

B E R G O S

Reflexionen

Q1 2024







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 Privatiere, Familienunternehmer, Next Generation und Kunden der Schifffahrt. Mit einem Geschäftsmodell, das auf reines Private Banking ausgerichtet ist, beraten wir unsere Kunden in allen liquiden und nicht liquiden Assetklassen und Alternative Investments.

HERAUSGEGEBEN VON
BERGOS AG
ZÜRICH, JANUAR 2024
ALLE RECHTE VORBEHALTEN

10

VORWORT
MAXIMILIAN HEFELE

14

KOMPASS
TILL C. BUDELMANN

16

WIRTSCHAFT
TILL C. BUDELMANN

22

AKTIEN
FREDERIK CARSTENSEN

28

ANLEIHEN
CHRISTOPH JUNG

34

ALTERNATIVE INVESTMENTS
SOUMAILA TÉKÉTÉ

38

WÄHRUNGEN
STEFFEN KILLMAIER

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.



CHRISTOPH JUNG

CIIA, FRM ANLEIHENSTRATEGIE

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



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.



SOUMAILA TÉKÉTÉ

CAIA, CIIA STRATEGIE
ALTERNATIVE INVESTMENTS

Soumaila Tékété kam 2016 als Cross-Asset-Strategie 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.



FREDERIK CARSTENSEN

AKTIENSTRATEGIE

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



STEFFEN KILLMAIER

WÄHRUNGSSTRATEGIE

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





EXECUTIVE SUMMARY

ÜBER UNSERE WINTERAUSGABE

Liebe Leserinnen
Liebe Leser

Das Jahr 2023 endete mit einer dynamisch positiven Entwicklung der globalen Aktien- und Rentenmärkte. Mit einer vorteilhaft positionierten Anlagestrategie gelang es sogar, die herben Verluste aus dem desaströsen Kapitalmarktjahr 2022 auszugleichen. Die grosse Herausforderung für den Anlageerfolg war die enorme Dispersion der Wertentwicklung von unterschiedlichen Marktsegmenten. Regional befeuerten die «glorreichen Sieben» – Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet, Nvidia, Meta Platforms und Tesla – den US-Aktienmarkt. Investoren, die diese Indexschwergewichte nicht ausreichend im Portfolio gewichtet hatten, hatten es schwer, mit dem Gesamtmarkt

mitzuhalten. Der S&P-500-Index in Lokalwährung sprintete somit um 24% nach oben, während chinesische Aktien, gemessen am Hang-Seng-Index, mehr als 13% an Wert verloren – eine ungewöhnlich hohe Divergenz.

Eine positive Überraschung war wiederum der japanische Aktienmarkt. Der Nikkei schoss in Lokalwährung um mehr als 28% nach oben. Die japanische Notenbank hielt als einziger wesentlicher Industriestaat an ihrer Niedrigzinspolitik fest. Gut für die Konjunktur und den Aktienmarkt, aber ein massiver Gegenwind für die Währung. Freuen konnten sich westliche Investoren, wenn

sie ergänzend zu einer Positionierung in japanische Aktien den japanischen Yen gegenüber ihrer Heimatwährung abgesichert hatten.

Als übergeordnetes Thema entspannte sich im Jahr 2023 die Inflationsfront zunehmend. In den Vereinigten Staaten und in Europa geht der Trend in die richtige Richtung. Die Anleiherenditen in US-Dollar und in Euro stiegen allerdings bis Mitte/Ende Oktober weiter an, um plötzlich eine markante Trendwende zu vollziehen. Im Dezember stellte die US-Notenbank die Marktteilnehmer auf Zinssenkungen im Jahr 2024 ein – eine grundlegend neue Ausgangslage für die Rentenmärkte. Zum einen starten wir das Jahr 2024 auf einem erhöhten Zinsniveau, zum anderen dürfen Marktteilnehmer sogar mit Zinssenkungen rechnen, die für zusätzliche Kursgewinne sorgen dürften.

Die Anlageklasse bietet für uns somit neue Chancen und hat relativ zu den Aktienmärkten an Attraktivität gewonnen. Dies spiegelt sich auch in unserer Positionierung für das Kapitalmarktjahr 2024 wider. In den klassisch gemischten Mandaten, die im Schwerpunkt auf den Mix von Aktien und Anleihen setzen, übergewichten wir nun das Rentenportfolio und nutzen damit die zurückgewonnene Diversifikationskraft dieser in der Regel konservativen Anlageklasse.

Die detaillierten Analysen zu unserer Kapitalmarktseinschätzung und Positionierung für 2024 finden Sie in gewohnter Form in dieser Publikation.

Ich wünsche Ihnen viel Spass beim Lesen und ein gesundes und erfolgreiches Jahr 2024!

Mit den besten Grüßen,

Maximilian Hefe
Stellvertretender Chief Investment Officer

MAXIMILIAN HEFELE CFA
STELLVERTRETENDER
CHIEF INVESTMENT OFFICER
UND LEITER DER
VERMÖGENSVERWALTUNG





INSTRUCTIONS NAVALES
1945

E

80
90
100

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 steuern weiterhin auf ein Soft Landing zu. Es bestehen offensichtlich vielfältige globale Probleme: Neben den weiter unten beschriebenen geopolitischen Belastungen bleibt beispielsweise die reale Kaufkraft der Verbraucher unter Druck und die strukturellen Probleme Chinas treten immer deutlicher zu Tage, vor allem im Immobilienbereich. Trotzdem erscheint eine globale Rezession zu diesem Zeitpunkt als eher unwahrscheinlich – auch wenn in bestimmten Ländern, beispielsweise in Deutschland, eine technische Rezession weiterhin Teil unseres Basisszenarios bleibt.

Der Zinsgipfel auf beiden Seiten des Atlantiks ist erreicht. Die Geldpolitik wird jedoch noch eine Weile restriktiv und die Leitzinsen auf einem hohen Niveau bleiben. Weitere Aktionen der Notenbanken werden von der Datenlage abhängen, die sich insbesondere in Europa tendenziell eher verschlechtert. Das Tempo des Bilanzabbaus könnte gesteigert werden und anstelle von Zinserhöhungen als geldpolitisches Mittel an Relevanz gewinnen. Die Terminmärkte erwarten eine erste Zinssenkung durch die Fed und die EZB im Frühling, was uns zumindest bezüglich der Fed als realistisch erscheint.

Geopolitisch ist mit dem unter Führung der Hamas im Oktober aus dem Gazastreifen gestarteten Angriff auf Israel eine Belastung hinzugekommen. Rein ökonomisch scheinen die Auswirkungen des Krieges auf den Ölpreis und das Verbrauchervertrauen in der westlichen Welt entscheidend. Zudem bleibt selbstverständlich der anhaltende russische Krieg gegen die Ukraine relevant. Unsere Grundannahme bleibt, dass Russland davor zurückschrecken wird, ein NATO-Mitgliedsland direkt anzugreifen. Darüber hinaus gilt es die Spannungen zwischen China und Taiwan im Auge zu behalten.

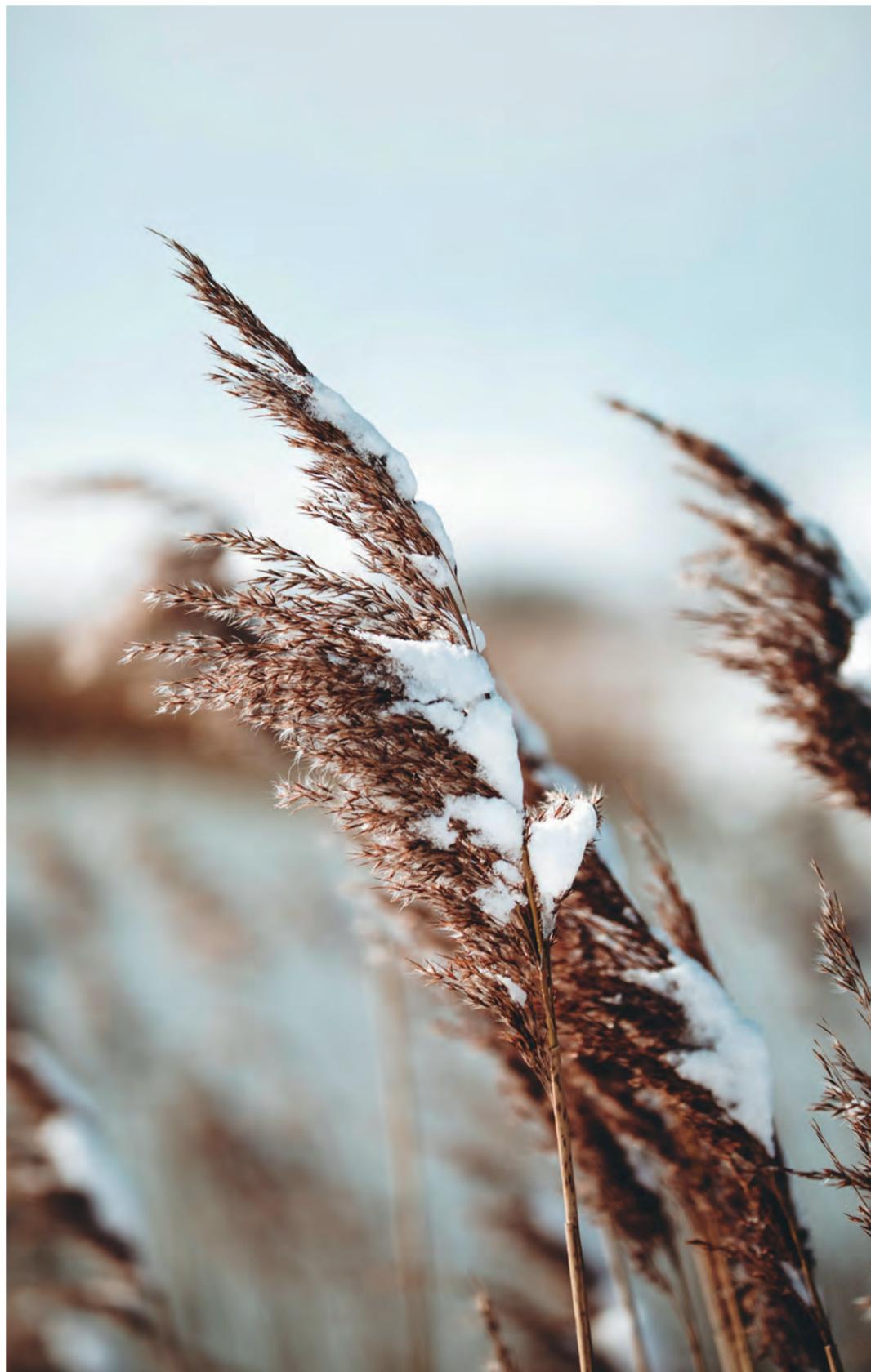
Ansonsten richtet sich der politische Fokus auf die USA. Dort geraten die näher rückenden Vorwahlen zu den Präsidentschaftswahlen immer stärker ins Blickfeld. Folgende Kandidaten scheinen aktuell die besten Chancen zu besitzen: Biden, Newsom und Harris bei den Demokraten und Trump, Haley und DeSantis bei den Republikanern (jeweils in der Reihenfolge der Wahrscheinlichkeiten für die Nominierung als Präsidentschaftskandidat gemäss des Bergos Prediction Market Mix). Hinzu kommt Kennedy als inzwischen unabhängiger Kandidat.

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 : | +0,7% |
| 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 : | +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 : | +4,3% |
| | 2 0 2 3 : | +0,5% |
| | 2 0 2 4 : | +0,7% |
| V E R E I N I G T E S T A A T E N | 2 0 2 2 : | +1,9% |
| | 2 0 2 3 : | +2,5% |
| | 2 0 2 4 : | +1,5% |
| C H I N A | 2 0 2 2 : | +3,0% |
| | 2 0 2 3 : | +5,0% |
| | 2 0 2 4 : | +4,0% |
| J A P A N | 2 0 2 2 : | +0,9% |
| | 2 0 2 3 : | +1,7% |
| | 2 0 2 4 : | +1,0% |

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 : | 2,8% |
| 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 : | 4,2% |
| | 2 0 2 4 : | 2,8% |



W I R T S C H A F T

VOLKSWIRTSCHAFTLICHES UMFELD

VON TILL C. BUDELMANN, CHIEF INVESTMENT OFFICER

Das Jahr 2023 steckte voller Herausforderungen. Die Liste der wirtschaftlichen und politischen Risiken war Ende 2022 lang. Zum Teil waren die Risikoszenarien furchteinflössend. Den USA drohte eine harte Konjunkturlandung, weil die amerikanische Notenbank Fed die Geldpolitik im Kampf gegen die Inflation vehement gestrafft hat. Für Europa konnte eine Gasmangel-lage mit schwerwiegenden wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Folgen nicht ausgeschlossen werden. Bei der Stromversorgung mussten zudem Blackouts oder Brownouts (gezielte Stromabschaltungen, um überlastete Stromnetze zu stabilisieren) befürchtet werden. Politisch galten eine Eskalation des Russland-Ukraine-

Krieges und verschärfte geopolitische Spannungen als grosse Risiken.

Ein Jahr später, zum Jahresbeginn 2024, wissen wir, dass die grossen Risiken mehrheitlich nicht eingetreten sind: In den USA sieht es derzeit eher nach einer sanften Konjunkturlandung als nach einer ausgeprägten Rezession aus. Europa ist ohne Gasmangel-lage oder nennenswerte Stromunterbrechungen durch den Winter 2022/2023 gekommen. Das wirtschaftliche Umfeld war in Europa durchaus schwierig, aber eine schwere Rezession ist erfreulicherweise ausgeblieben. Der Russland-Ukraine-Krieg dauert zwar weiter an und verursacht

nach wie vor grosses menschliches Leid, doch für die Wirtschaft und die Finanzmärkte hat der Krieg einen erheblichen Teil seines Schreckens verloren. Die Wirtschaftsakteure reagieren üblicherweise besonders verschreckt, wenn sich die gewohnten und bewährten politischen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen schlagartig verändern. So war der Ausbruch des Krieges ein echter Schock. Doch nach einer Phase der Anpassung an die neuen Realitäten setzt meist ein gewisser Gewöhnungseffekt ein. Ist der Schock erst einmal verdaut, arrangieren sich die Wirtschafts- und Finanzmarktakteure mit den neuen Realitäten. Manche Sorge, die vor einem Jahr die Wirtschaft lähmte und die Finanzmärkte belastete, spielt heute oft nur noch eine untergeordnete Rolle und wurde in die Hinterköpfe verdrängt – auch wenn die Gefahren noch nicht gänzlich gebannt sind.

Entlastende Faktoren im Fokus

So stellt sich die wirtschaftliche und politische Gemengelage Anfang 2024 erneut sehr herausfordernd dar. Doch viele Akteure geben sich inzwischen krisenerprobt. Beim wirtschaftlichen Ausblick richtet sich der Fokus deshalb eher auf die entlastenden Faktoren, die im Jahresverlauf zumindest einen moderaten Wiederaufschwung erhoffen lassen. Besonders grosse Hoffnung liegt dabei auf den Notenbanken. Da die Inflationsraten fast genauso schnell wieder sinken, wie sie zuvor in die Höhe geschossen waren, hat sich die Überzeugung durchgesetzt, dass bei den Leitzinsen der Zinsgipfel erreicht ist. Die grossen Notenbanken dürften im Laufe des Jahres die Leitzinsen allmählich wieder senken. Derzeit sieht es so aus, als würden die amerikanische Notenbank und die Bank of England die Zinswende etwas früher als die Europäische Zentralbank (EZB) einleiten und die Geldpolitik im Jahresverlauf insgesamt auch etwas stärker lockern als die EZB.

Die grossen Notenbanken dürften mit der geldpolitischen Lockerung beginnen, obwohl die Inflation in den USA, der Eurozone und Grossbritannien im Jahresdurchschnitt 2024 voraussichtlich noch etwa 2,5% bis 3% betragen und damit oberhalb des 2%-Ziels der Notenbanken liegen wird. Die Geldpolitik würde mit dem Lockerungskurs der Wirtschaft wieder etwas mehr Schwung geben.

Realeinkommen steigen dank sinkender Inflation

Unterstützend wirkt sich die steigende Kaufkraft aus. Mit dem kräftigen Rückgang der Inflation fällt die Teuerungsrate unter die Zuwachsrate der Lohneinkommen. Das heisst, dass die Reallöhne wieder steigen und somit die Kaufkraft zunimmt. Damit werden die inflationsbedingten Kaufkrafteinbussen der vergangenen Jahre im Regelfall noch nicht wieder ausgeglichen. Doch die Stimmung der Verbraucher dürfte sich aufhellen, weil die Richtung der Reallohnentwicklung stimmt.

In Europa könnte ab dem Frühjahr der Wiederaufschwung einsetzen. Zu dem Aufschwung sollte beitragen, dass die Lagerkorrektur im verarbeitenden Gewerbe Anfang des Jahres enden könnte. Gesamtwirtschaftlich stellt sich die Lage in Europa und in Deutschland insgesamt etwas besser dar, als die öffentliche Berichterstattung vermuten lässt. Die Diskrepanz zwischen Lage und Wahrnehmung lässt sich mit dem Umstand erklären, dass die Wirtschaft einen tiefgreifenden Strukturwandel durchläuft. Die Digitalisierung und der ökologische Umbau hinterlassen Spuren. Bisher erfolgreiche Geschäftsmodelle geraten unter Druck. Die Verlierer des Wandels werden medial stark beachtet. Dafür entstehen andernorts aber auch neue Geschäftsfelder. Gesamtwirtschaftlich nivellieren

sich die Dinge oftmals. Die hochaggregierten volkswirtschaftlichen Kennzahlen verschleiern deshalb den Anpassungsdruck, dem sich viele Unternehmen derzeit ausgesetzt sehen.

USA: Schwache Konjunktur in der ersten Jahreshälfte

Besonders wichtig für die Weltkonjunktur bleibt die wirtschaftliche Entwicklung in den USA. Im ersten Halbjahr dürfte sich die Konjunktur weiter abkühlen. Die Arbeitslosenquote könnte von 3,7% im November 2023 Richtung 4,5% steigen. Auch wenn das im historischen Vergleich immer noch eine niedrige Arbeitslosenquote wäre, könnte es die Notenbank zum Anlass nehmen, die Konjunktur mit Zinssenkungen wieder anzukurbeln. Mit etwas Glück kann der Wirtschaft in der ersten Jahreshälfte noch ein Miniwachstum gelingen, bevor die Konjunktur in der zweiten Jahreshälfte wieder anzieht. Allerdings wird sich das Wachstum des Bruttoinlandsproduktes in den ersten beiden Quartalen voraussichtlich so dicht an der Nulllinie bewegen, dass es nicht viel braucht, um die Wachstumsraten in den ersten beiden Quartalen in den negativen Bereich zu drücken. Eine technische Rezession liegt damit im Bereich des Möglichen.

Auch in der Eurozone ist das Wachstum so schwach, dass schon leichte Störungen die technische Rezession bis in das Frühjahr verlängern können. In der Sache macht es kaum einen Unterschied, ob die Wirtschaft zwei Quartale in Folge ganz leicht wächst oder ganz leicht schrumpft. Für die Medien – und damit auch für die öffentliche Wahrnehmung – ist es jedoch ein grosser Unterschied, weil die Berichterstattung gegebenenfalls durch das Schlagwort der Rezession geprägt würde.

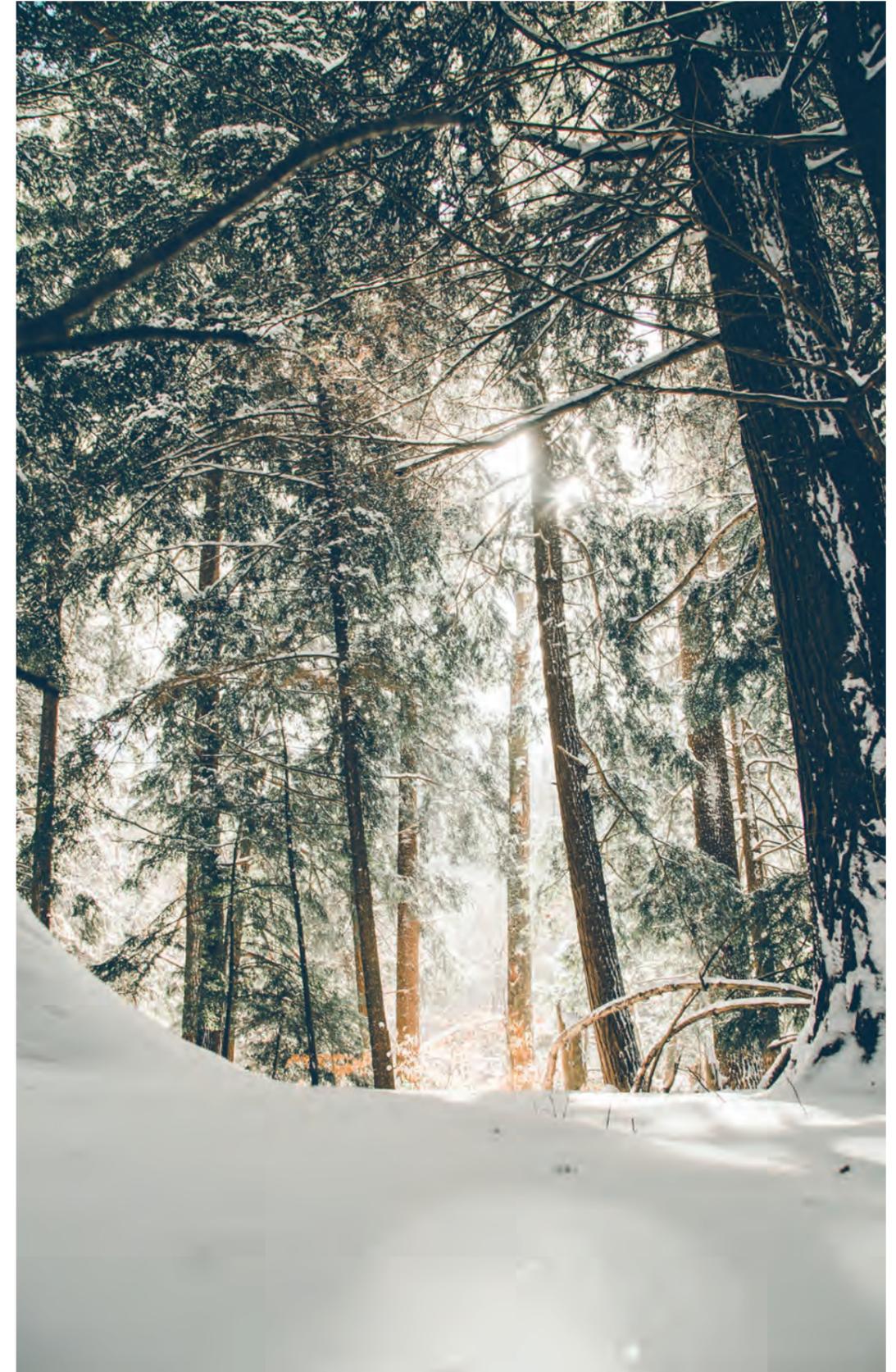
Risiken: Inflation, China, US-Wahlen

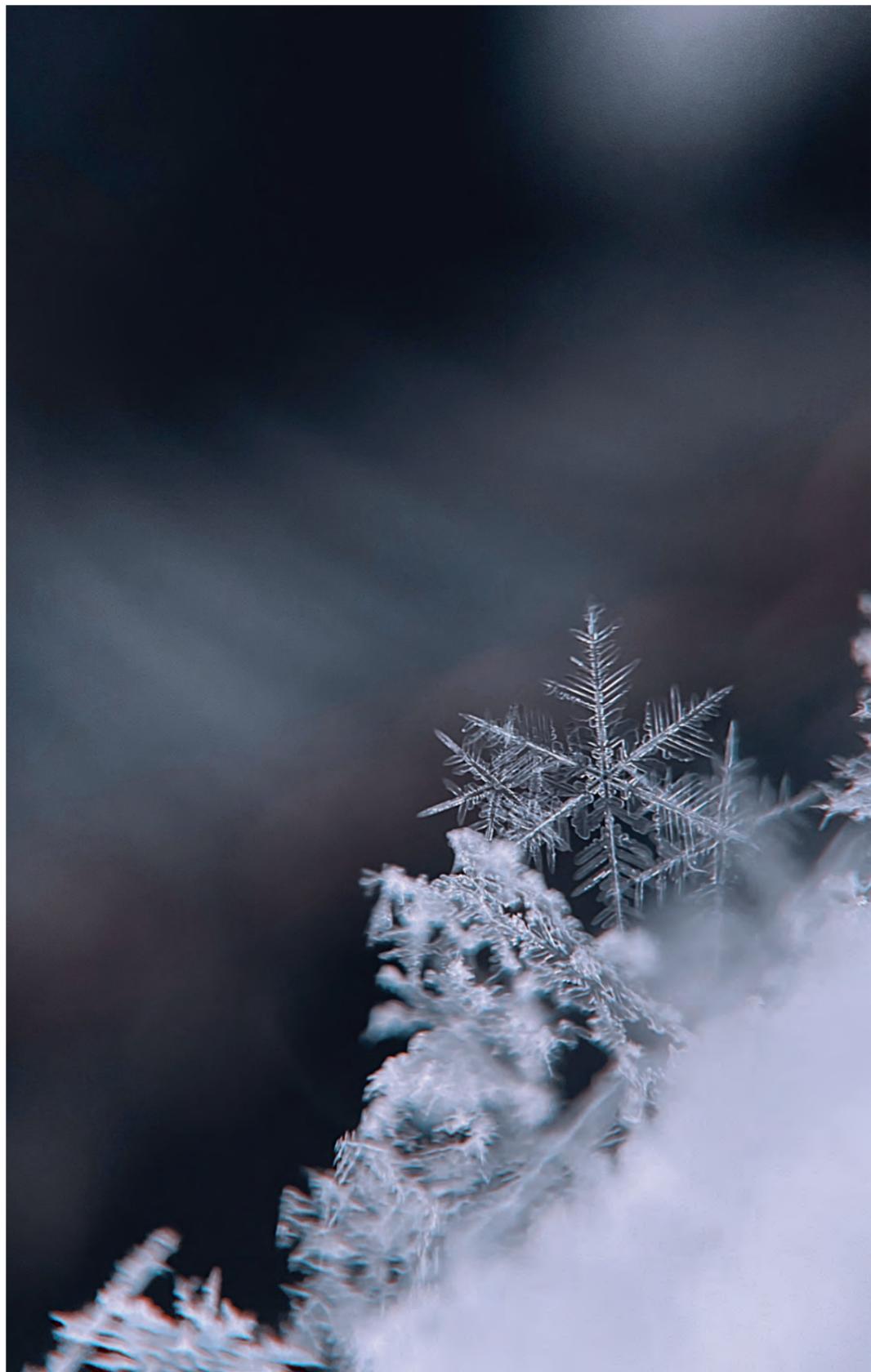
Was sind die grössten Risiken für den Konjunkturausblick? Unsere moderat positive Einschätzung hängt massgeblich davon ab, dass die Zentralbanken die geldpolitischen Zügel in diesem Jahr lockern können. Dafür darf die Inflation aber nicht erneut zu stark aufflackern. Dies könnte geschehen, wenn die Energiepreise abermals anziehen. Vor allem stellen starke Lohnerhöhungen, die die Unternehmen dazu veranlassen, ihre Preise weiter anzuheben, ein Risiko dar. Noch ist es jedenfalls zu früh, die Inflation für endgültig besiegt zu erklären.

China – der einstige Wachstumsmotor der Weltwirtschaft – bleibt ein Risikofaktor. Das chinesische Wachstum ist nach dem Ende der rigiden Corona-Politik wieder angesprungen. Doch von den hohen Wachstumsraten der Vergangenheit bleibt China weit entfernt. Die geld- und fiskalpolitischen Instrumente sind zunehmend stumpf, und der Immobiliensektor ist ein latentes Risiko. Zudem hat das Wirtschaftswachstum für China nicht mehr die höchste Priorität. Wenn politische Ziele nicht anders zu erreichen sind, nimmt China gegebenenfalls Wachstumseinbussen in Kauf. Somit gibt es auch keine Garantie, dass China den Taiwan-Konflikt aus eigenen wirtschaftlichen Interessen nicht weiter eskalieren lassen wird.

Schliesslich findet am 5. November 2024 die Präsidentschaftswahl in den USA statt. Läuft es erneut auf das Duell Joe Biden vs. Donald Trump hinaus? Schon aufgrund des hohen Lebensalters der beiden Kandidaten gehen mit der Präsidentschaftswahl erhebliche Unwägbarkeiten einher. Für die Finanzmärkte und die politischen Beobachter wäre insbesondere die Wiederwahl von Donald Trump relevant. Aus wirtschaftlicher Sicht wäre ein Präsident Donald

Trump wohl weniger aufregend als zu Beginn seiner ersten Amtszeit. Viele Massnahmen, die damals als Tabubrüche eingestuft wurden, hat Joe Biden fortgeführt – zum Beispiel die harte Haltung gegen China oder den Schutz der heimischen Industrie. Auch international gab es eine Abkehr von der liberalen Wirtschaftsordnung und ein Comeback staatlicher Industriepolitik. Eine Rückkehr Donald Trumps wäre deshalb weniger aus wirtschaftlicher Sicht ein grosses Risiko. Die brisante Frage ist, wie sich die USA unter Donald Trump geopolitisch positionieren würden. Blieben die Vereinigten Staaten die verlässliche Schutzmacht für Europa?





A K T I E N

BEGRENZTES POTENZIAL FÜR GLOBALE AKTIEN ZUM JAHRESSTART

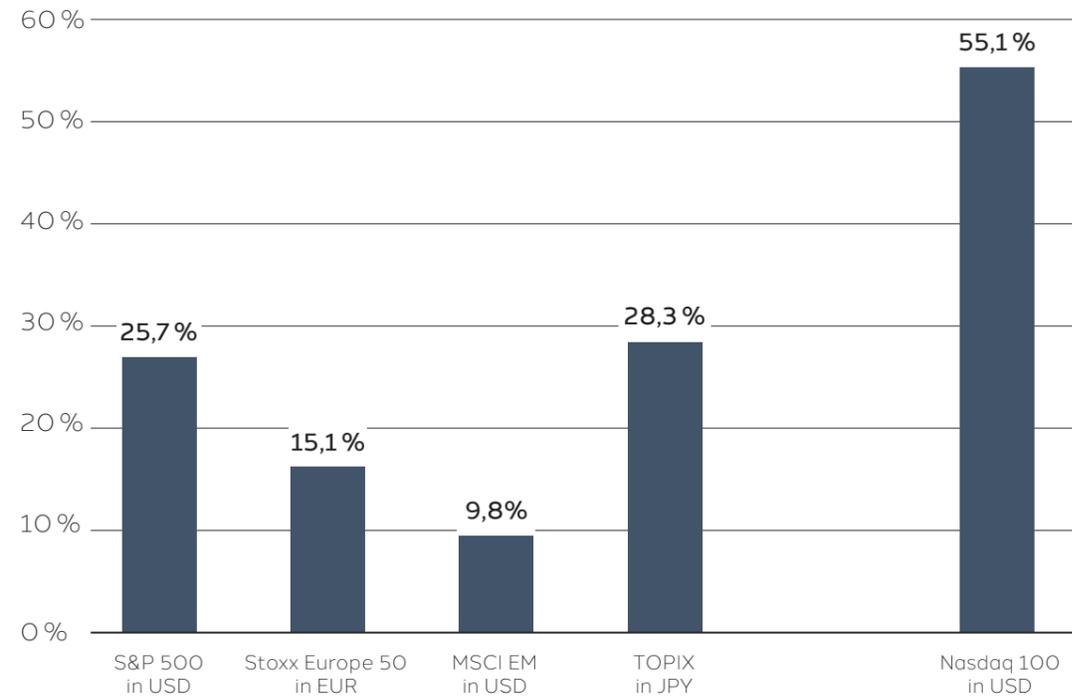
VON FREDERIK CARSTENSEN

Das vierte Quartal war insgesamt ein erfreuliches für die Assetklasse Aktien. Nachdem die weltweiten Indizes noch im Oktober angesichts geopolitischer Sorgen und steigender Zinsen nachgaben, gab es im November – einem der historisch saisonal besseren Aktienmonate – eine technische Gegenbewegung der überverkauften Märkte. Begünstigt durch schwächere US-Wirtschafts- und Inflationszahlen und die Erwartung, dass die Zinssätze nicht nur ihren Höchststand erreicht haben, sondern 2024 auch bald gesenkt werden könnten, konnten Aktien teilweise kräftig zulegen. Die Kombination aus fallender Volatilität und einer eher pessimistischen Anlegerstimmung

befeuerte die Kurse zusätzlich. Der MSCI World Index stieg im vierten Quartal um 6,8% und insbesondere US-Aktien verzeichneten erneut kräftige Zuwächse. Der S&P 500 beendete das Jahr nur knapp unter seinem Anfang 2022 erreichten Rekordhoch.

Zentralbank- und Geopolitik bleiben auch 2024 im Fokus

Für 2024 vertritt die Mehrheit der Investoren und Marktstrategen eine sehr einheitliche Meinung: Die sanfte Landung der US-Wirtschaft gelingt im ersten Halbjahr 2024, die US-Notenbank



Entwicklung der globalen Aktienmärkte in 2023

Quelle: Bloomberg, Bergos, Performance per 31.12.2023 und inkl. Dividenden

Fed senkt die Zinsen ab dem zweiten Quartal, Anleiherenditen und der US-Dollar geben nach und die Renditekurven versteilern sich. Gibt es dann Aussicht auf einen Aufschwung, stützt dies die Aktienmärkte (vor allem im zweiten Halbjahr) und verspricht positive, einstellige Renditen.

Diesen verhalten konstruktiven Aussichten stehen Unsicherheiten und Risiken gegenüber, die beobachtet werden müssen. Dazu zählen neben dem anhaltenden Russland-Ukraine-Krieg der Kampf in Nahost sowie strukturelle Probleme in China. Zudem gilt es die Spannungen zwischen Taiwan und China im Auge zu behalten. Ebenso sollten die Präsidentschaftswahlen in den USA und die vorangehenden Vorwahlen die Märkte in diesem Jahr beschäftigen. Dementsprechend dürfte die Volatilität wieder ansteigen.

Erwartetes Gewinnwachstum wie immer zu optimistisch

Die starke Aktienmarktentwicklung im Jahr 2023 war in erster Linie bewertungsgetrieben. So steht das Kurs-Gewinn-Verhältnis der nächsten 12 Monate für den S&P 500 nun wieder bei 20 und damit oberhalb des historischen Durchschnitts von 17. Auch im Vergleich zu Anleihen erscheinen Aktien aktuell nicht besonders attraktiv. Das Yield Gap, also der Abstand zwischen der Gewinnrendite von Aktien und der Rendite von zehnjährigen Anleihen, ist im Jahresverlauf immer weiter gesunken. In den USA liegt es inzwischen deutlich unter dem historischen Durchschnitt. Weiteres Kurspotenzial müsste also vorwiegend von den Unternehmensgewinnen kommen.

Nach einer Gewinnstagnation im Jahr 2023 erwartet der Konsensus ein Wachstum der globalen Gewinne von etwa 9% für 2024. Das halten wir aus mehreren Gründen für zu ambitioniert. Das Wirtschaftswachstum dürfte sich im ersten Halbjahr abschwächen. Immer noch erhöhte Lohninflation und steigende Refinanzierungskosten der Unternehmen zusammen mit der nun stärker einsetzenden Disinflation dürften das Gewinnwachstum limitieren. Entsprechend rechnen wir eher mit einem globalen Gewinnwachstum im mittleren einstelligen Bereich.

Neutrale Gesamtquote; USA, Japan und Indien präferiert

Nach der starken Bewegung im vierten Quartal erachten wir das weitere Potenzial sowohl nach oben (Bewertungen, Unternehmensgewinne,

optimistische Anlegerstimmung) als auch nach unten (Positionierung nicht extrem, Zentralbanken wohl unterstützender) für begrenzt. Eine Konsolidierung im ersten Halbjahr nach der starken Rallye seit Oktober 2023 angesichts sich abkühlender Wirtschaftsdaten scheint nicht unwahrscheinlich. Wir halten daher vorerst weiter an unserer neutralen Gesamtquote fest.

Aus regionaler Sicht bevorzugen wir nach wie vor die USA und Japan gegenüber Europa und den Schwellenländern. Die USA zeigen sich wirtschaftlich robuster als Europa. In Japan stützt die vergleichsweise lockere Geldpolitik den Aktienmarkt. Während hier bislang eine Währungsabsicherung von Vorteil war, dürfte diese künftig nicht mehr nötig sein. Wir denken, die deutliche Yen-Abwertung der vergangenen Jahre ist beendet. Gegenüber dem Euro dürfte



Wachstumswerte mit deutlicher relativer Stärke in 2023

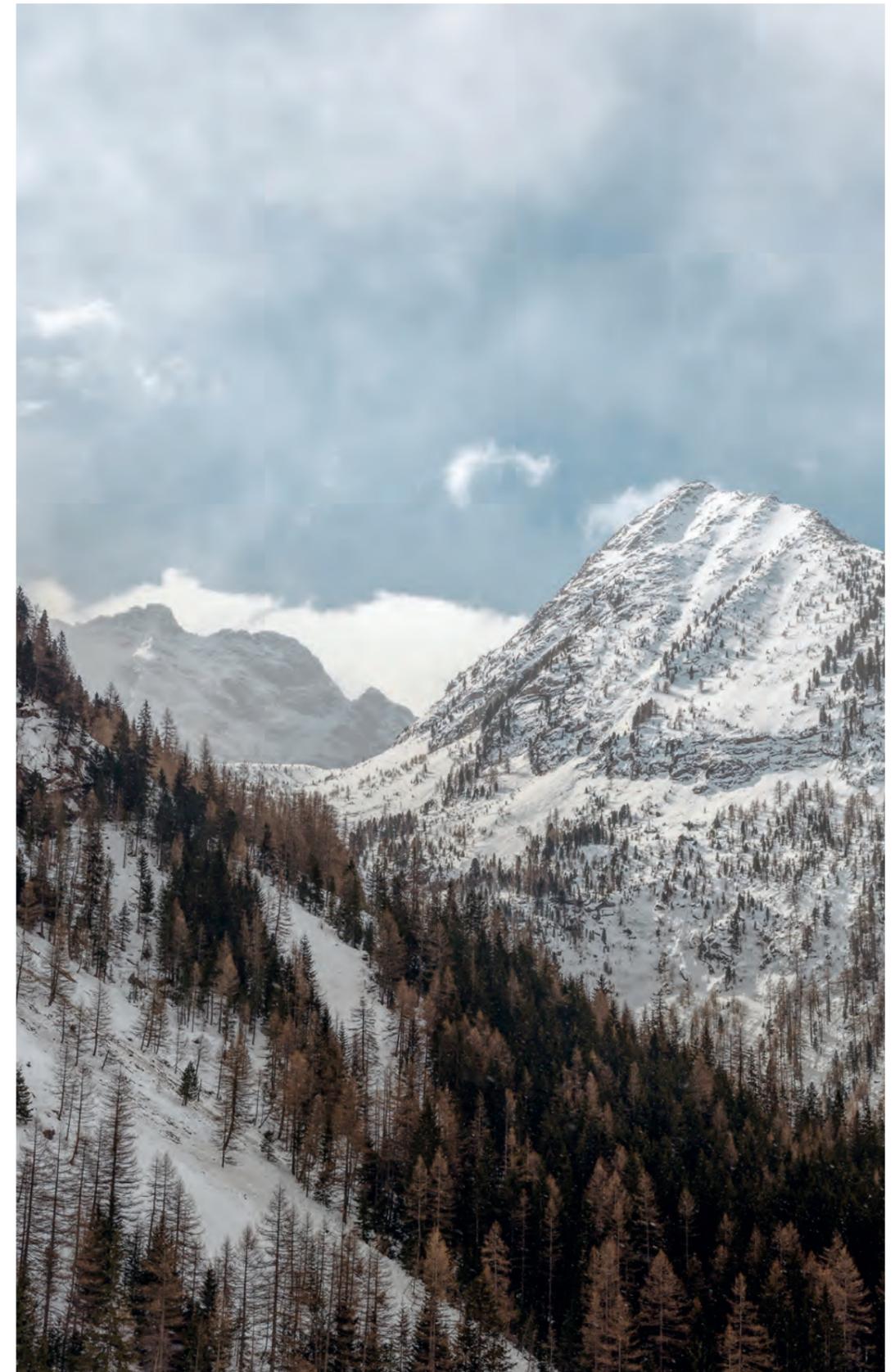
Quelle: Bloomberg, Bergos, Daten per 31.12.2023

die japanische Währung 2024 stabil bleiben, gegenüber dem US-Dollar sogar leicht aufwerten. Die Aktienmärkte der Schwellenländer betrachten wir insgesamt weiterhin mit Skepsis, besonders die chinesischen Börsen. Positiver sehen wir Indien, das mit starkem Wirtschaftswachstum und überproportionalem Gewinnwachstum überzeugt.

Chancen für europäische Nebenwerte

Unterhalb der Oberfläche war die Marktbreite im letzten Jahr sehr gering. Wenige hochkapitalisierte Unternehmen («Glorreichen 7») machten einen Grossteil der Gesamtmarktentwicklung 2023 aus. 2024 dürfte die Marktbreite wieder ansteigen und damit die Nachzügler von 2023 Aufholpotenzial besitzen. Dafür spricht, dass die «Glorreichen 7» bereits enorme Zuflüsse gesehen haben und sowohl die Bewertungen als auch das Gewinnwachstum teilweise sehr ambitioniert erscheinen. Nachdem wir das ganze Jahr 2023 stark auf Titel aus dem Segment «US Ultra Large Cap Quality Growth» gesetzt hatten, haben wir zuletzt US-Technologietitel zurückgestuft und bevorzugen jetzt eine ausbalancierte Aufstellung bei Value- und Growth-Titeln.

Aus antizyklischer Perspektive sehen wir besondere Kurschancen bei kleineren Werten, speziell bei europäischen Small Caps. Viele dieser Aktien weisen inzwischen eine massive Unterbewertung auf, die sich zum Teil abbauen dürfte. Sie preisen einen Wirtschaftsabschwung bereits ein und sind in internationalen Portfolios unterrepräsentiert. Sollte sich das europäische Wachstum ab dem zweiten Quartal 2024 wieder beschleunigen, dürften nicht nur die Gewinne, sondern auch die Bewertungen europäischer Unternehmen steigen. Vor allem die tendenziell zinssensitiven Nebenwerte haben relatives Aufholpotenzial und dürften überproportional profitieren. Wir sehen dies als grosse Opportunität für 2024 an.





A N L E I H E N

DER WEG ZU EINERBEEINDRUCKENDEN JAHRESENDRALLY

VON CHRISTOPH JUNG

Noch im Oktober war an den internationalen Anleihenmärkten eine gewisse Unsicherheit auszumachen. Zum einen gab es die Besorgnis über weitere geopolitische Risiken nach dem Ausbruch des Konfliktes im Nahen Osten, zum anderen – und dies war der Haupttreiber – verstärkten die weiterhin relativ guten Wirtschaftsdaten, insbesondere aus den USA, die Befürchtung, dass die Zinsen längerfristig steigen könnten. So setzte sich die Versteilung der US- und auch der europäischen Zinsstrukturkurven fort, und die negative Differenz von 10-jährigen zu 2-jährigen Treasury-Renditen schmolz dahin. Getrieben war dies vor allem durch das lange Ende der Zinsstrukturkurve. Die Renditen 10-jähriger

US-Treasuries stiegen beispielsweise gar kurz über die Marke von 5% – ein Wert, der zuletzt im Jahr 2007 zu beobachten war. Die höheren längerfristigen Kreditkosten zeigten sich auch an anderen Orten. So erreichte der durchschnittliche Zinssatz für 30-jährige Hypotheken in den USA mit 7,9% den höchsten Stand seit 2000. In Europa war die Bewegung ähnlich, die Renditen von zehnjährigen italienischen BTPs stiegen auch annähernd auf 5% und die 10-jährige deutsche Bundesanleihe auf fast 3%. Die Kreditrisikoprämien wurden durch die steigenden Zinsen und die durchwachsene Ertragsaison eher belastet.

Dann kam ein Wendepunkt im November, und der Start einer regelrechten Bond-Rally wurde ausgelöst durch erste «taubenhafte» Töne auf der November-Sitzung des Offenmarktausschusses der US-Notenbank. Gestützt auf die aktuellen Makrodaten liess die US-Notenbank Anfang November ihren Leitzins unverändert in einer Bandbreite von 5,25% bis 5,5%, und auch die Europäische Zentralbank liess den Zinssatz für die Einlagefazilität nach einer Reihe von Zinserhöhungen unverändert bei 4%. Beide Institutionen signalisierten eine Abkehr von einem aggressiven Zinserhöhungszyklus hin zu einer stabileren Politik, auch wenn sie zu diesem Zeitpunkt die Zinssätze auf absehbare Zeit auf einem restriktiven Niveau halten werden. Des Weiteren war ein ausgeprägter disinflationärer Trend auszumachen. Nennenswert ist hierbei insbesondere die für Oktober publizierte Kernteuerung der Eurozone, die mit 2,9% von 4,3% deutlich sank, und in den USA meldete man einen Anstieg des Verbraucherpreisindex im Oktober auf nur noch 3,2% gegenüber dem Vorjahr. Der Markt passte sich an die neue Situation an, und die Renditen von US- und europäischen Staatsanleihen sind gefallen. Man fing auch an zu antizipieren, dass die Fed und die EZB die Zinssätze früher als ursprünglich angedeutet senken werden. Die Fed zog im Dezember nach und wechselte zu einer Ausrichtung, die Zinssenkungen im Jahr 2024 vorsieht. Die von der Fed veröffentlichten Prognosen auf dem sogenannten «dot plot»-Chart zeigen, dass die Zentralbank die Zinssätze bis Ende 2024 auf durchschnittlich 4,6% senken wird, was einer Straffung von drei Viertelpunkten entspricht. Zudem hat die Fed auch ihre Inflationsprognose für 2024 von 2,6% auf 2,4% angepasst. Die EZB gab sich in ihrer Rhetorik weniger zuversichtlich und wagte keine Aussagen zu Zinssenkungen, belass sie auch die Leitzinsen unverändert bei 4%. Am Ende des Monats Dezember gingen die

Märkte davon aus, dass die US-Leitzinsen bis Ende 2024 auf 3,75% bis 4% zu liegen kommen. Dies sind immerhin mit sechs Zinssenkungen doppelt so viel, als die Fed vorsieht. Für Europa rechnet man sogar mit sieben Zinssenkungen auf 2,25%.

Im Sog dieser Dynamik schlossen die Renditen für 10-jährige US-Staatsanleihen, welche noch Mitte Oktober an der 5%-Marke kratzten, mehr oder weniger gleich wie zu Beginn des Jahres bei rund 3,9%, die 10-jährigen deutschen Staatsanleihen sanken vom Hoch insgesamt um etwas weniger als 1% auf rund 2% und die Renditen für 10-jährige Eidgenossen schlossen bei 0,7%. Allein in den letzten zwei Monaten hat der Bloomberg Global Aggregate Bond Index in USD (LEGATRUU-Index) einen Total Return von 9,4% erzielt – im Jahresverlauf waren es dann 5,72%.

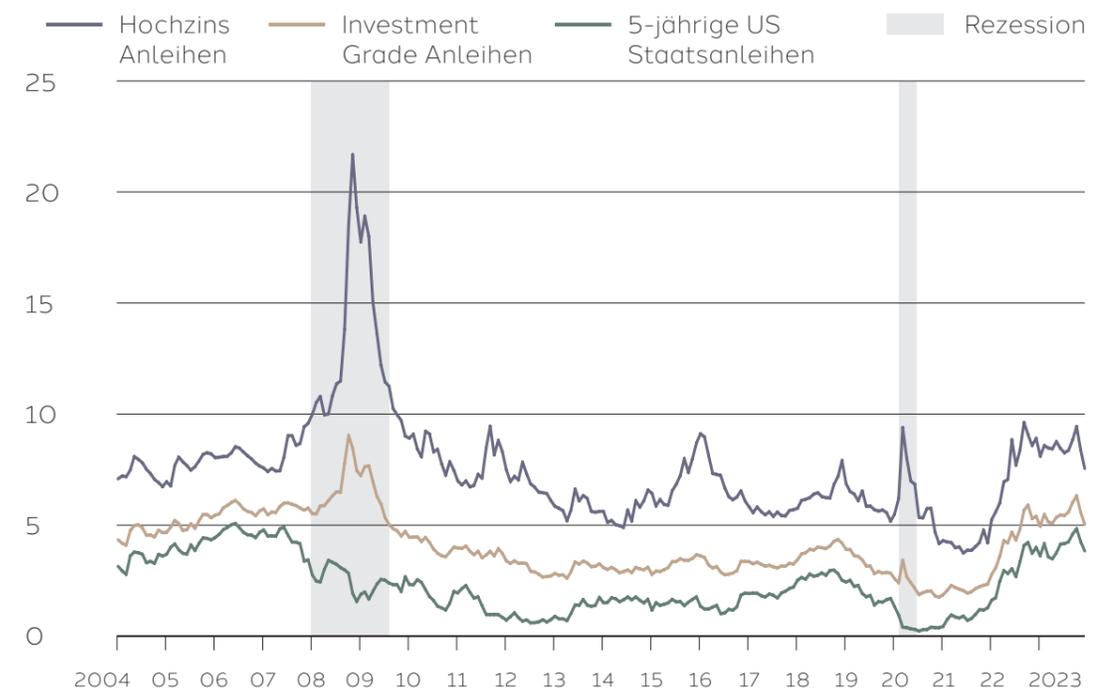
Noch zu früh, um den Sieg gegen die Inflation zu erklären

Die Zentralbanken müssen sich davor hüten, zu früh den Sieg zu verkünden. Den Anstieg der Inflation haben sie zu spät gesehen oder lange gar nicht erkannt, deshalb ist nun ein vorsichtiges Vorgehen seitens der Zentralbanken nachvollziehbar, um auch Zweifel an ihrer Glaubwürdigkeit im Keim zu ersticken und ihren Willen, die Inflation zu bekämpfen, möglichst allen klarzumachen. Wir sehen zwei treibende Kräfte. Zum einen ziehen die sinkenden US-Warenpreise die Inflation nach unten, da sich die pandemiebedingten Schwankungen bei den Ausgaben abschwächen und die Lieferketten wieder funktionieren. Zum anderen sehen wir den robusten Arbeitsmarkt, der doch für ein hartnäckig hohes Lohnwachstum für 2024 sorgen könnte.

In einem kürzlich erschienenen Arbeitspapier des IWF mit dem Titel «One Hundred Inflation

Shocks: Seven Stylized Facts» wurden über 100 Inflationsschocks in 56 Ländern seit den 1970er-Jahren aufgezeigt, darunter über 60 Episoden im Zusammenhang mit den Ölkrisen 1973–79. Interessanterweise wurde die Inflation nur in 60 Prozent der Fälle innerhalb von fünf Jahren wieder auf das gewünschte Niveau gesenkt, und die meisten ungelösten Fälle konnten in den Zusammenhang mit «verfrühtem Feiern» gebracht werden, wobei die Inflation zunächst zurückging und dann auf einem hohen Niveau verharrte oder wieder anstieg. Die Länder, die das Inflationsproblem behoben haben, verfolgten eine straffere Geldpolitik und setzten die restriktiven Massnahmen im Laufe der Zeit konsequenter um. Die wichtige Frage für die Zentralbanken wird sein, wie lange sie die Geldpolitik restriktiv halten müssen,

um sicher zu sein, dass sich die Inflation auf einem nachhaltigen Weg zurück zu 2% befindet. Aktuell ist der Markt wohl zu optimistisch, aber wir sehen es als realistisch an, dass im Frühjahr die erste Senkung seitens der Fed und dann anschliessend mit einer kleinen Verzögerung der EZB kommen wird, und wir erwarten eine Normalisierung der Zinsstrukturkurve. In dem sich abzeichnenden Szenario bieten hochwertige festverzinsliche Strategien unserer Ansicht nach 2024 sowohl aus relativer als auch aus absoluter Perspektive eine überzeugende Chance. Daher haben wir die Anlageklasse Fixed Income im Rahmen unserer Multi-Asset-Strategien auf eine höhere Gewichtung angepasst. Zudem haben wir die Zinssensitivität (modifizierte Duration) und die Qualität in unseren Portfolios konsequent erhöht.



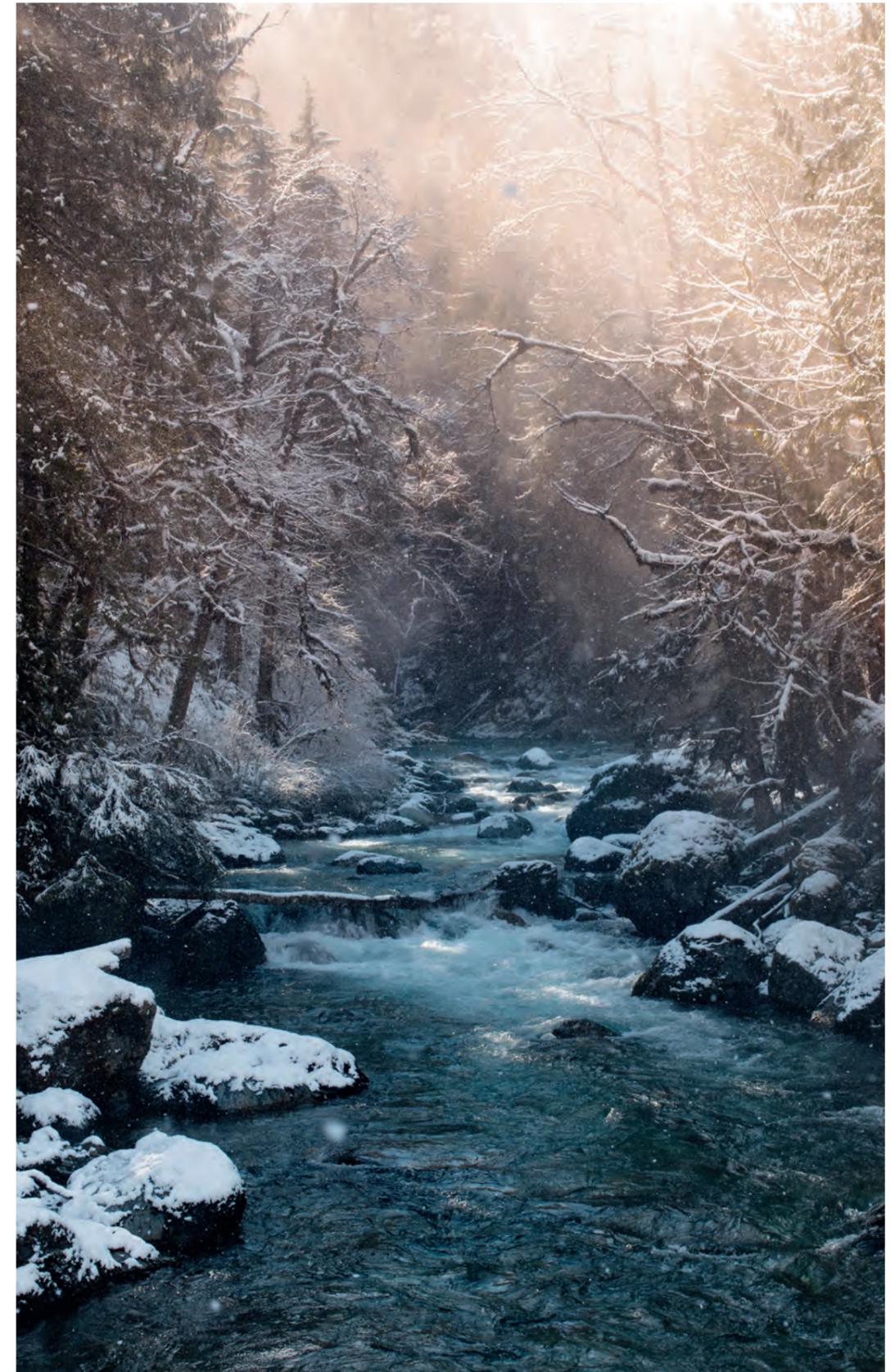
USD Rendite in %
Quelle: Bloomberg, Darstellung von Bergos AG

Wir setzen auf Qualität im Investment-Grade-Bereich sowie auf Schwellenländer

Kreditnehmer der Unternehmen spüren bereits die Auswirkungen der erhöhten Zinssätze, und auch die Erosion der Gewinnspannen wird immer deutlicher. Insbesondere Unternehmen aus den verbrauchernahen Sektoren wie Konsumgütern sowie Medien und Unterhaltung sind auf robuste Verbraucherausgaben angewiesen – die aufgrund von Inflation und hohen Zinsen unter Druck stehen. Eine weitere Erosion der Margen aufgrund des schwächeren Wachstums hätte wahrscheinlich längerfristige Auswirkungen und würde zu einem Anstieg der Arbeitslosigkeit führen. Die Ausfälle liegen in den USA und in Europa bereits über dem historischen Durchschnitt und dürften 2024 weiter zunehmen. S&P Global Ratings geht nun davon aus, dass die Ausfallraten für spekulative Anleihen in den USA und Europa spürbar ansteigen werden. Wie aus der folgenden Abbildung hervorgeht, erhöhen sich die Kreditrisikoprämien bei einem wirtschaftlichen Abschwung. Vor allem im Hochzinssegment steigen die Kreditrisikoprämien stark an und übersteigen den Effekt einer tieferen Zinsstrukturkurve bei Weitem. Wir konzentrieren uns im Allgemeinen auf defensive, qualitativ hochwertige Schuldner und bevorzugen nicht-zyklische Titel gegenüber zyklischen. Aktives, selektives Vorgehen ist in dieser Phase von grosser Bedeutung. Das Hochzinssegment ist vulnerabel, und wir bleiben da angesichts der Kompensation, wenn wir die tiefe Kreditrisikoprämie anschauen, lieber vorsichtig.

Kuponerträge sind der wichtigste Treiber für die bisherige Performance von Schwellenländeranleihen in Hartwährung. Das grössere Carry-Polster ermöglicht es den Gläubigern, ungünstige Entwicklungen bei Spread und Duration besser zu verkraften. Wir glauben,

Anleihen aus Schwellenländern dürften sich 2024 weiterhin gut entwickeln, nicht zuletzt, weil man auf die «weiche Landung» der USA setzt. Wichtige Zentralbanken in den Schwellenländern werden sehr wahrscheinlich 2024 mit ihren Zinssenkungen weitermachen (Brasilien, China, Chile, Ungarn, Peru und Polen); der Beitrag der Carry-Renditen in Lokalwährung dürfte folglich im Verlauf von 2024 deshalb abnehmen.





ALTERNATIVE INVESTMENTS

ALTERNATIVE CREDIT & PRIVATE DEBT WEITERHIN EINES DER ATTRAKTIVSTEN
MARKTSEGMENTE IM AKTUELLEN UMFELD

VON SOUMAILA TÉKÉTÉ

Der Markt für alternative und private Kredite wächst weiterhin und bietet auch zum Start des neuen Jahres sehr attraktive Konditionen. Das Segment bleibt für Investoren, die sich am Zinsertrag orientieren, somit hochinteressant. Die Anlageklasse profitiert dabei im derzeitigen Umfeld von unterschiedlichen Entwicklungen. Alternative Kredit- und Private-Debt-Investitionen gewinnen an Bedeutung, da sie die wachsende Nachfrage nach Unternehmensfinanzierungen ausserhalb der üblichen Bankfinanzierungswege bedienen können. Investoren haben in Verhandlungen mit finanzierungssuchenden Unternehmen aufgrund

der aktuellen Marktgegebenheiten eine starke Verhandlungsposition und können somit sehr vorteilhafte Konditionen erzielen. Der Markt für private Kreditvergabe bleibt somit gesamthaft ein sehr vielversprechendes Segment für Investoren.

Gold im vierten Quartal wieder gefragt

Die Goldnotierungen legten im vierten Quartal des vergangenen Jahres eine regelrechte Rally hin. Neben dem Krieg in Gaza, der zu einem Anstieg der geopolitischen Risikoprämien führte, waren hierfür insbesondere auch die veränderten Markterwartungen hinsichtlich der künftigen

Zentralbankpolitik verantwortlich. So stellen die deutlich rückläufigen Marktzinsen eine sehr starke Unterstützung für Gold dar, da die entgangenen Opportunitätskosten für das Halten einer unverzinsten Goldposition somit rückläufig sind. Aus technischer Sicht hat der Goldpreis jüngst mehrere Anläufe gestartet, die seit dreieinhalb Jahren bestehende Handelsspanne nach oben zu durchbrechen. Dies ist bisher noch nicht nachhaltig gelungen – so befindet sich Gold abermals im oberen Bereich der genannten Handelsspanne, obwohl im Intraday-Handel zwischenzeitlich bereits neue Allzeithochs verzeichnet wurden. Für einen klaren Ausbruch bedarf es aber wahrscheinlich weiterer fundamentaler Impulse.

Darüber hinaus kann auch eine weitere Eskalation der Situation im Mittleren und Nahen Osten nicht gänzlich ausgeschlossen werden. Ein damit einhergehendes mögliches Stagflationsszenario mit weitreichenden Lieferketten- und Energieversorgungsstörungen und rapide steigender Risikoaversion stellt gewissermassen das extreme Randszenario dar, gegen das sich die Marktteilnehmer vereinzelt mit Goldpositionen absichern wollen. Die klassische Rolle von Gold als sicheren Hafen hat daher in letzter Zeit für die Anleger wohl an Attraktivität gewonnen, auch wenn sich dies noch nicht direkt in Form steigender ETF-Holdings ersichtlich gemacht hat.

Wir gehen davon aus, dass die Volatilität am Goldmarkt vorerst hoch bleiben dürfte. Mit den rückläufigen Erwartungen an das Zinsniveau bleibt aber auch das weitere Kurspotenzial bestehen. Dies gilt insbesondere für den Fall tatsächlich einsetzender Leitzinssenkungen durch die Fed. Demgegenüber besteht aber auch weiterhin die Gefahr erneut anziehender Inflation, die ihrerseits das Potential für Leitzinssenkungen vorerst zunichtemachen könnte.

Rohstoffausblick: Der Ölpreis dürfte bis auf Weiteres volatil bleiben

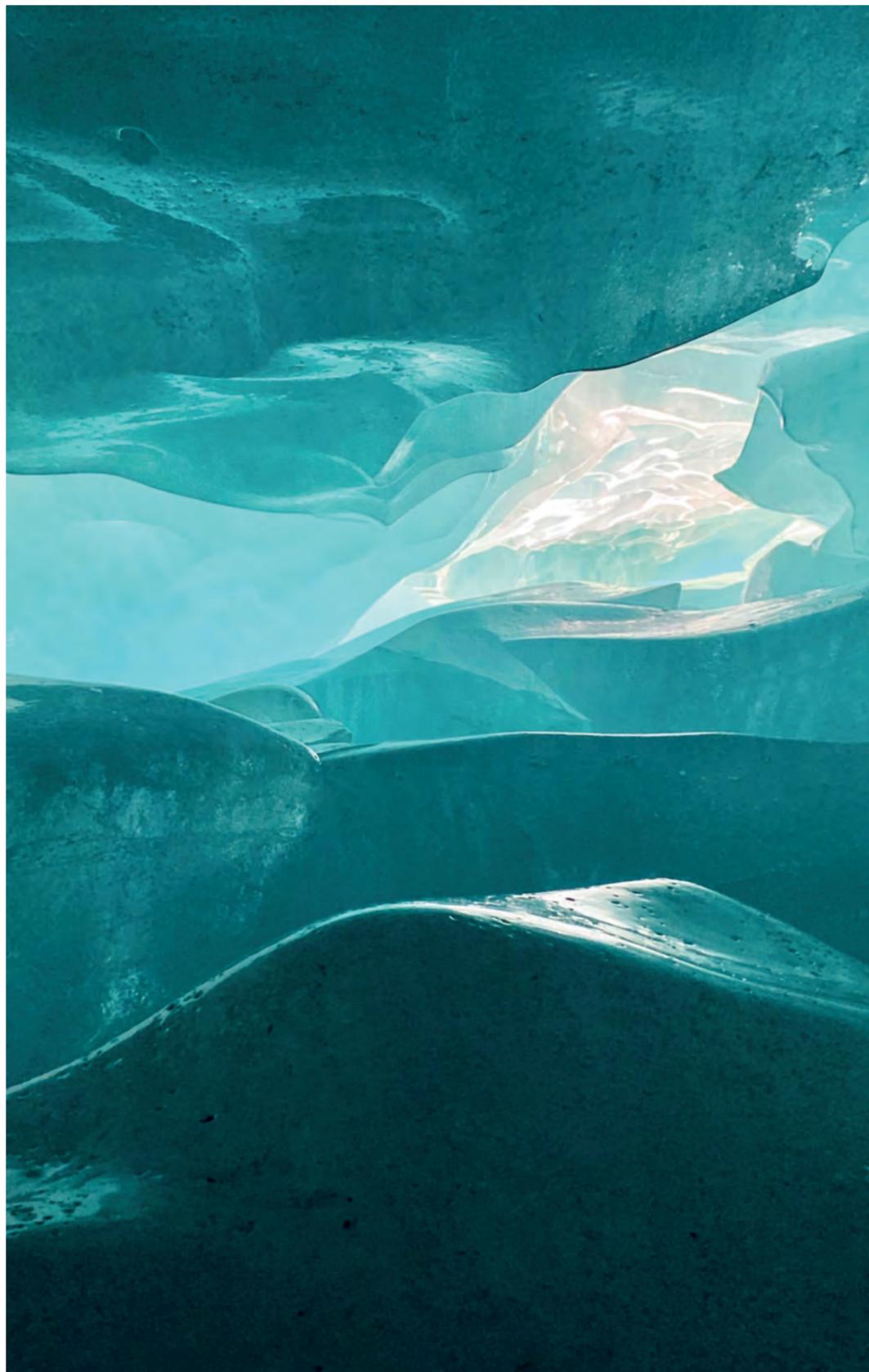
Nachdem die Notierungen für Rohöl im Zuge des Kriegsausbruchs in Gaza anfänglich auf Niveaus um die 90 USD pro Fass gestiegen waren, kam es seither trotz des anhaltenden Krieges und entgegen den Erwartungen vieler Marktteilnehmer tatsächlich zu einem Preisrückgang. So befinden sich die Kurse bei Werten um die 70 USD somit wieder ungefähr auf den Niveaus der Sommermonate.

Aus fundamentaler Sicht spricht tatsächlich einiges für schwächere Kurse. So sind die Lagerbestände zuletzt weiter gestiegen – so auch die Gesamtproduktion seitens OPEC- und Nicht-OPEC-Ländern. Mit der saudischen Aramco hat zudem der grösste OPEC-Exporteur jüngst seine Preise für wichtige Rohölsorten im asiatischen Raum deutlich gesenkt, was auf eine Schwächephase auf der Nachfrageseite hindeutet. Diese negativere fundamentale Lage hat dazu geführt, dass die Notierungen trotz der geopolitischen Situation wieder gefallen sind.

Die Gefahr einer möglichen weiteren geografischen Ausweitung des Konfliktes in Gaza bleibt aber leider real, wie die Ereignisse der jüngsten Wochen nochmals verdeutlicht haben. Somit bleibt auch ein gewisses Risiko für mögliche exogene Schocks und entsprechende Preisausschläge bestehen. Aufgrund dieser Gemengelage gehen wir davon aus, dass die Volatilität am Rohölmarkt über die erste Hälfte des Jahres hinweg hoch bleiben wird und viel Augenmerk auf das nächste OPEC-Meeting im Februar gerichtet werden dürfte. Die Terminkurve befindet sich hierbei weiterhin in «Backwardation» das heisst, Kontrakte mit einem baldigen Ausübungsdatum sind deutlich teurer als lange Kontrakte mit Ausübungs-

anspruch in ein bis zwei Jahren. Für spekulative Anleger ist diese Konstellation insofern interessant, da sich hieraus, entgegen der für Rohstoffe sonst üblichen Contango-Situation, zusätzliche positive Rollrenditen ergeben. Das heisst 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. Dies macht den Einstieg und das Halten einer Position für mögliche mittel- bis langfristige orientierte Investoren attraktiver.





W Ä H R U N G E N

GELD- UND GEOPOLITIK BLEIBEN DIE HAUPTTREIBER AM DEISENMARKT

VON STEFFEN KILLMAIER

Das vergangene Jahr war ein ereignisreiches Jahr, wobei insbesondere zwei Themen die Devisenmärkte stark beeinflusst haben. Erstens hat das Vorgehen der Zentralbanken im Inflationsumfeld immer wieder die Fantasie der Marktakteure beflügelt und zu entsprechenden Verschiebungen bei den Wechselkursen geführt. Das war vor allem in den letzten Wochen des Jahres zu beobachten. Zweitens profitierten sichere Anlagehäfen wie der Schweizer Franken aber auch der US-Dollar von den geopolitischen Unsicherheiten, allen voran durch die Kriege in der Ukraine und im Nahen Osten.

Aktuell sieht es so aus, als würden diese beiden Faktoren auch in diesem Jahr eine massgebliche Rolle an den Devisenmärkten spielen. Marktakteure dürften sehr genau beobachten, wie sich die Inflation auf beiden Seiten des Atlantiks weiterentwickelt und was daraus für die Geldpolitik der grossen Notenbanken abzuleiten ist. Des Weiteren sieht es geopolitisch nicht nach Entspannung aus. Die bestehenden Konflikte (Russland/Ukraine; Israel/Gaza) halten die Welt in Atem. Zudem gilt es die Spannungen zwischen China und Taiwan im Auge zu behalten. Die insgesamt fragile Weltlage dürfte weiterhin für eine gewisse Attraktivität der sicheren Anlagehäfen sorgen.



Entwicklung des EUR/USD-Wechselkurses
Quelle: Bloomberg, Bergos, Daten per 31.12.2023

Stützende Faktoren für den US-Dollar lassen nach

Insbesondere für die weitere Entwicklung des EUR/USD-Wechselkurses wird ganzentscheidend sein, wann und wie schnell die Notenbanken ihre Geldpolitik anpassen. Nachdem die US-Notenbank in den letzten Jahren die Inflation mit Zinserhöhungen vehement bekämpft hatte, stützen die aktuell relativ hohen Zinssätze die Nachfrage nach dem US-Dollar. Der Zinsgipfel dürfte nun jedoch sowohl in den USA als auch in der Eurozone erreicht sein. Derzeit sieht es so aus, als würde die amerikanische Notenbank die Zinswende etwas früher als die Europäische Zentralbank einleiten und die Geldpolitik im Jahresverlauf insgesamt auch etwas stärker lockern. Dieser abnehmende Zinsvorsprung der USA sollte in den kommenden Monaten weiter Gegenwind für den US-Dollar bedeuten. Zudem erachten wir den US-Dollar nach der spürbaren

Aufwertung in den Jahren 2021 und 2022 unter Berücksichtigung der Kaufkraft- und Zinsparität weiterhin als fundamental überbewertet. Ein weiterer Faktor, der für eine gewisse Aufwertung der europäischen Gemeinschaftswährung spricht, ist der Wiederaufschwung in Europa, der ab dem Frühjahr einsetzen könnte. Gesamtwirtschaftlich stellt sich die Lage in Europa und in Deutschland insgesamt etwas besser dar, als die öffentliche Berichterstattung vermuten lässt. Wir behalten unseren leicht positiven Ausblick für das Währungspaar EUR/USD auf kurze und lange Frist bei.

Ein Risiko für unseren längerfristigen Ausblick stellt die in diesem Jahr stattfindende Präsidentschaftswahl in den USA dar, die für die internationale Wirtschaft, die internationale Politik und somit auch für die Währungsmärkte von Bedeutung sein wird. Noch ist es zu früh, um präzise Analysen über den potenziellen Ausgang

am 5. November zu erstellen. Recht klar ist aber schon jetzt, dass die US-Notenbank bei ihren geldpolitischen Entscheidungen im Laufe des Jahres dieses Ereignis bereits im Hinterkopf haben wird. Sollten die Märkte den Eindruck gewinnen, dass der mögliche Wahlausgang geopolitische Risiken eher verstärken wird, würde dies vermutlich im zweiten Halbjahr zu einigen Kapitalflüssen in den US-Dollar führen. Das könnte die amerikanische Währung auf einem höheren Niveau halten, als wir es derzeit für Ende 2024 erwarten.

Schweizer Franken als sicherer Hafen hat sich erneut bewährt

Der Schweizer Franken war im vergangenen Jahr die stärkste Währung innerhalb der G10-Währungen. So wertete der Franken beispielsweise gegenüber dem US-Dollar im vergangenen Jahr um ganze 9% auf. Aber auch gegenüber der

europäischen Gemeinschaftswährung konnte der Franken nochmals spürbar aufwerten. Der Schweizer Franken profitierte zuletzt nicht nur von seiner Funktion als sicherem Hafen bei den geopolitischen Unsicherheiten, sondern insbesondere von der Politik der Schweizerischen Nationalbank. Um die erhöhte Inflation zu bekämpfen, stärkte die SNB den Franken durch den Verkauf von Fremdwährungsreserven und reduzierte diese Reserven im November auf ein Sechsjahrestief. Denn der hohe Frankenkurs verbilligt die Importpreise, was zu einem relativ moderaten Preisauftrieb beiträgt.

Diese Stütze dürfte nun aber wegfallen. Die Inflationsrate liegt mittlerweile unter der Zielmarke von 2%, weshalb zu erwarten ist, dass das Interesse der SNB an einem starken Franken abnehmen wird. Aufgrund der weiterhin bestehenden (geopolitischen) Unsicherheiten dürfte der Schweizer Franken jedoch zumindest



Entwicklung des EUR/CHF-Wechselkurses
Quelle: Bloomberg, Bergos, Daten per 31.12.2023

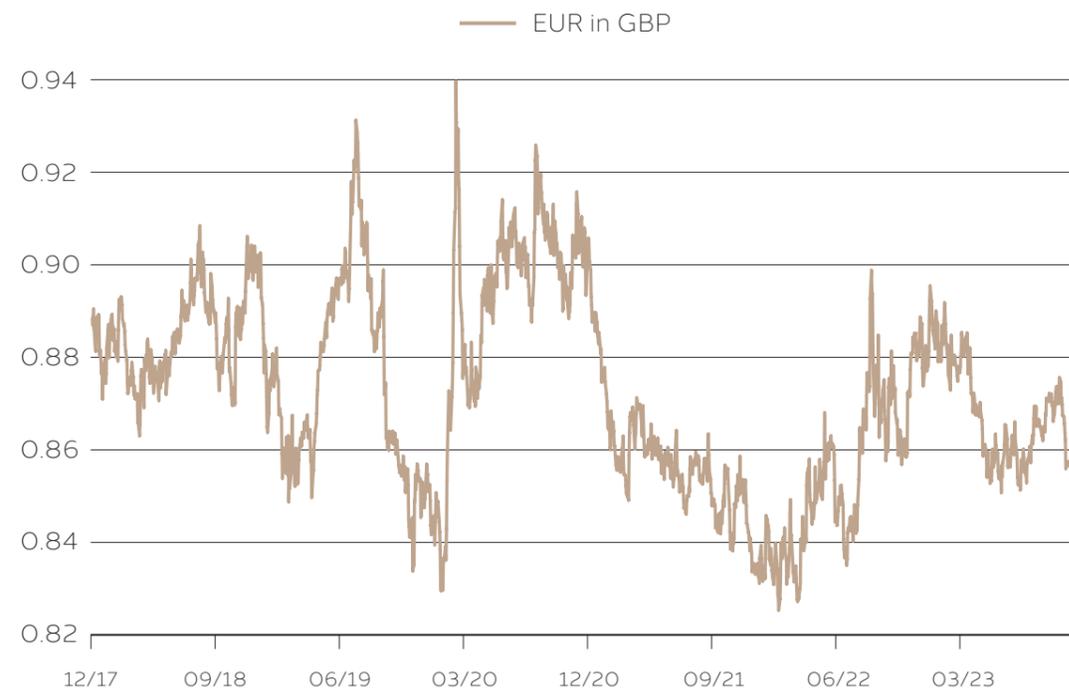
kurzfristig als Zufluchtsort gefragt bleiben. Wir erwarten deshalb auf 3-Monats-Sicht eine Seitwärtsbewegung für das Währungspaar EUR/CHF. Bis Ende 2024 sehen wir jedoch ein gewisses Aufholpotenzial für den Euro gegenüber dem Schweizer Franken.

Britisches Pfund zum Euro im Seitwärtstrend

Das britische Pfund bewegt sich seit einigen Jahren im Trend seitwärts und auch in diesem Jahr dürfte sich daran wenig ändern. Die Bank of England belies im Dezember den Leitzins bei 5,25%, was auch der Zinsgipfel sein dürfte. Ähnlich wie die EZB äusserte sich die BoE nur sehr verhalten hinsichtlich des Themas Zinssenkungen. Die BoE wurde in der Vergangenheit dafür kritisiert, dass das Vereinigte Königreich ein grösseres Inflationsproblem hat als andere europäische Länder. Wir halten es für

gut möglich, dass die BoE in diesem Jahr die Zinswende etwas früher als die EZB einleiten und die Zinsen zudem im Jahresverlauf stärker senken wird. Dies würde leichten Gegenwind für das britische Pfund bedeuten. Auf der anderen Seite wird in diesem Jahr im Vereinigten Königreich ein neues Parlament gewählt. Steuerliche Anreize könnten am Rande ein leichtes Plus für das britische Pfund bedeuten, wenn sie auf glaubwürdige Weise eingeführt würden.

Auf dem aktuellen Niveau erachten wir das Pfund gegenüber dem Euro als fair bewertet, weshalb wir für das Währungspaar weiterhin eine Seitwärtsbewegung erwarten. Kurzzeitige Ausbrüche sind jederzeit denkbar. Doch die Marke von 0.86 Pfund je Euro dürfte ihre Anziehungskraft behalten.



Entwicklung des EUR/GBP-Wechselkurses
Quelle: Bloomberg, Bergos, Daten per 31.12.2023





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

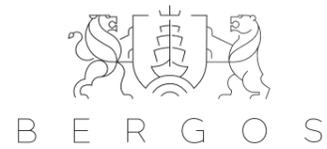
| HAUSMEINUNG | -- | - | 0 | + | ++ |
|--------------------------|----|---|---|---|----|
| AKTIEN | ○ | ○ | ● | ○ | ○ |
| NORDAMERIKA | ○ | ○ | ○ | ● | ○ |
| NICHT-BASIS-KONSUMGÜTER | ○ | ○ | ○ | ● | ○ |
| BASISKONSUMGÜTER | ○ | ● | ○ | ○ | ○ |
| ENERGIE | ○ | ○ | ● | ○ | ○ |
| FINANZWERTE | ○ | ● |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

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

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







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

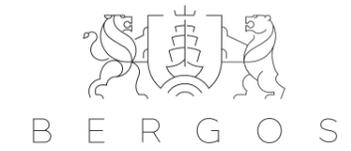
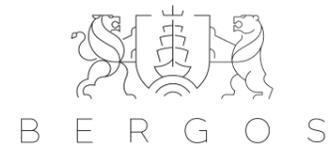
Die Bergos AG (nachfolgend »Bergos«) behält sich das Recht vor, das Angebot an Dienstleistungen und Produkten sowie die Preise jederzeit ohne vorherige Mitteilung zu ändern. Bergos übernimmt keine Gewähr für die Aktualität, Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen. Für den Eintritt der in der

Publikation enthaltenen Prognosen oder sonstige Aussagen über Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse schliesst Bergos jegliche Haftung aus.

Diese Publikation wurde nicht unter Einhaltung der Richtlinie zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse erstellt und unterliegt auch nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen. Die genannten Anlagevorschläge und Anlageideen wurden nicht auf Ihre persönlichen Umstände abgestimmt. Anlageentscheidungen sollten immer im Zusammenhang mit einem Portfolio getroffen werden und Ihre persönliche Situation sowie die daraus erwachsende Risikobereitschaft und Risikotoleranz berücksichtigen. Da Anlagevorschläge und Anlageideen unterschiedliche Risikomerkmale aufweisen können, bitten wir Sie, die konkreten Produktinformationen und die Broschüre »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, JANUAR 2024

Herausgeber

Maximilian Hefe, CFA
Stellvertretender Chief Investment Officer
und Leiter Vermögensverwaltung

Autoren

Maximilian Hefe, CFA | Stellvertretender Chief Investment Officer
Till Christian Budelmann | Chief Investment Officer
Frederik Carstensen | Aktienstrategie
Christoph Jung, CIIA, FRM | Anleihenstrategie
Soumaila Tékété, CAIA, CIIA Stratege | Alternative Investments
Steffen Killmaier | Währungsstrategie

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