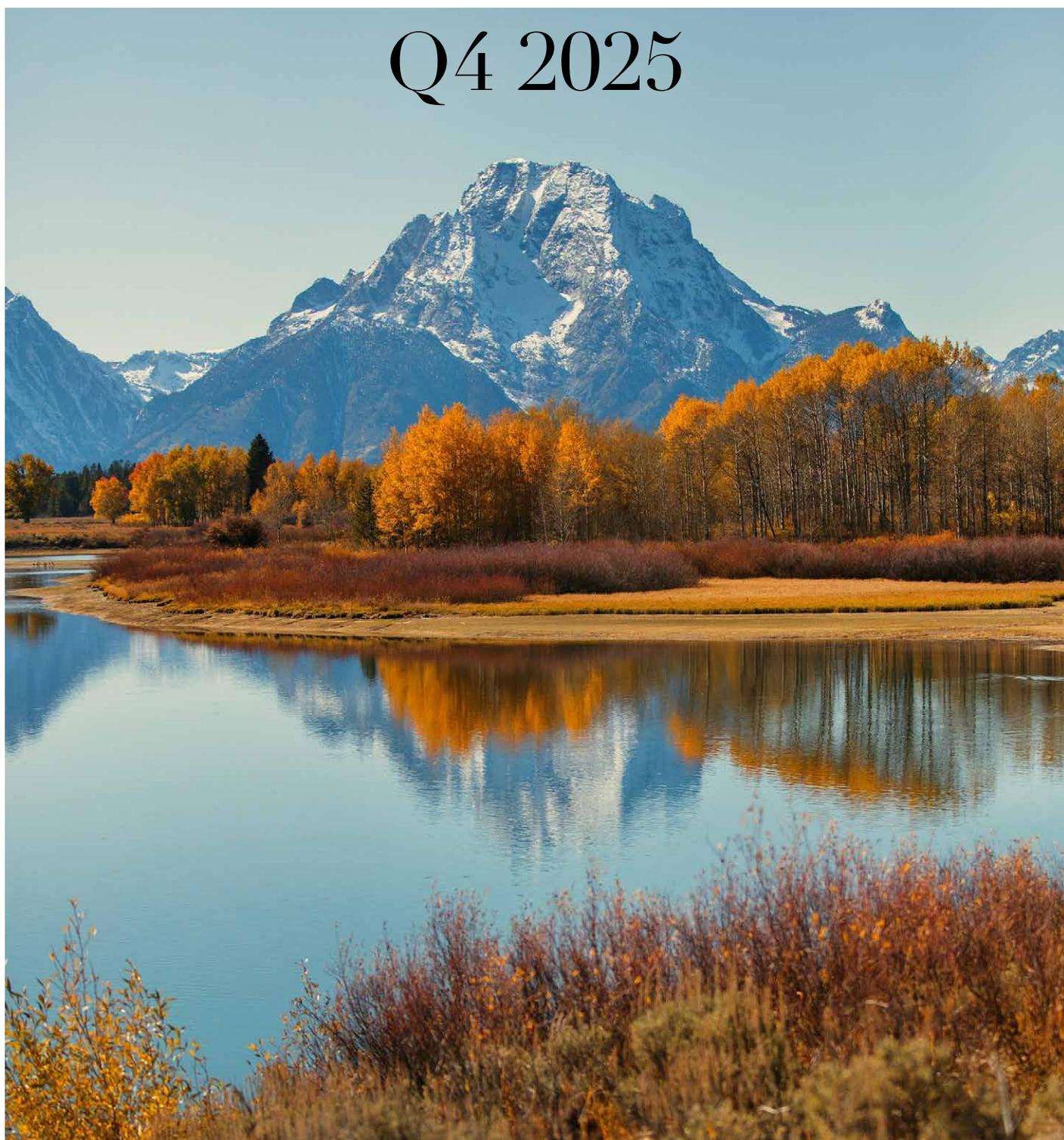
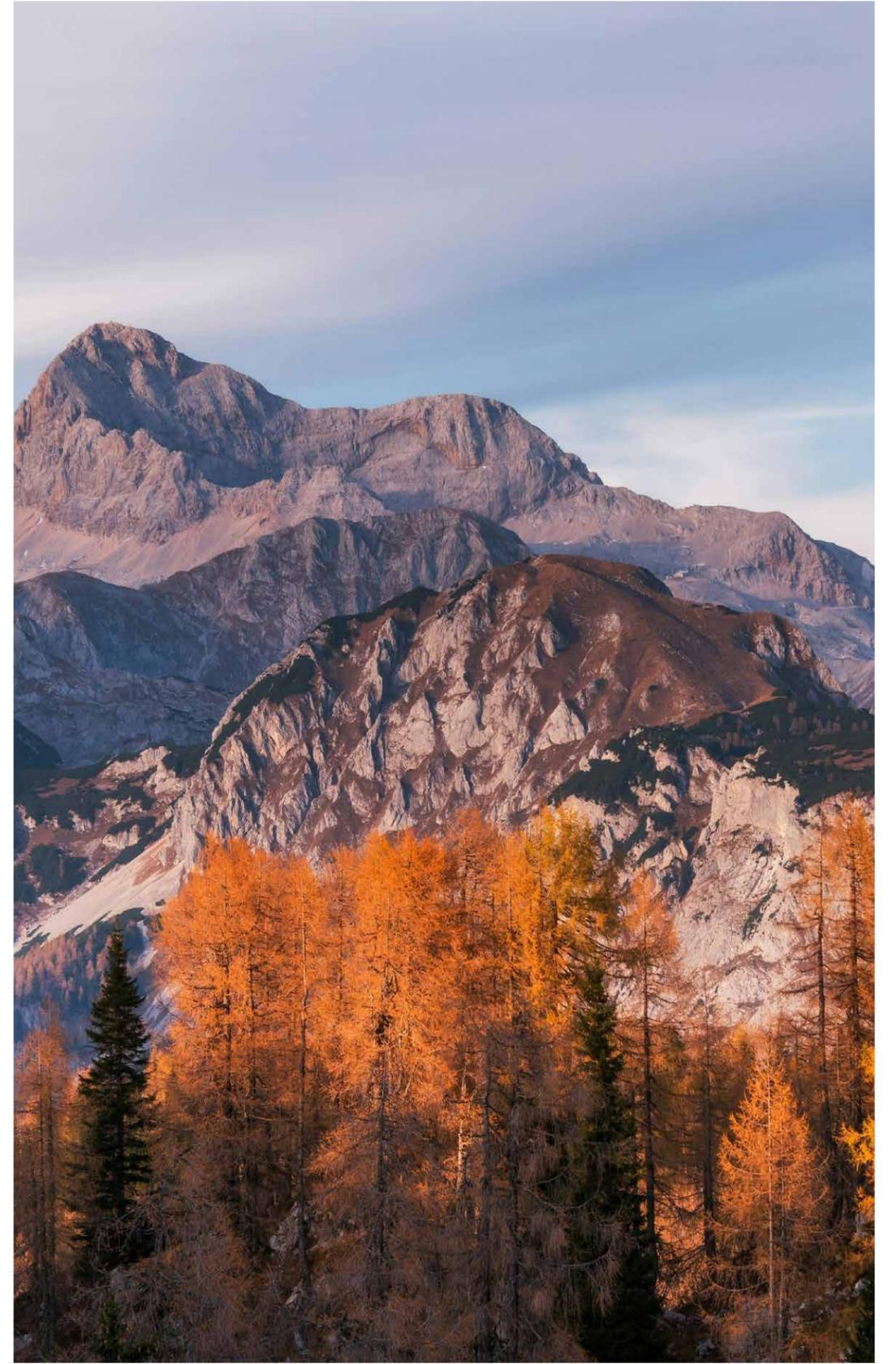


Reflexionen

Q4 2025





Die Bergos AG ist eine international agierende, unabhängige Schweizer Privatbank mit Hauptsitz in Zürich und Niederlassung in Genf. Mit einer Geschichte, die auf die Gründung der Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG im Jahre 1590 zurückgeht, sind wir seit über 30 Jahren am Finanzplatz Schweiz aktiv. Unser internationales Team widmet sich allen Aspekten der Vermögensverwaltung und -betreuung, mit besonderem Fokus auf Privatiere, Familienunternehmer, Next Generation und Kunden der Schifffahrt. Mit einem Geschäftsmodell, das auf reines Private Banking ausgerichtet ist, beraten wir unsere Kunden in allen liquiden und nicht liquiden Assetklassen und Alternative Investments.

HERAUSGEGEBEN VON BERGOS AG
ZÜRICH, OKTOBER 2025
ALLE RECHTE VORBEHALTEN
REDAKTIONSSCHLUSS 30.09.2025



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

49 **TOPIC: FOKUS US FED**
DR. JÖRN QUITZAU

DIE AUTOREN

MAXIMILIAN HEFELE CFA – STELLVERTRETENDER CHIEF INVESTMENT OFFICER

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

Liebe Leserinnen und Leser,

Trump poltert weiterhin an allen Fronten – und dennoch steigen die globalen Aktienmärkte unbeirrt auf neue Rekordstände. Selbst der traditionell schwache Börsenmonat September hat viele Investoren, die auf eine saisonale Korrektur gesetzt hatten, eines Besseren belehrt.

Es sind erneut die US-Tech-Giganten, die nach einer kurzen Verschnaufpause im ersten Quartal den US-Aktienmarkt nahezu unaufhaltsam dominieren. Haupttreiber bleibt das Thema Künstliche Intelligenz (KI), das durch solide Gewinnentwicklungen in diesem Bereich zusätzlich untermauert wird. Auch die Zinssenkungshoffnungen in Bezug auf die

US-Notenbank fungieren als willkommener Schmierstoff für den Aktienmarktmotor.

Vor diesem Hintergrund ist die Stabilisierung des US-Dollars im letzten Quartal bemerkenswert – trotz anhaltender Diskussionen rund um die hohe Staatsverschuldung, die zuletzt jedoch keinen zusätzlichen Abwärtsdruck auf den Greenback ausgeübt hat. Für europäische Investoren hat sich das Engagement in US-Aktien und dem US-Dollar somit wieder ausgezahlt.

Ebenfalls positiv zeigt sich die Entwicklung beim Gold. Die Beimischung des Edelmetalls sorgt bei vielen Investoren für gute Stimmung.

Die aktuelle Dynamik ist dabei keineswegs aussergewöhnlich: Bereits der Gold-Bullenmarkt der 1970er-Jahre sowie der Zyklus ab 2001 dauerten jeweils rund zehn Jahre – und wiesen eine vergleichbare Stärke auf. Ob die Entwicklung in diesem Ausmass fortgesetzt werden kann, erläutert Oliver Watol, unser Chefstrategie für Alternative Anlagen, in seinem Beitrag im Detail. Dabei geht er auch auf die wachsenden Zweifel an der Unabhängigkeit der US-Notenbank ein.

Mit Stephen Miran, dem von Trump eingesetzten neuen Fed-Gouverneur, und seiner unkonventionellen wirtschaftspolitischen Ausrichtung sind die Sorgen über eine mögliche

Politisierung der US-Geldpolitik nicht unbegründet. Ein guter Grund, dieses Thema genauer zu beleuchten.

In dieser Ausgabe lohnt sich daher ein Blick in den Sonderbeitrag «Im Fokus: Zur Unabhängigkeit der amerikanischen Zentralbank» von unserem Chefökonom Dr. Jörn Quitzau.

Ich wünsche Ihnen viel Freude beim Lesen der aktuellen 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

Die Wirtschaftspolitik von Donald Trump bleibt sprunghaft. Auch wenn die US-Regierung inzwischen mit vielen Ländern «Handels-Deals» mit moderateren Zollsätzen geschlossen hat, bleiben für mehrere Staaten – vorerst – sehr hohe Zollsätze für Exporte in die USA bestehen (u. a. Schweiz 39 %, Kanada 35 %). Mit China wurde die Zollpause Mitte August um 90 Tage verlängert. Auch nach Abschluss der «Deals» bleibt fraglich, wie verlässlich die Vereinbarungen von amerikanischer Seite sind. Donald Trump sorgt zudem mit dem massiven Druck auf die Zentralbank für negative Schlagzeilen. Insgesamt wird die Wirtschaftspolitik der Trump-Regierung zu einer Belastung. Die Konjunktur kühlt inzwischen ab. Allerdings dürften sich die negativen Folgen des eingeschlagenen wirtschaftspolitischen Kurses vor allem langfristig und auch ausserhalb der USA bemerkbar machen. In Europa wird die Finanzpolitik expansiver, u. a. wegen der steigenden Verteidigungsausgaben. Die schwächelnde Konjunktur der Eurozone erhält dadurch einen positiven Impuls. Auch die Zolleinigung könnte etwas mehr Sicherheit bringen. Es bleiben aber strukturelle Probleme, die das europäische Wachstum begrenzen. Frankreichs Haushaltsprobleme sind ein latentes Risiko, das zu einer Belastung der Währungsunion werden kann. Auch die hohen Haushaltsdefizite und Staatsschulden in den USA können zu einem grösseren Thema für die Finanzmärkte werden. Dies wäre besonders dann der Fall, wenn Donald Trump die Verlässlichkeit der USA weiter beschädigt.

Die Inflationsdaten ergeben ein gemischtes Bild. In der Schweiz liegt die Teuerungsrate seit über zwei Jahren fast durchgehend wieder im Zielbereich (0–2 %) der Schweizerischen Nationalbank (SNB). In der Eurozone ist die Inflationsrate mit 2,2 % in der Nähe des EZB-Ziels. Dagegen liegen die Inflationsraten in den USA und in UK deutlich oberhalb von 2 %. Die Notenbanken haben auch auf künftige, zollbedingte Preissteigerungen zu achten. Angesichts des zunehmenden politischen Drucks auf die Fed und der konjunkturellen Abkühlung hat die Fed den Leitzins im September gesenkt. Zwei weitere Zinssenkungen à 25 Basispunkte sind bis Jahresende wahrscheinlich. Die EZB, die Schweizer Nationalbank und die Bank of England dürften die Leitzinsen hingegen vorerst und wohl bis Ende 2025 konstant halten.

Der Russland-Ukraine-Krieg geht weiter. Die Verhandlungen haben noch immer nicht zu einem Ergebnis geführt. Unterdessen provoziert Russland die NATO-Staaten mit unterschiedlichen Aktionen. Zuletzt verletzte Russland mehrfach den Luftraum des NATO-Gebietes. Auch die Krisenherde in anderen Regionen der Welt schwelen weiter.

BIP-SCHÄTZUNGEN

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

INFLATIONSSCHÄTZUNGEN (CPI)

VEREINIGTE STAATEN	2 0 2 4 : 3,0%	2 0 2 5 : 2,8%	2 0 2 6 : 2,7%
EUROZONE	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

US-ZOLLPOLITIK: EINE UNENDLICHE GESCHICHTE
VON DR. JÖRN QUITZAU

Noch immer werden die Wirtschaftsnachrichten vom Geschehen in der amerikanischen Politik dominiert. Nach der äusserst turbulenten ersten Jahreshälfte wurde es im dritten Quartal lediglich ein wenig ruhiger. In der Zollpolitik ging es weiter hin und her, doch hieran scheinen sich viele Beobachter und Akteure inzwischen gewöhnt zu haben. Ein wenig Brisanz hat die Zollpolitik zumindest zwischenzeitlich auch dadurch verloren, dass US-Präsident Donald Trump Ende Juli «Deals» mit vielen Ländern verkündet hat. Die Zollsätze sind meist niedriger als von Trump am 2. April 2025 ursprünglich ausgerufen.

Das Vereinigte Königreich konnte einen Zollsatz von 10 % verhandeln. Mit China wurde die Zollpause Mitte August um 90 Tage verlängert. Die USA und die EU haben sich auf einen Zollsatz von 15 % auf die meisten Importe aus der EU verständigt. Auf Stahl und Aluminium bleibt ein Zollsatz von 50 % bestehen. Für einige strategisch bedeutsame Produkte wurden die Zölle beidseitig abgeschafft. Unterschiedliches Verständnis herrscht zwischen der EU und den USA über Investitionszusagen, die die EU abgegeben hat.

Trotz der insgesamt leichten Entspannung in der Zollpolitik werden einige Länder von der US-Regierung weiter mit sehr hohen Zollsätzen konfrontiert. Dies gilt neben Kanada und Brasilien auch für die Schweiz, für die Donald Trump einen überraschend hohen Zollsatz von 39 % verkündete. Die wichtige Pharmaindustrie blieb dabei zunächst aussen vor. Ende September dann der nächste Zollhammer: Donald Trump kündigte auf seiner Plattform «Truth Social» Einfuhrzölle auf pharmazeutische Produkte in Höhe von 100 % an, gültig ab dem 1. Oktober 2025. Meldungen zufolge sollen die Pharma-Zölle nun aber doch erst später starten.

Die gesamtwirtschaftlichen Effekte von Einfuhrzöllen sind der Tendenz nach klar: Das Wachstum wird geschwächt und die Preise werden nach oben getrieben. Die Effekte zu quantifizieren, bleibt schwierig. Erstens sind die «Zoll-Deals» von Donald Trump meist keine klar ausformulierten Handelsabkommen, sodass viele Details ungewiss bleiben. Zweitens ist unklar, ob diese Vereinbarungen – ohnehin schon vage – überhaupt Bestand haben oder erneut verhandelt werden. Drittens fehlen historische Beispiele für eine Zollpolitik à la Trump, wodurch in den Konjunkturprognosen eine wichtige Erfahrungskomponente fehlt.

Hohe Zollbelastung für die Schweiz

Für die Schweizer Wirtschaft stellt ein allgemeiner Zollsatz von 39 % und ein Pharma-Zollsatz von 100 % aber in jedem Fall eine grosse Belastung dar, denn die USA sind auf Länderebene – noch vor dem benachbarten Deutschland – der wichtigste Handelspartner der Schweiz. 18 % aller Exporte (rund 6 % des BIP) gehen in die USA. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) erwartet für das laufende Jahr nach wie vor ein Wirtschaftswachstum von 1,0–1,5 %. Wegen der Zölle und der hohen Unsicherheit sieht die SNB für das kommende Jahr einen Rückgang des Wachstums auf

unter 1 % (bisherige Erwartung: 1,0–1,5 %). Diese Wachstumserwartungen wurden allerdings veröffentlicht kurz bevor Donald Trump die neuen Pharma-Zölle bekanntgab. Als Hauptrisiken für die Schweizer Konjunktur sieht die SNB die amerikanische Handelspolitik und die allgemeine Entwicklung der Weltwirtschaft.

US-Notenbank Fed in der Zwickmühle

Die amerikanische Wirtschaft entwickelt sich gemessen am rabiaten Vorgehen der Regierung auf internationalem Parkett und der in Teilen kontraproduktiven Wirtschaftspolitik noch moderat. Dabei gilt zu berücksichtigen, dass es lange dauern kann, bevor sich strukturelle Weichenstellungen in den Wirtschaftsdaten klar bemerkbar machen. Für die USA gilt dies ganz besonders, da das Land aufgrund seiner überragenden Bedeutung für das globale Wirtschafts- und Finanzsystem im Ausland für seinen wirtschaftspolitischen Kurs im Ausland nicht so schnell in Ungnade fällt, wie es bei einem kleinen Land mit ähnlicher Wirtschaftspolitik der Fall wäre.

Das generelle makroökonomische Bild hat sich für die USA im dritten Quartal nicht wesentlich geändert: Die Wirtschaft kühlt sich etwas ab, ohne abzustürzen. Die Arbeitsmarktberichte im Juli und August fielen mit nur geringen Beschäftigungszuwächsen schwach aus. Von Juni bis August stieg die Arbeitslosenquote von 4,1 % auf 4,3 %. Im langfristigen Vergleich ist das aber immer noch ein sehr geringer Wert. Die Inflation bleibt gemessen am 2%-Ziel der Notenbank Fed zu hoch.

Die gesamtwirtschaftliche Gemengelage macht den Job für die amerikanische Notenbank Fed nicht leicht. Ein schwächerer Arbeitsmarkt spricht für niedrigere Zinsen, eine erhöhte Inflation hingegen für höhere Zinsen. In dieser Situation hat sich die Fed im September – erstmals im Jahr 2025 – für eine Zinssenkung um

25 Basispunkte entschieden. Dabei könnte auch der immense politische Druck auf die Fed, die Geldpolitik zu lockern, eine Rolle gespielt haben (siehe auch Seite 49 «Im Fokus: Zur Unabhängigkeit der amerikanischen Zentralbank»). Für das vierte Quartal sind zwei weitere Zinssenkungen um jeweils 25 Basispunkte wahrscheinlich. Damit unterscheidet sich die Fed von der Bank of England, der Schweizerischen Nationalbank und der Europäischen Zentralbank, die ihre Leitzinsen bis Jahresende konstant halten dürften.

Kraftlose Eurozonen-Konjunktur

In der Eurozone verfestigt sich das Bild: Während die Herausforderungen in den Bereichen Verteidigung, Energie, Demografie oder Bürokratieabbau gewaltig sind, kommt das dringend benötigte Wachstum nur langsam in Schwung. Gleichzeitig nehmen die Spannungen im Bereich der Staatsfinanzen zu. Frankreich hat hier zuletzt für Schlagzeilen gesorgt.

Die wirtschaftlichen Zeichen stehen auf moderates Wachstum für die Eurozone. Getragen wird der Aufschwung durch überdurchschnittlich stark wachsende Länder in Süd- und Südosteuropa (u. a. Spanien, Griechenland, Kroatien). Dagegen hinken die wirtschaftlichen Schwergewichte Frankreich und Deutschland hinterher. Beide Länder brauchen dringend wachstumsfördernde Reformen. Für Deutschland hat Bundeskanzler Friedrich Merz einen «Herbst der Reformen» angekündigt. Es ist fraglich, ob es Merz gelingt, mit einem Koalitionspartner, der oft abweichende wirtschaftspolitische Vorstellungen hat, echte Wachstumsreformen durchzusetzen. Gelingt das nicht, würden die schuldenfinanzierten Mehrausgaben in den nächsten Jahren nur ein Strohfeuer bewirken. Angesichts der demografischen Situation – die «Babyboomer» gehen in den nächsten Jahren in den Ruhestand – ist ein Scheitern des Reformvorhabens keine Option.

Insgesamt bleibt die Welt voller Risiken – politisch und wirtschaftlich. In diesem herausfordernden Umfeld dürfte die Weltwirtschaft in diesem und den beiden kommenden Jahren um jeweils rund 2,5 % wachsen. Die Schwellenländer tragen mit gut 4 % einen grossen Teil zum globalen Wachstum bei. Indien übernimmt mit Wachstumsraten von deutlich mehr als 6 % immer mehr die Rolle der Wachstumslokomotive von China, das nur noch auf Wachstumsraten von weniger als 5 % kommt. Die Industrienationen haben mit Wachstumsraten von rund 1,5 % ungenutztes Potenzial (siehe Prognosen auf Seite 14–15 Kompass).



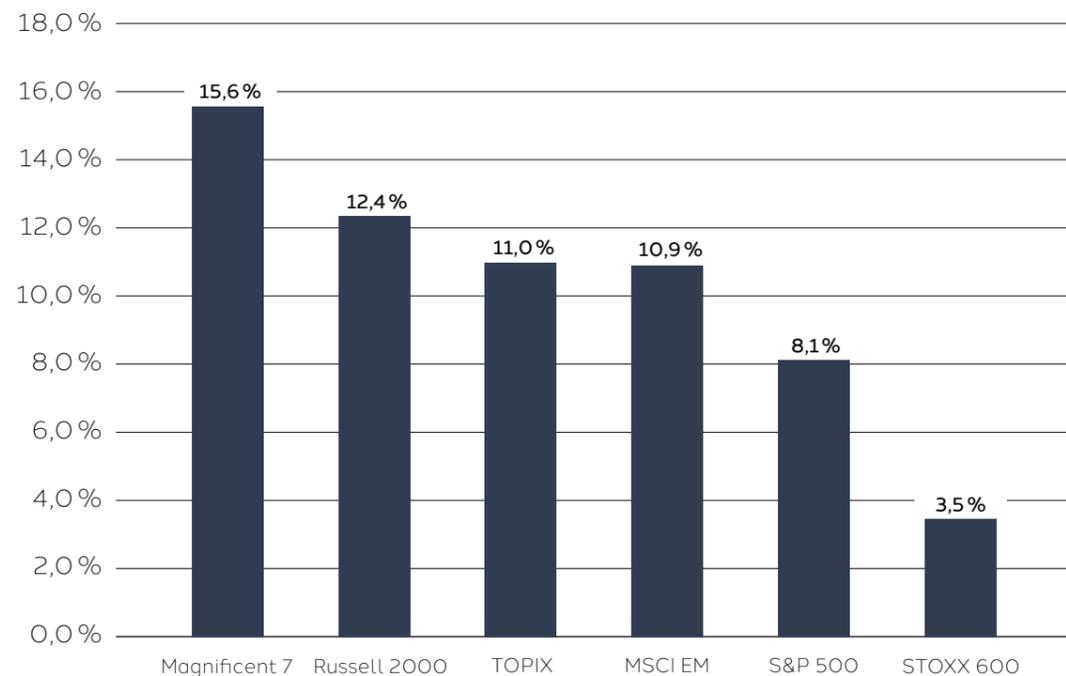


A K T I E N

AKTIENMÄRKTE BLEIBEN IM AUFWÄRTSTREND
VON FREDERIK CARSTENSEN

Das dritte Quartal verlief insgesamt erfreulich für globale Aktien, trotz der Tatsache, dass der September historisch zu den schwächsten Börsenmonaten zählt. Fortschritte im Zollstreit brachten schrittweise mehr Klarheit, Trumps Steuersenkungen im Rahmen des «One Big Beautiful Bill Act» wurden zügig verabschiedet, und die Unternehmensgewinne in den USA entwickelten sich überraschend positiv – auch aufgrund niedriger Erwartungen. Gleichzeitig führte die nachlassende Unsicherheit zu deutlich sinkender Volatilität. Systematische Anlagestrategien, die zum Ende des zweiten

Quartals noch gering in Aktien investiert waren, bauten ihre Positionen entsprechend aus. In der Folge legten nahezu alle wichtigen Aktienregionen zu. Am stärksten entwickelten sich die US-Indizes, getragen von den grossen KI-Gewinnern. Auch Nebenwerte, wie etwa der Russell 2000, zeigten relative Stärke. Asiatische Börsen folgten in der Performance-Rangliste, während europäische Aktien zuletzt stagnierten. Belastend wirkten hier der starke Euro, durchwachsene Wirtschaftsdaten und politische Störfeuer, etwa aus Frankreich.



Entwicklung ausgewählter Indizes im dritten Quartal 2025

Alle Indizes in lokaler Währung und inkl. Netto-Dividenden. Schwellenländer in US-Dollar.
Zeitraum 30.06.2025–30.09.2025

Quelle: Bloomberg, Bergos. Magnificent 7 vertreten durch Apple, Amazon, Alphabet, Nvidia, Tesla, Meta und Microsoft

US-Notenbank nimmt

Zinssenkungszyklus wieder auf

Die US-Fed hat im September eine weitere Zinssenkung um 25 Basispunkte vorgenommen und damit den Zinssenkungszyklus wieder aufgenommen. Damit reagiert sie auf erste Anzeichen einer Abkühlung am US-Arbeitsmarkt. Trotz weiterhin erhöhter Inflation wurde dieser proaktive Schritt von den Märkten positiv aufgenommen, die nun mit einer Serie weiterer Zinssenkungen rechnen. Die Signale der Fed zur künftigen Geldpolitik bleiben jedoch uneinheitlich: Während die Mehrheit der Mitglieder zusätzliche Schritte erwartet, gehen die Einschätzungen hinsichtlich Zeitpunkt und Umfang teilweise deutlich auseinander. Diese Unsicherheit könnte in den kommenden Monaten für erhöhte Volatilität sorgen. Wir rechnen derzeit mit zwei weiteren

Zinssenkungen um jeweils 25 Basispunkte im Jahr 2025. Historisch betrachtet führten Zinssenkungen nahe eines Allzeithochs in den darauffolgenden zwölf Monaten regelmässig zu positiven Entwicklungen im S&P 500.

Gemischtes Bild bei den Unternehmensgewinnen

Im Zuge der starken Q2-Berichtssaison wurden die Gewinnschätzungen für den S&P 500 nach oben revidiert. Der Analysten-Konsens erwartet für dieses Jahr ein Gewinnwachstum von knapp 11 %. Ungebrochen stark zeigt sich der KI-Bereich, insbesondere Unternehmen aus den Sektoren Informationstechnologie und Kommunikation. Auch die Unternehmensgewinne in den Schwellenländern entwickelten sich zuletzt erfreulich, unterstützt durch den schwachen US-Dollar. In Europa dagegen

zeichnet sich ein schwächeres Bild ab: Neben einer enttäuschenden Berichtssaison belasten politische Unsicherheiten, zuletzt etwa der Haushaltsstreit in Frankreich, sowie die anhaltende Unsicherheit rund um US-Zölle, die insbesondere Exporteure treffen. Inzwischen rechnen Analysten für Europa in diesem Jahr mit einem leicht negativen Gewinnwachstum. Grundsätzlich bleibt die fundamentale Unterstützung für (US-)Aktien bestehen, auch wenn die Bewertungen nach wie vor wenig attraktiv erscheinen.

Gesunde Rotation zuletzt, Anlegerstimmung hellt sich auf

Gestützt von einer soliden Q2-Berichtssaison und insbesondere den starken Ergebnissen der «Magnificent 7» konnte der S&P 500 seit seinen Tiefstständen im April mehr als 30 % zulegen und mehr als 25 neue Allzeithochs markieren – ohne eine Korrektur von 2 % oder mehr. Auf der einen Seite treibt die anhaltend starke Nachfrage nach KI die klassischen «Growth»-Sektoren, auf der anderen Seite profitierten insbesondere zinssensitive Nebenwerte von den veränderten Zinserwartungen der Fed.

Dementsprechend hat sich die Anlegerstimmung zuletzt weiter aufgehellt. Die aktuellen Werte des Bullish Sentiment der American Association of Individual Investors (AAII) deuten auf zunehmenden Optimismus hin – ein Kontraindikator, den es im Auge zu behalten gilt. Gleichzeitig haben einige Investoren die Rally bislang verpasst und dürften Rücksetzer für Nachkäufe nutzen. Dadurch erscheint das Abwärtspotenzial an den globalen Aktienmärkten begrenzt. Hierzu passt, dass Rückschläge in diesem Jahr bislang konsequent als Kaufgelegenheiten genutzt wurden.

Neutrale Gesamtquote, kurzfristige Rücksetzer möglich

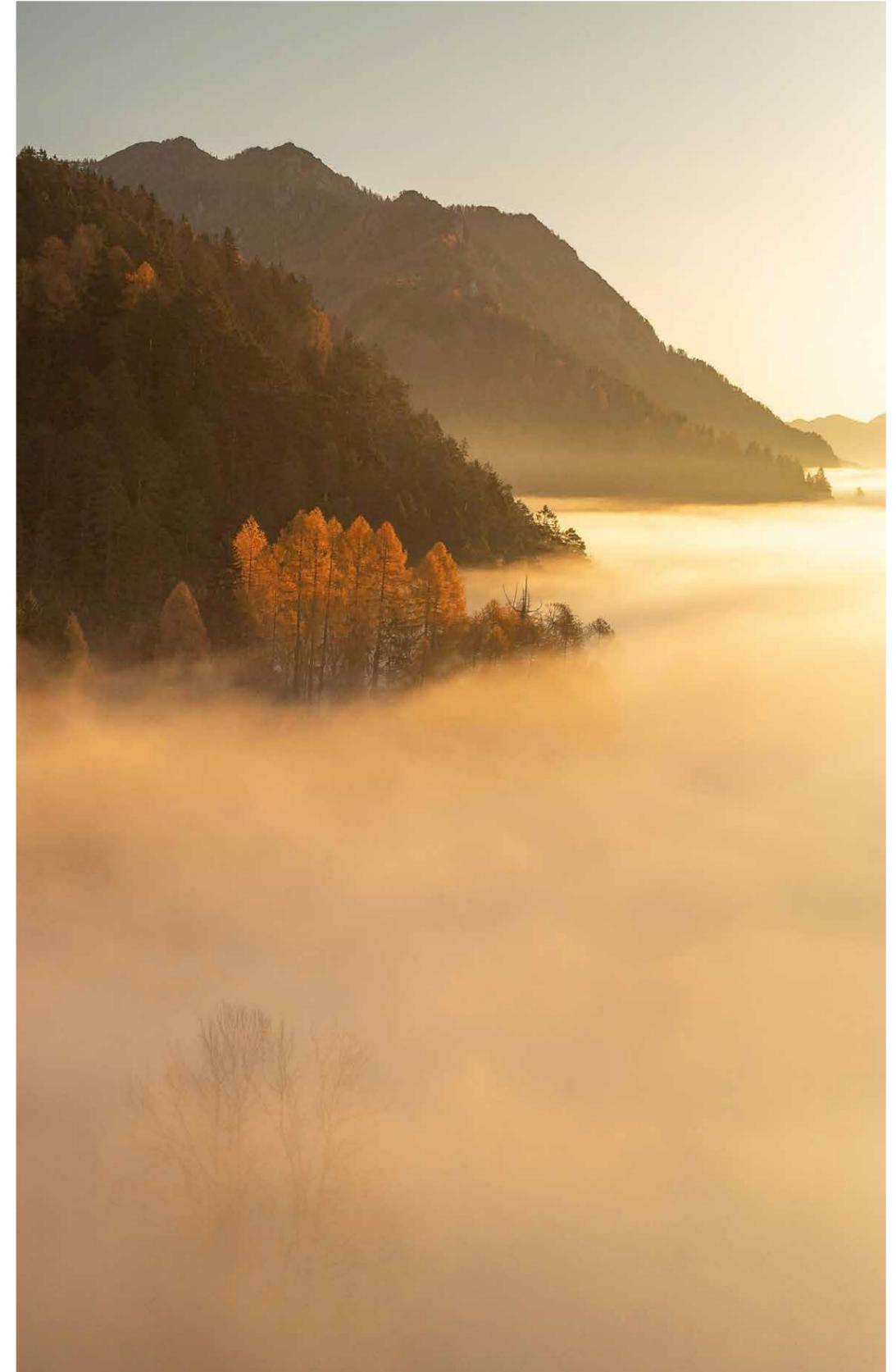
Unsere vier Betrachtungsdimensionen – Makro, Mikro, Technik und Sentiment – erge-

ben aktuell ein neutrales Gesamtbild. Grundsätzlich bleiben wir für globale Aktien jedoch konstruktiv. Die Kombination aus sinkenden Zinsen und Steuersenkungen in den kommenden zwölf Monaten spricht aus unserer Sicht für eine unterstützende geld- und fiskalpolitische Ausrichtung, die das US-Wachstum zusätzlich beleben dürfte. Auch die abnehmende Belastung durch handelspolitische Unsicherheit und Zölle sollte diesen Aufschwung begünstigen. Darüber hinaus spricht die Saisonalität für eine Fortsetzung der Aktienhaube: Zum Jahresende und zu Beginn des neuen Jahres sind die Märkte historisch häufig stark, getrieben unter anderem von erhöhten Fondszuflüssen und einem optimistischen Ausblick. Gleichwohl wäre eine kurzfristige Konsolidierung oder ein moderater Rücksetzer durchaus gesund und im aktuellen Umfeld nicht überraschend.

US-Aktien bleiben präferiert, asiatische Schwellenländer mit positivem Momentum

Regional bevorzugen wir nach wie vor US-Aktien. Das Gewinnwachstum überzeugt dort im Vergleich zu Europa weiterhin. Sollten Handelskonflikte nicht erneut eskalieren und der US-Dollar schwach bleiben – wovon wir ausgehen – dürften auch Schwellenländer-Aktien weiter profitieren. Besonders positiv entwickelt haben sich zuletzt Taiwan und Südkorea mit ihrem hohen Technologie-Anteil. Indien blieb hingegen hinter anderen Schwellenländern zurück, bedingt durch die abweichende Sektor Komposition und die jüngsten Zollerhöhungen von 25 % auf 50 %. Fundamentale Faktoren wie solides BIP- und Gewinnwachstum sowie Spielraum für Zinssenkungen sprechen jedoch weiterhin für den indischen Aktienmarkt. Da internationale Anleger derzeit untergewichtet sind, halten wir an unserem positiven Ausblick für Indien fest. In Bezug auf China bleiben wir aufgrund struktureller Herausforderungen vorsichtig positioniert.

Angesichts der bestehenden Unsicherheiten erscheint ein ausgewogenes Portfolio mit breiter Streuung über Regionen und Investmentstile weiterhin sinnvoll. Konkret bevorzugen wir weiterhin US-Aktien im Large- und Small-Cap-Bereich, insbesondere Qualitäts- und Wachstums-Titel, die von sinkenden Zinsen und einer möglichen Verbreiterung der Marktführerschaft über die Mega-Cap-Technologie-werte hinaus profitieren könnten. Auf Sektor Ebene bevorzugen wir auf beiden Seiten des Atlantiks Finanzwerte und Titel aus dem Gesundheitssektor.





A N L E I H E N

EIN QUARTAL IM ZEICHEN DES ÜBERGANGS
VON CHRISTOPH JUNG

Im dritten Quartal 2025 verdichteten sich die ökonomischen und geldpolitischen Signale zu einem klareren Bild für die Anleihemärkte. In den USA überraschte die reale Aktivität weiterhin positiv: Laut dem US-amerikanischen Bureau of Economic Analysis wuchs die US-Wirtschaft im zweiten Quartal 2025 um annualisierte 3,8 %. Dieses Wachstum wurde in erster Linie durch einen Anstieg der Konsumausgaben und einen Rückgang der Importe getragen. Die Revision der Wachstumsrate des Bruttoinlandsprodukts spiegelt eine deutliche Verbesserung gegenüber früheren Prognosen und ersten Hochrechnungen wider und zeigt, dass die Wirtschaft trotz anhaltender Herausforderungen weiterhin robust bleibt. Die aktuellen Einkaufsmanagerindizes (PMI) zeigten im Sep-

tember zwar leichte Rückgänge, verharrten aber klar im expansiven Bereich. Gleichzeitig liegt die Arbeitslosenquote bei 4,3 %, bei abnehmender Tendenz der neu geschaffenen Stellen, was auf eine graduelle, jedoch nicht disruptive Abkühlung hinweist. Eine leichte wirtschaftliche Verlangsamung zeichnet sich also ab, zudem mahnen die jüngsten Inflationsdaten zur Vorsicht. So stieg die Kerninflation in den USA auf 3,1 % und die Gesamtinflation auf 2,7 % – deutlich über der 2%-Zielmarke der Fed.

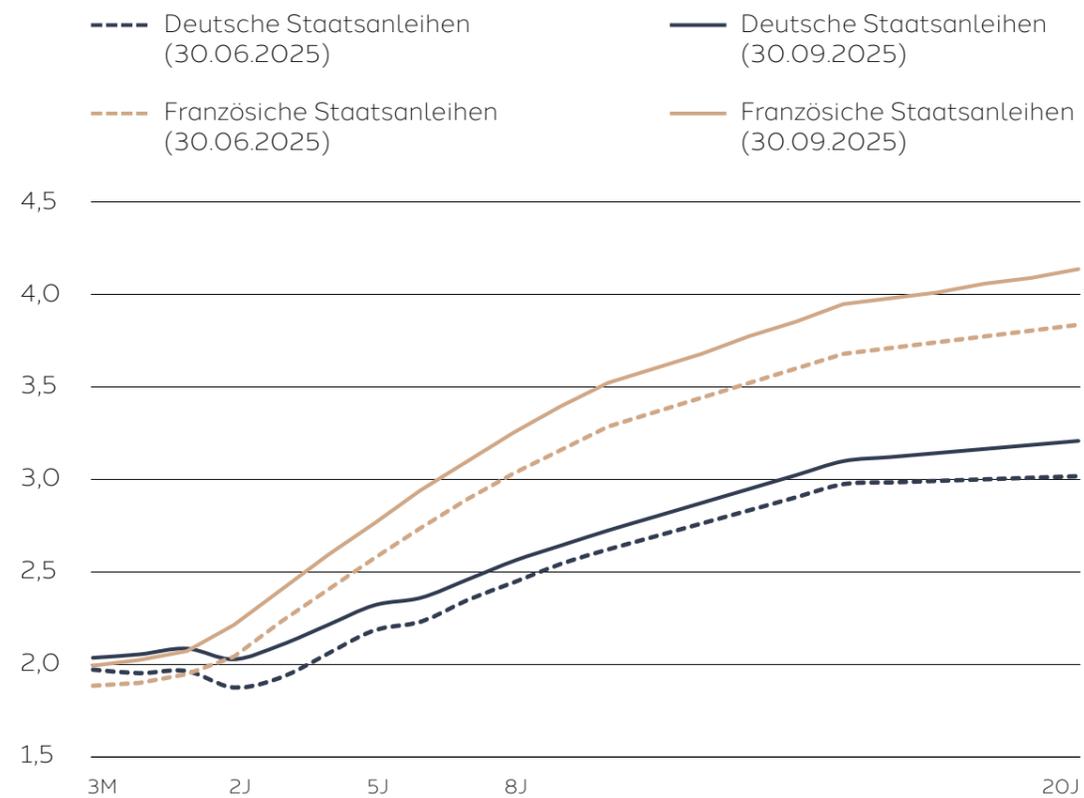
Diese Makrodaten stellten die Zentralbanken vor differenzierte Entscheidungen, um einer möglichen Stagflation vorzubeugen. Die Federal Reserve beließ am 30. Juli 2025 den Leitzins zunächst unverändert, öffnete aber durch ihre

Kommunikation am Jackson-Hole-Symposium Ende August die Tür für eine Lockerung. Fed-Chair Powell sprach von einer nun «ausbalancierteren» Risikolage zwischen Inflation und Wachstum. Am 17. September 2025 folgte der erste Schritt: eine Senkung um 25 Basispunkte auf 4,00–4,25 %. Begründet wurde dies mit der nachlassenden Beschäftigungsdynamik bei gleichzeitig tendenziell nachgebenden Preistrends.

Der Markt hatte bereits Ende des zweiten Quartals die Zinssenkung im September antizipiert. Zudem war der Druck am langen Ende der US-Treasury-Zinsstrukturkurve trotz erhöhter langfristiger Inflationserwartungen und angesichts des zu erwartenden Staatsdefizits eher mässig und blieb relativ stabil. Infolgedessen verlief die Verteilung der US-

Zinsstrukturkurve nur leicht. Die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen pendelte Ende September um 4,2 %, während die zweijährigen Papiere auf etwa 3,6 % fielen. Somit ergab sich eine Zinsdifferenz von knapp 60 Basispunkten.

Auf der anderen Seite des Atlantiks sind die Signale heterogen, jedoch keineswegs alarmierend. Das BIP der Eurozone legte im zweiten Quartal um 0,1 % zu, und die September-PMIs stiegen auf 51,2 Punkte. Besonders Deutschland überraschte mit einem Composite-Index von 52,4 Punkten, während Frankreich mit 48,4 Punkten weiter unter der Expansionsschwelle blieb. Die Arbeitslosenquote im Euroraum verharrte zuletzt bei 6,2 % – ein bemerkenswert stabiles Niveau angesichts der schwachen Industrieproduktion in einigen Kernländern.



Zinsstrukturkurve deutscher und französischer Staatsanleihen
Quelle: Bloomberg, Darstellung von Bergos

Die Europäische Zentralbank (EZB) ging einen anderen Weg als die Fed. Nach den Zinssenkungen im Frühjahr beliess sie die Einlagefazilität sowohl im Juli als auch im September bei 2,00 %. EZB-Präsidentin Christine Lagarde betonte, dass man «an einem guten Punkt» angekommen sei und nun abwarten wolle, wie sich die Transmission der bisherigen Lockerung entfaltet. Angesichts einer sich stabilisierenden Konjunktur, rückläufiger Lohnsteigerungen und nachlassender Inflationsdynamik erscheint diese Haltung plausibel.

Obwohl es zu keinen weiteren Zinsschritten kam, war Bewegung in den Zinsstrukturkurven erkennbar. Zum einen wuchs die Sorge über steigende Haushaltsdefizite – nicht zuletzt, seit Deutschland und andere grosse Investitionspakete auf den Weg gebracht haben. Diese Massnahmen schürten Befürchtungen, dass die Staatsverschuldung deutlich steigen und die Regierungen verstärkt neue Anleihen ausgeben müssen. In der Folge kletterten die Renditen entlang der gesamten Zinskurve nach oben. Besonders im Fokus steht Frankreich, dessen Haushaltspolitik zunehmend Zweifel an der fiskalischen Disziplin weckt. Investoren preisen daher höhere Risikoprämien in langfristige Anleihen ein, während am kurzen Ende vor allem kurzfristige geldpolitische Signale dominieren. Zusätzlich wirkt die quantitative Straffung belastend: Da die Zentralbanken ihre Käufe langfristiger Anleihen zurückfahren, sinkt die Nachfrage in diesem Segment. Damit reagiert das lange Ende noch empfindlicher auf das wachsende Angebot und die Wahrnehmung von Risiken.

In der Eurozone zogen die Renditen über die gesamte Zinskurve hinweg an. Bei deutschen Bundesanleihen zeigte sich überwiegend eine Parallelverschiebung um rund 15 Basispunkte nach oben, während das sehr lange Ende nur einen leicht stärkeren Anstieg verzeichnete. Ein ähnliches Muster war auch bei französi-

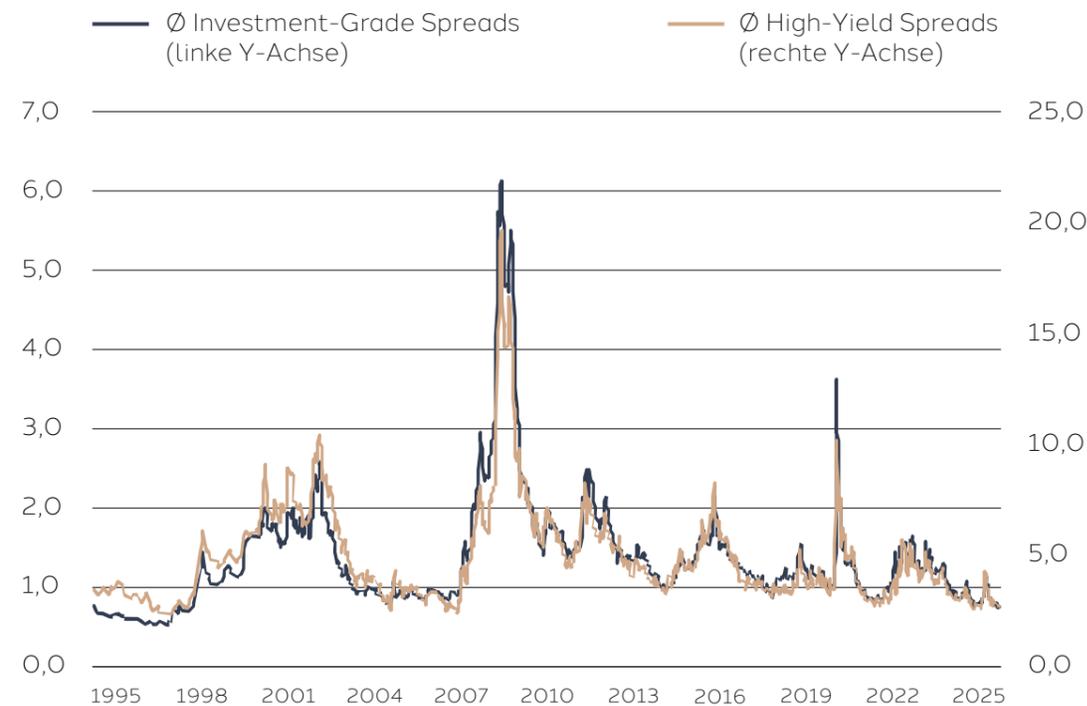
schen Staatsanleihen (OATs) zu beobachten: Die Rendite zweijähriger OATs stieg um 10 Basispunkte, jene zehnjähriger OATs um 25 Basispunkte. Insgesamt führte dies zu einer deutlicheren Verteilung der Kurve, wie in der Abbildung auf Seite 30 ersichtlich wird.

Für die Schweizerische Nationalbank (SNB) verlief das dritte Quartal eher als Phase der Bestätigung: Nach vorsichtigen Zinssenkungen im Frühjahr signalisierte sie im September, den Leitzins bei 0 % zu belassen. Der starke Franken und die niedrige Inflation verschafften der SNB den nötigen Spielraum, eine abwartende Haltung einzunehmen und auf internationale Entwicklungen zu reagieren, anstatt selbst neue Impulse zu setzen. Anders als in den europäischen Nachbarländern kam es in der Schweiz zu einer Verflachung der Zinsstrukturkurve: Während die Renditen zweijähriger Eidgenossen leicht sanken, gaben die zehnjährigen stärker nach. Ende des dritten Quartals rentieren zehnjährige Eidgenossen bei 0,22 %, während die zweijährigen bei -0,1 % liegen.

Kreditrisikoprämien auf Tiefstständen

Besonders eindrucksvoll war die Entwicklung der Kreditmärkte. US-Investment-Grade-Spreads gegenüber Staatsanleihen fielen im Verlauf des dritten Quartals auf rund 72 Basispunkte – den niedrigsten Stand seit 1997. High-Yield-Spreads bewegten sich mit etwas unter 270 Basispunkten ebenfalls auf historisch niedrigen Niveaus, wie die Abbildung auf Seite 32 zeigt. Auch in Europa näherten sich die Risikoprämien historischen Tiefstständen. Diese Zahlen sind nicht nur statistisch bemerkenswert, sondern auch Ausdruck eines Marktumfelds, in dem Anleger bereit sind, für Rendite sehr weit zu gehen.

Der überraschend starke US-Konjunkturpfad, die erratische US Wirtschaftspolitik, die ersten Zinssenkungen der Fed, die abwartende EZB sowie eine anhaltend hohe Nachfrage nach



Durchschnittliche optionsbereinigte Spreads von US-Investment-Grade- und High-Yield-Anleihen (%)
 Quelle: Bloomberg, Darstellung von Bergos

festverzinslichen Anlagen führten zu einer Kombination aus Carry und technischer Unterstützung, die Risikoaufschläge förmlich zusammenschmelzen liess.

Diese Entwicklung erweist sich als zweischneidiges Schwert. Zwar lassen solide Unternehmensbilanzen und stabile Gewinne eine gewisse Spread-Kompression nachvollziehbar erscheinen, doch die aktuellen Risikoprämien bieten kaum noch ausreichenden Puffer für unerwartete Schocks – sei es eine abrupte Wachstumsverlangsamung, geopolitische Spannungen oder ein erneuter Inflationsanstieg. Vor diesem Hintergrund sind wir im volatilen High-Yield-Segment klar untergewichtet. Zum einen sehen wir lediglich begrenztes Potenzial für eine weitere Einengung der Kreditspreads, zum anderen kompensieren die niedrigen Risikoaufschläge die bestehenden geo- und wirtschaftspolitischen Unsicherheiten

nicht mehr ausreichend. Stattdessen setzen wir seit geraumer Zeit auf qualitativ hochwertige Investment-Grade-Titel, insbesondere auf Unternehmensanleihen im europäischen Markt sowie auf pfandbriefbesicherte Papiere. Im US-Markt bevorzugen wir weiterhin US Agency MBS. Diese Auswahl verbindet hohe Bonität mit attraktiven Kupons und struktureller Absicherung und bietet damit aus unserer Sicht das überzeugendste Chancen-Risiko-Profil.

Auch Schwellenländer zogen ebenfalls Nutzen aus der weltweiten Jagd nach Rendite. Die Kreditrisikoprämien auf Hartwährungsanleihen entwickelten sich in diesem sehr heterogenen Markt teils stabil, überwiegend jedoch rückläufig. Unsere Positionierung bleibt daher selektiv, mit einem Fokus auf Länder mit soliden Zahlungsbilanzen und glaubwürdigen Reformperspektiven.

Ausblick: Qualität und Flexibilität

Für die kommenden Monate spricht vieles dafür, dass die Federal Reserve ihren Lockerungszyklus vorsichtig fortsetzen wird, sofern sich die Inflation nicht erneut beschleunigt. Das hohe US-Budgetdefizit bleibt allerdings ein Unsicherheitsfaktor: Es könnte sowohl das lange Ende der Kurve als auch die Inflationserwartungen nach oben treiben – ein Szenario, das für Bonds mit langer Duration ein Risiko darstellt. Die EZB dürfte dagegen vorerst abwarten. Sollte sich der seichte Aufschwung in den PMIs bestätigen, besteht wenig Druck für weitere Zinsschritte. In der Schweiz erwarten wir ebenfalls Stabilität; die SNB wird ihre Politik voraussichtlich eng an internationale Entwicklungen anlehnen und den starken Franken als natürlichen Inflationsdämpfer nutzen.

Das dritte Quartal 2025 hat damit ein Marktumfeld geschaffen, das zwar Chancen auf Carry und Kursgewinne bietet, jedoch kaum Fehler-toleranz zulässt. Wer jetzt auf Qualität und Flexibilität setzt, behält die nötige Handlungsfreiheit – sei es, um weitere Zinssenkungen auszunutzen oder um bei einer plötzlichen Marktverwerfung schnell reagieren zu können.



ALTERNATIVE INVESTMENTS

GOLD: DIE ULTIMATIVE TRUMP(F)KARTE
VON OLIVER WATOL

Gold glänzt erneut. Nach einer bereits eindrucksvollen Entwicklung in den vergangenen zwei Jahren konnte das Edelmetall im laufenden Jahr weitere 45 % zulegen und die Marke von USD 3'800 mühelos überschreiten. Damit zählt Gold bislang zu den erfolgreichsten Anlageklassen des Jahres 2025. Anfang September markierte es innerhalb von nur sieben Handelstagen gleich sechs neue Rekordstände. Bemerkenswert ist, dass Gold nicht nur in US-Dollar, sondern ebenso in Schweizer Franken, Euro, Pfund, Renminbi und nahezu allen bedeutenden Währungen auf historischen Höchstständen notiert. Getrieben wird diese aussergewöhnliche Hausse von mehreren Faktoren. Zentralbanken, insbesondere in Schwellenländern, bauen ihre Goldreserven weiter aus, um

ihre US-Dollar Abhängigkeit zu verringern. Zugleich haben ein schwächerer US-Dollar, die Sorge um die Rekordverschuldung der USA und wachsende Zweifel an der Unabhängigkeit der Federal Reserve die Nachfrage nach Gold als sicheren Hafen gestärkt. Der globale Zollstreit und die geopolitischen Spannungen treiben die Entwicklung weiter an. Verstärkt wird dies auch durch die erneute Dominanz von Donald Trump auf der Weltbühne. Der jüngste Impuls kam von Fed-Chef Jerome Powell und seiner Rede in Jackson Hole woraufhin wenig später die US-Notenbank erstmals seit Dezember 2024 den Leitzins um 25 Basispunkte senkte. Diese geldpolitische Massnahme hat das Edelmetall klar gestützt. Wichtig ist auch, dass die Entwicklung nicht nur auf die USA

beschränkt bleibt. Ein Grossteil der weltweit bedeutendsten Zentralbanken hat die Geldpolitik bereits gelockert oder dürfte dies, wie im Fall der US Fed, weiter tun. Mit diesen breiten Zinssenkungen sinken die Opportunitätskosten für Gold. Das veranlasste insbesondere auch private Anleger, ihre Gold-Allokationen auszuweiten.

Ist die goldene Chance bereits vorbei?

Es gibt Stimmen, die befürchten, dass die Gold-Rally bereits ausgereizt ist. Aus unserer Sicht ist der Ausblick jedoch weiterhin attraktiv und entspricht eher einem «Goldlöffchen» Umfeld. Eine Kombination unterstützender Faktoren untermauert diese Stärke. Auf der einen Seite preisen die Märkte weitere Zinssenkungen in den USA bis zum Jahresende und ins kommende Jahr hinein, da Jerome Powell den Fokus zunehmend auf einen sich abschwächenden Arbeitsmarkt legt. Niedrigere Zinsen begünstigen in der Regel höhere Allokationen in Gold, da die Attraktivität eines nicht verzinsten Vermögenswertes steigt. Ende September zeigte sich dies bereits deutlich in den Beständen globaler Gold-ETFs, die auf das höchste Niveau seit Ende 2022 kletterten. Dennoch bleibt der gesamte Markt für physisch hinterlegte Gold-ETFs relativ klein. Er entspricht nur ca. 1,2 % des Volumens des US-Staatsanleihemarktes. Dies verdeutlicht, wie viel Spielraum für Umschichtungen besteht, sollten Investoren ihre Engagements in Gold zu Lasten Anleihen weiter ausbauen.

Auf der anderen Seite ist der Kampf gegen die Inflation noch nicht gewonnen. Eine hartnäckige oder gar neu aufflammende Teuerung, etwa durch erhöhte Zölle oder eine eingeschränkte Unabhängigkeit der Fed, dürfte die Attraktivität von Gold ebenfalls weiter erhöhen. Steigende Inflation stärkt die Rolle des Edelmetalls als Wertaufbewahrungsmittel. Wenn Konsumentenpreise steigen und Papierwährungen an Kaufkraft verlieren, wenden sich

Investoren verstärkt jenen Anlagen zu, die Wohlstand über die Zeit hinweg erhalten können. Ein schwächerer US-Dollar liefert eine zusätzliche Stütze. Wir erwarten, dass der Greenback nicht nur kurzfristig, sondern auch über die nächsten zwölf Monate unter Druck bleibt. Da Gold in US-Dollar gehandelt wird, macht eine Abwertung des Dollars das Edelmetall für Käufer in anderen Währungen günstiger. Auch die Zentralbanken bleiben weiterhin ein entscheidender Akteur. Ihre Käufe schaffen eine stabile Basis und wirken preisstützend. Alles in allem bestärkt es uns in der Überzeugung, dass Gold seine besondere Stellung auch weiterhin behaupten wird.

Könnte Gold korrigieren?

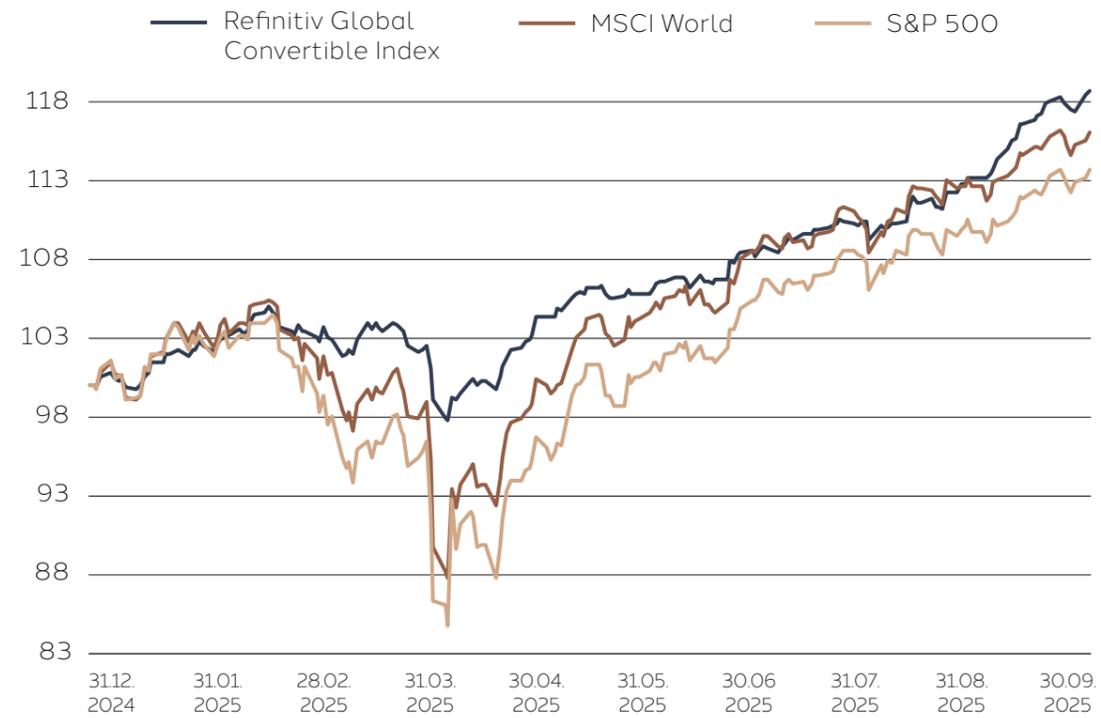
Es gibt zweifelsfrei Szenarien, die zu einem Rücksetzer führen könnten. Eine deutliche Deeskalation grösserer geopolitischer Konflikte, wie etwa der Krieg in der Ukraine, könnte die Nachfrage dämpfen. Auch eine spürbare Entspannung der Handelskonflikte würde den Bedarf an Absicherung verringern, während ein plötzlicher Anstieg der Anleiherenditen ebenfalls Druck auf die Preise ausüben könnte. Solche Faktoren könnten zwar kurzfristige Rückgänge auslösen, wir sehen darin jedoch eher temporäre Korrekturen als den Beginn einer anhaltenden Abwärtsbewegung. Deutlich grösserer Schaden droht, sollte eine Welle von Zentralbankverkäufen einsetzen. Ein solches Szenario setzt unserer Ansicht nach voraus, dass entweder viele Zentralbanken gleichzeitig Gold abstossen oder ein grosser Halter wie die USA, Deutschland oder Italien zum Beispiel unter dem Druck einer Schuldenkrise zu Verkäufen gezwungen wären. Ein solches Ereignis würde ein stark negatives Signal an den Markt senden. Gegenwärtig deuten die Entwicklungen jedoch in die andere Richtung. Zwar haben sich die offiziellen Käufe in den vergangenen Monaten leicht abgeschwächt, doch bleiben die Zentralbanken per saldo Käufer. So hat die Chinesische Zentralbank

im August ihre Goldbestände aufgestockt, und auch die Indische Zentralbank hat ihre Käufe intensiviert. Entscheidend ist, dass bislang keine grosse Zentralbank Anzeichen für einen Abbau ihrer Bestände zeigt. Die letzte bedeutende Veräusserung durch eine Zentralbank eines Industrielandes liegt bereits Jahrzehnte zurück: Ende der 1990er-Jahre veräusserte die Bank von England rund 400 Tonnen Gold zu einem Durchschnittspreis von etwa USD 275 pro Feinunze. Mit heutigen Kursen jenseits von USD 3'800 erscheint die Kritik an dieser Entscheidung nachvollziehbar. Solche Erfahrungen verstärken die Zurückhaltung der Zentralbanken, sich von ihren Goldreserven zu trennen.

Ein Ausnahmejahr für Wandelanleihen

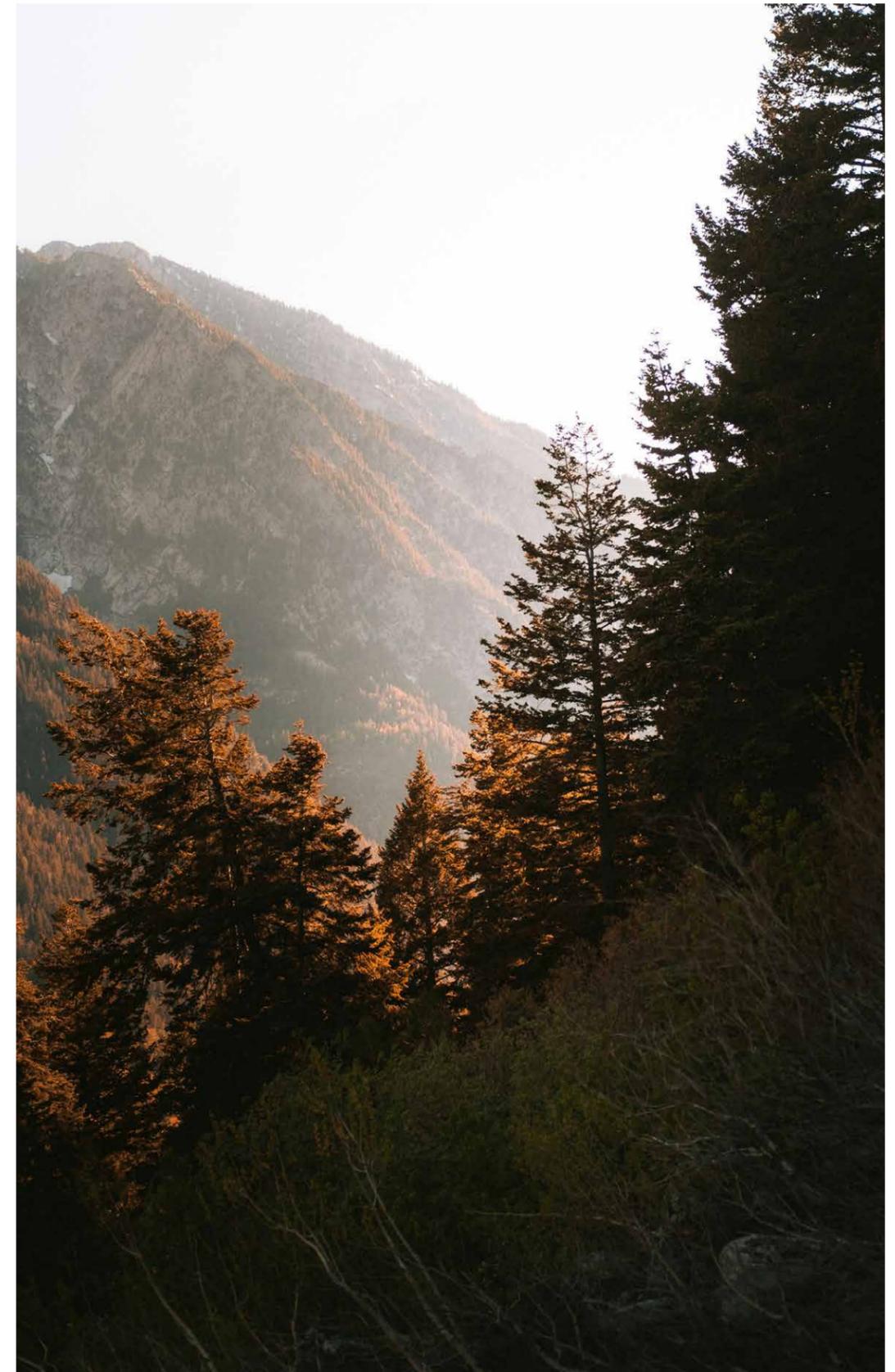
2025 ist für Wandelanleihen Investoren bislang ein aussergewöhnliches Jahr. Die Anlageklasse profitiert von einem günstigen Marktumfeld und mehreren starken Impulsen. Ein zentraler Treiber bleibt dabei das aktuelle Zinsumfeld, insbesondere in den USA, dem grössten Markt für Emittenten von Wandelanleihen. Zwar senkte die Federal Reserve im September den Leitzins um 0,25 %. Dennoch bleiben die Zinsen im jüngeren historischen Vergleich hoch. Dadurch sind die Finanzierungskosten weiterhin belastend, vor allem für innovative Unternehmen, die stark auf externe Mittel angewiesen sind. In diesem Umfeld bieten Wandelanleihen einen klaren Vorteil: Emittenten können Kapital zu deutlich niedrigeren Kosten (Kupons) aufnehmen als mit klassischen Anleihen, da Investoren zusätzlich mit der Aktienoption entschädigt werden. Diese Dynamik stützt die hohe Nachfrage und trägt zum positiven Momentum der Anlageklasse bei. Bisher hat dieses Umfeld im laufenden Jahr zu einem Anstieg des Emissionsvolumens geführt, wie man ihn seit nahezu zwei Jahrzehnten nicht mehr gesehen hat (mit Ausnahme der Corona Jahre 2020/2021). Unternehmen entscheiden sich zunehmend für Wandelanleihen,

um sich günstigere Finanzierung zu sichern, selbst wenn kein akuter Kapitalbedarf besteht. Das Ergebnis ist eine regelrechte «Primärmarkt-Renaissance». Nahezu die Hälfte der diesjährigen globalen Transaktionen wurde ohne Kupon strukturiert, als Resultat von tiefen Kreditaufschlägen und erhöhter Aktienvolatilität. Im Durchschnitt weisen Neuemissionen lediglich einen Kupon von rund 2 % und Wandlungsprämien um die 35 % auf. Für Investoren bedeutet diese Emissionswelle eine deutliche Ausweitung des Anlageuniversums. Neue Deals kommen häufig mit attraktiven Konditionen auf den Markt und können als direkte Alphaquelle dienen, indem sie interessante Einstiegsgelegenheiten in innovative und wachstumsstarke Unternehmen eröffnen. Rückgrat des Marktes für Wandelanleihen bleiben zudem kleine und mittelgrosse Unternehmen. Sie dominieren das Universum, und ihre jüngste Aktienstärke hat sich direkt in Kursgewinne von Wandelanleihen übersetzt. So konnten in den USA Nebenwerte wieder an Dynamik gewinnen, nachdem schwächere Arbeitsmarktdaten Anfang August die Erwartungen auf weitere Zinssenkungen verstärkten. Seit Anfang August hat der Russell 2000 den S&P 500 klar hinter sich gelassen. Das hat den Bewertungen von Wandelanleihen zusätzliche Impulse gegeben. Mit Blick nach vorn bleibt der Ausblick für Wandelanleihen konstruktiv. Ein stabiles bis leicht sinkendes Zinsniveau, tiefe Kreditaufschläge und eine anhaltend robuste Emissionspipeline deuten darauf hin, dass das günstige Umfeld für Wandelanleihen Bestand haben dürfte und möglicherweise der Grundstein für einen längerfristigen Bullenmarkt ist.



Jahresentwicklung Globale Wandelanleihen vs Aktien

Quelle: Bloomberg, Darstellung von Bergos



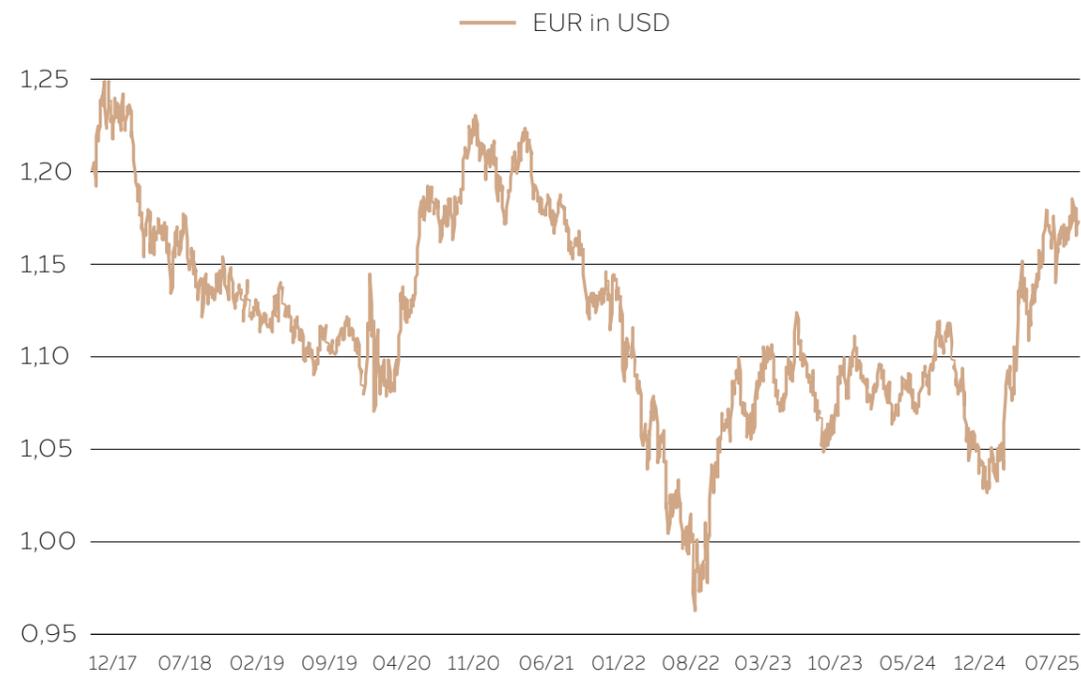


W Ä H R U N G E N

DER POLITISCHE DRUCK AUF DIE US-NOTENBANK WÄCHST
VON STEFFEN KILLMAIER

Im dritten Quartal 2025 wurden die Devisenmärkte von einem Spannungsfeld aus unterschiedlichen Konjunkturdaten, geldpolitischen Erwartungen und geopolitischen Entwicklungen geprägt. Die US-Handelspolitik, als zentrales Thema der ersten Jahreshälfte, rückte vermehrt in den Hintergrund. US-Präsident Donald Trump hatte Ende Juli Einigungen mit vielen Ländern verkündet. Zuletzt wieder stärker im Fokus stand die Geldpolitik und in diesem Zusammenhang auch die Frage nach der Unabhängigkeit der US-Notenbank Fed. Dies beeinflusste die Devisenmärkte, allen voran den US-Dollar. Sichere Anlagehäfen wie der Schweizer Franken blieben auch im dritten Quartal gefragt.

Schwäche des US-Dollars dürfte anhalten
Nachdem der US-Dollar das schwächste erste Halbjahr seit 1973 verzeichnete, war in den vergangenen Monaten zumindest eine gewisse Stabilisierung der US-Währung zu beobachten. Mit Blick auf die Handelspolitik konnten mehrere Deals erzielt werden, unter anderem die Einigung mit der EU. Zudem wurde Mitte August die Zollpause mit China um weitere 90 Tage verlängert. Die Handelspolitik rückte daher etwas in den Hintergrund, kann aber aufgrund der Unberechenbarkeit der US-Regierung jederzeit wieder für Unruhe sorgen und den US-Dollar tendenziell unter Druck setzen.



Entwicklung des EUR/USD-Wechselkurses
Quelle: Bloomberg, Bergos. Daten per 30.09.2025

An den Devisenmärkten stand zuletzt wieder vermehrt die Zentralbankpolitik im Zentrum. Nachdem die US-Notenbank Fed den Leitzins in diesem Jahr bislang unverändert belassen hatte, folgte im September nun eine Zinssenkung um 25 Basispunkte. Aktuell gehen wir in den USA von zwei weiteren Zinssenkungen in diesem Jahr aus, während die Europäische Zentralbank (EZB) den Leitzins bis Ende des Jahres voraussichtlich nicht mehr senken wird. Dadurch verringert sich die Zinsdifferenz zwischen den USA und der Eurozone, was für den US-Dollar weiteren Gegenwind bedeuten dürfte.

Mit der Zinssenkung im September reagierte die Fed auf eine sich abkühlende Wirtschaft und einen schwächeren Arbeitsmarkt. Zudem dürfte aber auch der enorme Druck, der von Präsident Trump auf die US-Notenbank ausgeübt wird, eine nicht unwesentliche Rolle gespielt haben. Donald Trump wünscht sich von der Fed schnellere und deutlichere Zinssenkungen, um die Konjunktur zu beflügeln. Dies gefährdet zunehmend die Unabhängigkeit

der US-Notenbank (siehe auch Seite 49 «Im Fokus: Zur Unabhängigkeit der amerikanischen Zentralbank»). Die Ernennung von Trumps Berater Stephen Miran als Fed-Gouverneur und dessen Apell für drastischere Zinssenkungen verdeutlicht die Risiken. Im Allgemeinen führt der politische Druck, der von Donald Trump momentan auf unterschiedlichste US-Institutionen ausgeübt wird, zu einem zunehmenden Vertrauensverlust in die USA und schadet der Stellung des US-Dollars.

In der Eurozone zeigt sich die Wirtschaft in diesem Jahr bislang widerstandsfähig. Die Finanzpolitik wird expansiver, unter anderem wegen der steigenden Verteidigungsausgaben. Die Konjunktur der Eurozone erhält dadurch einen stabilisierenden Impuls. Auch die Einigung im Zollstreit könnte etwas mehr Sicherheit bringen. Davon konnte die Europäische Gemeinschaftswährung zuletzt profitieren. Für das Währungspaar EUR/USD sind wir auf kurze Sicht bereits seit März 2025 positiv und erwarten auch in den kommenden Monaten

einen schwächeren US-Dollar. Zudem hatten wir zuletzt unseren längerfristigen Ausblick für das Währungspaar angepasst. Nachdem wir auf 12-Monats-Sicht bislang neutral positioniert waren, gehen wir nun auch längerfristig von einem schwächeren US-Dollar aus.

Schweizer Franken trotz dem Zollhammer
In einer Welt, die von wirtschaftlichen und politischen Risiken geprägt ist, profitiert der Schweizer Franken weiterhin von seiner Funktion als sicherer Hafen. Die Schweiz überzeugt dabei mit politischer Stabilität, einer robusten Wirtschaft, einer geringen Staatsverschuldung sowie durch grosses internationales Vertrauen. Einen Rückschlag für die Schweiz gab es zuletzt jedoch bei den Zollverhandlungen mit den USA. Im Gegensatz zur EU konnte die Schweiz keinen Handelsdeal mit der US-Regierung abschliessen. Der nun gültige allgemeine Zollsatz von 39 % und der Zollsatz von 100 % auf Pharmaprodukte stellen eine Belastung für die Schweizer Wirtschaft dar. Die USA sind auf Länderebene der wichtigste Handelspartner der Schweiz. Die kommenden Monate werden zeigen, ob es der

Schweiz in Verhandlungen mit Washington gelingen wird, die US-Zölle zu senken.

Auch der weiterhin starke Franken stellt eine Belastung für die Schweizer Unternehmen dar, weil dieser die Exportpreise steigen lässt und somit den Absatz im Ausland zusätzlich erschwert. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) wird daher auch zukünftig versuchen, sich dem Aufwertungsdruck entgegenzustellen und einen weiteren Anstieg des Franken-Kurses zu verhindern. Da der Leitzins seit Juni dieses Jahres wieder bei 0 % liegt, ist der Spielraum für weitere Lockerungen der Geldpolitik jedoch begrenzt. Eine direkte Intervention am Devisenmarkt ist zudem möglich. Wir erwarten, dass sich die in diesem Jahr zu beobachtende Seitwärtsbewegung beim Währungspaar EUR/CHF fortsetzen wird und sind für das Währungspaar auf 3-Monats- und 12-Monats-Sicht neutral positioniert. Für eine echte Trendwende mit deutlich niedrigeren Franken-Kursen müsste die Welt vermutlich ihren Krisenmodus verlassen. Danach sieht es auch weiterhin nicht aus.

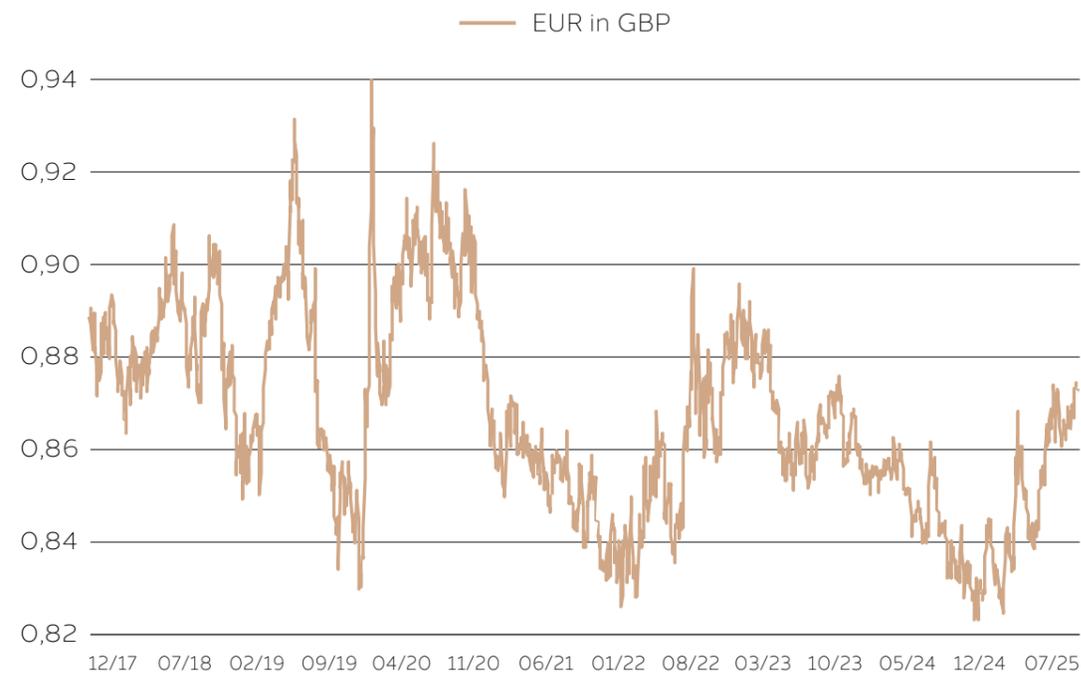


Entwicklung des EUR/CHF-Wechselkurses
Quelle: Bloomberg, Bergos. Daten per 30.09.2025

Inflation in Grossbritannien bleibt hartnäckig

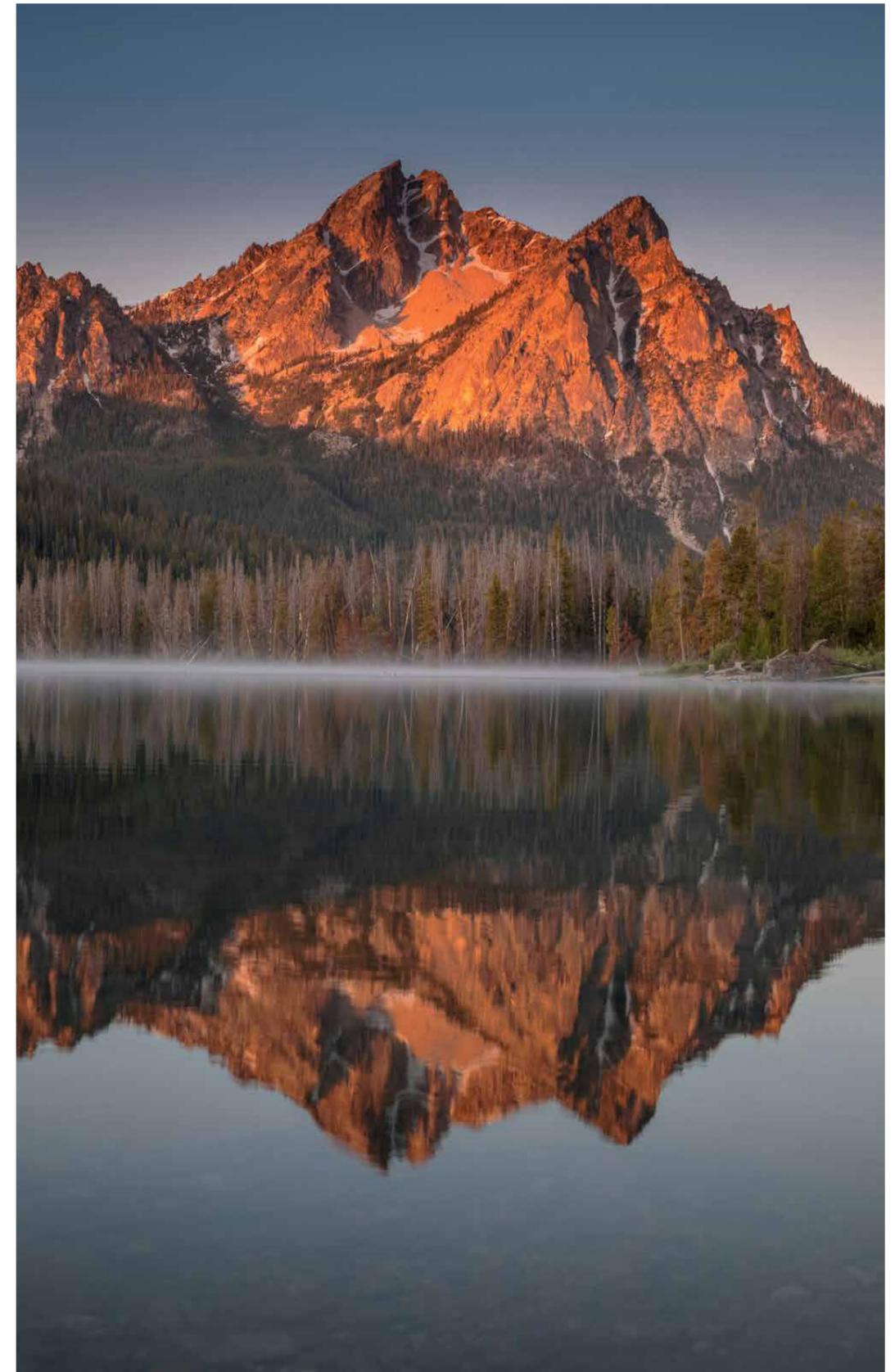
Die Bank of England (BoE) ist momentan gefangen zwischen Inflationsdruck und Konjunktursorgen. Die hohe Teuerung in Grossbritannien bereitet weiterhin Sorge. Die Inflation liegt mit 3,8 % im August deutlich über dem Zweiprozentziel der BoE und so hoch wie in keiner anderen Industrienation. In der September-Sitzung beschloss die Bank of England den Leitzins daher unverändert bei 4 % zu belassen. Wir erwarten, dass der Leitzins im Vereinigten Königreich auch in den kommenden Monaten nicht weiter gesenkt wird. Dies wäre in Einklang mit der Europäischen Zentralbank. Die gleichbleibende Zinsdifferenz zwischen Grossbritannien und der Eurozone spricht zukünftig weder für eine grössere Auf- noch Abwertung des britischen Pfundes gegenüber dem Euro.

Neben der hohen Inflation hat Grossbritannien zudem mit Konjunktursorgen zu kämpfen. Die zuletzt veröffentlichten Wirtschaftsdaten zeichnen ein sich eher eintrübendes Bild der britischen Wirtschaft. Das Wirtschaftswachstum stagniert und der Arbeitsmarkt kühlt weiter ab. Die Arbeitslosenquote liegt mit 4,7 % auf dem höchsten Stand seit vier Jahren. Auch zukünftig gehen wir nicht mehr von einem stärkeren Wirtschaftswachstum in Grossbritannien im Vergleich zur Eurozone aus. Diese Entwicklung stimmte uns zuletzt weniger positiv für das britische Pfund, weshalb wir unseren Ausblick für das Währungspaar EUR/GBP angepasst haben. Wir erwarten nun auf 3-Monats- und 12-Monats-Sicht eine Seitwärtsbewegung.



Entwicklung des EUR/GBP-Wechselkurses

Quelle: Bloomberg, Bergos. Daten per 30.09.2025





TOPIC





T O P I C

IM FOKUS: ZUR UNABHÄNGIGKEIT DER AMERIKANISCHEN ZENTRALBANK
VON DR. JÖRN QUITZAU

Neben der Zollpolitik haben im vergangenen Quartal insbesondere die Attacken von US-Präsident Trump auf die Zentralbank Fed für Aufregung gesorgt. Donald Trump wünscht sich von der Fed schnellere und deutlichere Zinssenkungen, um die Konjunktur zu beflügeln. Die Fed-Verantwortlichen versuchen, sich davon nicht beeinflussen zu lassen. Sie versuchen, die Geldpolitik allein an den makroökonomischen Daten auszurichten, sodass das Preisniveau stabil und die Beschäftigung hoch bleibt. Trotzdem drängt sich immer mehr die Frage auf: Wie geschützt ist die Fed vor der Einflussnahme aus der Politik?

Wenn man die Verantwortung für Geld und Währung in die Hände oder zumindest in den Einflussbereich von Politikern legt, ist das Risiko einer lockeren, inflationstreibenden Geldpolitik hoch. Denn viele Politiker sehen primär den eher kurzfristigen Konjunkturstimulus einer lockeren Geldpolitik, ohne die damit längerfristig einhergehenden Inflationsrisiken zu berücksichtigen. Empirische Studien hatten in den 1980er Jahren die positiven Folgen unabhängiger Zentralbanken für Preisstabilität und wirtschaftliche Entwicklung gezeigt. Deshalb sind unabhängige Zentralbanken seit Anfang der 1990er Jahre international zum Standard geworden.

In der Praxis bleibt das Problem, dass eine Zentralbank zwar de jure unabhängig sein kann, de facto aber dennoch unter den Einfluss der Politik gerät. Im Wesentlichen sind es drei Faktoren, die zur Gefahr werden können – und alle drei Faktoren spielen für die amerikanische Zentralbank aktuell eine Rolle: Erstens die fiskalische Dominanz, zweitens der politische Druck und drittens die Personalauswahl.

Fiskalische Dominanz

Wenn Staatsschulden so stark steigen, dass sich ein Staat am Kapitalmarkt nicht mehr zu moderaten Zinsen finanzieren kann, entsteht Druck auf die Zentralbank, die Geldpolitik zu lockern, um die Finanzierungskosten des Staates zu senken. Dazu braucht es ab einem bestimmten Punkt weder politischen Druck noch politische Weisungen. Die Zentralbank handelt in einem solchen Fall gewissermassen «freiwillig» und nimmt dabei höhere Inflationsraten in Kauf, um grössere Schäden wie eine Schulden- oder Finanzkrise abzuwenden. Mit Blick auf den amerikanischen Schuldenberg und die anhaltend hohen Haushaltsdefizite besteht latent die Gefahr, dass die Zentralbank der US-Regierung zur Hilfe kommen muss.

Politischer Druck

Notenbanker sind Menschen und keine Maschinen. Massiver politischer Druck kann Spuren hinterlassen. US-Präsident Trump hat den Fed-Vorsitzenden Jerome Powell schon oft öffentlich beleidigt und mit dessen Entlassung gedroht. Längerfristig kann ein solcher Druck das Entscheidungsverhalten der Mitglieder des Zentralbankrates beeinflussen.

Personalauswahl

Die Besetzung der Spitzenpositionen in Zentralbanken ist selten völlig unpolitisch. Mit der geldpolitischen Ausrichtung der Kandidaten («Falken» oder «Tauben») lässt sich der geldpolitische Kurs der Zentralbank zumindest etwas in die gewünschte Richtung lenken.

Zusammensetzung des

Fed-Entscheidungsorgans FOMC

Welche Einflussmöglichkeiten hat die Politik bei der Personalauswahl? Geldpolitische Entscheidungen werden vom Offenmarktausschuss (Federal Open Market Committee, FOMC) getroffen, der sich aus sieben Mitgliedern des Board of Governors und den Präsidenten der zwölf regionalen Federal Reserve Banks zusammensetzt. Bei jeder der acht FOMC-Sitzungen pro Jahr stimmen alle sieben Fed-Gouverneure und der Präsident der Federal Reserve Bank von New York über die Geldpolitik ab. Weitere vier Stimmen werden unter den elf verbleibenden Präsidenten der Fed-Banken rotiert. Insgesamt entscheiden somit bei jeder Sitzung zwölf Stimmen über den geldpolitischen Kurs der Fed.

Die sieben Mitglieder des Board of Governors der Fed werden vom US-Präsidenten nominiert und vom Kongress bestätigt. Die zwölf Präsidenten der regionalen Federal Reserve Banks werden von den Vorständen der einzelnen Banken gewählt. Seit Janet Yellen Vorsitzende der Fed war, hat das Board of Governors in Washington mehr Einfluss auf die Wahl des Präsidenten der Distriktbanken ausgeübt. Der Vorsitzende des Federal Reserve Board (derzeit Jerome Powell) hat ein Vetorecht gegenüber jedem Kandidaten für das Amt des Präsidenten einer Federal Reserve Bank.

Angesichts der langen Amtszeiten würde es lange dauern, mittels Personalauswahl Einfluss auf den geldpolitischen Kurs der Fed nehmen zu wollen. Die meisten Amtszeiten der aktuellen Fed-Gouverneure sind länger als die Amtszeit von Donald Trump als US-Präsident:

- **Jerome H. Powell** (Fed-Vorsitzender): Amtszeit im Board of Governors bis Januar 2028. Die Amtszeit als Vorsitzender der Fed endet im Mai 2026.

- **Philip N. Jefferson** (Stellvertretender Vorsitzender): Amtszeit bis Januar 2036.
- **Michelle W. Bowman** (Stellvertretende Vorsitzende): Amtszeit bis Januar 2034.
- **Michael S. Barr**: Amtszeit bis Januar 2032.
- **Lisa D. Cook**: Amtszeit bis Januar 2038.
- **Stephen I. Miran**: Amtszeit bis Januar 2026.
- **Christopher J. Waller**: Amtszeit bis Januar 2030.

Obwohl die Fed-Entscheider durch die langen Amtszeiten gegen politische Einflüsse in gewisser Weise immunisiert wären, haben die letzten Wochen gezeigt, dass trotzdem sehr wohl Bewegung in die Personalstruktur des Entscheidungsgremiums der Fed kommen kann. Nachdem die Gouverneurin Adriana D. Kugler Anfang August ihre bis Januar 2026 laufende Amtszeit vorzeitig beendet hat, konnte Donald Trump seinen Berater Stephen I. Miran als Ersatz für Kugler (zunächst bis Januar 2026) ins Board of Governors entsenden. Miran setzte gleich bei seinem ersten Auftritt im FOMC Mitte September Akzente, indem er im Gegensatz zu allen anderen Stimmberechtigten nicht für eine kleine Zinssenkung um 25 Basispunkte, sondern direkt für eine grosse Senkung um 50 Basispunkte votierte. Auch für die kommenden Monate sieht Miran Anlass für stärkere Zinssenkungen als seine Fed-Kollegen. Für zusätzlichen Zündstoff könnte sorgen, dass Mirans geld- und wirtschaftstheoretisches Weltbild oft weitab vom ökonomischen Mainstream ist.

Eine weitere Personalie zeigt, wie gross der Druck des US-Präsidenten auf die Fed ist. Er entliess die Gouverneurin Lisa D. Cook aus eher fadenscheinigen Gründen. Cook wehrte

sich gegen die Entlassung und sagte, sie sei weiterhin im Amt. Vorerst haben ihr zwei Gerichte, sowie der Supreme Court, recht gegeben, sodass sie zunächst tatsächlich weiter im Amt ist und an der Fed-Sitzung im September regulär teilgenommen hat. Das Ende dieser Angelegenheit ist aber noch offen.

Das stimmberechtigte Personal kann sich also schneller ändern als erwartet. Hinzu kommt: Es gibt keine Garantie, dass in einem Klima von Angst oder Schikane Entscheidungen strikt im Sinne des geldpolitischen Mandats getroffen werden. Und schliesslich wird derzeit ein Nachfolger für den Fed-Vorsitzenden Jerome Powell gesucht, dessen Amtszeit im Mai 2026 endet. Mitglieder des Zentralbankrates, die Ambitionen auf das Amt des Fed-Vorsitzenden haben, könnten versuchen, die Gunst von Donald Trump zu gewinnen, indem sie bei den nächsten Sitzungen stärker für Zinssenkungen plädieren, als es ihren geldpolitischen Überzeugungen entspricht.

Insgesamt ist der politische Druck auf die Notenbank sehr unerfreulich. Die Diskussion schadet der Glaubwürdigkeit der Fed und der Stellung des US-Dollars.

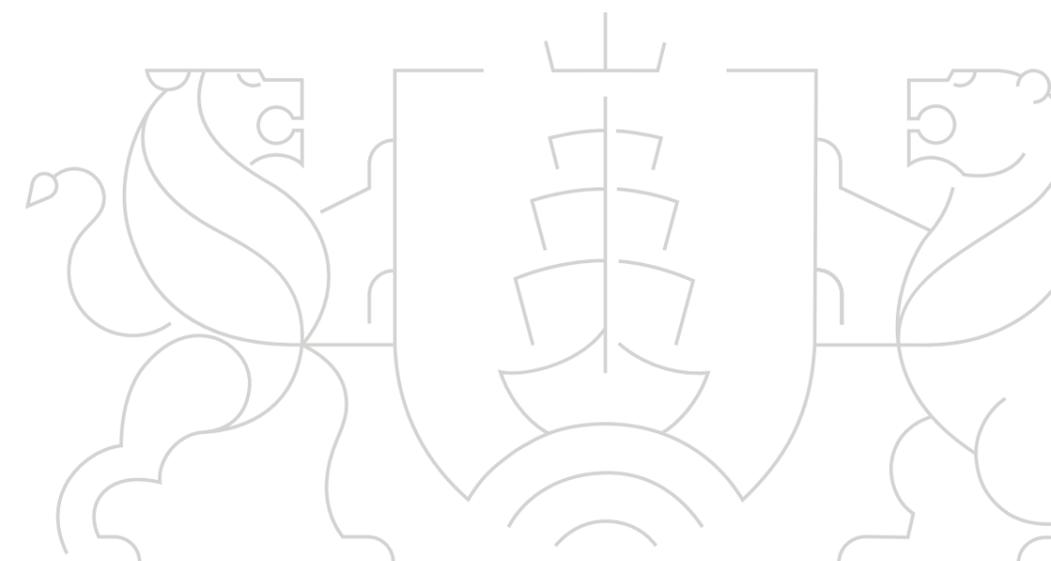


BERGOS HAUSMEINUNG

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	○	○	●	○	○

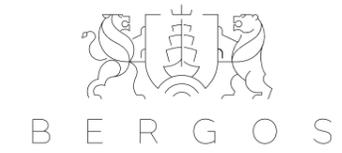
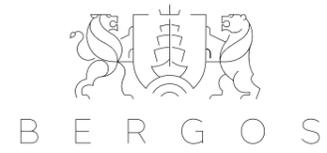


Diese Publikation dient ausschliesslich zu Informations- und Marketingzwecken. Die bereitgestellten Informationen sind nicht rechtsverbindlich und stellen weder Finanzanalysen noch einen Verkaufsprospekt, ein Angebot für Investmenttransaktionen, eine Vermögensverwaltung oder eine Anlageberatung dar und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