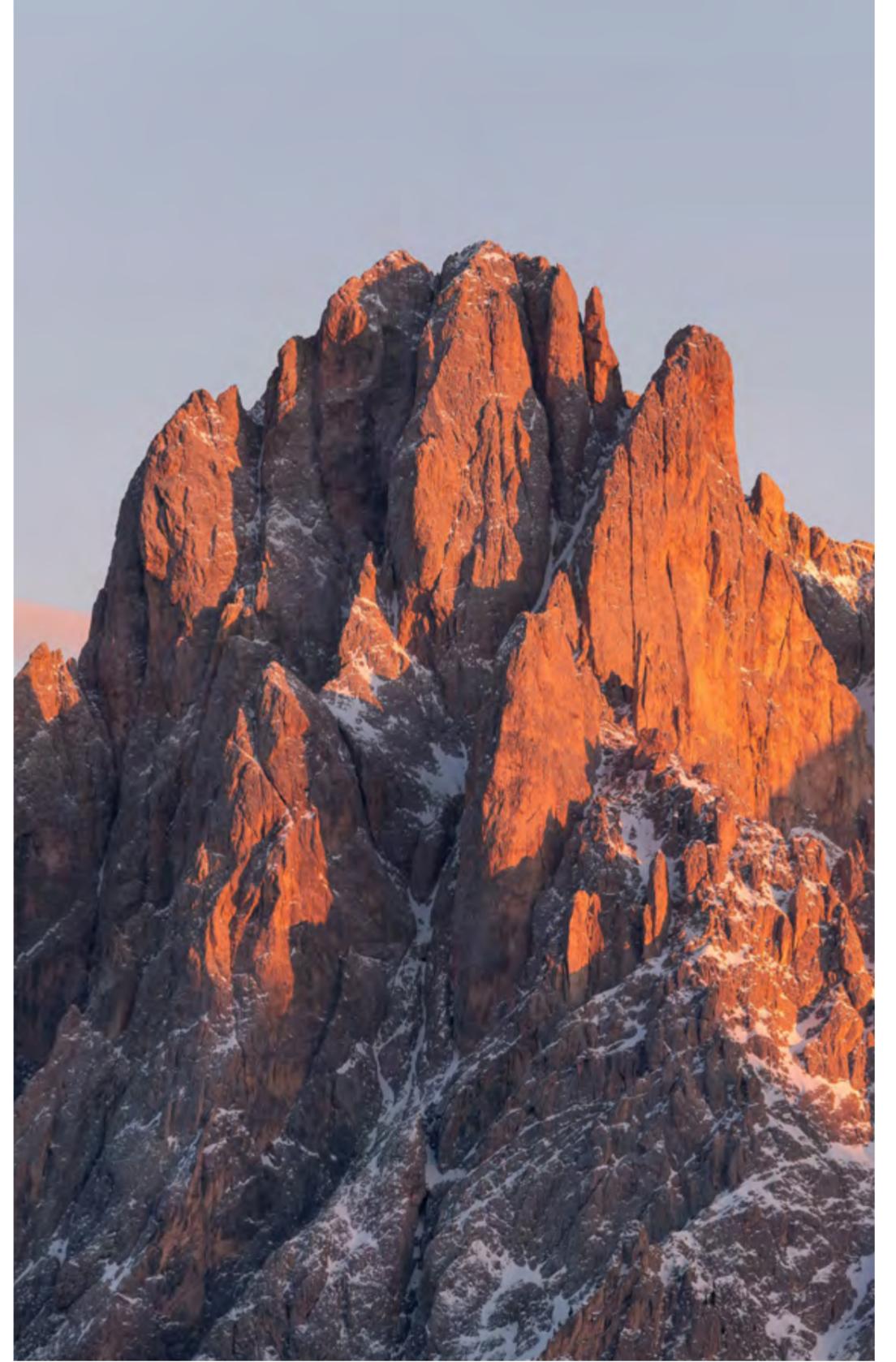


Reflexionen

Q2 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.



I N H A L T

10 **VORWORT**
MAXIMILIAN HEFELE

14 **KOMPASS**
TILL C. BUDELMANN

17 **VOLKSWIRTSCHAFT**
DR. JÖRN QUITZAU

23 **AKTIEN**
FREDERIK CARSTENSEN

29 **ANLEIHEN**
CHRISTOPH JUNG

35 **ALTERNATIVE INVESTMENTS**
OLIVER WATOL

41 **WÄHRUNGEN**
STEFFEN KILLMAIER

DIE AUTOREN

MAXIMILIAN HEFELE
CFA – STELLVERTRETENDER
CHIEF INVESTMENT OFFICER

Als Leiter Asset Management bei Bergos verantwortet Maximilian Hefele seit 2003 die mandatsgebundenen Anlageresourcen. 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.



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.



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.



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,

in dieser Ausgabe gehen wir im Detail auf den neuen politischen Wind aus Washington bzw. Mar-a-Lago ein, und dieser Wind bläst uns Europäern besonders frostig ins Gesicht. Zu diesem brisanten Thema lege ich Ihnen schon jetzt die Analyse unseres Chefökonom, Dr. Jörn Quitzau, besonders ans Herz.

Auch in diesem Zusammenhang gehe ich in meiner kurzen Einleitung auf die wesentlichen Brüche an den Kapitalmärkten ein, die wir im stürmischen ersten Quartal erleben mussten. Spannend ist hierbei die Einschätzung, ob diese neuen Entwicklungen nachhaltige Trendbrüche sind oder lediglich temporäre Gegenbewegungen darstellen, die aufgrund der branchenüblichen Kalenderjahrbeurteilung visibler zu Tage treten.

Allen voran ist hierbei die ungewohnte Schwäche von grossen US-Wachstumsaktien zu benennen, was die gängigen amerikanischen Aktienmärkte und damit auch die globalen Aktienmärkte belastet hat. Allerdings hat sich die in den letzten Jahren vermisste Marktbreite ausserhalb der „Magnificent 7“-Stars deutlich verbessert. Hierbei ist neu die relative Stärke von Substanzwerten (Value-Aktien) hervorzuheben. Ergänzend konnten sich nach jahrelanger enttäuschender Wertentwicklung in den letzten drei Monaten europäische und chinesische Aktien positiv hervorheben.

Die konjunkturelle Eintrübung und die erhöhte Aktienmarktvolatilität werden von den US-Staatsanleihen nur zum Teil mitgetragen. Die Renditen der 10-jährigen US-Staatsanleihen

sind zwar etwas zurückgekommen, aber nicht in dem Ausmass, wie es die belastete Stimmung an den Kapitalmärkten vermuten lässt. Auch die Versteilerung der US-Dollar-Zinsstrukturkurve ist nicht typisch für eine abnehmende Wachstumsdynamik. Der Rentenmarkt selbst, aber auch die US-Notenbank, befinden sich im Zwiespalt zwischen wirtschaftlichem Abschwung auf der einen Seite und hartnäckiger Inflation sowie Überschuldung auf der anderen.

Auch ist interessant, dass sich in diesen unsicheren Zeiten der US-Dollar nicht wie gewohnt als stabiler Zufluchtshafen zeigt, sondern in jüngster Vergangenheit zum Teil dynamisch abwertet. Sind das bereits erste Ergebnisse des umstrittenen Mar-a-Lago Accords, in welchem über eine Abwertung des US-Dollars die Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit der US-Exportwirtschaft angestrebt wird? Die aktuellen negativen Kapitalflüsse sind ein erstes Indiz. Insgesamt ist die Unberechenbarkeit der US-Zollpolitik ein belastender Faktor für den US-Dollar.

Die aktuelle US-Dollar-Schwäche ist ein weiterer Faktor für die dynamische Aufwertung von Gold. Im Gegensatz zu den beschriebenen neuen Entwicklungen verfestigt sich der aktu-

elle Aufwertungsstrend von Gold. Aber auch für die hohe Nachfrage von Finanzinvestoren und Zentralbanken gibt es aktuell keine klaren Anzeichen für eine abnehmende Dynamik.

Vor dem Hintergrund der zunehmenden Unsicherheiten ist es ratsam, Portfolios auf ein möglichst breites Spektrum an Szenarien auszurichten. Um Risiken zu streuen, bleiben wir im konservativen Obligationenmarkt übergewichtet und auch in Gold. Diese erhöhte Gewichtung in ausgleichenden Anlageklassen ist mit ein Grund, warum wir nach der Bewertungskorrektur im US-Aktienmarkt bis auf Weiteres an unserer aktuellen Aktiengewichtung festhalten. Auch innerhalb von Aktien empfiehlt sich in diesem Umfeld eine breite Streuung. Die Zeiten, in denen Investoren lediglich auf die Wachstumsfantasien der „Magnificent 7“-Aktien setzten, sind vorbei.

Trotz aller globalen Herausforderungen wünsche ich Ihnen viel Spass beim Lesen der neuen Ausgabe unserer Reflexionen!

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

US-Präsident Donald Trump hat in den vergangenen Wochen weltweit für massive Verunsicherung gesorgt. Spätestens seit dem Eklat im Weissen Haus (Trump/Selenski) ist nicht mehr sicher, ob die USA ein verlässlicher Handels- und Bündnispartner sind. Diese Unsicherheit überschattet die weltweiten Wirtschaftsdaten, die in den USA für sich genommen noch solide sind. Der hohe Beschäftigungsstand und die anhaltend expansive Finanzpolitik stärken die Binnennachfrage. Die Wirtschaft dürfte im Jahresverlauf zyklisch abkühlen. Verstärkt wird die Abkühlung durch die sprunghafte Wirtschaftspolitik. Europa wird als Reaktion auf das Verhalten der Trump-Regierung die Verteidigungsausgaben massiv erhöhen. Dies wird zu einem grossen Teil über höhere Kreditaufnahme geschehen. Damit wird die Finanzpolitik expansiver, und die schwächelnde Konjunktur der Eurozone wird einen positiven Impuls bekommen, ohne dass dadurch auch die strukturellen Probleme Europas gelöst werden. Ausufernde Staatsschulden in den USA, aber auch in einigen Ländern Europas, könnten auf längere Sicht zum Thema für die Finanzmärkte werden. Deutschland kann sich die beschlossenen Schulden leisten, doch der Spielraum, innerhalb der Währungsunion anderen Ländern im Notfall zu helfen, wird nun kleiner. China kann seine Rolle als Wachstumsmotor der Weltwirtschaft nicht mehr ausfüllen. Regierung und Notenbank stimulieren die Wirtschaft aber weiter, um eine grössere Schwäche abzuwenden.

Die Inflation verharrt in vielen Ländern oberhalb der Notenbank-Inflationsziele. Eine Ausnahme bildet die Schweiz. Hier liegt die Teuerungsrate seit fast zwei Jahren wieder im Zielbereich (0–2 %) der Schweizerischen Nationalbank (SNB). Viele Zentralbanken haben noch eine schwierige Aufgabe vor sich. Hinzu kommt nun die Ungewissheit, wie sich die amerikanische Zollpolitik auf die Inflation auswirkt. Die US-Notenbank Fed hat angedeutet, die aus den Zöllen resultierenden Preissteigerungen als vorübergehenden Einmaleffekt einzustufen. Sie bräuchte somit nicht auf zollbedingte Preissprünge zu reagieren. Die Fed hält noch zwei Zinssenkungen jeweils um 25 Basispunkte in diesem Jahr für angemessen, die Märkte erwarten sogar drei. Die EZB muss sich angesichts der absehbar expansiveren europäischen Finanzpolitik neu orientieren. Sie dürfte die Leitzinsen in diesem Jahr trotzdem noch zweimal um jeweils 25 Basispunkte senken. Die Bank of England wird wegen der wieder höheren Inflation vorsichtig bleiben. Allenfalls eine kleine Zinssenkung ist denkbar. Die SNB ist nach der Zinssenkung im März auf 0,25 % dicht an der Null-Linie angekommen.

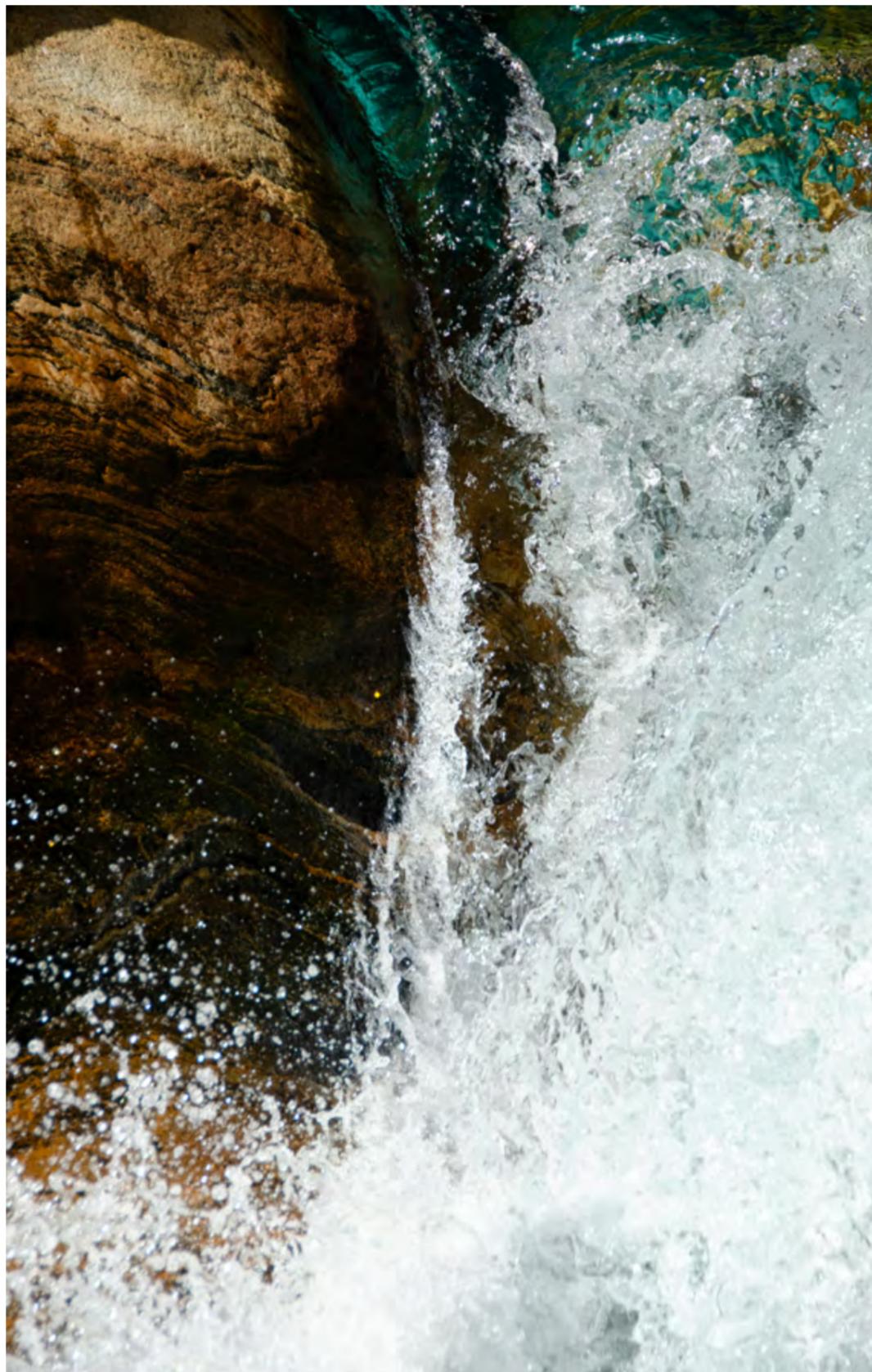
Die Welt ist ein Minenfeld. Die künftige Aussenpolitik unter Präsident Donald Trump ist kaum kalkulierbar. Die Zollpolitik wird offenkundig auch strategisch eingesetzt. In die Friedensgespräche um die Ukraine ist Bewegung gekommen. Wirtschaftlich hängt viel davon ab, zu welchen Konditionen Frieden geschlossen werden kann.

BIP-SCHÄTZUNGEN

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

INFLATIONSSCHÄTZUNGEN (CPI)

VEREINIGTE STAATEN	2 0 2 4 : 3,0%	2 0 2 5 : 2,7%	2 0 2 6 : 2,6%
EUROZONE	2 0 2 4 : 2,4%	2 0 2 5 : 2,2%	2 0 2 6 : 2,3%



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

EINE WELT IN AUFRUHR

VON DR. JÖRN QUITZAU

Das erste Quartal 2025 darf als historisch gelten – vor allem politisch. Mit der zweiten Präsidentschaft von Donald Trump begann eine neue Zeitrechnung. Schon bei der Amtseinführung im Januar war Trumps Ton nicht versöhnlich, sondern tendenziell konfrontativ. Die konfrontative Haltung seiner Regierung nahm in den nachfolgenden Wochen noch schärfere Konturen an. Bereits bei der Münchner Sicherheitskonferenz zeichnete sich ab, dass sich die NATO-Bündnispartner – und vor allem die Länder Europas – nicht mehr uneingeschränkt auf den Beistand der USA verlassen können. Der Disput zwischen Donald Trump und dem ukrainischen Präsidenten Wolodymyr Selenskyj Ende Februar im Weissen Haus war

der vorläufige Höhepunkt – seither zweifelt die Welt offen an der Bündnistreue der USA. Während seiner ersten Amtszeit hatte Trump noch bzw. nur gefordert, die NATO-Partner sollten ihre Verteidigungsausgaben auf 2 % des Bruttoinlandsprodukts (BIP) anheben. Inzwischen ruft er deutlich höhere Beträge von 3 %, 4 % oder 5 % des BIP auf und stellt damit die Verlässlichkeit der USA und letztlich die Bündnistreue generell in Frage.

Trumps Verhalten und seine politischen Massnahmen sind sprunghaft und nicht kalkulierbar. Wenn man trotzdem eine Konstante aus seinem Vorgehen ableiten möchte, dann wäre es die Botschaft: Von den USA gibt es nichts mehr

umsonst. Wer von den USA etwas möchte, der muss dafür einen Preis zahlen. Die USA versuchen damit, das Äquivalenzprinzip auf allen Ebenen einzuführen. Dagegen ist grundsätzlich wenig einzuwenden. Wer eine Leistung erbringt, darf dafür auch eine Gegenleistung verlangen. Allerdings ist es unter Freunden – und auch unter befreundeten Staaten – im Sinne des unkomplizierten und reibungslosen Miteinanders üblich, nicht jeder Handlung unmittelbar und rigoros ein Preisschild anzuheften. Vor allem gilt auch hier: Der Ton macht die Musik. Und der raue, konfrontative, nicht zwischen Freund und Feind differenzierende Ton ist das, was die Welt momentan verunsichert.

Auch in der Handelspolitik differenziert die Trump-Administration nicht zwischen Freund und Feind. Bereits in der zweiten Woche seiner neuen Amtszeit kündigte der US-Präsident Zölle auf Einfuhren aus den Nachbarländern Kanada und Mexiko an: Waren aus Mexiko und Kanada sollten mit Zöllen in Höhe von 25 % belegt werden (reduzierter Satz in Höhe von 10 % auf kanadische Energielieferungen). Kanada und Mexiko sind besonders anfällig für hohe US-Zölle, weil die Vereinigten Staaten der wichtigste Handelspartner beider Länder sind. Jeweils rund 80 % ihrer Gesamtexporte gehen in die USA. Mexiko und Kanada droht nun eine Rezession. Die Nachbarländer der USA fanden sich plötzlich in einem Boot mit China wieder – Trump kündigte nämlich in einem Atemzug an, dass die Zölle auf chinesische Produkte erhöht werden. Kurz darauf ruderte er zurück, um später die Zollschauben doch wieder anzuziehen. So sprunghaft ging es bis zum Ende des ersten Quartals und darüber hinaus weiter: Ab dem 2. April gelten Einfuhrzölle in Höhe von 25 % auf Autoimporte und es sollen weitere umfassende Zölle eingeführt werden. Im Ergebnis bleibt die US-Handelspolitik weiterhin äusserst unwägbar. Eine offene Frage bleibt, warum Trump seine waghalsige Zollpolitik gegen den Rat praktisch aller Öko-

nomen praktiziert, denn Protektionismus ist ein Negativsummenspiel, das in der Gesamtbetrachtung keine Gewinner kennt.

Für Europa waren die Ereignisse der letzten Wochen wohl der finale Weckruf, die eigene Verteidigungsfähigkeit wiederherzustellen. Die europäischen Länder könnten in den nächsten Jahren ihre Verteidigungsausgaben um einen hohen dreistelligen Milliardenbetrag erhöhen. Zudem hat der Deutsche Bundestag unter Führung des mutmasslich neuen Bundeskanzlers Friedrich Merz die Schuldenbremse insbesondere für Verteidigungsausgaben gelockert und – losgelöst von den Verteidigungsausgaben – ein schuldenfinanziertes Infrastrukturprogramm in Höhe von 500 Mrd. Euro verabschiedet. Diese finanzpolitische 180-Grad-Wende von Friedrich Merz darf in ihrer Wirkung für Europa und die Eurozone nicht unterschätzt werden. Bisher stand Deutschland für finanzpolitische Solidität auch auf europäischer Ebene. Traditionell hat Deutschland die Versuche anderer europäischer Länder, akute Probleme durch höhere Schulden zu bekämpfen, gebremst. Da sich Deutschland nun selbst in hohem Masse verschuldet, wird Deutschland auf europäischer Ebene künftig weniger glaubhaft für finanzpolitische Disziplin eintreten können. Insgesamt wird eine gelockerte Finanzpolitik der europäischen Konjunktur Rückenwind verleihen, ohne dass damit die strukturellen Probleme der europäischen Volkswirtschaften gelöst werden können. Wie die Koalitionsgespräche in Deutschland zeigen, kann sogar das Gegenteil eintreten: Wenn die Wirtschaft kurzfristig mit kreditfinanzierten Ausgabenprogrammen stimuliert wird, sinkt der Druck, die langfristigen Strukturprobleme anzugehen.

Konjunkturelles Umfeld:

US-Rezession oder nicht?

Gemessen an den politischen Turbulenzen war das konjunkturelle Umfeld während des ersten

Quartals ruhig. Die US-Wirtschaft präsentierte sich weiterhin widerstandsfähig, wenngleich die Daten insgesamt auf konjunkturelle Abkühlung hindeuten. Der für den privaten Konsum wichtige Arbeitsmarkt bleibt weiter robust mit einer Arbeitslosenquote von 4,1 % im Februar. Beim Blick nach vorn ist nun aber damit zu rechnen, dass die Konjunktur vor allem aufgrund der aggressiven Zollpolitik stärker abkühlt. Dabei werden die höheren Preise die Kaufkraft der amerikanischen Verbraucher belasten. Ob die zollbedingten Mehrbelastungen durch niedrigere Einkommensteuern ausgeglichen werden können, bleibt abzuwarten. Nach aktuellem Stand dürfte die Zollpolitik die amerikanische Wirtschaftsleistung längerfristig um mehr als ein Prozent dämpfen. Je nachdem, welche Vergeltungsmassnahmen die von den Zöllen betroffenen Handelspartner ergreifen, könnten die wirtschaftlichen Schäden auch höher ausfallen und die US-Wirtschaft könnte in eine Rezession gedrückt werden.

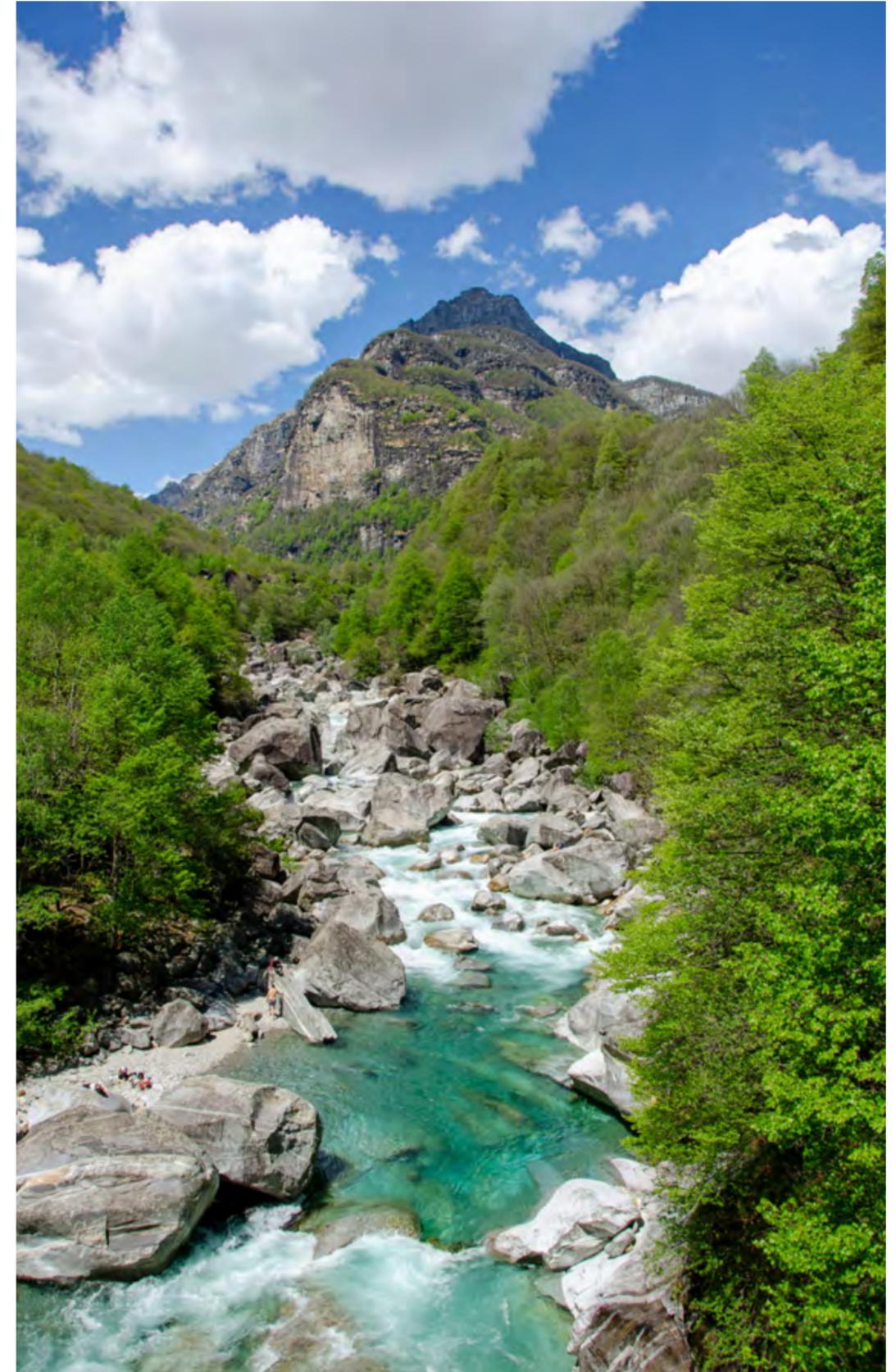
In der Eurozone, die sich wirtschaftlich nach wie vor schwertut, haben sich die Konjunkturaussichten in den letzten Wochen etwas aufgehellt. Das liegt in erster Linie an der absehbar expansiveren Finanzpolitik. Hierbei gilt zu berücksichtigen, dass die zusätzliche Nachfrage in vielen Bereichen auf ausgelastete Kapazitäten und Arbeitskräftemangel trifft, was preistreibend wirkt. Europa scheint zu erkennen, wie sehr die Regulierung das Wachstum hemmt. Es gibt zaghafte Versuche (zum Beispiel beim sogenannten Lieferkettengesetz), die Belastungen für die Unternehmen etwas zu reduzieren. Auch die mögliche neue Regierungskoalition in Deutschland möchte die Bürokratie deutlich um 25 % senken. Bisher ist dies aber nur eine wenig konkrete Absichtserklärung. Auf der Negativseite stehen die jüngst von Trump verkündeten Zölle auf Autos, die die europäischen Automobilunternehmen belasten werden. Insgesamt bleibt das grundlegende Bild erhalten: Die USA werden voraussichtlich kräftiger wachsen als die Eurozone.

Notenbanken mit schwieriger Aufgabe

Die grossen westlichen Notenbanken sind im ersten Quartal angesichts der Konjunktur- und Inflationsdaten unterschiedlich vorgegangen. Die amerikanische Notenbank Fed hat den Leitzins auf beiden Zentralbanksitzungen nicht angetastet, sodass die Fed Fund Rates weiterhin bei 4,25–4,50 % liegen. Die Europäische Zentralbank (EZB) hat die Leitzinsen zweimal um je 25 Basispunkte gesenkt. Der Einlagezinssatz liegt nun bei 2,50 %. Die Bank of England (BoE) hat den Leitzins im Februar um 25 Basispunkte auf 4,50 % gesenkt und ihn im März dort unverändert belassen. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) tagt seltener und hat den Leitzins auf ihrer einzigen Sitzung im März um 25 Basispunkte auf 0,25 % gesenkt.

Die Zentralbanken stehen angesichts der meist noch zu hohen Inflationsraten ohnehin vor einer schwierigen Aufgabe. Nun kommen auch noch die Unwägbarkeiten der Zollpolitik hinzu. Welche Zölle werden von welchen Ländern konkret erhoben? Welchen Einfluss werden die Zölle auf die Preisentwicklung des jeweiligen Landes haben? Die Notenbanken haben auf diese Fragen noch keine konkreten Antworten, wie es etwa der Fed-Vorsitzende Jerome Powell auf der Pressekonferenz zur Zinsentscheidung im März relativ unumwunden sagte. Die amerikanische Notenbank tendiert dazu, zollbedingte Preissteigerungen als vorübergehende Einmaleffekte einzustufen. Auf Einmaleffekte müsste eine Notenbank nicht notwendigerweise reagieren. Das spricht für eine gewisse Inflationstoleranz der Fed. Die Zollpolitik bringt auch für die Eurozone neue Ungewissheiten für den Konjunktur- und Inflationsausblick. Zudem steht die EZB nun vor der neuen Situation, dass die Finanzpolitik einen expansiveren Kurs einschlägt. Die gesamtwirtschaftliche Endnachfrage wird gestärkt, was zusätzlichen Inflationsdruck erzeugt.

Inmitten dieser turbulenten Welt gibt es ein Land, das wie ein Ruhepol wirkt: die Schweiz. Die Wirtschaft entwickelt sich solide und für 2025 ist ein BIP-Wachstum von annähernd 1,5 % möglich. Bei der Inflation nimmt die Schweiz eine Sonderstellung ein, denn seit fast zwei Jahren befindet sich die Teuerungsrate wieder im Zielkorridor der SNB. Im Februar ist die Inflation auf 0,3 % gesunken, sodass die Notenbank inzwischen eher ein Abgleiten in die Deflation als eine Rückkehr der Inflation befürchten muss. Der sehr starke Schweizer Franken trägt zur Deflationsgefahr bei, sodass die SNB die Geldpolitik sehr weit gelockert hat, um den Franken für internationale Investoren zumindest etwas weniger attraktiv zu machen. Doch angesichts der multiplen Krisen in der Welt werden kleine Zinsänderungen wohl kaum etwas am „Safe Haven“-Status der Schweiz ändern können.





A K T I E N

DIVERSIFIZIERUNG BLEIBT ENTSCHEIDEND IN DIESEM JAHR
VON FREDERIK CARSTENSEN

Für Anleger begann das neue Jahr vielversprechend mit einer positiven Entwicklung der globalen Aktienmärkte. Dies änderte sich jedoch mit dem Amtsantritt von Präsident Donald Trump, der politische Unsicherheiten mit sich brachte und die Marktvolatilität verstärkte. Besonders Zölle und Handelskonflikte rückten in den Fokus und schürten wirtschaftliche Bedenken – sowohl in den Vereinigten Staaten als auch weltweit. Die politische Unberechenbarkeit der US-Regierung belastete zuletzt vor allem die US-Aktienmärkte. Seit seinem Allzeithoch im Februar hat der S&P 500 zeitweise rund 10 % nachgegeben und notiert im laufenden Kalenderjahr im Minus. Zu den Gewinnern des ersten Quartals zählen hingegen europäische Aktien sowie Titel aus den

Schwellenländern – jene Marktsegmente, die im Vorjahr hinterherhinkten. Insgesamt zeigt sich, dass nach zwei Jahren starker Aktienmarktentwicklung, die hauptsächlich von Mega-Cap-Technologie- und KI-Sektoren getrieben wurde, Diversifikation im Jahr 2025 eine zentrale Rolle in der Portfolio-Strategie spielt.

Verschneupause in den USA

Marktteilnehmer zeigen sich teils besorgt, was sich in der Anlegerstimmung und der Positionierung widerspiegelt. Seit einigen Wochen liegt das Bearish Sentiment der American Association of Individual Investors bei rund 60 %, was bedeutet, dass ein Grossteil der Marktteilnehmer eine negative Entwicklung der Aktienmärkte erwartet. Wir sehen diesen Wert jedoch

nicht zwangsläufig als negativ, sondern vielmehr als Kontraindikator: Wenn die Mehrheit pessimistisch ist, kann dies oft den Beginn einer Trendwende nach oben signalisieren – ebenso wie übermässiger Optimismus häufig ein Warnsignal darstellt. Was oft vergessen wird: Eine Korrektur von 10 % tritt im Durchschnitt einmal pro Jahr auf und ist eine normale, sogar gesunde Marktentwicklung – insbesondere nach zwei Jahren mit jährlichen Wachstumsraten von über 25 %. US-Aktien stehen derzeit an einem entscheidenden technischen Punkt im Kampf um die 200-Tage-Linie.

US-Wirtschaft und Unternehmensgewinne zeigen weiterhin relative Stärke

Auch wenn die US-Wirtschaft kurzfristig an Dynamik verliert, entwickelt sie sich weiterhin deutlich besser als die europäische. Fundamentale Faktoren sprechen ebenfalls für die USA, da wir dort ein stärkeres Gewinnwachstum als in Europa erwarten. Eine ähnliche Entwicklung sehen wir übrigens in Indien, das nach der starken Entwicklung und einer erhöhten Bewertung im letzten Jahr bis Mitte März ebenfalls relative Schwäche gezeigt hat. Auch hier überzeugt uns nach wie vor das überdurchschnittliche (Gewinn-)Wachstum. Denn: Langfristig sind steigende Unternehmensgewinne der entscheidende Treiber für höhere Aktienkurse. Zudem sind die Bewertungen – insbesondere bei den „Magnificent 7“ – nach dem jüngsten Rückgang wieder attraktiver geworden. Aktuell deutet vieles darauf hin, dass die US-Notenbank die Zinsen in diesem Jahr stärker senken muss als zu Jahresbeginn erwartet. Auch dies könnte den US-Aktienmarkt ab diesem Punkt wieder stützen.

Entwicklung in Europa und den Schwellenländern ist nicht nachhaltig

Die jüngste Outperformance (neutral gewichteter) europäischer Aktien lässt sich auf mehrere Schlüsselfaktoren zurückführen: Spekulationen über eine mögliche Beilegung

des Konflikts zwischen Russland und der Ukraine haben den europäischen Märkten Auftrieb verliehen. Besonders hat die Fiskalpolitik (Erhöhung der Verteidigungs- und Infrastrukturinvestitionen) und die Lockerung der Schuldenbremse in Deutschland kurzfristig für Optimismus gesorgt – obwohl dringend notwendige Strukturreformen leider auszubleiben scheinen. Ob Europa seine zuletzt überdurchschnittliche Entwicklung weiter fortsetzen kann, hängt von den weiteren Taten der Politik und der Wahrnehmung im Ausland ab.

Auch die (untergewichteten) chinesischen Aktienmärkte sind gestiegen, da mit zusätzlichen fiskal- und geldpolitischen Stimulus-Massnahmen gerechnet wird, um den Konsum anzukurbeln und Deflationsängsten entgegenzuwirken. Die Nachhaltigkeit dieser Faktoren bleibt jedoch ungewiss, und wir gehen davon aus, dass ein Grossteil der positiven Nachrichten bereits in den Kursen eingepreist ist. Langfristig sehen wir weiterhin die US-Aktienmärkte aufgrund des höheren Wirtschafts- und Gewinnwachstums im Vorteil und bleiben hier Übergewichtet. Die sich abzeichnende US-Wachstumsschwäche ist teilweise schon eingepreist und Richtung zweites Halbjahr dürfte es wieder besser aussehen. Zumal der relative Rückenwind der europäischen Unternehmen durch niedrigere Zinsen und einen schwachen Euro zuletzt deutlich nachgelassen hat.

Unsicherheiten bleiben – Diversifikation bleibt entscheidend

Betrachtet man unsere vier Dimensionen – Makro, Mikro, Technik und Sentiment – ergibt sich derzeit ein ausgewogenes Bild für den Aktienmarkt: Eine unterstützende Geld- und Fiskalpolitik, solide Unternehmensgewinne und die pessimistische Anlegerstimmung wirken stabilisierend. Dem gegenüber stehen nach wie vor unattraktive Cross-Asset-Bewertungen sowie geopolitische und politische Unsicherheiten. Daher halten wir vorerst an

unserer neutralen Gesamtquote fest, bleiben jedoch weiterhin konstruktiv für die globalen Aktienmärkte in diesem Jahr.

Positiv hervorzuheben ist die Marktbreite: Trotz der relativen Schwäche der „Magnificent 7“ zeigt sich der Gesamtmarkt stabil. Für die Portfoliopositionierung dürfte dies 2025 weiterhin eine zentrale Rolle spielen. Segmente mit vernünftigeren Bewertungen konnten nicht nur aufholen, sondern erwiesen sich an Tagen mit starken Abverkäufen hoch bewerteter Mega-Cap-Technologieaktien als stabilisierender Faktor. Zudem wird erwartet, dass das Gewinnwachstum der Nicht-Technologie-Sektoren in diesem Jahr einen grösseren Beitrag zu den S&P-500-Gewinnen leisten wird. Schliesslich könnten sowohl Technologie- als auch Nicht-Technologieunternehmen von der potenziell wachstumsfördernden Politik der neuen US-Regierung profitieren.

Mit Blick auf die Investmentstile erscheint eine ausgewogenere Positionierung zwischen Wachstums- und Substanzwerten für den weiteren Jahresverlauf sinnvoll – insbesondere in den USA. Dabei plädieren wir nicht für eine einseitige Ausrichtung auf Value-Titel, sondern für eine breitere stilistische Diversifikation. Bisher hat sich die Marktbreite eher in Richtung defensive Sektoren und Substanzwerte verlagert und weniger in Richtung Small Caps. Im Laufe des Jahres könnten Deregulierung oder Steuer-senkungen stärker in den Fokus rücken, wovon insbesondere US-Unternehmen mit kleinerer Marktkapitalisierung profitieren dürften. US-Firmen mit hohen inländischen Einnahmen und lokalen Lieferketten könnten durch eine geplante Senkung der Unternehmenssteuern zusätzlichen Auftrieb erhalten.

Auf Sektor Ebene sehen wir Chancen im Gesundheitswesen und im Finanzsektor, die weniger von der Unsicherheit durch Zölle betroffen sind und attraktive Bewertungen auf-

weisen. Der Finanzsektor dürfte zudem von potenziellen wachstumsfördernden Massnahmen profitieren. Eins ist auf jeden Fall klar: Die Volatilität dürfte aufgrund der grossen makroökonomischen Verschiebungen und des unberechenbaren politischen Klimas – insbesondere im Zusammenhang mit Donald Trump – hoch bleiben und damit Chancen bieten.



Entwicklung der einzelnen Investmentstile
 Quelle: Bloomberg, Bergos. Daten per 31.03.2025





A N L E I H E N

EIN BALANCEAKT ZWISCHEN STEIGENDEN INFLATIONSERWARTUNGEN
UND SINKENDER WACHSTUMSDYNAMIK

VON CHRISTOPH JUNG

Zu Beginn des Jahres 2025 herrschte am Markt die Erwartung, dass Donald Trumps Präsidentschaft zu einer wirtschaftlichen Belebung in den USA führen würde. Es wurde ein tendenziell gesundes Wirtschaftswachstum prognostiziert, begleitet von einer hartnäckig erhöhten Inflation. Entsprechend war der Konsens, dass man wohl noch bis spät ins Jahr hinein mit den aktuellen Leitzinsen der Federal Reserve (Fed) rechnen müsse – sogar Gerüchte über mögliche Zinserhöhungen wurden wieder lauter. Dies führte zunächst zu einem Anstieg der Renditen von Staatsanleihen und zu einem Rückgang der Kreditrisikoprämien, die sich bereits auf einem Zehnjahrestief befanden. Die Fed hielt sich an das erwartete Szenario und liess die Leitzinsen unverändert bei 4,25 %

bis 4,5 %, während sie Geduld im Umgang mit der Inflation signalisierte.

Die anfängliche Euphorie wurde jedoch schnell durch mehrere Ereignisse gedämpft. Im Technologiesektor sorgte das chinesische KI-Modell DeepSeek für Marktverwerfungen, da es die US-Tech-Giganten herausforderte und insbesondere bei KI-bezogenen Aktien einen scharfen Ausverkauf auslöste. Diese Entwicklung wird langfristig alle Bereiche der Wirtschaft beeinflussen. Ein weiterer Schock kam durch die Unsicherheit rund um neue US-Zölle gegen Kanada, Mexiko, China, aber auch Europa. Diese Zölle wurden teilweise eingeführt, verschoben oder erhöht, was zu einem ständigen Hin und Her in den Nachrichten

fürte und für Verunsicherung sorgte. Historisch betrachtet können solche protektionistischen Massnahmen oft zu einer wirtschaftlichen Abkühlung führen. Im schlimmsten Fall können sie eskalierende Schutzmassnahmen auslösen, die bestehende Wertschöpfungsketten stören und letztlich zu höheren Verbraucherpreisen führen.

Unterdessen hat sich das Verbrauchervertrauen in den USA drastisch verschlechtert, während die von der Universität Michigan ermittelten Inflationserwartungen für das kommende Jahr auf 5 % gestiegen sind, was auf wachsende Sorgen über die Preisentwicklung hindeutet. Gleichzeitig blieben die „harten“ Inflationsdaten über dem Zielwert der Fed von 2 %. Der Verbraucherpreisindex stieg im Monatsvergleich stärker als erwartet, während der von der Fed bevorzugte Inflationsindikator, der PCE-Index, bei 2,5 % verharrte. Auf ihrer letzten Sitzung im März prognostizierte die Fed eine sich verschlechternde Entwicklung: Während keine Zinsänderung vorgenommen wurde, wurde die BIP-Wachstumsprognose für 2025 von 2,1 % auf 1,7 % gesenkt, während die Kerninflationsprognose (ohne die volatilen Komponenten Nahrungsmittel und Energie) für 2025 von 2,5 % auf 2,8 % angehoben wurde.

Infolgedessen sanken die Renditen von US-Staatsanleihen tendenziell aufgrund der wachsenden Unsicherheiten hinsichtlich der kommenden wirtschaftlichen Entwicklung. Die Rendite 10-jähriger US-Treasuries sank von 4,5 % zu Jahresbeginn auf rund 4,2 % Ende März. Gleichzeitig fiel die Rendite zweijähriger US-Treasuries von 4,3 % auf 3,9 %. Von der Fed werden nun drei Zinssenkungen im Jahr 2025 vom Markt erwartet. Interessanterweise begann die Zinskurve gegen Quartalsende erneut, sich zu versteilern. Ein geringeres Wachstum in Kombination mit hohen Haushaltsdefiziten, einer starken Emissionstätigkeit bei Staatsanleihen und einer durch Zölle induzierten

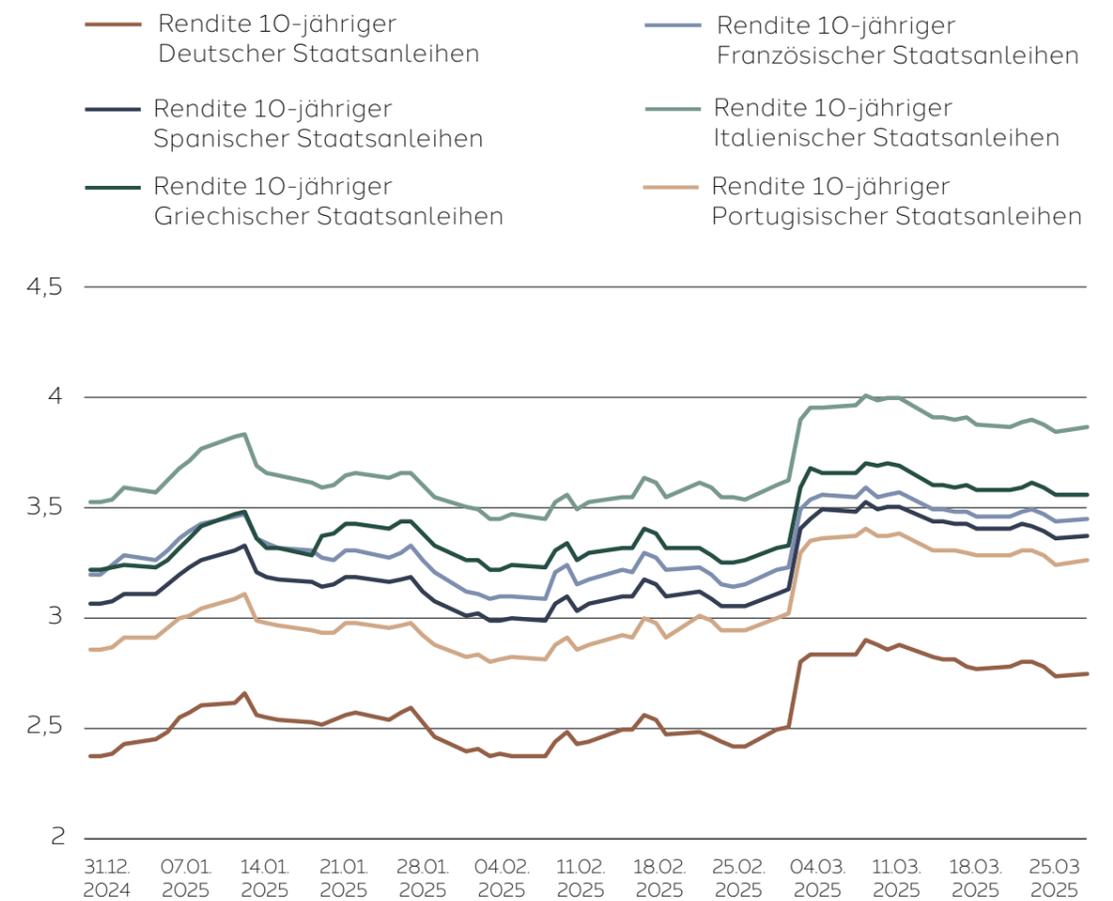
Inflation sind gute Argumente dafür, dass sich die Laufzeitprämie weiter vergrössert und es zu einer weiteren Versteilung der Zinsstrukturkurve kommen könnte.

Zinssenkungen und fiskalische Impulse in Europa

Auf der anderen Seite des Atlantiks begann die Europäische Zentralbank (EZB) das Jahr mit einer Zinssenkung um 25 Basispunkte auf 2,75 % sank. Dieser Schritt wurde insbesondere durch die schwachen Wachstumsaussichten begründet, da die Inflation im Euroraum im Dezember 2024 immer noch bei 2,4 % lag und somit deutlich über dem angestrebten Zielwert von 2 %. Trotz dieser Herausforderungen zeigte sich die EZB optimistisch, dass die Inflation im Jahresverlauf wieder auf das Ziel zurückkehren würde. Am 6. März folgte eine weitere Zinssenkung um 25 Basispunkte, wodurch der Einlagensatz auf 2,50 % reduziert wurde. EZB-Präsidentin Christine Lagarde betonte, dass die Geldpolitik nun „deutlich weniger restriktiv“ sei. Die aktualisierten Projektionen der EZB zeigten jedoch eine leichte Erhöhung der Inflationsprognose für 2025 auf 2,3 %. Während die kurzfristigen Renditen durch die geldpolitischen Massnahmen gedrückt wurden, stiegen die langfristigen Renditen aufgrund von Erwartungen über höhere Staatsausgaben und eine mögliche wirtschaftliche Belebung. Nachdem Deutschland ein riesiges Schuldenpaket von 500 Milliarden Euro für Verteidigung und Infrastruktur verabschiedet hatte, sah man die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen innerhalb weniger Tage um 40 Basispunkte auf fast 2,9 % ansteigen. Diese Entwicklung spiegelt sowohl die Erwartung massiver Kreditaufnahmen als auch Hoffnungen auf eine wirtschaftliche Erholung wider und hatte einen ansteckenden Effekt auf die Renditen aller Staatsanleihen der Eurozone, wie man auf der Abbildung sehen kann. Die Erhöhung der Staatsausgaben wird kurzfristig sicherlich einen Wachstumsschub brin-

gen, erhöht jedoch auch die Schuldenlast – die Zinslast relativ zum Steuereinkommen einiger westlicher Staaten wird zunehmend zu einem Thema für Anleger. Insgesamt versteilerten sich die europäischen Zinskurven im ersten Quartal deutlich. Dies zeigt, dass Anleger langfristig höhere Risiken einpreisen, während kurzfristige Renditen durch die geldpolitischen Lockerungen niedrig gehalten werden. Die Neigung der Renditekurve und die aktuellen Renditeniveaus in EUR beginnen uns zu gefallen, so dass wir die Duration in unseren Portfolios erhöht haben. Im Quartalsverlauf stieg die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen von 2,36 % auf 2,69 %, während die Rendite 2-jähriger Bundesanleihen mit 2,05 % annähernd gleich blieb.

Schwellenländeranleihen weiterhin attraktiv
Geopolitische Risiken bleiben auch zentrale Unsicherheitsfaktoren für Schwellenländeranleihen. Die Wirtschaftspolitik der USA belastet insbesondere Exporteure wie Mexiko und Vietnam. Viele Länder reagieren mit diversifizierten Handelsabkommen, etwa in Lateinamerika oder Asien – ein Prozess, der jedoch Zeit benötigt. Langfristig überzeugen jedoch strukturelle Reformen und hohe Realzinsen in ausgewählten Märkten. Die Inflation ist in vielen Schwellenländern einigermaßen unter Kontrolle und das geschätzte Wachstum gemäss IMF mit durchschnittlich 4,2 % deutlich über dem der Industrieländer von 1,9 %. Angesichts einer attraktiven absoluten



Renditeentwicklung ausgewählter 10-jähriger EUR-Staatsanleihen
Quelle: Bloomberg, Darstellung von Bergos

Verzinsung von 6,25 %, gemessen am Bloomberg Emerging Markets Hard Currency Aggregate Index, bleiben Chancen auf Mehrrenditen bestehen – es ist jedoch mit erhöhter Volatilität zu rechnen.

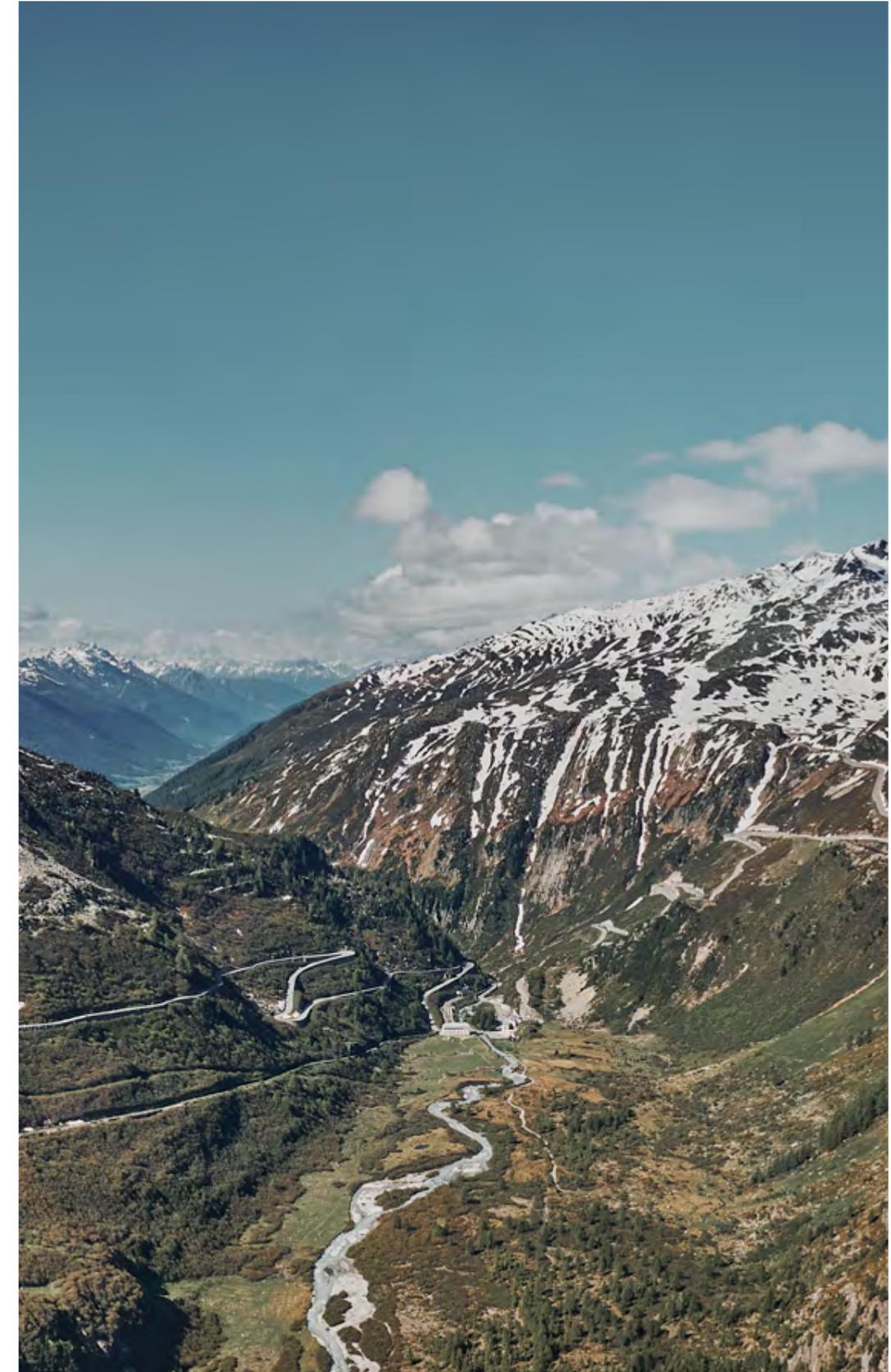
Defensive Strategien bevorzugt bei Unternehmensanleihen

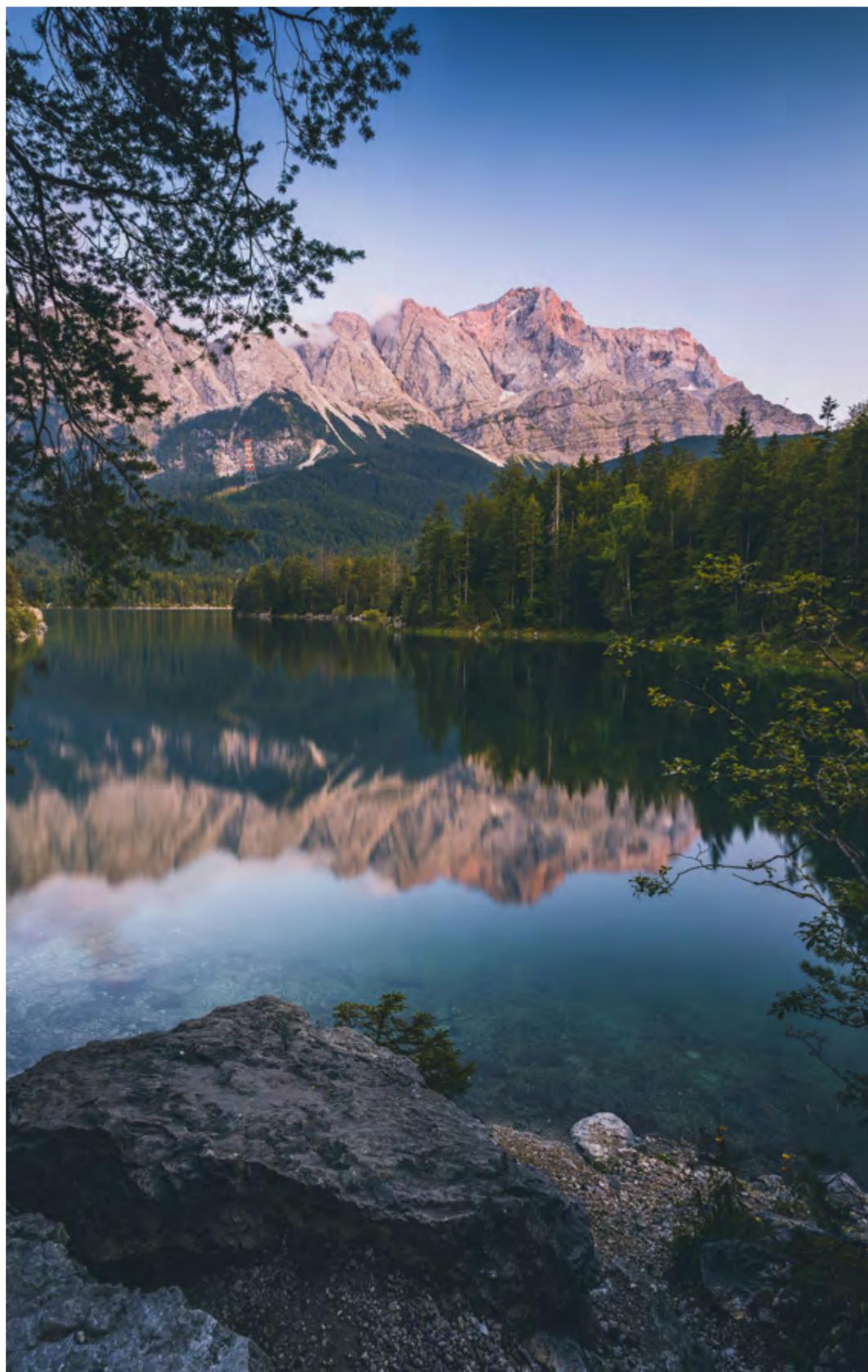
Die optionsbereinigten Spreads des Bloomberg US Corporate Investment-Grade Index lagen Anfang 2025 bei einem Durchschnittsspread von rekordtiefen 80 Basispunkten. Diese engen Spreads bieten Anlegern derzeit nur eine begrenzte Entschädigung für das erhöhte Risiko, das mit schwächeren Ratings einhergeht. Eine geringfügige Ausweitung der Kreditrisikoprämien könnte die gesamte Überschussrendite gegenüber Staatsanleihen zunichtemachen, was folglich die Attraktivität von Anleihen mit geringerer Volatilität und eben höherer Qualität erhöht. Im derzeitigen Umfeld bevorzugen wir Unternehmensanleihen mit höherer Bonität und kürzerer Duration, da sie eine ähnliche Rendite bei deutlich geringerem Risiko bieten. Emittenten aus dem Gesundheitssektor, aber auch Banken und supranationale Organisationen mit erstklassigen Ratings sind besonders hervorzuheben, auch weil sie teilweise ein defensives Profil aufweisen und damit weniger anfällig für konjunkturelle Schwankungen sind. Zum Ende des ersten Quartals stiegen die Kreditrisikoprämien für US-Unternehmen leicht um 13 Basispunkte,

während sie in Europa in den drei Monaten insgesamt sogar um einige Basispunkte auf 94 Basispunkte sanken.

Hochzinsanleihen starteten dank solider Fundamentaldaten und starker technischer Unterstützung positiv ins neue Jahr. Im Quartalsverlauf zeigten sich jedoch deutliche regionale und sektorale Unterschiede. Die US-Handelspolitik der Trump-Administration belastete insbesondere exportabhängige Branchen wie den Einzelhandel und die Automobilindustrie, was zu einer Ausweitung der Risikoprämien führte. Vor allem in den letzten Wochen des ersten Quartals kam es zu einer Neukalibrierung der Risikowahrnehmung. Während sich die Spreads von US-Hochzinsanleihen von 287 auf 340 Basispunkte ausweiteten, fiel der Anstieg bei europäischen EUR-Hochzinsanleihen von 299 auf 327 Basispunkte im Durchschnitt moderater aus. Hochzinsanleihen locken nun mit leicht höheren Renditen, wir bleiben aber trotzdem noch tendenziell vorsichtig.

Ein weiteres interessantes Segment sind für uns nach wie vor hypothekarisch gesicherte Wertpapiere und gedeckte Schuldverschreibungen, die häufig ein AAA-Rating und sehr geringe Kreditrisiken aufweisen. Ihre nominalen Renditen und Spreads sind mindestens so hoch wie die vieler schwächerer Unternehmensanleihen, was sie zu einer attraktiven Alternative macht.





ALTERNATIVE INVESTMENTS

ALTERNATIVE ANLAGEN: RESILIENZ IN UNSICHEREN ZEITEN
VON OLIVER WATOL

Die ersten Wochen der Trump-Administration waren alles andere als ereignislos und geprägt von sich wandelndem Investorenverhalten. Viele Anleger starteten mit Zuversicht ins Jahr 2025. Doch politische Unsicherheit und polarisierende Rhetorik haben das Marktvertrauen spürbar belastet. In einem zunehmend unberechenbaren Marktumfeld rückt die Widerstandsfähigkeit von Portfolios stärker denn je in den Fokus. Klassische Diversifikationsmodelle, wie die traditionelle Allokation in Aktien und Anleihen, bilden nach wie vor ein solides Fundament der Vermögensaufteilung. Dennoch zeigen die Erfahrungen der letzten Jahre, dass bewährte Ansätze ergänzt werden müssen. Besonders das Jahr 2020 hat verdeutlicht, dass

in Phasen hoher Marktkorrelation selbst traditionell gegenläufige Anlageklassen gleichzeitig unter Druck geraten können. Um Portfolios gezielt zu stärken und die Diversifikation substantiell zu verbessern, ist die Einbindung von alternativen Anlagen nicht nur sinnvoll – sie ist unerlässlich. Im folgenden Abschnitt richten wir den Blick auf den liquiden Teil der alternativen Investments. Dieser bietet gegenüber illiquiden Strukturen zwei entscheidende Vorteile: tägliche Handelbarkeit sowie die Sicherheit eines klar regulierten Rahmens (im Falle von alternativen UCITS Strategien). Bei Bergos sind liquide Alternative Investments fester Bestandteil der Hausmeinung. Wir analysieren sie kontinuierlich auf ihre Investmentqualität.

Aktuell halten wir gezielte Übergewichtungen in drei Subsegmenten, die sich zuletzt besonders bewährt haben: marktneutrale Aktienstrategien, Gold und globale Wandelanleihen.

Equity Market-Neutral: Wenn Sie die Rendite möchten – nicht die Volatilität

In einem Umfeld erhöhter Unsicherheit haben sich marktneutrale Aktien Strategien als verlässliche Renditequelle bewährt. In den vergangenen 18 Monaten erzielten sie eine kontinuierliche Wertentwicklung von +9,1% gemessen am AH Market Neutral UCITS Index. Auch mit Blick nach vorn bleibt das Anlageargument überzeugend. Die Strategien zeichnen sich durch eine stabile und weitgehend unkorrelierte Wertentwicklung aus. Eigenschaften, die in der heutigen Marktphase besonders gefragt sind.

Unkorreliertes Alpha statt Markt-Beta

Marktneutral Strategien sind besonders gut auf das aktuelle Umfeld politischer Unwägbarkeiten, geopolitischer Spannungen und anhaltender Volatilität abgestimmt. Sie entfalten ihr Potenzial vor allem dann, wenn die Streuung auf Einzeltitelebene sowie sektorale Umschichtungen zunehmen, wie derzeit in Sektoren wie Technologie oder zyklischem Konsum zu beobachten ist. Dieses Umfeld schafft attraktive Voraussetzungen für Kauf- und Verkaufspositionierungen sowie aktives Alpha. Im Gegensatz zu traditionellen Aktienanlagen sind marktneutrale Strategien nicht auf steigende Märkte angewiesen. Durch die gezielte Balance von Kauf- und Verkaufspositionen zielen sie darauf ab, renditeträchtige Einzelaktienideen umzusetzen, unabhängig von der Markttrichtung. Diese Eigenschaft führt zu geringerer Volatilität und niedrigerer Korrelation mit klassischen Anlageklassen. Auch das nach wie vor höhere Zinsumfeld wirkt sich derzeit positiv aus. Erträge aus Verkaufspositionen (Short Rebate Income) stärken das Renditepotenzial zusätzlich. In einer Marktphase, in der viele Aktienindizes

nahe ihren Höchstständen notieren, bieten marktneutrale Strategien eine umsichtige Möglichkeit, am Aktienmarkt teilzunehmen, bei gleichzeitiger Begrenzung des Risikos. Dank der UCITS-Regulierung sind diese Strategien heute so zugänglich wie nie zuvor. Wir bevorzugen das Segment weiterhin und halten an unserer Übergewichtung fest.

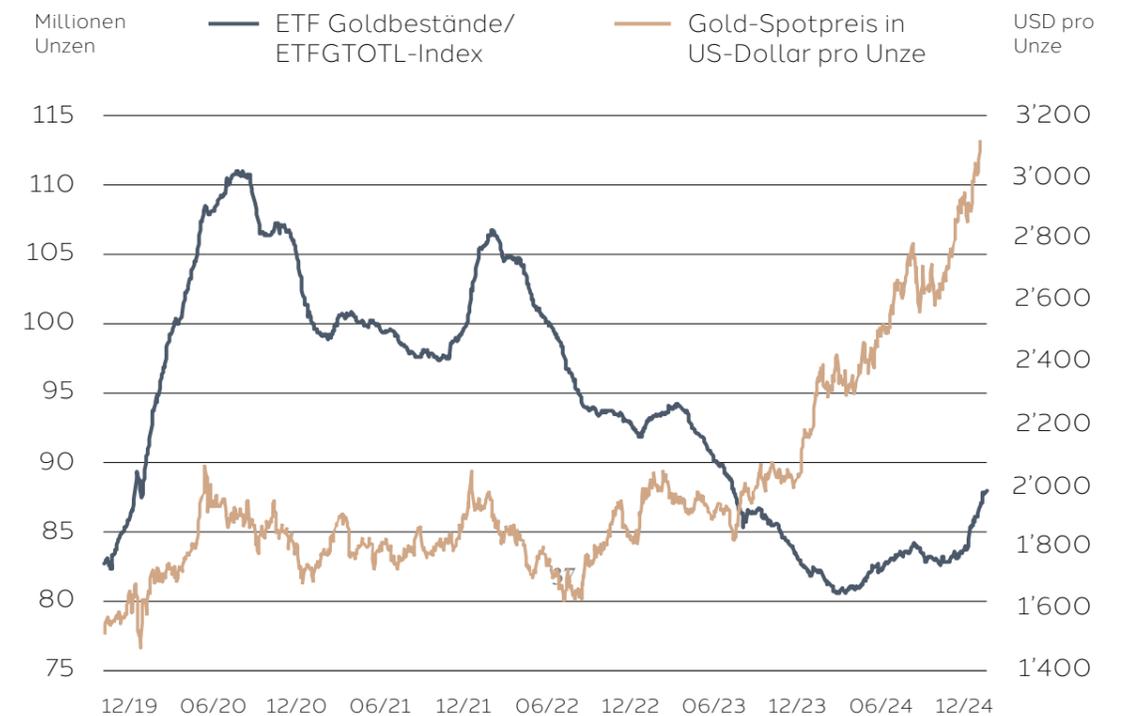
Gold auf Rekordkurs: Warum Gold ein langfristiges Investment für alle Marktphasen bleibt

Mitte März 2025 durchbrach der Goldpreis erstmals die symbolträchtige Marke von USD 3'000 pro Feinunze. Ein Niveau, das lange Zeit als kaum erreichbar galt. Bemerkenswert ist dabei die Geschwindigkeit des Anstiegs. Der Sprung von USD 2'500 auf USD 3'000 erfolgte in nur 210 Tagen. Aus unserer Sicht handelt es sich dabei nicht lediglich um einen technischen Ausbruch, sondern um den Ausdruck tiefgreifender struktureller Veränderungen, die Gold langfristig unterstützen.

Zu viel Rückenwind, um stillzustehen

Derzeit profitiert Gold von einer ausserordentlich günstigen Kombination mehrerer unterstützender Faktoren. So ziehen die Inflationserwartungen wieder an. Ein Umfeld, in dem Gold historisch vor allem über längere Zeiträume hinweg überzeugen konnte. Zugleich zeigt der US-Dollar Schwäche. Allein im März verlor der USD-Index über 3%. Hinzu kommen zunehmende geo- und wirtschaftspolitische Spannungen, wachsende globale Haushaltsdefizite sowie eine steigende Volatilität an den Finanzmärkten. All diese Entwicklungen stärken die Rolle von Gold als sicherer Hafen. Zwei weitere entscheidende Faktoren dominieren jedoch derzeit die positive Marktbewegung. Zum einen setzen Zentralbanken ihre Goldkäufe in bislang ungekanntem Ausmass fort. Zum anderen fließt erneut verstärkt Kapital in goldgedeckte ETFs, gestützt durch rückläufige reale US-Zinsen. Zu Beginn der 2000er-Jahre

waren Zentralbanken noch durchweg Nettoverkäufer von Gold. Doch seit der Finanzkrise 2008 und insbesondere nach dem Ausbruch des Russland-Ukraine-Kriegs hat sich das Bild grundlegend gewandelt. Aus vorsichtigen, preissensiblen Käufern wurden entschlossene, weitgehend preisunabhängige Super-Käufer. Von 2022 bis 2024 beliefen sich die jährlichen Goldkäufe der Zentralbanken auf jeweils über 1'000 Tonnen, mehr als doppelt so viel wie im historischen Durchschnitt. Diese strategische Akkumulation stützte den Goldpreis sogar in Phasen steigender Realzinsen in den USA. Wir gehen davon aus, dass dieser Trend noch nicht zu Ende ist. De-Dollarisierung, Diversifikation der Währungsreserven und geopolitische Absicherung sprechen aus unserer Sicht für eine anhaltend hohe Zentralbanknachfrage über Jahre hinweg.



Gold erreicht \$3.000 in Rekordzeit
Quelle: Bloomberg, Bergos. Daten per 31.03.2025

ETF-Nachfrage: Das Erwachen eines schlafenden Riesen

Auch auf Investoreseite zeichnet sich ein Paradigmenwechsel ab. Nach drei Jahren anhaltender Abflüsse aus goldbesicherten ETFs (2021–2023) hatten viele Anleger angesichts höherer Realzinsen andere, ertragsreichere Alternativen bevorzugt. Doch mit der jüngsten Abschwächung der realen US-Zinsen kehrt sich dieser Trend nun um. Ende 2024 stabilisierten sich die weltweiten ETF-Bestände erstmals seit dem Jahr 2020. Diese wiedererwachte Nachfrage setzte sich 2025 fort. Aus unserer Sicht ein Signal für eine neue, langfristig angelegte Umschichtung zurück in Gold.

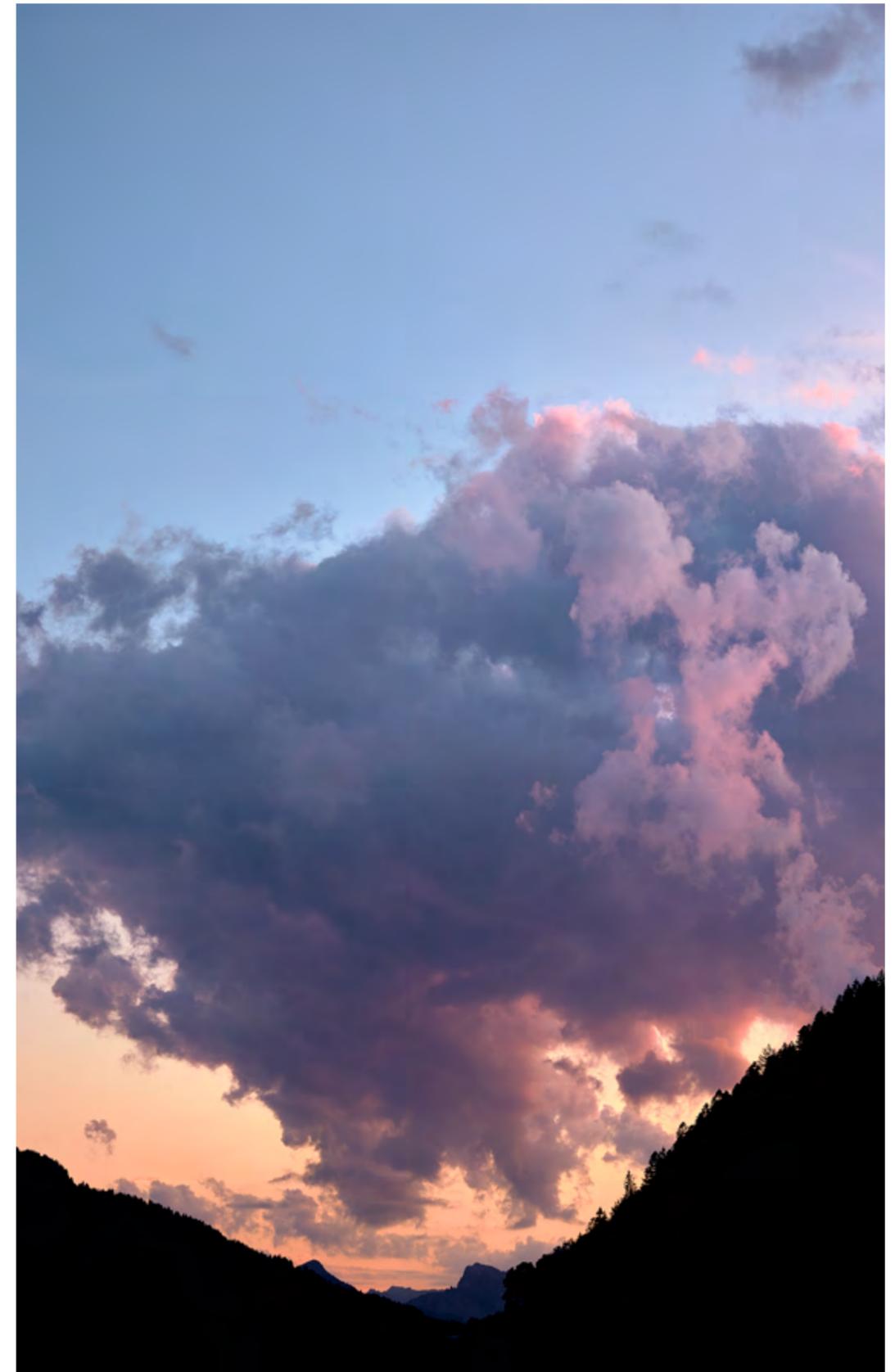
Wandelanleihen: Das Schweizer Taschenmesser unter den Anlageklassen

Wandelanleihen sind für Anleger, was das Schweizer Taschenmesser für Abenteurer ist: ein vielseitiges, anpassungsfähiges Instrument, das hilft, sich in wechselhaften Marktbedingungen zu orientieren. Sie vereinen die Stabilität fester Zinserträge mit dem Aufwärtspotenzial von Aktien – eine kraftvolle Kombination aus kontinuierlichen Erträgen und der Flexibilität, an steigenden Aktienkursen zu partizipieren. Gerade in einem dynamischen und unsicheren Umfeld gewinnt dieser doppelte Charakter an Bedeutung.

Starker Jahresauftakt und positiver Ausblick für 2025

Die Anlageklasse ist mit deutlichem Rückenwind ins Jahr 2025 gestartet. Globale Wandelanleihen erzielten im ersten Quartal eine solide Wertentwicklung, selbst in einem Umfeld, in dem US-Aktien, der grösste regionale Bestandteil des Segments, unter Druck standen.

Besonders positive Impulse kamen aus Asien und Europa. In Europa sorgte die EUR 1 Milliarde grosse Wandelanleihe von Rheinmetall AG, begeben in zwei Tranchen, für Aufsehen. Ihr Wert hat sich allein im ersten Quartal 2025 mehr als verdoppelt. Dies stand im Einklang mit der dynamischen Kursentwicklung der Rheinmetall-Aktie und der starken Nachfrage im Verteidigungssektor. In Asien legte die im Mai 2024 emittierte USD 5 Milliarden Wandelanleihe von Alibaba, die grösste USD-Einzelemission seit 2008, über 35% zu, gestützt durch starke chinesische Aktienmärkte. Chinesische Emissionen von Unternehmen wie JD.com und Trip.com folgten und belegen das wachsende Interesse an Wandelanleihen im asiatischen Technologiesektor. Der Investment Case für Wandelanleihen bleibt überzeugend. Während der Einfluss der „Glorreichen Sieben“ auf die Aktienmärkte abzunehmen scheint, gewinnt der Markt jenseits der grossen Technologiewerte an Breite. Davon profitieren Wandelanleihen, da sie oft von kleineren und mittleren Unternehmen stammen. Insbesondere US-Unternehmen aus diesem Segment profitieren zusätzlich von einem wirtschaftsfreundlichen Kurs der Trump-Regierung, etwa durch Steuersenkungen und Deregulierung, da sie ihre Umsätze überwiegend im Inland erzielen. Nicht zuletzt bleibt die Nachfrage nach Konvexität hoch. Also nach Anlagen, die sowohl bei Aufwärts- als auch Abwärtsbewegungen überdurchschnittlich reagieren. Wandelanleihen bieten genau das: Aktienähnliches Potenzial in „Risk-on“-Phasen und Schutzmechanismen in „Risk-off“-Perioden. Aus unserer Sicht zählen sie damit zu den vielversprechendsten Instrumenten im Werkzeugkasten moderner Anleger.





W Ä H R U N G E N

EURO GEWINNT GEGENÜBER DEM US-DOLLAR AN BODEN
VON STEFFEN KILLMAIER

Die Entwicklung an den Devisenmärkten war im ersten Quartal 2025 vor allem politisch getrieben. Der Amtsantritt von Präsident Trump brachte politische Unsicherheiten mit sich und führte zu einer erhöhten Volatilität an den Märkten. Insbesondere die Handelspolitik rückte in den Fokus und schürte wirtschaftliche Bedenken. Die politische Unberechenbarkeit der US-Regierung belastete zuletzt den US-Dollar. Für Europa waren die Ereignisse der letzten Wochen vermutlich der finale Weckruf, die eigenen Verteidigungsausgaben massiv zu erhöhen. In Deutschland hatte der Bundestag zudem die Schuldenbremse gelockert und ein schuldenfinanziertes Infrastrukturprogramm verabschiedet. Die europäische Gemeinschaftswährung profitierte von den geplanten Kon-

junkturimpulsen. Sichere Anlagehäfen wie der Schweizer Franken blieben im ersten Quartal aufgrund der globalen (geo-)politischen Unsicherheiten weiterhin gefragt.

US-Dollar leidet unter Zollpolitik und Konjunktursorgen

Nachdem der US-Dollar zu Jahresbeginn noch Stärke zeigte und handlungsgewichtet ein 2-Jahres-Hoch erreichte, kam es zuletzt zu einer Gegenbewegung. In den USA haben sich die ersten Prioritäten der Trump-Administration mehr auf das konzentriert, was die Märkte als wachstumshemmend ansehen (allen voran die Handelspolitik), als auf positivere Vorhaben wie Deregulierung und Steuersenkungen. Hinzu kommt die konfrontative Haltung der



Entwicklung des EUR/USD-Wechselkurses

Quelle: Bloomberg, Bergos, Daten per 31.03.2025

US-Regierung, die zunehmend die Frage aufwirft, ob die USA noch ein verlässlicher Handels- und Bündnispartner sind. Dies sorgt weltweit für grosse Verunsicherung. Gemessen an den politischen Turbulenzen war das konjunkturelle Umfeld während des ersten Quartals ruhig. Die soliden US-Wirtschaftsdaten werden momentan jedoch durch Trumps Verhalten und die politischen Massnahmen überlagert, was den konjunkturellen Ausblick trübt. Dies bedeutet kurzfristig Gegenwind für den US-Dollar. In Europa hingegen ist eine massive Erhöhung der Ausgaben in Verteidigung und Infrastruktur geplant. Dies wird zu einem grossen Teil über eine höhere Kreditaufnahme geschehen. Die schwächelnde Konjunktur in der Eurozone wird dadurch einen positiven Impuls bekommen, jedoch dürfte auch die Inflation ansteigen.

Die veränderten Aussichten beidseits des Atlantiks führten zuletzt zu einer Neuorientierung der grossen Zentralbanken. Momentan

deutet vieles darauf hin, dass die US-Notenbank Fed die Zinsen in diesem Jahr stärker senken dürfte, als noch zu Jahresbeginn erwartet. Während zu Beginn des Jahres noch die Frage im Raum stand, ob die Fed den Leitzins in diesem Jahr überhaupt senken wird, erwartet der Markt mittlerweile drei US-Zinssenkungen bis Ende des Jahres. An der letzten Sitzung sprach Jerome Powell zudem von einer nur „vorübergehend“ höheren Inflation infolge der Handelszölle. Das spricht für eine gewisse Inflationstoleranz der Fed. In der Eurozone hingegen dürften bis Ende des Jahres noch lediglich zwei Zinssenkungen folgen. Die veränderten Zinserwartungen sprechen zumindest kurzfristig für eine weitere Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar. Unter Berücksichtigung der Zins- und Kaufkraftparität erachten wir den US-Dollar zudem als fundamental überbewertet.

Diese Entwicklungen hatten uns jüngst dazu veranlasst, unseren kurzfristigen Ausblick für

das Währungspaar EUR/USD anzupassen. Wir erwarten auf 3-Monats-Sicht nun eine Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar. Mit der expansiveren europäischen Finanzpolitik werden die strukturellen Probleme Europas (bspw. Bürokratie, Fachkräftemangel und Energiesicherheit) jedoch nicht gelöst, die längerfristig die Eurozone belasten dürften. Zudem erwarten wir, dass in Amerika die Themen Deregulierung und Steuersenkungen zukünftig in den Fokus rücken und sich positiv auf die US-Wirtschaft auswirken. Daher bleiben wir langfristig für das Währungspaar EUR/USD neutral positioniert.

Schweiz bewegt sich weiter in Richtung Nullzins

In der Schweiz entwickelt sich die Wirtschaft weiterhin solide, und die Inflation befindet sich seit fast zwei Jahren wieder im Zielkorridor der Schweizerischen Nationalbank (SNB). Damit nimmt die Schweiz innerhalb der westlichen Welt eine Sonderstellung ein. Im Februar

lag die Teuerungsrate noch bei tiefen 0.3 %, sodass die Notenbank inzwischen eher ein Abgleiten in die Deflation als eine Rückkehr der Inflation befürchten muss. Der starke Schweizer Franken bleibt eine Last für die SNB, da er zur Deflationsgefahr beiträgt und zudem eine Belastung für exportorientierte Unternehmen in der Schweiz darstellt. Um dem starken Franken entgegenzuwirken, senkte die SNB den Leitzins im März das fünfte Mal in Folge auf 0.25 %. Die SNB dürfte auch zukünftig versuchen, die starke Schweizer Währung zu schwächen, wobei der Handlungsspielraum nach der erneuten Zinssenkung kleiner wird. Eine direkte Intervention am Devisenmarkt ist zudem denkbar.

Profitieren dürfte der Schweizer Franken auch zukünftig von seiner Funktion als sicherer Hafen. Die Welt bleibt voller (geo-)politischer Unsicherheiten. Dies gilt umso mehr, da die Aussenpolitik unter Präsident Trump kaum kalkulierbar ist. Aufgrund der wirtschaftlichen



Entwicklung des EUR/CHF-Wechselkurses

Quelle: Bloomberg, Bergos, Daten per 31.03.2025

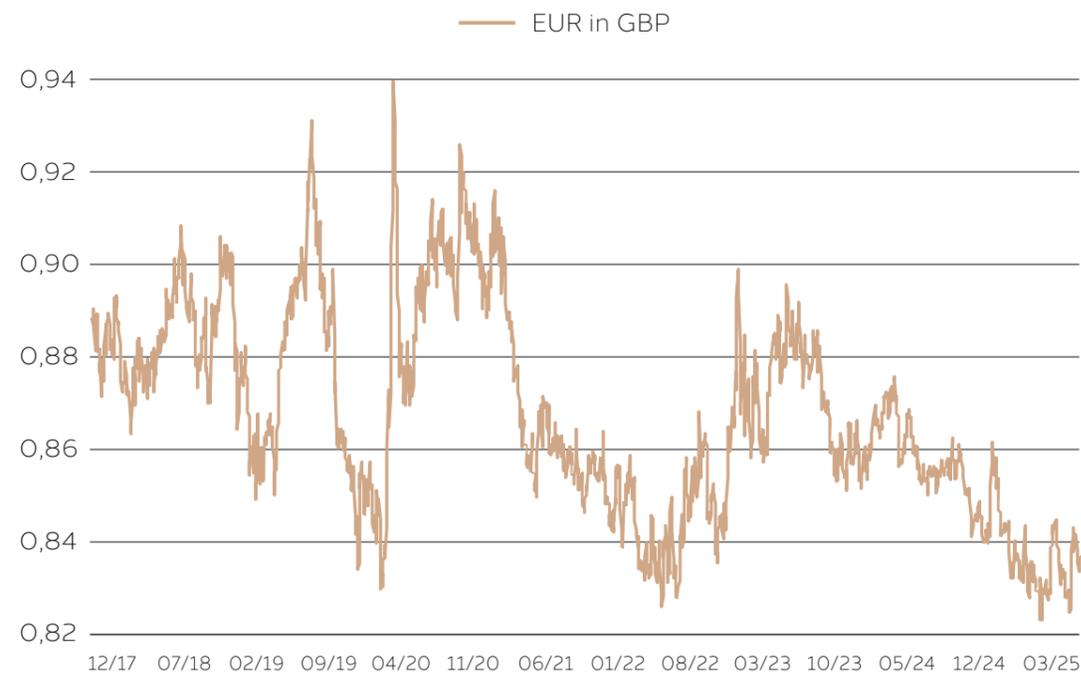
und politischen Stabilität der Schweiz dürfte der Franken daher gefragt bleiben. Wir erwarten auf kurze und lange Sicht weder eine grössere Auf- noch Abwertung des Schweizer Franken gegenüber dem Euro.

Bank of England dürfte vorsichtig bleiben

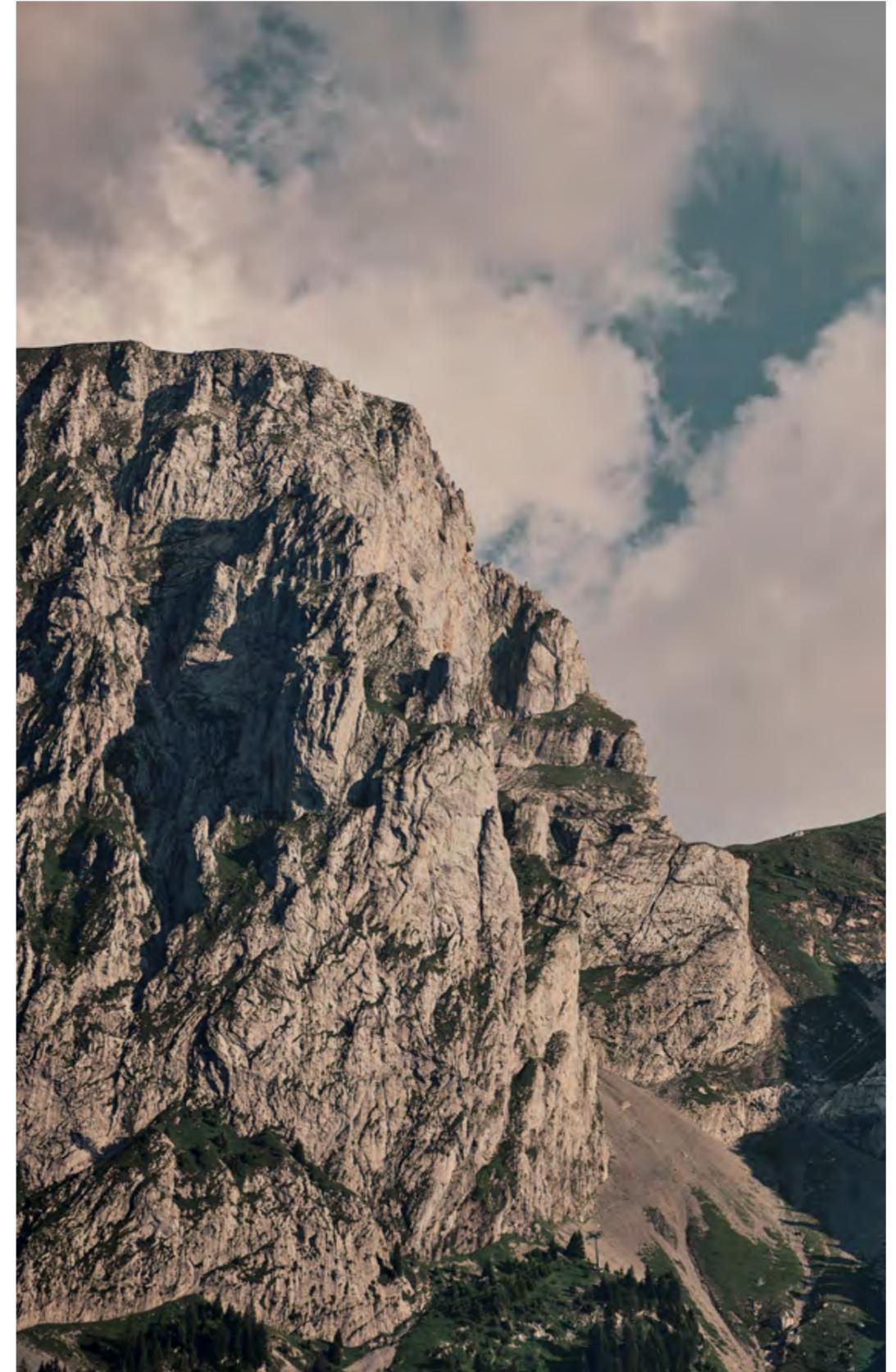
In Grossbritannien ist die Inflationsrate im ersten Quartal wieder deutlich angestiegen. Da der Preisauftrieb breit abgestützt ist, gehen wir in den kommenden Monaten von einer weiter steigenden Inflationsrate aus. Nach einer kleinen Zinssenkung im Februar hatte die Bank of England (BoE) den Leitzins im März bei nach wie vor sehr hohen 4.50 % belassen. Die BoE dürfte aufgrund der Inflationsentwicklung auch zukünftig vorsichtig bleiben und die Zinsen in diesem Jahr noch höchstens einmal senken, während von der

EZB und der Fed mehrere Zinssenkungen erwartet werden. Die höhere Rendite spricht auch in den kommenden Monaten für ein starkes britisches Pfund.

Zudem ist in Grossbritannien ein weiterhin robustes Wirtschaftswachstum zu beobachten. Die Wirtschaftsdaten überraschten im ersten Quartal grösstenteils nach oben. Auch dürfte Grossbritannien den Zollrisiken unter Trump weniger stark ausgesetzt sein als andere europäische Länder. Wir erwarten für dieses Jahr in Grossbritannien ein Wirtschaftswachstum, welches über den Markterwartungen und über dem der Eurozone liegt. Dies dürfte sich positiv auf das britische Pfund auswirken. Wir erwarten auf kurze und lange Sicht eine Aufwertung des britischen Pfundes gegenüber der europäischen Gemeinschaftswährung.



Entwicklung des EUR/GBP-Wechselkurses
Quelle: Bloomberg, Bergos, Daten per 31.03.2025

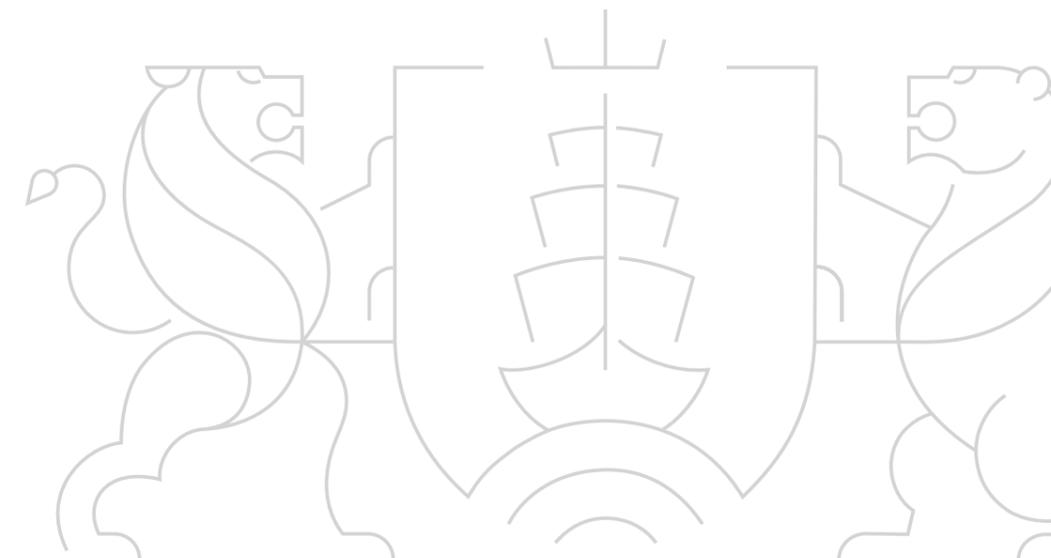


BERGOS HAUSMEINUNG

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	○	○	●	○	○
SHORT TERM	○	○	○	●	○
MEDIUM TERM	○	○	○	●	○
LONG TERM	○	●	○	○	○
STAATSANLEIHEN	○	○	●	○	○
VERBRIEFTE ANLEIHEN/ AGENCY MBS	○	○	○	●	○
UNTERNEHMEN INVESTMENT GRADE	○	○	●	○	○
UNTERNEHMEN HOCHZINS	○	●	○	○	○
DENOMINATION EURO	○	○	●	○	○
DURATION	○	○	○	●	○
SHORT TERM	○	○	○	●	○
MEDIUM TERM	○	○	●	○	○
LONG TERM	○	○	○	●	○
STAATSANLEIHEN	○	○	●	○	○
VERBRIEFTE ANLEIHEN/ AGENCY MBS	○	○	○	●	○
UNTERNEHMEN INVESTMENT GRADE	○	○	●	○	○
UNTERNEHMEN HOCHZINS	○	●	○	○	○
SCHWELLENLÄNDER	○	○	○	●	○

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



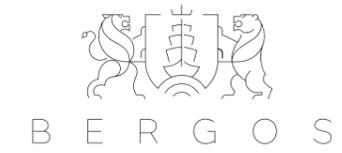
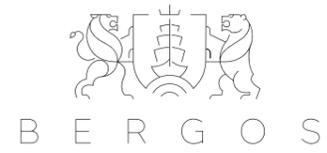
Diese Publikation dient ausschliesslich zu Informations- und Marketingzwecken. Die bereitgestellten Informationen sind nicht rechtsverbindlich und stellen weder Finanzanalysen noch einen Verkaufsprospekt, ein Angebot für Investmenttransaktionen, eine Vermögensverwaltung oder eine Anlageberatung dar und 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 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
Dr. Jörn Quitzau | Chefökonom
Frederik Carstensen | Aktienstrategie
Christoph Jung, CIIA, FRM | Anleihenstrategie
Oliver Watol | Strategie Alternative Investments
Steffen Killmaier | Währungsstrategie

Managing Editor

Sarah Thalman | Leiterin Kommunikation
Ana Varvodic | Communications Manager

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

