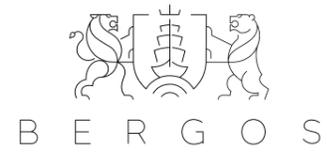


Reflexionen

Q2 2024







I N H A L T

10

VORWORT
MAXIMILIAN HEFELE

14

KOMPASS
TILL C. BUDELMANN

17

VOLKSWIRTSCHAFT
DR. JÖRN QUITZAU

21

AKTIEN
FREDERIK CARSTENSEN

27

ANLEIHEN
CHRISTOPH JUNG

33

ALTERNATIVE INVESTMENTS
OLIVER WATOL

39

WÄHRUNGEN
STEFFEN KILLMAIER

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, APRIL 2024
ALLE RECHTE VORBEHALTEN

DIE AUTOREN

MAXIMILIAN HEFELE

CFA – STELLVERTRETENDER
CHIEF INVESTMENT OFFICER

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



TILL C. BUDELMANN

CHIEF INVESTMENT OFFICER

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



FREDERIK CARSTENSEN

AKTIENSTRATEGIE

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



DR. JÖRN QUITZAU

CHEFVOLKSWIRT

Dr. Jörn Quitzau ist seit April 2024 Chefvolkswirt der Bergos AG und verantwortet die gesamtwirtschaftliche Analyse. Zuvor war er 17 Jahre für das Bankhaus Berenberg tätig.



CHRISTOPH JUNG

CIIA, FRM, ANLEIHENSTRATEGIE

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



OLIVER WATOL

STRATEGIE ALTERNATIVE
INVESTMENTS

Oliver Watol begann 2013 als Portfoliomanager bei der Bergos Vermögensverwaltung. Er ist unter anderem verantwortlich für die Top-down-Strategie sowie die Bottom-up-Selektion der liquiden alternativen Anlagen. Ebenfalls ist er Mitglied des Investmentkomitees der Bergos AG.



STEFFEN KILLMAIER

WÄHRUNGSSTRATEGIE

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





V O R W O R T

ÜBER UNSERE FRÜHLINGSAUSGABE

Liebe Leserinnen und Leser,

die konjunkturelle Entwicklung in den USA bleibt robust und hat die US-Notenbank unter Jerome Powell dazu veranlasst, die Wachstumsprognosen für die US-Wirtschaft deutlich nach oben zu korrigieren. Eine Rezession oder eine „harte Landung“ im Jahr 2024 ist auf Basis der aktuellen Datenlage unwahrscheinlich geworden. Die zu Jahresbeginn von den Terminmärkten eingepreisten sechs Zinssenkungen waren zu optimistisch. Es mehren sich die Stimmen, die von nur noch zwei Zinssenkungen ausgehen. Der dynamische Anstieg der Öl- und Benzinpreise und der nach wie vor sehr robuste Arbeitsmarkt unterstützen den Trend zu weniger und späteren Zinssenkungen.

Mit den veränderten Wahrscheinlichkeiten für die US-Leitzinsen sind auch die Renditen von US-Staatsanleihen wieder deutlich gestiegen. Und wie entwickeln sich Aktien in diesem neuen Zinsumfeld?

Gemessen am S&P 500 Index zeigt sich der Markt völlig unbeeindruckt und setzt den seit Oktober 2023 vorherrschenden positiven Trend fort. Und das ohne nennenswerte Rückschläge. Die Unternehmensgewinne liegen über den Erwartungen. Erfreulich ist aus unserer Sicht, dass die Marktbreite zugenommen hat. Zum einen bröckelt mit Tesla und Apple der dominierende Einzeltitelblock der „Magnificent 7“, zum anderen haben

sich neben IT und Kommunikation auch die Sektoren Finanzdienstleistungen, Industrie und Energie zu den Gewinnern gesellt.

Regional bleibt der US-Aktienmarkt der globale Werttreiber. Auch japanische Aktien entwickeln sich in diesem Jahr dynamisch. Strukturell profitieren Wirtschaft und Unternehmen vom vorläufigen Ende einer jahrzehntelangen Deflation.

Bemerkenswert ist auch, dass der Goldpreis im Umfeld nachlassender Zinssenkungsphantasien weiter steigt, auch vor dem Hintergrund, dass Finanzinvestoren ihre Bestände in Gold-ETFs kontinuierlich abbauen. Auf der anderen Seite ist die Nachfrage der östlichen Zentralbanken deutlich gestiegen. China stockt seine Goldreserven massiv auf, was auch aus geopolitischer Sicht zu denken gibt.

Geopolitik und Wirtschaft sind die Schwerpunkte, die unser neuer Chefvolkswirt Dr. Jörn Quitzau künftig für unsere Bank analysieren wird. Ich freue mich sehr, dass

wir Jörn als Experten für Bergos gewinnen konnten und er als „Stammautor“ regelmässig die volkswirtschaftlichen Analysen in unseren Reflexionen beleuchten wird.

Ergänzend möchte ich Oliver Watol im Kreis der Autoren herzlich begrüßen. Er übernimmt ab sofort die Analysen zu liquiden alternativen Anlagen einschliesslich der Rohstoffmärkte. Dem bisherigen Autor für Alternative Investments, Soumaila Tékété, möchte ich für seine Beiträge und sein geschätztes Engagement herzlich danken. Er wird sich in Zukunft verstärkt auf Private Markets wie Private Equities konzentrieren, und ich freue mich auf einen baldigen Gastbeitrag zu diesem spannenden Anlagesegment aus seiner Feder.

Viel Spass beim Lesen unserer Reflexionen!

Mit freundlichen Grüßen

Maximilian Hefe
Stellvertretender Chief Investment Officer

MAXIMILIAN HEFELE CFA
STELLVERTRETENDER
CHIEF INVESTMENT
OFFICER UND
LEITER DER
VERMÖGENSVERWALTUNG





K O M P A S S

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 trotz vielfältiger globaler Probleme auf ein Soft Landing zu. Zwar nimmt der Druck auf die reale Kaufkraft der Verbraucher etwas ab, es bleiben aber neben den weiter unten beschriebenen geopolitischen Belastungen bspw. die strukturellen Probleme Chinas offensichtlich bestehen, v. a. im Immobilienbereich. Trotzdem erscheint eine globale Rezession zu diesem Zeitpunkt als unwahrscheinlich – auch wenn in bestimmten Ländern, bspw. in Deutschland, eine technische Rezession weiterhin Teil unseres Basisszenarios ist.

Nachdem die Schweiz den Leitzins im März gesenkt hat, zeichnet sich bei der EZB die erste Zinssenkung für den Juni ab. Da die Inflation in den USA im März überraschend auf 3,5% gestiegen ist, wird die US-Notenbank Fed die Zinswende erst im weiteren Jahresverlauf einleiten können. Damit würde die EZB ausnahmsweise vorangehen und nicht wie sonst meist der Fed folgen. Ein schwächerer Eurokurs könnte den Inflationsdruck in der Eurozone leicht erhöhen. Doch die EZB würde sich dadurch wohl kaum von ihrem Vorgehen abhalten lassen, weil der allgemeine Inflationstrend deutlich abwärts gerichtet ist.

Geopolitisch bleibt unser Augenmerk auf die besorgniserregenden allgemeinen Entwicklungen im Nahen Osten gerichtet. Insbesondere nach Irans Vergeltungsangriff auf Israel. Aktuell erscheinen die Auswirkungen auf den Ölpreis und das Verbrauchervertrauen in der westlichen Welt allerdings überschaubar. Zudem bleibt selbstverständlich der anhaltende russische Krieg gegen die Ukraine relevant. Unsere Grundannahme bleibt aber, dass es nicht zum NATO-Bündnis-Fall kommt. Darüber hinaus gilt es, die Spannungen zwischen China und Taiwan im Auge zu behalten.

Ansonsten richtet sich der politische Fokus ab nun auf die USA. Dort geraten die näher rückenden Präsidentschaftswahlen immer stärker ins Blickfeld. Die Gruppe an relevanten Kandidaten hat sich inzwischen auf drei reduziert: Biden bei den Demokraten, Trump bei den Republikanern und Kennedy als Independent. Die Sieg-Wahrscheinlichkeiten gemäss des Bergos Prediction Market Mix sehen aktuell Trump als Spitzenreiter, leicht favorisiert gegenüber Biden, und beide weit vor dem Feld. Mögliche Ersatzkandidaten für Biden wären (Michelle) Obama, Newsom oder Harris.

B I P - S C H Ä T Z U N G E N

EUROZONE	2 0 2 2 : + 3,4 %
	2 0 2 3 : + 0,5 %
	2 0 2 4 : + 0,7 %
DEUTSCHLAND	2 0 2 2 : + 1,9 %
	2 0 2 3 : - 0,1 %
	2 0 2 4 : + 0,0 %
SCHWEIZ	2 0 2 2 : + 2,1 %
	2 0 2 3 : + 0,8 %
	2 0 2 4 : + 1,2 %
GROSS - BRITANNIEN	2 0 2 2 : + 4,3 %
	2 0 2 3 : + 0,1 %
	2 0 2 4 : + 0,5 %
VEREINIGTE STAATEN	2 0 2 2 : + 1,9 %
	2 0 2 3 : + 2,5 %
	2 0 2 4 : + 2,5 %
CHINA	2 0 2 2 : + 3,0 %
	2 0 2 3 : + 5,1 %
	2 0 2 4 : + 4,3 %
JAPAN	2 0 2 2 : + 0,9 %
	2 0 2 3 : + 1,9 %
	2 0 2 4 : + 0,5 %

C P I - S C H Ä T Z U N G E N

EUROZONE	2 0 2 2 : 8,4 %
	2 0 2 3 : 5,4 %
	2 0 2 4 : 2,5 %
VEREINIGTE STAATEN	2 0 2 2 : 8,0 %
	2 0 2 3 : 4,1 %
	2 0 2 4 : 3,0 %



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

VOR DER ZYKLISCHEN ERHOLUNG

VON DR. JÖRN QUITZAU

Die positiven Nachrichten zuerst: Europa hat auch den zweiten Winter nach Ausbruch des Russland-Ukraine-Krieges ohne nennenswerte Störungen im Produktionsprozess überstanden. Der Krieg und die damit einhergehende Energiekrise haben ihren Schrecken zu einem guten Teil verloren. Da die Energiekosten überwiegend auf erträgliche Niveaus zurückgekehrt sind, hat auch der allgemeine Preisauftrieb deutlich nachgelassen. Die Inflationsraten befinden sich auf dem Rückzug und bewegen sich in den meisten grossen westlichen Wirtschaftsräumen auf die von den Zentralbanken angestrebte Marke von 2% zu. Auch wenn das 2%-Ziel in den meisten Ländern noch nicht ganz erreicht ist, dürfen Unternehmen und Finanzmärkte auf eine

baldige Zinswende hoffen. Damit würde die Geldpolitik den bevorstehenden zyklischen Aufschwung unterstützen.

Die Schweiz geht in dieser Hinsicht voran. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat den Leitzins im März bereits gesenkt, nachdem die Inflationsrate schon seit Mitte 2023 unter der 2%-Marke notiert hat. Die SNB hatte dadurch den Spielraum, die geldpolitischen Zügel etwas zu lockern und den Leitzins um 25 Basispunkte auf 1,50% zu senken. Die Zentralbank hat die Inflation, die in der Schweiz in den letzten zwei Jahren im internationalen Vergleich nur moderat gestiegen war, offenbar im Griff. Sie selbst erwartet die Inflationsrate in diesem

Jahr bei durchschnittlich 1,4% und sieht die Teuerung auch in den kommenden beiden Jahren jeweils deutlich unter der 2%-Marke.

Die Eurozone, Grossbritannien und die USA sind beim Kampf gegen die Inflation allesamt noch nicht so weit wie die Schweiz. Doch die Inflationsraten müssen nicht notwendigerweise zunächst auf 2% oder weniger fallen, bevor die Zentralbanken die Zinsen senken können, denn Geldpolitik wirkt zeitverzögert. Das bedeutet: Die aktuell hohen Leitzinsen bremsen den Preisauftrieb auch dann noch für eine gewisse Zeit weiter, wenn die Geldpolitik gelockert wird.

In der Eurozone ist die Inflation im Februar auf 2,4% gesunken. Auch wenn das 2%-Ziel damit noch ein Stück entfernt ist, ist im Vergleich zum Höchststand von 10,7% im Herbst 2022 bereits ein markanter Rückgang erreicht. Die Signale aus der Europäischen Zentralbank (EZB) sprechen dafür, dass die Währungshüter die Zinsen an ihrer Sitzung im Juni senken werden.

In Grossbritannien gestaltet sich der Rückgang der Inflationsrate etwas schwieriger. Im Januar lag die Teuerungsrate noch bei 4,0%, im Februar sank sie etwas stärker als erwartet, und zwar auf 3,4% – das ist der niedrigste Wert seit September 2021. Die Bank of England (BoE) rechnet damit, dass die Inflation wegen des Einfrierens der Treibstoffsteuer im zweiten Quartal auf oder gar unter 2% sinken wird. Somit könnte die BoE im zweiten Quartal beginnen, den Leitzins zu senken und der Wirtschaft damit Auftrieb geben.

In den USA lag die Inflationsrate im März mit 3,5% höher als erwartet. Dies war ein Dämpfer für die Zinssenkungshoffnungen. Gleichzeitig ist der Arbeitsmarkt immer noch recht robust. Allerdings gibt es bei der Beschäftigung Zeichen der Abkühlung. So bewegt sich die Arbeitslosenquote langsam

in Richtung 4%. Da die US-Wirtschaft die hohen Zinsen erstaunlich gut weggesteckt hat, ist der Druck auf die Fed nicht mehr so hoch, die Zinsen drastisch senken zu müssen. Sie wird deshalb geldpolitisch behutsamer umsteuern, als die Marktakteure noch vor einiger Zeit glaubten. Die Fed wird wohl erst im späterem Jahresverlauf lockern.

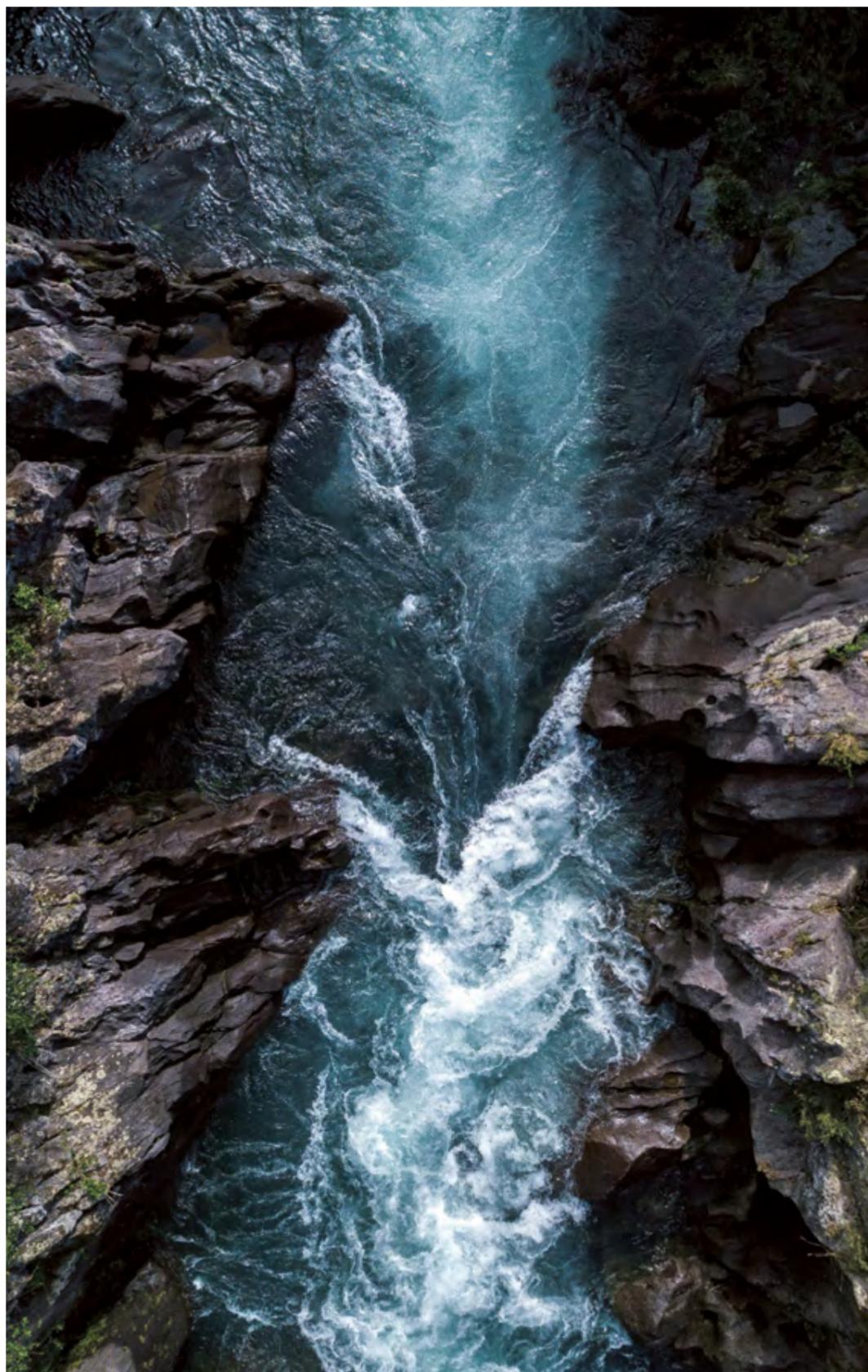
Die Geldpolitik wird in den westlichen Volkswirtschaften also absehbar einen Teil ihrer Bremswirkung verlieren. Die Konjunktur profitiert. Zudem kommt es der Wirtschaft zugute, dass die Realeinkommen zulegen, weil die Inflationsraten vielfach unter den Lohnsteigerungen liegen. Nach der verlustreichen Inflationsphase steigt nun also die Kaufkraft wieder moderat. Eine regelrechte Kauflaune ist allerdings noch nicht zu erwarten, weil die inflationsbedingten Kaufkraftverluste nur nach und nach aufgeholt werden. So sollen etwa in Deutschland die Realeinkommen gemäss den führenden Wirtschaftsforschungsinstituten erst im zweiten Quartal 2025 das Niveau erreichen, das sie vor dem grossen Inflationsschub Ende 2021 hatten.

Insgesamt dürften die beschriebenen Umstände zu etwas mehr konjunktureller Dynamik führen. Gleichwohl wird der Aufschwung wohl kraftlos bleiben. Deutschland, die grösste Volkswirtschaft der Eurozone, wird im Jahr 2024 wahrscheinlich nur ein Wachstum ganz knapp über der Null-Linie erreichen. Damit ist die einstige Wachstumslokomotive der Eurozone nun ein Belastungsfaktor: Das Wachstum der Währungsunion wird im laufenden Jahr wohl unter 1% bleiben. Auch Grossbritannien wird mit rund 0,5% nur ein sehr moderates Wachstum verzeichnen. Besser sieht es für die Schweiz aus, die um gut 1% wachsen könnte. Noch besser sieht es für die USA aus: Dank expansiver Finanzpolitik werden die Vereinigten Staaten auch im laufenden Jahr voraussichtlich um rund 2,5%

wachsen, wobei die Dynamik im Jahresverlauf etwas nachlassen dürfte.

Die USA werden im Jahresverlauf wegen der US-Präsidentenwahlen immer stärker in den Blick rücken. Nachdem Ex-Präsident Donald Trump das parteiinterne Rennen bereits frühzeitig für sich entscheiden konnte, sieht es nun nach einer Wiederauflage der letzten Präsidentschaftswahl aus: Joe Biden vs. Donald Trump. Wirtschaftspolitisch wird zu beobachten sein, ob die USA ihre expansive Finanzpolitik fortsetzen und damit längerfristig eine Schuldenkrise riskieren. Für Europa liegt kurzfristig jedoch das grössere Risiko in der amerikanischen Aussen- und Verteidigungspolitik. Wie würden sich die USA unter einem Präsidenten Trump bei der Unterstützung der Ukraine positionieren? Und wie sind Trumps Drohungen, unter Umständen die NATO zu verlassen, zu interpretieren?

Darüber hinaus bleiben die bekannten Risiken zu beobachten: insbesondere eine Eskalation oder Ausweitung des Ukraine-Krieges sowie die Spannungen zwischen China und Taiwan und die damit verbundenen geopolitischen Implikationen. Zuletzt ist der Iran-Israel-Konflikt hinzugekommen. Sollten diese Risiken nicht eintreten bzw. eskalieren, wird die Weltwirtschaft in den nächsten Monaten wieder etwas Fahrt aufnehmen. Ein echter Boom ist angesichts zahlreicher Belastungsfaktoren aber nicht in Sicht.



A K T I E N

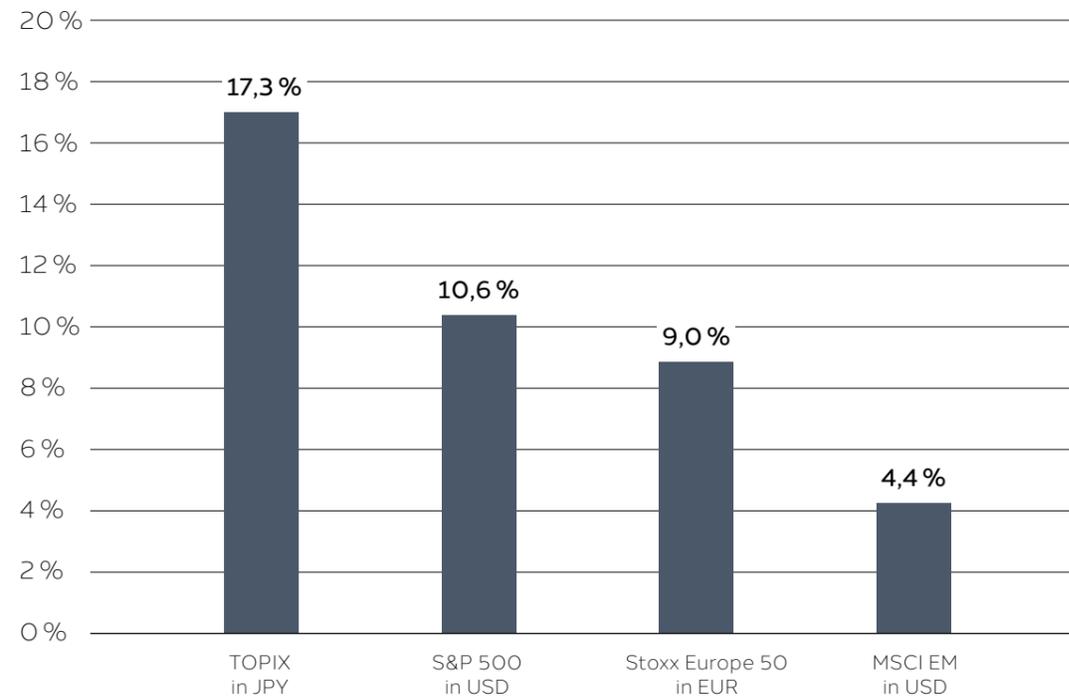
ERFREULICHER JAHRESSTART AN DEN GLOBALEN AKTIENMÄRKTEN
VON FREDERIK CARSTENSEN

Der Jahresstart an den globalen Aktienmärkten verlief – entgegen den Erwartungen der meisten Marktteilnehmer – überraschend positiv. Der US-Aktienmarkt konnte seine positive Entwicklung seit Oktober 2023 aufgrund besserer Wirtschaftsdaten und einer erfreulichen Berichtssaison fortsetzen. Der S&P 500 hat in diesem Jahr bereits mehr als 20 neue Allzeithochs erreicht und ist weit über die Marke von 5'000 Punkten gestiegen. Beflügelt von den Kursgewinnen der Wall Street hat der Nikkei-Index in Tokio im ersten Quartal den höchsten Stand seit 34 Jahren erreicht. Japanische Aktien profitierten aufgrund einer nach wie vor lockeren Geldpolitik und ausländischer Zuflüsse vom anhaltend positiven Momentum. Der TOPIX konnte in lokaler Währung gemessen

über 17 % zulegen. Nur die Schwellenländer zeigten im ersten Quartal relative Schwäche, konnten letztendlich aber auch ein leichtes Plus verbuchen. Die chinesischen Börsen notierten hingegen leicht im Minus.

US-Konjunkturdaten und Berichtssaison besser als erwartet

Unterstützend für die globalen Aktienmärkte wirkten vor allem die robuste US-Konjunktur und die positive Berichterstattung über das vierte Quartal 2023. Das Risiko einer harten Landung für die US-Wirtschaft ist damit weiter gesunken. Der US-Arbeitsmarkt könnte sich zwar abschwächen, dürfte aber mit einer Arbeitslosenquote von unter 4,5 % relativ gesund



Entwicklung der globalen Aktienmärkte im Jahr 2024

Quelle: Bloomberg, Bergos, Performance per 31.03.24 und inkl. Dividenden

bleiben. Unser Chefvolkswirt ist vorsichtig optimistisch, dass sich die Weltwirtschaft ab dem zweiten Quartal erholen wird. Die US-Inflation hingegen überraschte im März nach oben und bleibt hartnäckig. Folglich sind die meisten, der zu Beginn des Jahres erwarteten Zinssenkungen inzwischen ausgepreist und die Fed wird die Zinswende wahrscheinlich erst in der zweiten Jahreshälfte einleiten. Die Tatsache, dass die Aktienmärkte dennoch zulegen konnten, ist positiv zu bewerten.

Aktienmärkte gewinnen an Breite

Ebenfalls unterstützend ist die Tatsache, dass der US-Aktienmarkt zuletzt nicht nur von einer Handvoll hochkapitalisierter Technologie-Unternehmen angeführt wurde, wie es im

letzten Jahr überwiegend der Fall war. Zwar haben einige der Schwergewichte (Glorreiche 7) ihren Wert in der letzten Berichtssaison – trotz der hochgesteckten Erwartungen – erneut unter Beweis gestellt und die KI-Euphorie wieder angefacht. Allerdings konnten auch andere Marktsegmente ausserhalb der Glorreichen 7, z.B. der Energie- und Grundstoffsektor, im März positiv beitragen. Besonders bemerkenswert ist, dass der US-Aktienmarkt neue Höchststände erreichen konnte, obwohl die Glorreichen 7 zwei ihrer grössten Anker verloren haben (Apple und Tesla notieren seit Jahresbeginn im Minus). Diese positive Entwicklung über verschiedene Marktsegmente hinweg deutet auf breit gestreute Gewinne und das Vertrauen der Anleger in verschiedene Sektoren und Marktkapitalisierungen hin.

Angesichts der robusten Konjunkturdaten der soliden Berichtssaison haben die Analysten ihre Gewinnschätzungen für dieses Jahr leicht nach oben revidiert. Insbesondere in Japan sehen die Analysten in den nächsten 12 Monaten Potenzial. Das fundamentale Bild hat sich also aufgehellt. Allerdings spiegelt sich der Optimismus bereits in der Aktienbewertung und auch in der Anlegerstimmung wider. Das «bullish sentiment» ist zwar über dem historischen Schnitt, aber nach wie vor jenseits von Euphorie. Vor allem bei extremen Werten kann dieser Wert als Kontraindikator dienen.

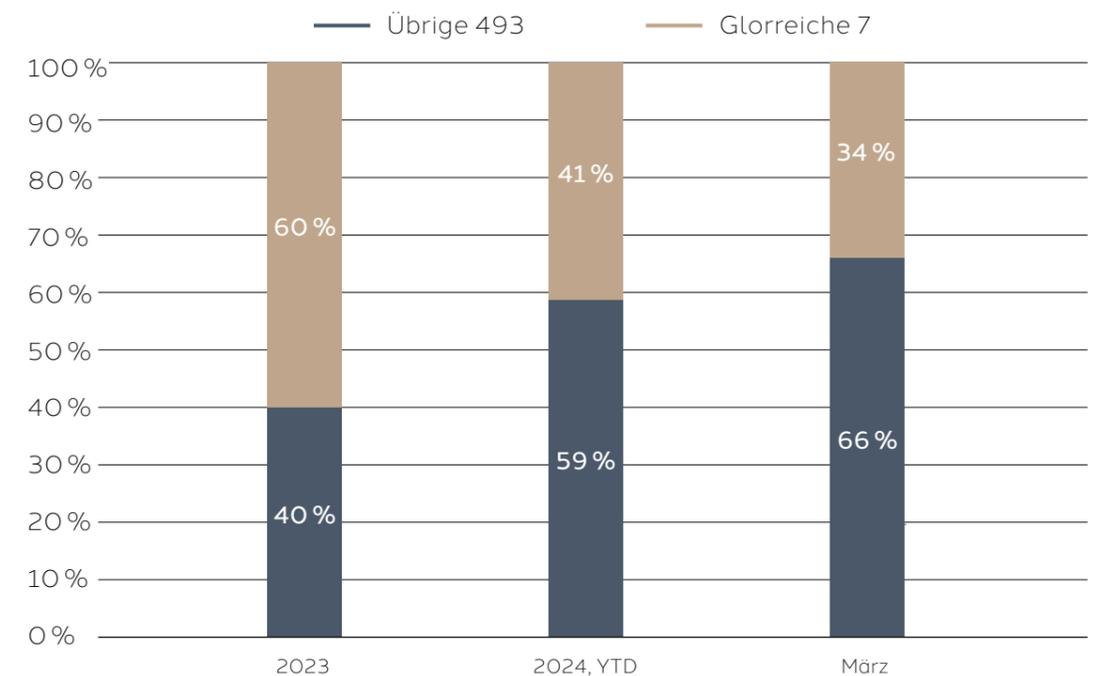
Kurzfristige Rücksetzer nicht ausgeschlossen

Nach dem erfreulichen Jahresstart (der S&P 500 ist seit den Tiefstständen im Oktober letzten Jahres um mehr als 25 % gestiegen – das ist die stärkste 100-Tage-Rendite seit

September 2020) stellt sich die Frage, wie es an den globalen Aktienmärkten weitergeht. Kurzfristig könnte den Aktienmärkten nach der starken Rallye eine durchaus gesunde Konsolidierungsphase bevorstehen. Für ein solches Szenario gäbe es zahlreiche mögliche Auslöser (z.B. hartnäckigere Inflation, Geopolitik, Sommersaisonalität, US Wahlen). Spielraum für eine tiefgreifende oder langanhaltende Korrektur oder einen Bärenmarkt (ein Rückschlag von 20 % oder mehr) sehen wir allerdings nicht. Auf der anderen Seite besteht ein gewisses Risiko, dass die positive Entwicklung weiter anhält.

Nach Anstiegen wie diesem geht die Rallye meist weiter

Bei so grossen Zuwächsen in einem so kurzen Zeitraum haben viele Anleger das Gefühl, etwas verpasst zu haben. Doch das Gegenteil ist der



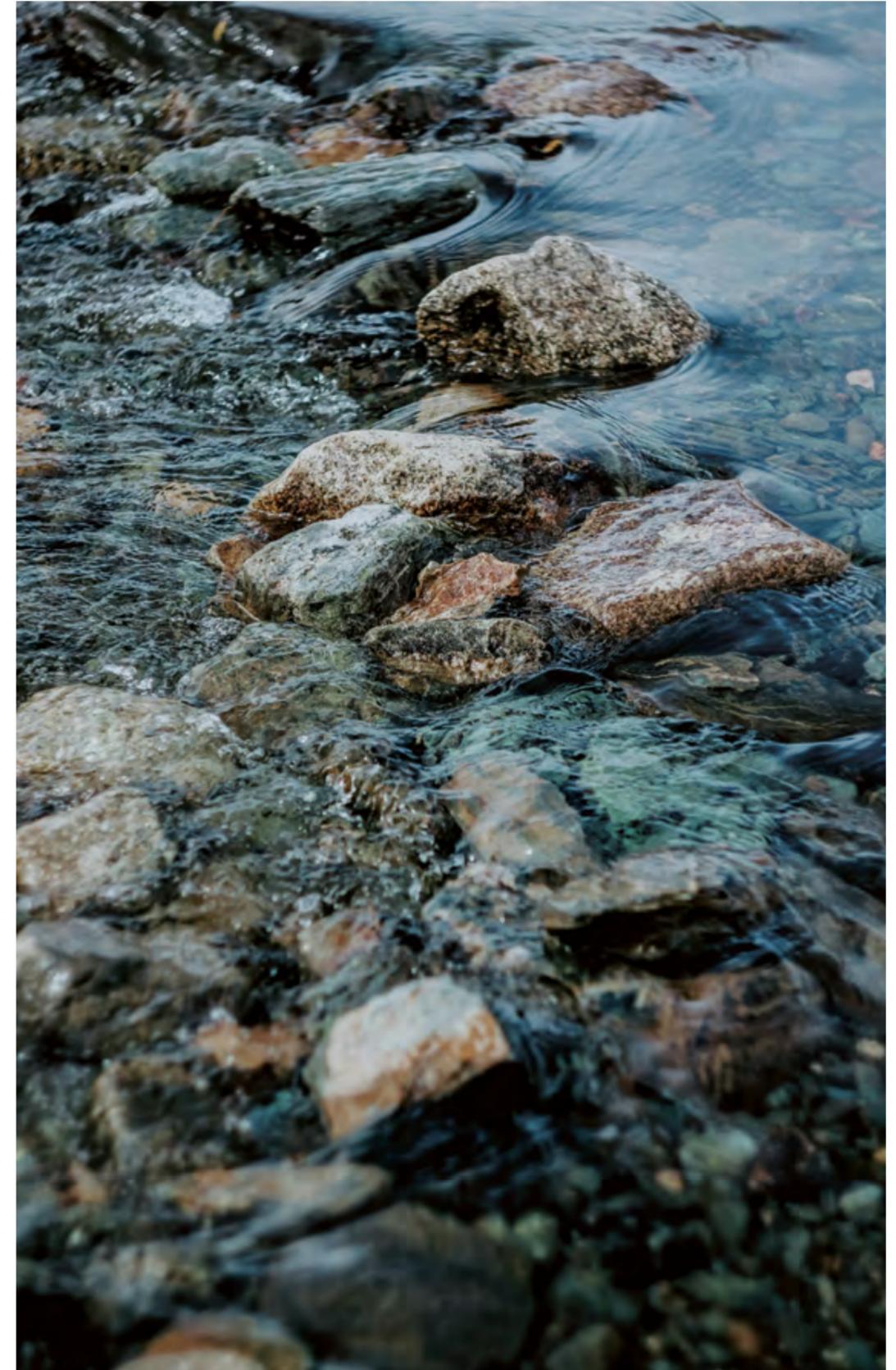
Beitrag zur S&P 500 Performance in %

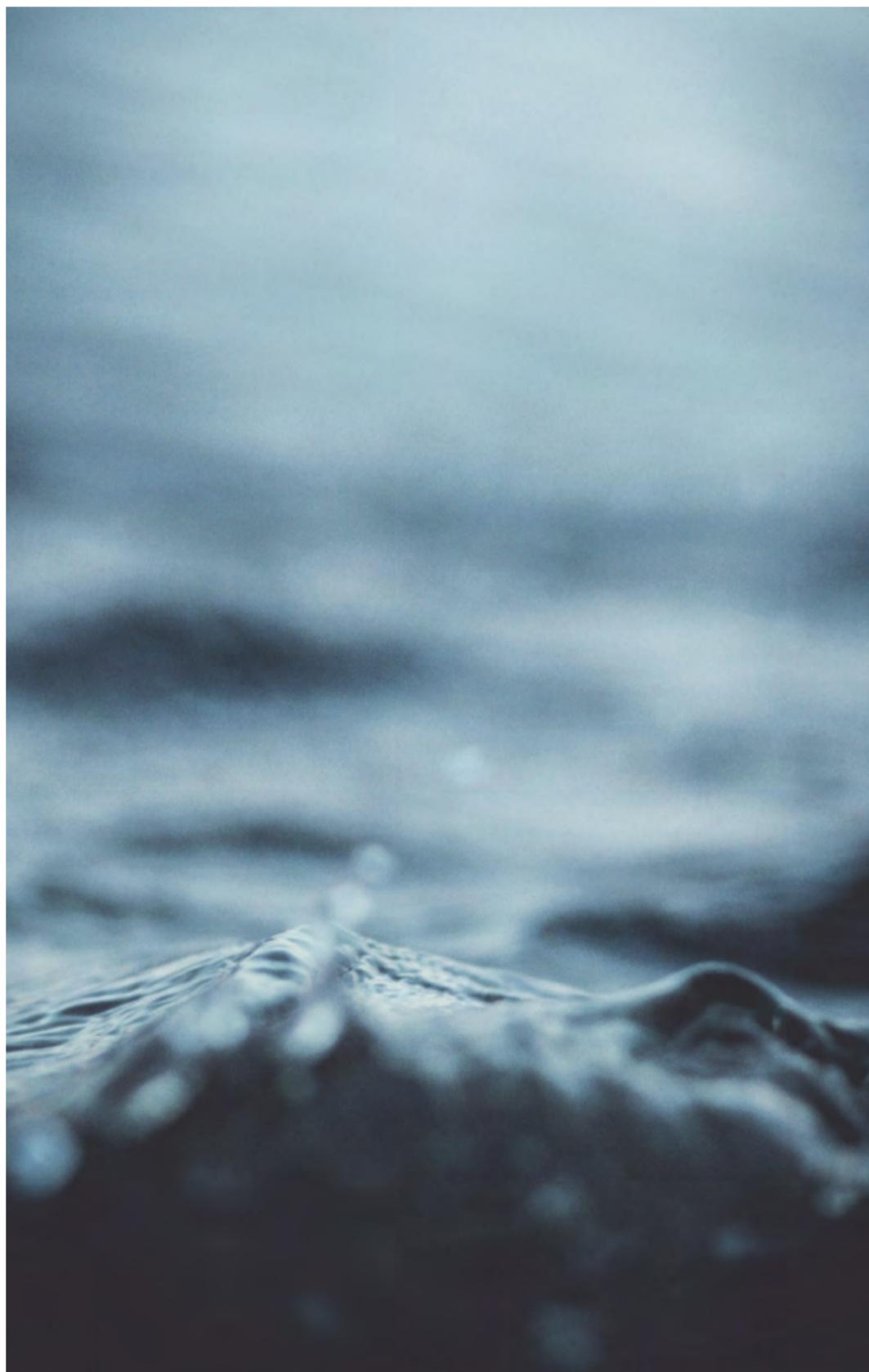
Quelle: JPMorgan, Bloomberg Finance L.P., Bergos. Daten per 26.03.2024

Fall. Wenn der S&P 500 in den letzten 50 Jahren in einem 100-Tage-Zeitraum um mindestens 25 % gestiegen ist (wie in jüngster Zeit), lag der Index ein Jahr später im Durchschnitt um weitere 15 % höher und insgesamt in 98 % der Fälle im Plus. Dafür spricht auch, dass systematische Investoren, aufgrund der nach wie vor niedrigen Volatilität, in den Markt getrieben werden. Auch die Aktienrückkaufprogramme, die nach dem Ende der Berichtssaison wieder an Fahrt aufgenommen haben, wirken unterstützend. Im zweiten Quartal könnten der typischerweise positive Verlauf im Monat April und die sich dann möglicherweise für Juni abzeichnenden ersten Zinssenkungen durch Fed und EZB die Märkte weiter stützen, auch wenn das Aufwärtspotenzial begrenzt erscheint. Wir halten daher vorerst weiter an unserer neutralen Gesamtquote fest.

**USA, Japan, Indien,
europäische Small Caps präferiert**

Um den oben erwähnten Unsicherheiten Sorge zu tragen und unter Berücksichtigung der neu gewonnenen Marktbreite spricht einiges für eine ausgewogene Marktbreite. Die Chancen liegen aus unserer Sicht unter der Oberfläche. Neben ausgewählten US-Wachstumsunternehmen, Japan und Indien sehen wir aus antizyklischer Perspektive auch 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 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. Der Jahresstart zeigt: Eine sorgfältige Auswahl der Sektoren und Einzeltitel scheint in diesem Jahr wertvoller denn je.





A N L E I H E N

DIE KERNINFLATION LÄSST KEINE ALLZU FRÜHE ZINSSENKUNG ZU
VON CHRISTOPH JUNG

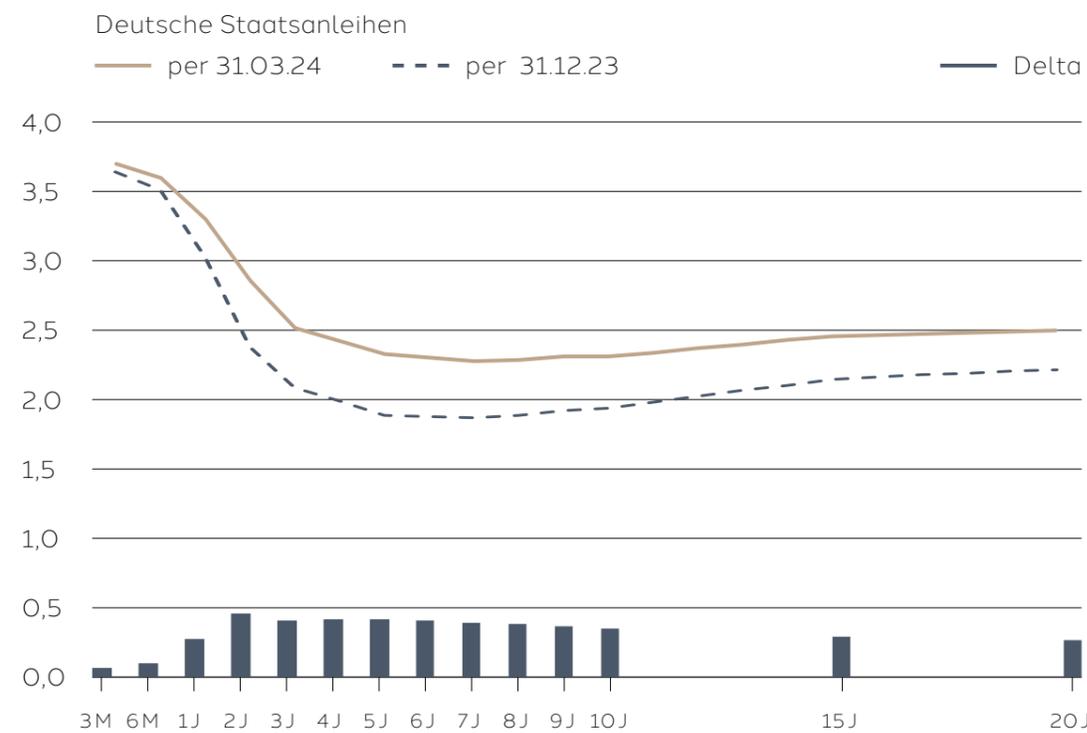
Das erste Quartal im Jahr 2024 war von signifikanten Veränderungen in der Markteinschätzung geprägt, die auf verschiedenen wirtschaftlichen Indikatoren basierten – auf beiden Seiten des Atlantiks. Besonders bemerkenswert waren die Robustheit des Arbeitsmarktes, die Stärke des Dienstleistungssektors und das kontinuierliche Wachstum der Löhne. Auch verlangsamten sich die Kostensteigerungen im Bereich der Unterkünfte nicht wie gewünscht, was eine wichtige Rolle bei der derzeit hohen Gesamtinflation spielt. Dies führte zu einer anhaltenden Stabilität der Kerninflation auf unerwünscht erhöhtem Niveau. Entsprechend kam es auch zu Anpassungen in den Wachstumsprognosen für dieses Jahr.

So hat beispielsweise die Fed ihre Wachstumsprognose nach oben revidiert (von 1,4% auf 2,1%) und auch die Inflation leicht nach oben angepasst (von 2,4% auf 2,6%). Der Markt realisierte, dass ein solches Umfeld keine baldige Zinssenkung zulässt und die Zinssätze möglicherweise länger auf einem höheren Niveau verbleiben könnten als zuvor angenommen. Daher kam es auch zu einer Anpassung der Wahrscheinlichkeiten für zukünftige Zinssenkungen, wobei der Markt zunehmend davon ausging, dass man wohl doch erst im Sommer zu einer solchen Handlungsbereit ist. Die Anzahl der erwarteten Zinsschritte während des Quartals wurde deutlich angepasst. Anfang des Jahres waren noch sechs Zinssenkungen durch die Fed und

sogar sieben durch die EZB eingepreist – Ende März rechnete man nur noch mit knapp drei Zinssenkungen für beide Zentralbanken. Es kam somit zu einer Annäherung an die Einschätzung der Notenbanken respektive der Fed. Der Dot-Plot-Chart des Offenmarktausschusses zeigte im März auf, dass die Mehrheit der Mitglieder drei Zinssenkungen im Jahr 2024 für angemessen halten.

Die sich abzeichnende Aussicht auf einen längeren Zeitraum höherer Leitzinsen im Euroraum und in den USA wirkte sich deutlich auf deren Zinsstrukturkurven aus, wie die folgende Abbildung zeigt. Kurzfristige Anleihen, wie 2-jährige Schatzanweisungen, reagierten besonders sensibel, wobei die Renditen für 2-jährige deutsche Staatsanleihen im Verlauf des Quartals von 2,4% auf 2,85%

stiegen. Auch die Rendite der 10-jährigen deutschen Bundesanleihe stieg spürbar, wenn auch weniger ausgeprägt, von 2% auf etwa 2,3%. Ein ähnliches Bild zeichnete sich in den USA ab, wo sich die Rendite für 2-jährige Anleihen um 37 Basispunkte auf 4,62% erhöhte und die Rendite für 10-jährige Treasuries um 32 Basispunkte auf 4,2% anstieg. Diese Entwicklung hatte einen negativen Preiseffekt, den Staatsanleihen mit ihrer heutzutage ansprechend hohen Verzinsung nicht ausgleichen konnten. Der breit gefasste Bloomberg US Aggregate Bond Index verbuchte einen Verlust von -0,78%, und das Pendant für die Eurozone verlor -0,33%. In der Schweiz hat sich die Zinssenkung der SNB positiv auf den Swiss Bond Index ausgewirkt; dieser schloss um 0,47% höher.



Zinsstrukturkurven deutscher Staatsanleihen
Quelle: Bloomberg, Darstellung von Bergos AG

Hohe Nachfrage von Investoren trifft auf hohes Angebot an Neuemissionen

Viele Emittenten nutzten insbesondere zu Jahresbeginn die vorangegangene Korrektur auf den Zinsmärkten, um sich zu den niedrigeren Zinssätzen zu refinanzieren. Im ersten Quartal 2024 erreichte die Emission von US Investment Grade Bond Anleihen laut Bloomberg einen Rekordwert von rund USD 556 Mrd. Das sind immerhin gut USD 150 Mrd. mehr als im Vorjahr. Auch wenn geopolitische Spannungen zeitweilen für leichte Unsicherheiten sorgten, war das Vertrauen in die Märkte gross genug, um die Flut an Neuemissionen problemlos absorbieren zu können – der Hunger nach Anleihen mit Kreditrisikoaufschlägen war hoch. Dies zeigte sich insbesondere daran, dass das erhöhte Angebot an Investment-Grade-Anleihen im ersten Quartal auf eine derart hohe Nachfrage traf, dass es zu einer breiten Verengung der Kreditrisikoprämien kam und Neuemissionen von Unternehmensanleihen teilweise zehnfach überzeichnet waren. Es machte sich eine optimistische Grundstimmung breit, dass es den Zentralbanken gelingen könnte, die Inflation auf das gewünschte Ziel von rund 2% zu bringen, ohne eine Rezession auszulösen. Die stark wirkende Wirtschaft in der westlichen Welt führte zu einer „risk on“-Stimmung an den Märkten, was insbesondere die Nachfrage nach Unternehmens- und Schwellenländeranleihen begünstigte. Die Kreditrisikoaufschläge haben sich nahezu überall verringert, wobei Hochzins- und Schwellenländeranleihen besonders profitierten. Bei Schwellenländeranleihen in Hartwährungen schnitt das Hochzinssegment im ersten Quartal besser ab als das Investment-Grade-Segment, was auch die allgemeine Feststellung in der entwickelten Welt widerspiegelt. Der Nahe Osten war die Region mit der schlechtesten Performance, was die allgemeine Stimmung der dort herrschenden geopolitischen Eskala-

tion widerspiegelt. Länder aus Lateinamerika und insbesondere aus Afrika überraschten tendenziell positiv, und die Kreditausfallversicherungen sanken zum Teil signifikant. Wir glauben immer noch daran, dass Schwellenländeranleihen in diesem Umfeld überdurchschnittlich profitieren werden. Einige Zentralbanken in den Schwellenländern, insbesondere in Lateinamerika, haben bereits letztes Jahr die Zinsen gesenkt und teils seit längerem eine ansprechende Realverzinsung.

Die Zinsstrukturkurve wird sich normalisieren

Wir glauben in unserem Basisszenario, dass die höheren Zinsen zu einer Verlangsamung des Wirtschaftswachstums führen werden und ein allmählicher Rückgang der Inflation es den Zentralbanken ermöglichen wird, ihre restriktive Geldpolitik zurückzufahren. Historisch betrachtet ist eine Phase der Zinssenkungen ein guter Zeitpunkt, um die Duration bei festverzinslichen Anlagen zu erhöhen, da hochwertige festverzinsliche Wertpapiere mit mittlerer Duration unserer Meinung nach das Potenzial haben, Gesamrenditen zu erzielen, die deutlich über den aktuellen Renditen liegen. Insbesondere bietet der vordere und mittlere Teil der Zinsstrukturkurve einen attraktiven Einstiegspunkt. Auf der anderen Seite könnte das sehr lange Ende der Renditekurve aufgrund des gegenwärtig hohen Emissionsvolumens von Staatsanleihen und der Rückkehr einer Terminprämie eher weniger stark auf Zinssenkungen reagieren. Es würde folglich zu einer Normalisierung der Zinsstrukturkurve kommen, wobei die Inversion aufgehoben und es wieder zu einem normalen Verlauf mit adäquaten Laufzeitenprämien kommen würde. Es ist gut möglich, dass die Fed in den USA das Tempo des quantitativen Straffungsprozesses verlangsamen wird, um einen Liquiditätsengpass und ungewollte Volatili-

täten zu vermeiden. Die EZB hingegen wird wohl eher die Straffung beschleunigen und im Juni mit dem Abbau des Pandemie-Notfall-Ankaufprogramms beginnen. Der Markt muss sehr wahrscheinlich aber so oder so netto mehr Staatsanleihen absorbieren.

Angesichts der derzeitigen Preisniveaus gibt es wenig Spielraum für unerwartete wirtschaftliche, monetäre oder geopolitische Ereignisse, ohne spürbare Auswirkungen zu haben. Im Vergleich zu Aktien reagieren die Gesamrenditen von Anleihen jedoch tendenziell weniger empfindlich, da das Renditepolster, also der Kupon, dazu beiträgt, die potenziellen negativen Auswirkungen abzumildern. Wir bleiben für die Anlageklasse als Ganzes optimistisch und halten die taktischen Positionen im Portfolio-Kontext auf Übergewichten.





ALTERNATIVE INVESTMENTS

BEMERKENSWERTES COMEBACK DES ROHSTOFFMARKTES

VON OLIVER WATOL

Im vergangenen Quartal erlebten die Rohstoffmärkte nach einer 18-monatigen Konsolidierungsphase eine Renaissance. Nachdem sie Mitte Februar 2024 noch ein Jahrestief erreicht hatten, erholte sich der Bloomberg Commodity TR Index um nahezu 5% und beendete das Quartal im Plus. Unterschiedliche Rohstoffbereiche verzeichneten speziell im März eine deutliche Erholung. Insbesondere Edelmetalle, mit Gold als Überflieger, aber auch Industriemetalle, angeführt von Kupfer, verzeichneten Zuwächse. Rohöl und Teile des Agrarsektors, dominiert vom Preisanstieg bei Kakao, gehörten ebenfalls zu den Gewinnern. Die Stimmung der Investoren bleibt stark von der Geldpolitik beeinflusst, welche durch die Konvergenz

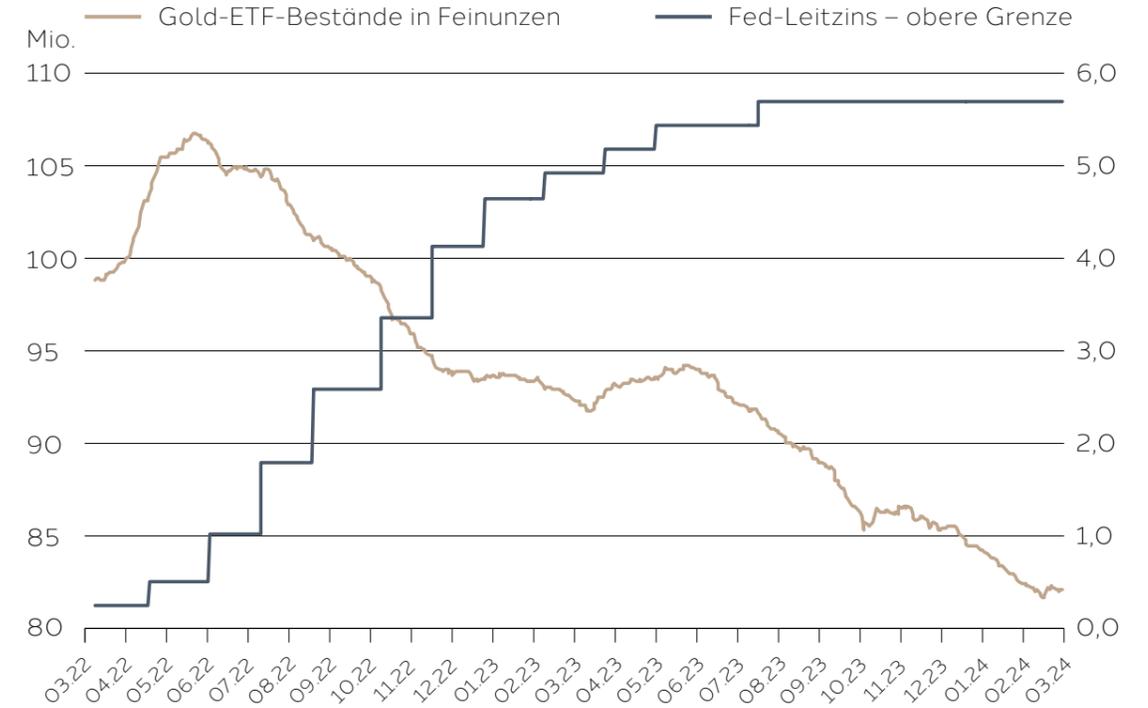
der Erwartungen für Zinssenkungen, sowohl durch die US-amerikanische Fed als auch die Europäische Zentralbank, gekennzeichnet ist. Historisch gesehen steigen Rohstoffe, wenn die Zinsen fallen und keine Rezession vorliegt. Der Anstieg geht häufig mit einer wachsenden Nachfrage nach Rohmaterialien einher. Zudem steigt das Interesse vieler Anleger nach Diversifikation, weshalb – besonders vor dem Ausblick sinkender Renditen – Rohstoffe wieder an Attraktivität gewinnen.

Gold trotz historischen Preismustern

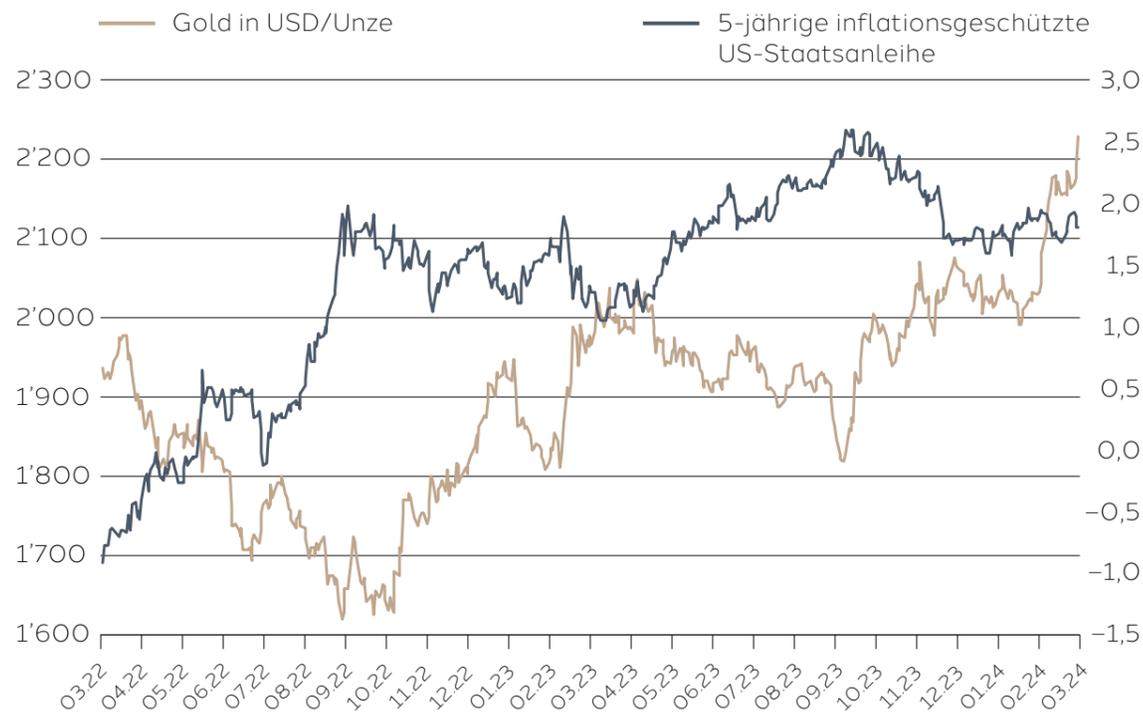
Es lässt sich nicht leugnen, dass die Gold-Rallye im März beeindruckend war. Selten zuvor hat das Edelmetall in so kurzer Zeit so viele

Allzeithochs erreicht. Im vergangenen Monat verzeichnete der Goldpreis innerhalb von nur 20 Handelstagen 10 Allzeithochs. Über das erste Quartal 2024 ist der Spotpreis für Gold um 8 % gestiegen. Bemerkenswert dabei ist, dass die Goldpreise Rekordhöhen erreicht haben, trotz des jüngsten Zinserhöhungszyklus, der seit den späten 1970er Jahren einer der dominantesten war. Denn obwohl sich die realen US-Zinsen in den letzten zwei Jahren rasend schnell aus dem negativen Bereich ins Positive umkehrten, sind die Goldpreise in die Höhe geschossen. Unter gewöhnlichen Umständen würden solche Bedingungen einen Rückgang der Goldpreise nach sich ziehen. Der Markt hat jedoch diesen Erwartungen getrotzt, und die langfristig etablierte inverse Beziehung zwischen den Goldpreisen und den realen Renditen von Anleihen begann zu erodieren und an Prognosekraft zu verlieren.

Die aktuelle Divergenz kann eng mit geopolitischen Ereignissen in Verbindung gebracht werden, insbesondere mit dem Ukraine-Russland-Konflikt, der sich tiefgreifend auf die Dynamik der Goldnachfrage auswirkte. Das Einfrieren von Devisenreserven durch westliche Länder, wie es im Falle Russlands zu beobachten war, hat andere Zentralbanken, insbesondere in den Ländern, die sich durch potenzielle Konflikte mit dem Westen gefährdet fühlen, dazu veranlasst, ihre Goldreserven als Schutzmassnahme erheblich aufzustocken. In den vergangenen Quartalen zeigte hauptsächlich China eine starke Goldnachfrage. Die chinesische Zentralbank hat über die letzten 16 Monate jeweils signifikant ihre Goldbestände erhöht. Aber auch andere Zentralbanken, speziell in Ländern mit historisch niedrigen Goldbeständen im Verhältnis zu ihren Gesamtreserven, haben



Gold-ETF-Bestände vs. Fed-Leitzins
Quelle: Bloomberg, Bergos, Daten per 31.03.2024



Gold vs. 5-jährige US-Realzinsen
Quelle: Bloomberg, Bergos, Daten per 31.03.2024

ihre Goldkäufe seit 2022 spürbar erhöht, wobei sich die Gesamtnachfrage der Zentralbanken im Vergleich zum Durchschnitt der letzten 14 Jahre fast verdoppelt hat. Dieser Nachfrageschub, primär aus China, Indien und dem Nahen Osten, hat die nachlassende Investment-Nachfrage von Investoren, die sich auf die Straffung der Geldpolitik positionierten, mehr als ausgeglichen. In diesem Zusammenhang sind die Investmentbestände in Gold-ETFs seit dem Höchststand im Jahr 2022 um mehr als 680 Tonnen geschrumpft und haben Mitte März 2024 den niedrigsten Stand seit 2019 erreicht.

Angesichts der starken Divergenz zwischen den realen Renditen von Staatsanleihen, des US-Dollars und von Gold würde es uns nicht überraschen, wenn die Goldpreise sich kurzfristig konsolidieren würden, weshalb wir vorerst eine neutrale Positionierung

bei Gold beibehalten. Auch aufgrund der jüngsten taubenhaften Äusserungen von Powell hat der Markt viel von einem zukünftig beginnenden Zinssenkungszyklus vorweggenommen. Auf den aktuell hohen Levels könnten sich durchaus Anzeichen für eine Kauferschöpfung zeigen. Darüber hinaus befindet sich Gold nach wie vor im technisch überkauften Bereich. Sobald die Zinssenkungen jedoch zur Gewissheit werden, könnte der Goldpreis wieder auf ein höheres Niveau steigen. Mit der Klarheit einer geldpolitischen Lockerung durch die grossen Zentralbanken und dem Effekt einer Senkung der Kreditkosten scheint eine Vielzahl positiver Faktoren in die gleiche Richtung zu weisen. Man stelle sich eine Situation vor, in der die Liquidationen der börsengehandelten Gold-ETFs nicht nur einen Boden finden, sondern sich auch spürbar umkehren, und in der somit auch die Investment-Nachfrage nach Gold in

den USA und in Europa zurückkehrt und gleichzeitig die strukturelle Nachfrage der Zentralbanken bestehen bleibt. Wenn dieser koordinierte Nachfrageimpuls sowohl aus dem Westen als auch aus dem Osten käme, könnte man eine weitere Fortsetzung des überraschend starken Trends bei den Goldpreisen sehen. Davon losgelöst bleibt Gold ein essenzieller Bestandteil eines diversifizierten Portfolios und gilt speziell in unsicheren Zeiten als wichtiger Stabilitätsanker.

OPEC+-Kürzungen und geopolitische Risiken stützen Öl

Das erste Quartal endete mit deutlichen Zuwächsen auch bei den Ölpreisen. Rohöl der Sorte Brent stieg auf über 87 USD pro Barrel, und die Future-Preise schlossen nach den ersten drei Monaten des Jahres mit 13% im Plus. Der Öl-Anstieg wurde u. a. durch die robuste Nachfrage in Europa und Anzeichen einer beginnenden Erholung in China, dem grössten Rohölimporteur der Welt, unterstützt. Ebenfalls wirkten die strategischen Angebotskürzungen der OPEC+-Staaten weiterhin unterstützend. Die Organisation erdölexportierender Länder hat ihre derzeitige restriktive Förderpolitik auf ihrer letzten Sitzung bestätigt. Im zweiten Quartal schaffen geopolitischen Spannungen im Nahen Osten, die anhaltenden ukrainischen Offensiven gegen russische Energieanlagen und die laufenden OPEC+-Kürzungen vorteilhafte Bedingungen für Ölpreise. Das globale makroökonomische Umfeld, insbesondere die Anzeichen für eine Erholung in China, wird eine entscheidende Rolle bei den Entscheidungen der OPEC+ über die Verlängerung der Produktionskürzungen in der zweiten Jahreshälfte spielen. Wir sehen die unerwartet starke Nachfrage in Europa und die Verlängerung der OPEC+-Förderkürzungen als unterstützende Faktoren an. Darüber hinaus dürften Anzeichen für eine Abkühlung

der Inflation in den USA und die Erwartung von Zinssenkungen der Zentralbanken die Nachfrage weiter ankurbeln.

Kakaopreise steigen auf nie dagewesene Höchststände

Nach einem stetigen Aufwärtstrend in den letzten zwei Jahren ist der Preis für Kakao-bohnen in diesem Jahr sprunghaft angestiegen, wobei sich die Anzahl der Terminkontrakte in den letzten drei Monaten mehr als verdoppelt hat. Die Weltmarktpreise für Kakao hatten sogar die Marke von 10'000 USD pro Tonne überschritten, hauptsächlich aufgrund von Ernteaussfällen und Lieferengpässen bei zwei der wichtigsten Produzenten, der Elfenbeinküste und Ghana. In den Regionen Westafrikas werden mehr als 60% der weltweiten Kakaomenge produziert. In der Elfenbeinküste und in Ghana herrschen seit letztem Jahr schwierige Wetterbedingungen, vor allem extreme Hitze, die sich negativ auf die Kakaoproduktion auswirken. Darüber hinaus haben die steigenden Kosten für Pestizide und Düngemittel die Landwirte unter finanziellen Druck gesetzt, so dass es für sie schwierig ist, die lebenswichtigen Komponenten für die Pflege der Kulturen zu erwerben. Dies begünstigte die Ausbreitung von Schädlingen, welche die Kakaopflanzen befallen und zu weiteren Ernteeinbussen geführt haben. Die zu hohen Kosten von Pestiziden führten ebenfalls zur Ausbreitung von Pflanzenkrankheiten wie zum Beispiel der schwarzen Schotenkrankheit sowie des «cacao swollen shoot virus».

Optimismus bei Wandelanleihen hält an

Nach einem starken vierten Quartal 2023 hat sich der Optimismus im Hinblick auf Wandelanleihen aufgrund angemessener Bewertungen, historisch niedriger Aktienvolatilität und attraktiver Chancen auch in

diesem Jahr fortgesetzt. Der häufig verwendete Refinitiv Qualified Global Convertible EUR Index erzielte per Ende März eine Rendite von 3,2% auf Jahressicht. Die Renditen sind nach wie vor sehr ansprechend, und es gibt einen relativ grossen Teil von Wandelanleihen, die unter 80% des Nennwerts gehandelt werden. Eine Vielzahl dieser Emittenten hat keine zusätzlichen Schulden, was diese Wandelanleihen zu einer lukrativeren Alpha-Quelle macht sowie idiosynkratische Chancen bietet. Im Gegensatz zu traditionellen Kreditmärkten sind die Spreads bei Wandelanleihen nach wie vor attraktiv. Der zusätzliche Renditeaufschlag bietet nützlichen Rückenwind in einem diversifizierten Portfolio. Wir gehen ferner davon aus, dass die Neuemissionen weiter zunehmen werden, nachdem im vergangenen Jahr insgesamt 78 Mrd. USD emittiert wurden (mit 159 Emittenten und einem durchschnittlichen Kupon von 3%). Dies stellt fast die Hälfte des Rekordniveaus der Jahre 2020 und 2021 dar. Man kann erwarten, dass Wandelanleihen aufgrund des traditionell tieferen Kupons und der damit erheblichen Einsparungen für die Kreditnehmer zu den Nutznießern der bevorstehenden Refinanzierungswelle gehören werden. Insbesondere für die USA, worauf über 60% des Gesamtmarktes entfallen und wo aktuell die Zinssätze mitunter am höchsten sind, gehen wir davon aus, dass Schuldner, die bisher noch nicht im Wandelanleihenmarkt engagiert waren, vermehrt den Weg der kosteneffizienten Finanzierung wählen werden. Die zu beobachtende Ausweitung der Emittentenvielfalt deuten wir ebenfalls als positiven Faktor. Neben der Zahl der historisch dominierenden Technologieunternehmen steigt kontinuierlich die Zahl an Emittenten aus anderen Sektoren. Ebenfalls verbesserte sich die Bonitätsstruktur des Universums, bedingt durch die steigende

Anzahl von Investment-Grade-Unternehmen, die sich kürzlich über den Markt für Wandelanleihen finanzierten. Angesichts dieser Umstände bewahren wir eine positive Haltung gegenüber der Anlageklasse der Wandelanleihen und bleiben in dem Segment Übergewichtet.



W Ä H R U N G E N

DER ZINSENKUNGSWETTLAUF GEHT IN DIE ENTSCHIEDENDE PHASE
VON STEFFEN KILLMAIER

Im ersten Quartal des Jahres waren es hauptsächlich die aktuellen Wirtschaftsdaten und die Zentralbankpolitik, die im Fokus der Devisenmärkte standen. Insbesondere die US-Wirtschaft zeigt sich weiterhin erstaunlich robust. Davon zeugt unter anderem der Arbeitsmarkt. Die Beschäftigung und die Löhne nehmen weiter zu. Zudem bleibt die Inflation in den USA, aber auch in der Eurozone und in Grossbritannien über der Zielmarke von 2%. Entsprechend geht das lange Warten auf die Zinswende auf beiden Seiten des Atlantiks weiter. Eine Ausnahme bildet hier die Schweiz. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hatte bereits im März den Leitzins um 25 Basispunkte gesenkt. Diese Entscheidung kam für viele Marktakteure überraschend

und ist ein deutliches Signal in Richtung der anderen Zentralbanken.

Die für die Devisenmärkte auch im zweiten Quartal entscheidende Frage wird sein, wann die US-Notenbank (Fed) und die Europäische Zentralbank (EZB) die Zinswende einleiten und wie viele Zinsschritte in diesem Jahr folgen werden. Zudem muss die Geopolitik weiterhin eng beobachtet werden. Durch den Vergeltungsangriff des Iran auf Israel rückte der Nahostkonflikt zuletzt wieder stärker in den Fokus. Die allgemeine Entwicklung im Nahen Osten bleibt beunruhigend, und auch der anhaltende russische Krieg gegen die Ukraine bleibt relevant. Mögliche weitere Eskalationen könnten Safe-Haven-Währungen



Entwicklung des EUR/USD-Wechselkurses
Quelle: Bloomberg, Bergos, Daten per 31.03.2024

schnell wieder attraktiv werden lassen. Zudem rücken die US-Präsidentenwahlen stärker in den Fokus und könnten die Volatilität an den Devisenmärkten in den kommenden Monaten ansteigen lassen.

Anhaltend hohe Zinsen in den USA stützen die Nachfrage nach dem US-Dollar

Die zu Beginn des Jahres von vielen Marktteilnehmern erhoffte frühe Zinswende in den USA bleibt aus. Die US-Wirtschaft zeigt sich erstaunlich robust und die Inflation bleibt hartnäckiger als erwartet. Die überraschend hohen US-Inflationszahlen im März machen eine erste Zinssenkung der Fed im Juni nun unwahrscheinlich. Wir gehen mittlerweile davon aus, dass die Fed ihren Fokus noch länger auf die Inflationsbekämpfung legt, während die EZB bereits im Juni die Zinsen senkt. Dies spricht in den kommenden Monaten nicht für eine Aufwertung des Euro gegen-

über dem US-Dollar. Zudem nahmen mit den iranischen Drohnen- und Raketenangriffen auf Israel die geopolitischen Unsicherheiten zuletzt wieder zu. Dies könnte Safe-Haven-Währungen, zu denen der US-Dollar gehört, kurzfristig wieder stärken. Wir hatten deshalb unseren positiven 3-Monats-Ausblick für das Währungspaar EUR/USD kürzlich neutralisiert und erwarten für die kommenden Monate nun eine Seitwärtsbewegung.

Wenn die Fed dann jedoch im weiteren Verlauf des Jahres beginnt die Zinsen zu senken, sollte das helfen die Überbewertung des US-Dollar abzubauen. Wir erachten 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, dass sich das europäische Wirtschaftswachstum im Laufe

des Jahres wieder beschleunigen dürfte. Wir behalten unseren leicht positiven Ausblick für das Währungspaar EUR/USD auf 12-Monats-Sicht bei.

Ein Risiko für unseren Ausblick stellt die nun immer stärker in den Fokus rückende US-Präsidentenwahl dar. Noch ist es zu früh, um präzise Analysen über den potenziellen Ausgang am 5. November zu erstellen. Sollten die Märkte jedoch den Eindruck gewinnen, dass der mögliche Wahlausgang geopolitische Risiken eher verstärken wird, würde dies vermutlich zu einigen Kapitalflüssen in den US-Dollar führen. Das könnte die amerikanische Währung auf einem höheren Niveau halten, als wir es derzeit erwarten.

Frühzeitige Zinswende in der Schweiz

Die Schweizerische Nationalbank beschloss im März überraschend, den Leitzins um 25 Basis-

punkte zu senken. Die SNB ist damit die erste grosse westliche Zentralbank, die nach dem globalen Zinserhöhungszyklus in den Jahren 2022/23 die Zinsen senkt. Die in den letzten zwei Jahren ergriffenen Massnahmen zur Bekämpfung der Inflation haben sich als wirksam erwiesen. Unter anderem stärkte die SNB den Franken durch den Verkauf von Fremdwährungsreserven. Denn der hohe Frankenkurs verbilligt die Importpreise, was zu einem relativ moderaten Preisauftrieb beiträgt.

Die Teuerungsrate in der Schweiz notiert nun bereits seit einigen Monaten deutlich unter 2% und damit im Bereich der Preisstabilität. Diese Entwicklung sowie die überraschende Zinssenkung bedeuteten Gegenwind für den Schweizer Franken, der nach der deutlichen Aufwertung im vergangenen Jahr gegenüber dem Euro zuletzt abwertete. Da wir die neusten geldpolitischen Entwicklungen im aktuellen EUR/CHF-Wechselkurs mittler-



Entwicklung des EUR/CHF-Wechselkurses
Quelle: Bloomberg, Bergos, Daten per 31.03.2024

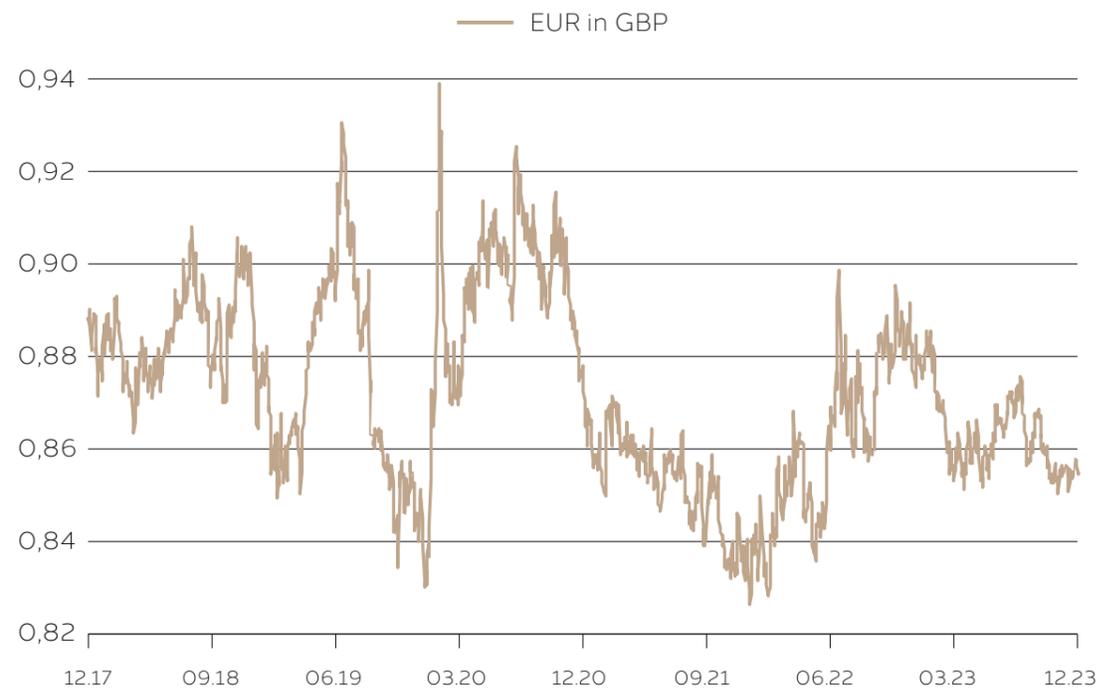
weile jedoch als grösstenteils eingepreist sehen und (geopolitische) Risiken weiterhin bestehen, dürfte der Schweizer Franken zumindest kurzfristig nicht weiter abwerten. Wir erwarten deshalb auf 3-Monats-Sicht eine Seitwärtsbewegung für das Währungspaar EUR/CHF. Langfristig sehen wir jedoch weiteres Aufholpotenzial für den Euro, weshalb wir auf 12-Monats-Sicht leicht positiv positioniert bleiben.

Britisches Pfund gegenüber dem Euro weiterhin auf Seitwärtskurs

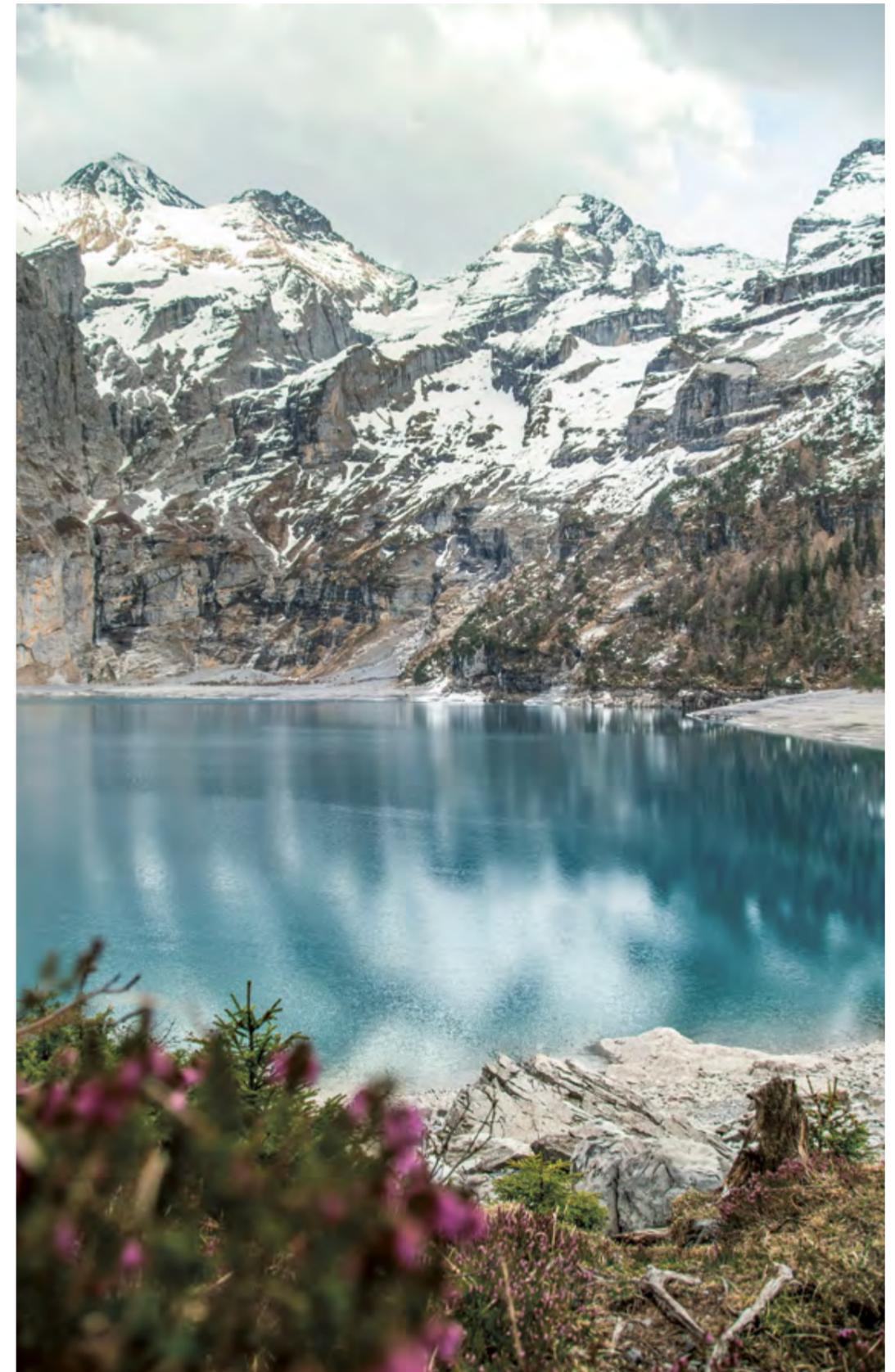
Die Bank of England (BoE) hat auf ihrer jüngsten Sitzung den Leitzins, wie vom Markt erwartet, unverändert belassen. Bemerkenswert ist jedoch, dass zum ersten Mal in diesem Zyklus kein Mitglied des geldpolitischen Ausschusses für eine weitere Anhebung stimmte, nachdem zwei Mitglieder an der letzten Sitzung eine solche befürwortet hatten. Diese eher

dovische Abstimmung und das veröffentlichte Sitzungsprotokoll deuten auf eine früher als bis anhin vom Markt erwartete Zinssenkung hin. Denn die Inflation kam auch in Grossbritannien über die letzten Monate deutlich zurück. Für den Februar wurde noch ein Preisanstieg von 3,4% gemeldet, der tiefste Stand seit September 2021. Eine erste Zinssenkung durch die BoE wird nun für den Sommer erwartet, also in etwa zeitgleich mit der EZB. Allgemein ähnelt der Konjunkturverlauf in Grossbritannien dem der Eurozone.

Wir erachten das britische Pfund gegenüber dem Euro auf dem aktuellen Niveau weiterhin als fair bewertet, weshalb wir für EUR/GBP auch zukünftig eine Seitwärtsbewegung erwarten. Kurzzeitige Ausbrüche nach oben oder unten sind jedoch nicht auszuschliessen, auch aufgrund der anstehenden Parlamentswahlen im Vereinigten Königreich.



Entwicklung des EUR/GBP-Wechselkurses
Quelle: Bloomberg, Bergos, Daten per 31.03.2024





BERGOS HAUSMEINUNG

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

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

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



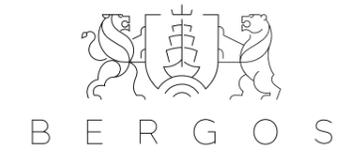
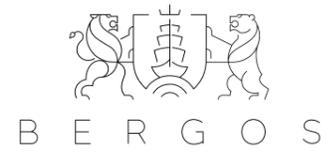
Diese Publikation dient ausschliesslich zu Informations- und Marketingzwecken. Die bereitgestellten Informationen sind nicht rechtsverbindlich und stellen weder Finanzanalysen noch einen Verkaufsprospekt, ein Angebot für Investmenttransaktionen, eine Vermögensverwaltung oder eine Anlageberatung dar und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

Die Bergos AG (nachfolgend «Bergos») behält sich das Recht vor, das Angebot an Dienstleistungen und Produkten sowie die Preise jederzeit ohne vorherige Mitteilung zu ändern. Bergos übernimmt keine Gewähr für die Aktualität, Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen. Für den Eintritt der in der Publikation enthaltenen Prognosen oder sonstige Aussagen über Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse schliesst Bergos jegliche Haftung aus.

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

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

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



COPYRIGHT

BERGOS AG

ALLE RECHTE VORBEHALTEN
ZÜRICH, APRIL 2024

Herausgeber

Maximilian Hefe, CFA
Stellvertretender Chief Investment Officer
und Leiter Vermögensverwaltung

Autoren

Maximilian Hefe, CFA | Stellvertretender Chief Investment Officer
Till Christian Budelmann | Chief Investment Officer
Frederik Carstensen | Aktienstrategie
Dr. Jörn Quitzau | Volkswirt
Christoph Jung, CIIA, FRM | Anleihenstrategie
Oliver Watol | Strategie Alternative Investments
Steffen Killmaier | Währungsstrategie

Managing Editor

Sarah Thalmann | Leiterin Kommunikation

BERGOS AG

HAUPTSITZ

Kreuzstrasse 5
8008 Zürich · Schweiz

Telefon +41 44 284 20 20

NIEDERLASSUNG GENÈVE

29, Quai du Mont-Blanc
1201 Genève · Schweiz

Telefon +41 22 308 59 00

www.bergos.ch
info@bergos.ch