

B E R G O S

Reflexionen

Q4 2023







I N H A L T

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

HERAUSGEGEBEN VON
BERGOS AG
ZÜRICH, OKTOBER 2023
ALLE RECHTE VORBEHALTEN

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

36

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



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 Extel 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-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.



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 HERBSTAUSGABE

Liebe Leserinnen,
Liebe Leser,

«Higher for longer» ist das neue Zinsmantra, welches seit der letzten Fed-Sitzung am 20. September 2023 die Kapitalmärkte prägt. Die US-Dollar- und Eurorenditen sind somit nochmals gestiegen und bieten Investoren so hohe Renditen wie seit vielen Jahren nicht mehr. US-Dollar-Unternehmensanleihen mit guter Bonität rentieren nicht selten über 6%. Im Euroraum kann man im gleichen Segment ohne weiteres mit mehr als 4,5% Rendite rechnen.

Das neue Zinsumfeld ist eine komplett neue Ausgangslage. Insbesondere für Investoren, die auf den klassischen Mix zwischen Aktien und Renten

setzen. Die erhöhten Renditechancen von Renten steigert die Diversifikationskraft gegenüber Aktien. Das Risiko-Renditeverhältnis in Multi-Asset-Portfolios ist somit zukünftig so attraktiv wie seit vielen Jahren nicht mehr.

Für den Zinsausblick spricht viel dafür, dass wir in den Vereinigten Staaten und in der Eurozone das Ende des Zinszyklus fürs Erste erreicht haben. Auch ein letzter potenzieller Zinsschritt in den Vereinigten Staaten ändert an der Ausgangslage für Anleihen nicht viel.

Die im Trend abnehmende Inflation ist hierbei entscheidend. Es gibt erste Anzeichen, dass sich der überhitzte Arbeitsmarkt in den Vereinigten Staaten leicht abkühlt. In Europa bleibt der konjunkturelle Ausblick zunächst eingetrübt. Beides trägt dazu bei, dass die jeweiligen Zentralbanken die Wirkung ihrer kühnen Geldpolitik zunächst beobachten und in nächster Zukunft von wesentlichen Zinsentscheidungen absehen werden.

Die jüngste Zinsbewegung hat auch an den Aktienmärkten zu einer kleinen Korrektur geführt. Die grossen Technologiewerte haben etwas von ihren satten Jahresgewinnen abgegeben. Auf der anderen Seite haben Finanzwerte von den höheren Zinsen und Ölkursen von dem gestiegenen Ölpreis profitiert.

Die aktuelle Entwicklung zeigt auch, wie abhängig die grossen Marktindizes mittlerweile von den riesigen Unternehmen Apple, Microsoft,

Amazon, Alphabet und seit diesem Jahr auch Nvidia geworden ist. Im S&P 500 addiert sich die Gewichtung dieser fünf Aktien auf mehr als 20%. Wenn die Schwergewichte abtauchen, hilft die positive Entwicklung von Finanzaktien und Ölkursen nicht mehr viel. Somit ist für den Ausblick der Aktienmärkte die Einschätzung zu den Topaktien von enormer Bedeutung. Die weitere Entwicklung von künstlicher Intelligenz spielt hier eine wichtige Rolle. Unser Chefstratege für Aktien, Frederik Carstensen behandelt auch diesen Aspekt in seiner Analyse für die Aktienmärkte insgesamt.

Wir sind gespannt, welche neuen Themen das letzte Quartal bringt. Die in Kürze berichteten Quartalsgewinne der Unternehmen ist ein nächster Meilenstein, welchen wir mit Spannung erwarten.

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

Die Volkswirtschaften der entwickelten Welt scheinen inzwischen auf eine Art «Soft Landing» bzw. sogar auf ein «No Landing» zuzusteuern. Auch wenn vielfältige globale Probleme natürlich weiterhin bestehen (u.a. bleibt die reale Kaufkraft der Verbraucher unter Druck und die strukturellen Probleme Chinas treten immer deutlicher zu Tage), so scheint eine veritable globale Rezession zu diesem Zeitpunkt als wenig realistisch – auch wenn in bestimmten Ländern, bspw. in Deutschland, eine technische Rezession weiterhin Teil unseres Basisszenarios ist. Der Arbeitsmarkt bleibt weiterhin erstaunlich stabil, besonders in den Vereinigten Staaten.

Die letzte Leitzinserhöhung durch die EZB (auf inzwischen 4,00%) kam für einige Marktteilnehmer überraschend, die angesichts der verhaltenen Wirtschaftsaussichten und des nachlassenden Inflationsdrucks mit einer Pause gerechnet hatten. Die EZB signalisierte, die Zinssätze nun für einen längeren Zeitraum auf diesem Niveau zu halten. Die Fed hingegen beschloss auf der letzten Sitzung, die Spanne für die Fed Funds Rate bei 5,25-5,50 % zu belassen. Der Median der FOMC-Mitglieder rechnet aber mit einer weiteren Anhebung um 25 Basispunkte bis zum Jahresende. Und Fed Chair Powell deutete an, dass die Zinsen noch länger höher bleiben könnten. Derzeit preist der Terminmarkt die Wahrscheinlichkeit einer weiteren Zinserhöhung durch die Fed auf etwa 50/50 bis zum Jahresende. In unserem Basisszenario gehen wir aktuell davon aus, dass es eher keine weiteren Zinserhöhungen auf beiden Seiten des Atlantiks geben wird.

Politisch richtet sich in den USA der Blick inzwischen v.a. auf die Vorwahlen zu den Präsidentschaftswahlen im kommenden Jahr. Folgende Kandidaten scheinen aktuell die besten Chancen zu besitzen: Biden, Newsom, Harris und Kennedy bei den Demokraten und Trump, DeSantis, Ramaswamy und Haley bei den Republikanern (jeweils in der Reihenfolge der Wahrscheinlichkeiten). Geopolitisch bleibt selbstverständlich der anhaltende russische Krieg gegen die Ukraine im Fokus. Unsere Grundannahme bleibt, dass Russland davor zurückschrecken wird, ein NATO-Mitgliedsland direkt anzugreifen. Darüber hinaus gilt es, den eskalierenden Nahostkonflikt und die Spannungen zwischen China und Taiwan im Auge zu behalten.

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 : +3,4% |
| | 2 0 2 3 : +0,5% |
| | 2 0 2 4 : +0,8% |
| D E U T S C H L A N D | 2 0 2 2 : +1,9% |
| | 2 0 2 3 : -0,5% |
| | 2 0 2 4 : +0,5% |
| S C H W E I Z | 2 0 2 2 : +2,1% |
| | 2 0 2 3 : +0,7% |
| | 2 0 2 4 : +1,2% |
| 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 : +0,3% |
| | 2 0 2 4 : +0,8% |
| 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 : +2,0% |
| | 2 0 2 4 : +1,2% |
| C H I N A | 2 0 2 2 : +3,0% |
| | 2 0 2 3 : +4,5% |
| | 2 0 2 4 : +3,8% |
| J A P A N | 2 0 2 2 : +1,0% |
| | 2 0 2 3 : +1,5% |
| | 2 0 2 4 : +0,7% |

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 : 5,5% |
| | 2 0 2 4 : 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 : 4,0% |
| | 2 0 2 4 : 2,7% |



W I R T S C H A F T

REFLEXIONEN: EINE GESPALTENE KONJUNKTUR

VON DR. HOLGER SCHMIEDING

In grossen Teilen der Welt bläst dem Verarbeitenden Gewerbe derzeit der Wind ins Gesicht. Da die Verbraucher während der Pandemie mehr auf Dienstleistungen als auf Güter verzichten mussten, haben sie jetzt bei Reisen, Restaurantbesuchen und anderen Dienstleistungen einen grösseren Nachholbedarf als bei Gütern. Das Ergebnis ist eine ungewöhnliche Kluft zwischen einer robusten Nachfrage nach Dienstleistungen und einer ausgeprägten Schwäche im Verarbeitenden Gewerbe. Dazu kommt, dass viele Unternehmen rund um die Welt Ende 2022 und Anfang 2023 das Ende der ausgeprägten Lieferkettenengpässe genutzt hatten, um Lagerbestände an Vor- und

Fertigprodukten aufzubauen. Angesichts einer schwächelnden Nachfrage aus den USA, China und Europa bauen sie jetzt ihre Lagerbestände wieder ab. Vorläufig produzieren sie also weniger, als sie verkaufen.

Allerdings dauert es oftmals nur zwei bis drei Quartale, bis sie ihre Lager hinreichend geräumt haben. Wir rechnen damit, dass das Verarbeitende Gewerbe Ende 2023 den Tiefpunkt erreicht haben wird und kurz danach ein neuer Aufschwung einsetzen kann.

Sanfte Landung in den USA

Trotz der energischen Zinswende der US Fed hält sich die US-Konjunktur weiterhin besser als erwartet. Der besonders zinsensible Wohnungsbau scheint sich nach einem Einbruch von 23% gegenüber Anfang 2021 langsam zu stabilisieren. Der Arbeitsmarkt verliert zwar immer mehr an Schwung. Damit nehmen auch die Lohnzuwächse der privaten Verbraucher ab. Aber dank eines kräftigen Rückgangs der Inflation steigt ihre Kaufkraft, die sich aus ihren verfügbaren Einkommen nach Abzug der Inflation ergibt. Dies stützt den privaten Konsum.

Statt mit einer Mini-Rezession zum Jahreswechsel rechnen wir für die USA jetzt mit einer sanften Landung, also einer Phase von schwachem Wachstum weit unterhalb der Trendrate von knapp 2%, aber eben nicht mehr mit einem Rückgang der Wirtschaftsleistung. Die weltweite Schwäche im Verarbeitenden Gewerbe trifft die USA weniger als Europa. Ab Mitte 2024 dürfte eine weniger straffe Zinspolitik die konjunkturellen Aufwärtskräfte stärken. Angesichts einer strukturell hohen Nachfrage nach Wohnraum kann auch der Wohnungsbau vermutlich ab Frühjahr 2024 wieder zulegen. Die Fiskalpolitik trägt ebenfalls zum Zuwachs der Nachfrage bei. Wir erwarten deshalb, dass die US-Wirtschaft Mitte 2024 wieder eine annualisierte Wachstumsrate von 2% erreicht.

Durchwachsener Ausblick für Europa

Zwei sehr unterschiedliche Kräfte prägen den Ausblick für die europäische Konjunktur für die kommenden Monate. Einerseits hat der Kontinent den Putin-Schock gut überstanden. Bei rückläufiger Inflation, einem stabilen Arbeitsmarkt und höheren Lohnzuwächsen steigen die Einkommen der Verbraucher seit dem zweiten Quartal wieder stärker als die Preise. Die

Verbraucher haben damit real – also nach Abzug der Inflation – wieder mehr Geld in der Tasche. Dies hat sich im Sommer bereits in einer lebhaften Reisetätigkeit gezeigt. Andererseits steckt das Verarbeitende Gewerbe in einer Rezession. Die schwache Weltnachfrage nach Gütern sowie die Lagerkorrektur trifft insbesondere Länder wie Deutschland, die sich auf die Ausfuhr von Waren spezialisiert haben. Nach einer Stagnation im Sommer dürfte die Wirtschaftsleistung in der Eurozone im Schlussquartal etwas zurückgehen.

Für das kommende Jahr zeichnet sich allerdings ein neuer Aufschwung ab. Wir rechnen damit, dass die Lagerkorrektur im Verarbeitenden Gewerbe Ende 2023 auslaufen wird. Viele Unternehmen halten sich derzeit angesichts grosser Unsicherheiten mit Investitionen zurück. Sobald die Konjunktur wieder etwas Tritt fasst, werden sie im kommenden Jahr wieder mehr ausgeben, um Lieferketten neu zu strukturieren und knappe Arbeitskräfte zu ersetzen. Obwohl China strukturell schwach bleiben wird, kann die Ausfuhr nach China im kommenden Jahr vermutlich wieder leicht zulegen. Schliesslich dürfte China 2024 mit etwa 3–4% wachsen. Spätestens Mitte 2024 könnte dann mit der Rückkehr der US-Wirtschaft zu normalem Wachstum auch die Konjunktur in Europa wieder an die Dynamik der Zeit vor dem Beginn des russischen Angriffs auf die Ukraine anknüpfen. Für Grossbritannien rechnen wir mit einem ähnlichen Verlauf wie für die Eurozone.

Dank eines besseren Energiemixes hat die Schweiz weit weniger unter dem Putin-Schock der höheren Energiepreise gelitten als andere Länder in Europa. Auch wenn die Schweizer Konjunktur stark von der Auslandsnachfrage abhängt, wird die Schweizer Wirtschaft deshalb sowohl in 2023 als auch in 2024 kräftiger zulegen können als die Wirtschaft der Eurozone bei weniger hoher Inflation.

Die Inflation geht weiter zurück

Auf beiden Seiten des Atlantiks lässt der Preisdruck weiter nach, in den USA schneller als in Europa. Da in den USA der Arbeitsmarkt weiter an Schwung verliert, nimmt dort der Lohndruck langsam ab. Dagegen werden die Löhne in der Eurozone im Jahr 2023 wohl um mindestens 5% steigen, bevor der Lohnanstieg dann im Laufe des Jahres 2024 wieder auf etwa 4% zurückgehen dürfte. In den USA und Europa werden die Inflationsraten tendenziell weiter sinken. Die wieder etwas höheren Ölpreise werden dies nur kurzzeitig unterbrechen. Der Höhepunkt der Nahrungsmittelpreis-inflation ist überschritten. Da die Transportkosten gesunken sind, wird bei schwacher Nachfrage nach Gütern der Preisdruck in diesem Bereich ebenfalls nachlassen. Allerdings werden die höheren Lohnzuwächse in Europa die Preise für lohnintensive Dienstleistungen weiter in die Höhe treiben, so dass die Inflation in Europa sich ab Q4 2024 wohl bei etwa 2,5% einpendeln wird statt bei den etwa 1,5% in den Jahren vor der Pandemie. Auch für die USA erwarten wir Inflationsraten nahe bei 2,5% für 2024 und 2025.

Zentralbanken – Zinsgipfel wahrscheinlich erreicht

Der weniger robuste Arbeitsmarkt in den USA und die schwächere Konjunktur werden die US Fed und die EZB vermutlich davon abhalten, ihre bereits hohen Leitzinsen weiter anzuheben. Sobald die konjunkturelle Schwächephase den Inflationsdruck hinreichend gedämpft hat, wird die Fed dann die Zinsen ab Frühjahr 2024 wieder etwas senken, während die EZB angesichts einer Inflation von weiterhin über 2% ihre Zinspolitik im kommenden Jahr wahrscheinlich nicht lockern wird. Während die Schweizer Nationalbank vermutlich ebenfalls den Zinsgipfel erreicht hat,

wird sie vermutlich ebenso wie die EZB ihren vergleichsweise niedrigen Leitzins vorerst nicht wieder senken.

^



A K T I E N

VON EUPHORIE UM «KÜNSTLICHE INTELLIGENZ» ZU GEGENWIND
AUFGRUND «HIGHER FOR LONGER»

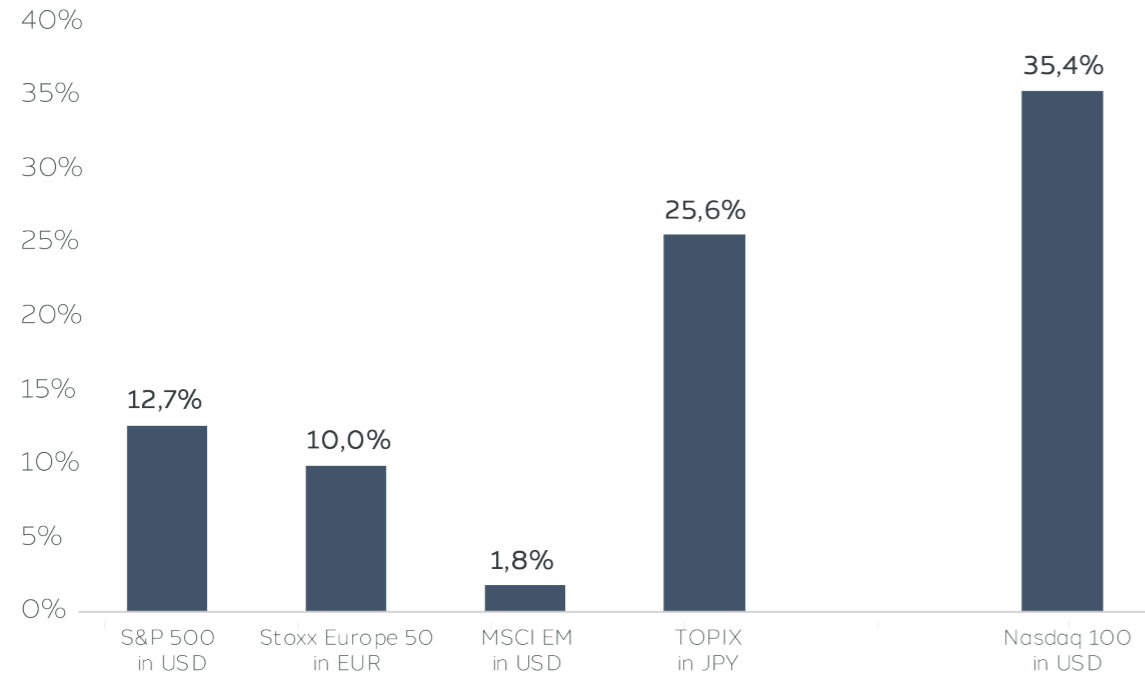
VON FREDERIK CARSTENSEN

Nachdem eine Reihe von Faktoren (Makro- und Gewinnrevisionen, niedrige Positionierungen sowie Begeisterung für künstliche Intelligenz) vor allem den technologielastigen Nasdaq-100-Index im ersten Halbjahr deutlich beflügelt haben, war im dritten Quartal eine Normalisierung in diesem Segment zu beobachten. Auch weil die anhaltend positivüberraschende US-Wirtschaft Erwartungen höherer Zinsen für einen längeren Zeitraum schürte und Aussichten zügiger Zinssenkungen ausgepreist wurden. Tatsächlich stiegen die Renditen von zehnjährigen US-Staatsanleihen in den letzten drei Monaten um ca. 75 Basispunkte auf ein neues 15-Jahres-Hoch und der Markttenor

wandelte sich von «KI-Euphorie» zu «higher for longer». In diesem Umfeld hat sich der globale Aktienmarkt, gemessen am MSCI-World-Index, zuletzt volatil seitwärts entwickelt – eine unseres Erachtens durchaus gesunde Verschnaufpause und Beleg dafür, dass die Anleger die übermässigen Gewinne verdauen.

Weiche Landung der Wirtschaft

Massgeblich verantwortlich für die erfreuliche Entwicklung an den Aktienmärkten seit Jahresbeginn sind die besser als erwarteten Fundamentaldaten in Bezug auf Gesamtwirtschaft,



Entwicklung der internationalen Aktienmärkte 2023
Quelle: Bloomberg, Bergos, Daten per 30.09.23 und inkl. Dividenden

Inflation und Unternehmensgewinne. Vor allem die Tatsache, dass der Wirtschaftsabschwung schwächer ausfällt als zunächst angenommen, stützt die Märkte in dieser Phase. So scheinen die Volkswirtschaften der entwickelten Welt inzwischen auf eine Art weiche Landung («Soft Landing») bzw. sogar auf ein «No Landing» zuzusteuern – ein Szenario, in dem die Wirtschaft einen erheblichen Konjunkturreinbruch vermeidet. Auch wenn vielfältige globale Probleme weiterhin bestehen (u.a. bleibt die reale Kaufkraft der Verbraucher unter Druck und die strukturellen Probleme Chinas treten immer deutlicher zu Tage), so scheint eine veritable globale Rezession zu diesem Zeitpunkt als wenig realistisch. Insbesondere die USA zeigt sich gesamtwirtschaftlich robuster als zunächst angenommen.

Zwar liegt die Kerninflation in den Vereinigten Staaten nach wie vor weit über dem Zielwert und höher, als es der Fed recht ist, dennoch hat sich die Inflation zuletzt in die richtige Richtung entwickelt. Angesichts auslaufender negativer Basiseffekte und den wieder gestiegenen Rohstoffpreisen dürfte die Inflation sich allerdings mittelfristig schwer tun weiter zu fallen, was die Wahrscheinlichkeit längerfristig hoher Zentralbankzinsen erhöht. Auf den Leitzinsgipfel in diesem Jahr dürfte also ein Zinsplateau folgen und keine baldige Fahrt zurück ins Tal der Niedrigzinsen. Das gilt unter der Annahme, dass es keine negativen Überraschungen bei der Inflation gibt und dass der Markt von eskalierenden Eventrisiken verschont bleibt.

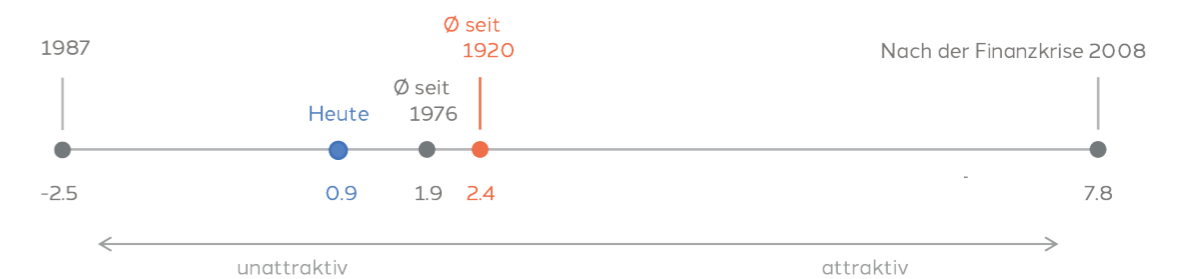
Q2-Berichtssaison weniger schlecht als befürchtet

Auch die Q2-Berichtssaison hat sich weniger schlecht entwickelt als zu Beginn von Analysten befürchtet und damit die Märkte den Sommer über gestützt. Trotz des verlangsamten Wachstums und der hohen Inflation werden die Unternehmen für 2023 Gewinne in der Größenordnung des Vorjahres ausweisen. Die gestiegenen Zinssätze lassen Anleihen allerdings immer mehr als attraktive Alternative zu Aktien erscheinen. Der Abstand zwischen der Gewinnrendite des S&P 500 und der Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen – das sogenannte Yield Gap – ist inzwischen auf wenige Basispunkte und damit auf den geringsten Abstand seit der globalen Finanzkrise gesunken. Ein Blick in die Geschichte macht dennoch Hoffnung: In den Bullenmärkten der 1980er bis 1990er Jahre lag das Yield Gap durchweg sogar im negativen Bereich.

Unterschiedliche Entwicklungen unterhalb der Marktoberfläche

Abgesehen von den hochkapitalisierten US-Unternehmen (allen voran den sogenannten «Glorreichen 7»), war es für den Rest des S&P 500 kein besonders erfreuliches Jahr bisher. Auch wenn der kapitalgewichtete S&P 500 im Jahresverlauf immer noch ein Plus von mehr als 12% aufweist, so sieht es unter der Oberfläche nicht annähernd so erfreulich aus. Der gleichgewichtete S&P 500 sowie die Small-Cap-Indizes hinken teilweise deutlich hinterher. Ebenso lassen sich teilweise deutliche regionale Unterschiede beobachten. Während sich unsere Präferenz für Wachstumswerte in den USA ausgezahlt hat, haben sich die beiden Investmentstile (Growth und Value) in Europa mehr oder weniger gleich entwickelt. Nach dem starken Trend zu Beginn des Jahres, scheint dem Markt aktuell die Richtung zu fehlen.

| | |
|--|-----------------|
| S&P 500 (Schlusskurs 30.09.2023) | 4'288.05 Punkte |
| Erwarteter Gewinn je Aktie (Q3 2023 - Q2 2024) | 232.63 USD |
| Gewinnrendite | 5,43% |
| Rendite 10-jähriger Staatsanleihen | 4,57% |



S&P 500 Gewinnrendite minus Rendite 10-jähriger Anleihen im historischen Kontext
Quelle: Bloomberg, Refinitiv, Bergos, Daten per 30.09.2023

Divergenzen in Asien

Das Ende der Null-Covid-Beschränkungen in China führte zu grosser Aufregung über die Aussichten für die chinesische Wirtschaft und den Aktienmarkt im Jahr 2023. Beide haben bisher enttäuscht. Die Verbesserung der Zahlen in China konnte nicht an die Entwicklung in den USA und Europa heranreichen und es scheint, dass der konjunkturelle Auftrieb durch die Wiederbelebung der chinesischen Wirtschaft schneller nachlässt als erwartet. Hingegen belasten längerfristige strukturelle Herausforderungen, vor allem auf dem Immobilienmarkt, weiterhin die Nachfrage und das Vertrauen. Während der Rest der Welt mit einer übermässigen Inflation zu kämpfen hat, könnte sich China tatsächlich in Richtung Deflation bewegen. Dies könnte Verbraucher und Unternehmen dazu veranlassen, Ausgaben und Investitionen zurückzustellen, was die Wiederankurbelung des Wirtschaftswachstums noch schwieriger machen würde.

Tatsächlich ist es Japan, das die asiatischen – und globalen – Märkte in diesem Jahr angeführt hat. Dank ausländischer Zuflüsse und einer attraktiven Bewertung haben japanische Aktien jüngst den höchsten Stand seit 1990 erreicht. Zwei entscheidende Faktoren könnten diesen Trend fortsetzen: Erstens, die Wirtschaft. Japan scheint endlich der Deflationsgefahr entkommen zu sein, auch wegen des Sonderwegs, den die japanische Zentralbank, die Bank of Japan, geht. Die zweite Veränderung ist eine neu entdeckte Konzentration auf die Rentabilität der Unternehmen. Japanische Unternehmen sind eher bereit, ihre Geschäftsfelder umzustrukturieren und geben mehr Kapital an die Aktionäre zurück als je zuvor. Wir bleiben daher konstruktiv für Japan und in China untergewichtet.

Ausblick

Die saisonale Schwäche im August und September hat sich auch in diesem Jahr bewahrheitet. Ab jetzt dürfte die Saisonalität aber wieder vorteilhaft sein, da das vierte Quartal in der Regel die beste Zeit des Jahres für Aktien ist. Ebenso ist das Ende des Zinserhöhungszyklus historisch gesehen gut für die Aktienmärkte. So konnte der S&P in den 12 Monaten nach der letzten Zinserhöhung um durchschnittlich 16% zulegen. Die aktuell wieder rückläufige Stimmung der US-Privatanleger kann ebenfalls als positives Signal gewertet werden und sollte die Aktienmärkte in dieser Phase stützen. Dennoch dürfte der grösste Teil der Wertentwicklung im Jahr 2023 erreicht und das weitere Aufwärtspotenzial für Aktien von hieraus vorerst begrenzt sein. Wir halten daher an unserer neutralen Gesamtquote fest.

Im Hinblick auf eine weniger restriktive Zentralbankpolitik im Jahr 2024 besteht durchaus Hoffnung auf eine Fortsetzung der positiven Entwicklung an den Aktienmärkten. Bezüglich KI besteht die Chance, dass es sich eher um eine säkulare, als um eine zyklische Welle handelt und diese Segmente des Marktes längerfristig profitieren. Jede Woche scheint eine neue Technologie im Bereich der KI vorgestellt zu werden, und das Suchinteresse an KI-Themen bleibt hoch und tendiert nach oben. Wenn die Anleger mittelfristig auf einen breiteren wirtschaftlichen Aufschwung setzen, könnten andere Teile des Marktes (jenseits der KI-Euphorie) aufholen. Immerhin haben die Unternehmen in einem schwierigen Umfeld solide Ergebnisse erzielt, was darauf hindeutet, dass sie längerfristig gut aufgestellt sind.





A N L E I H E N

UNTER EINEM WOLKENVERHANGENEN HIMMEL NACH DEN STERNEN NAVIGIEREN
VON CHRISTOPH JUNG

Das dritte Quartal begann im Grundsatz wie eine fließende Fortsetzung. Der Kampf gegen die Inflation war noch im vollen Gange und somit rechnete man auch mit einer Weiterführung des Zinszyklus. Der Verbraucherpreisindex für die USA im Juli war mit 3,2% im Jahresvergleich doch noch zu hoch und verzeichnete somit gar wieder, getrieben durch Energiepreise, einen leicht höheren Anstieg als im Vormonat. In Europa sank die Gesamtinflation auf 5,3%, die Kerninflation jedoch lag aber immer noch bei unangenehm hohen 5,5%. Als Reaktion auf die anhaltend hartnäckige Inflation beschloss der Offenmarktausschuss der US-Notenbank (Fed)

wie erwartet, im Juli das Zielband für den Leitzins auf 5,25% bis 5,5% anzuheben - den höchsten Stand seit 22 Jahren. Auch die Europäische Zentralbank (EZB) entschloss sich, für eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zum mittelfristigen Ziel von 2% zu sorgen und hat die drei Leitzinssätze um jeweils 25 Basispunkte (bps) angehoben. Der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte notierte danach 4,25%, so hoch war der Leitzins zuletzt zu Beginn der weltweiten Finanzkrise Anfang Oktober 2008.

Nach dem jährlichen Meeting in Jackson Hole bekräftigten die Vorsitzenden der Fed (Jerome

Powell) und der EZB (Christine Lagarde), dass sie die Zinssätze so lange auf einem restriktiven Niveau halten werden, bis es Anzeichen dafür gebe, dass sich die Inflation nachhaltig in Richtung ihres 2%-Ziels bewege. Zu den Inflationsaussichten merkte Powell an, dass die Preise «noch einen weiten Weg vor sich haben» und trotz des falkenartigen Tons öffnete Powell die Tür für eine Zins-Pause auf der September-Sitzung. In der gegenwärtigen Situation soll die Schwierigkeit, eine kontrollierte Verlangsamung der Wirtschaft zu erreichen, nicht unterschätzt werden. Es ist ein komplexes Unterfangen und auch die verwendeten Daten zeigen ihr wahres Gesicht oft in der Retroperspektive. Diesbezüglich beschreibt der Fed-Vorsitzende Powell auf dem Jackson-Hole-Symposium diese Schwierigkeit einprägend: «Wie so oft navigieren wir nach den Sternen unter einem wolkenverhangenen Himmel».

Im August wurden die Zahlen für Neueinstellungen in den USA für die beiden Vormonate deutlich nach unten korrigiert, d.h. die effektive Dynamik am Arbeitsmarkt war also bereits im Juni und Juli schwächer gewesen, als die vorläufigen Zahlen impliziert hatten. Die lange erwartete Abschwächung zeichnet sich nun deutlicher ab und die Arbeitslosenquote stieg von 3,5% auf 3,8%. Wie erwartet verkündete die Fed dann im September die Leitzinsen nicht zu verändern, hat aber die Robustheit der US-Wirtschaft bekräftigt und korrigierte gar die Prognosen für das Wirtschaftswachstum nach oben. Infolgedessen kam es auch um eine Erhöhung des Medians der Fed-Funds-Rate-Prognosen für 2024 um 50 bps. Dies hatte für einen weiteren Impuls im Markt gesorgt und den Konsens, dass man wohl höhere Zinsen über einen längeren Zeitraum sehen werden, verstärkt. Auf der anderen Seite hat der EZB-Rat im September überraschend beschlossen, die drei Leitzinssätze um jeweils 25 bps und somit auch den Hauptfinanzierungssatz auf nun 4,5%

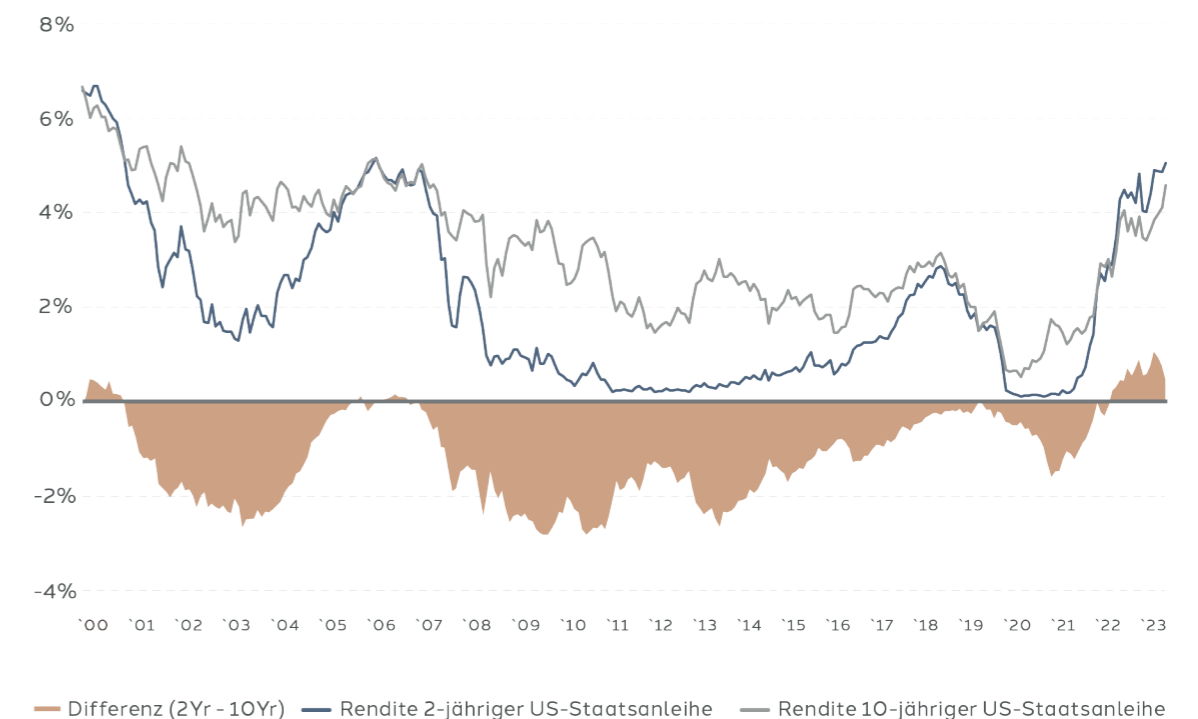
anzuheben. Aber anders als die Fed hat die EZB aufgrund der zunehmenden Auswirkungen ihrer geldpolitischen Straffung ihre Projektionen zum Wirtschaftswachstum erheblich gesenkt. Beide Zentralbanken sind der Auffassung, dass die Leitzinsen wohl bald ein Niveau erreicht haben, um für die erstrebte Preisstabilität zu sorgen. Diese Aussage kam auch am Markt gemessen an den implizierten Zinsfutures an, wobei nur mit einer geringen Wahrscheinlichkeit mit einer weiteren Zinserhöhung gerechnet wird.

Higher for longer

Im zweiten Quartal konnte man eine immer stärker werdende Inversion der Zinsstrukturkurve in Europa, aber auch in den USA beobachten. Kurze Marktzinsen werden stark von der Geldpolitik der Zentralbank beeinflusst, während lange Zinssätze, zusätzlich verstärkt von den Wachstums- und Inflationserwartungen, durch die Finanzmärkte getrieben werden. Eine steilere Zinskurve wird meist mit stärkerem Wachstum der Wirtschaft assoziiert. Eine inverse Zinskurve mit einer Befürchtung, dass die Wirtschaft abkühlt. Viele amerikanische Banken finanzieren sich traditionell über das kurze Ende der Zinskurve und erzielen Erträge über länger laufende Kredite. Eine flacher werdende oder gar inverse Zinskurve signalisierte historisch gesehen somit auch eine schwindende Profitabilität des Bankensystems und damit oft schwierigere Zeiten. Als Anleiheinvestoren scheint klar zu sein, dass diese Umkehrung der Renditekurve nicht nachhaltig sein kann. Das dritte Quartal war geprägt von einem «Paradigmenwechsel» der Anleger, die zu akzeptieren anfangen, dass wohl die Zinsen auf einem erhöhten Niveau eine längere Zeit lang bleiben werden. Im dritten Quartal konnten wir deshalb auch einen starken Anstieg der Renditen von US-Staatsanleihen, aber auch europäischen beobachten. Dieser Anstieg vollzog sich aber

nicht parallel durch die ganze Zinsstrukturkurve, sondern in Form eines «Versteilerung» der Zinskurve, im englischen auch «bear steepener» genannt. Ein «bear steepener» ist die Ausweitung der Renditekurve, die dadurch entsteht, wenn die langfristigen Zinsen schneller steigen als die kurzfristigen Zinsen. So stiegen die 2-jährigen US-Staatsanleihen von Ende Juni um nur etwa 14 bps auf 5,08% an, wohingegen die 10-jährigen US-Staatsanleihen satte 72 bps zulegten und somit von 3,85% auf 4,57% sich erhöhten. Ein ähnlicher Verlauf gab es beispielsweise beim Bund, wo die Rendite von der 2-jährigen Bundesanleihe um die 3,2% stagnierte, jedoch die 10-Jährige spürbar von 2,4% auf 2,9% anstiegen. Die stark ausgeprägte Inversion der Zinsstrukturkurve, die etwa Anfang Juli ihren Höhepunkt hatte, ging somit spürbar zurück, wie man auf der Abbildung unten sehen kann. In den USA hat sicherlich zusätzlich das Rating-Downgrading von Fitch von AAA auf AA+ dazu beigetragen, die Zinsen ansteigen zu lassen.

Die Auswirkungen der geldpolitischen Straffung sind noch nicht in vollem Umfang zu erkennen, und angesichts der Verzögerungen treten wir in eine heikle Phase der Geldpolitik ein. Zu beobachten ist, dass die Kreditvergabe der Banken und die Geldmenge rückläufig ist. Auch wirtschaftliche Vorlaufindikatoren wie zum Beispiel der Einkaufsmanagerindex zeigen schon seit geraumer Zeit ein weniger rosiges Bild der Wirtschaft, insbesondere in der Eurozone. Ein solches wirtschaftlich fragileres Umfeld macht es unserer Meinung nach wahrscheinlicher, dass die EZB ihren Höchststand bei den Zinsen bereits erreicht hat. Unter der Annahme, dass wir langsam am Ende des Zinserhöhungszyklus sind, haben wir die Duration in unseren EUR-Portfolios auf eine neutrale Gewichtung genommen, um diese Renditeniveaus über eine länger Zeitphase einloggen zu können. Insgesamt empfinden wir die aktuellen Zinslevels von Staatsanleihen im EUR-Raum und im USD-Raum als ansprechend.



Die Renditedifferenz von 10- und 2-jährigen US-Staatsanleihen geht zurück

Quelle: Bloomberg, Darstellung von Bergos AG

Ausserhalb der westlichen Welt sehen wir eine gewisse Heterogenität in der Entwicklung. So haben einige Schwellenländer wie Brasilien oder Chile bereits mit einer geldpolitischen Lockerung begonnen und weisen ansprechende Realrenditen auf. China kämpft immer noch mit Schwierigkeiten auf dem Immobilienmarkt und wird wohl seine Wachstumsziele verfehlen, scheint aber die Inflation im Griff zu haben. Gemessen am J.P Morgan Emerging Market Bond Index beträgt die Rendite auf Verfall leicht über 9% in USD. Dies sind attraktive Renditeniveaus und wir sehen Opportunitäten in Schwellenländeranleihen, welche z. T. immer noch ein solides Wirtschaftswachstum aufweisen. In unserer taktischen Portfoliopositionierung haben wir das Segment überdurchschnittlich hoch gewichtet.

Kreditrisikoprämien könnten wieder ansteigen

Die Kreditspreads für Unternehmensanleihen bewegten sich seit der Einengung im Juli mehr oder weniger seitwärts und es kann gut sein, dass sie während bzw. nachdem die Leitzinsen ihren Höhepunkt erreicht haben, sie bald einen zyklischen Tiefpunkt erreichen werden. Die Ausfallquoten bei Verbraucherkrediten stiegen auf jeden Fall unter dem Druck der Zinslast tendenziell wieder an, nachdem sie durch die fiskalische Unterstützung im Zuge der Pandemie abgefedert worden waren. Darüber hinaus stiegen die Ausfallquoten bei fremdfinanzierten Unternehmenskrediten sowohl in den USA als auch im Euroraum kontinuierlich. Der Trend in der Kreditqualität dreht sich ins Negative, da sich wie die Finanzierungsbedingungen verschärfen und die Zinsdeckungsquoten tendenziell sinken. Immobilienunternehmen bleiben einer der am stärksten gefährdeten Sektoren, da sie auch oftmals einen hohen Verschuldungsgrad aufweisen und ihre Portfolios zinssensitiv reagieren. S&P geht

davon aus, dass die Ausfallraten für Anleihen mit einem spekulativen Rating, also unter Investment Grade, in den USA und Europa von den Tiefstständen Anfang 2022 bis zum dritten Quartal 2024 um mehr als 3 Prozentpunkte auf rund 4,5% steigen werden. Der von S&P entwickelte globale Kreditzyklus-Indikator (CCI), ein Frühindikator für die Voraussage von möglichem Stress im Kreditsystem, befand sich im zweiten Quartal 2021 auf einem Hochstand. In der Vergangenheit lagen solche Spitzenwerte des CCI sechs bis zehn Quartale vor den Zeiten von Stress im Kreditsystem. Die Ausfälle haben zwar zugenommen, aber der Gegenwind durch Unterstützungsgelder wegen der COVID-19-Pandemie, jahrelanges billiges Geld und die wirtschaftliche Widerstandsfähigkeit scheinen den Höhepunkt der Kreditbelastung über das Jahr 2023 hinausgeschoben zu haben. Für uns als Investor bedeutet dies, dass wir im Unternehmensanleihensegment es vorziehen, auf Qualität zu setzen. Wir erachten bei Hochzinsanleihen die Kreditrisikoprämien als zu tief. Sie spiegeln ein optimistisches Bild der Zukunft ab und sind relativ zu Investment-Grade-Anleihen eher teuer. Wir bleiben deshalb bei Hochzinsanleihen in unserem Portfolio untergewichtet.





ALTERNATIVE INVESTMENTS

ROHSTOFFMÄRKTE IN BEWEGUNG

VON SOUMAILA TÉKÉTÉ

Gold verliert für viele Anleger zunehmend an Glanz

Wir haben seit geraumer Zeit darauf hingewiesen, dass die allmähliche Einpreisung einer Zinsobergrenze nicht gleichbedeutend mit fallenden Realzinsen ist. Tatsächlich zeigt sich aktuell genau das Gegenteil am Markt, denn die realen Kosten der Kapitalbeschaffung sind in den letzten Wochen weiter gestiegen. Durch die höheren Realzinsen haben sich auch die Opportunitätskosten für potenzielle Investitionen erhöht, was eine Herausforderung für das Anlageumfeld darstellt – allem voran auch für zinslose Anlagen wie Gold und Edelmetalle.

Die jüngste Stärke des US-Dollars hat die Lage weiter verkompliziert. Wenig überraschend verzeichnen GOLD-ETF global einen stetigen Rückgang ihrer Bestände. Dies spiegelt die zunehmende Skepsis der Investoren wider. Diesem verschlechterten kurzfristigen Sentiment kann auch die Tatsache nicht helfen, dass Zentralbanken weiterhin als Netto-Käufer am Goldmarkt auftreten und auch mittelfristig weiterhin die Nachfrage stützen dürften.

Auch den technischen Belastungstest hat Gold nicht bestanden. So verstärkte sich jüngst die kurzfristige Abwärtsbewegung, nachdem die wichtigsten gleitenden Durchschnittslinien nach unten durchbrochen wurden.

Interessanterweise hat wohl auch die klassische Rolle von Gold als sicherer Hafen in letzter Zeit für die Anleger an Attraktivität verloren. Soweit die Konjunkturängste in der nächsten Zeit nicht erneut zunehmen sollten, deutet daher künftig Vieles auf ein begrenztes Aufwärtspotenzial für die Goldpreise/den Goldpreis hin.

Der jüngste Ölpreisanstieg dürfte die Inflation erneut befeuern

Nach der Ruhephase der letzten Monate kommt es an den Energiemärkten derzeit erneut zu Preisanstiegen – diesmal primär am Rohölmarkt. Die internationale Energieagentur (IEA) prognostiziert, dass die verlängerten Ölförderkürzungen durch Saudi-Arabien und Russland bis Ende 2023 im vierten Quartal zu einem erheblichen Marktdefizit führen werden. Diese von der OPEC+ im Jahr 2022 gestarteten und zunehmend verstärkten Kürzungen führten dazu, dass der Benchmark-Preis für Rohöl erstmals in diesem Jahr auf über 90 US-Dollar pro Barrel stieg. Obwohl die Produktionskürzungen der OPEC+ im Jahr 2023 von mehr als 2,5 Millionen Barrel pro Tag bisher durch höhere Lieferungen von Produzenten ausserhalb des Bündnisses ausgeglichen wurden, warnte die IEA vor einem bevorstehenden Angebotsengpass. Allerdings tragen weiterhin bestehende Konjunktursorgen, insbesondere hinsichtlich China, und unterschiedliche Nachfrageprognosen zur Komplexität der Situation bei. Die gestiegenen Energiekosten dürften ihrerseits das Wirtschaftswachstum negativ beeinträchtigen. In erster Linie dürften sie aber auch die Inflationsthematik erneut befeuern. Indirekt bestärkt diese auch die «Higher for Longer» Befürworter am Markt, die auf eine verlängerte Phase anhaltend hoher Zinsen zur weiteren Inflationsbekämpfung setzen. Unabhängig von der weiteren Nachfrage-

entwicklung werden die jüngsten zusätzlichen Förderkürzungen der OPEC und die freiwilligen Kürzungen Saudi-Arabiens die weltweite Produktion wohl mindestens bis Jahresende um weitere 1,3 Mio Fass Öl pro Tag weiter reduzieren. Die Rohöl-Lagerbestände sind inzwischen auch in den USA am unteren Ende der Spanne dessen angelangt, was zu diesem Zeitpunkt des Jahres üblicherweise zu erwarten ist.

Die Terminkurve befindet sich in «Backwardation»- d. h. Kontrakte mit einem baldigen Ausübungsdatum sind deutlich teurer als lange Kontrakte mit Ausübungsanspruch in ein bis zwei Jahren. Dies deutet für gewöhnlich auf eine eher angespannte physische Angebots-Nachfrage-Situation hin. Für spekulative Anleger ist diese Konstellation insofern interessant, da sich hieraus, entgegen der für Rohstoffe sonst üblichen Contango-Situation, zusätzliche positive Rollrenditen ergeben. D. h. bei unveränderten Future-Preisen verzeichnet man als Investor Gewinne, da der jeweils gehaltene Future-Kontrakt mit fortschreitender Zeit und näher rückendem Ausübungsdatum immer mehr an Wert gewinnt. Der bisherige Preisanstieg ist hierbei aber noch nicht primär durch Spekulation getrieben. So befinden sich die spekulativen Future-Positionierungen im historischen Kontext bisher keineswegs im extremen Terrain und könnten sich daher theoretisch noch fortsetzen.

Wir gehen somit zwar grundsätzlich von einer Plateaubildung nahe den aktuellen Ölpreisen aus. Angesichts des prognostizierten Defizits und der knappen Lagerbestände ist ein Überschiessen der Kurse auf Preise jenseits der 100 USD-Marke nicht auszuschliessen. Dies gilt insbesondere dann, wenn die OPEC+-Staaten über das Jahresende hinaus an ihrer restriktiven Förderpolitik festhalten und Spekulation an Fahrt gewinnen sollte.

«Alternative Credit» & «Private Debt» bleibt eines der attraktivsten Marktsegmente im derzeitigen Umfeld

Der Markt für alternative und private Kredite zeigt sich weiterhin stabil. Die Anlageklasse profitiert dabei im derzeitigen Umfeld von unterschiedlichen Entwicklungen. Die strengeren Regulierungen und die rückläufige Präsenz traditioneller Banken führen dazu, dass Unternehmen verstärkt nach alternativen Finanzierungsmöglichkeiten suchen. Alternative Kredit- und Private-Debt-Investitionen gewinnen an Bedeutung, da sie genau diese wachsende Nachfrage nach Finanzierungen ausserhalb der üblichen Bankfinanzierungswege bedienen. Investoren haben in Verhandlungen mit Unternehmen aufgrund der aktuellen Marktgegebenheiten eine starke Verhandlungsposition und können vorteilhafte Konditionen erzielen.

Für Anleger ist das Segment neben dem strukturellen Wachstum aber auch wegen des hohen «Carry» interessant. Die erwartete absolute Rendite, die Anleger aus ihren Investitionen erzielen dürften, ist weiterhin sehr attraktiv. Das lässt die Anlageklasse gerade im relativen Vergleich mit anderen Anlageklassen attraktiv erscheinen. Der Zinsanstieg wird v.a. für Unternehmen mit Refinanzierungsbedarf zur Herausforderung. Die Schulden-Tragbarkeit dürfte für viele schlechter werden und Ausfallwahrscheinlichkeiten steigen. Interessanterweise prognostizieren die grossen Ratingagenturen bisher nur moderat steigende Ausfallraten. Die Refinanzierungsanforderungen sind oft über einen langen Zeitraum gestreckt, wodurch akute Stresssituationen vermieden werden können. Die Risiken sind hierbei zwischen einzelnen Branchen und einzelnen Unternehmen jedoch sehr ungleich verteilt. Der Markt für private Kreditvergabe bleibt somit gesamthaft ein

sehr vielversprechendes Segment für Investoren. Eine selektive Vorgehensweise bei der Investition bleibt jedoch empfehlenswert.



W Ä H R U N G E N

KONJUNKTURELLE ENTWICKLUNG STÄRKT DEN US-DOLLAR

VON DR. JÖRN QUITZAU, BERENBERG GRUPPE

Im dritten Quartal sind die Inflationsraten in der Tendenz weiter gesunken und die Leitzinsen in vielen Ländern weiter gestiegen. In der Schweiz ist die Inflation wieder unter die 2%-Marke gesunken (August: 1,6%). In den USA, dem Vereinigten Königreich und der Eurozone liegt die Teuerung – trotz des Disinflationstrends – immer noch zu hoch. Da Geldpolitik zeitverzögert wirkt, sind die Leitzinserhöhungen der vergangenen Monate noch nicht vollumfänglich in der Wirtschaft und bei den Verbraucherpreisen angekommen. Die straffere Geldpolitik der Notenbanken wirkt also auch ohne weitere Massnahmen in den nächsten Monaten noch dämpfend auf die Preise. Deshalb

sieht es Ende September danach aus, dass die grossen Zentralbanken den Zinsgipfel erreicht haben oder zumindest in der Nähe des Zinsgipfels angekommen sind. Mit ihren Massnahmen, den gesamtwirtschaftlichen Projektionen und mit ihren geldpolitischen Ausblicken hatten die Zentralbanken in den letzten Wochen spürbaren Einfluss auf den Devisenmarkt.

Die Konjunktur überrascht in den USA positiv, in der Eurozone negativ

Nach einem positiven Ausreisser auf über 1,12 US-Dollar je Euro im Juli geriet der Euro anschliessend



EUR/USD - Der Euro fällt wieder zurück

In US-Dollar.
Quelle: Macrobond

unter Druck und fiel bis Ende September auf 1,06. Der Hauptgrund für diese Euro-Schwäche liegt in einer Neueinschätzung der konjunkturellen Lage diesseits und jenseits des Atlantiks und der daraus resultierenden veränderten geldpolitischen Perspektive. Die Konjunktur in der Eurozone entwickelt sich nur zäh. Vorerst herrscht Stagflation. Deutschland, grösste Volkswirtschaft der Eurozone, erweist sich als Bremsklotz. Momentan sieht es nach einer weiteren leichten Rezession im Winter aus. Angesichts der schwachen Konjunktur ist der Druck auf die Europäische Zentralbank (EZB) gesunken, den Leitzins noch deutlich weiter zu straffen. Die Zinserhöhung im September dürfte das Ende des Zinserhöhungszyklus markieren. Dagegen erweist sich die US-Konjunktur trotz der kräftiggestrafften Geldpolitik als erstaunlich robust. Die weithin befürchtete Rezession wird wohl ausbleiben. Eine weiche Konjunkturlandung ist inzwischen

wahrscheinlich. Das wiederum reduziert die Wahrscheinlichkeit für deutliche Zinssenkungen der US-Notenbank Fed im kommenden Jahr, die im Falle einer kräftigeren Rezession zur Konjunkturbelebung wahrscheinlich gewesen wären. Selbst eine weitere Zinserhöhung ist nicht völlig ausgeschlossen. Im Ergebnis bedeutet das: Am Devisenmarkt wurde in den letzten Wochen eingepreist, sodass die EZB weniger straffen und die Fed im nächsten Jahr weniger lockern wird als noch vor einiger Zeit erwartet. Der Zinsvorsprung der USA würde somit nicht so schnell schwinden, was den Dollar weiter stärkt und dem Euro die Kursfantasie nimmt.

Vorerst sprechen die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen also nicht für den Euro. Wenn die Marktakteure allerdings zum Ende des Jahres ihren Blick auf die mögliche Konjunkturbelebung in der Eurozone im Frühjahr richten, könnte

die Stimmung wieder leicht zugunsten des Euro drehen. Ein moderater Kursanstieg bleibt für die europäische Gemeinschaftswährung deshalb ein realistisches Szenario.

**Schweizer Franken:
Die Schweiz bleibt ein Stabilitätsanker**

Gegenüber dem Schweizer Franken ist der Euro weiterhin in der Defensive. Seit März notiert der Euro durchgehend unterhalb der Parität. Mit 0,95 bis 0,97 Franken je Euro ist der Abstand zur Parität seit einiger Zeit sogar beträchtlich. Der Franken profitiert neben seiner Eigenschaft als sicherer Anlagehafen von der Politik der Schweizerischen Nationalbank (SNB). Sie hat sich auf eine Politik des starken Franken festgelegt, um die Inflation zu bekämpfen. Mit Erfolg: Seit Juni liegt die Inflationsrate der Schweiz wieder unterhalb der

Zwei-Prozent-Marke. Insofern ist fraglich, wie lange die SNB noch an der Politik des sehr starken Frankens festhält. Bei der letzten Zinsentscheidung im September hat die SNB den Leitzins konstant gehalten. Der Euro dürfte gegenüber dem Franken trotzdem eher auf der Stelle treten.

**Britisches Pfund: Inflation endlich auf Kurs,
EUR/GBP unter Schwankungen seitwärts**

Im Vereinigten Königreich hat sich die Inflation besonders hartnäckig gehalten. Mehrere Monate überraschten die Inflationsdaten eher auf der oberen Seite. Daraus ergab sich für die Bank of England (BoE) die Notwendigkeit, die Geldpolitik stärker zu straffen als es die Marktbeobachter erwartet hatten. Die straffere Geldpolitik hat dem Britischen Pfund Rückenwind verliehen, sodass der Eurokurs in den Bereich zwischen

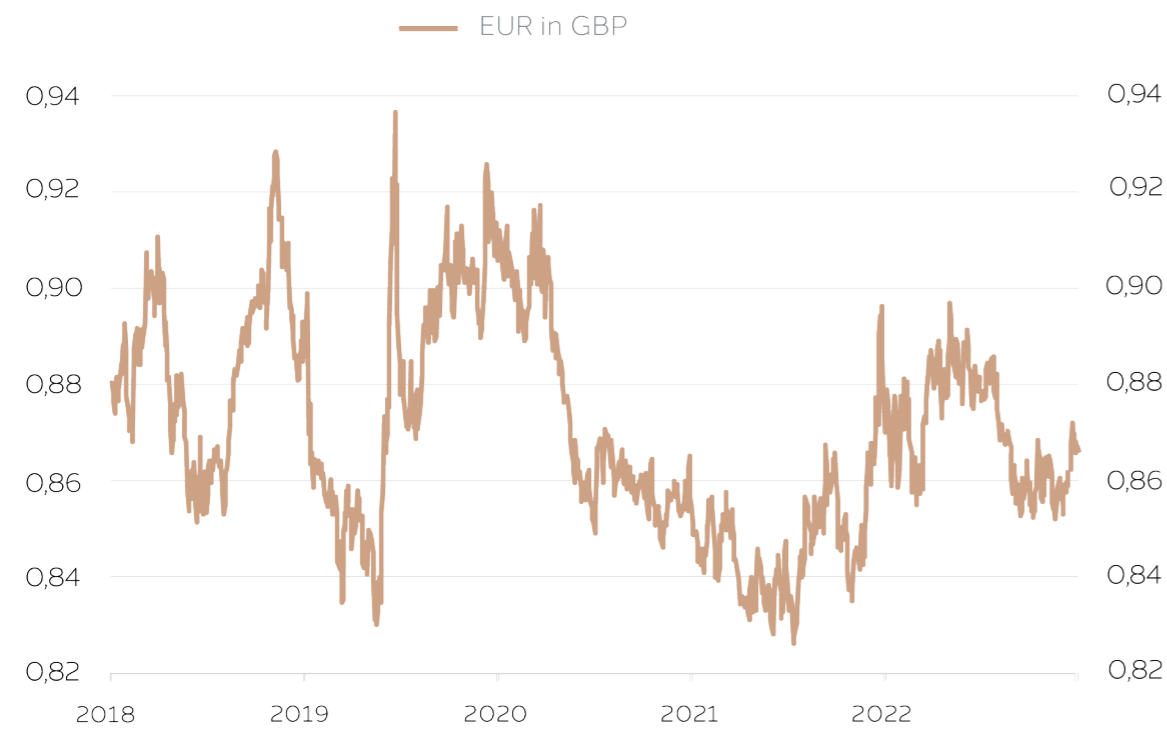


EUR/CHF – Stabil unter der Parität

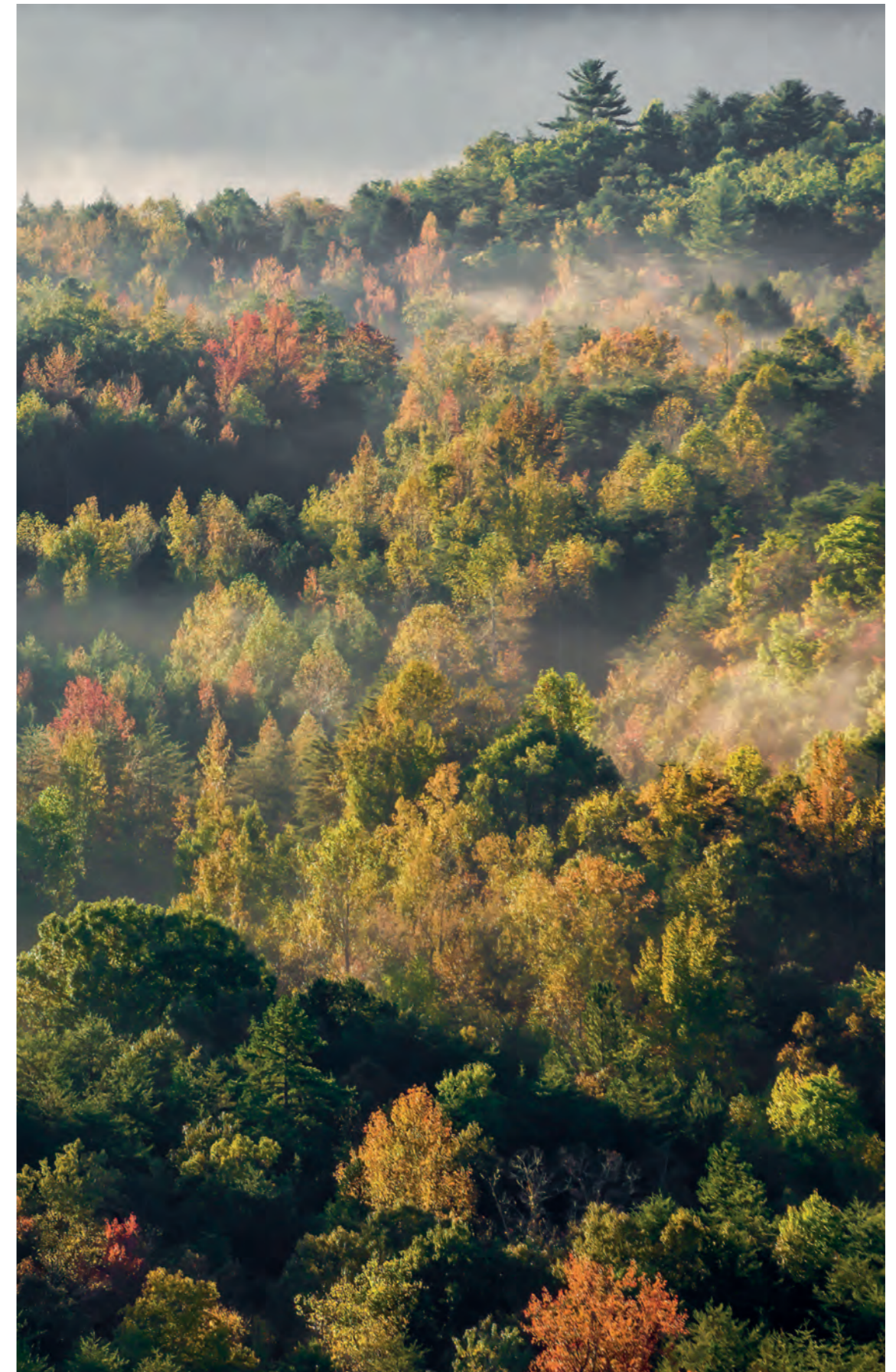
In Schweizer Franken
Quelle: Macrobond

0,85 und 0,86 Pfund je Euro zurückgedrängt wurde. Mitte September gab es dann mit den August-Daten eine positive Überraschung an der Inflationsfront: Statt von 6,8% auf 7,0% zu steigen (wie es der Konsens vorausgesagt hatte), verlangsamte sich der Preisauftrieb im August und ging auf 6,7% gegenüber Vorjahr zurück. Die Kerninflation, die die schwankungsanfälligen Energie- und Lebensmittelpreise ausschliesst und somit den inländischen Inflationsdruck besser erfasst, überraschte sogar noch stärker als die Gesamtinflation. Sie sank im August auf 6,2% gegenüber 6,9% im Juli und gegenüber den vom Konsens erwarteten 6,8%. Die Inflationsdaten waren eine Steilvorlage für die Bank of England,

den Leitzins nicht zu erhöhen. Tatsächlich stimmte der neunköpfige geldpolitische Ausschuss der Bank of England auf seiner September-Sitzung mit 5:4 Stimmen dafür, den Leitzins bei 5,25% zu belassen. Das ist gut für die britische Konjunktur; für den Pfund-Kurs brachte die Zinsentscheidung aber einen kleinen Rückschlag. Der Euro konnte Richtung 0,87 Pfund je Euro steigen. Wir erwarten aber nicht, dass sich der Wechselkurs weit von diesem Niveau wegbewegt. Eine Seitwärtsbewegung unter den üblichen Schwankungen ist wahrscheinlich.



EUR/GBP – Bank of England hebt Leitzins im September nicht an, das Pfund gibt leicht nach
 In Britischem Pfund
 Quelle: Macrobond



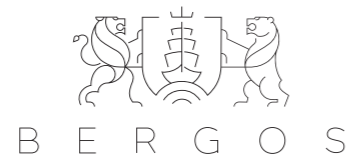


B E R G O S H A U S M E I N U N G

| 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.

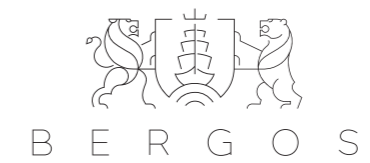
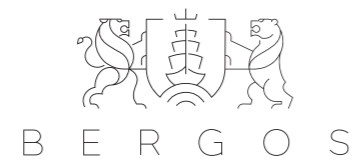
Die Bergos AG (nachfolgend «Bergos») behält sich das Recht vor, das Angebot an Dienstleistungen und Produkten sowie die Preise jederzeit ohne vorherige Mitteilung zu ändern. Bergos übernimmt keine Gewähr für die Aktualität, Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen. Für den Eintritt der in der

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 von Bergos für die Emittenten solcher Anlageinstrumente beispielsweise als Verwaltungsräte tätig waren, tätig sind oder tätig sein werden. Bergos selbst oder ihre Verwaltungsräte beziehungsweise Mitarbeiter könnten deshalb ein Interesse an der zukünftigen Kursentwicklung von Anlageinstrumenten haben.

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



COPYRIGHT
BERGOS AG

ALLE RECHTE VORBEHALTEN
ZÜRICH, OKTOBER 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

NIEDERLASSUNG
29, Quai du Mont-Blanc
1201 Genf · Schweiz

Telefon +41 22 308 59 00

www.bergos.ch
info@bergos.ch