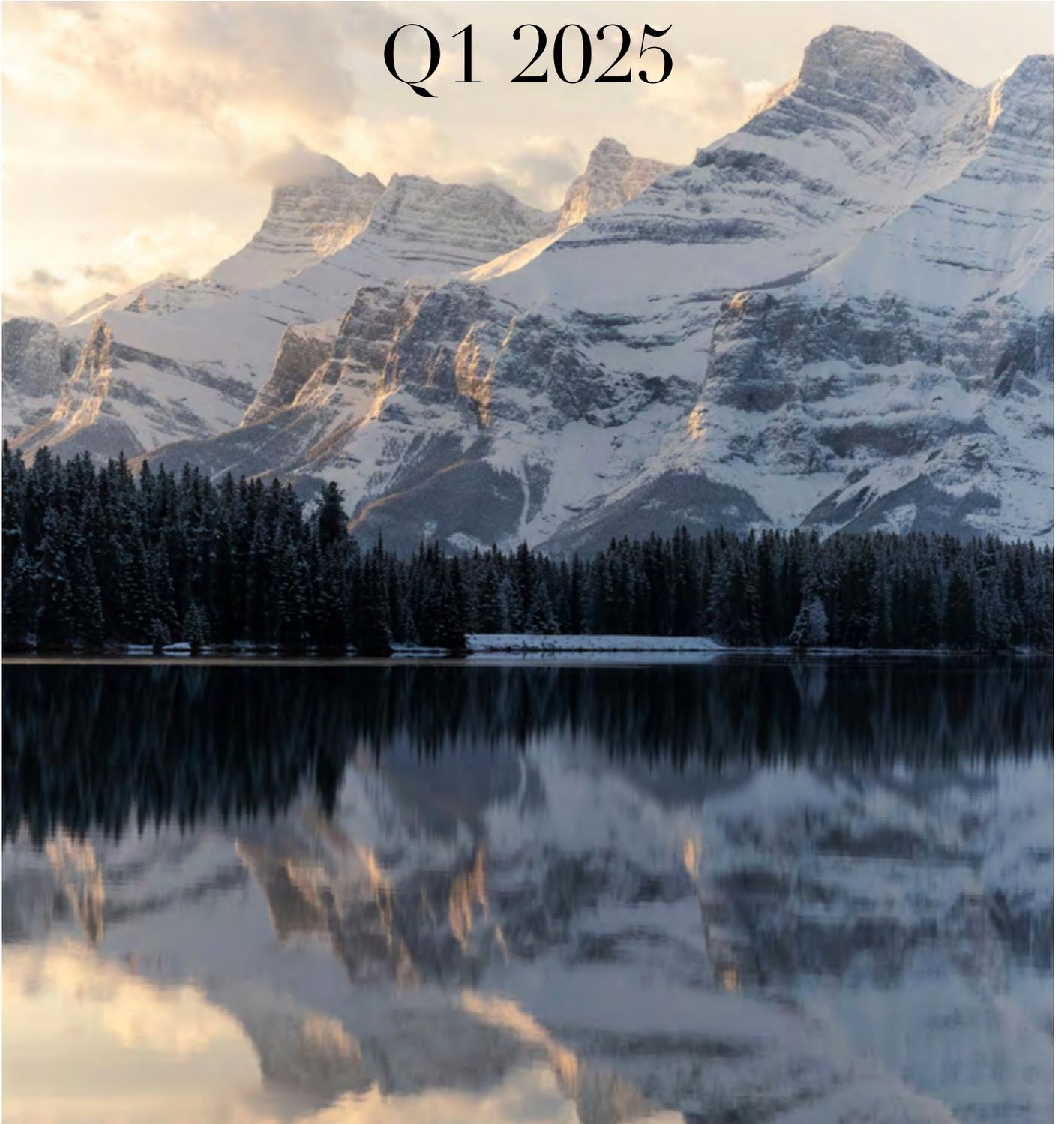
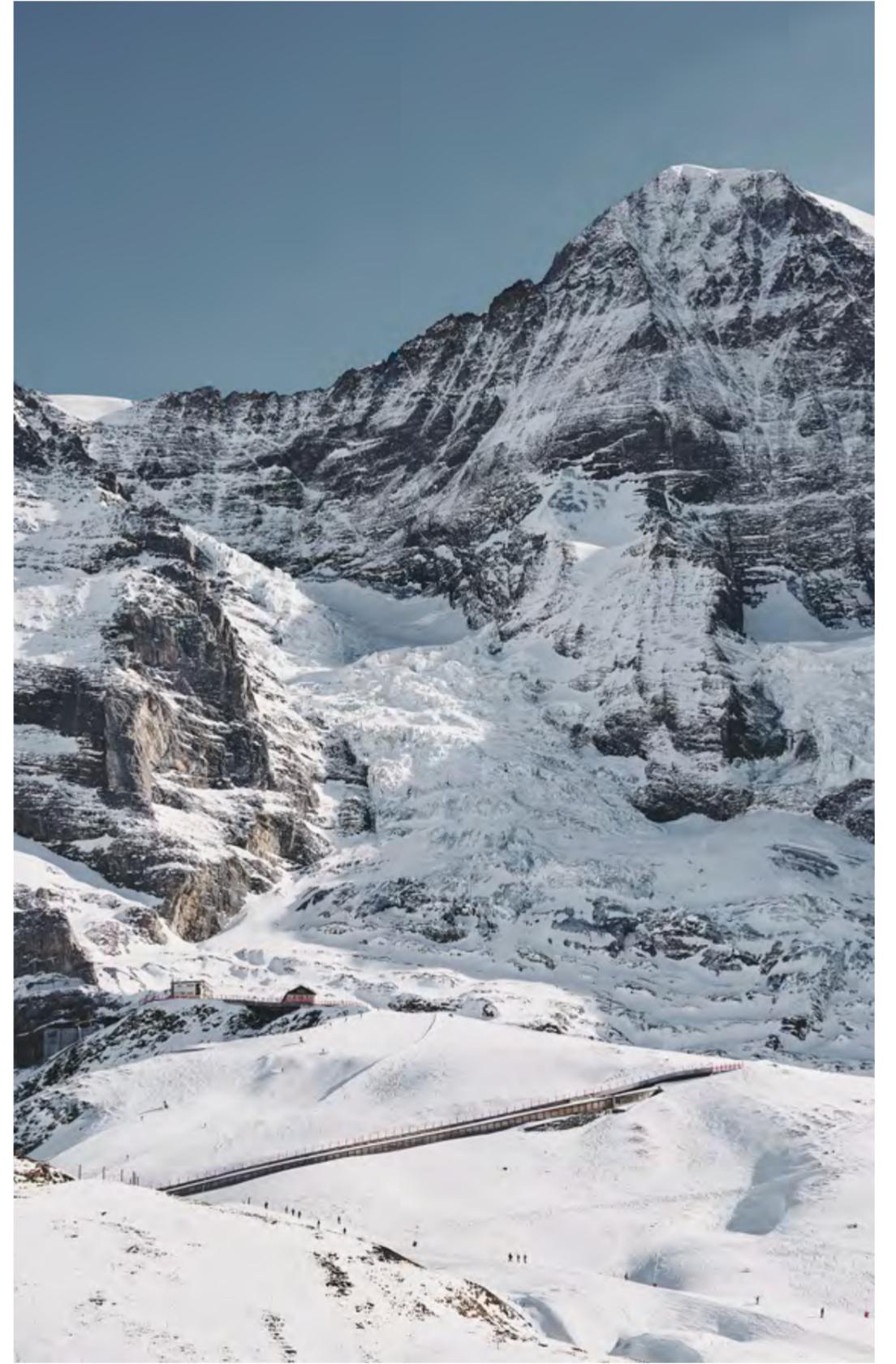


B E R G O S

Reflexionen

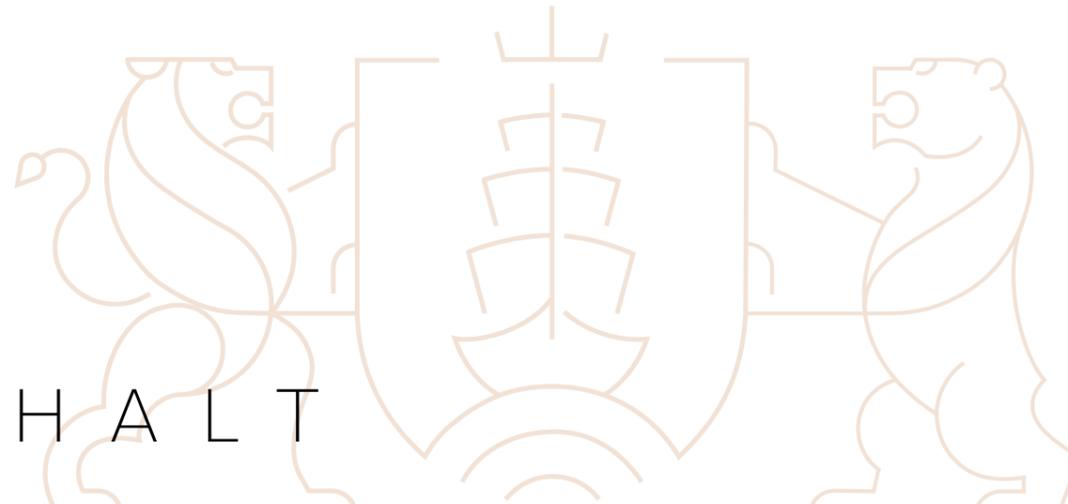
Q1 2025





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 2025
ALLE RECHTE VORBEHALTEN
REDAKTIONSSCHLUSS 10.01.2025



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

47 **TOPIC: SPOTLIGHT USA**
DR. MICKEY LEVY

DIE AUTOREN

MAXIMILIAN HEFELE

CFA – STELLVERTRETENDER
CHIEF INVESTMENT OFFICER

Als Leiter Asset Management bei Bergos verantwortet Maximilian Hefele seit 2003 die mandatsgebundenen Anlage-lösungen. 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. 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

CHEFÖKONOM

Dr. Jörn Quitzau ist seit April 2024 Chefökonom der Bergos AG und verantwortet die gesamtwirtschaftliche Analyse. Zuvor war er 17 Jahre für eine deutsche Privatbank in Hamburg 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.



DR. MICKEY LEVY

GASTAUTOR –
EXTERNAL ADVISOR

Dr. Mickey Levy begann seine Karriere als Forschungsleiter beim Congressional Budget Office und beim American Enterprise Institute. Anschliessend war er viele Jahre lang Chefökonom bei der Bank of America, gefolgt von Berenberg Capital Markets. Er ist langjähriges Mitglied des Shadow Open Market Committee und ausserdem Gastwissenschaftler an der Hoover Institution der Stanford University.





V O R W O R T

ÜBER UNSERE WINTERAUSGABE

Liebe Leserinnen und Leser,

die wirtschaftliche Entwicklung der Vereinigten Staaten hat viele Marktteilnehmer erneut überrascht. Ein äusserst robuster Arbeitsmarkt, der für ein kräftiges Lohnwachstum sorgte, verlieh den ohnehin ausgabefreudigen US-Konsumenten zusätzlichen Rückenwind. Mit einem Anteil von rund 70 % am US-Bruttoinlandsprodukt bleibt der Konsum auch 2025 die zentrale Wachstumssäule der US-Wirtschaft. In unserem Hauptszenario erwarten wir keine wesentlichen Entwicklungen, die die Konsumfreude der Amerikaner in naher Zukunft spürbar dämpfen könnten.

In diesem Kontext gibt es derzeit wenige Argumente für die US-Zentralbank, die Zinsen weiter deutlich zu senken. Der grosse Zinsschritt im September 2024 war im

Rückblick vermutlich überflüssig. Dies erklärt auch, warum sich der Anleihenmarkt zunehmend von der Geldpolitik der Notenbank abkoppelt. Trotz des neuen Zinssenkungspfads steigen die Renditen für 10-jährige US-Staatsanleihen. Dies ist auf eine Kombination aus der robusten Wirtschaft, einer weiterhin zu hohen Kerninflationsrate und dem hohen US-Staatsdefizit zurückzuführen.

Im mittleren und kürzeren Laufzeitensegment (1–5 Jahre), das etwas stärker an die Zentralbankpolitik gebunden ist, bleiben wir auch für 2025 optimistisch. Hier erachten wir die Renditechancen im Verhältnis zum Risiko sowohl im US-Dollar- als auch im Euroraum als attraktiv. Im Schweizer Franken hingegen sind die Renditen bereits heute unattraktiv.

Der US-Aktienmarkt zeigt sich von den schwindenden Zinssenkungsfantasien unbeeindruckt. Mit historisch überdurchschnittlichen Kursgewinnen übertraf der weltweit führende Aktienmarkt erneut alle anderen bedeutenden Aktienregionen. Besonders überraschend war die zunehmende Konzentration im S&P-500-Index. Ohne ein ausreichendes Gewicht in den grössten US-Aktien wurde es für global agierende Investmentmanager, die auf Diversifikation und Qualitätsstandards setzen, zu einer echten Herausforderung, mit den globalen Märkten Schritt zu halten.

Für 2025 erwarten wir keine weitere Bewertungsausweitung bei globalen Aktien. Wir gehen jedoch von einem moderaten Gewinnwachstum pro Aktie aus, das durch Umsatzsteigerungen und fortgesetzte Aktienrückkaufprogramme unterstützt wird. Daher rechnen wir weiterhin mit moderaten positiven Renditen an den globalen Aktienmärkten und bleiben besonders für US-Aktien optimistisch.

Neben US-Aktien hat sich auch der Goldpreis im Jahr 2024 äusserst positiv entwickelt. In klassischen Multi-Asset-Portfolios bleibt Gold auch 2025 ein fester Bestandteil.

Ein entscheidender Faktor für die weitere Entwicklung der Kapitalmärkte wird die Politik der USA unter dem neu gewählten Präsidenten sein. Welche der lautstark kommunizierten Ideen letztlich umgesetzt werden, bleibt abzuwarten. Wie bereits bei der Präsidentschaftswahl selbst werden wir die Entwicklungen aufmerksam analysieren und entsprechend unserem etablierten Investmentprozess konsequent agieren.

Im Zusammenhang mit der US-Wirtschaft freue ich mich, Ihnen in dieser Ausgabe unseren Gastautor Dr. Mickey D. Levy vorzustellen. Als langjähriges Mitglied des Shadow Open Market Committee und Gastwissenschaftler an der Hoover Institution der Stanford University ist er ein gefragter Experte für US-Wirtschaft und -Politik und wird regelmässig in der Finanzpresse zitiert.

Ich wünsche Ihnen viel Freude beim Lesen und ein gesundes Jahr 2025!

Mit freundlichen Grüssen

Maximilian Hefe
Stellvertretender Chief Investment Officer

MAXIMILIAN HEFELE CFA
STELLVERTRETENDER
CHIEF INVESTMENT
OFFICER UND LEITER
ASSET MANAGEMENT





K O M P A S S

BASISSZENARIO

VON TILL C. BUDELMANN, CHIEF INVESTMENT OFFICER

Die US-Wirtschaft hat das erhöhte Leitzinsniveau auch im vergangenen Jahr gut verkraftet und befindet sich noch immer in solider Verfassung. Die anhaltend expansive Finanzpolitik, die auch von der neuen Trump-Administration fortgesetzt werden dürfte, hilft, sonstige Belastungsfaktoren abzufedern. Dennoch sollte die Konjunktur im Jahresverlauf leicht abkühlen. Die Eurozone tut sich konjunkturell schwer. Vor allem die Stagnation in Deutschland ist ein Belastungsfaktor. Innerhalb Europas wachsen die Schweiz und Grossbritannien stärker als der Durchschnitt der Eurozone. China kann seine Rolle als Wachstumsmotor der Weltwirtschaft nicht mehr ausfüllen. Regierung und Notenbank stimulieren die Wirtschaft aber, um eine grössere Schwäche abzuwenden.

Die Inflation ist weltweit deutlich gesunken. In der Schweiz notiert die Inflationsrate inzwischen seit eineinhalb Jahren wieder im Zielbereich (0–2 %) der Schweizerischen Nationalbank (SNB). In vielen anderen Ländern ist die Gesamtinflation in Richtung der Notenbankziele gesunken, aber die Kernrate liegt meist noch höher. Damit ist die Inflation noch nicht endgültig besiegt. Die grossen westlichen Zentralbanken lockern in diesem Umfeld die Geldpolitik, sie müssen aber vorsichtig bleiben. Die US-Notenbank Fed dürfte die Geldpolitik mit ein bis zwei kleinen Zinsschritten bis Ende 2025 weiter lockern. Angesichts der schwachen Konjunktur und möglicher politischer Risiken ist die EZB unter stärkerem Zugzwang und könnte die Zinsen bis Ende 2025 noch viermal um je 25 Basispunkte senken, selbst wenn die Inflation moderat über dem EZB-Ziel liegen sollte. Die Bank of England wird wegen der wieder höheren Inflation vorsichtig bleiben. Zwei kleine Zinssenkungen sind bis Ende 2025 dennoch möglich. Für die SNB steht die Franken-Stärke im Fokus. Auch nach der überraschend grossen Zinssenkung (50 Basispunkte) im Dezember könnte die Geldpolitik weiter gelockert werden.

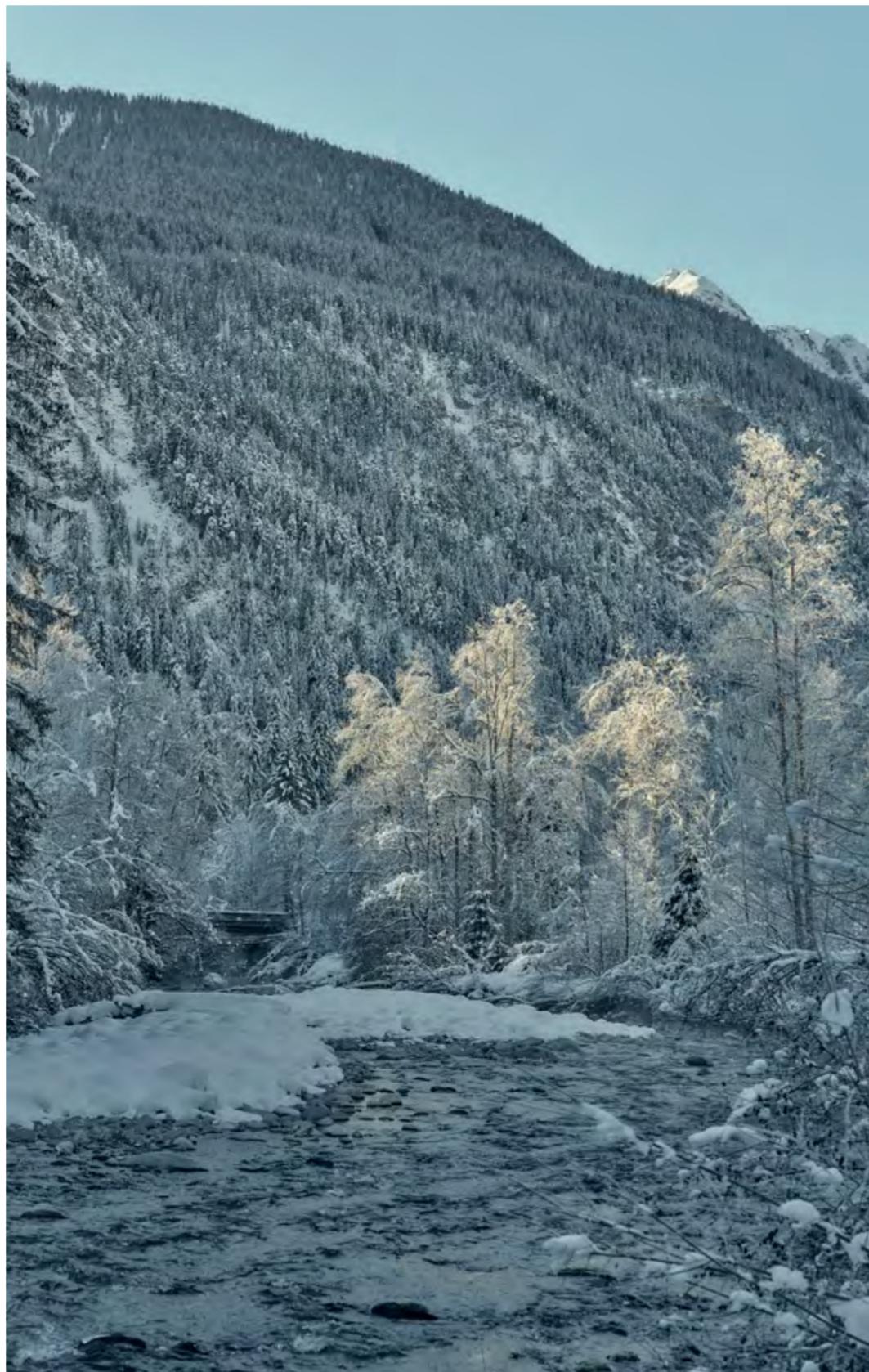
Die Welt bleibt voller Krisenherde. Im Nahen Osten, beim China-Taiwan-Konflikt sowie beim Russland-Ukraine-Krieg sind jederzeit überraschende Wendungen möglich. Das gilt umso mehr, als die künftige Aussenpolitik unter dem neuen Präsidenten Trump noch nicht kalkulierbar ist. Ausufernde Staatsschulden in den USA, aber auch in einigen Ländern Europas könnten auf lange Sicht zum Thema für die Finanzmärkte werden. In Deutschland kommt es nach dem Bruch der Regierungskoalition am 23. Februar 2025 zu Neuwahlen. In den Umfragen liegt die CDU/CSU weit in Führung. Dennoch würde die CDU/CSU einen oder zwei Koalitionspartner benötigen. Von dieser Konstellation hängt letztlich die Ausrichtung der künftigen Politik ab.

BIP-SCHÄTZUNGEN

VEREINIGTE STAATEN	2 0 2 3 : + 2,5 % 2 0 2 4 : + 2,6 % 2 0 2 5 : + 2,3 %
EUROZONE	2 0 2 3 : + 0,5 % 2 0 2 4 : + 0,7 % 2 0 2 5 : + 1,1 %
DEUTSCHLAND	2 0 2 3 : - 0,1 % 2 0 2 4 : - 0,1 % 2 0 2 5 : + 0,2 %
SCHWEIZ	2 0 2 3 : + 0,8 % 2 0 2 4 : + 1,3 % 2 0 2 5 : + 1,4 %
GROSS-BRITANNIEN	2 0 2 3 : + 0,1 % 2 0 2 4 : + 1,0 % 2 0 2 5 : + 1,4 %
CHINA	2 0 2 3 : + 5,1 % 2 0 2 4 : + 4,8 % 2 0 2 5 : + 4,5 %
JAPAN	2 0 2 3 : + 1,9 % 2 0 2 4 : + 0,1 % 2 0 2 5 : + 1,1 %

INFLATIONSSCHÄTZUNGEN (CPI)

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



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

WELTKONJUNKTUR NICHT IM GLEICHCHRITT

VON DR. JÖRN QUITZAU

Rückblick 2024:

Das Jahr der Überraschungen

Ein Jahr voller Überraschungen ist zu Ende. Politisch gab es mehrere Grossereignisse, die auch – oder insbesondere – im Jahr 2025 wirtschaftliche Spuren hinterlassen werden: In den USA wurde Donald Trump nach einem spektakulären Wahlkampf erneut zum Präsidenten gewählt. Er wird am 20. Januar die Nachfolge von Joe Biden antreten. In der Eurozone sind die Regierungen der beiden grössten Volkswirtschaften vorzeitig zerbrochen: In Frankreich rief Präsident Macron Parlaments-Neuwahlen aus, nachdem die europaskeptische Partei Rassemblement National (RN) bei der Europawahl

im Juni einen klaren Sieg errungen hatte. In Deutschland scheiterte im November die sogenannte Ampel-Koalition. Die Neuwahl wird am 23. Februar stattfinden.

Aus wirtschaftlicher Sicht überraschte einmal mehr die widerstandsfähige amerikanische Konjunktur. Auch wenn sich die wirtschaftliche Lage leicht eintrübte, war sie insgesamt stabiler als viele Beobachter erwartet hatten. Am Arbeitsmarkt zeigen sich bisher nur leichte Bremsspuren. Die Arbeitslosenquote stieg zwar von 3,7 % im Januar auf 4,2 % im November, doch auch damit liegt die Arbeitslosigkeit noch immer auf einem historisch sehr niedrigen

Niveau. In der Eurozone hingegen war das Wachstum mit voraussichtlich etwas weniger als einem Prozent überraschend schwach, weil in der grössten Volkswirtschaft der Eurozone – Deutschland – der erwartete Aufschwung gänzlich ausfiel. Die Schweizer Wirtschaft wird dadurch in Mitleidenschaft gezogen, denn die Eurozone ist der wichtigste Handelspartner der Schweiz. Trotzdem präsentierte sich die Schweizer Wirtschaft mit einem Wachstum von voraussichtlich gut einem Prozent im Jahr 2024 einmal mehr solide.

Ausblick 2025:

Weltkonjunktur nicht im Gleichschritt

Wie sind die Aussichten für das Jahr 2025? Die Weltwirtschaft wird sich mit einem Wachstum von voraussichtlich gut 3 % moderat entwickeln. Dabei ist die Dynamik regional sehr ungleich verteilt. Die Schwellen- und Entwicklungsländer wachsen überdurchschnittlich stark. Die chinesische Wirtschaft dürfte dank geld- und finanzpolitischer Unterstützung um rund 4,5 % wachsen. Allerdings hat die einstige Wachstumslokomotive der Weltwirtschaft weiterhin mit erheblichen Problemen, insbesondere im Immobiliensektor, zu kämpfen.

Unter den grossen entwickelten Volkswirtschaften werden die USA und Kanada mit voraussichtlich gut 2 % sehr solide wachsen. Die Eurozone bildet dazu einen starken Kontrast. Wirtschaftliche Dynamik entwickelt sich hier lediglich in der Peripherie (Süd- und Osteuropa). Der Kern Europas kommt hingegen kaum von der Stelle. Deutschland droht ohne wirtschaftspolitischen Kurswechsel nach der Bundestagswahl ein weiteres Jahr wirtschaftlicher Stagnation. Frankreichs Wirtschaftsleistung dürfte zwar moderat wachsen, aber die hohen Staatsschulden in Verbindung mit anhaltend hohen Haushaltsdefiziten sind ein latentes Risiko. Insgesamt dürfte die Wirtschaft der Eurozone nur um knapp 1 % wachsen. Für die Schweiz sieht es besser aus. Hier ist ein Wachs-

tum des Bruttoinlandsproduktes von bis zu 1,5 % möglich. Unterstützt wird das Schweizer Wachstum von der gelockerten Geldpolitik, belastet wird es von der wirtschaftlichen Schwäche der Nachbarländer.

Geldpolitik und Inflation:

Noch keine umfassende Entwarnung

Hinsichtlich der Preisstabilität unterscheidet sich die Schweiz gravierend von der Mehrzahl der grossen westlichen Industrienationen. Da die Inflationsrate schon seit Mitte 2023 wieder im Zielbereich der Schweizerischen Nationalbank (SNB) von 0–2 % liegt, kann die Inflation als besiegt gelten. Für 2025 erwartet die SNB eine durchschnittliche Inflationsrate von 0,3 %. Es droht also eher ein Unterschreiten als ein Überschreiten des Inflationsziels. Der sehr hohe Wechselkurs des Schweizer Franken ist ein massgeblicher Faktor für die geringe Inflation. Deshalb versucht die SNB mit Zinssenkungen die Attraktivität des Franken zu mindern, um ein weiteres Absinken der Inflationsrate zu vermeiden. Weitere Zinssenkungen sind in diesem Jahr möglich und sogar über Negativzinsen wurde bereits diskutiert.

Ganz anders ist die Situation in vielen anderen westlichen Wirtschaftsräumen. In den USA, in der Eurozone und in Grossbritannien sind die Inflationsraten von ihren Höchstständen zwar deutlich gefallen, sie liegen aber immer noch – oder wieder – oberhalb des Ziels der jeweiligen Notenbank. Dies gilt insbesondere für die Kernraten der Inflation, die den zugrundeliegenden Inflationsdruck besser abbilden. Zu Beginn des Jahres 2025 zeigt sich somit, dass die Inflation noch nicht endgültig gezähmt ist. Dieses Jahr dürfte deshalb für die US-Notenbank Fed, die Europäische Zentralbank (EZB) und die Bank of England zu einer Gratwanderung werden.

Die Währungshüter werden versuchen, den begonnenen Zinssenkungszyklus fortzusetzen und die geldpolitischen Bremsen weiter zu

lösen, ohne dadurch die Inflation wieder anzuhetzen. Wegen der schwachen Konjunktur und möglichen finanzpolitischen Spannungen (z. B. in Frankreich) steht die EZB am stärksten unter Druck, die Geldpolitik zu lockern. Die Leitzinsen könnten in der Eurozone zum Jahresende um einen Prozentpunkt niedriger liegen als heute. Dagegen dürften die Bank of England und die US-Fed behutsamer vorgehen und den Leitzins im Jahresverlauf jeweils um einen halben Prozentpunkt senken. Die Bank of England hat im Dezember bereits auf eine Zinssenkung verzichtet. Ebenso dürfte die amerikanische Notenbank den Leitzins auf ihrer nächsten Sitzung Ende Januar konstant halten. Die Signale der Fed deuten auf zwei Zinsschritte in diesem Jahr. Mit Blick auf die gesamtwirtschaftlichen Daten wäre sogar nur ein Schritt möglich. Zu bedenken ist auch, dass die Fed möglicherweise auf wirtschaftspolitische Überraschungen der neuen Trump-Regierung reagieren muss (Beitrag zur US-Wirtschaft auf Seite 47).

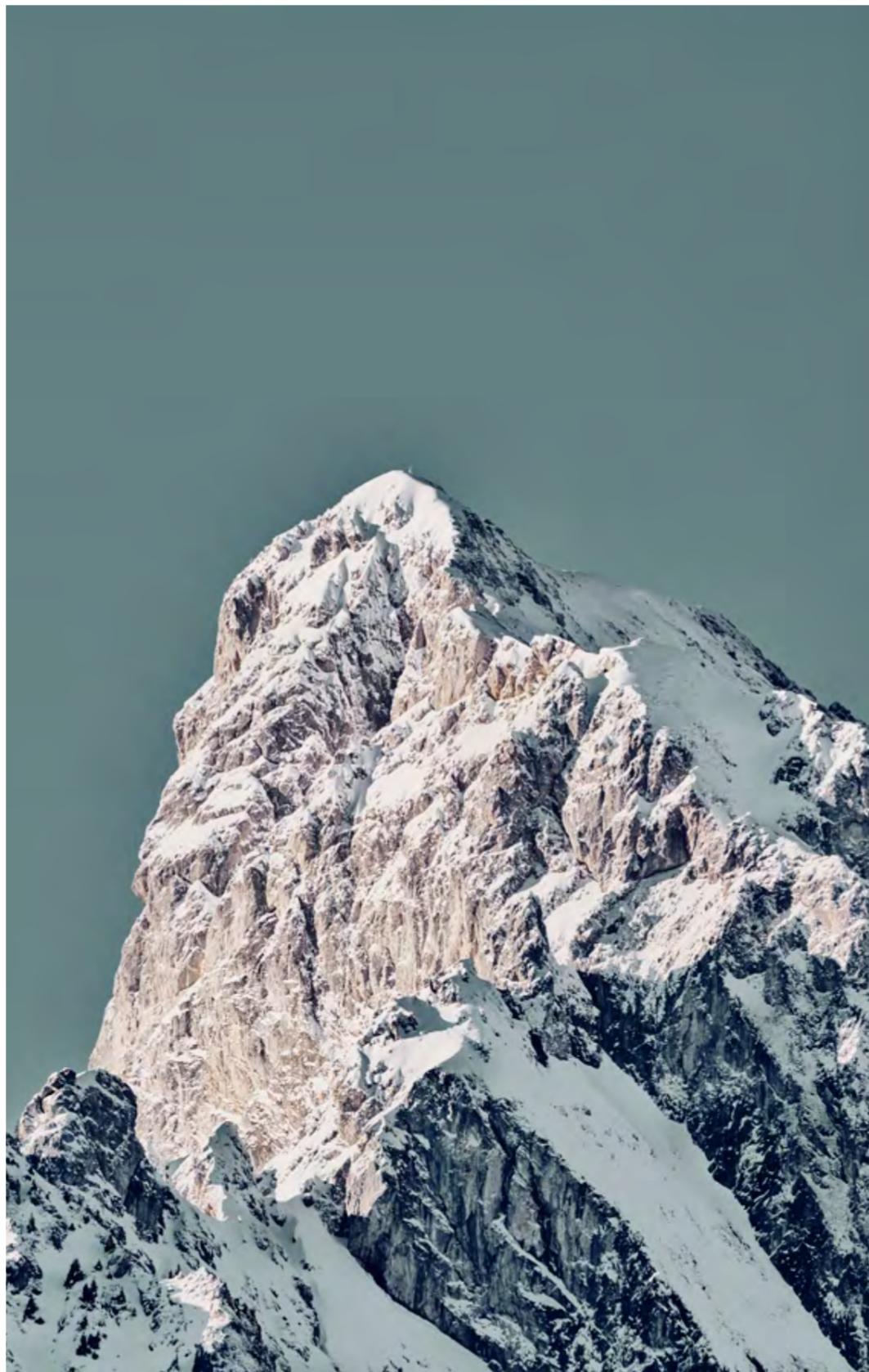
Politik:

Zwischen Hoffen und Bangen

Politisch dürfte es ein Jahr zwischen Hoffen und Bangen werden. Das gilt zuallererst für die USA. Manche Wahlkampf-Ankündigungen von Donald Trump liefern Anlass zu grosser Sorge. Die entscheidende Frage ist: Was war lediglich Wahlkampfrhetorik und was war tatsächlich ernst gemeint? Eine verlässliche Antwort darauf gibt es nicht. Wir nehmen aber an, dass viele Ankündigungen nur in abgeschwächter Form umgesetzt werden. Für das laufende Jahr erwarten wir trotz aller Unwägbarkeiten, die von der zweiten Amtszeit Donald Trumps ausgehen, eine markt- und unternehmensfreundliche Wirtschaftspolitik. Neben der Steuerpolitik dürfte insbesondere die angekündigte Deregulierung die Wirtschaft beflügeln. Die potenziell negativen Effekte der Handels- und Migrationspolitik dürften ihre Wirkung tendenziell erst mittel- und längerfristig entfalten.

In Europa gilt es, insbesondere die Situation in Frankreich im Auge zu behalten. Die politischen Mehrheitsverhältnisse verhindern offenkundig die benötigte Sanierung der Staatsfinanzen. Die Finanzmärkte gehen erstaunlich gelassen mit der Situation um. Offenbar setzen sie darauf, dass die Staatengemeinschaft und die EZB Frankreich im Ernstfall zu Hilfe eilen würden. Der bisherige Umgang mit Problemfällen innerhalb der Eurozone unterstützt diese Sichtweise. In Deutschland könnte es nach den Neuwahlen zumindest eine leichte konjunkturelle Belebung geben. Ein regelrechter Wachstumsschub ist hingegen unwahrscheinlich, weil gemäss aktueller Umfragen keine echte Reform-Koalition möglich sein wird.

Abschliessend noch ein Blick auf die Geopolitik: Die Welt bleibt voller Krisenherde. Im Nahen Osten, beim China-Taiwan-Konflikt sowie beim Russland-Ukraine-Krieg sind jederzeit überraschende Wendungen möglich. Das gilt umso mehr, als die künftige Aussenpolitik unter dem neuen Präsidenten Trump noch nicht kalkulierbar ist. Sollte es im Jahresverlauf zu einem Ende des Krieges in der Ukraine kommen, wäre das ein Segen für die geschundene Bevölkerung. Sollte das Kriegsende zu Konditionen erfolgen, die für die Ukraine einigermassen akzeptabel sind, wäre dies auch ein positiver Impuls für den gesamten europäischen Kontinent. Die Stimmung würde sich aufhellen und die Konjunktur könnte einen Schub erhalten, der in unseren bisherigen Prognosen nicht enthalten war.



A K T I E N

DER BULLENMARKT SETZT SICH AUCH IM JAHR 2025 FORT
VON FREDERIK CARSTENSEN

Die internationalen Aktienindizes verzeichneten im Börsenjahr 2024, trotz zahlreicher Herausforderungen und entgegen allen Erwartungen, eine starke Wertentwicklung. Teil der Wahrheit ist aber, dass es regional deutliche Unterschiede gab. US-Titel haben sich im Jahr 2024 deutlich besser als andere Regionen entwickelt. Dies ist unter anderem auf das dominante Technologiegewicht und den unterschiedlichen Indexkompositionen gegenüber zum Beispiel den europäischen Pendant zurückzuführen. Entscheidend war es vor allem, ob man Nvidia im Portfolio hatte oder nicht. Abgesehen davon zeigte sich die US-Konjunktur eindrucklich robust. Unsere Entscheidung, US-Aktien das gesamte Jahr überzugewichten, hat sich wieder einmal ausgezahlt. Unter dem

Strich konnten sich global anlegende Investoren über prozentual zweistellige Kursgewinne freuen. Damit ist der Aktien-Jahrgang 2024 nach 2023 erneut ein überdurchschnittlicher im historischen Kontext.

Renditepotenzial dürfte in diesem Jahr begrenzter sein

Auch im Jahr 2025 stehen die Chancen auf weitere Gewinne an den Aktienmärkten gut. Niedrigere Inflationsraten als in den Vorjahren, mögliche Zinssenkungen – vor allem in Europa – und neue staatliche Ausgabenprogramme könnten die Wirtschaft beleben und den Aktienmarkt weiter antreiben. Für eine Fortsetzung des seit Oktober 2022 andauernden Aktienbullmarktes spricht auch eine mögliche Umschich-



Performance des MSCI World Net Index im Jahr 2024
Quelle: Bloomberg, Bergos. Daten per 31.12.2024

tung von Anlegergeldern aus kurzfristigen Zinsanlagen. Grundsätzlich dürfte das Aufwärtspotenzial für globale Aktien jedoch geringer ausfallen als in den letzten beiden Jahren.

Über allen Prognosen hängt das Damoklesschwert geopolitischer Unruhen, etwa in der Ukraine und Nahost. Auch China und Taiwan bleiben ein Dauerthema. Zudem bleibt abzuwarten, was die vorgezogene Bundestagswahl Ende Februar in Deutschland bringen wird. An den Märkten haben sich gewisse Erwartungen an eine Entspannung der geopolitischen Lage gebildet, die enttäuscht werden könnten. Ein Anstieg der Volatilität ist demnach wahrscheinlich.

Kurzfristig sprechen die Bewertungen weniger für Aktien, sodass wir an unserer neutralen Gesamtquote festhalten. Das Yield Gap, die

Differenz zwischen der Gewinnrendite von Aktien und der Rendite zehnjähriger Anleihen ist zusammengeschrumpft. Nach zuletzt deutlich gestiegenen Anleiherenditen liegt der Aktienvorsprung nur noch bei 0,1 Prozentpunkten (historisches Mittel: 2,5 Prozentpunkte). Viel Optimismus ist bereits eingepreist, und die Positionierung der Anleger ist bereits ausgeprägt, sodass das Aufwärtspotenzial begrenzter erscheint als zuletzt.

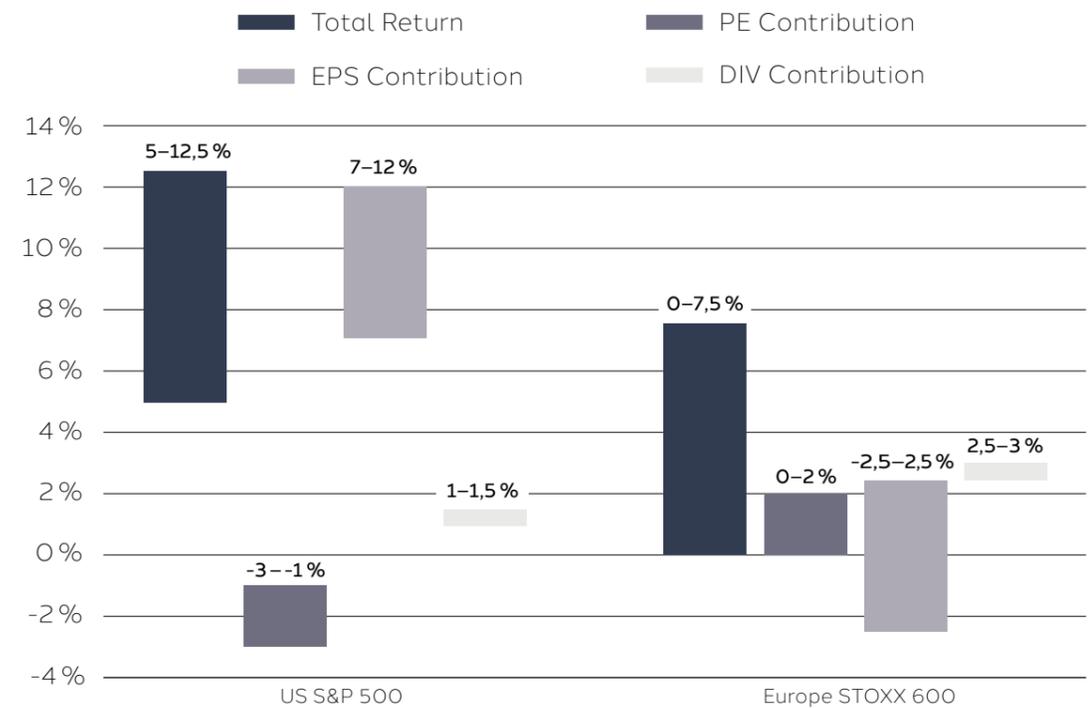
Es ist durchaus möglich, dass das Jahr in zwei Hälften geteilt wird: Eine schwächere erste Jahreshälfte, geprägt von politischen Unsicherheiten, gefolgt von einer optimistischeren zweiten Jahreshälfte, insbesondere in Europa. Historisch betrachtet kommt es nach der Amtsübernahme durch einen neuen US-Präsidenten häufig zu einer Verschnaufpause an den Aktienmärkten.

US-Wirtschaft und Gewinne bleiben stärker als in Europa

Mit dem Durchmarsch Donald Trumps bei den US-Wahlen spricht vieles auch weiterhin für US-Aktien. Schliesslich möchte sich der neue US-Präsident für niedrigere Steuern, Deregulierung und eine „America First“-Politik (inkl. Importzölle) zur Stärkung der heimischen Wirtschaft einsetzen. Zudem sieht er den Aktienmarkt als gutes Barometer für seine politischen Erfolge, wie wir aus seiner ersten Amtszeit wissen. Auf Jahressicht könnte – dank der recht stabilen Wirtschaft und der voraussichtlich marktfreundlichen Politik Donald Trumps – insbesondere der US-Markt Gesamterträge im hohen einstelligen Bereich abwerfen. Der „Red Sweep“ ermöglicht es Trump, weitgehend durchzuregulieren. Sinkende Steuern, Deregulierung und ein marktfreundlicher Finanzminister

(Scott Bessent) ergeben ein förderliches Umfeld für US-Aktien. Unmittelbar nach der US-Wahl haben wir US Small Caps gekauft, zum Teil zu Lasten von Europa.

Der Konsensus der Volkswirte erwartet, dass die US-Wirtschaft immer noch stärker als die Eurozone wächst. Auch das Gewinnwachstum treibt US-Aktien. Langfristig sind steigende Unternehmensgewinne der wichtigste Faktor für steigende Aktienkurse. Höhere Gewinne schaffen die Basis für den Wertzuwachs einer Aktie. Ein gutes Beispiel dafür ist die bessere Entwicklung der US-Unternehmen im Vergleich zu europäischen Firmen. Diese Stärke hat dazu beigetragen, dass die Wall Street in den letzten Jahren deutlich besser abgeschnitten hat. Dank einer starken heimischen Wirtschaft und führender Technologieunternehmen könn-



Renditeerwartungen S&P 500 vs. Stoxx 600 für das Jahr 2025
Quelle: Bergos

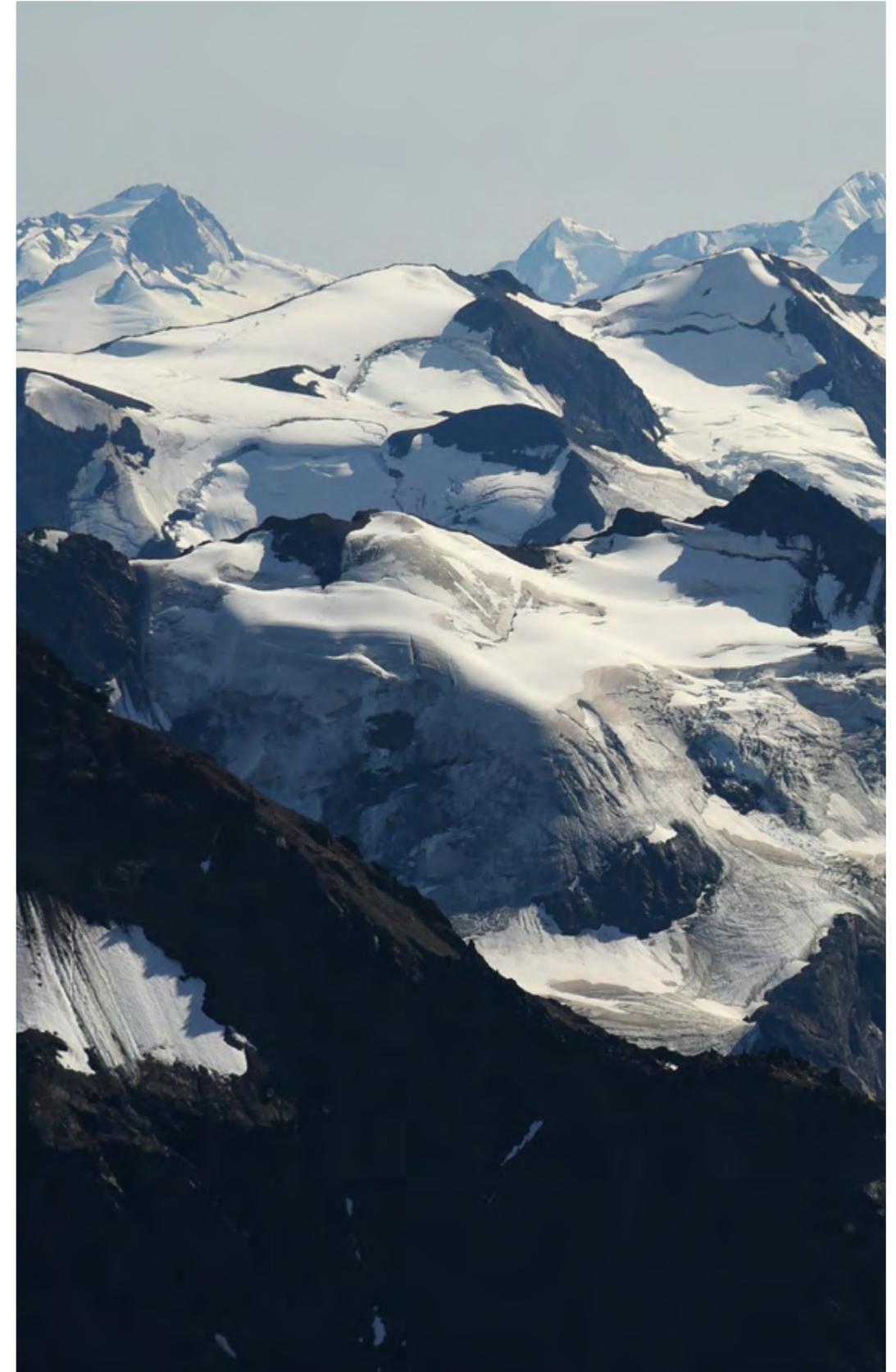
ten US-Unternehmen ihre Gewinne auch im Jahr 2025 deutlich steigern. Für den US-Aktienindex S&P 500 erwarten wir für 2025 einen Gesamtertrag von 5 bis 12,5 %. Den Hauptanteil soll das Gewinnwachstum mit 7 bis 12 % liefern. Von der Bewertungsseite rechnen wir eher mit Gegenwind (-3 bis -1 Prozentpunkte). Das aktuelle Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von über 20 lässt Bewertungskontraktionen erwarten. Die Dividendenrendite sollte bei 1 bis 1,5 % liegen.

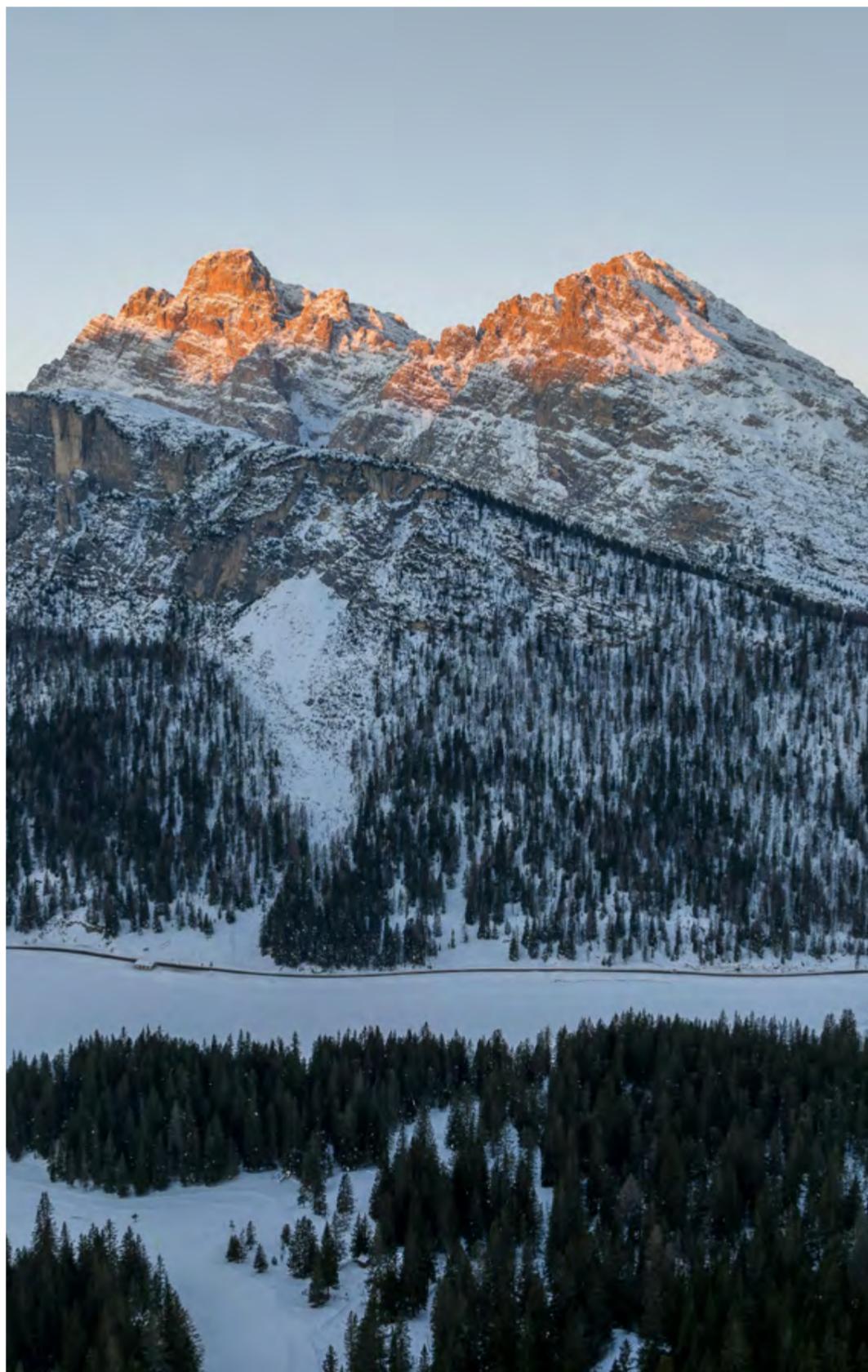
Weniger optimistisch sind wir hingegen für andere Regionen. Aktien aus den Emerging Markets und aus Japan gewichten wir unter, europäische Aktien neutral. Für Europa (Stoxx 600 Index) liegen unsere Prognosen für den Gesamtertrag 2025 mit 0 bis 7,5 % deutlich niedriger als für die USA. Die Gewinne dürften hier eher stagnieren. Das prognostizierte Gewinnwachstum beträgt -2,5 bis +2,5 %. Allerdings ist das KGV beim Stoxx 600 mit um die 15 vergleichsweise niedrig und lässt Spielraum für Bewertungsausweitungen, die 0 bis 2 Prozentpunkte zum Gesamtertrag beisteuern könnten. Hinzu kommt eine Dividendenrendite von 2,5 bis 3 %.

Für europäische Aktien gibt es neben dem drohenden Handelskrieg mit der Schwäche

Chinas, der hiesigen Konjunkturflaute, den höheren Energiepreisen und dem Krieg in der Ukraine viele Stolpersteine bzw. Risiken. Ein nahendes Kriegsende in der Ukraine und im Nahen Osten könnte allerdings eine positive Überraschung sein. Trumps Protektionismus dürfte insbesondere den europäischen Kontinent sowie einzelne Schwellenländer belasten. Nachdem wir bei den Schwellenländern (v. a. bzgl. China) bereits vorsichtig positioniert waren, haben wir daher zuletzt unser Gewicht in Europa reduziert. Eine Ausnahme im Rest der Welt bleibt Indien, das von Trumps Handelspolitik weitestgehend isoliert zu sein scheint und nach wie vor mit einem überdurchschnittlichen (Gewinn-)Wachstum überzeugt.

Nach einem Jahr relativer Stärke von US-Technologiewerten, bleibt die Hoffnung, dass das Wachstum im Jahr 2025 breiter auf die verschiedenen Branchen verteilt wird. Auch kleinere Unternehmen, die in den letzten Jahren wenig Beachtung fanden, könnten wieder stärker in den Fokus rücken. Künftig sollten nicht mehr nur einige wenige Titel den Grossteil der Performance tragen. Vielmehr sollte der Markt an Breite gewinnen. Auf Sektor-Ebene dürften vor allem US-Finanztitel profitieren.





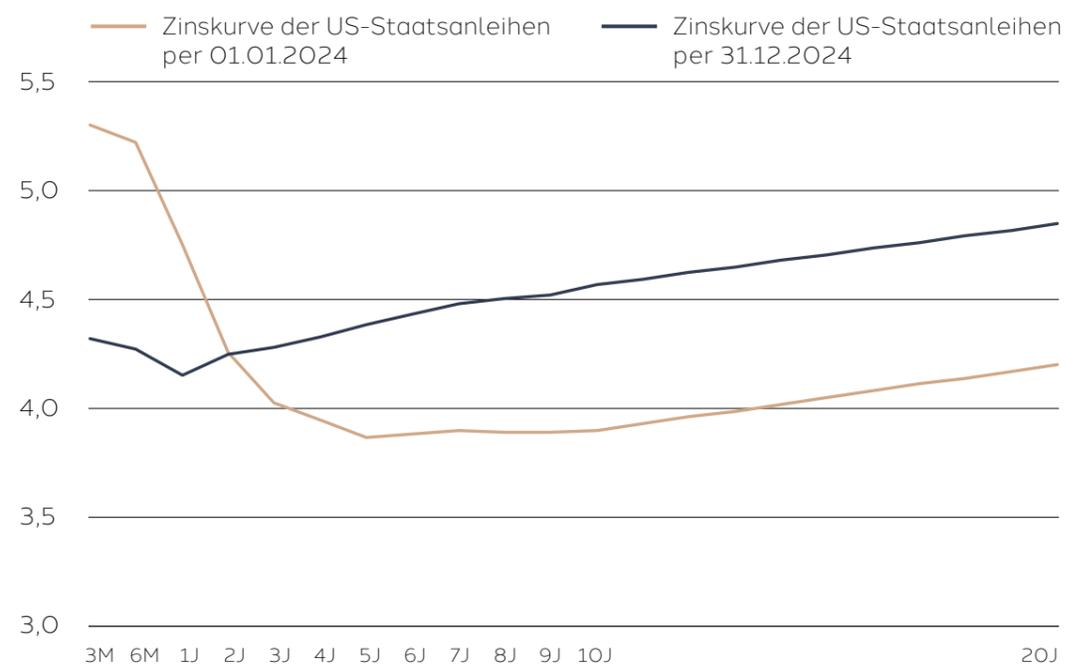
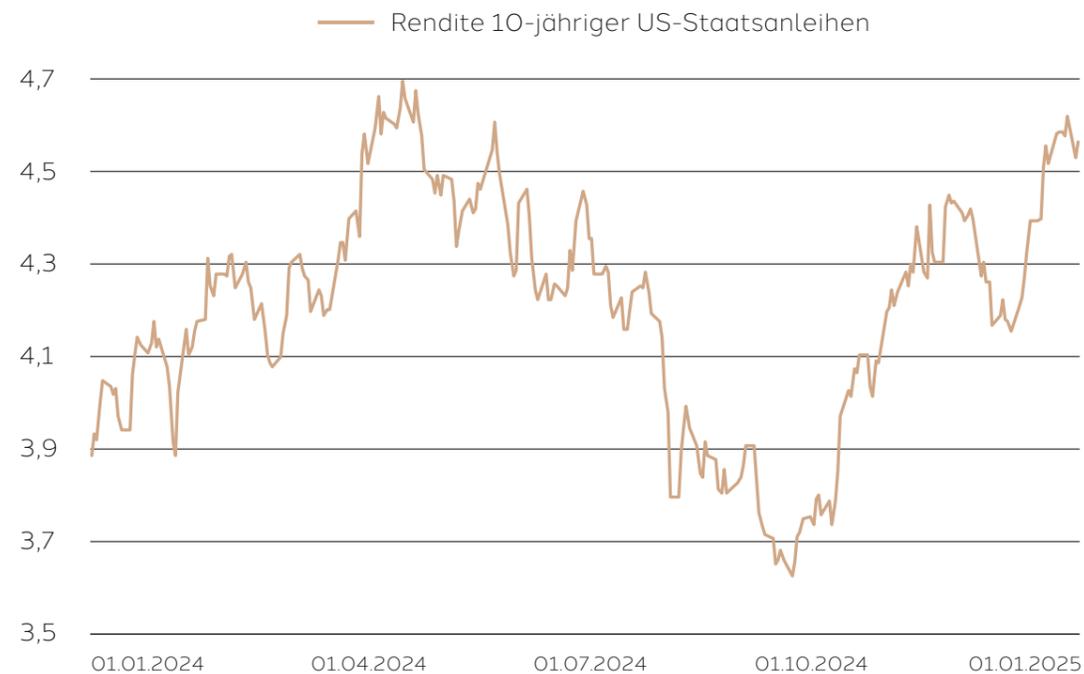
A N L E I H E N

EIN SPANNUNGSFELD ZWISCHEN ZINSENKUNGSPLÄNEN DER ZENTRALBANKEN, DEM RISIKO EINER HÖHEREN INFLATION UND STEIGENDER STAATSVerschULDUNG

VON CHRISTOPH JUNG

Anfang Oktober lag die Rendite 10-jähriger US-Treasuries bei rund 3,8 % und pendelte sich zum Jahresende bei 4,57 % ein. Das ist ein Anstieg um satte 80 Basispunkte und dies, obwohl die amerikanische Notenbank Federal Reserve (Fed) auf ihren beiden Sitzungen im letzten Quartal Zinssenkungen um jeweils 25 Basispunkte beschlossen hatte. Auf der anderen Seite des Atlantiks verlief die Entwicklung ähnlich. Auch die Europäische Zentralbank (EZB) senkte ihren Leitzins im vierten Quartal zweimal. Dennoch stieg beispielsweise die Rendite 10-jähriger deutscher Bundesanleihen im Dezember um fast 30 Basispunkte auf 2,37 %.

Betrachtet man das gesamte Jahr, so kann man sagen, dass die Renditen von Staatsanleihen im Jahr 2024 eine Achterbahnfahrt hinter sich haben. Auf Abbildung 1 ist diese turbulente Entwicklung anhand der zehnjährigen US-Staatsanleihen dargestellt. Sie zeigt eine anfängliche Aufwärtsbewegung von 4 % auf 4,7 % im April, dann eine Abwärtsbewegung auf fast 3,6 % und ab September eine Annäherung an die Jahreshöchststände. Die Zinsvolatilität, gemessen am renommierten ICE BofA MOVE Index, war dabei im Vergleich zu den letzten 15 Jahren signifikant erhöht. Vergleicht man die Zinsstrukturkurve von US-Staatsanleihen zu



Entwicklung der Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen und der Zinskurve der US-Staatsanleihen zum 01.01.2024 und 31.12.2024

Quelle: Bloomberg, Darstellung von Bergos

Jahresbeginn und zum Jahresende, zeigt sich, dass die Zinssenkungen der Fed das kurze Ende der Kurve nach unten drückten, das lange Ende jedoch von Inflations- und Wachstumserwartungen getrieben, entgegen vieler Prognosen Ende 2023, sich erhöhte.

Nach anfänglichen Rezessionsängsten für das Jahr 2024, trieb das Szenario einer weichen Landung mit moderatem Wachstum und sinkender Inflation die Anleiherenditen über weite Strecken des Jahres tendenziell nach unten. Aufwärtskorrekturen der Wachstumsprognosen und die gestiegene Erwartungshaltung über politische Absichten, die die Inflation im Jahr 2025 gar wieder anheizen könnten, führten jedoch zu einer Neubeurteilung der Lage. Zu nennen ist sicherlich auch hierbei beispielsweise die politische Instabilität in Frankreich und Deutschland sowie die Angst von einem Handelskrieg nach dem Wahlsieg von Donald Trump in den USA, die gegen Ende des Jahres zu einer gewissen Verunsicherung beigetragen haben. Vor diesem Hintergrund tendierten die Zentralbanken im Dezember dazu, eine restriktivere Geldpolitik für die Zukunft ins Auge zu fassen. So wurden aus den vier Zinssenkungen, die die Fed noch im September für das Jahr 2025 prognostiziert hatte, im Einklang mit den Markterwartungen nur noch zwei. Zu guter Letzt sorgten auch die steigende Staatsverschuldung und die geplanten Budgets, die zu hohen Haushaltsdefiziten führen könnten, zunehmend für Schlagzeilen. Die Staatsverschuldung in den USA, aber auch in anderen Ländern wie Frankreich, ist in den letzten Jahren signifikant angestiegen. Nach vorläufigen Zahlen des IWF wird die Staatsschuldenquote im Jahr 2024 in den USA 121 % und in Frankreich 112 % des BIP erreichen. Diese Situation wäre besser tragbar, wenn die Zinssätze sehr niedrig oder nahe Null wären, wie es vor einigen Jahren der Fall war. Aber jetzt, da die Kreditkosten stark gestiegen sind und so auch die Kosten für die Begleichung der Schul-

den, gibt es wachsende Bedenken hinsichtlich dieser Entwicklung und langfristiger Tragfähigkeit. Diese Kombination hat zu der deutlichen Versteilerung der Zinsstrukturkurve geführt, die im unteren Teil der Abbildung zu sehen ist.

Rekordtiefe Kreditrisikoprämien auf „Perfektion“ gepreist

Nach der Wahl von Donald Trump sind die durchschnittlichen optionsbereinigten Kreditrisikoprämien für Investment-Grade-Unternehmensanleihen auf ein Rekordtief gefallen. So fielen sie beispielsweise Mitte Dezember gemessen am Bloomberg US Aggregate Corporate Index auf 74 Basispunkte und damit auf den tiefsten Stand seit 1998. Seitdem haben sie sich nur leicht ausgeweitet. Ein ähnliches Bild zeigt sich bei den Spreads der risikoreicheren High Yield Unternehmensanleihen, die ebenfalls nicht weit von ihren historischen Tiefständen entfernt sind. Die Kreditrisikoprämien können noch längere Zeit auf diesen Niveaus verharren, solange es keine negativen Überraschungen gibt. Derzeit scheinen die Anleger optimistisch zu sein. Die attraktiven absoluten Renditeniveaus ziehen die Anleger an. Ende 2024 lag die durchschnittliche Rendite auf Verfall für USD-Unternehmensanleihen bei rund 5,3 %. Die hohe Nachfrage nach Unternehmensanleihen zeigt sich auch am Primärmarkt. Das weltweite Primärmarktvolumen für Unternehmens- und Finanzanleihen für das Geschäftsjahr 2024, basierend auf den Emissionstabellen von Bloomberg (LEAG), stieg im Jahresvergleich um 20,78 % auf 6 Billionen (!) USD und wurde problemlos absorbiert. Und das, obwohl die Kreditrisikoprämien ein nahezu perfektes Szenario einpreisen.

Es wird eine holprige Fahrt sein in einer unsicheren Welt

Die Szenarien, die wir evaluieren, sind vielschichtig. Angesichts der robusten Wirtschaftslage, vor allem in den USA, besteht ein Risiko darin, dass zu starke fiskalische Anreize zu einer

erneuten Beschleunigung der Inflation führen könnten. Es liegt immer noch eine Menge Geld im System. Auf einen Stimulus, der zu einem Wachstums- und Inflationsschock führt und die Zentralbank zu einer längeren Aussetzung oder gar einem unweigerlichen Neubeginn eines Zinserhöhungszyklus zwingt, ist der Markt nicht vorbereitet. Auf der anderen Seite könnten aggressivere Zolltarife, die zu Vergeltungsmassnahmen führen oder eine Einwanderungspolitik, die den Arbeitsmarkt empfindlich stört, die Märkte verunsichern und die Spreads ausweiten lassen. Je nach politischer Entscheidung sind Unternehmen und Länder unterschiedlich betroffen. Die Anleihemärkte dürften 2025 eine holprige Fahrt erleben, da sich Prognosen aufgrund neuer Fakten schnell ändern können.

In unserem Basisszenario wird sich die Weltwirtschaft moderat mit einer regional sehr unterschiedlichen Dynamik entwickeln. Europa, insbesondere die deutsche Volkswirtschaft, schwächelt und dementsprechend befindet sich die EZB in einer anderen Position als beispiels-

weise die Fed. Die EZB könnte ihren Zinssenkungszyklus fortsetzen, während die Fed mehr Beweise für eine Verlangsamung der Inflation und eine Abkühlung der Konjunktur benötigt. Angesichts der schwer kalkulierbaren möglichen endgültigen politischen Entscheidungen und ihrer geopolitischen Auswirkungen verfolgen wir derzeit einen eher vorsichtigen Ansatz in Bezug auf die Zinssensitivität und das Kreditrisiko im Portfolio. Wir halten zu Beginn des neuen Jahres eine Benchmarkneutrale Duration. Darüber hinaus bevorzugen wir weiterhin Unternehmensanleihen mit guter Bonität. Während sich die Kreditrisikoprämien am unteren Ende der historischen Bandbreiten bewegen, gehen wir davon aus, dass die Kreditrisikokennzahlen für ausgewählte Unternehmen insgesamt stabil bleiben – ebenso wie deren Ausfallwahrscheinlichkeit. Selektivität bei der Auswahl einzelner Schuldner bleibt unerlässlich und schliesslich anerkennen wir, dass systematisch sowie auch idiosynkratisch getriebene Volatilität in diesem Umfeld zu Chancen führen kann.





ALTERNATIVE INVESTMENTS

WANDELANLEIHEN: MIT STÄRKE INS JAHR 2025

VON OLIVER WATOL

Das vergangene Jahr hat die Widerstandsfähigkeit von Wandelanleihen eindrucksvoll unter Beweis gestellt. Das erste Halbjahr 2024 generierte moderate Renditen im einstelligen Bereich, wobei die ersten sechs Monate erneut von einem bereits bekannten Thema dominiert wurden: Marktkonzentration und die „Magnificent Seven“. Die starke Performance einer ausgewählten Gruppe von US Mega-Cap-Aktien, der sogenannten „M7“, verlieh den Aktienmärkten erheblichen Schwung. Für den Wandelanleihenmarkt bot diese Rallye jedoch nur begrenzte Chancen, da keines der sieben Unternehmen aktuell Wandelanleihen emittiert hat.

Im zweiten Halbjahr änderte sich jedoch die Dynamik. Die erhöhte Volatilität an den Mär-

ten unterstrich die defensiven Eigenschaften von Wandelanleihen. Besonders zum Jahresende reagierten Wandelanleihen positiv auf die Ergebnisse der US-Wahlen, die ein wachstumsförderndes politisches Umfeld in Aussicht stellen. Insgesamt erzielten globale Wandelanleihen eine beeindruckende YTD-Gesamrendite von 10,7 %, gemessen am Refinitiv Global Convertible Qualified Monthly Index (gesichert in US-Dollar).

Ein vielversprechender Ausblick

Mit Blick auf 2025 erwarten wir, dass Wandelanleihen eng mit den politischen Dynamiken in den USA verbunden bleiben. Die wachstumsorientierte Agenda der Trump-Administration, einschliesslich Steuererleichterungen

und Deregulierung, dürfte kleine und mittelgrosse Emittenten, die den Wandelanleihenmarkt dominieren, unterstützen.

Die Konzentration an den US-Aktienmärkten bleibt weiterhin hoch. Sobald sich die Marktführerschaft verbreitert, dürften insbesondere kleine und mittelgrosse Unternehmen profitieren – ein Szenario, das für Wandelanleihen erhebliche Chancen eröffnet.

Darüber hinaus sollten insbesondere in den USA Fusionen und Unternehmensübernahmen wieder anziehen (M&A-Aktivitäten), welche die Attraktivität von Wandelanleihen weiter erhöhen. Die Politik der Trump-Administration, gepaart mit einem niedrigeren Zinsumfeld, dürfte regulatorische Hürden senken und Unternehmensreserven freisetzen. Kleine und mittelgrosse Unternehmen, die weiterhin mit einem Abschlag gegenüber ihren grösseren Konkurrenten gehandelt werden, könnten von einer verstärkten M&A-Aktivität überproportional profitieren. Dieser Trend wird unserer Einschätzung nach, die Bedeutung und das Potenzial von Wandelanleihen weiter steigern.

Auch im neuen Jahr sehen wir in Wandelanleihen eine vielversprechende Möglichkeit, um Marktpotenziale erfolgreich zu nutzen. Starke Fundamentaldaten und die einzigartige Fähigkeit, aktienähnliche Kurssteigerungen mit einem Anleihen Schutz zu kombinieren, bilden hierfür die Grundlage. In unserer Hausmeinung kommt diese positive Einschätzung zum Ausdruck, weshalb wir Wandelanleihen weiterhin übergewichten.

2024: Gold auf Rekordkurs

Das gelbe Edelmetall verzeichnete im letzten Jahr einen beeindruckenden Anstieg von über 27 % in US-Dollar und erreichte im Oktober 2024 mit 2'787 Dollar pro Unze einen historischen Höchststand. Damit erzielte das ewige Metall den grössten jährlichen Gewinn seit 2010.

Mehrere Faktoren waren für diesen Anstieg verantwortlich, darunter der Zinssenkungszyklus der US-Notenbank, wachsende geopolitische Spannungen und die fortgesetzten, wenn auch langsam abnehmenden Käufe von Zentralbanken, vor allem aus Schwellenländern.

Nach den US-Präsidentenwahlen und der Wahl Donald Trumps zum 47. Präsidenten schwächte sich die Rallye jedoch ab. Gold verlor zeitweise sogar 8 % an Wert. Die Gründe hierfür lagen in der starken Aufwertung des US-Dollars, vorübergehend steigenden Anleiherenditen und einer erhöhten Risikobereitschaft der Märkte. Darüber hinaus machte die vorherige starke Performance von Gold, eine Entspannung der geopolitischen Lage und die hohe Positionierung des Edelmetalls anfällig für Konsolidierungen.

Wird Gold auch 2025 glänzen?

Der Ausblick für Gold im kommenden Jahr bleibt uneinheitlich und wird von einer Mischung aus unterstützenden und hemmenden Rahmenbedingungen beeinflusst. Anhaltende Käufe durch Zentralbanken und ETFs, wachsende Staatsverschuldung, geopolitische Risiken und ein allgemeiner Trend zu niedrigeren Zinsen weltweit dürften den Goldpreis im kommenden Jahr weiter stützen.

Allerdings könnte Gold 2025 auch Gegenwind spüren, insbesondere durch die erwarteten politischen Veränderungen unter dem designierten US-Präsidenten Donald Trump. Geplante Zölle und Steuererleichterungen, die vermutlich inflationär wirken, könnten die US-Notenbank zu einer vorsichtigeren Zinssenkungspolitik bewegen. Die Märkte haben ihre Erwartungen an die Fed-Politik bereits als Reaktion auf die Wahlergebnisse angepasst. Zusätzlich könnten höhere Wachstumserwartungen, und eine durch Trumps Handelspolitik angeheizte Inflation, den US-Dollar weiter stärken, was eine erhebliche Herausforderung für den Goldpreis darstellen würde.

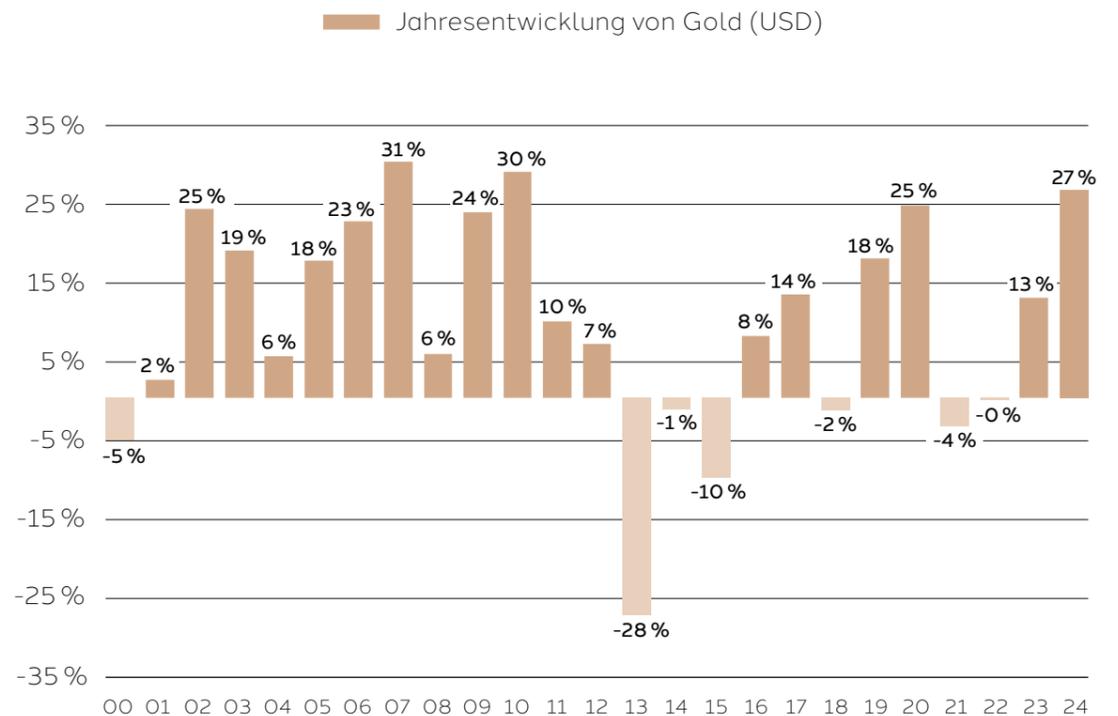
Angesichts der Mischung aus unterstützenden und belastenden Faktoren erscheint uns unsere neutrale Positionierung zu Beginn des neuen Jahres für angemessen.

Gold als strategischer Baustein im Portfolio Nichtsdestotrotz hat die beeindruckende Performance von Gold erneut die zentrale Bedeutung von Gold als strategisches Asset in einem gut diversifizierten Anlageportfolio unterstrichen. Angesichts erwarteter moderater Inflation, geopolitischer Risiken und Veränderungen in der Geldpolitik dürften Edelmetalle auch 2025 widerstandsfähig bleiben. Investoren sollten Gold (und in geringerem Masse auch

Silber) nicht nur als kurzfristiges spekulatives Investment betrachten, sondern als langfristiges Instrument zur Vermögenssicherung und strategischen Absicherung gegen Unsicherheiten.

Auch wenn das gelbe Metall möglicherweise etwas Zeit benötigt, um sein Rekordhoch aus 2024 zu übertreffen, bleibt eine Fortsetzung des langfristigen Aufwärtstrends durchaus realistisch. Gold besitzt weiterhin das Potenzial, auch 2025 Renditen im Einklang mit den historischen Durchschnittswerten zu erzielen. Und bei günstigen Rahmenbedingungen könnte es sogar ein weiteres aussergewöhnliches Jahr werden, das dritte in Folge.

Die langfristige Stärke von Gold: Der bemerkenswerte Preisanstieg von 27 % im Jahr 2024 (in US-Dollar) verdeutlicht die Rolle von Gold als sicherer Hafen in unsicheren Zeiten. Seit 2000 erzielte das Edelmetall für Anleger eine jährliche Rendite von 9,2 %.



Quelle: Bloomberg, Bergos, Daten per 31.12.2024

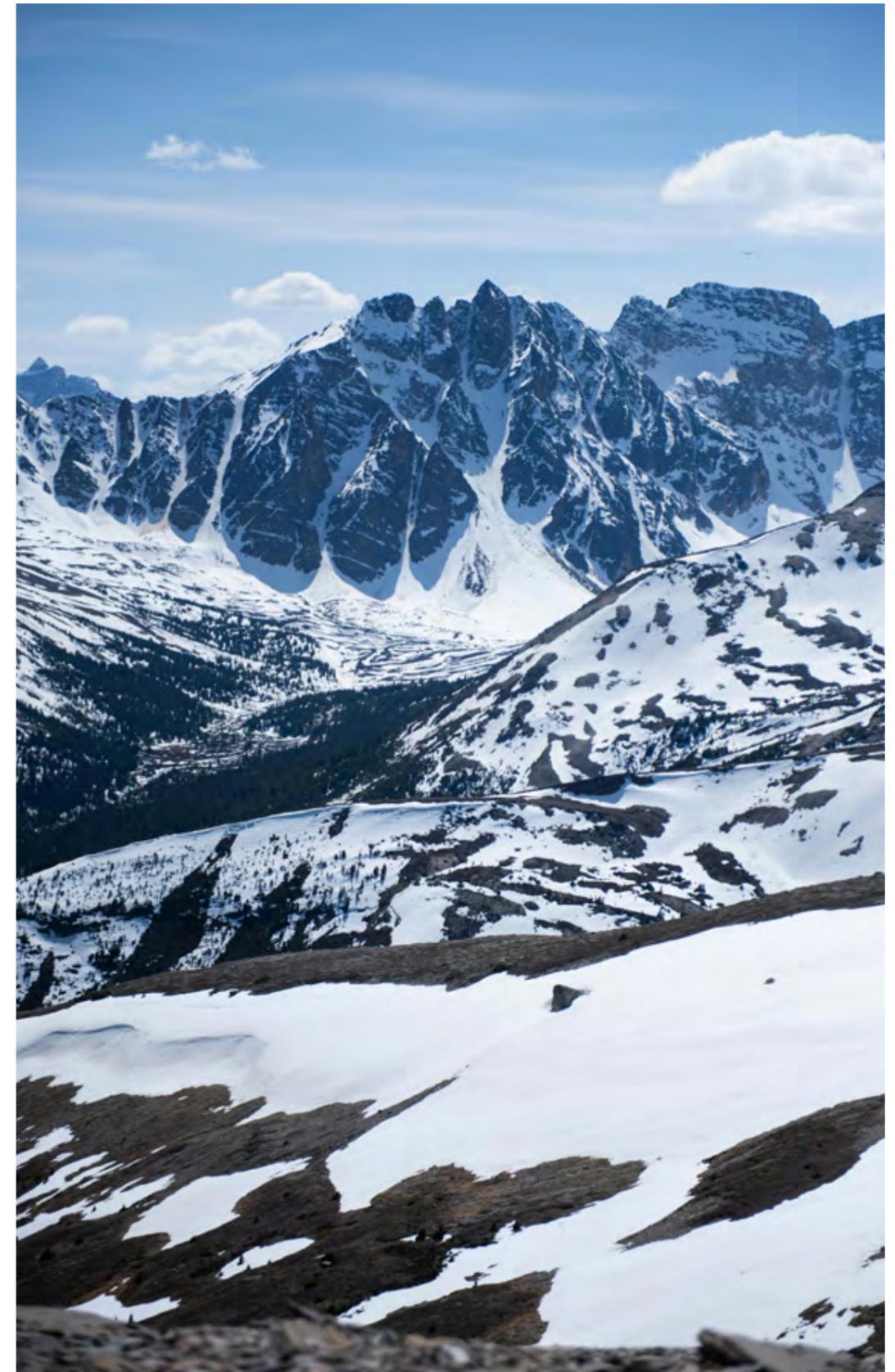
Überangebot belastet die Ölpreise

Im Jahr 2024 geriet der Ölpreis unter Druck, was vor allem auf die nachlassende Nachfrage aus China, dem weltweit grössten Importeur, zurückzuführen war. Die Preise für die Rohölsorte Brent sanken um etwa 3 % und verzeichneten damit das zweite Jahr in Folge Verluste, während die Rohölsorte West-Texas-Intermediate (WTI) weitgehend unverändert blieb.

Das Jahr 2024 zeichnete sich somit durch eine weitgehende Stabilität des Ölmarktes aus, eine Tendenz, die sich unseres Erachtens auch zu Beginn des neuen Jahres 2025 fortsetzen wird. Die schwache chinesische Nachfrage und der daraus resultierende Pessimismus dürften auch im Jahr 2025 als begrenzender Faktor wirken. Gleichzeitig erhöhen ölproduzierende Länder ausserhalb der OPEC+, insbesondere die USA, ihre Produktion. Die Rückkehr Donald Trumps ins Weisse Haus im Januar 2025 signalisiert zudem erhebliche politische Umbrüche in den USA, darunter potenzielle Zölle, Deregulierungen und Steueränderungen. Sein Kampagnenleitsatz „Drill, Baby Drill“ unterstreicht seine Ambitionen, durch eine verstärkte Ölproduktion wirtschaftliche Vorteile zu schaffen.

Die US Energy Information Administration (EIA) prognostiziert, dass der Spotpreis für Brent-Rohöl im Jahr 2025 nahe seinem aktuellen Niveau bleiben und im Durchschnitt 74 US-Dollar pro Barrel betragen wird, da der Ölmarkt auf Jahresbasis weitgehend ausgeglichen sein dürfte. Eine aktuelle monatliche Umfrage von Reuters unter 31 Ökonomen und Analysten ergab eine durchschnittliche Preisprognose von 74,3 US-Dollar pro Barrel für 2025, was die achte Abwärtskorrektur in Folge darstellt. Auch führende Investmentbanken geben konservative Ausblicke für die Ölpreise im kommenden Jahr ab. Analysten von Goldman Sachs prognostizieren einen durchschnittlichen Brent-Preis von 76 US-Dollar pro Barrel, während J.P. Morgan mit einem pessimistischeren Ansatz Brent bei 73 US-Dollar und WTI bei 64 US-Dollar sieht. Die meisten Prognosen spiegeln die Erwartung eines reichlichen Angebots und eines moderaten Nachfragewachstums wider.

Angesichts der Erwartung stabiler Ölpreise und eines überwiegend seitwärts verlaufenden Trends sehen wir derzeit keinen Grund, unsere neutrale Gewichtung im Energiesektor zu verändern.





W Ä H R U N G E N

DIE DEVISENMÄRKTE BLEIBEN SCHWANKUNGSANFÄLLIG
VON STEFFEN KILLMAIER

An den Devisenmärkten ging mit dem Jahr 2024 ein weiteres ereignisreiches Jahr zu Ende. Der Beginn des Zinssenkungszyklus in der westlichen Welt, die Präsidentschaftswahlen in den USA und geopolitische Krisenherde prägten die Devisenmärkte. Während zu Beginn des Jahres noch die Frage nach dem Zeitpunkt der ersten Zinssenkung im Zentrum stand, rückte im Laufe des Jahres zunehmend die Frage nach der Anzahl an Zinsschritten in den Vordergrund. Geopolitisch weitete sich der Krieg im Nahen Osten aus und schürte Ängste, und auch der Russland-Ukraine Krieg blieb allgegenwärtig. Davon konnten Safe Haven-Währungen wie der Schweizer Franken und der US-Dollar profitieren. Zudem stand im

November mit den US-Präsidentschaftswahlen das grosse Ereignis des Jahres an.

Auch in diesem Jahr dürften die bereits genannten Themen im Zentrum stehen. Die Frage nach dem weiteren Zinssenkungspfad der grossen Zentralbanken wird die Währungen vermutlich immer wieder in die eine oder andere Richtung lenken. Geopolitisch bleibt die Welt voller Krisenherde, die jederzeit wieder stärker in den Fokus rücken können. Und mit dem kurz bevorstehenden Amtsantritt des neuen US-Präsidenten Donald Trump sind weiterhin viele Unsicherheiten verbunden, die insbesondere im ersten Quartal eine erhöhte Volatilität versprechen.



Entwicklung des EUR/USD-Wechselkurses

Quelle: Bloomberg, Bergos, Daten per 31.12.2024

Vieles spricht auch zukünftig für einen starken US-Dollar

In den USA standen die vergangenen Monate ganz im Zeichen der Präsidentschaftswahlen. Bereits im Vorfeld der Wahlen profitierte der US-Dollar von einer Verschiebung der Wahrscheinlichkeiten zugunsten Donald Trumps und den Republikanern. Eine wichtige Rolle in der US-Politik werden die angekündigten Handelszölle spielen. In den nächsten Monaten wird sich zeigen, wie weit Donald Trump wirklich bereit ist, zu gehen. Positiv auf die US-Wirtschaft dürfte sich neben der Steuerpolitik insbesondere die angekündigte Deregulierung auswirken. Eine weiterhin positive wirtschaftliche Entwicklung und eine noch immer erhöhte Inflation sprechen für ein behutsames Vorgehen der US-Notenbank Fed in diesem Jahr. Die Signale der Fed deuten momentan auf eine Senkung des Leitzinses um einen halben Prozentpunkt im Jahresverlauf hin. Mit Blick auf die gesamtwirtschaftlichen Daten wäre sogar nur ein kleiner Zinsschritt möglich.

Anders sieht die Lage in der Eurozone aus. Die Europäische Zentralbank (EZB) steht wegen der schwachen Konjunktur und möglichen finanzpolitischen Spannungen (z. B. in Frankreich) stark unter Druck, die Geldpolitik zu lockern. Die Leitzinsen könnten in der Eurozone zum Jahresende um einen vollen Prozentpunkt niedriger liegen als heute. Die sich ausweitende Zinsdifferenz zwischen den USA und der Eurozone, als auch die politischen Spannungen in der Eurozone sprechen auch weiterhin nicht für eine grössere Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar, auch wenn wir davon ausgehen, dass im aktuellen Wechselkurs bereits viel eingepreist ist. Für einen Richtungswechsel bräuchte es neue Impulse, wie beispielsweise eine überraschende Lösung im Russland-Ukraine Krieg oder deutlich positivere Wirtschaftsdaten aus der Eurozone. Wir sind neutral positioniert für das Währungspaar EUR/USD auf kurze und lange Frist.

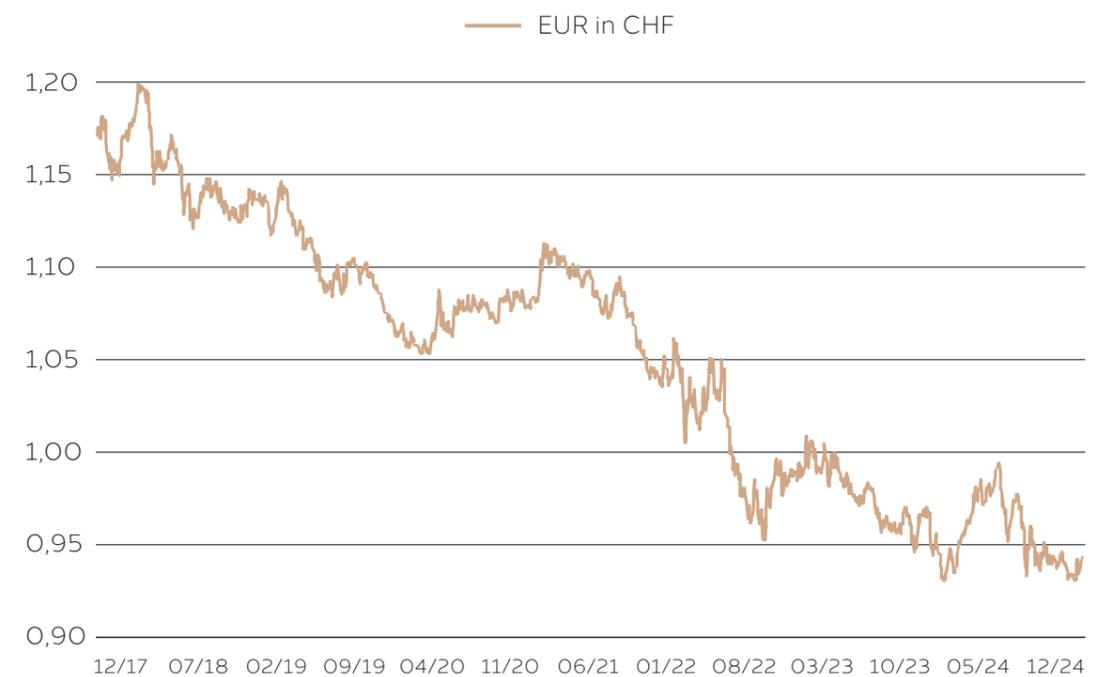
Starker Schweizer Franken ist mittlerweile mehr Fluch als Segen

Auch im vierten Quartal 2024 blieb der Schweizer Franken als sicherer Hafen bei den globalen (geo-)politischen Unsicherheiten gefragt. Auf dem aktuellen Niveau erwarten wir jedoch keine weitere spürbare Aufwertung des Frankens. Während in vielen Ländern die Inflationsrate noch immer über dem Ziel der jeweiligen Notenbank liegt, gilt die Inflation in der Schweiz als besiegt. In der Schweiz droht künftig eher ein Unterschreiten als ein Überschreiten des Inflationsziels. Die Schweizer Nationalbank (SNB) versucht daher mit Zinssenkungen den starken Franken zu schwächen, der entscheidend zur tiefen Inflation in der Schweiz beiträgt. Zudem ist die erstarkte Schweizer Währung eine immer grössere Last für die exportorientierten Unternehmen. Wir erwarten, dass die SNB neben weiteren Zinssenkungen in diesem Jahr auch am Devisenmarkt intervenieren wird, um dem starken Schweizer Franken entgegenzuwirken.

Profitieren könnte der Schweizer Franken jedoch weiterhin von seiner Funktion als sicherer Hafen. Die Welt bleibt voller Krisenherde, sei es der Nahe Osten, der Russland-Ukraine Krieg oder der China-Taiwan-Konflikt. Zudem könnten mit dem Amtsantritt von Donald Trump die Unsicherheiten zumindest kurzfristig weiter zunehmen. Aufgrund der wirtschaftlichen und politischen Stabilität der Schweiz dürfte der Franken daher auch zukünftig gefragt bleiben. Wir erwarten auf kurze und lange Sicht weder eine grössere Auf- noch Abwertung des Schweizer Franken gegenüber dem Euro.

Optimismus beim britischen Pfund hält an

Für das britische Pfund sind wir nun bereits seit einigen Monaten konstruktiv und sind der Meinung, dass die meisten Argumente für eine anhaltende Stärke des Pfundes nach wie vor gegeben sind. Während im vergangenen Jahr der erhoffte wirtschaftliche Aufschwung in der Eurozone weitgehend ausblieb, überraschte Grossbritannien mit vergleichsweise positiven



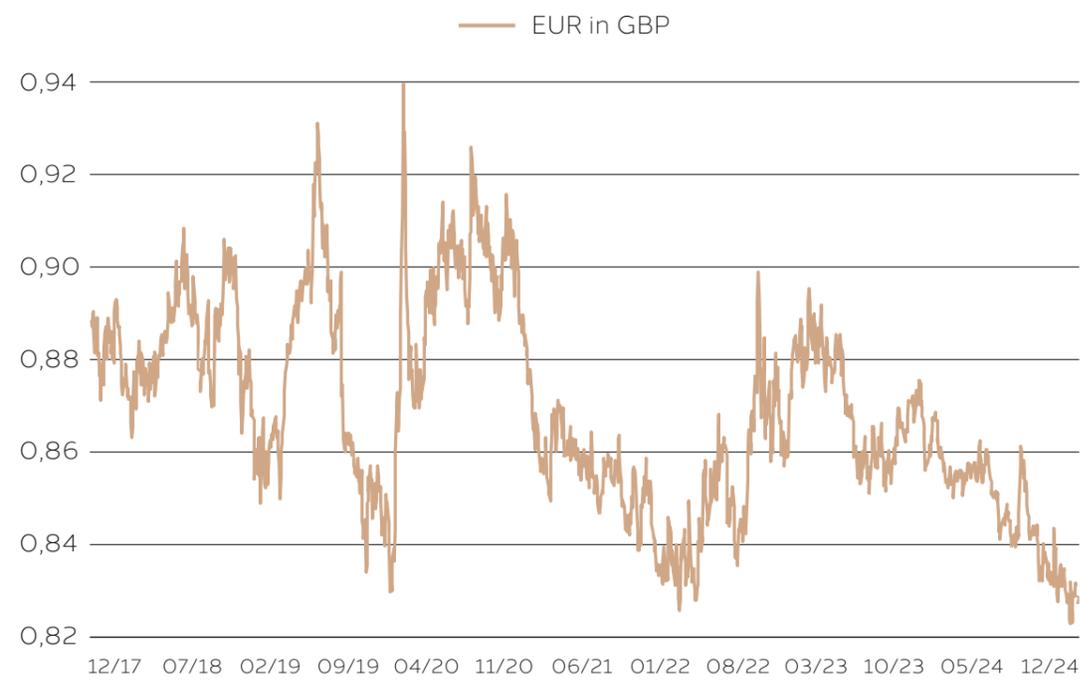
Entwicklung des EUR/CHF-Wechselkurses

Quelle: Bloomberg, Bergos, Daten per 31.12.2024

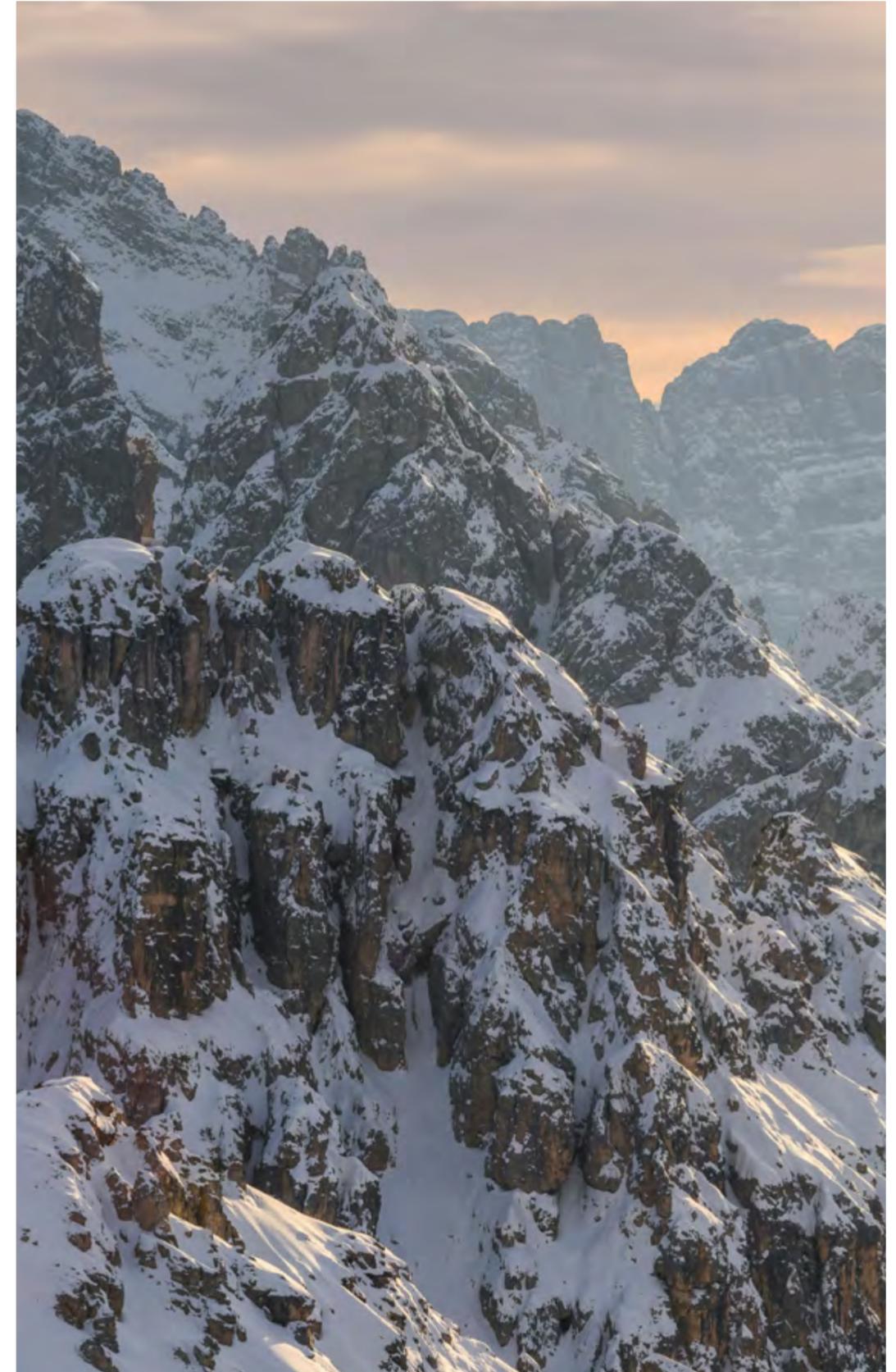
Wirtschaftsdaten. Zudem kündigte die britische Regierung in ihrem jüngst vorgelegten Haushalt eine bemerkenswerte Ausweitung der Kreditaufnahme und der Investitionen an, was eine anhaltend positive Wachstumsdynamik im Vereinigten Königreich zusätzlich begünstigen dürfte. Wir erwarten für dieses Jahr in Großbritannien ein Wirtschaftswachstum, welches über den Markterwartungen und auch über dem der Eurozone liegt. Dies dürfte sich positiv auf das britische Pfund auswirken. Hinzu kommt, dass insbesondere die Kerninflation (Inflation ohne die Segmente Nahrungsmittel und Energie) in Großbritannien im Vergleich zu anderen G10-Ländern erhöht bleibt, was neben dem robusten Wirtschaftswachstum auch zukünftig für eine eher vorsichtige und schrittweise Lockerung des Leitzinses durch die Bank of England (BoE) spricht. Aktuell gehen wir von bis zu zwei kleinen Zinsschritten bis

Ende 2025 aus, während wir in der Eurozone vier Zinssenkungen um je 25 Basispunkte nicht ausschliessen. Die höhere Rendite in Großbritannien dürfte das Pfund in den kommenden Monaten weiter stärken.

Auch mit Blick auf die Politik sehen wir gewisse Vorteile für das britische Pfund. Seit dem Brexit-Votum im Jahr 2016 ist das Vereinigte Königreich mit einem ungewöhnlichen Mass an politischer Unsicherheit konfrontiert. Da die Labour-Partei nun über eine solide Mehrheit verfügt und eine fünfjährige Amtszeit vor sich hat, steht dies in einem Kontrast zu den politischen Risiken insbesondere in Deutschland und Frankreich. Wir sind weiterhin positiv für das britische Pfund und erwarten sowohl auf kurze-, als auch auf lange Sicht eine leichte Aufwertung gegenüber der Europäischen Gemeinschaftswährung.

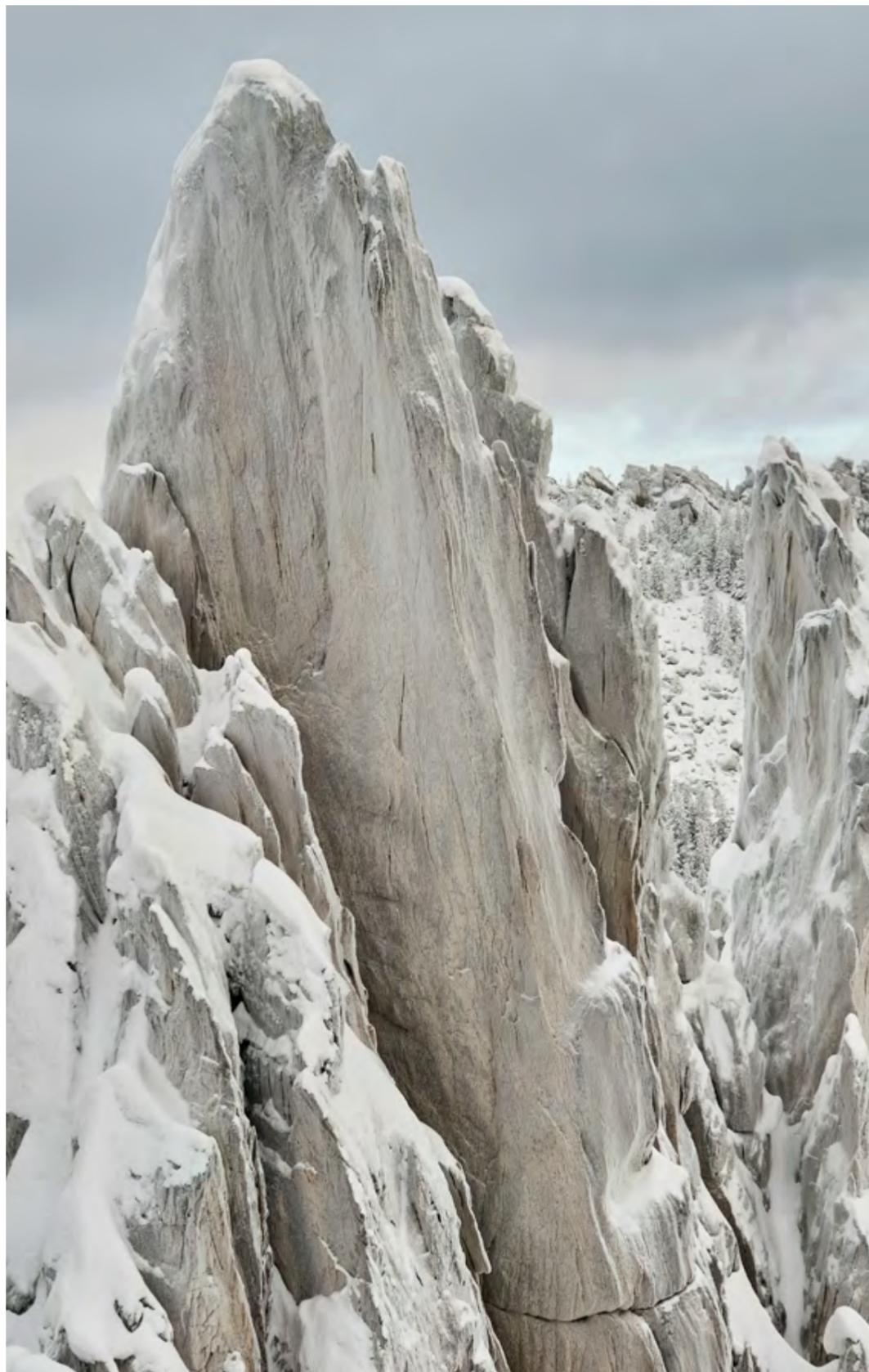


Entwicklung des EUR/GBP-Wechselkurses
Quelle: Bloomberg, Bergos, Daten per 31.12.2024





TOPIC



T O P I C

SPOTLIGHT USA: BEOBACHTUNGEN ZUR ENTWICKLUNG IM JAHR 2025
VON DR. MICKEY LEVY

Das Jahr 2025 wird in hohem Masse von drei Faktoren beeinflusst werden: den Wirtschaftsdaten, der Geldpolitik der Fed und der Wirtschaftspolitik von Donald Trump. Hier sind meine Beobachtungen zu diesen drei Faktoren.

Robuste Konjunktur

Die US-Wirtschaft hat sich nach dem beeindruckenden Wachstum in den Jahren 2022 und 2023 auch im vergangenen Jahr mit guten Produktivitäts- und Beschäftigungszuwächsen überdurchschnittlich entwickelt. Viel besser kann es nicht laufen. Die Wahrscheinlichkeit ist hoch, dass sich das Wachstum 2025 fortsetzen wird, allerdings in einem langsameren Tempo – es sei denn, die bereits hohen Produktivitätsgewinne beschleunigen sich weiter.

Das grösste Risiko sind hohe allgemeine Zölle, die die Handelsströme behindern.

Der Konsum dürfte sich Anfang 2025 abschwächen, da die Verbraucher nach dem Weihnachtsgeschäft 2024 eine Verschnaufpause einlegen. Die für die Verbraucherausgaben entscheidenden Faktoren – das verfügbare persönliche Einkommen, die Zinssätze und das Nettovermögen der privaten Haushalte – haben sich alle positiv auf die Ausgaben ausgewirkt. Der Anstieg des real verfügbaren persönlichen Einkommens (+2,6 % ggü. Vorjahr), dürfte sich verlangsamen, da die Entstehung neuer Arbeitsplätze nachlässt. Die Unternehmen haben die Entlassungen von Arbeitnehmern auf ein Minimum beschränkt. Die Erstanträge auf Arbeits-

losenunterstützung haben historisch niedrige Niveaus erreicht, aber auch die Neueinstellungen haben sich verlangsamt. Die Zinssenkungen der Fed im Jahr 2024 haben die Kosten für kreditfinanzierten Konsum gesenkt und den Verbrauch langlebiger Güter angekurbelt. Vor allem die KFZ-Verkäufe erreichten im November annualisiert 16,5 Millionen, das ist der höchste Stand seit dem Frühjahr 2021. Die Autoverkäufe dürften sich abschwächen. Das Nettovermögen der privaten Haushalte stieg 2024 wegen der Kurszuwächse am Aktienmarkt und am Immobilienmarkt stark an. Dadurch war die Bereitschaft, das verfügbare Einkommen auszugeben, erhöht.

Die Wohnungsbautätigkeit wurde auch 2024 durch Angebotsengpässe eingeschränkt. Zudem wird der jüngste Anstieg der Hypothekenzinsen – ein 30-jähriger konventioneller Zinssatz ist von 7 % Anfang Dezember auf 7,35 % gestiegen – die Erschwinglichkeit und die Nachfrage Anfang 2025 belasten. Bemerkenswert ist, dass der Neubau von Eigenheimen im letzten Jahr zwar zurückgegangen ist, die Ausgaben für die Renovierung von Eigenheimen jedoch weiterhin rasch ansteigen und der Haupttreiber für das Wachstum der Wohnungsbauinvestitionen darstellen.

Die Unternehmensinvestitionen wurden in den letzten Jahren vor allem durch Ausgaben für Software und Forschung und Entwicklung vorangetrieben und erhielten einen Schub durch Steuergutschriften für den Bau von Produktionsanlagen für Halbleiter, Energieerzeugung und -speicherung. Die Unternehmensinvestitionen im Jahr 2025 werden von widersprüchlichen Kräften beeinflusst werden: Der Deregulierungsschub der Trump Administration dürfte das Vertrauen der Unternehmen und die Investitionsausgaben stärken. Dagegen könnte die Einführung höherer Zölle die Unternehmensgewinne und den Cashflow beein-

trächtigen, was vom US-Dollar und seinen Auswirkungen auf die Gewinnmargen und Gewinne der Unternehmen abhängt. In Trumps erster Amtszeit hat die Deregulierung die Unternehmensinvestitionen angekurbelt, während die Zölle den US-Dollar in die Höhe getrieben haben.

Die Produktivitätszuwächse liegen seit mehreren Jahren über den Konsenserwartungen (und den Erwartungen der Fed). Die weiteren Zuwächse werden zu den Gewinnen beitragen und den Inflationsdruck verringern. Auch wenn die Bemühungen zum Abbau belastender Vorschriften die Produktionseffizienz erhöhen könnten, dürften sie nicht ausreichen, um die Gesamtproduktivität wesentlich zu beeinflussen.

Das Handelsbilanzdefizit hat sich seit dem ersten Quartal 2023 kontinuierlich ausgeweitet, da die Importe schneller gewachsen sind als die Exporte und die Inlandsproduktion im Verhältnis zum Wachstum der Inlandsnachfrage gesunken ist (während sich das bilaterale Handelsdefizit der USA mit China verringert hat, hat es sich mit Mexiko, Europa, Kanada und Vietnam ausgeweitet). Die Auswirkungen von Trumps Zollpolitik werden von einer Vielzahl von Faktoren abhängen, einschliesslich ihres Umfangs und der Art und Weise ihrer Einführung, der Auswirkungen auf den US-Dollar, die Inflation und die allgemeine Gesamtnachfrage. Wie ich in einem Beitrag ([An Evenhanded Analysis of Trumps Economic Policies](#)) beschrieben habe, hat sich nach den Zöllen von 2018/2019 das Handelsdefizit ausgeweitet, der US-Dollar aufgewertet, das Wachstum der US-Inlandsnachfrage abgeschwächt und die Inflation etwas verlangsamt.

Geldpolitik und Inflation

Die nächste Sitzung der Notenbank Fed findet am 28./29. Januar statt. Während bei der Fed-Sitzung im Dezember der Schwerpunkt eher

darauf lag, was die Fed sagte (bevorstehende Zinspause signalisiert), als darauf, was sie tat (Leitzins gesenkt), wird bei der Sitzung im Januar die Zinspolitik der Fed mindestens genauso wichtig sein wie ihre „Forward Guidance“. Um dies zu verdeutlichen, sind zwei Beobachtungen wichtig:

Erstens hält die Fed die Risiken für Inflation und Beschäftigung zwar für ausgeglichen, aber der jüngste Anstieg der Inflation und die Sorge um eine weitere Aufweichung der Arbeitsmärkte schaffen ein Dilemma. Während die Fed erklärt, dass sie an ihrem längerfristigen Inflationsziel von 2 % festhält, hat sie in der Vergangenheit ihrem Beschäftigungsmandat Vorrang eingeräumt. Die hartnäckige Inflation hat die Fed dazu gezwungen, die Anzahl der Zinssenkungen zu reduzieren, die sie für 2025 für angemessen hält, aber die Bedingungen auf dem Arbeitsmarkt sind der entscheidende Faktor.

Zweitens bezeichnet die Fed auf der Grundlage ihres effektiven Leitzinses von 4,33 % (Zielspanne von 4,25 % bis 4,5 %) im Verhältnis zu einer PCE-Inflation von 2,4 % und einer PCE-Kerninflation (ohne Nahrungsmittel und Energie) von 2,8 % die Geldpolitik weiterhin als restriktiv – obwohl die Wirtschaft schneller wächst als das Potenzial, die Inflation deutlich über ihren Zielen liegt und die Finanzbedingungen weiterhin locker sind. Gleichzeitig haben die Mitglieder des Zentralbankrates einen höheren natürlichen Zinssatz zähneknirschend anerkannt.

Die Fed betont, dass ihre geldpolitischen Entscheidungen von Sitzung zu Sitzung und datenabhängig getroffen werden. Somit werden die vor der nächsten Sitzung veröffentlichten Schlüsseldaten – insbesondere die Dezember-Arbeitsmarktdaten für Beschäftigung, Inflation und das BIP im vierten Quartal – die Fed beeinflussen.

Arbeitsmarkt: Die monatlichen Veränderungen bei der Zahl der Beschäftigten haben in den letzten vier Monaten bis November stark geschwankt (+78.000, +255.000, +36.000, +226.000), während der monatliche Durchschnitt von +149.000 moderat ist. Jede Zahl, die unter +125.000 liegt, würde der Fed Schwäche signalisieren. Die erratischen monatlichen Veränderungen sind schwer zu interpretieren, aber die Arbeitslosenquote von 4,2 % entspricht der längerfristigen Schätzung der Fed für die natürliche Arbeitslosenquote (die sogenannte Vollbeschäftigung) und die Fed würde auf einen anhaltenden Anstieg empfindlich reagieren.

Inflation: Die Inflationsdaten für Dezember werden wahrscheinlich nochmal die Hartnäckigkeit des Preisauftriebs zeigen. Über die Dezember-Daten hinaus deuten mehrere Faktoren auf eine Verlangsamung der Inflation im Jahresverlauf hin. Die Gesamtnachfrage schwächt sich allmählich ab, wie das langsamere Wachstum des nominalen BIP zeigt, während die Zuwächse bei der Arbeitsproduktivität die Lohnstückkosten unter Druck gesetzt haben. Die wichtige Komponente der Inflation, die sich auf Unterkünfte bezieht, wird 2025 weiter zurückgehen, da die monatlichen Zuwächse bei den Mietkosten und Mietäquivalenten geringer ausfallen. Der geringe monatliche Anstieg der Inflation in den ersten Monaten des Jahres 2024 bildet eine günstige Grundlage für eine rückläufige jährliche Inflation. Andererseits würden hohe Zölle wahrscheinlich zu einem bescheidenen einmaligen Anstieg der Preisindizes führen.

Wachstum: Der BIP-Bericht für das vierte Quartal 2024 wird wahrscheinlich ein anhaltendes Wachstum zeigen, obwohl eine weitere Ausweitung des Handelsdefizits (die das Vorziehen von Importen in Erwartung von Zöllen widerspiegeln könnte) das starke Wachstum der Binnennachfrage ausgleichen könnte. Der reale Verbrauch im November liegt annualisiert um

3,1 % über dem Durchschnitt des dritten Quartals. Bemerkenswert ist, dass die jüngsten Schätzungen der Federal Reserve Bank of New York für das BIP-Wachstum im vierten Quartal bei 1,9 % liegen (sie neigen dazu, das BIP zu niedrig einzuschätzen), während die Federal Reserve Bank of Atlanta bei 3,1 % liegt.

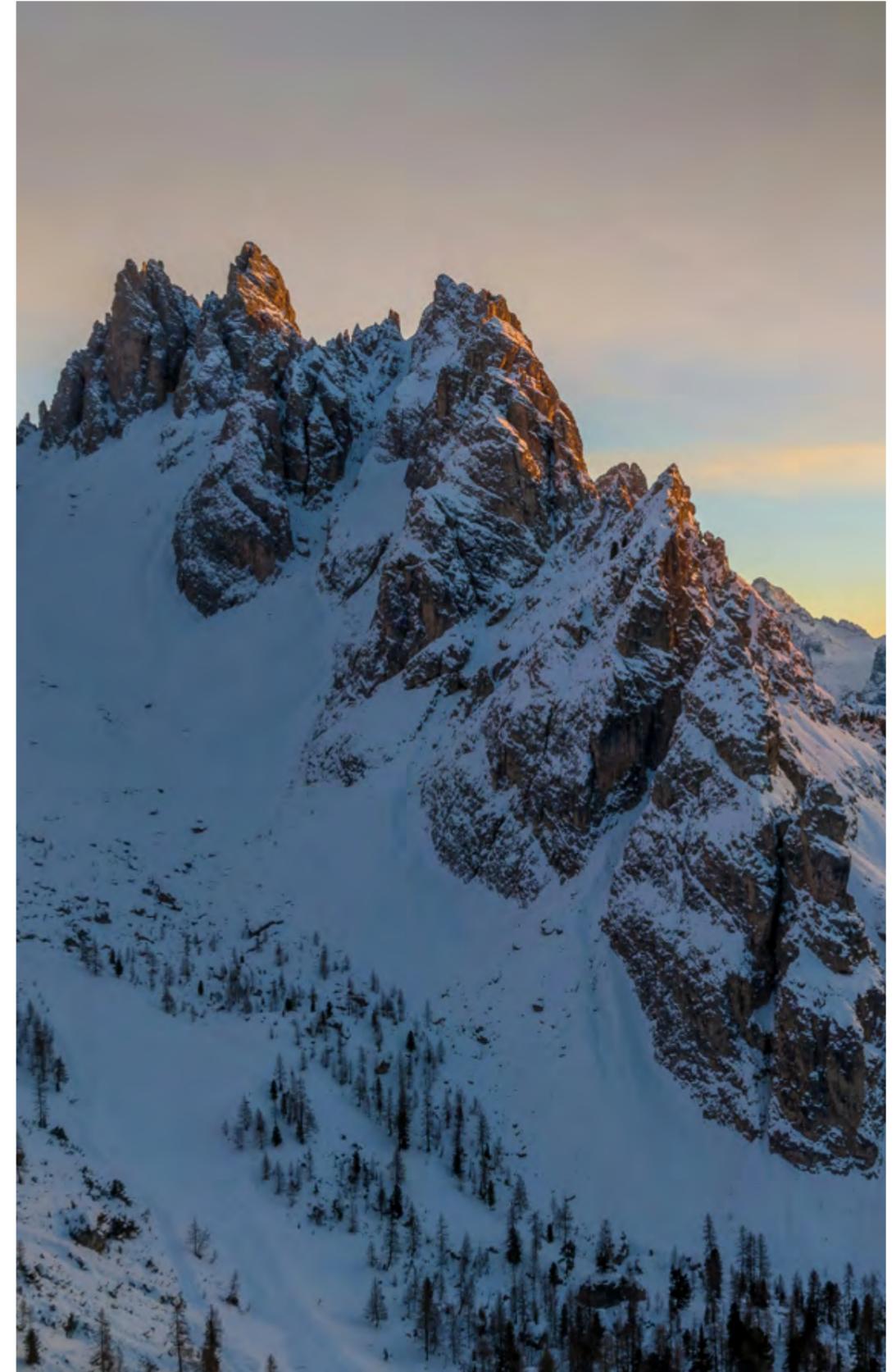
Wenn die Inflation im Dezember auf dem gleichen Niveau wie im November bleibt oder sogar steigt, die Beschäftigungszuwächse im Dezember angemessen sind und der BIP-Bericht für das vierte Quartal solide ausfällt, wird die Fed nach derzeitiger Einschätzung auf ihrer Januar-Sitzung eine Pause einlegen und auf ihrer März-Sitzung eine Lockerung vornehmen.

Trumps Wirtschaftspolitik

Die Folgen der künftigen Wirtschaftspolitik hängen von den programmatischen Einzelheiten ab sowie vom Zeitplan und der Umsetzungsabfolge zusammen mit den Reaktionen des US-Dollars. Die jüngste Aufwertung des US-Dollars gegenüber den meisten wichtigen Währungen bildet die Grundlage für Trumps Politik. Hierzu meine derzeitigen Erwartungen: Der Deregulierungsschub und die Bemühungen um eine Verschlankung der Regierungsbürokratie werden „am ersten Tag“ mit grossem Tamtam beginnen. Dies hat bereits begonnen, das Vertrauen der Unternehmen zu stärken. Initiativen zur Verlängerung der Steuersenkungen von 2017 und damit zusammenhängende fiskalische Fragen werden wahrscheinlich lang-

samer umgesetzt werden. Die Trump-Administration muss eine praktikable Strategie mit dem Kongress entwickeln, dessen jüngste Aktionen darauf hindeuten, dass er Trumps Wünsche nicht einfach absegnen wird.

Die Entwicklung der Wirtschaft und Finanzmärkte Anfang 2025 wird eng mit den Themen Zollpolitik und Einwanderung zusammenhängen. Hohe, pauschale Zölle würden sich negativ auf die Wirtschaft auswirken und den Finanzmärkten schaden, während selektive Zölle, die auf Fragen der nationalen Sicherheit ausgerichtet sind, eher akzeptabel wären. Eine geordnete Abschiebung ausgewählter Gruppen von Einwanderern – wie identifizierbare Kriminelle und Gruppen von Menschen ohne Papiere – hätte neutrale oder sogar positive Auswirkungen auf die Wirtschaft und den Staatshaushalt und würde als positiv angesehen werden. Dagegen hätten massive, nicht selektive Abschiebungen Unsicherheiten und negative Auswirkungen zur Folge. Es ist dabei zu berücksichtigen, dass sich die Medienberichterstattung sowohl bei Zöllen als auch bei der Abschiebung von Einwanderern auf die negativen Aspekte konzentrieren wird. Trumps erste Amtszeit als Präsident hat wohl wertvolle Erfahrungen gebracht, die die politischen Entscheidungsprozesse in seiner zweiten Amtszeit verbessern dürften. Dennoch müssen sich Haushalte, Unternehmen und Finanzmärkte auf die erhöhten Unsicherheiten einstellen, die sein neues Regime mit sich bringen wird.



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	○	○	●	○	○





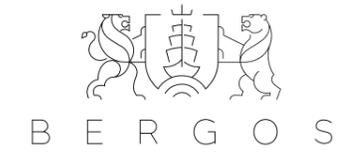
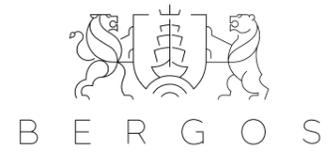
Diese Publikation dient ausschliesslich zu Informations- und Marketingzwecken. Die bereitgestellten Informationen sind nicht rechtsverbindlich und stellen weder Finanzanalysen noch einen Verkaufsprospekt, ein Angebot für Investmenttransaktionen, eine Vermögensverwaltung oder eine Anlageberatung dar und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

B E R G O S A G

ALLE RECHTE VORBEHALTEN
ZÜRICH, JANUAR 2025

Herausgeber

Maximilian Hefe, CFA
Stellvertretender Chief Investment Officer
und Leiter Asset Management

Autoren

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

Managing Editor

Sarah Thalman | Leiterin Kommunikation

B E R G O S A G

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