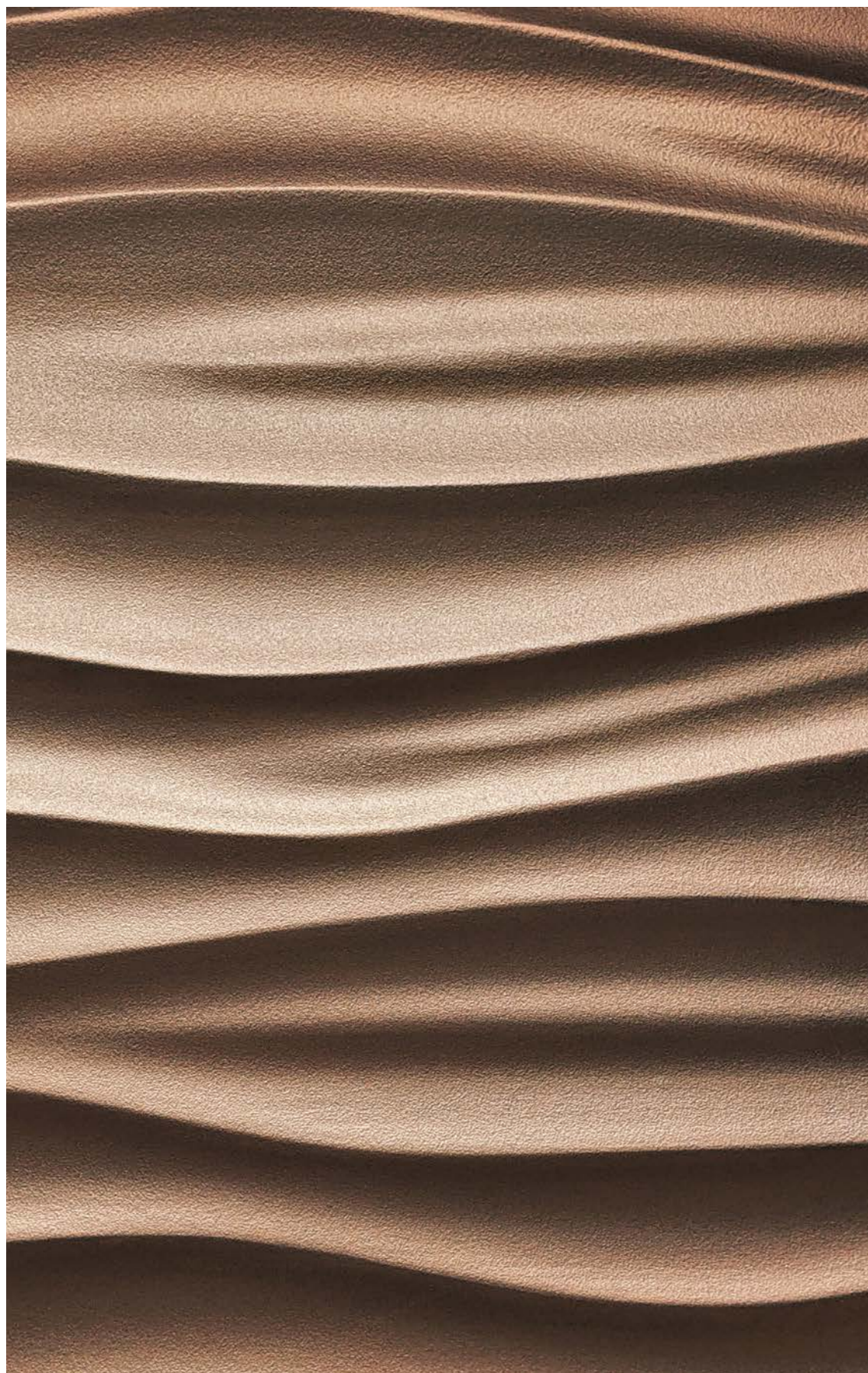
Abschwung noch nicht in den Kreditrisikoprämien eingepreist

Die Bewertung von Unternehmensanleihen anhand ihrer Kreditrisikoprämien nimmt noch keine Rezession vorweg. Die Unternehmensanleihen sind aber in

Anbetracht der Datenlage unseres Erachtens fair bewertet. Dies hat sicherlich auch damit zu tun, dass wir speziell bei europäische Unternehmen trotz der technischen Rezession tendenziell eine positive Entwicklung in der Kreditwürdigkeit feststellen. So haben die Agenturen Moodys und S&P vermehrt das Rating von Unternehmen im Euroraum hochgestuft. Wir glauben aber, dass insbesondere Unternehmen mit einer geringeren Bonität wegen der anziehenden Kreditkonditionen mit spürbar höheren Finanzierungskosten konfrontiert werden. Eine generelle Verlangsamung der wirtschaftlichen Entwicklung wirkt sich in der Historie stärker auf die Kreditrisikoprämien von Unternehmen mit geringer Bonität aus. Aus diesem Grund bevorzugen wir ein vorsichtiges und selektives vorgehen. In der Summe bevorzugen wir Schuldner mit solidem Investment Grade Rating und bleiben bei Hochzinsanleihen zurückhaltend. Insbesondere beim Hochzinssegment glauben wir, dass die gezahlten Kreditrisikoprämien gemessen an den kommenden Ausfallwahrscheinlichkeiten und relativ zu Investment-Grade-Anleihen zu tief angesiedelt sind. Die Spreads werden stärker unter Aufwärtsdruck geraten, wenn die Wahrscheinlichkeit einer Rezession steigt und ein Anstieg der Zahlungsausfälle befürchtet wird oder gar eintritt. Die Gesamterrenditen von soliden Unternehmensanleihen auf der anderen Seite bieten einen attraktiven Einstieg und haben auch einen Puffer, falls es zu einer erhöhten Volatilität auf den Bondmärkten kommen sollte. Besonders bei breit diversifizierten systemrelevanten Banken mit solider Kapitalausstattung sehen wir aus Bewertungssicht und in Anbetracht der relativen Renditemöglichkeiten speziell im EUR-Raum mehr Chancen als Gefahren.

Wir beobachten immer noch eine weitgehende Diskrepanz zwischen den Wachstumsaussichten von fortgeschrittenen und sich entwickelnden Volkswirtschaften. Nach internen Schätzungen und Angaben des Internationalen Währungsfonds werden die Wachstumswahlen für 2023 in den USA, der Eurozone und dem Vereinigten Königreich deutlich geringer ausfallen als für Indonesien, China oder Indien, wo Wachstumswahlen von über 5 % prognostiziert werden. Zudem sehen wir in Ländern wie Mexiko oder Brasilien eine positive Realverzinsung durch die ganze Zinsstrukturkurve, d. h. die nominelle Verzinsung ist höher als die Inflation – was tendenziell positiv zu werten ist. In Anbetracht der ansprechenden absoluten Renditen bei Schwellenländeranleihen von über 8 % in USD bleiben wir bei unserer konstruktiven Haltung.





ALTERNATIVE INVESTMENTS

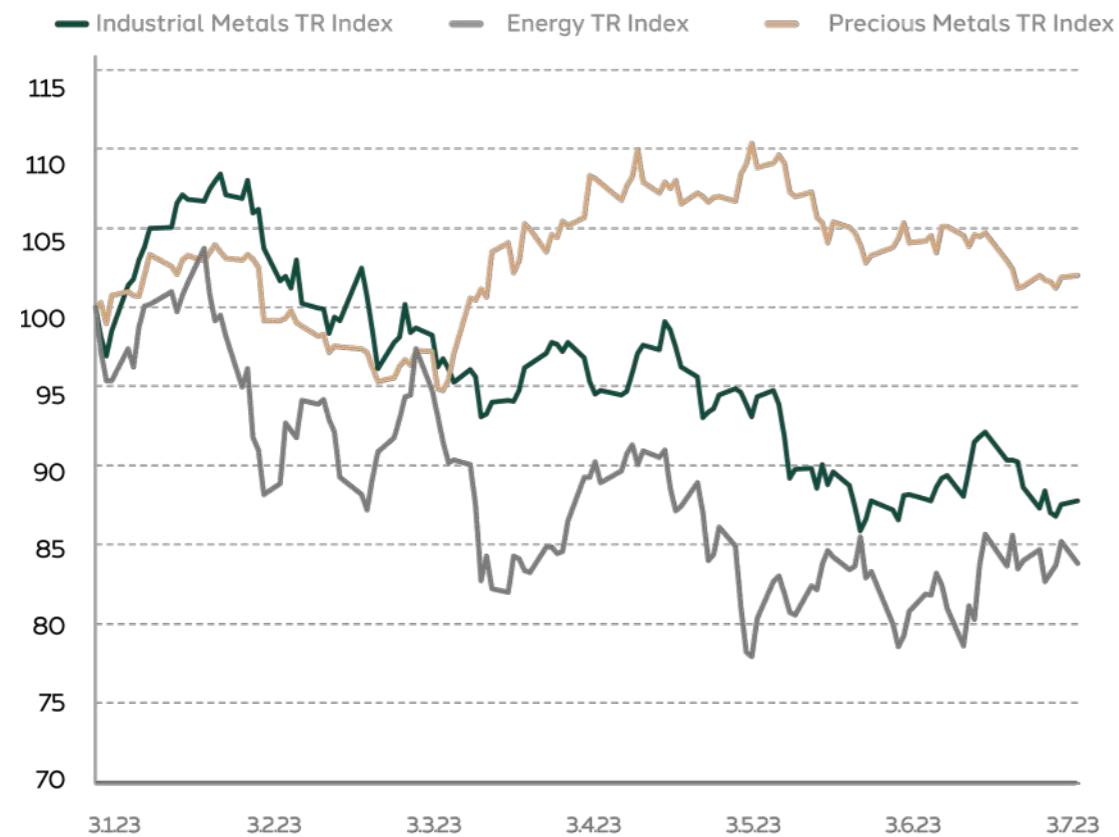
MIT STRUKTURELLEN THEMEN UND AKTIVEM MANAGEMENT DURCH UNSICHERE ZEITEN NAVIGIEREN
VON SOUMAILA TÉKÉTÉ

An den Rohstoffmärkten kann sich lediglich Gold dem Abgabedruck entziehen

Rohstoffe standen auch im ersten Halbjahr 2023 unter Abgabedruck und die Streuung der Wertentwicklung innerhalb der Anlageklasse bleibt sehr hoch. Während zyklische Werte wie Industriemetalle mit -15 % und v. a. auch Energie mit -20 % unter der nachlassenden Konjunkturdynamik litten, verzeichneten Edelmetalle im Schnitt sogar ein leichtes Plus von 3 %.

Insbesondere aus der Sicht des Goldpreises war das erste Halbjahr 2023 ein positives. Die Erwartungen hinsichtlich einer weniger restriktiven Geldpolitik der Fed und die anschließende kleine Bankenkrise in den USA und Europa trieben die Notierungen des Edelmetalls wieder in die Nähe der

Allzeithochs aus den beiden Vorjahren bei ca. 2,075 USD pro Feinunze. Die Tatsache, dass Zentralbanken inzwischen vermehrt als Käufer am Markt auftreten, half hier sicherlich. Inzwischen notiert der Goldpreis jedoch wieder bei ca. 1,900 USD. Die wirtschaftliche Leistung zeigt sich v.a. in den USA bislang recht robust und es bleibt fraglich, ob sich das Inflationsziel der Fed von 2 % in absehbarer Zeit und ohne einen wesentlichen Einbruch der Wirtschaftsleistung erreichen lässt. Entsprechend ist neben der künftigen Inflation auch der weitere Zins-Pfad mit Unsicherheiten versehen und der Markt beginnt teilweise die Möglichkeit eines höheren Endzinsniveaus einzupreisen. Der implizite Anstieg der Realzinsen drückte jüngst wieder auf die Gold-Notierungen. Unter dem Strich bleibt jedoch ein Plus von ca. 6 %.



Rohstoffe
Quelle: Darstellung von Bergos AG

Die strategische Bedeutung von Industriemetallen bleibt hoch – kurzfristig dominieren jedoch weiterhin die konjunkturellen Risiken

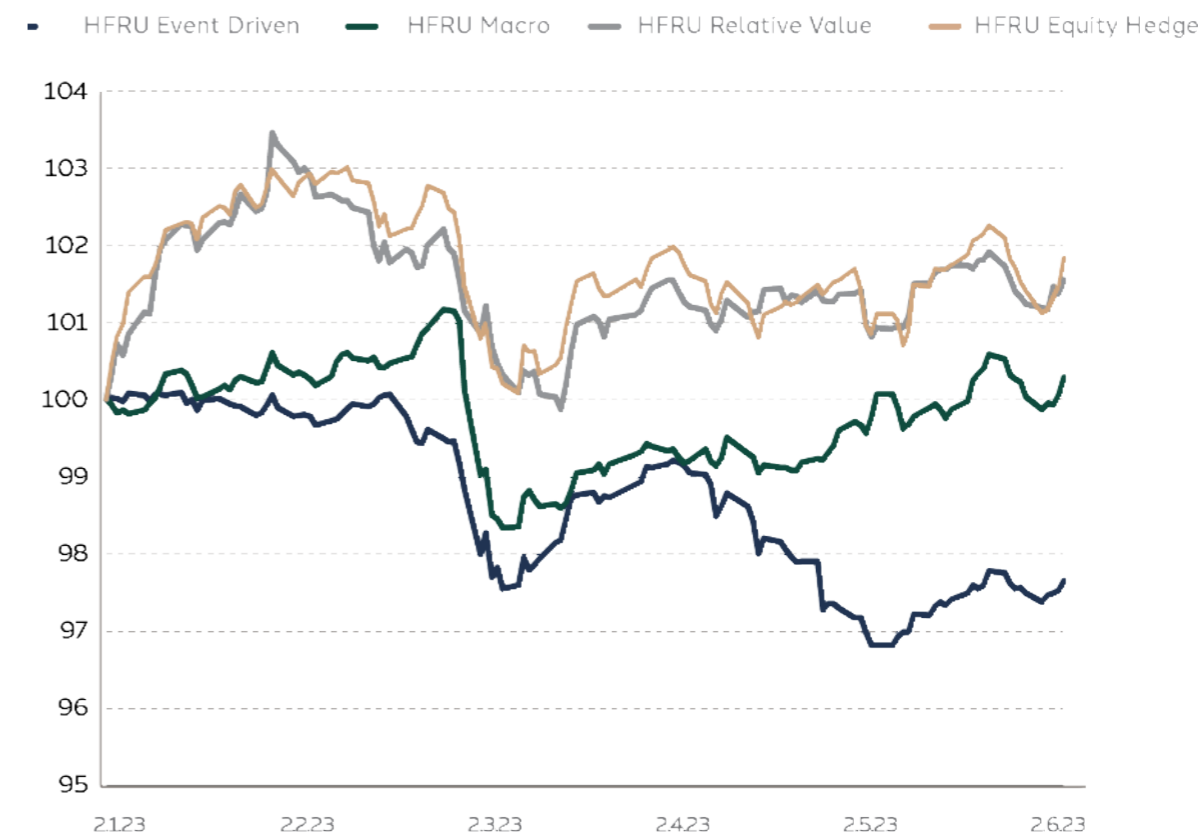
China hat zwar weiterhin mit einer anhaltenden Schwäche am Häusermarkt zu kämpfen, einem Sektor, der in der Vergangenheit wesentlichen Beitrag zum Wirtschaftswachstum und zur Industriemetallnachfrage geleistet hat. Das Land ist aber weiterhin für ca. die Hälfte des weltweiten Verbrauchs an Industriemetallen verantwortlich. Es erfüllt somit auch weiterhin die Aufgabe als marginaler Nachfrager für Metalle. Lediglich die Nachfragequellen (Sektoren) haben sich inzwischen deutlich verschoben. So stammt zum Beispiel nunmehr der Grossteil der Kupfer-

nachfrage nicht mehr wie einst aus dem Baugewerbe und Wohnungsmarkt, sondern inzwischen vielmehr aus den vermeintlich zukunftsorientierteren Bereichen der Strominfrastruktur, der Elektromobilität und des Transports. Allesamt Industrien, die einen extrem hohen Metallverbrauch aufweisen. Aber auch die USA, die mit dem mehrere Milliarden USD schweren Investitionsprogramm im Rahmen des «Inflation Reduction Act», ebenfalls gezielt auf die Zukunftsthemen Clean Energy, Transportation und Elektromobilität setzen, dürften zwangsläufig dazu beitragen, den Bedarf an Industriemetallen mittelfristig deutlich in die Höhe zu treiben.

Alternative Credit & Private Debt bleiben attraktiv

Der Renditeanstieg, der durch Investitionen in alternative Teile des Kreditmarktes erzielt werden kann, ist immer noch erheblich. Im Bereich strukturierter Kredite bieten beispielsweise CLOs, bei gleichem Rating, meist einen deutlichen Renditeaufschlag gegenüber Unternehmensanleihen und traditionellen Hochzinsanleihen. Die Kreditausfallraten sind derzeit vergleichsweise niedrig – die Zahl der Firmenpleiten wird aufgrund der gestiegenen Refinanzierungskosten aber sicherlich steigen. Insbesondere Firmen mit hohem Verschuldungsgrad und geringen Margen dürften im Zuge der in den nächsten Monaten und Jahren anstehenden Refinanzierungswellen auslaufender Darlehen, Kredite und Anleihen unter Druck geraten.

Dies bekommt derzeit v. a. der Sektor der Gewerbeimmobilien zu spüren – entsprechend sind hier v. a. in den niedrigen Rating-Bereichen die Spreads weiterhin in der Ausweitung begriffen. Viele erstklassige, besicherte und in der Kapitalstruktur vorrangige Schuldtitel aus deutlich weniger anfälligen Sektoren bieten hingegen ein sehr attraktives Chancen-Risiken-Verhältnis. Dies gilt vor allem jetzt, da sich auch im Zuge der jüngsten Bankenkrise klassische Bank-Refinanzierungswege vermehrt zutun und die einspringenden privaten Kreditgeber eine gestärkte Verhandlungsposition gegenüber den Unternehmen besitzen. Die hohen, mitunter zweistelligen Renditen bieten letztlich auch einen gewissen Puffer, um den möglichen moderaten Anstieg der Ausfallraten zu kompensieren.



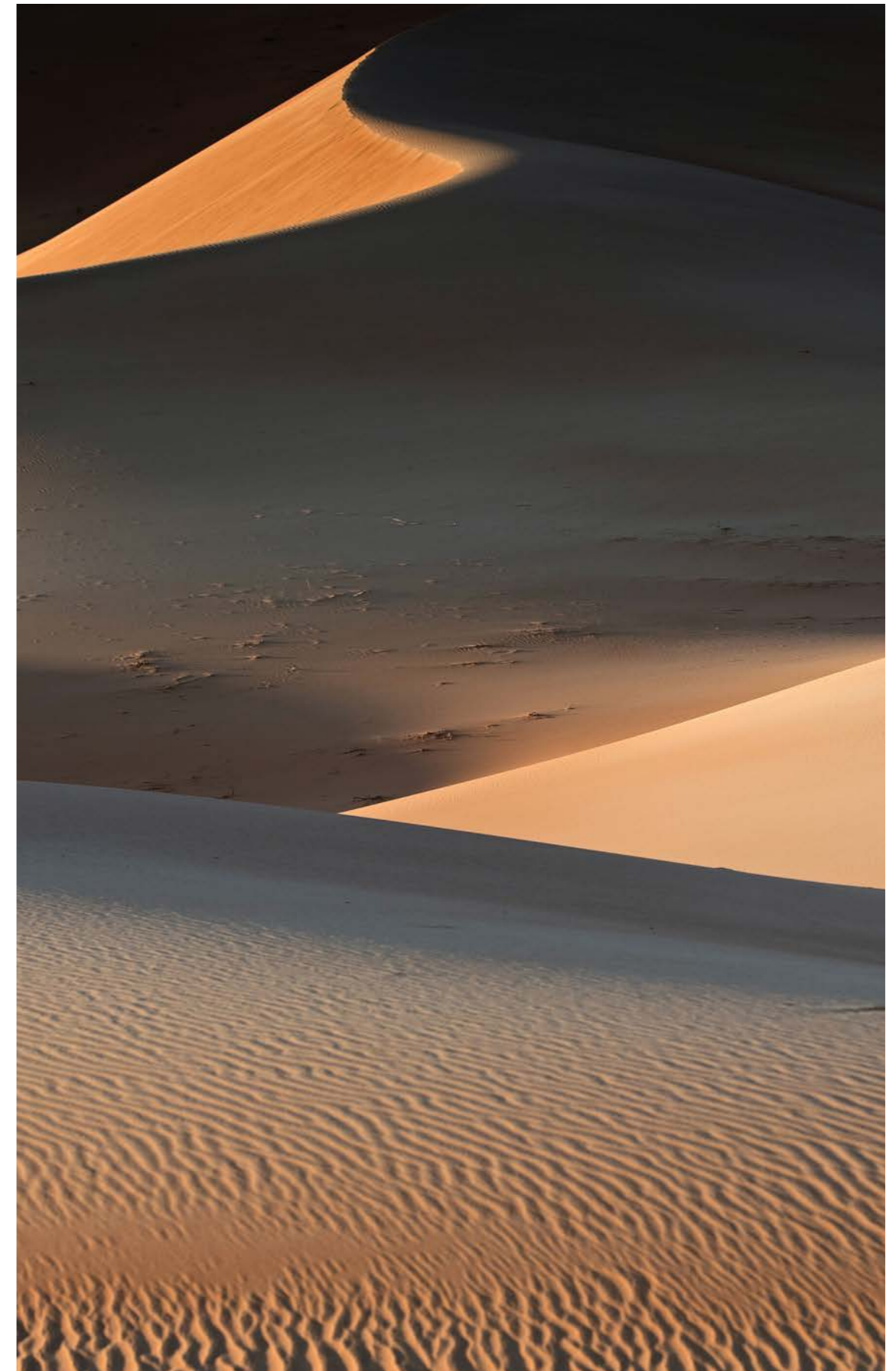
HFRU-Indizes
Quelle: Darstellung von Bergos AG

Hedgefonds können ihre Stärke in der aktuellen Übergangsphase nicht ausspielen

Das Segment der liquiden Hedgefonds-Strategien hat sich seit Jahresanfang zwar leicht positiv entwickelt, viele der Strategien bleiben jedoch aufgrund der fehlenden eindeutigen Trends und aufgrund der Übergangsphase, in der wir uns befinden, noch hinter den Erwartungen zurück. Insbesondere im Monat März verzeichneten viele der Strategien im Zuge des aufkommenden Bankenstresses und der abrupt gestiegenen Risikoaversion Rücksetzer bzw. hatten sie mit Spread-Ausweitungen zu kämpfen. Viele der Strategien haben sich seither wieder deutlich von diesem Rücksetzer erholt. Insbesondere das weiterhin von uns präferierte Segment der Relative-Value-Strategien, als auch die Long-Short-Equity-Strategien weisen seit Jahresanfang wieder positive Performance auf. Event-Driven-Strategien hingegen leiden am meisten und am längsten unter dem aktuellen Umfeld, in dem die Aktivitäten am Markt für Unternehmensfusionen und Übernahmen nahezu zum Erliegen gekommen sind. Das Segment der Makro-&-Trendfolge-Strategien entwickelte sich, passend zu den fehlenden klaren und eindeutigen ökonomischen Trends, seitwärts. Das Potenzial der Anlageklasse und der aktiven Managementansätze bleibt jedoch hoch – insbesondere sobald sich die aktuelle Übergangsphase in ein eindeutigeres und klareres ökonomisches Bild wandelt.

Wandelanleihen bleiben aufgrund ihres asymmetrischen Profils eine interessante Beimischung

Das Segment der Wandelanleihen hat sich in der ersten Jahreshälfte mit fast 8% positiv entwickelt. Das liegt zum einen an der Spread-Einengung bei den Unternehmensanleihen; zum anderen aber auch an der positiven Entwicklung der Aktienmärkte. Das Segment der Wandelanleihen bietet aufgrund des hybriden Charakters zwischen Unternehmensanleihe und Aktienmarktpartizipation ein asymmetrisches Auszahlungsprofil. So bietet insbesondere in volatilen Marktphasen die Anleihenkomponente durch den sogenannten «Bondfloor» einen gewissen Schutz vor extremen Kurseinbrüchen; bei anhaltenden Aufwärtstrends an den Märkten bietet die inhärente Aktienoptionskomponente zunehmendes Gewinnpotenzial. Angesichts des positiven Kapitalmarkt-Trends bei gleichzeitig zunehmender konjunktureller Verunsicherung ist dies eine Eigenschaft, die wir zu schätzen wissen.





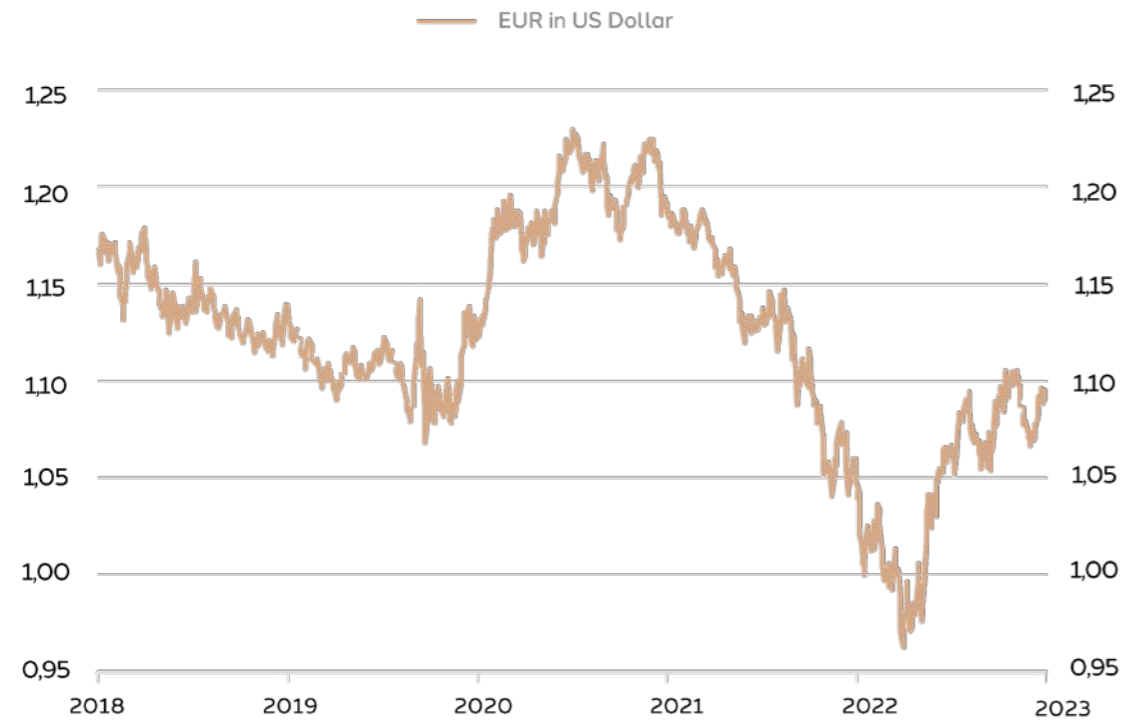
W Ä H R U N G E N

WEITERES VORGEHEN DER NOTENBANKEN ENTSCHEIDEND

VON DR. JÖRN QUITZAU, BERENBERG GRUPPE

Zum Ende des zweiten Quartals war die gesamtwirtschaftliche Entwicklung nicht eindeutig. Erfreulicherweise zeigt der Trend bei den Inflationsraten erwartungsgemäss nach unten. Allerdings ist das Niveau der Inflationsrate noch immer deutlich zu hoch (Ausnahme: die Schweiz mit zuletzt knapp 2,2 %). Dadurch sind die meisten grossen Notenbanken gezwungen, ihre Geldpolitik weiter zu straffen. So sind die US-Notenbank Fed, die Europäische Zentralbank (EZB) und die Bank of England (BoE) offenbar noch nicht am Ende ihres Zinserhöhungszyklus angekommen. Nach deren Zentralbanksitzungen im Juni stehen die Zeichen jedenfalls auf weitere Straffung. Die Währungshüter betonten, ihre Arbeit im Kampf gegen die Inflation sei noch

nicht beendet. Selbst die Schweizerische Nationalbank (SNB) reihte sich ein und hob den Leitzins im Juni nicht nur um 25 Basispunkte an, sondern stellte eine weitere geldpolitische Straffung in Aussicht. Sie lässt sich noch nicht davon beeindrucken, dass die Inflationsrate von 3,45 % in der Spitze inzwischen auf 2,16 % gefallen ist. Damit befindet sich die Teuerungsrate wieder in Sichtweite des SNB-Zielbandes von 0 bis 2 %. Zwischenzeitlich hatte sich zumindest für die US-Fed und die Bank of England angedeutet, dass der Zinsgipfel bereits erreicht sein könnte. Da diese Hoffnung verfrüht war, versuchen die Finanzmarktakteure weiter auszuloten, wie weit die geldpolitische Straffung noch gehen kann und wann und auf welcher Höhe der Zinsgipfel erreicht sein wird.



EUR/USD – Aufwärts, aber mit Hindernissen
In US-Dollar.
Quelle: Macrobond

Die Erholung des Euro gerät ins Stocken

Zunächst sah es so aus, als hätten die Eurozone und Deutschland, als die grösste europäische Volkswirtschaft, den Winter ohne Rezession überstanden. Doch dann kamen gleich zwei negative Überraschungen: Zunächst revidierte das Statistische Bundesamt das Wachstum des deutschen Bruttoinlandsprodukts (BIP) abwärts. Statt wie vorab gemeldet zu stagnieren, ging das BIP im ersten Quartal um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal zurück. Im vorausgegangenen Quartal (Q4/2022) war die Wirtschaft bereits um 0,5 % geschrumpft, sodass Deutschland mit zwei Minusquartalen in Folge in eine technische Rezession gerutscht ist. Später wurde auch das BIP für die Eurozone abwärts revidiert: Im ersten Quartal ist die Wirtschaft in der Eurozone nun doch nicht wie zunächst gemeldet um 0,1 % gewachsen, sondern um 0,1 %

geschrumpft. Somit ist auch die Eurozone in eine technische Rezession gerutscht, denn das vierte Quartal 2022 hatte ebenfalls ein negatives Vorzeichen. Die Ausgangslage für den Rest des Jahres ist damit schwächer und auch die konjunkturellen Aussichten haben sich eingetrübt. In Deutschland sind im Juni sowohl der ZEW-Index als auch der ifo-Geschäftsklimaindex überraschend stark gefallen. Nachdem Deutschland in den vergangenen Jahren eher ein Stabilitätsanker für die Eurozone war, entwickelt sich die deutsche Volkswirtschaft nun offenbar zu einem konjunkturellen Hemmschuh.

Gleichzeitig hält sich die amerikanische Volkswirtschaft recht stabil. Der Arbeitsmarkt ist noch immer in einer Top-Verfassung. Die konjunkturellen Perspektiven sind bei Weitem nicht mehr so trüb wie vor einigen Monaten. In der zweiten Jahreshälfte könnte es zu einer

Mini-Rezession kommen – möglicherweise aber auch nur zu einer Stagnation. Bis zum Jahresende könnte es für die Gemeinschaftswährung immerhin noch ein paar Cent nach oben gehen, wenn der Dollar nicht mehr so sehr als sicherer Anlagehafen gesucht wird.

Starker Schweizer Franken: Die Inflation sinkt, die SNB strafft trotzdem weiter

Die Schweizerische Nationalbank befindet sich in einer vergleichsweise komfortablen Position. Während in weiten Teilen der Welt die Inflationsraten in Richtung zweistelliger Werte oder sogar darüber hinaus stiegen, kam die Schweiz mit einem Höchstwert von 3,4 % (August 2022) davon. Im Mai 2023 war die Inflation auf knapp 2,2 % gefallen und befand sich damit schon in der Nähe der von der SNB angestrebten Zielinflation. Dennoch haben die Schweizer Währungshüter den

Leitzins um 25 Basispunkte angehoben und eine weitere Straffung in Aussicht gestellt. Diese Stabilitätsorientierung stärkt den Schweizer Franken. Und genau das ist das Ziel der SNB: mit einem starken Wechselkurs die Importpreise niedrig halten. Auf diese Weise kann die Zentralbank über den hohen Wechselkurs die Inflationsrate dämpfen. Da sich die Schweizerische Nationalbank klar positioniert hat, hat der Euro kaum Luft nach oben. Die Parität wird eine schwer zu nehmende Hürde sein. Ob die SNB die Zinsen tatsächlich weiter anhebt, nachdem die Inflationsrate im Juni auf 1,7 % gefallen ist, muss sich aber noch zeigen.

Britisches Pfund: Hohe Inflation erfordert straffere Geldpolitik

In Grossbritannien hält sich die Inflation besonders hartnäckig. Am Tag bevor die Bank of England im Juni ihre Zinsentscheidung



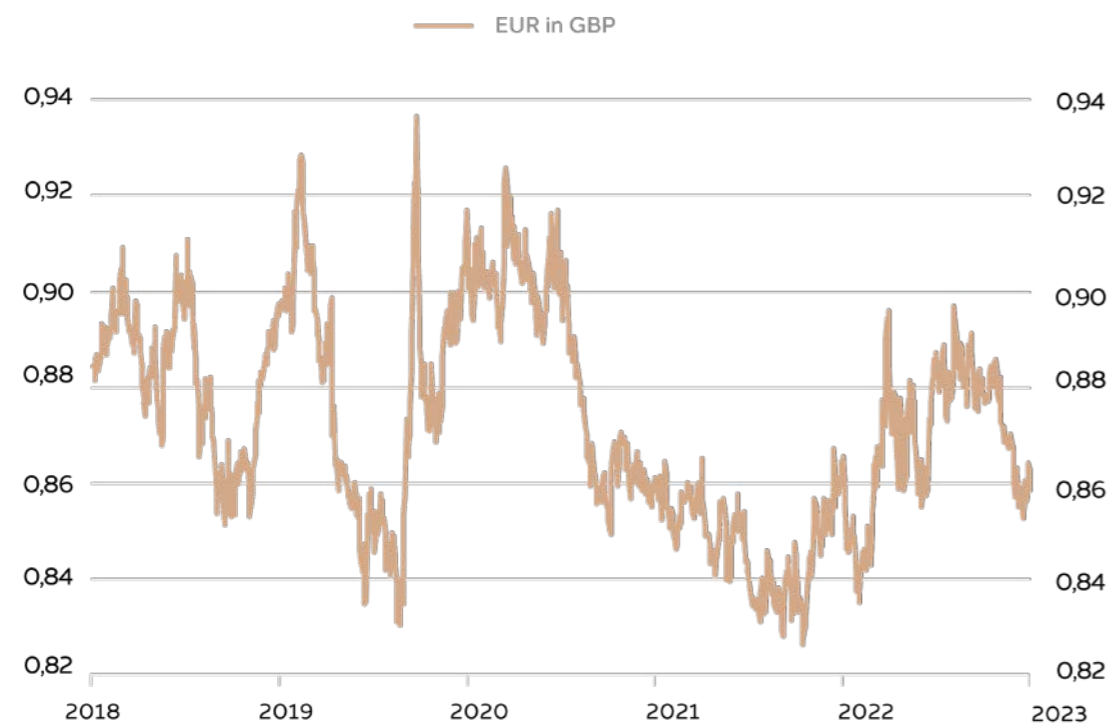
EUR/CHF – Chronisch starker Schweizer Franken
In Schweizer Franken.
Quelle: Macrobond

fällen musste, war die Inflationsrate für den Monat Mai veröffentlicht worden. Die Zahlen erwiesen sich als Treibstoff für weitere Zinserhöhungen: Statt wie erwartet auf 8,3–8,4 % zu fallen, stagnierte die Inflation bei 8,7 %. Die Kerninflation stieg sogar von 6,8 % auf 7,1 %. Damit drängt das Inflationsumfeld die BoE zu einer noch strafferen Geldpolitik. Hinzu kommt, dass der Arbeitsmarkt weiter robust ist und die Löhne steigen. Es besteht also die Gefahr, dass sich die Inflation für längere Zeit festsetzt.

Die Bank of England hat entsprechend reagiert. Sie hat die geldpolitischen Zügel wieder stärker angezogen. Nachdem sie den Leitzins auf den beiden vorausgegangenen Sitzungen lediglich um 25 Basispunkte angezogen hatte, ging es im Juni wieder um 50 Basispunkte nach oben. Beobachter hatten lediglich einen Schritt um 25 Basispunkte

erwartet. Das dürfte noch nicht das Ende des Zinserhöhungszyklus sein. Nebenbei bemerkt: Die Bank of England hat bereits im Dezember 2021 – und damit deutlich vor der Fed und insbesondere der EZB – begonnen, die Zinsen anzuheben. Seither hat sie die Leitzinsen auf jeder Sitzung auf jetzt 5,0 % angehoben.

Das Britische Pfund hatte zwischenzeitlich eine Schwächephase, sodass der Euro in Richtung 0,90 Pfund je Euro steigen konnte. Inzwischen musste der Euro wieder den Rückwärtsgang einlegen, denn die Robustheit der britischen Konjunktur und die Zinserhöhungen haben dem Pfund wieder zu einem kleinen Comeback verholfen. Der Euro fiel fast bis auf 0,85 Pfund je Euro zurück. Auf diesem Niveau ist der Wechselkurs EUR/GBP unseres Erachtens gut bewertet.



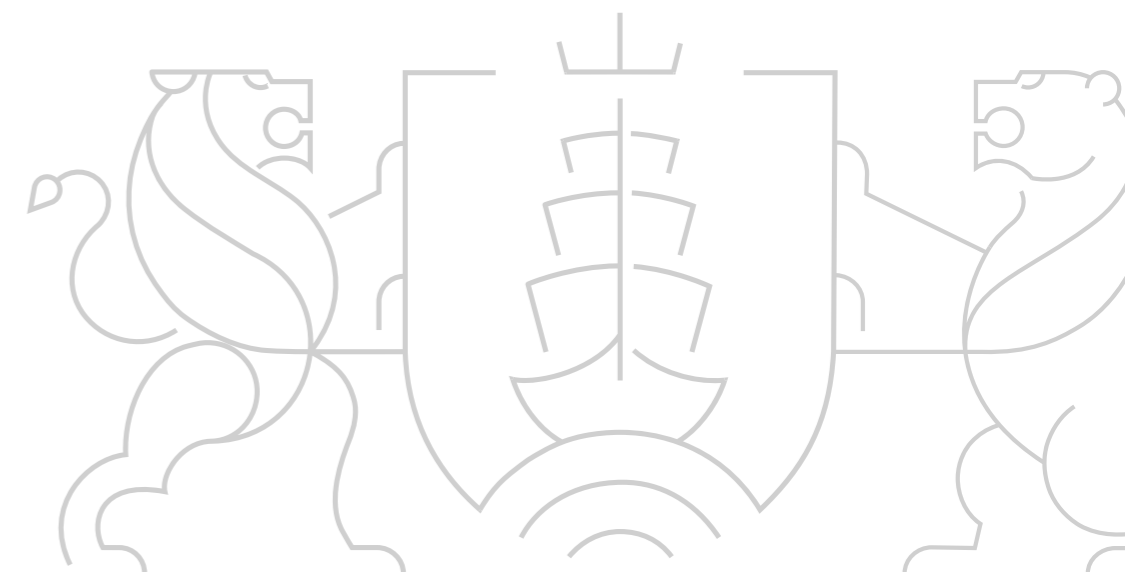
EUR/GBP – Pfund profitiert von strafferer Geldpolitik
In Britischem Pfund
Quelle: Macrobond





BERGOS HAUSMEINUNG MATRIX

HAUSMEINUNG	--	-	0	+	++		--	-	0	+	++		--	-	0	+	++	
AKTIEN	○	○	●	○	○	FESTVERZINSLICHE	○	○	●	○	○	ALTERNATIVE INVESTMENTS	○	○	○	●	○	
NORDAMERIKA	○	○	○	●	○	DENOMINATION US-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	○	●	○	○	○													







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 «Besondere Risiken im Effektenhandel» zu lesen und Ihren Kundenberater zu konsultieren, wenn Sie Fragen haben.

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

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



COPYRIGHT
BERGOS AG

ALLE RECHTE VORBEHALTEN
ZÜRICH, JULI 2023

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
Dr. Holger Schmieding | Chefvolkswirt, Berenberg
Frederik Carstensen | Aktienstrategie
Christoph Jung CIIA, FRM | Anleihenstrategie
Soumaila Tékété CAIA, CIIA | Strategie Alternative Investments
Dr. Jörn Quitzau | Währungsstrategie, Berenberg

Managing Editor

Aurelia Rauch | Leiterin Kommunikation

BERGOS AG

HAUPTSITZ

Kreuzstrasse 5
8008 Zürich · Schweiz

Telefon +41 44 284 20 20

Telefax +41 44 284 20 22

NIEDERLASSUNG

29, Quai du Mont-Blanc
1201 Genf · Schweiz

Telefon +41 22 308 59 00

Telefax +41 22 308 59 20

www.bergos.ch
info@bergos.ch