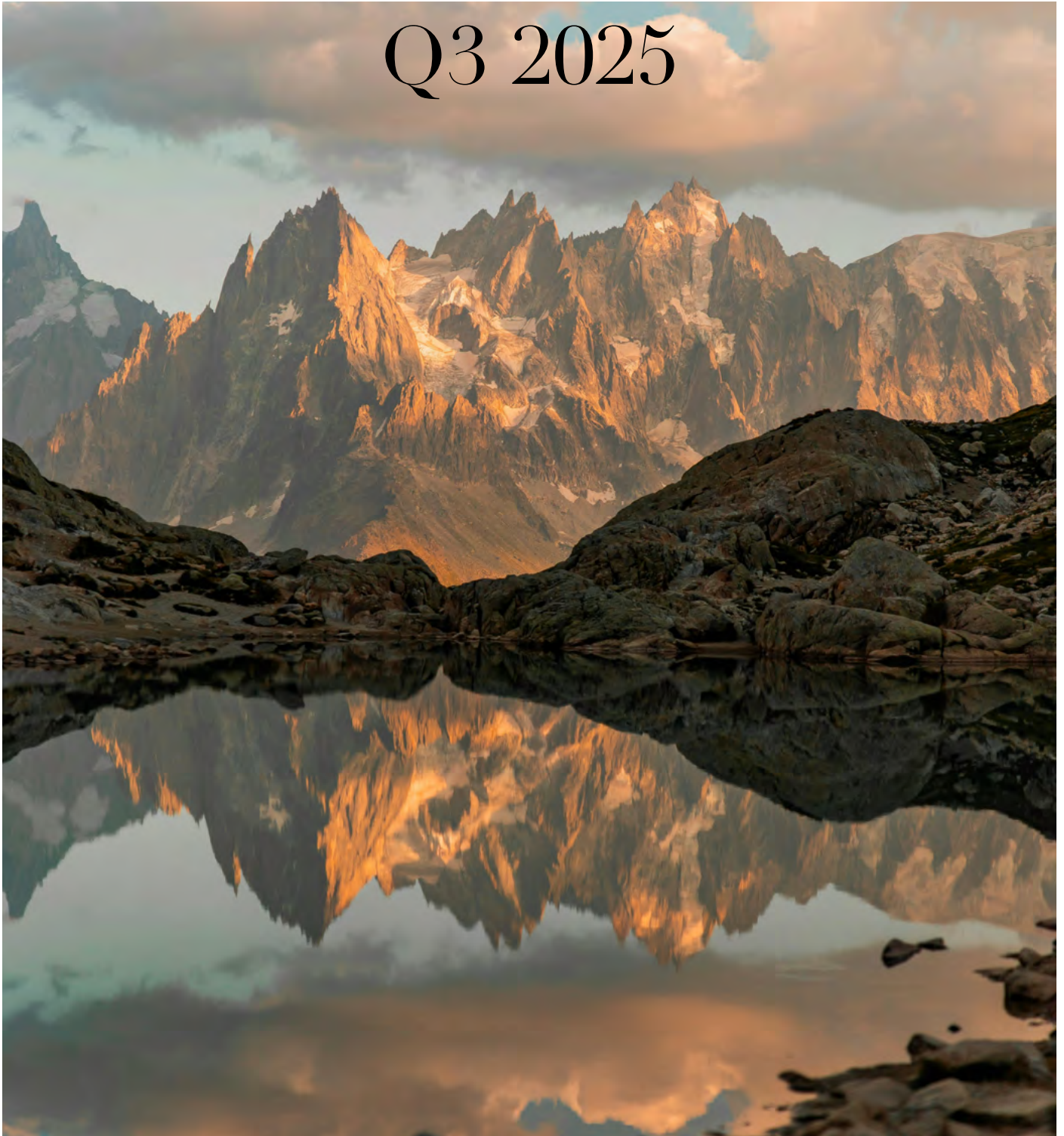
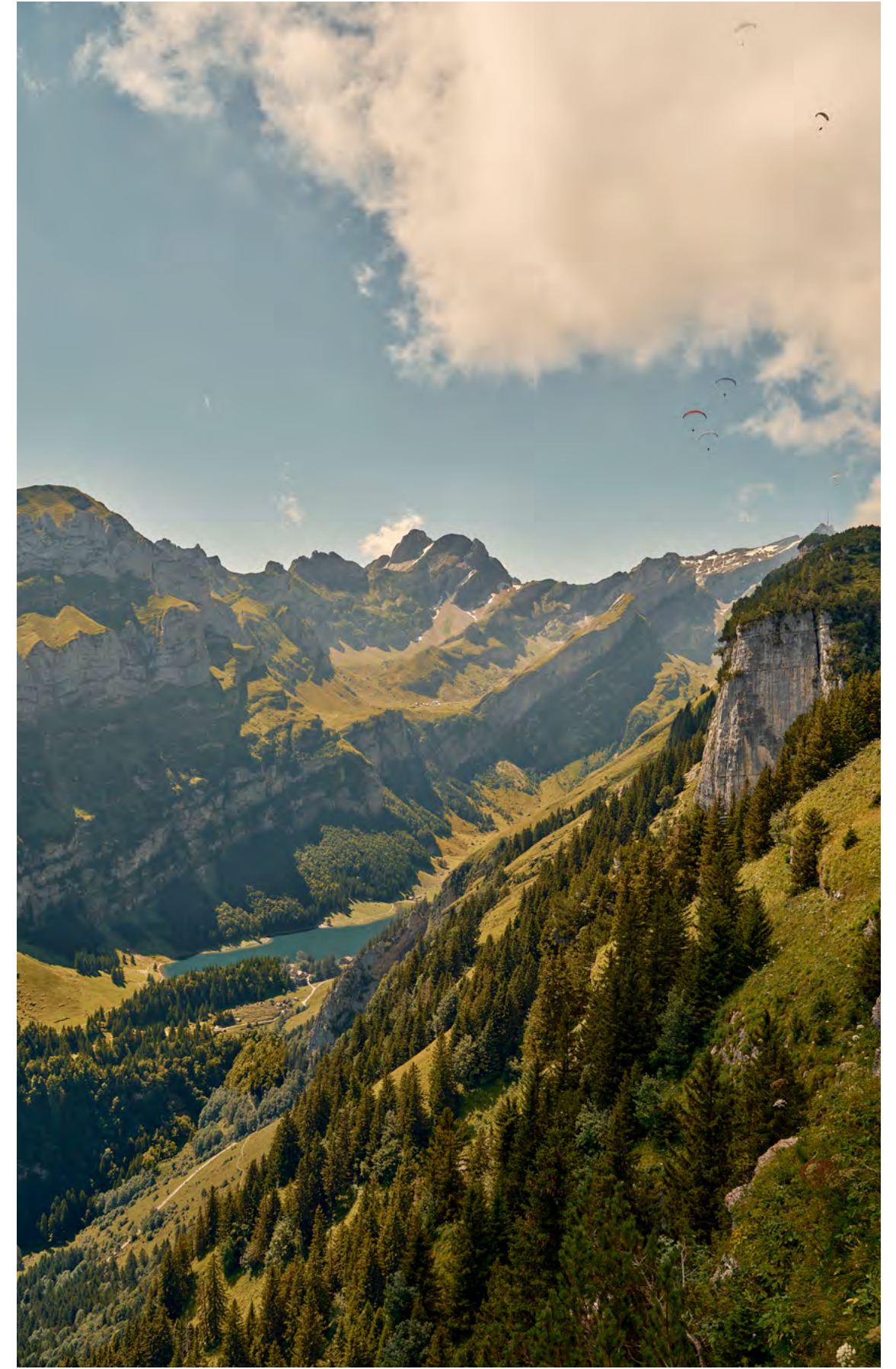
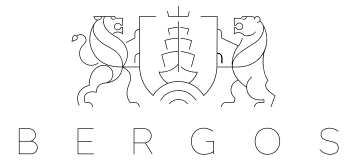


Reflexionen

Q3 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 Privatiern, Familienunternehmer, Next Generation und Kunden der Schifffahrt. Mit einem Geschäftsmodell, das auf reines Private Banking ausgerichtet ist, beraten wir unsere Kunden in allen liquiden und nicht liquiden Assetklassen und Alternative Investments.

HERAUSGEGEBEN VON BERGOS AG
ZÜRICH, JULI 2025
ALLE RECHTE VORBEHALTEN
REDAKTIONSSCHLUSS 30.06.2025

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 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 Kapital-märkten 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 verfügt über mehr als 18 Jahre Erfahrung im Finanzsektor, insbesondere im aktiven Portfoliomanagement von Anleihen, und ist seit 2022 bei Bergos tätig. Als Mitglied des Investmentkomitees ist er verantwortlich für die Top-down-Strategie festverzinslicher Anlagen des Hauses sowie die daraus abgeleitete Selektion aus dem eigenen Bottom-up-Ansatz.



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 SOMMERAUSGABE

Liebe Leserinnen und Leser,

das zweite Quartal war geprägt von enormen exogenen Schocks. Dazu zählt die marktfeindliche Zollpolitik von Donald Trump ebenso wie die kriegsrische Eskalation im Nahen Osten. In der Hochphase der handels- und geopolitischen Unsicherheit hätte es zahlreiche Gründe gegeben, das Aktienrisiko in Portfolios abzubauen. Investoren, die Beständigkeit in diesem Umfeld bewiesen haben, kamen ab dem 08. April 2025 – also bereits kurz nach dem Liberation Day – in den Genuss einer fulminanten Aktienmarkttrall.

Es scheint, als würden die Kapitalmärkte der anfänglich eskalierenden Handelspolitik kein grosses Gewicht mehr beimessen. Denn es wird vermutet, dass Donald Trump am Ende

doch zurückrudert – ein Verhalten, das in den Medien gerne als „TACO“ bezeichnet wird („Trump Always Chickens Out“).

Äusserst dynamisch waren auch die Wechselwirkungen zwischen Growth- und Value-Aktien. Der Gegenwind für Growth im ersten Quartal drehte nach dem Liberation Day plötzlich in Rückenwind, sodass US-Aktien zu ihrer gewohnten relativen Stärke zurückfanden. Der kurzfristig für Verunsicherung sorgende „Deep-Seek Moment“ ist heute kein Thema mehr. Die weiterhin sprudelnden Gewinne und anhaltend hohen Investitionen in das Ökosystem der künstlichen Intelligenz bleiben ein dominierendes Thema unserer Zeit und wirken als Treibstoff für die aktuelle Kursentwicklung.

Am Devisenmarkt hat die wirtschaftliche Verunsicherung, ergänzt um die besorgniserregende US-Verschuldung, für einen anhaltend schwachen US-Dollar gesorgt. Die Dynamik der Abwertung ist bemerkenswert, da sich die Zinsdifferenz zwischen dem US-Dollar und dem Schweizer Franken oder Euro immer weiter zugunsten des US-Dollars ausgeweitet hat. Die weiterhin überraschend robuste US-Wirtschaft ist Rückenwind für die standhafte Politik von Jerome Powell, der von Donald Trump massiv unter Druck gesetzt wird, die Zinsen zu senken. Die Terminkontrakte bleiben weiterhin sehr volatil, und deren Indikationen für Zinssenkungen sind alles andere als verlässlich. Somit ist eine potenzielle Zinssenkung im Juli bereits wieder Makulatur, und die Terminkontrakte setzen nun auf eine Zinssenkung im September.

Die Europäische Zentralbank und die Schweizerische Nationalbank haben im Gegensatz zur US-Notenbank die Zinsen kontinuierlich gesenkt. Damit hat die Attraktivität der Anleihen in diesen Währungsräumen abgenommen. In der Schweiz ist man sogar wieder bei der

Nullzinspolitik angekommen. In Multi-Asset-Portfolios ist somit der Druck gross, alternative Renditequellen wie beispielsweise Wandelanleihen zu finden.

Auch die Opportunitätskosten für Gold sinken mit fallenden Zinsrenditen. Auch wenn der Goldpreis seit Ende April in einen volatilen Seitwärtstrend eingeschwenkt ist, bleibt die zugrunde liegende erhöhte Nachfrage aus den Schwellenländern unterstützend. Auch vor dem Hintergrund zunehmender Skepsis gegenüber der nachlassenden Bonität der Vereinigten Staaten von Amerika ist Gold eine sinnvolle Portfolioergänzung.

Unsere Kapitalmarktexperten werden auch in dieser Ausgabe die oben skizzierten Themen vertieft beleuchten. Ich wünsche Ihnen viel Spass beim Lesen der neuesten 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

Der von US-Präsident Donald Trump am 2. April 2025 eskalierte Zollstreit überschattet noch immer die makroökonomischen Daten. Nach negativen Marktreaktionen hat Trump einen Teil der Zölle befristet ausgesetzt, um Zeit für Verhandlungen zu gewinnen. Die Fristen enden nach einer Verlängerung durch Donald Trump am 1. August 2025, wobei die Verhandlungen in vielen Fällen nochmals in die Verlängerung gehen könnten, bevor es zu Handels-Deals mit moderateren Zollsätzen kommt. Negative Zuspitzungen bleiben in der Zwischenzeit dennoch möglich. Die Wirtschaftspolitik der Trump-Regierung bremst die Konjunktur. Auch die chinesische Konjunktur leidet unter dem Zollstreit, obwohl sich die USA und China im Mai darauf verständigt haben, die exorbitant hohen Zollsätze für mindestens 90 Tage drastisch zu reduzieren. In Europa wird die Finanzpolitik expansiver, unter anderem wegen der steigenden Verteidigungsausgaben. Die schwächelnde Konjunktur der Eurozone erhält dadurch einen positiven Impuls. Es bleiben aber strukturelle Probleme, die das europäische Wachstum begrenzen. Ausufernde Staatsschulden in den USA, aber auch in einigen Ländern Europas, könnten zum Thema für die Finanzmärkte werden. Dies wäre besonders dann der Fall, wenn Donald Trump die Verlässlichkeit der USA weiter beschädigt.

Die Inflation ist in vielen Ländern noch immer nicht endgültig eingedämmt, aber auf dem richtigen Weg. Die Zentralbanken müssen weiterhin vorsichtig bleiben. Eine Ausnahme ist die Schweiz. Hier liegt die Teuerungsrate seit zwei Jahren wieder im Zielbereich (0–2 %) der Schweizerischen Nationalbank (SNB), zuletzt sogar leicht darunter. Die Notenbanken stehen nun vor der Herausforderung, künftige zollbedingte Preissteigerungen bei ihren Entscheidungen zu berücksichtigen. Unterdessen bleibt der Druck auf den Fed-Vorsitzenden Jerome Powell hoch. Dennoch hat Powell auch im Juni dem politischen Druck, die Geldpolitik schneller zu lockern, widerstanden. Wenn die Konjunkturdaten Schwäche signalisieren, dürfte die Fed ihren Zinssenkungsspielraum nutzen. Derzeit sieht es in den USA nach einer weiteren Zinspause im Juli und einer Zinssenkung im September aus. Die EZB dürfte nach ihrer Zinssenkung im Juni zunächst pausieren und im weiteren Jahresverlauf die Leitzinsen erneut senken.

Die Eskalation zwischen Israel und dem Iran hält die Welt in Atem. Nach dem Eingreifen der USA kam es zur Feuerpause. Die Lage bleibt dennoch fragil. Unter Präsident Donald Trump ist auch die Aussenpolitik kaum kalkulierbar. Die Friedensbemühungen im Russland-Ukraine-Krieg haben noch nicht zu einem Ergebnis geführt.

BIP-SCHÄTZUNGEN

INFLATIONSSCHÄTZUNGEN (CPI)

V E R E I N I G T E S T A A T E N	2 0 2 4 :	+ 2,8%
	2 0 2 5 :	+ 1,5%
	2 0 2 6 :	+ 1,8%
E U R O Z O N E	2 0 2 4 :	+ 0,8%
	2 0 2 5 :	+ 1,2%
	2 0 2 6 :	+ 1,4%
D E U T S C H L A N D	2 0 2 4 :	- 0,2%
	2 0 2 5 :	+ 0,3%
	2 0 2 6 :	+ 1,5%
S C H W E I Z	2 0 2 4 :	+ 1,3%
	2 0 2 5 :	+ 1,2%
	2 0 2 6 :	+ 1,5%
G R O S S - B R I T A N N I E N	2 0 2 4 :	+ 1,1%
	2 0 2 5 :	+ 1,2%
	2 0 2 6 :	+ 1,2%
C H I N A	2 0 2 4 :	+ 5,0%
	2 0 2 5 :	+ 4,1%
	2 0 2 6 :	+ 4,0%
J A P A N	2 0 2 4 :	+ 0,2%
	2 0 2 5 :	+ 0,8%
	2 0 2 6 :	+ 0,8%

V E R E I N I G T E S T A A T E N	2 0 2 4 :	3,0%
	2 0 2 5 :	3,0%
	2 0 2 6 :	2,7%
E U R O Z O N E	2 0 2 4 :	2,4%
	2 0 2 5 :	2,1%
	2 0 2 6 :	1,9%



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

IM BANN DER US-ZOLLPOLITIK

VON DR. JÖRN QUITZAU

Das zweite Quartal begann mit einem Paukenschlag: US-Präsident Donald Trump trat am 2. April, dem von ihm so benannten „Liberation Day“, vor die Kameras und verkündete massive und in der Sache kaum nachvollziehbare Zölle gegen alle Länder der Welt. Neben einem Basiszoll von 10 % sollte es länderindividuelle „reziproke“ Zölle geben. Mit ihnen sollen die aus Trumps Sicht unfairen Handelspraktiken anderer Länder gegenüber den USA ausgeglichen werden. Damit trieb Donald Trump die von ihm bereits in den Wochen zuvor losgetretenen Zollstreitigkeiten auf den Höhepunkt.

Es folgten turbulente Tage an den Finanzmärkten. Donald Trump reagierte, indem er Teile der Zölle befristet aussetzte, um ein Zeitfenster für Verhandlungen zu schaffen. Gegenüber China verschärfte Trump den Zollkonflikt allerdings noch einmal, um später auch hier teilweise zurückzurudern. Nachdem Donald Trump die Zolllpause Anfang Juli bis zum 1. August 2025 verlängert, aber auch einzelne neue Zölle angekündigt hat, bleibt die Lage weiterhin unübersichtlich. Unser Hauptszenario bleibt, dass auf längere Sicht – nach einigem Hin und Her und abermaligen Zuspitzungen – grosse Teile

der reziproken Zölle wegverhandelt werden, der Basiszoll aber erhalten bleibt. Damit würde der Handel immer noch deutlich belastet. Gemäss der amerikanischen „Tax Foundation“ war der durchschnittliche Zollsatz schon vor dem 2. April seit Jahresbeginn von 2,5 % auf 8,4 % gestiegen. Das war der höchste Wert seit 1946.

Zollpolitik hat bisher nur moderaten Einfluss auf US-Konjunktur

Die grosse Frage bleibt, wie sich die Zollpolitik auf die Konjunktur und die Inflation auswirken wird. Die Inflation wird nicht einfach in Höhe der Zollsätze steigen, da es gegenläufige Effekte gibt, die den Preisauftrieb bremsen. Einiges hängt von den Preisüberwälzungsspielräumen der Unternehmen ab. Die Zollbelastung dürfte in vielen Fällen nicht 1:1 an die Verbraucher weitergegeben werden, was zulasten der Unternehmensgewinne ginge. Auch die abkühlende Konjunktur dürfte den Preisauftrieb angesichts schwächerer Nachfrage dämpfen. Es ist deshalb durchaus möglich, dass die amerikanische Inflationsrate aufgrund der Zollpolitik letztlich nur um einige Zehntelpunkte steigen wird. Zusätzlicher Inflationsdruck kommt vom schwächeren US-Dollar-Kurs. Es ist ein erklärtes Ziel von Donald Trump, der amerikanischen Industrie wieder auf die Beine zu helfen, unter anderem mit einem schwächeren Dollar.

Bisher ist die Zollpolitik noch nicht recht in den Inflationsdaten angekommen: Im Mai stiegen die Verbraucherpreise um lediglich 0,1 % gegenüber dem Vormonat. Im Vorjahresvergleich legte der Verbraucherpreisindex nur leicht von 2,3 % auf 2,4 % zu. Die Kernrate liegt weiter unverändert bei 2,8 %. Gleichzeitig kühlt die Konjunktur nur allmählich ab. Der Arbeitsmarkt ist mit einer niedrigen Arbeitslosenquote von 4,1 % noch stabil. In diesem gesamtwirtschaftlichen Umfeld fährt die amerikanische Notenbank Fed vorerst auf Sicht und hat bisher dem erheblichen Druck von Donald Trump,

die Geldpolitik schnell weiter zu lockern, standgehalten. Auch im Juli dürfte die Fed nach aktueller Lage den Leitzins auf dem aktuellen Niveau belassen, bevor sie wohl im September den Leitzins um 25 Basispunkte auf 4,00–4,25 % senkt.

Europa mit leichtem Rückenwind

Die amerikanische Politik wird auch in der zweiten Jahreshälfte für Gesprächsstoff sorgen und die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen für viele Länder massgeblich beeinflussen. Unterdessen zeigen sich in der Eurozone erfreulicherweise Zeichen einer konjunkturellen Belebung. Viele Konjunkturindikatoren signalisieren einen zyklischen Aufschwung. Die Zinssenkungen der Europäischen Zentralbank (EZB) zeigen Wirkung. Neben der Geldpolitik wird aber auch die Finanzpolitik expansiver. Dies ist auch eine Folge des Vertrauensverlusts in die USA. Europa muss eigenständiger und verteidigungsfähiger werden. Die Verteidigungsausgaben werden zu einem guten Teil über höhere Schulden finanziert. Deutschland kann hier als Vorreiter gelten. Nachdem der Bundestag die Schuldenbremse gelockert hat, kann Deutschland bei den Verteidigungsausgaben quasi aus dem Vollen schöpfen. Insgesamt lässt Deutschland die Zeiten der stabilitätsorientierten Finanzpolitik hinter sich. Mit den neuen finanziellen Möglichkeiten zeigt sich, dass die Bundesregierung sinnvolle Investitionen tätigen, aber auch sozialpolitische Begehrlichkeiten bedienen möchte. Längerfristig wird Letzteres die Haushaltsspielräume in Deutschland einengen, kurzfristig wird aber die Nachfrage und damit die Konjunktur belebt.

Dies zeigt sich in einer verbesserten Stimmung. So sind die ZEW-Konjunkturerwartungen im Juni von 25,2 auf 47,5 Punkte gestiegen. Auch beim ifo-Geschäftsklimaindex hellt sich das Bild weiter auf. Der Index stieg im Juni auf 88,4 Punkte, nach 87,5 Punkten im Mai. Das war bereits der sechste Anstieg in Folge.

Neben der expansiveren Finanzpolitik scheint die Unternehmenswelt auch erleichtert zu sein, dass die sprunghafte Wirtschaftspolitik beendet ist. Nachdem die deutsche Wirtschaftsleistung fünf Jahre nicht gewachsen ist, stehen die Zeichen jetzt wieder auf Expansion. 2026 könnte – ähnlich wie in der gesamten Eurozone – ein Zuwachs von rund 1,5 % möglich sein.

Unterdessen hat der Preisdruck in der Eurozone weiter nachgelassen. Die Inflationsrate ist auf den EZB-Zielwert von 2 % gesunken. Niedrige Energiepreise und der stärkere Eurokurs tragen zu einem gemässigten Inflationsumfeld bei. Die EZB hat somit keinen akuten Handlungsbedarf und dürfte vorerst in den Wait-And-See-Modus schalten. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat den Leitzins im Juni auf 0,0 % gesenkt, nachdem die Inflationsrate im Mai auf -0,1 % gesunken war. Ein Abgleiten in eine Deflationsspirale ist aber nicht zu befürchten. Somit bräuchte die SNB die Geldpolitik nicht weiter zu lockern. Sie wird sich die Option allerdings offenhalten, um weiteren Aufwertungsdruck vom Franken zu nehmen.

Die Risiken bleiben hoch

Die geopolitische Lage ist nach wie vor angespannt. Im Russland-Ukraine-Krieg ist weiterhin kein Ende in Sicht, und ob die Lage im Nahen Osten nach der zwischenzeitlichen Eskalation ruhig bleibt, ist ungewiss. An den Finanzmärkten wird die amerikanische Wirtschaftspolitik im Fokus bleiben und damit auch die beunruhigend hohen US-Staatsschulden. Bisher gehen die Märkte gelassen mit der Finanzpolitik der Trump-Regierung um. Sollte sich daran etwas ändern und die Renditen amerikanischer Staatsanleihen deutlich steigen, könnte im Notfall die US-Notenbank Fed wieder gezwungen sein, Staatsanleihen zu kaufen.





A K T I E N

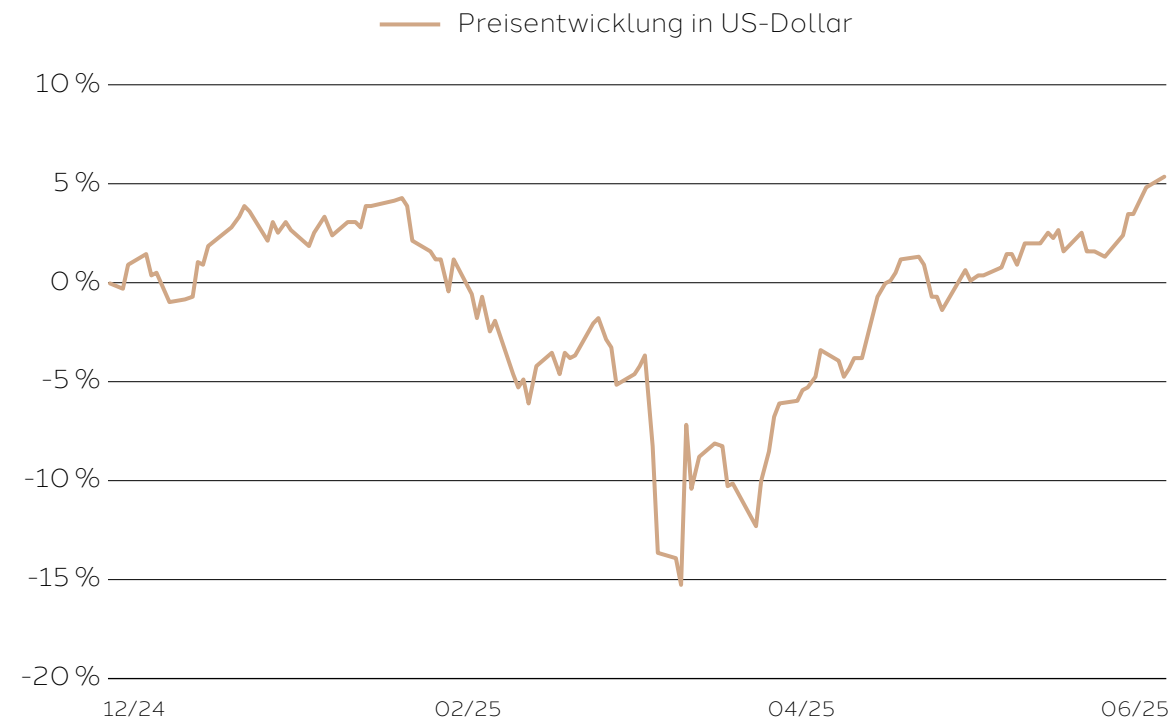
AKTIENMÄRKTE AUF ALLZEITHOCHS TROTZ ZAHLREICHER (GEO-) POLITISCHER UNSICHERHEITEN

VON FREDERIK CARSTENSEN

Das erste Halbjahr 2025 war geprägt von zahlreichen (geo-)politischen Herausforderungen. Anfang April sorgte die Ankündigung umfassender US-Zölle für Verunsicherung und schürte weltweit Rezessionsängste. In der Folge fiel der S&P 500 zunächst um fast 20 %. Doch mit der anschließenden Entspannung in den Handelsbeziehungen – abhängig vom Ausgang der laufenden Verhandlungen – erholten sich die Märkte überraschend schnell. Neben der teilweisen Beruhigung der (geo-)politischen Lage trugen zuletzt auch die Aussicht auf niedrigere US-Zinsen sowie die überdurchschnittliche Rallye bei Mega-Cap-Technologieaktien zur Erholung bei. Insgesamt legten der S&P 500

und der technologielastige Nasdaq im ersten Halbjahr, gemessen in US-Dollar, um knapp 6 % zu.

Es ist schon bemerkenswert, wie robust sich die Konjunktur und die Kapitalmärkte trotz zahlreicher globaler Unsicherheiten präsentieren. Der Krieg in der Ukraine, der Nahost-Konflikt, anhaltende handelspolitische Spannungen, die Unberechenbarkeit der US-Regierung und die Debatte um die Schuldentragfähigkeit der USA – selten sah sich die Weltwirtschaft mit so vielen Herausforderungen gleichzeitig konfrontiert. Zwar sind die Zölle gegenüber dem Höchststand gesunken, doch bleiben sie ein



V-förmige Erholung: Entwicklung des S&P 500 im ersten Halbjahr 2025

Quelle: Bloomberg, Bergos. Daten per 30.06.2025

zentrales Thema der US-Politik. Mit dem bevorstehenden Ende der Zollpause könnte die politische Unsicherheit erneut zunehmen. Dennoch sind wir der Ansicht, dass der Höhepunkt der politischen Unsicherheit hinter uns liegt.

US-Aktien holen im zweiten Quartal wieder auf

Seit 2010 wuchs die US-Wirtschaft und in der Folge auch die US-Unternehmensgewinne – schneller als in anderen entwickelten Volkswirtschaften. Entsprechend schnitten US-Aktien in 12 der letzten 15 Jahre besser ab. Auch in diesem Jahr zeigt sich die US-Wirtschaft weiterhin solide, gestützt von einem robusten, wenn auch leicht nachlassenden Arbeitsmarkt. Seit dem Tiefstand vom 8. April 2025 ist der

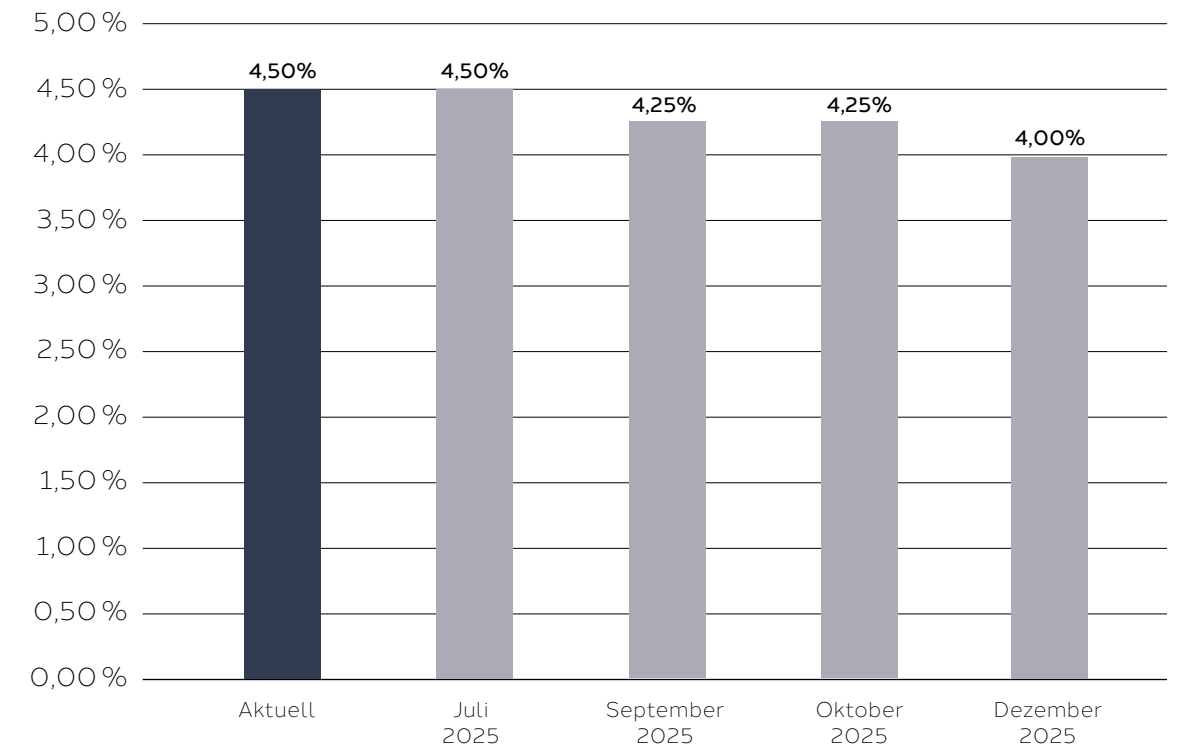
breite S&P 500 Index um ca. 20 % gestiegen – Wachstumssektoren wie Technologie und Kommunikationsdienste haben diese Entwicklung sogar übertroffen. Trotzdem war im ersten Quartal 2025 eine Gegenbewegung zu beobachten: Europäische Aktien zeigten relative Stärke, begünstigt durch eine expansive Fiskalpolitik in Deutschland und Zinssenkungen der Europäischen Zentralbank.

Ein weiterer Faktor war der deutliche Rückgang des US-Dollars, der die relative Stärke ausserhalb der USA unterstützte. Davon profitierten auch Aktien aus Schwellenländern. Kurzfristig könnte sich diese Entwicklung fortsetzen, was eine breite internationale Diversifikation umso wichtiger macht.

Unsicherheiten bleiben, US-Zinssenkungen dürften unterstützend wirken

In den kommenden Wochen stehen mehrere richtungsweisende Entscheidungen an. Allen voran endet zeitnah die Aussetzung der ersten Zölle sowie die reduzierten Zölle auf chinesische Importe. Anleger sollten sich auch in der zweiten Jahreshälfte auf eine erhöhte Volatilität einstellen. Dafür sprechen unter anderem eine niedrigere Liquidität über die Sommermonate sowie Trumps erratisches Verhalten. Wir erwarten jedoch nicht, dass die Tiefstände vom April erneut getestet werden, da die Anlegerstimung und -positionierung inzwischen weniger optimistisch sind und damit die Fallhöhe geringer ausfällt.

Positive Impulse werden hingegen von Seiten der Zentralbanken erwartet. Trotz rückläufiger Inflation hat die US-Notenbank ihre Leitzinsen bislang nicht gesenkt, da sie mehr Klarheit über die wirtschaftlichen Folgen der Zölle abwarten möchte. Auf ihrer Juni-Sitzung signalisierte die Fed weiterhin zwei Zinssenkungen für 2025, für 2026 jedoch nur noch eine (statt zuvor zwei). Dies deutet auf einen vorsichtigeren Lockerungspfad hin. Wir erwarten, dass die Fed im Herbst den Zinssenkungszyklus wieder aufnimmt. Kurzfristig wirken die Märkte überkauft und die Bewertungen ambitioniert, weshalb wir vorerst neutral positioniert bleiben.



Erwartete Zinsentwicklung der US-Notenbank Fed

Quelle: Bergos, CME FedWatch. Implizite Obergrenze der Fed Funds

US-Aktien bleiben favorisiert, Schwellenländer auf Neutral angehoben

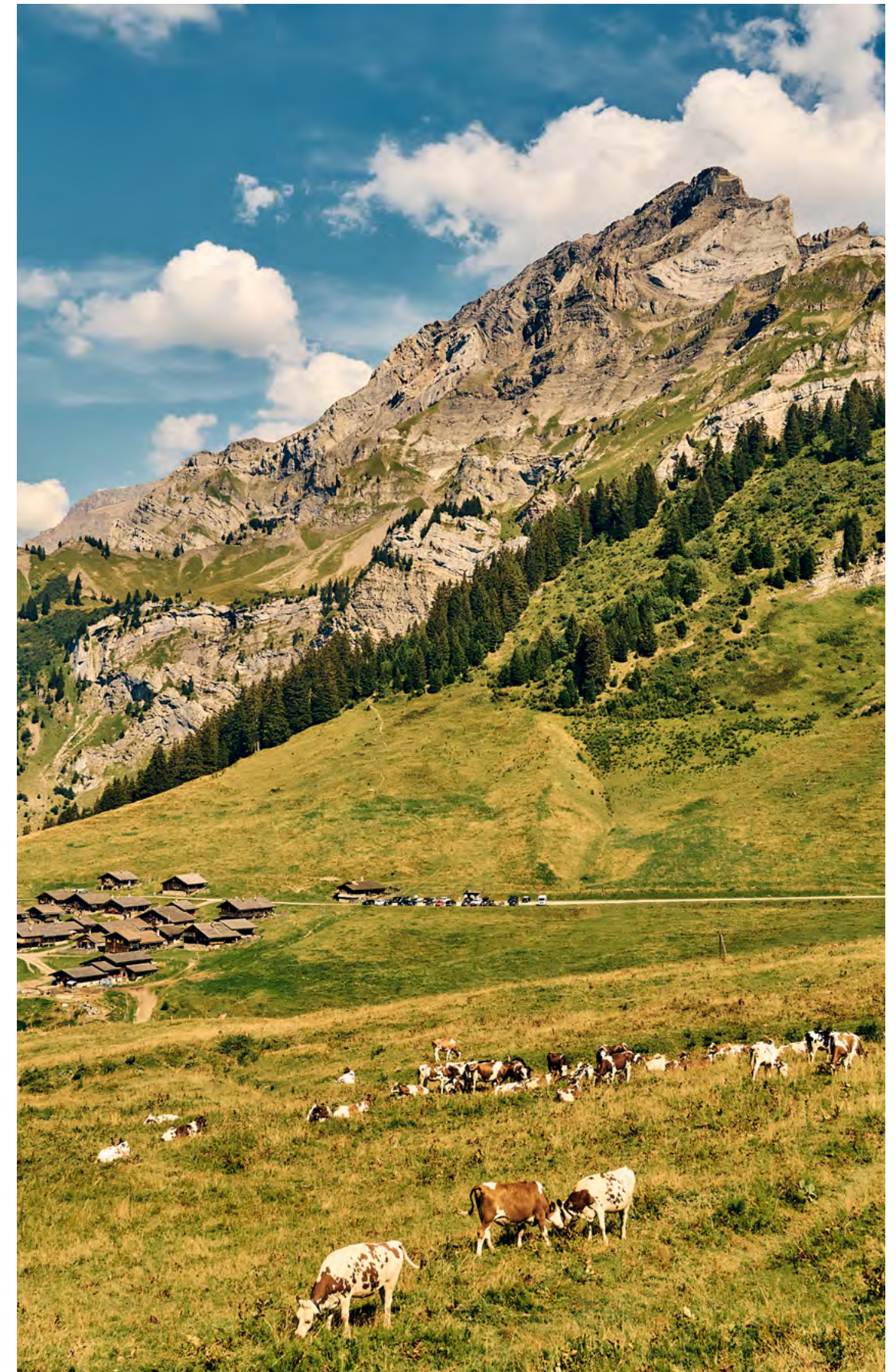
Regional bevorzugen wir weiterhin US-Aktien, die von einem soliden Arbeitsmarkt, einer möglichen weiteren Entspannung im Handelskonflikt und wachstumsfördernden Massnahmen profitieren dürften. Die kürzlich verabschiedete Gesetzesinitiative „One Big Beautiful Bill (OBBA)“ dürfte zusätzliche Impulse setzen. Diese sieht unter anderem eine Verlängerung der Steuerreform von 2017 sowie neue Steuererleichterungen vor.

Trotz schrumpfender Wachstumsdifferenzen erwarten wir nach wie vor überdurchschnittliche Renditen US-amerikanischer Unternehmen – getragen vom KI-Boom und geldpolitischer Unterstützung. Die Gewinnerwartungen für den S&P 500 für das Jahr 2025 wurden im Jahresverlauf von 14 % auf 8 % nach unten korrigiert, was eine realistischere Einschätzung angesichts der sich abkühlenden US-Konjunktur widerspiegelt. Für die Eurozone wird hingegen eine Stagnation beim Gewinnwachstum erwartet. US-Zölle dürften die Nachfrage nach Importen dämpfen und somit die Gewinnentwicklung belasten. Viele positive Entwicklungen sind bereits in den Kursen europäischer Aktien eingepreist.

Schwellenländeraktien könnten insbesondere bei einem anhaltend schwachen US-Dollar und stabilen Handelsbeziehungen profitieren. Ein solides Gewinnwachstum und vergleichsweise attraktive Bewertungen haben uns dazu veranlasst, unsere langjährige Untergewichtung in diesem Segment auf neutral anzuheben. China bleibt jedoch aufgrund struktureller Herausforderungen – etwa dem schwachen Immobilienmarkt, rückläufiger Binnennachfrage und demografischer Trends – weiterhin untergewichtet. Indien überzeugt hingegen mit stabilem Wachstum, überdurchschnittlichen Unternehmensgewinnen und geringer Abhängigkeit vom US-Handelskonflikt. In Japan bleiben wir vorsichtig und untergewichtet.

Ausgewogene Positionierung, Rücksetzer nutzen

Trotz bestehender Unsicherheiten sprechen mehrere Faktoren für einen vorsichtigen Optimismus. Besonders positiv ist die Bereitschaft vieler Investoren, nach Kursrückgängen wieder in den Markt einzusteigen („Buy the dip“). Anleger sollten weiterhin auf eine breite Diversifikation setzen – über Wachstums- und Substanzwerte hinweg. Im weiteren Jahresverlauf könnten zudem Deregulierungen und mögliche Steuersenkungen in den USA in den Vordergrund rücken. Davon dürften vor allem kleinere US-Unternehmen mit niedriger Marktkapitalisierung profitieren.





A N L E I H E N

EIN ZOLLINDUZIERTER SEISMISCHER SCHOCK
VON CHRISTOPH JUNG

Am 2. April 2025 wurden die von US Präsident Trump angekündigten Zölle am sogenannten „Liberation Day“ bekannt gegeben. In einer Zeremonie im Rosengarten des Weissen Hauses unterzeichnete er die Durchführungsverordnung mit dem Titel: „Regulierung von Importen mit einem gegenseitigen Zoll, um Handelspraktiken zu korrigieren, die zu grossen und anhaltenden jährlichen Handelsdefiziten der Vereinigten Staaten beitragen“. Die neuen Zölle bedeuteten ursprünglich eine pauschale Abgabe von 10 % auf nahezu alle US-Importe. Für wichtige Handelspartner galten ursprünglich noch höhere Sätze. Viele Marktteilnehmer konnten das nicht nachvollziehen. Das zweite Quartal 2025 begann somit mit einem seismischen Schock für die globalen Rentenmärkte.

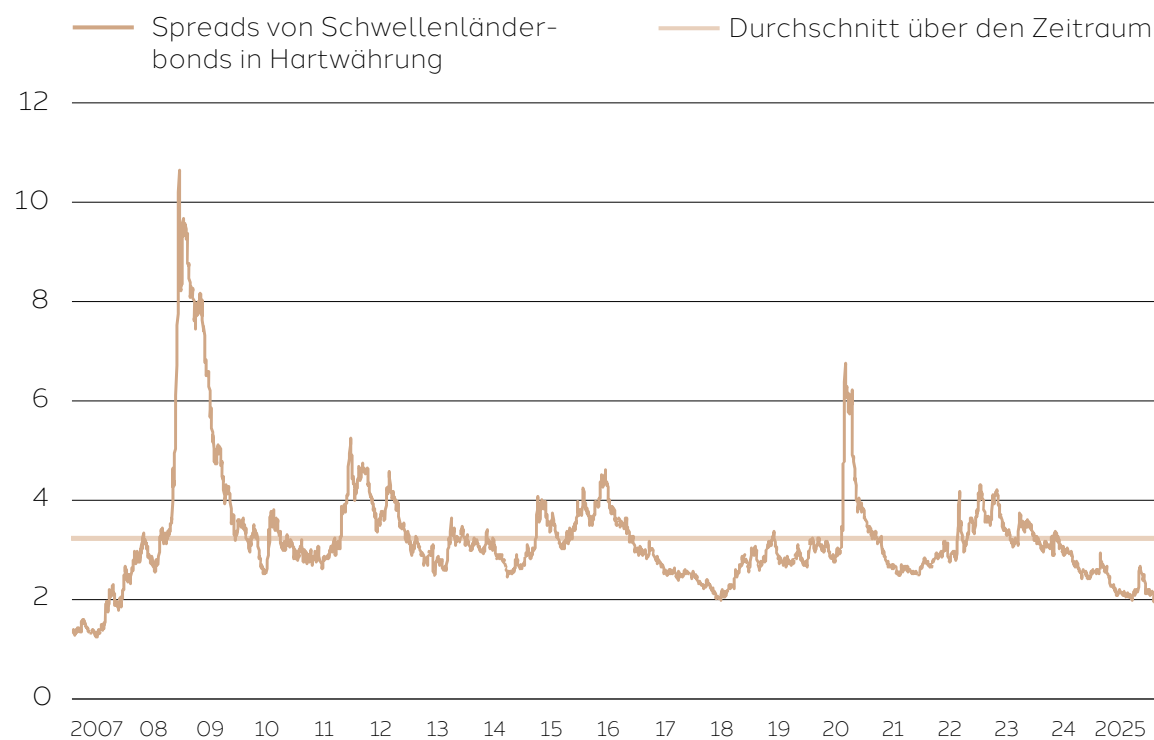
Die Renditen von US-Staatsanleihen fielen zunächst rasant, da Investoren Sicherheit suchten. Im Gegensatz dazu gerieten risikobehaftete Anleihen wie Schwellenländer-, Unternehmens- und insbesondere Hochzinsanleihen unter Druck. Die Kreditrisikoprämien – also die Aufschläge für das Ausfallrisiko – weiteten sich deutlich aus. Investoren rechneten mit steigenden Ausfallrisiken aufgrund höherer Kosten und zunehmender Unsicherheit. So stieg beispielsweise der durchschnittlich auf Optionen angepasste Spread des Bloomberg US Corporate High Yield Index von 3 % auf über 4,5 %. Auch in Europa waren die Schockwellen spürbar: Staatsanleihen legten zunächst zu, bevor sie der globalen Volatilität nachgaben.

Nach der anfänglichen Turbulenz kündigte die US-Regierung am 9. April 2025 eine 90-tägige Aussetzung der schärfsten Zollerhöhungen an. Dies trug letztlich zur Stabilisierung der Märkte bei, obwohl viel Lärm über diese Thematik zu vernehmen war. Die Aussetzung ermöglichte es sowohl den US-amerikanischen als auch den europäischen Anleihemärkten sich zu beruhigen und den Politikern, ihre Verhandlungen aufzunehmen. Der Fokus verlagerte sich auf aktuelle Wirtschaftsdaten. Innerhalb weniger Tage stieg die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihe von rund 3,9 % um über 60 Basispunkte. Die zuvor für kurze Zeit invertierte Renditekurve, gemessen an den 3-Monats-Treasury-Bills und 10-jährigen US-Staatsanleihen, normalisierte sich wieder fast blitzartig, da die Laufzeitprämien – also die zusätzlichen Renditen für längere Laufzeiten – wieder anzogen. Auch die Kreditrisikoprämien entspannten

sich. Selbst Hochzinsanleihen notierten wieder auf einem neuen Rekordtief bei den Prämien, die nun sogar unter dem Wert von Ende März 2025 liegen. Dies geschah, obwohl die Zölle für manche Unternehmen spürbar negative Auswirkungen auf die Gewinne haben werden. Ähnliches galt für die Spreads von Schwellenländeranleihen: Nach anfänglicher Nervosität bewegten sie sich, gemessen am Bloomberg EM Hard Currency Aggregate, wieder auf Niveaus, wie sie zuletzt 2008 vor der Finanzkrise zu beobachten waren – wie auf der Abbildung illustriert.

Ade AAA und eine neue „Big Beautiful Bill“

Nach den ersten Turbulenzen im April beruhigten sich die Renditen von US-Staatsanleihen nicht dauerhaft. Im Mai 2025 stieg die Rendite der 30-jährigen US-Staatsanleihe über die Marke von 5 %. Auslöser war eine komplexe



Durchschnittliche optionsbereinigte Spreads des Bloomberg Emerging Market Hard Currency Aggregate Index in %

Quelle: Bloomberg, Darstellung von Bergos

Mischung aus fiskalischen, kreditbezogenen und handelsseitigen Faktoren. Im selben Monat kam es zur Herabstufung der US-Kreditwürdigkeit durch Moody's: Das Rating wurde von der Bestnote Aaa auf Aa1 gesenkt. Damit folgte Moody's den Ratingagenturen S&P und Fitch, die diesen Schritt bereits zuvor vollzogen hatten. Moody's begründete die Herabstufung mit dem rasch wachsenden Haushaltsdefizit der USA sowie der langfristig untragbaren Entwicklung der Staatsschulden. Die Nettozinsausgaben verschlingen inzwischen einen immer grösseren Anteil der Steuereinnahmen. Zudem führt die politische Polarisierung im US-Kongress zu Blockaden, die nachhaltige Finanzreformen verhindern. Eine Defizitreduzierung scheint kein Thema zu sein. Stattdessen dominierten Debatten über neue staatliche Ausgaben und Steuersenkungen – was die Sorgen um das Defizit weiter verstärkte. Die resultierende höhere Staatsverschuldung beunruhigte die Anleger. Es wurde befürchtet, dass der Markt mit zusätzlichen Anleihen überschwemmt wird und so die langfristigen Renditen weiter steigen. Diese Debatte mündete in die kürzlich verabschiedete „Big Beautiful Bill“. Der Markt wird die Entwicklung der Staatsverschuldung aufmerksam beobachten. Es ist wahrscheinlich, dass Anleger auch künftig eine Entschädigung für das gestiegene Risiko verlangen. In unserer Positionierung meiden wir daher seit längerem US-Staatsanleihen mit langer Laufzeit und bevorzugen den kurzen und mittleren Bereich der Zinsstrukturkurve.

Schwache Konsumentenstimmung in den USA und vorsichtige Fed

Die starke Konsumfreude, die das Ende des Jahres 2024 geprägt hatte, liess weiter nach. Im Juni 2025 zeigte sich zwar eine gewisse Erholung im Michigan Consumer Sentiment Index: Dieser stieg um 16,3 % auf 60,7 und verzeichnete damit den grössten monatlichen Anstieg seit Jahren. Dennoch bleibt das Niveau historisch gesehen niedrig. Die US-Notenbank

(Fed) sah sich zwischen den Gefahren einer anhaltenden Inflation und eines nachlassenden Wachstums gefangen. Sie belies den Leitzins auf ihren Sitzungen im April und Juni unverändert bei 4,25 % bis 4,5 %. Der Ton der Zentralbank wurde restriktiver als erwartet; die Verantwortlichen signalisierten, dass für den Rest des Jahres lediglich zwei Zinssenkungen wahrscheinlich seien – ein deutlicher Gegensatz zu den früheren Markterwartungen.

Diese vorsichtige Haltung ist nachvollziehbar. Besonders im Dienstleistungssektor blieb die Inflation hartnäckig. Das von der Fed bevorzugte Mass für die Inflation, der Kernindex der persönlichen Verbrauchsausgaben, wird nun vom Markt auf durchschnittlich knapp 3 % im Jahr 2025 geschätzt. Dies ist ein deutlicher Anstieg gegenüber den Prognosen von vor drei Monaten, was unter anderem auf die möglichen Zölle zurückzuführen ist. Zusätzlich zeigt sich der Arbeitsmarkt weiterhin robust. Die Arbeitslosenquote fiel im Juni auf 4,1 %. Allerdings verlangsamte sich das Beschäftigungswachstum, insbesondere im öffentlichen Sektor, da die Budgets enger wurden und womöglich auch in Zukunft enger bleiben werden.

Die EZB führt den Zinssenkungszyklus fort

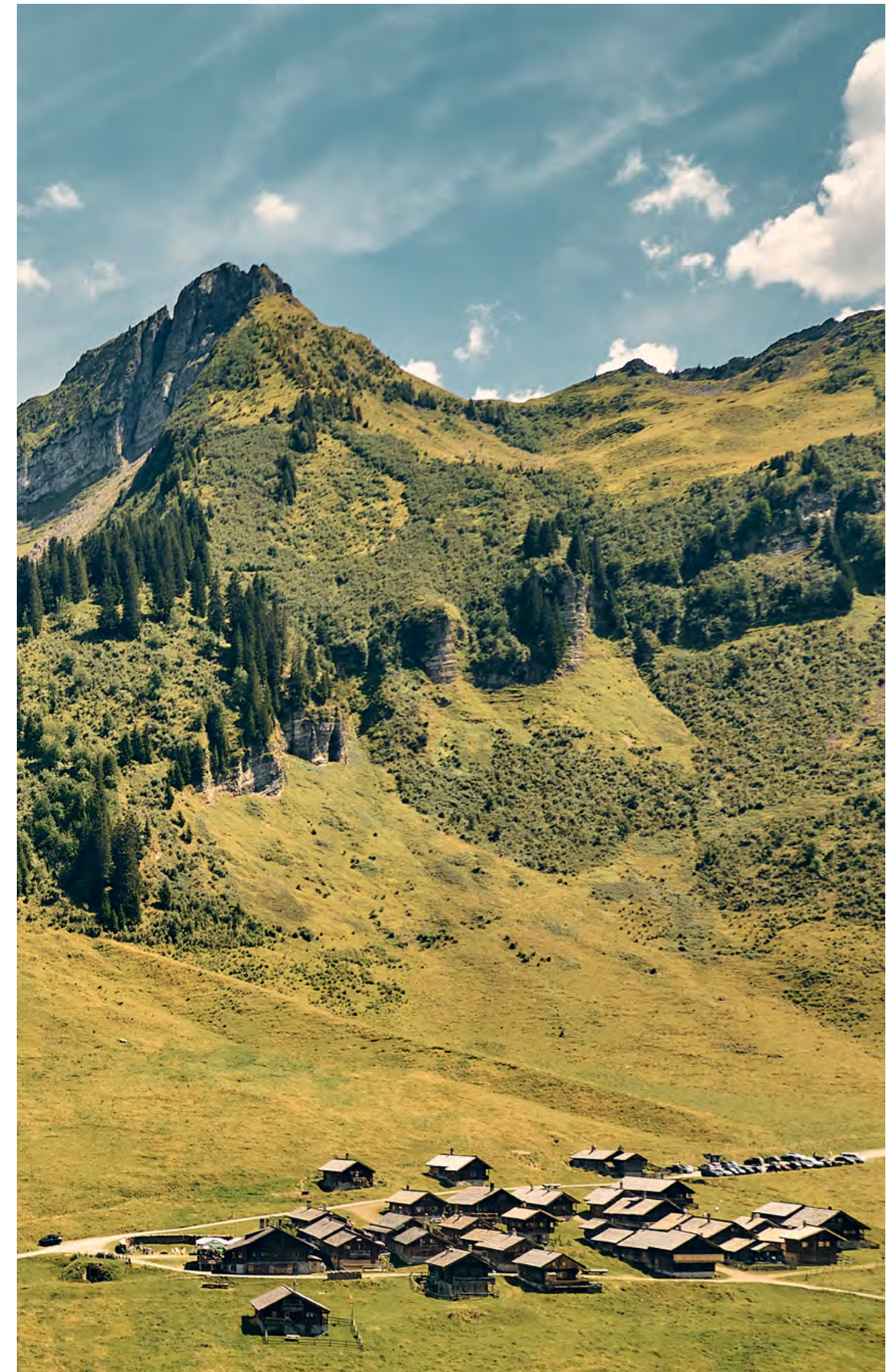
Die Europäische Zentralbank (EZB) schlug einen anderen Kurs ein. Nach mehreren Zinssenkungen setzte sie ihren Lockerungskurs im April und Juni fort und senkte die Leitzinsen um jeweils 25 Basispunkte. Der Zinssatz der Einlagenfazilität liegt nun bei 2 %. Zwar bestehen weiterhin Inflationsrisiken, doch die Zeichen der Disinflation und das nachlassende Lohnwachstum stimmten die EZB zuversichtlich. Sie deutete an, dass noch vor Jahresende eine weitere Zinssenkung möglich sei, um die fragile Erholung zu stützen. Die Inflationserwartungen scheinen gut verankert. Die Break-even-Inflationsraten bei zehnjährigen europäischen inflationsgeschützten Staatsanleihen liegen bei etwa 2 % – ein gutes Zeichen.

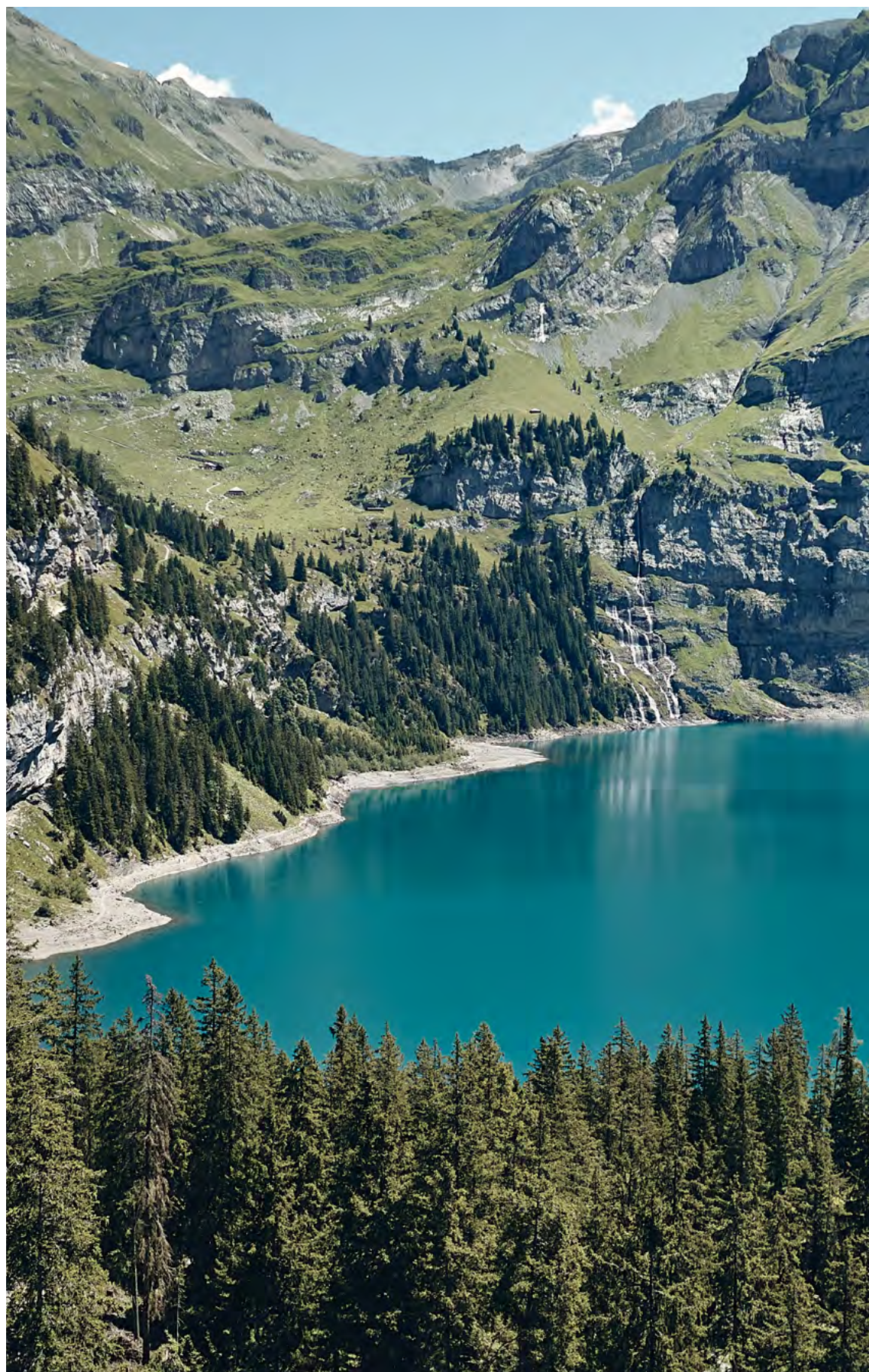
Durchmischte Ratingmigration bei Unternehmensanleihen

Trotz der Volatilität bleibt die fundamentale Gesundheit der meisten Investment-Grade-Unternehmen robust. Viele haben sich an das höhere Zinsumfeld angepasst, Schulden frühzeitig refinanziert und Liquiditätsreserven aufgebaut. Ratingagenturen meldeten im zweiten Quartal mehr Herauf- als Herabstufungen bei Investment-Grade-Unternehmen. Im Hochzinzbereich war das Gegenteil der Fall. High-Yield-Emittenten standen vor einem schwierigeren Umfeld, da restriktivere Finanzierungsbedingungen und wirtschaftliche Unsicherheit das Ausfallrisiko erhöhten. In unserer Positionierung bevorzugen wir daher hochqualitative Unternehmensanleihen in EUR im Investment-Grade-Bereich. Risikoreichere Hochzinsanleihen in EUR und USD gewichten wir unter, da unserer Meinung nach bereits sehr viel Positives eingepreist ist und die Kreditrisikoprämien die negative Tendenz in der Ratingentwicklung nur bedingt abbilden.

Ausblick

Für die zweite Jahreshälfte 2025 bleibt der Ausblick sorgfältig ausbalanciert. Vieles hängt von der Entwicklung der Handelspolitik und der Fähigkeit der Zentralbanken ab, einen Mittelweg zwischen Wachstumsförderung und Inflationsbekämpfung zu finden. In den USA bleibt der Spielraum der Fed begrenzt, solange die Inflation nicht deutlich zurückgeht. In Europa bleibt die Erholung fragil, anfällig für externe Schocks und auf fortgesetzte fiskalische Unterstützung angewiesen. Geopolitische Risiken sollten nicht unterschätzt werden – sie sind jedoch schwer vorherzusagen. Die unmittelbare Reaktion des Anleihemarktes auf den US-Luftangriff auf den Iran fiel beispielsweise relativ bescheiden aus. Normalerweise wäre ein Rückgang der Renditen zu erwarten, da Anleger Sicherheit suchen. Diesmal überwog jedoch die Sorge, dass höhere Ölpreise die Inflation anheizen könnten. Auch diese Annahme war nur von kurzer Dauer. Für Anleger bleibt die Botschaft des zweiten Quartals: Flexibilität und ein wacher Blick für relative Werte sind entscheidend, um den unsicheren Weg vor uns zu meistern.





ALTERNATIVE INVESTMENTS

2025: AUF DER SUCHE NACH PORTFOLIO-RESILIENZ
VON OLIVER WATOL

Das zweite Quartal 2025 brachte spürbare Veränderungen an den Finanzmärkten. Eine abrupte Kehrtwende der US-Handelspolitik im April führte zu einer kurzen, aber heftigen Korrektur an den Aktienmärkten. Der S&P 500 und der Nasdaq verloren zwischenzeitlich über 10 %, bevor sie auf neue Höchststände zurückkehrten. Gleichzeitig verzeichnete der US-Dollar einen der stärksten Rückgänge in einem Halbjahr seit Jahrzehnten, was eine deutliche Goldrally begünstigte – ein Zeichen der verstärkten Suche nach Stabilität. Die zusätzlich divergierende Entwicklung regionaler Aktienmärkte zeigt, wie wichtig es ist, sich frühzeitig auf Marktverwerfungen vorzubereiten. Ein zukunftsorientierter Investmentansatz erfordert Diversifikation, diszipliniertes Risikomanage-

ment und gezielten Zugang zu unkorrelierten Ertragsquellen. Allokationen in Gold, aktiv gemanagte alternative Strategien und Wandelanleihen können wesentlich zur Resilienz und langfristigen Stabilität eines Portfolios beitragen.

Rohstoffe: Breit streuen mit Fokus auf Gold
Rohstoffe wie zum Beispiel Energieprodukte oder Industriemetalle können zur Diversifikation beitragen, insbesondere in Zeiten erhöhter Inflation oder geopolitischer Unsicherheit. Ihre geringe Korrelation zu Aktien und Anleihen macht sie in volatilen Marktphasen zu einem potenziellen Absicherungsinstrument. Dennoch sind Rohstoffinvestments mit besonderen Herausforderungen verbunden. Diese Märkte sind oft stark schwankungsanfällig und werden

von einer Vielzahl schwer vorhersehbarer Faktoren beeinflusst, etwa politischen Eingriffen, extremen Wetterereignissen oder globalen Lieferkettenstörungen. Und anders als Aktien oder Anleihen generieren Rohstoffe keine laufenden Erträge. Ihre Performance basiert ausschliesslich auf Preisbewegungen, die häufig zyklisch und stimmungsgetrieben sind. Um es klar zu sagen: Rohstoffe sind schwer kalkulierbar, und Einzelengagements in einzelne Rohstoffe erfordern Erfahrung und eine hohe Risikotoleranz. Für die meisten Anleger sind breit diversifizierte Rohstoffkörbe daher die sinnvollere Wahl. So lassen sich extreme Schwankungen abfedern, bei gleichzeitig gezieltem Marktzugang. Unsere Einschätzung zum Rohstoffsektor insgesamt: neutral – mit einer klaren Ausnahme: Gold.

Gold profitiert vom globalen Wandel

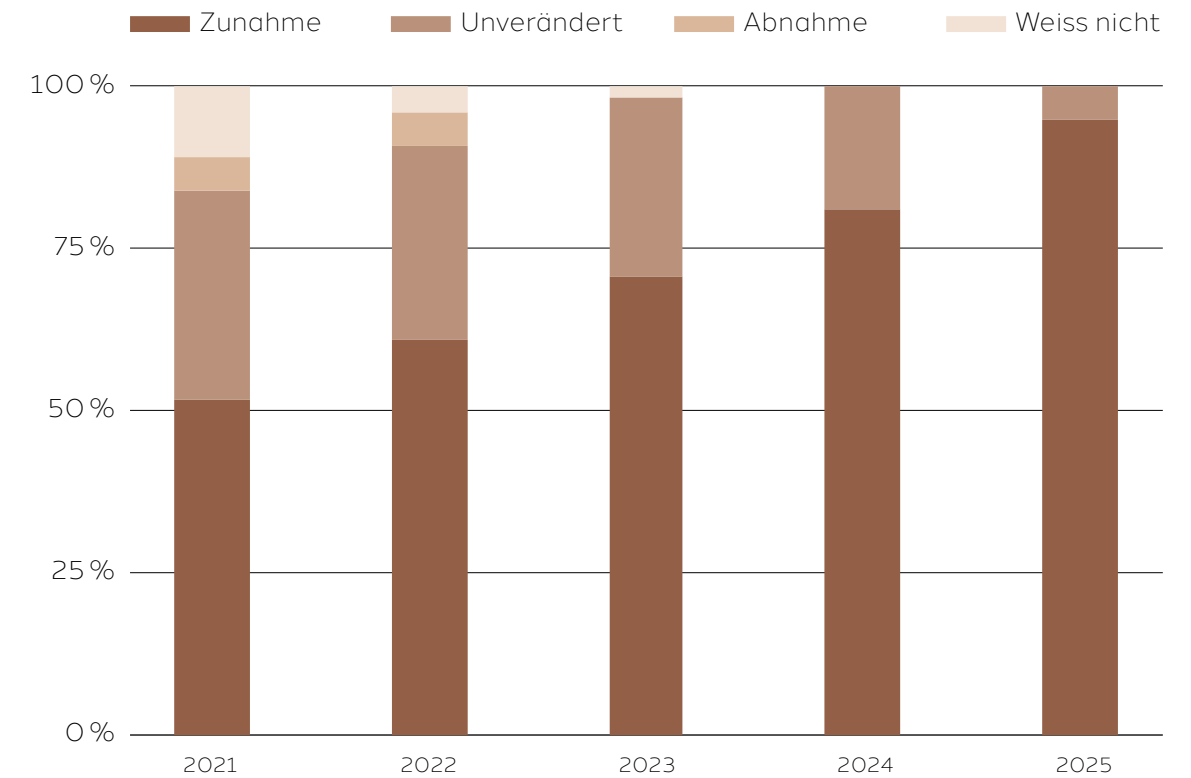
Gold setzte seine positive Entwicklung im zweiten Quartal 2025 fort, wenn auch mit geringerer Dynamik als zu Jahresbeginn. Im April erreichte der Goldpreis kurzzeitig ein Rekordhoch von rund 3.500 US-Dollar pro Unze, getrieben vom zunehmenden Handelskonflikt zwischen den USA und China, einem schwächeren US-Dollar sowie einer verstärkten Nachfrage nach sicheren Häfen seitens der Investoren. Gegen Ende des Quartals setzte eine Konsolidierung ein. Besonders die Entspannung im Nahen Osten führte zu einem teilweisen Abbau der zuvor aufgebauten geopolitischen Risikoprämie. Insgesamt verzeichnete Gold im zweiten Quartal einen Zuwachs von 5,7 % und liegt damit seit Jahresbeginn in US-Dollar gerechnet bei über 25 %.

Zentralbanken investieren in Gold – wir ebenso

Obwohl sich der Goldpreis in den vergangenen Wochen von seinen Rekordständen leicht zurückgezogen hat, betrachten wir Gold weiterhin als attraktive Quelle der Diversifikation. Der strukturelle Bullenmarkt bei Gold bleibt

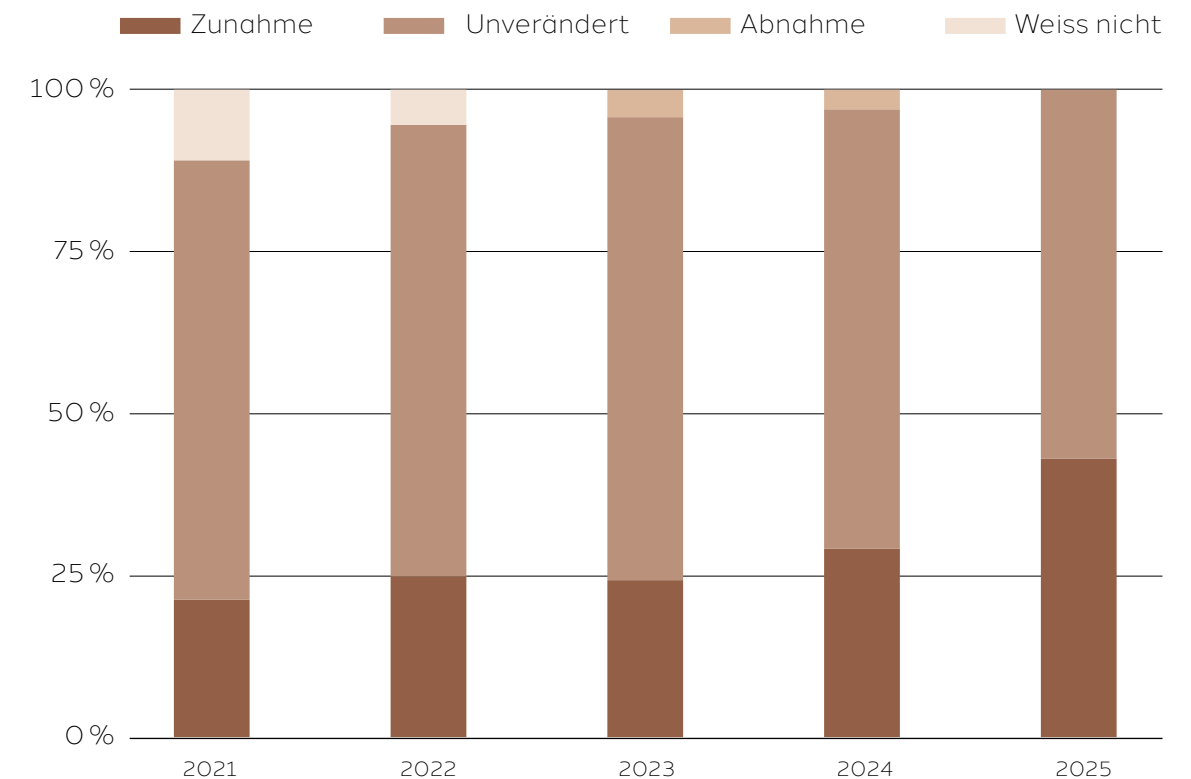
unterstützt. Anhaltende geopolitische Spannungen, ein nachlassendes globales Wachstum und wiederaufkommende Stagflationsrisiken schaffen ein makroökonomisches Umfeld, das Gold sowohl für Zentralbanken als auch für private Anleger als strategischen Vermögenswert begünstigt. Ein zentraler Stützpfeiler bleibt die starke Nachfrage von Zentralbanken. Seit der Einfrierung russischer Währungsreserven im Jahr 2022 hat Gold als neutraler Reservewert an Bedeutung gewonnen, insbesondere vor dem Hintergrund wachsender geopolitischer Unsicherheiten. Dieser Trend dürfte sich fortsetzen, vor allem bei asiatischen Zentralbanken. Laut der aktuellen Umfrage des World Gold Council erwarten 95 % der befragten Zentralbanken einen Anstieg der weltweiten Goldreserven im kommenden Jahr. Dies ist ein deutlicher Anstieg gegenüber 81 % im Vorjahr. 43 % der Befragten planen zudem, ihre eigenen Goldreserven aufzustocken, der höchste Wert seit 2018. Bemerkenswert: Keine Zentralbank beabsichtigt ihre Bestände zu reduzieren. Zu einem ähnlichen Ergebnis kommt das Official Monetary and Financial Institutions Forum (OMFIF). Eine zwischen März und Mai 2025 durchgeführte Befragung von 75 Zentralbanken ergab, dass jede dritte Institution in den nächsten zwei Jahren zusätzliche Goldkäufe plant. Über einen Zehnjahreshorizont betrachtet wollen sogar 40 % der befragten Zentralbanken Gold erwerben, mehr als jede andere Anlageklasse. Die Hauptmotive: Diversifikation und Schutz vor geopolitischen Risiken. Im Unterschied zu Aktien, Anleihen oder Währungen stellt Gold keinen Anspruch auf die Zahlungsfähigkeit oder Produktivität eines Dritten dar. Es ist ein realer Vermögenswert, unabhängig und wertbeständig. Gerade in Krisenzeiten entfaltet diese Eigenschaft ihre besondere Bedeutung. Wenn Vertrauen schwindet, bleibt Gold bestehen, als eine der wenigen Konstanten. Gold bietet Schutz vor Stagflation, Rezession, Währungsrisiken und der Unberechenbarkeit der US-Wirtschafts- und Geldpolitik.

Wie werden sich die Goldreserven der Zentralbanken weltweit in den nächsten 12 Monaten entwickeln?



95 % der Zentralbanken erwarten steigende globale Goldreserven – keine rechnet mit einem Rückgang.

Wie erwarten Sie die Entwicklung der Goldreserven Ihrer Institution in den nächsten 12 Monaten?



Quelle: World Gold Council. Die Umfrage zu den Goldreserven der Zentralbanken 2025 wurde im Zeitraum vom 25. Februar bis zum 20. Mai 2025 durchgeführt. Die Erhebung 2025 umfasst 71 Zentralbanken; 14 Industrieländer; 57 Schwellenländer. Die Antwortoption „Weiss nicht“ wurde ab der Umfrage 2023 entfernt.

Wandelanleihen glänzen im Jahr 2025

Die starke Entwicklung von Wandelanleihen setzt sich fort. US-Wandelanleihen legten im letzten Quartal um 8,9 % zu (ICE BofA All U.S. Convertibles Index) und erreichten damit nahezu die Performance des S&P 500 von +10,9 %. Seit Jahresbeginn legten globale Wandelanleihen um 8,6 % zu (FTSE Qualified Global Convertible Index), was eine bessere Performance ist als breite Rentenmärkte (Bloomberg Global Aggregate Index) und nahezu auf Augenhöhe mit der globalen Aktienentwicklung (MSCI World Index) liegt.

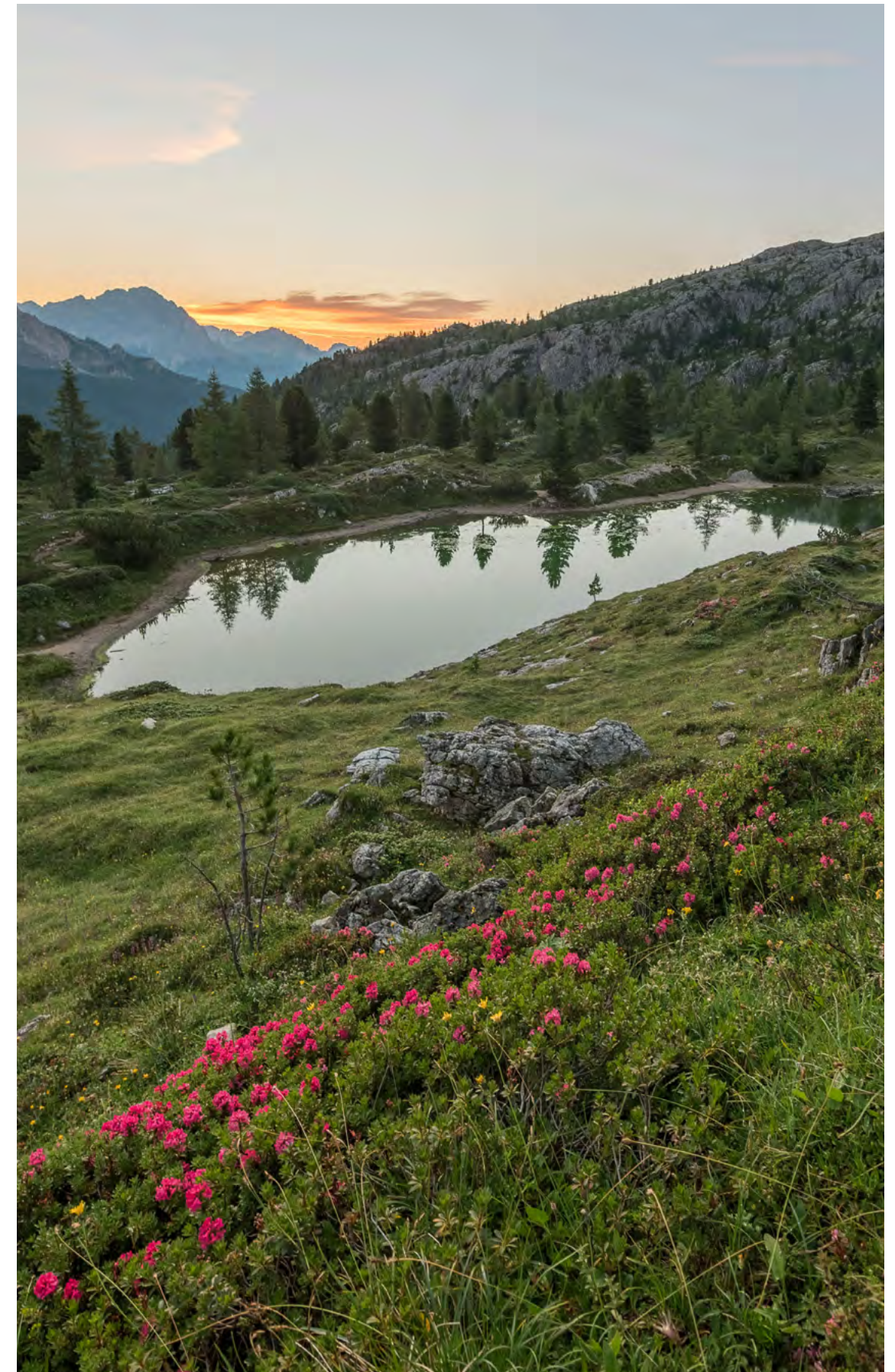
Ausblick:

Warum Wandelanleihen weiter überzeugen

Trotz der jüngsten Markterholung bleiben die Bewertungen von US-Nebenwerten (Small- und Mid-Caps) auf einem attraktiven Niveau. Das durchschnittliche KGV von Wandelanleiheemittenten liegt weiterhin unter dem von breiteren Aktienindices, insbesondere im Vergleich zum technologiegetriebenen Nasdaq, was weiteres Aufwärtspotenzial signalisiert. Zusätzlich unterstützt das weiterhin erhöhte Zinsumfeld, insbesondere in den USA, den Markt für Wandelanleihen. Steigende Finanzierungskosten machen diese aktiengebundenen Instrumente für Emittenten attraktiver. Entsprechend hoch bleibt die Emissionstätigkeit. Ein weiterer Vorteil von Wandelanleihen ist der Zugang zu einem einzigartigen Anlageuniversum. Viele Emittenten stammen aus wachstumsstarken und innovationsgetriebenen Sektoren wie Clean Energy, digitaler Infrastruktur, Künstlicher Intelligenz oder dem Gesundheitswesen – Bereiche, die in klassischen Anleihe- oder Aktienindizes oft unterrepräsentiert sind. Wandelanleihen bieten Anlegern somit die Möglichkeit, an langfristigen Megatrends teilzuhaben bei gleichzeitigem Risikopuffer durch den Anleiheschutz. Auch der Primärmarkt zeigt sich äusserst lebhaft. Die Emissionstätigkeit 2025 liegt auf Kurs, die hohen Volumina aus dem Jahr 2024

zu erreichen. Nach einem starken ersten Quartal mit Emissionen im Umfang von 23 Mrd. USD kamen allein im Mai weitere 19 Mrd. USD aus 18 neuen Deals hinzu. Dies zeigt die anhaltend hohe Nachfrage nach flexibler, kosteneffizienter Finanzierung für Refinanzierungen, M&A oder Bilanzoptimierung. Wandelanleihen bieten zudem klare Diversifikationsvorteile. Angesichts höherer Aktienbewertungen in einigen Regionen und dem erneuten Druck auf Anleiherenditen, insbesondere in der Schweiz, stellen sie eine attraktive Alternative dar.

Unser Fazit: Wandelanleihen bewähren sich in unsicheren Marktphasen. Sie ermöglichen es Anlegern, in Aktien investiert zu bleiben, ohne das volle Risiko einzugehen. Für Investoren, die Wert auf widerstandsfähige Erträge legen, bleiben Wandelanleihen eine überzeugende Wahl, auch im zweiten Halbjahr 2025.





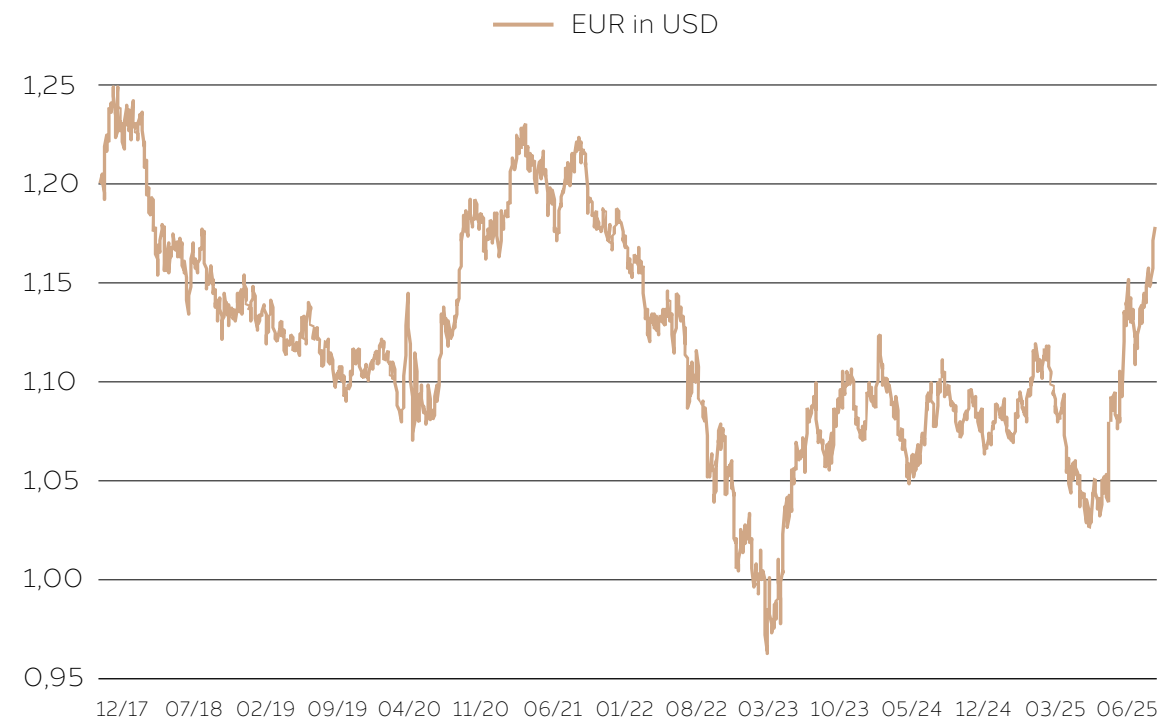
W Ä H R U N G E N

VERTRAUENSVERLUST SETZT DEN US-DOLLAR UNTER DRUCK
VON STEFFEN KILLMAIER

Das erste Halbjahr 2025 war an den Devisenmärkten geprägt von politischen Turbulenzen und geopolitischen Spannungen. Während zu Beginn des Jahres noch Aufbruchstimmung herrschte, kam es im April mit dem „Liberation Day“ zu einem herben Dämpfer. Mit der US-Handelspolitik rückte ein weniger wirtschaftsfreundliches Thema in den Vordergrund. Mit seiner aggressiven Zollrhetorik sorgte Trump zudem für grosse Verunsicherung. Auch geopolitisch waren die vergangenen Monate äusserst turbulent. Die Eskalation im Nahen Osten hielt die Welt in Atem. Ein rasch vereinbarter Waffenstillstand sorgte jedoch für eine gewisse Entspannung. Die Lage bleibt dennoch fragil. Angesichts der anhaltend hohen (geo-)politischen und wirtschaftlichen Risiken ist auch im dritten Quartal mit einer erhöhten Volatilität an den Devisenmärkten zu rechnen.

US-Dollar verliert weiter an Stärke

Im vergangenen Quartal setzte der US-Dollar seine Talfahrt fort und verzeichnete damit das schwächste erste Halbjahr seit 1973. Ausschlaggebend für die deutliche Abwertung war ein zunehmender Vertrauensverlust in die USA. Gründe hierfür liegen in der erratischen Wirtschaftspolitik der US-Regierung, deren Spannungen mit der US-Notenbank sowie den Sorgen um eine ausufernde US-Staatsverschuldung. Besondere Aufmerksamkeit erhielt der von Präsident Donald Trump ausgerufene „Liberation Day“ Anfang April. Mit der Ankündigung weitreichender und in der Sache kaum nachvollziehbarer Zölle gegen nahezu alle Handelspartner sorgte er für erhebliche Verunsicherung. Auch wenn wir davon ausgehen, dass dieser Tag den Höhepunkt des Handelskonflikts markiert, bleibt die Lage



Entwicklung des EUR/USD-Wechselkurses

Quelle: Bloomberg, Bergos. Daten per 30.06.2025

unübersichtlich und die Unsicherheit hoch. Mit dem Auslaufen der „Zollpause“ dürfte die Zollpolitik kurzfristig weiterhin im Zentrum stehen und für anhaltende Unsicherheit sorgen. Dies dürfte den US-Dollar in den kommenden Monaten weiter unter Druck setzen. Zudem hat auch die kürzliche Eskalation im Nahen Osten gezeigt, dass die Marktteilnehmer den US-Dollar momentan nicht als sicheren Anlagehafen nachfragen. Daran dürfte sich auch in naher Zukunft nichts ändern.

Auch die Zentralbankpolitik spricht im dritten Quartal für eine weitere Abwertung des US-Dollars gegenüber der Europäischen Gemeinschaftswährung. Nachdem die US-Notenbank Fed im Juni den Leitzins unverändert belassen hat, rechnen Marktteilnehmer derzeit mit bis zu drei Zinssenkungen bis Jahresende. Von der Europäischen Zentralbank (EZB) wird hingegen nur noch eine weitere Zinssenkung erwartet – auch da sich in der Eurozone erfreulicherweise Zeichen einer konjunkturellen Belebung zeigen. Viele Konjunkturindikatoren signalisie-

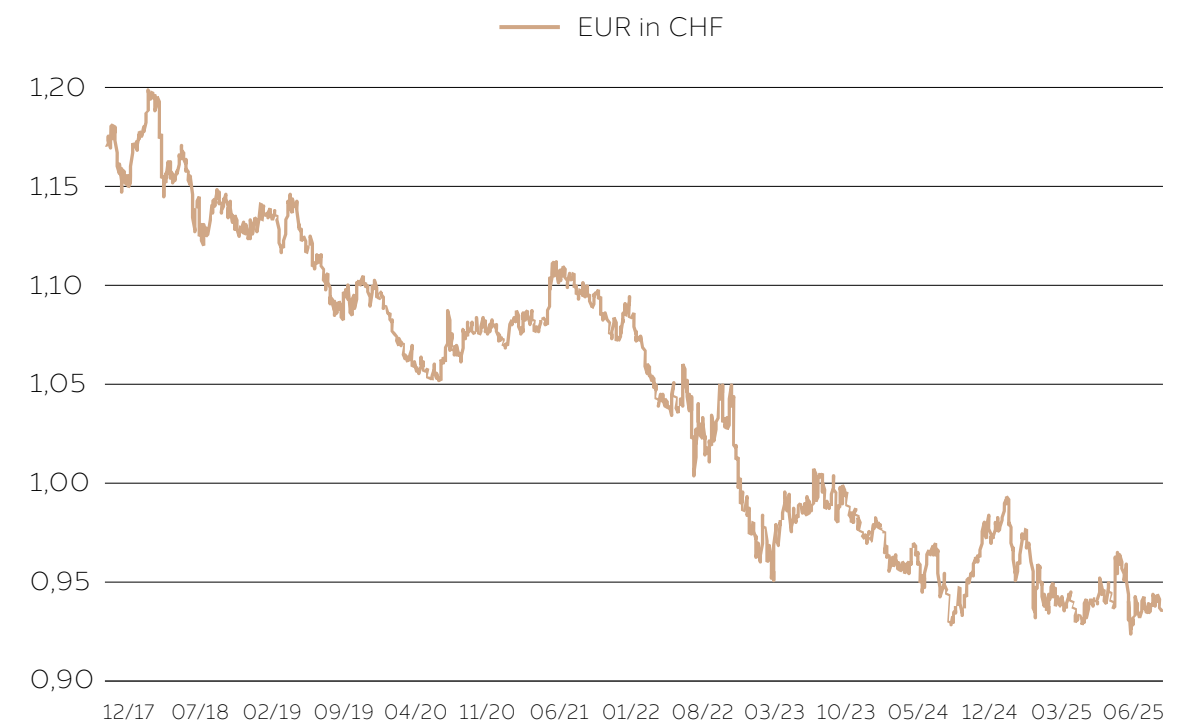
ren einen zyklischen Aufschwung. Die Zinssenkungen der EZB zeigen Wirkung. Neben der Geldpolitik wird aber auch die Finanzpolitik expansiver – als Folge des Vertrauensverlustes in die USA. Europa muss eigenständiger und verteidigungsfähiger werden. Dies bedeutete zuletzt einen gewissen Rückenwind für die Europäische Gemeinschaftswährung.

Bereits im März 2025 hatten wir unsere Positionierung für das Währungspaar EUR/USD angepasst und den US-Dollar untergewichtet. In den kommenden Monaten gehen wir von einer weiteren Abwertung des US-Dollars aus. Langfristig dürfte der Druck auf den Greenback jedoch etwas abnehmen, wenn in den USA vermehrt wirtschaftsfreundlichere Themen wie Deregulierung und Steuersenkungen in den Vordergrund rücken. Zudem werden in Europa mit der expansiveren Finanzpolitik die vielen strukturellen Probleme nicht gelöst, die längerfristig die Eurozone belasten dürften. Daher sind wir langfristig für das Währungspaar EUR/USD neutral positioniert.

Schweizer Franken als sicherer Anlagehafen

In einer Welt, die von wirtschaftlichen und politischen Risiken geprägt ist, profitiert der Schweizer Franken von seiner Funktion als sicherer Hafen. Die Schweiz steht wirtschaftlich und politisch hervorragend da und genießt international einen erstklassigen Ruf. Die Vorteile der Schweiz gegenüber vielen anderen Ländern lassen sich in Zahlen greifen. Die Kaufkraft des Franken ist stabil: Während die Zentralbanken vieler anderer Länder die Inflation noch immer nicht endgültig unter Kontrolle gebracht haben, gilt die Inflation in der Schweiz als besiegt. Zuletzt ist die Inflation sogar wieder in den negativen Bereich gefallen (-0,1 % im Mai). Die Konjunktur entwickelt sich nicht überschäumend, aber solide. Die Staatsschuldenquote ist mit rund 38 % des BIP im internationalen Vergleich ausserordentlich gering. Auch bei anderen volkswirtschaftlichen Kennzahlen wie der Steuer- und Abgabenquote kann die Schweiz punkten. Das alles erklärt die strukturelle Stärke des Franken. Aktuell ist der Aufwertungsdruck zusätzlich hoch, weil das Image des US-Dollars Schaden genommen hat.

Für die Schweizer Unternehmen stellt der starke Franken jedoch ein Problem dar, weil der hohe Wechselkurs die Exportpreise steigen lässt und somit den Absatz im Ausland erschwert. Die Schweizerische Nationalbank wird daher weiter versuchen, sich dem Aufwertungsdruck entgegenzustellen und einen weiteren Anstieg des Franken-Kurses zu verhindern. Eine nachhaltige Trendwende dürfte der SNB in diesem Umfeld jedoch kaum gelingen. Der Leitzins liegt nach der Zinssenkung im Juni wieder bei 0,0 %. Der Spielraum für weitere Lockerungen der Geldpolitik ist daher begrenzt. Für eine echte Trendwende mit deutlich niedrigeren Franken-Kursen müsste die Welt vermutlich ihren Krisenmodus verlassen. Danach sieht es vorerst nicht aus. Wir erwarten, dass sich die in diesem Jahr zu beobachtende volatile Seitwärtsbewegung beim Währungspaar EUR/CHF fortsetzen wird und sind für das Währungspaar auf 3-Monats- und 12-Monats-Sicht neutral positioniert.



Entwicklung des EUR/CHF-Wechselkurses

Quelle: Bloomberg, Bergos. Daten per 30.06.2025

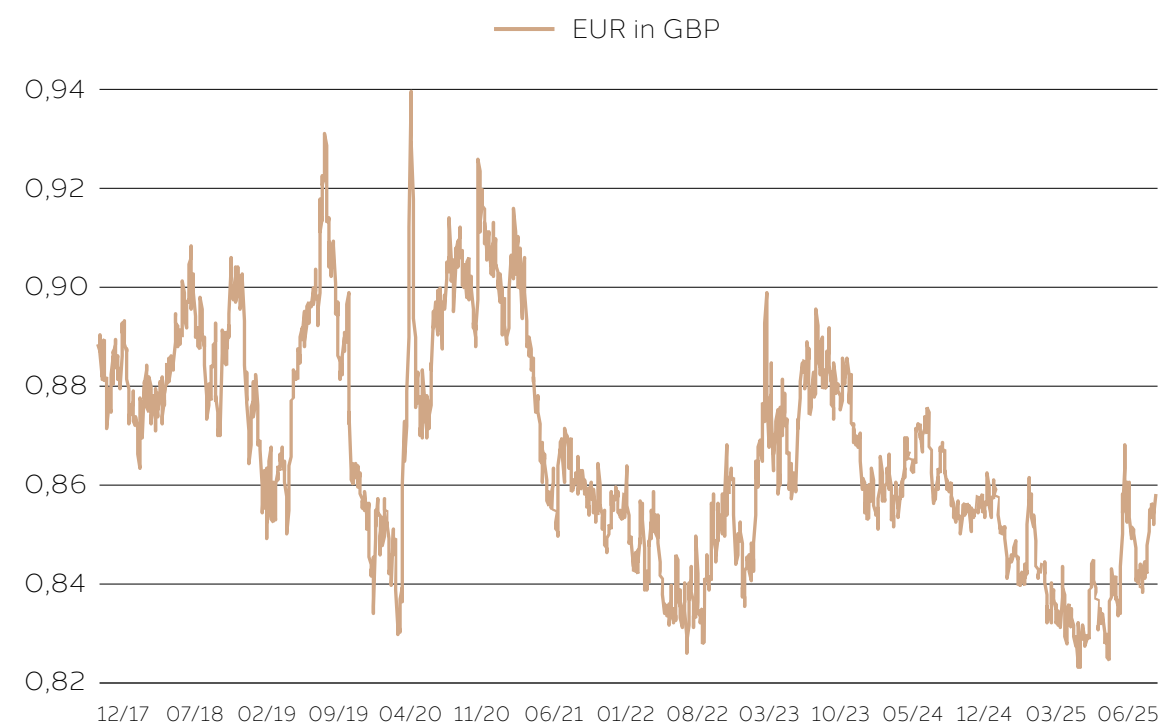
Bank of England zwischen Konjunktursorgen und Inflationsdruck

Das britische Pfund stand gegenüber der Europäischen Gemeinschaftswährung in den vergangenen Monaten unter Druck. Im ersten Quartal wuchs die britische Wirtschaft noch überraschend stark um 0,7 % gegenüber dem Vorquartal – das stärkste Wachstum seit Anfang 2024. Jedoch hatten die Wirtschaftsdaten für das zweite Quartal bislang überwiegend enttäuscht. Sinkende Einzelhandelsumsätze und eine steigende Arbeitslosenquote deuten auf eine nachlassende Konjunkturdynamik hin.

Entsprechend hat die Bank of England (BoE) momentan einen schweren Stand, denn der zuletzt schwächelnden Wirtschaft steht eine weiterhin deutlich zu hohe Inflation gegenüber. Die Inflation im Vereinigten Königreich lag im Mai bei 3,4 % im Vergleich zum Vorjahr und damit weiterhin 1,4 Prozentpunkte über dem Inflationsziel der BoE. Aufgrund der nach wie

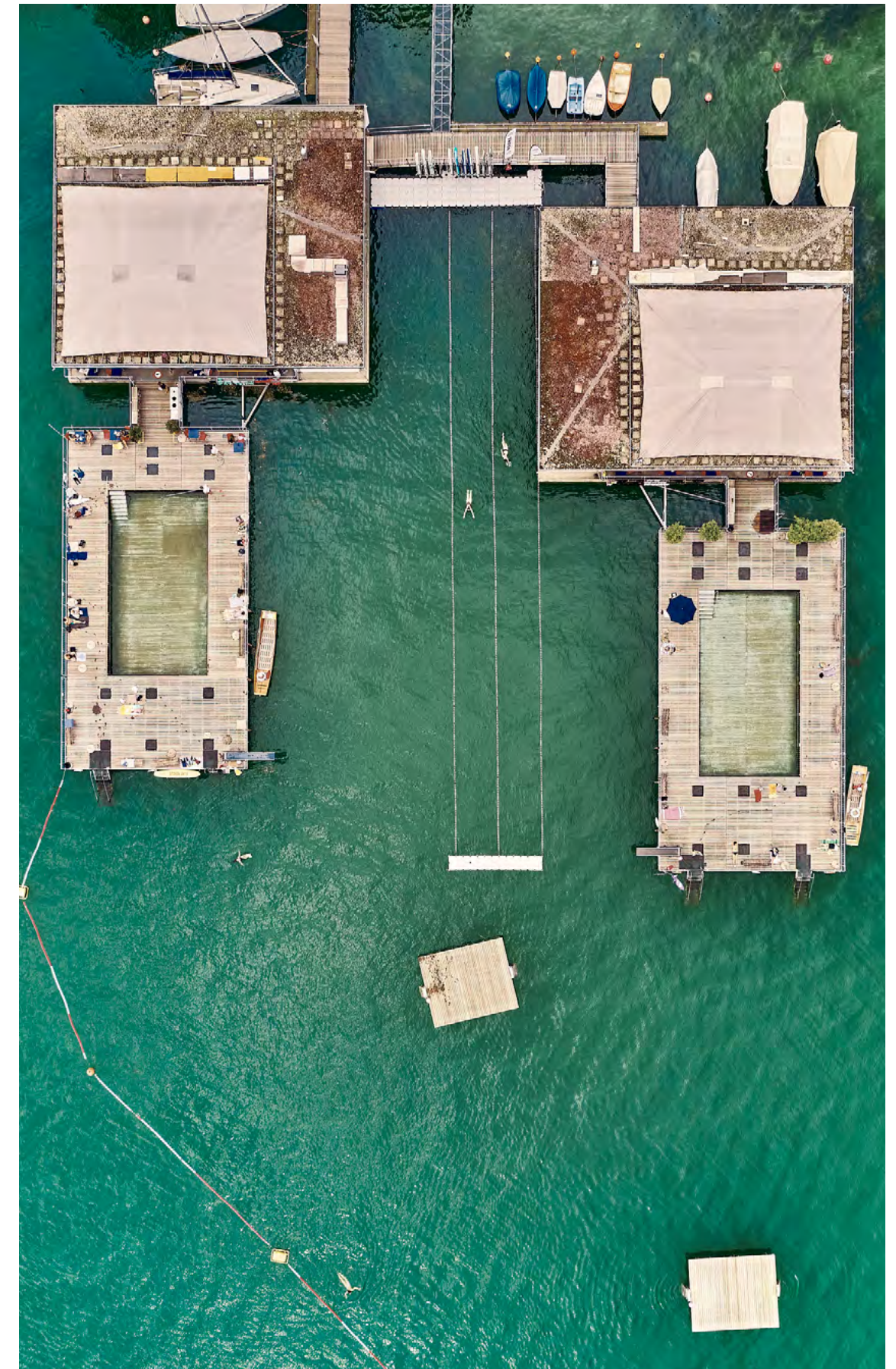
vor hohen Inflation und der globalen Unsicherheiten hatte die BoE den Leitzins im Juni bei hohen 4.25 % belassen. Das weitere Vorgehen wird nun stark von den in den kommenden Wochen veröffentlichten Wirtschaftsdaten abhängen. Aktuell geht der Markt von bis zu zwei weiteren Zinssenkungen in diesem Jahr aus. Sollten die Konjunkturdaten positiv überraschen, könnte die BoE schnell wieder vorsichtiger werden, was Zinssenkungen betrifft. Dies würde das britische Pfund stützen.

Zudem ist das Vereinigte Königreich den Handelsspannungen etwas weniger stark ausgesetzt als viele andere Volkswirtschaften. Bei erneutem Zollstress könnte das britische Pfund entsprechend profitieren. Wir sind leicht positiv für das britische Pfund und erwarten sowohl auf kurze als auch auf lange Sicht eine Aufwertung gegenüber der Europäischen Gemeinschaftswährung.



Entwicklung des EUR/GBP-Wechselkurses

Quelle: Bloomberg, Bergos. Daten per 30.06.2025



BERGOS

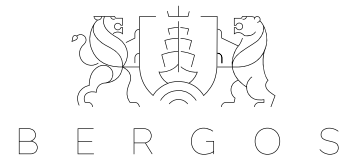
HAUSMEINUNG

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	○	○	●	○	○





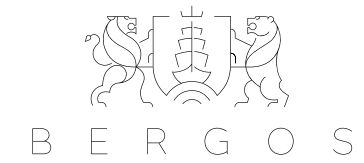
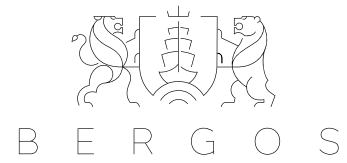
Diese Publikation dient ausschliesslich zu Informations- und Marketingzwecken. Die bereitgestellten Informationen sind nicht rechtsverbindlich und stellen weder Finanzanalysen noch einen Verkaufsprospekt, ein Angebot für Investmenttransaktionen, eine Vermögensverwaltung oder eine Anlageberatung dar und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