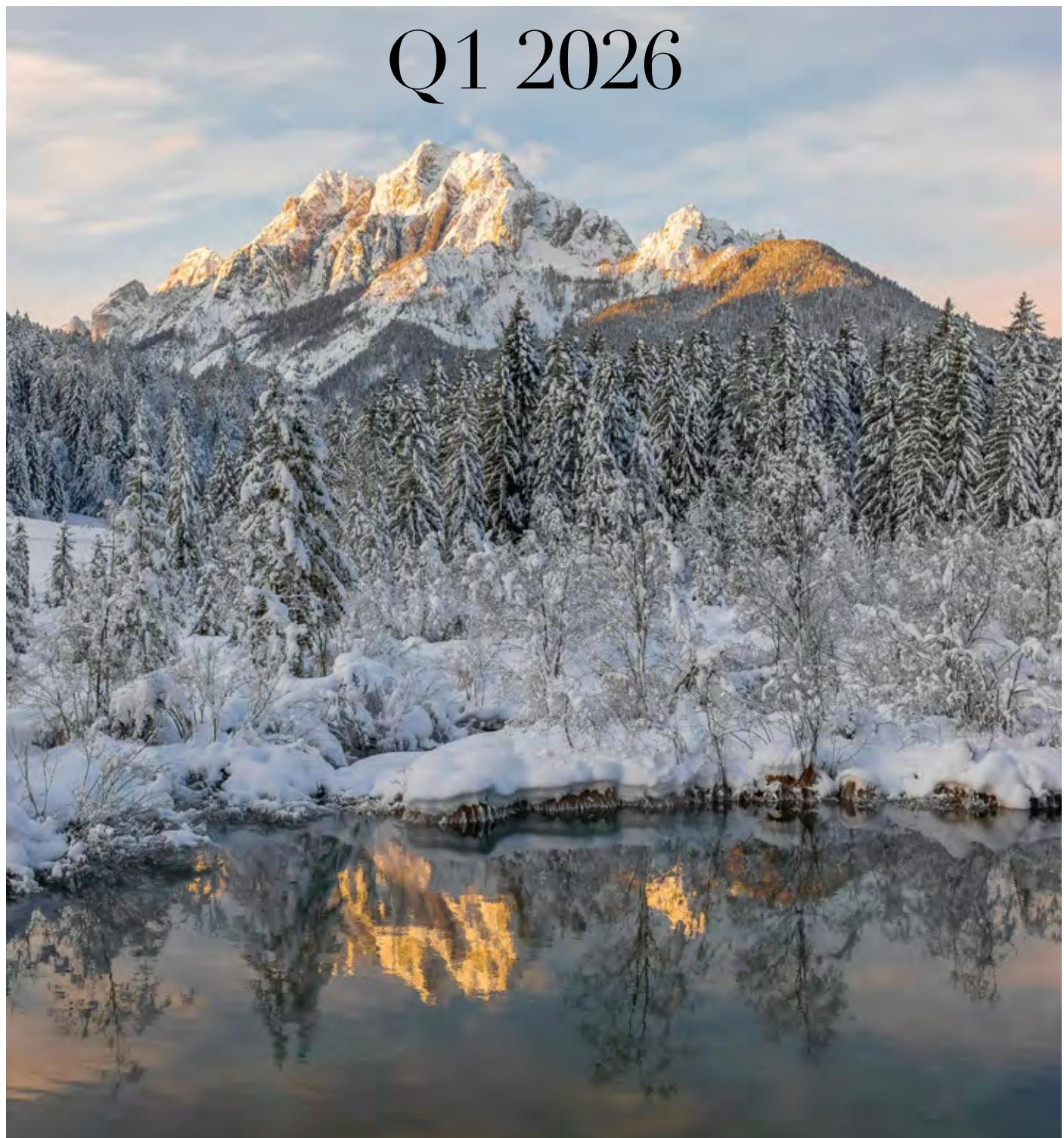
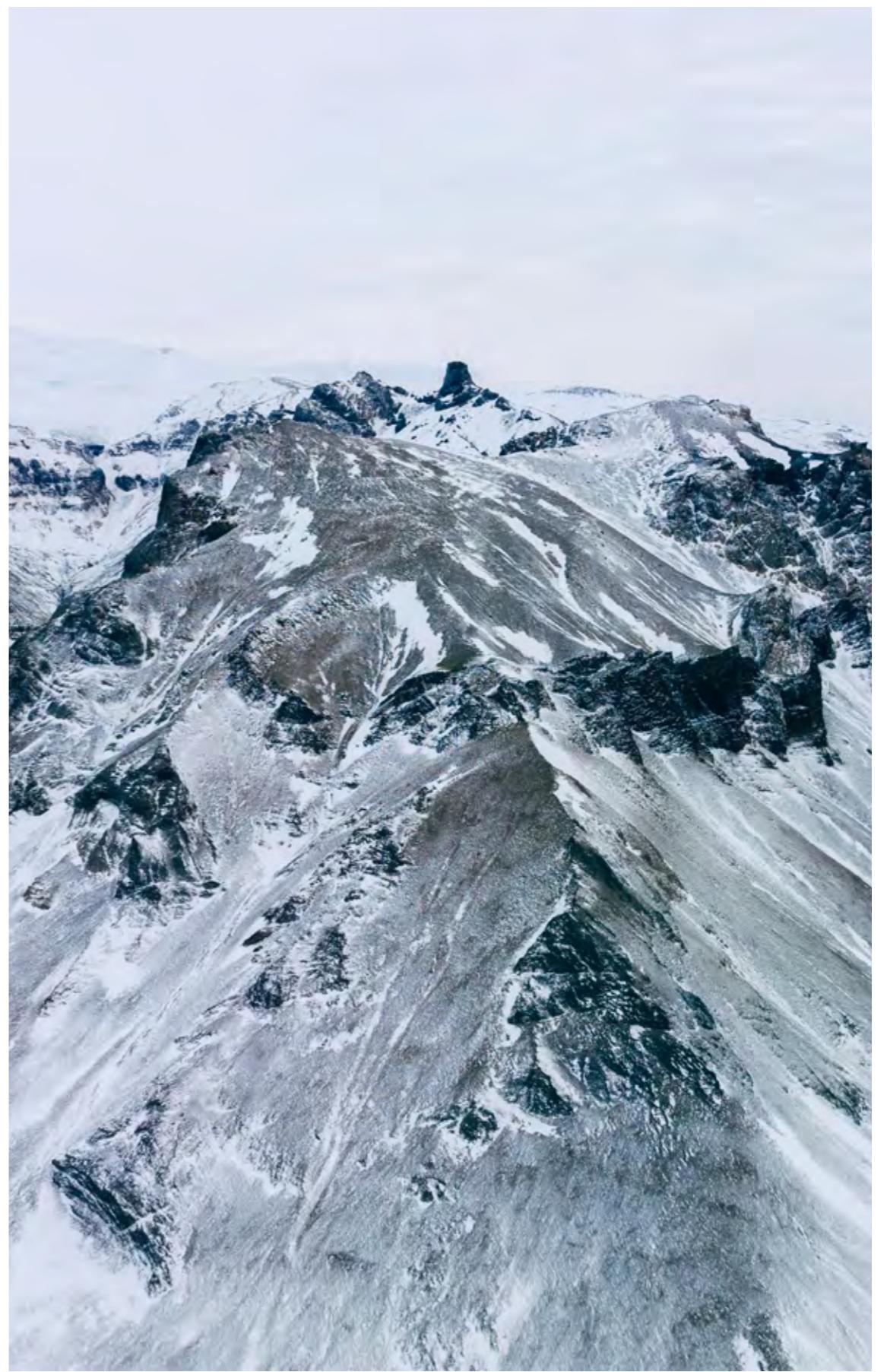
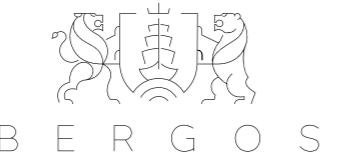


# Reflexionen

## Q1 2026







# INHALT

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: U.S.-NOTENBANK  
DR. MICKEY LEVY

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 40 Jahren am Finanzplatz Schweiz aktiv. Unser internationales Team widmet sich allen Aspekten der Vermögensverwaltung und -betreuung, mit besonderem Fokus auf Privatiers, 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.

# 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.



## FREDERIK CARSTENSEN

AKTIENSTRATEGIE

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



## DR. JÖRN QUITZAU

CHEFÖKONOM

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



## CHRISTOPH JUNG

CIIA, FRM, ANLEIHENSTRATEGIE

Christoph Jung 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.



## DR. MICKEY LEVY

GASTAUTOR –  
EXTERNAL ADVISOR

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





# V O R W O R T

## ÜBER UNSERE WINTERAUSGABE

Liebe Leserinnen und Leser,

die globalen Aktienmärkte haben zum dritten Mal in Folge erfreulich positive Renditen erzielt. Wie so oft gab es auch im Jahr 2025 viele Unsicherheiten und nachvollziehbare Gründe, Aktienbestände zu verkaufen, wie z. B. den «Liberation Day» in den USA oder Sorgen um eine mögliche Überbewertung von KI-Aktien. Die Korrekturen waren jedoch nur von kurzer Dauer. Investoren, die auf nachhaltige Aktienmarktkorrekturen gesetzt hatten, tun sich heute schwer, Aktien auf den Allzeithöchstständen nachzukaufen. Daher behält das Zitat der Investmentikone Peter Lynch auch im Jahr 2025 seine Gültigkeit: «Far more money has been lost by investors preparing for corrections, or trying to anticipate corrections, than has been lost in the corrections themselves.»

Neben weiterhin überzeugenden Unternehmensgewinnen, insbesondere in den Vereinigten Staaten, hat zum Jahresende auch die US-Notenbank mit einer Lockerung der Geldmarktpolitik Unterstützung geleistet. Erwähnenswert ist neben der Zinssenkung die Tatsache, dass die Bilanz der Notenbank nicht weiter reduziert, sondern durch neue Anleihekaufprogramme ausgeweitet wird. Salopp gesagt pumpt die US-Notenbank wieder neue Liquidität in das System. Unser Chefvolkswirt Dr. Jörn Quitzau begründet diese neue Zinspolitik unter anderem mit einer erhöhten Inflationstoleranz der Notenbanken.

Im Mai 2026 steht zudem eine spannende Entscheidung bevor: Wer wird neuer Vorsitzender

der US-Notenbank? Hierbei verweise ich auf den Gastbeitrag von Mickey Levy, einem langjährigen Experten für die US-Notenbankpolitik. Mickey erörtert seine Einschätzung, wer der nächste Vorsitzende wird und damit die grösste Durchschlagskraft für die Wunschkultur von Donald Trump nach höheren Aktienkursbewertungen mitbringt.

Die Zinssenkungshoffnungen hinsichtlich der US-Notenbank, weiterhin hohe geopolitische Unsicherheiten und die nicht annähernd gelöste Haushaltsverschuldung in den USA bleiben auch weiterhin ein Belastungsfaktor für den US-Dollar. Auch nach der gravierenden Abwertung des US-Dollars im Jahr 2025 ändert sich die Ausgangslage für die Währung im neuen Jahr nicht wesentlich. Wir bleiben daher vorsichtig und nutzen weiterhin Absicherungsmechanismen für den US-Dollar.

Fallende Zinsen und ein schwächerer US-Dollar waren auch ein wichtiger Faktor für die fulminante Entwicklung von Gold. Laut dem World Gold Council haben die Kursentwicklung und die gestiegene Nachfrage von Zentralbanken dazu geführt, dass der Wert der Gold-

reserven ausländischer Banken die Reserven an US-Staatsanleihen mittlerweile überholt hat. Ein Trend, der vor dem Hintergrund der aktuellen US-Politik auch im neuen Jahr anhalten dürfte. Daher bleibt Gold für uns ein wichtiger Bestandteil klassischer Multi-Asset-Portfolios.

Trotz der berechtigten Sorgen in vielen globalen Themen bleiben wir für die Kapitalmärkte im Jahr 2026 zuversichtlich. Diese Zuversicht beruht vor allem auf der Annahme, dass Unternehmen in einem wachsenden wirtschaftlichen Umfeld weiterhin Gewinne für ihre Investoren generieren und diese sogar weiter steigern können. Wenn man ergänzend mit ruhiger Hand agiert und langfristig orientiert bleibt, sehen wir gute Chancen, dass Investoren am Jahresende 2026 wieder real positive Renditen an den Kapitalmärkten erzielen können.

Ich wünsche Ihnen viel Freude beim Lesen und ein gutes, gesundes neues Jahr!

Mit freundlichen Grüßen

Maximilian Hefele  
Stellvertretender Chief Investment Officer

MAXIMILIAN HEFELE CFA  
STELLVERTRETER  
CHIEF INVESTMENT  
OFFICER UND LEITER  
ASSET MANAGEMENT





# K O M P A S S

## BASISZENARIO

VON TILL C. BUDELMANN, CHIEF INVESTMENT OFFICER

Die Wirtschaftspolitik von Donald Trump bleibt sprunghaft. Nach den «Handelsdeals» mit moderateren Zollsätzen und der Zollpause mit China (Mitte August um 90 Tage verlängert) «justierte» Trump an verschiedenen Stellen substanzial nach. Damit bestätigt sich: Auch nach Abschluss von «Handelsdeals» ist offen, wie verlässlich die Vereinbarungen von amerikanischer Seite sind. Donald Trump irritiert zudem mit dem massiven Druck auf die Zentralbank. Hier liegt aktuell der Fokus darauf, wer die Nachfolge von Jerome Powell als Fed-Vorsitzender antritt. Auch wenn die Wirtschaftspolitik der Trump-Regierung eine Belastung ist, läuft die US-Konjunktur erstaunlich solide. Für 2026 erwarten wir auch wegen der sehr expansiven Finanzpolitik ein Wachstum von 1,7 %. Damit würde sich die Wirtschaft ungefähr auf dem Niveau des Trendwachstums bewegen. In Europa wird die Finanzpolitik expansiver, unter anderem wegen der steigenden Verteidigungsausgaben. Die schwächernde Konjunktur der Eurozone erhält dadurch einen positiven Impuls. 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.

Das Inflationsbild ist gemischt. In der Schweiz liegt die Teuerungsrate seit zweieinhalb Jahren fast durchgehend wieder im Zielbereich (0–2 %) der Schweizerischen Nationalbank (SNB). In der Eurozone liegt die Inflationsrate wieder auf Höhe des EZB-Ziels von 2 %. Dagegen bleiben die Inflationsraten in den USA und in UK noch deutlich oberhalb von 2 %, allerdings mit abnehmender Tendenz. Sowohl die amerikanische als auch die britische Zentralbank haben trotz der hohen Inflation die Geldpolitik bereits gelockert und werden den Lockerungskurs auch 2026 fortsetzen. Die US-Fed dürfte den Leitzins zwei bis dreimal um jeweils 25 Basispunkte senken. Die Bank of England hat zuletzt sehr knappe Entscheidungen mit vielen Gegenstimmen getroffen. Sie hat dennoch bereits angedeutet, die Geldpolitik schrittweise weiter zu lockern. Die EZB und die SNB dürften die Leitzinsen voraussichtlich bis weit in das Jahr 2026 unverändert lassen.

Die Geopolitik steht derzeit besonders im Fokus. Der Russland-Ukraine-Krieg geht weiter, ebenso das Ringen um ein Ende des Krieges. Zwischen den USA und Russland hat sich die Stimmung eingetrübt. Das Eingreifen Donald Trumps in Venezuela und seine wiederholten Äusserungen Richtung Grönland sorgen für zusätzliche Verunsicherung.

## BIP-SCHÄTZUNGEN

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



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

---

WIRTSCHAFT IM SCHATTEN DER POLITIK  
VON DR. JÖRN QUITZAU

---

## Rückblick 2025: Börsen top, Politik flopp

Ein weiteres aussergewöhnliches Jahr ist zu Ende. Während die (wirtschafts-) politischen Rahmenbedingungen kaum unangenehmer hätten sein können, kletterten die Aktienmärkte in immer neue Höhen. Praktisch mit dem Tag seiner Amtseinführung im Januar 2025 sorgte US-Präsident Donald Trump für massive Unruhe. Ob Aussenpolitik, Handels-, Finanz- oder Geldpolitik, Trump hielt mit seinem Vorgehen die ganze Welt in Atem. Konjunkturrell ging das Jahr gleichwohl in vielen Ländern glimpflicher aus, als angesichts dieser Rahmenbedingungen zu befürchten gewesen wäre.

Zum Jahresende 2025 hätte man gern einen Schlussstrich unter all die Unwägbarkeiten gezogen. Doch schon zum Jahresauftakt 2026 gab Donald Trump mit seinem Eingreifen in Venezuela und den Drohungen gegenüber Grönland einen Vorgeschnack auf das neue Jahr. Es wird unruhig weitergehen. Weitere politische Wendungen sind wahrscheinlich. Das geopolitische Kräfthemessen und die (wirtschaftliche) Neuvermessung der Welt veränderten und verändern vielfach das Kalkül der wirtschaftspolitischen Akteure. Ökonomische Effizienz und wirtschaftspolitische Rationalität müssen immer häufiger zurücktreten hinter übergeordnete politische Ziele. Am deutlichsten wird dies in

der amerikanischen Handelspolitik, die mit ökonomischen Argumenten nicht erklärbar ist. Machtpolitik ist im Aufwind.

Unter Donald Trump testen die USA in vielen relevanten Politikbereichen Grenzen aus. Für die Finanzmärkte wird im neuen Jahr besonders relevant sein, wie es mit der amerikanischen Geldpolitik weitergeht. Kann die Notenbank ihre Arbeit (weitgehend) unabhängig von politischen Einflüssen leisten? Oder gelingt es US-Präsident Trump, mit einem neuen Vorsitzenden der US-Zentralbank und mit anhaltendem politischem Druck, den gewünschten Einfluss auf die Geldpolitik zu bekommen? (siehe TOPIC auf Seite 49)

#### Ausblick 2026: Finanzpolitik stützt die Konjunktur

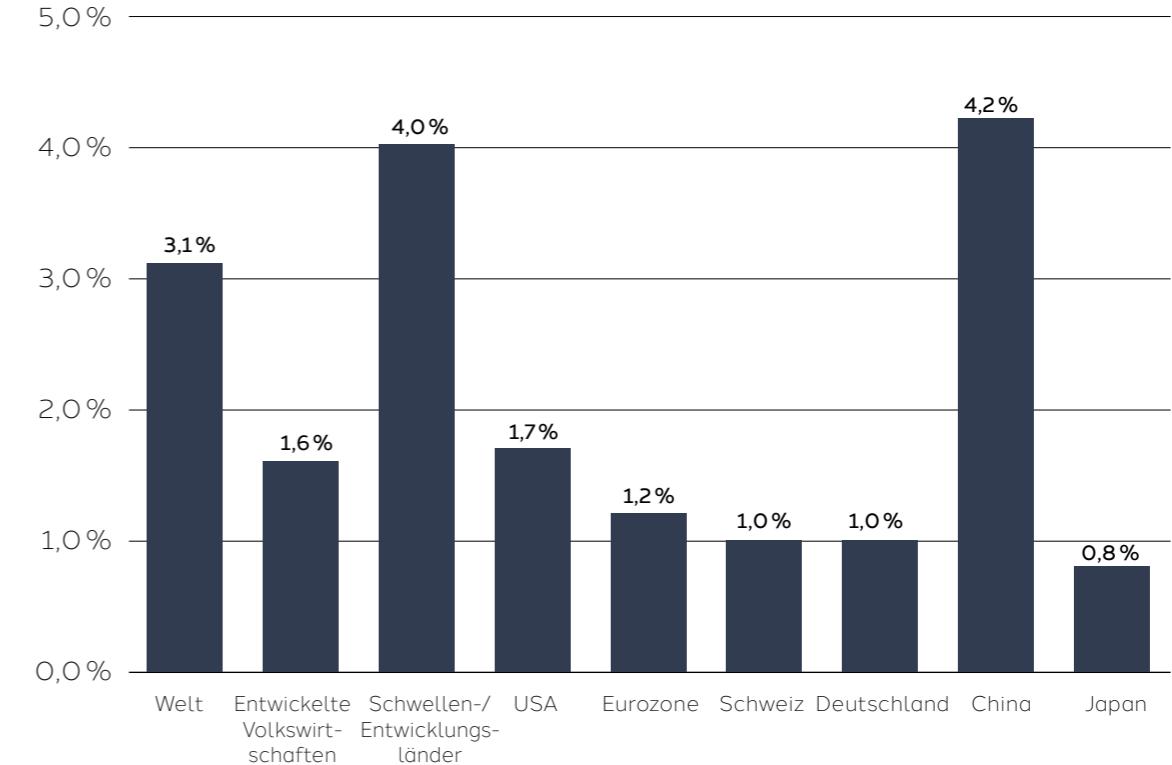
Die Weltwirtschaft wird ihre Fahrt voraussichtlich mit ähnlichem Tempo fortsetzen. Mit rund 3 % dürfte sie kaum weniger als in den beiden Vorjahren wachsen. Angesichts der disruptiven US-Handelspolitik ist erstaunlich, dass ein grösserer Rückschlag bisher ausgeblieben ist. Auch in den USA, dem Epizentrum disruptiver Wirtschaftspolitik, zeigt sich die Konjunktur überraschend robust. Die Abkühlung entspricht bisher eher einer normalen konjunkturellen Schwankung, mit einem Rückgang der Wachstumsraten von knapp 3 % im Jahr 2024 auf knapp 2 % im vergangenen und voraussichtlich diesem Jahr. Damit liegt die amerikanische Wirtschaft ungefähr auf dem Niveau des US-Trendwachstums. Man könnte von einer konjunkturellen Normal-Lage in unnormalen Zeiten sprechen.

Die Arbeitslosenquote ist auf 4,4 % gestiegen (zwischenzeitlich sogar 4,5 %), nachdem sie beim Amtsantritt von Donald Trump im Januar 2025 noch bei 4,0 % gelegen hatte. Der Arbeitsmarkt kühlt sich also ab. Allerdings hat es in den vergangenen fünf Dekaden nur selten eine so niedrige Arbeitslosenquote gegeben.

Wie lässt sich die konjunkturelle Robustheit der USA erklären? Erstens wirken wirtschaftspolitische Weichenstellungen oft nicht sofort, sondern mit erheblicher Zeitverzögerung. Zweitens können die USA als grösste Volkswirtschaft der Welt nicht in der gleichen Weise für wirtschaftspolitische Fehlsteuerungen «abgestraft» werden, wie es bei kleineren Ländern der Fall wäre. Die USA sind zu wichtig und gerade hinsichtlich ihrer Stellung im globalen Finanzsystem oft noch alternativlos. Drittens werden die Fehler im Bereich Handelspolitik oder Migrationspolitik abgefedert durch unternehmensfreundliche Entscheidungen in anderen Bereichen (Steuern, Regulierung). Viertens sind die USA bei der Entwicklung von Zukunftstechnologien (Digitalökonomie/Künstliche Intelligenz) an der Weltspitze. Globale Marktführer sind in den USA beheimatet. Und schliesslich feuern die USA mit jährlichen Haushaltsdefiziten von 7–8 % des Bruttoinlandsproduktes (BIP) finanzpolitisch aus allen Rohren. Solange die Kapitalgeber bereit sind, solche Defizite zu finanzieren, lässt sich die Wirtschaft auf diese Weise stimulieren. Aber die Schuldenpolitik ist riskant.

Die Finanzpolitik stützt die Konjunktur auch ausserhalb der USA. Die Gruppe der G20-Länder wird gemäss Projektionen des Internationalen Währungsfonds (IWF) im Jahr 2026 ein Haushaltsdefizit von 5,7 % verzeichnen. In den kommenden Jahren dürften die Defizite ähnlich hoch bleiben. Auch die Schwellenländer setzen auf expansive Finanzpolitik, wobei China die eigenen wirtschaftlichen Probleme mit jährlichen Haushaltsdefiziten von mehr als 8 % des BIP besonders intensiv bekämpft. Mit knapp 100 % des BIP ist der chinesische Staat bereits sehr hoch verschuldet.

Im internationalen Vergleich nimmt sich das durchschnittliche Haushaltsdefizit der Eurozone mit rund 3,5 % geradezu bescheiden aus.



#### Wachstumsprognosen 2026

Quelle: IWF, Bergos

Doch der Schein trügt, denn mit dem Defizit verletzt die Eurozone die selbst gesetzten Stabilitätskriterien. Zudem verdeckt der Durchschnittswert den Blick auf einzelne Länder mit weitaus höheren Haushaltsdefiziten. In erster Linie ist hier an Frankreich mit einem Defizit von knapp 6 % zu denken. Die ohnehin schon hohen Staatsschulden und die politische Unfähigkeit, einen Prozess des ernsthaften Schuldensabbaus einzuleiten, machen Frankreich zum Sorgenkind Nummer 1 in der Europäischen Währungsunion. Dass Investoren beim Kauf französischer Staatsanleihen nur moderate Risikoaufschläge verlangen, lässt sich damit erklären, dass die Investoren für den Ernstfall wohl auf die Europäische Zentralbank (EZB) als Retter in der Not setzen.

Die Wirtschaft der Eurozone dürfte 2026 um 1,2 % wachsen. Deutschland wird wegen seiner

expansiven Finanzpolitik mit einem Wachstum von voraussichtlich rund einem Prozent endlich wieder einen nennenswerten Wachstumsbeitrag leisten. Ein Ende der deutschen Strukturkrise ist allerdings noch nicht in Sicht.

In der Schweiz stellt sich die Situation wie so oft ganz anders dar. Von der Finanzpolitik kommen keine Impulse, denn der Staatshaushalt ist nahezu ausgeglichen. Dafür gibt es konjunkturellen Rückenwind von der Geldpolitik, da die Schweizerische Nationalbank (SNB) den Leitzins auf 0 % gesenkt hat, um Deflationsgefahren abzuwehren und den Aufwertungsdruck auf den Franken zu reduzieren.

Das grösste Thema war für die Schweizer Wirtschaft im vergangenen Jahr aber die US-Zollpolitik. Als US-Präsident Donald Trump Ende Juli für viele Handelspartner eine deutliche

Reduktion der bilateralen Zollsätze ankündigte, gehörte die Schweiz überraschend zu den wenigen Ländern, die Donald Trump offenbar abstrafen wollte. Für Schweizer Waren galt ein Importzoll von 39 %. Dies war eine dramatische Nachricht, denn die USA sind auf Länderebene der wichtigste Absatzmarkt für Schweizer Exporte. Später einigten sich die USA und die Schweiz auf einen Zollsatz von 15 %, sodass die Schweiz nun gleiche Wettbewerbsbedingungen mit den EU-Nachbarländern hat. Der abgesenkte Zollsatz ist wichtig, nachdem die Schweizer Wirtschaft im dritten Quartal auch wegen der Zoll-Querelen um 0,5 % gegenüber dem Vorquartal geschrumpft war. Für 2026 ist nach der Entspannung bei den Zöllen nun ein BIP-Wachstum von rund einem Prozent möglich, etwas weniger als 2025.

**Geldpolitik und Inflation:**  
**Entwarnung hier, Inflationstoleranz dort**  
Das globale Inflationsbild ist gemischt. Einige Länder wie die USA und Grossbritannien haben die Inflation noch nicht vollständig gebändigt. In anderen Ländern – wie etwa der Eurozone – liegt die Inflation seit einiger Zeit wieder nahe der Zielwerte der Zentralbanken. In der Schweiz ist Inflation schon seit Mitte 2023 kein Thema mehr. Seither liegt die Teuerungsrate fast durchgehend im Zielkorridor der SNB von 0–2 %. Für die amerikanische Zentralbank Fed und für die Bank of England erwarten wir trotz noch zu hoher Inflationsraten in diesem Jahr weitere Zinssenkungen. Dagegen dürften die EZB und die SNB die Leitzinsen vorerst unverändert lassen.

In einer fragilen Welt ist für die Stabilität von Wirtschaft und Finanzsystem die generelle Bereitschaft der Zentralbanken, die Geldpolitik im Notfall zu lockern, viel wichtiger als der eine oder andere Zinsschritt. Es gibt kaum Gründe, an dieser Bereitschaft der Zentralbanken zu zweifeln. Wenn es darum geht,

grösseres Unheil abzuwenden, werden die Zentralbanken die Geldpolitik lockern – mit Zinssenkungen oder unkonventionellen Massnahmen. Höhere Inflation würden die Zentralbanken als unerfreuliche Nebenwirkung wohl tolerieren. Moderate Inflation ist ein geeignetes Ventil, um Druck aus dem Finanzsystem zu nehmen.

In den USA könnte die Inflationstoleranz besonders ausgeprägt sein. Die Handlungsfreiheit der Fed ist aus mehreren Gründen in Gefahr. Neben den verbalen Attacken gegen die Fed hat Donald Trump bereits damit begonnen, die Fed personell neu zu besetzen. Zudem fordert der US-Präsident die privaten Kryptowährungen (insbesondere «Stablecoins»), was der Fed die Geldpolitik erschwert und was längerfristig die Finanzstabilität gefährden könnte. Und schliesslich kann die Fed durch die horrenden Haushaltsdefizite und Staatsschulden zu expansiven Massnahmen gezwungen werden, die ausserhalb ihres originären geldpolitischen Mandats liegen (Stichwort: «Fiskalische Dominanz»).

#### Chancen und Risiken

Wie immer gibt es Aufwärts- und Abwärtsrisiken zu diesem Jahresausblick. Bei einigen Themen ist nicht klar, welche Art von Risiko überwiegt. So besteht auf dem Feld der Handelspolitik prinzipiell immer die Gefahr, dass Donald Trump die Zollschaube wieder anzieht. Es ist aber auch möglich, dass der US-Präsident unter dem Druck steigender Preise und sinkender Zustimmungswerte mit Blick auf die Zwischenwahlen ausgewählte Zölle reduziert, wie er es bereits teilweise getan hat.

Beim Thema Inflation besteht das Risiko, dass sich in den USA der Preisauftrieb weiter verfestigt, sodass die Zentralbank in eine Zwickmühle gerät. Niedrige Energiepreise und abnehmende Zolleffekte können aber auch für eine positive Überraschung sorgen

und den Zentralbanken, nicht nur der US-Fed, die Arbeit erleichtern.

Die Geopolitik birgt wohl die grössten Risiken. Zu Beginn des Jahres 2026 sieht es eher nach weiterer Anspannung als nach Entspannung aus. Der China-Taiwan-Konflikt schwelt weiter. Der Russland-Ukraine-Krieg ist noch immer nicht beendet. Die geopolitischen Ambitionen der USA sind weiter unklar und die Kommunikation ist sprunghaft. Die Rhetorik bezüglich Grönland hat zuletzt wieder an Schärfe zugenommen.

Ein Risiko-Dauerbrenner bleiben die Staats Schulden. Viele Länder sind so hoch verschuldet, dass die Tragfähigkeit der Staatsfinanzen nicht mehr gewährleistet ist. Die USA profitieren davon, dass der US-Dollar die grösste Reservewährung der Welt ist und dass es kurzfristig kaum attraktive Alternativen zur US-Währung gibt. Der Wettbewerbsvorteil des Dollars schmilzt unter der Trump-Administration aber ab. In Europa schwelt das Frankreich-Risiko. In Asien ist neben China auch Japan zu beobachten. Da in Japan die Inflation wieder ein Thema ist, hat die Bank of Japan die Nullzinspolitik beendet und versucht nun vorsichtig, die Geldpolitik zu straffen. Die Zentralbank muss dabei aber immer den gewaltigen Schuldenberg des japanischen Staates in Höhe von knapp 230 % im Blick haben. Ein stärkerer Anstieg der Anleiherenditen würde die Zinslast des Staates deutlich erhöhen und die Schuldentragfähigkeit reduzieren. Zum Glück ist die durchschnittliche Restlaufzeit der japanischen Staatsschulden mit 8,5 Jahren vergleichsweise hoch (USA: 5,8 Jahre, Deutschland: 7,1 Jahre), sodass sich Zinsanstiege erst allmählich bemerkbar machen.

Zum Schluss noch zu einem potenziellen «Wachstums-Joker»: Der vermehrte Einsatz der Künstlichen Intelligenz wird die Produktivität sicher steigern. Die Frage ist lediglich,

wie die Produktivitätsgewinne verteilt sein werden und wie stark sie sich im Wirtschaftswachstum messbar niederschlagen. In jedem Fall besteht eine nennenswerte Chance, dass mithilfe der Künstlichen Intelligenz viele unserer wirtschaftlichen Probleme zumindest abgefедert werden können. Die Arbeitsmarkteffekte der KI-Revolution ist unter Ökonomen umstritten: Schafft die KI-Welle per Saldo neue und bessere Arbeitsplätze oder droht massive technologische Arbeitslosigkeit? Diese Frage wird auch 2026 weiter kontrovers diskutiert werden. Abschliessende Antworten sind in diesem Jahr aber noch nicht zu erwarten.



# AKTIEN

---

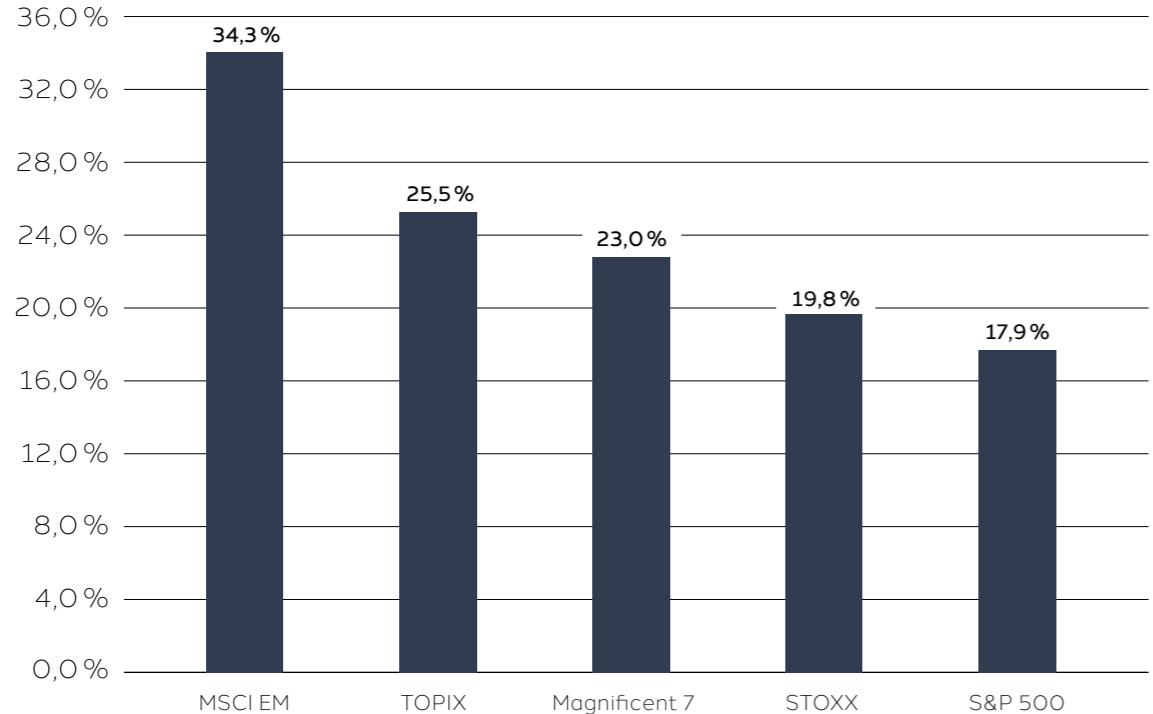
GLOBAL AKTIENMÄRKTE MIT WEITEREM AUFWÄRTSPOTENZIAL  
VON FREDERIK CARSTENSEN

---

Trotz zwischenzeitlicher Rücksetzer setzten die globalen Leitindizes ihren Aufwärtstrend auch im vierten Quartal 2025 fort. Befürchtungen über überhöhte Bewertungen im Technologiesektor sowie etwas restriktivere Erwartungen an die US-Notenbank führten im November zu einer kurzen, aber gesunden Korrektur. Insgesamt präsentierte sich das Jahr 2025 für die globalen Finanzmärkte sehr positiv – selbst der deutliche Kursrückgang im April änderte nichts am intakten langfristigen Aufwärtstrend und verdeutlicht die Bedeutung einer konsequenten Anlagestrategie. Im Jahresverlauf erzielten globale Aktien solide zweistellige Renditen. Aufgrund der Abwertung

des US-Dollars fielen die Ergebnisse je nach Währungsraum jedoch teilweise stark unterschiedlich aus.

Für 2026 rechnen wir weiterhin mit positiven, wenn auch moderateren Renditen, gestützt durch ein solides Gewinnwachstum. Nach zwei aussergewöhnlich starken Jahren dürfte das Aufwärtspotenzial allerdings begrenzt sein. Risiken ergeben sich insbesondere aus der Konzentration im KI-Sektor, teilweise ambitionierten Bewertungen, der anhaltend hohen Inflation in den USA sowie einem sich abschwächenden US-Arbeitsmarkt. Auch geopolitische Spannungen bleiben ein Unsicherheitsfaktor.



#### **Entwicklung ausgewählter Indizes im Jahr 2025**

Alle Indizes in lokaler Währung und inkl. Netto-Dividenden. Schwellenländer in US-Dollar.  
Zeitraum 31.12.2024–31.12.2025  
Quelle: Bloomberg, Bergos. Magnificent 7 vertreten durch Apple, Amazon, Alphabet, Nvidia, Tesla, Meta und Microsoft

#### **Keine Rezession, (geo-)politische Unsicherheiten bleiben**

Für 2026 erwarten wir keine globale Rezession. Die USA dürften weiterhin stärker wachsen als Europa, und trotz erhöhter Inflation erscheinen dort Zinssenkungen wahrscheinlich. Neben den anhaltend hohen geopolitischen Risiken wird die US-Politik, insbesondere die Zollpolitik, ein entscheidender Faktor für die weltwirtschaftliche Entwicklung bleiben. Die politischen Entscheidungen unter Präsident Trump bleiben schwer vorhersehbar und erhöhen die Unsicherheit an den Märkten.

Angesichts des ausgewogenen Chancen-Risiko-Profiles halten wir an einer neutralen Aktienquote fest. Die Kapitalmärkte sollten jedoch weiterhin von geld- und fiskalpolitischer Unterstützung profitieren. Vor diesem

Hintergrund wäre ein deutlicher Rückgang oder gar ein Bärenmarkt ohne Rezession ungewöhnlich, selbst bei den teilweise erhöhten Bewertungen. Zwischenzeitliche Rücksetzer sehen wir daher als Kaufgelegenheiten.

#### **Gewinnwachstum bleibt unterstützend**

Insgesamt erwarten wir ein solides globales Gewinnwachstum. Für die USA, gemessen am S&P 500, prognostizieren wir für 2026 ein Ertragspotenzial von 6 bis 14,5 Prozent. Die hohe Bandbreite dieser Prognose spiegelt die Unsicherheit an den Märkten wider. Der Grossteil des Potenzials dürfte durch das Gewinnwachstum mit 8 bis 14 Prozent getragen werden, während wir von den Bewertungen eher Gegenwind erwarten (-3 bis -1 Prozentpunkte). Die Dividendenrendite dürfte bei 1,0 bis 1,5 Prozent liegen. Für Europa

(Stoxx 600 Index) fallen die Prognosen für das Gesamtpotenzial 2026 deutlich niedriger aus und liegen bei -0,5 bis 7,5 Prozent. Hier dürfen vor allem die Dividenden (2,5 Prozent) einen positiven Beitrag leisten, während das Gewinnwachstum voraussichtlich kaum positiv ausfallen wird (-2 bis 4 Prozent), und die Bewertungen sich unverändert zeigen sollten.

#### **USA, Indien und Brasilien**

##### **regional bevorzugt**

Regional bleiben die USA gegenüber Europa, Japan und den Schwellenländern übergewichtet. Japan und die Emerging Markets wurden zuletzt aufgrund besserer Perspektiven von «Untergewichtet» auf «Neutral» angehoben. Ein freundliches makroökonomisches Umfeld, unterstützt durch mögliche Zinssenkungen der Fed, einen schwächeren US-Dollar und eine allgemein höhere Risikobereitschaft, spricht für weiteres Potenzial in den Schwellenländern. Diese Märkte zeigten sich 2025 widerstandsfähig und meisterten handelspolitische Schocks besser als in früheren Stressphasen der vergangenen zwei Jahrzehnte.

Der japanische Aktienmarkt hat sich in den letzten Monaten ebenfalls sehr positiv entwickelt. Zu dieser Entwicklung trugen unter anderem ein solider Gewinnausblick, Unternehmensreformen und ein Handelsabkommen mit den USA bei. Darüber hinaus gaben Wahlen dem japanischen Aktienmarkt zusätzlichen Auftrieb.

Besonders Brasilien bietet derzeit attraktive Chancen für zyklische Value-Aktien. Geplante Zinssenkungen und die bevorstehenden Wahlen könnten neue Impulse setzen, während die Bewertungen im historischen Vergleich äußerst günstig erscheinen. Neben Brasilien bleibt Indien innerhalb der Schwellenländer unser bevorzugter Markt. Fundamentale Faktoren wie solides BIP- und Gewinnwachstum sowie Spielraum für Zinssenkungen sprechen weiterhin für

den indischen Aktienmarkt. In Europa erhält die Schweiz eine höhere Gewichtung – dank ihrer defensiven Value-Charakteristik. Schweizer Titel bieten Zugang zu hochwertigen, fair bewerteten Unternehmen mit solidem Gewinnwachstum und stabilen Dividendenrenditen.

#### **Growth-Fokus wird mit Value-Titeln ausbalanciert**

Neben der regionalen Positionierung gewinnt 2026 die stilistische Ausrichtung an Bedeutung. Unsere Schwerpunkte bei der Titelauswahl, Qualität und Wachstum, werden gezielt durch Value-Aspekte ergänzt, um die Portfolios breiter aufzustellen. In den USA bleiben grosse Wachstumstitel zwar Kernbestandteil unserer Strategien, ihre Gewichtung wurde zuletzt jedoch leicht reduziert. Auf Sektor-ebene haben wir beispielsweise den US-Kommunikationssektor aufgrund seiner starken jüngsten Performance auf Neutral herabgestuft. Auch weil die Ergebnisse der letzten Berichtssaison auf schwächere Fundamental-daten hindeuten.

Wir setzen darauf, dass der Markt an Breite gewinnt und mehr Unternehmen an der Kursentwicklung partizipieren. Dieses Szenario deckt sich mit unserem Makroausblick, der eine anhaltende wirtschaftliche Expansion in allen Regionen sowie eine moderate Lockerung der US-Geldpolitik vorsieht. Davon dürften insbesondere jene Sektoren profitieren, die in den vergangenen Jahren unter steigenden Zinsen gelitten haben. Entsprechend könnten der S&P 500 Equal Weight, US-Value sowie Small- und Mid-Caps im Jahr 2026 an Bedeutung gewinnen.





# ANLEIHEN

DIE US-ZINSSTRUKTURKURVE – EIN ABBILD VON ZINSENKUNGEN,  
ANHALTENDER INFLATION UND ANSTIEG DER STAATSVERSCHEIDUNG  
VON CHRISTOPH JUNG

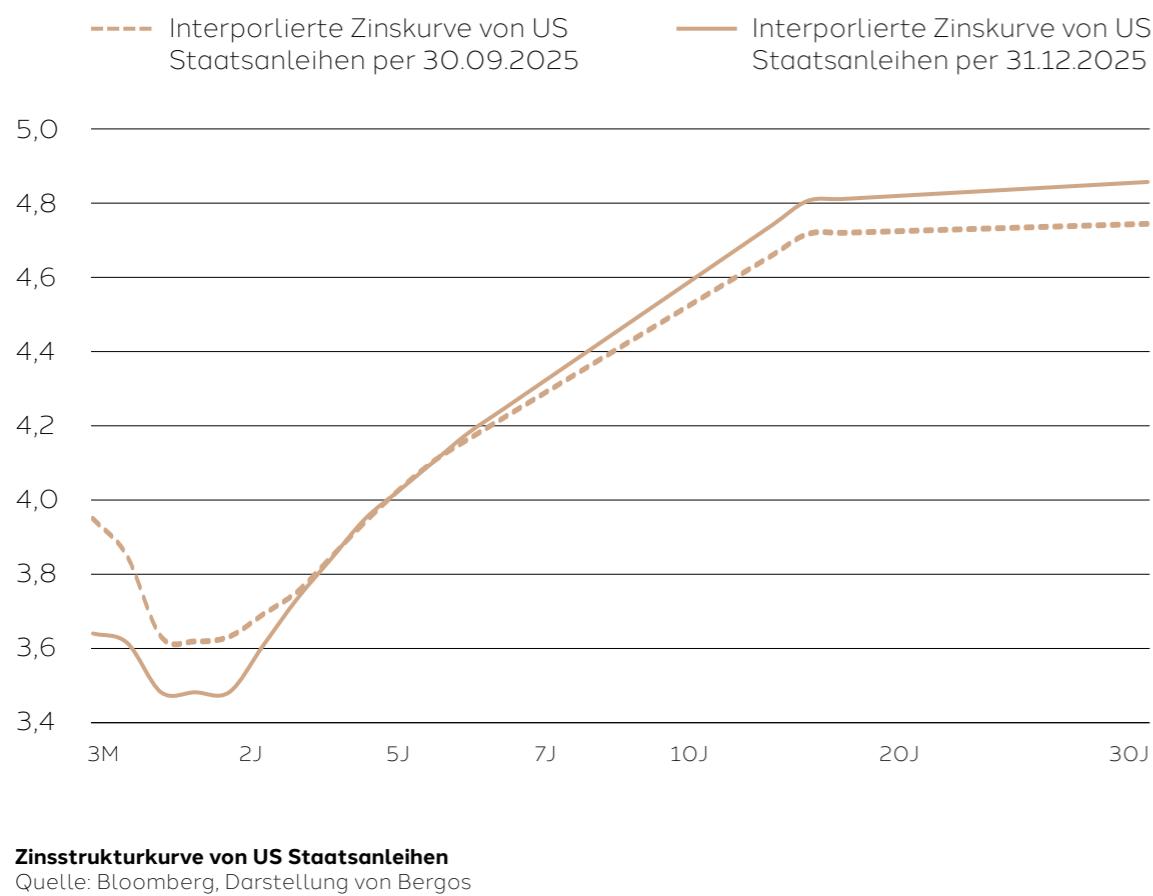
Im vierten Quartal 2025 war der US-Anleihenmarkt von einer Kombination aus weiterhin erhöhter, aber leicht sinkender Inflation, geopolitischen Spannungen und einem turbulenten fiskalpolitischen Umfeld, einschließlich eines 43 Tage andauernden Government Shutdowns, geprägt. Der Government Shutdown hat dazu geführt, dass ein grosser Teil der üblichen Makrodaten für längere Zeit schlicht aus dem Markt genommen wurde. Sogar der ursprünglich für November vorgesehene Inflationsbericht wurde verschoben und erst im Dezember 2025 vom «Bureau of Labor Statistics» veröffentlicht. Entsprechend mussten Investoren auf ein Mosaik aus alternativen Indikatoren ausweichen. Diese alternativen Daten zeichneten ein recht konsistentes Bild

eines Arbeitsmarkts, der an Dynamik verliert. Vor diesem Hintergrund erhielt die Kommunikation von Mitgliedern der Federal Reserve (Fed), wie Christopher Waller, der sich stark für eine Zinssenkung im Dezember einsetzte, eine besonders hohe Bedeutung. Auch seitens der US-Regierung wurde der Wunsch nach weiteren Zinssenkungen mehrfach kommuniziert. Schlussendlich gab die Fed dem Druck nach, sodass nach der Zinssenkung im Oktober eine weitere im Dezember erfolgte, wodurch der Zinssatz in den Bereich von 3,5 %–3,75 % fiel. Diese Anpassungen fanden statt, obwohl die Inflation nur eine marginale Verbesserung erfahren hatte: Der breitere Verbraucherpreisindex (CPI) fiel im November zwar von 3 % im September auf 2,7 % – ganze 0,4 Prozent-

punkte weniger, als die von Bloomberg befragten Prognostiker im Durchschnitt erwartet hatten – aber die überraschende Verbesserung der Situation wurde durch Messprobleme aufgrund des Regierungsstillstands übertrieben und ist mit Vorsicht zu geniessen. Als Grund für die Zinssenkung sah die Fed die gestiegenen Risiken für den Arbeitsmarkt – es bleibt ein Balanceakt zwischen Inflationsbekämpfung und der Unterstützung des Arbeitsmarktes. Entsprechend sanken die Renditen von dreimonatigen US-Treasury-Bills von 3,9 % Ende des dritten Quartals auf ca. 3,6 %. Oft sinken die Renditen von langfristigen Anleihen auch, wenn die Federal Reserve die Zinsen senkt, um die Wirtschaft anzukurbeln. Tatsächlich ist dies in der jüngsten Zinssenkungsrunde der Fed jedoch offensichtlich nicht der Fall gewesen. Der Zinssatz für zehnjährige US-Staatsanleihen stagnierte bei rund 4,15 %,

während dreissigjährige US-Staatsanleihen sogar um 10 Basispunkte auf 4,8 % anstiegen. Die Zinsstrukturkurve hat sich somit versteilt, was in der Abbildung ersichtlich ist.

Diese Entwicklung hat mehrere Faktoren. Zum einen ist Trumps stetige Untergrabung der Unabhängigkeit der Geldpolitik der Fed sicherlich nicht förderlich für das Investorenvertrauen. Zum anderen spielt die Fiskalpolitik sowie die anhaltenden Haushaltsdefizite eine entscheidende Rolle. Es ist nicht von der Hand zu weisen, dass sich eine der grossen makroökonomischen Herausforderungen in der zunehmenden US-Staatsverschuldung zeigt. Der US-Staatsschuldenstand liegt bei über 38 Billionen Dollar, was in Relation zum BIP etwa 124 % entspricht, und steigt stetig an, wobei weder Lippenbekenntnisse noch klare Massnahmen in Sicht, um dieser Entwicklung



entgegenzuwirken. Zunehmend äussern Investoren Bedenken hinsichtlich der Tragfähigkeit der staatlichen Verschuldung und stellen sich die Frage, ob es der Fed angesichts der anhaltenden konjunkturellen Robustheit der USA und potenzieller nachgelagerter Effekte durch Handelszölle gelingen wird, die Inflation nachhaltig auf den Zielwert von 2 % zu senken.

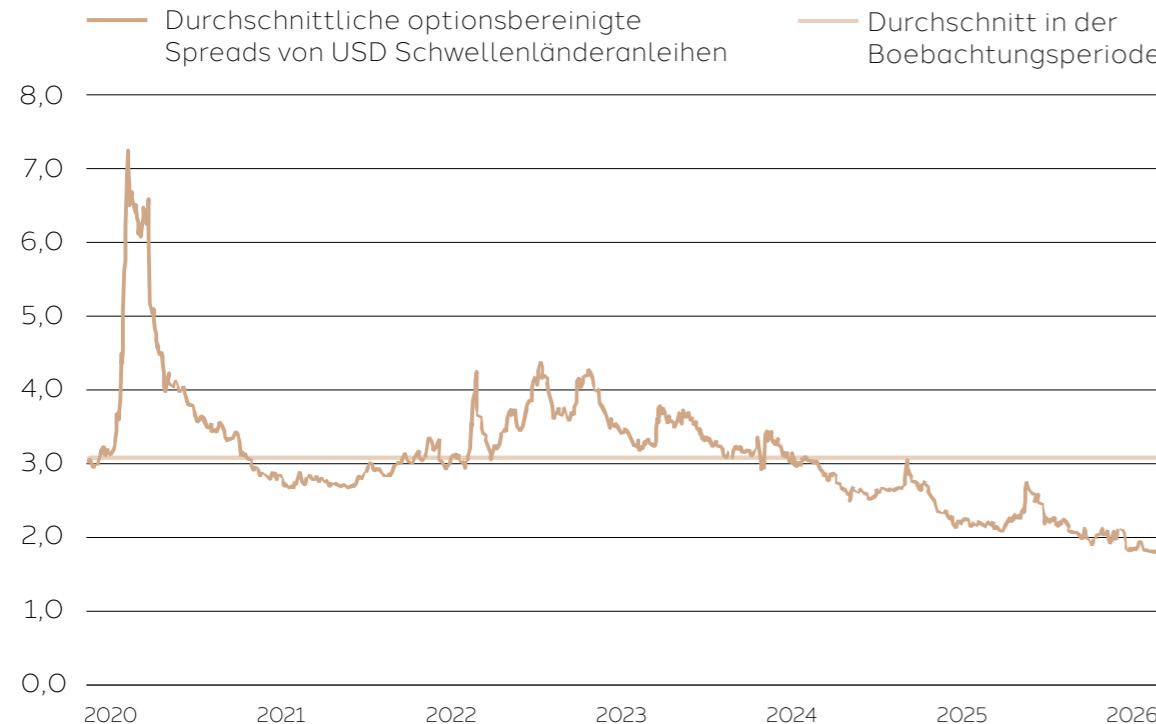
#### Zinsstrukturkurven europäischer Staatsanleihen stabilisierten sich mehrheitlich

Die steigende Staatsschuld ist auch bei vielen europäischen Staaten zu beobachten, die über ihre Verhältnisse Ausgaben tätigen. Auch hier versteilerte sich die Zinsstrukturkurve bei fast allen Staaten der Eurozone in jüngster Vergangenheit, insbesondere ist dabei Frankreich zu erwähnen. Im Quartalsvergleich blieben die Zinsstrukturkurven vieler europäischer Staatsanleihen jedoch stabil und veränderten sich kaum. Der Bund war mit einer Erhöhung von ca. 10 Basispunkten fast eine Ausnahmeerscheinung. Der periphere Spread gegenüber dem Bund engte sich also leicht ein. Der zweijährige Bund rentierte Ende des Jahres rund 2,1 %, wobei 10-jährige Bundesanleihen bei 2,85 % handelten.

Die EZB hatte den Leitzins von Mitte 2024 bis Mitte 2025 achtmal gesenkt und konnte seitdem auf aktuell zwei Prozent in der Einlagerfazilität verharren, insbesondere weil der Inflationsdruck insgesamt nachgelassen hat. Der breite Verbraucherpreisindex stieg im Jahresvergleich um 2,1 % und liegt somit mehr oder weniger im Zielbereich von 2 %. Gemäss EZB-Projektion wird die Teuerung im Jahresdurchschnitt im Jahr 2026 bei 1,9 % liegen, und entsprechend glaubt der Markt auch nicht, dass die EZB gezwungen sein wird, in den nächsten Monaten die Leitzinsen zu verändern, was das kurzfristige Ende der Zinsstrukturkurve europäischer Staatsanleihen in den kommenden Monaten relativ stabil halten könnte.

#### Der Markt sieht Chancen im Kreditsegment

Im EUR- und USD-Unternehmensanleihemarkt bewegten sich die durchschnittlichen option-adjusted Spreads im Investment-Grade-Bereich im vierten Quartal 2025 relativ stabil in einem historisch tiefen Korridor. Nach der anfänglichen Nervosität im April und dem anfangs spürbaren Anstieg der Kreditrisikoprämien beruhigte sich der Markt kontinuierlich. Robuste Unternehmensgewinne und eine solide Liquidität halfen dabei, die Sorgen über ein langsameres Wachstum oder sinkende Margen durch den Effekt von Tarifen zu absorbieren, sodass Investment-Grade-Unternehmensanleihen insgesamt relativ immer weniger riskant wahrgenommen wurden. Auf der anderen Seite erlebten High-Yield-Anleihen zeitweise stärkere Spread-Ausweiterungen an «Risk-Off»-Tagen, die jedoch weitgehend rückgängig gemacht wurden, sobald die Shutdown-Sorgen verflogen, sich die Handelsbeziehungen nach anfänglichen Eskalationen wieder beruhigten und die Fed ihre datenabhängige, lockere Geldpolitik bekräftigte. Insgesamt bleibt das Potenzial für einen Mehrertrag durch eine weitere Spread-einengung jedoch sehr begrenzt. Dasselbe gilt für Schwellenländeranleihen, die im Jahresverlauf auf Rekordtiefs sanken. So sanken die Kreditrisikoprämien des Bloomberg EM USD Aggregate Average OAS auf 1,78 % – über 40 Basispunkte tiefer als Anfang des Jahres oder über 2,5 % tiefer als noch vor 3,5 Jahren, wie man in der Abbildung auf der folgenden Seite sieht. Spannend zu beobachten war, wie der Markt nach Alternativen suchte. So handelten chinesische Staatsanleihen mit einer vierjährigen Laufzeit in USD und A+-Bewertung von S&P etwa 35 Basispunkte unter den US-Treasuries mit gleicher Laufzeit – ein klarer Hinweis auf eine hohe Nachfrage.



Durchschnittliche optionsbereinigte Spreads von USD Schwellenländeranleihen (%)

Quelle: Bloomberg, Darstellung von Bergos

### Tech-Riesen fluten Anleihemarkt mit Rekord-Emissionen

Im vierten Quartal 2025 hat der ungebremste Wettkampf um künstliche Intelligenz den Unternehmensanleihemarkt in einen regelrechten Emissionsrausch versetzt. Tech-Konzerne platzierten allein in den letzten drei Monaten des Jahres Anleihen im Volumen von geschätzten 90 Milliarden US-Dollar – Geld, das fast ausschließlich in den Ausbau von Rechenzentren, KI-Chips und Cloud-Infrastruktur fließt.

An der Spitze steht Meta mit einer 30-Milliarden-Dollar-Emission, gefolgt von Alphabet mit 25 Milliarden, Amazon brachte 15 Milliarden auf den Markt, während Oracle trotz seines vergleichsweisen schwächeren BBB-Ratings mutig noch Ende September 18 Milli-

arden US-Dollar beschaffte. Diese aggressive Expansionsstrategie im Bereich KI-gestützter Cloud-Dienste stieß bei Analysten und Marktteilnehmern insbesondere bei Oracle auf Misstrauen über die Nachhaltigkeit. Als Folge weiteten sich beispielsweise die Spreads für zehnjährige Oracle-Anleihen im Q4 spürbar auf rund 160 Basispunkte über US-Treasuries aus – deutlich mehr als die 105 Basispunkte über US-Treasuries bei der Emission.

Für Anleger bedeutet das eine Gratwanderung: Solange die erhofften KI-Umsätze realisiert werden und die Cashflows stabil bleiben, winken relativ attraktive Renditen. Platzt die Wachstumsstory jedoch, droht ein Dominoeffekt. Der KI-Boom könnte somit zu einem grösseren Stresstest für die Kapitalmärkte werden.

### Die geopolitische Lage ist weltweit sehr fragil – wir setzen auf eine moderate Duration und tendenziell hohe Qualität

Besonders im Hinblick auf die USA erwarten wir eine weiterhin steilere Zinsstruktur, wobei die Renditen auf der kurzen Seite von den Zinsentscheidungen der Fed beeinflusst werden, während das lange Ende der Kurve durch Sorgen über die Staatsverschuldung, die daraus resultierende erhöhte Emissionstätigkeit und die langfristigen Inflationserwartungen geprägt ist. Aktuell erwartet der Markt, gemessen an den Fed-Funds-Futures, für 2026 zwei Zinssenkungen der Zentralbank um insgesamt 50 Basispunkte. Sollte die Fed jedoch aufgrund von Finanzierungsgängen im US-System eine quantitative Lockerung einleiten, könnten die Zinssätze für US-Staatsanleihen deutlich stärker fallen. In Europa wird in unserem Basisszenario in naher Zukunft die EZB die Leitzinsen stabil halten. Die Erfahrung des letzten Jahres, insbesondere geprägt durch die US-Regierung, lässt jedoch keinen anderen Schluss zu, als dass das mögliche Spektrum potenzieller Ergebnisse breit bleibt. Die geopolitische Lage ist weltweit sehr fragil. Für die USD- und EUR-Märkte betrachten wir aktuell eine mittlere Duration und solide Qualität in Unternehmensanleihen als Schlüssel, um die potenziellen Risiken in einem zunehmend herausfordernden Marktumfeld zu mindern und gleichzeitig attraktive Renditen zu ermöglichen.



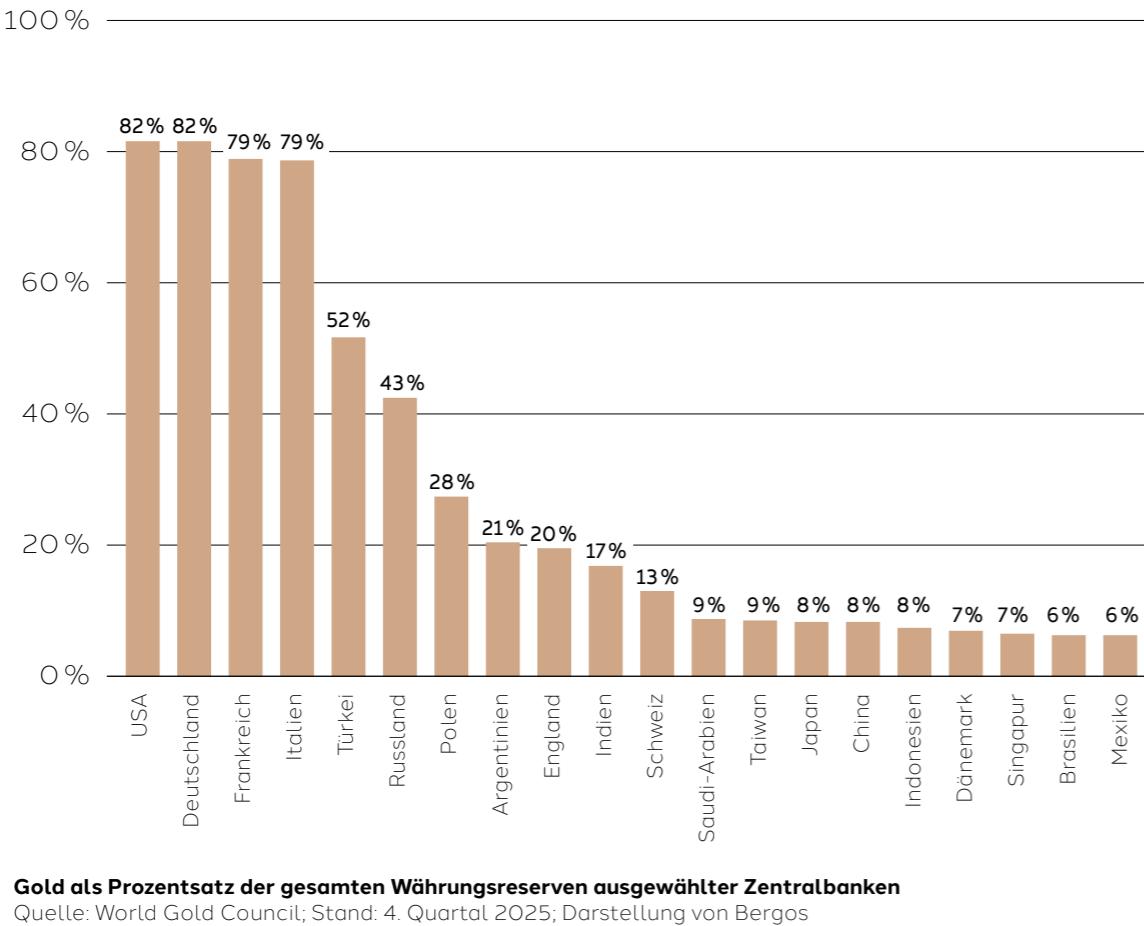
## ALTERNATIVE INVESTMENTS

GOLD: DIE KONSTANTE IN EINER ZUNEHMEND FRAGMENTIERTEN WELT  
VON OLIVER WATOL

Das Jahr 2025 markierte einen historischen Meilenstein für Edelmetalle. Gold zeigte die stärkste Wertentwicklung seit 1979. Mit einem aussergewöhnlichen Anstieg von über 64 % (in US-Dollar) und mehr als 50 neuen Allzeit-hochs im Jahresverlauf etablierte sich das gelbe Metall klar als eine der erfolgreichsten Anlage-klassen. Die Entwicklung von Silber fiel sogar noch eindrucksvoller aus und durchbrach erstmals die Marke von 70 US-Dollar.

Zwei zentrale Einflussfaktoren stützten diese Entwicklung. An erster Stelle standen geopolitische Faktoren. Ein zunehmend fragmentiertes und unberechenbares globales Umfeld hat die Rolle von Gold als ultimativer sicherer Hafen einmal mehr unterstrichen. Wie bereits

in unserem letzten Update «Gold – Die ultimative Trump(f)karte» erläutert, reagiert das Metall äusserst sensibel auf politische und wirtschaftspolitische Unsicherheit. Die erneute Unberechenbarkeit der Trump-Administration, einschliesslich verschärfter Spannungen rund um Venezuela, verdeutlicht, wie rasch politische Risiken auf die Märkte übergreifen können und bestätigt Golds Wert als sicheren Hafen. Der zweite Treiber ist geldpolitischer Natur. Eine breit angelegte Schwäche des US-Dollars in Verbindung mit moderat niedrigeren US-Zinsen hat ein äusserst unterstützendes Umfeld für Gold geschaffen. Die Investmentnachfrage hat nicht nur in den USA, sondern weltweit deutlich zugenommen und erstreckt sich von Zuflüssen in Gold ETFs über



physisches Gold sowie strukturierte Goldprodukte. Gleichzeitig haben die Zentralbanken ihre Goldkäufe in hohem Tempo fortgesetzt. Durch die gezielte Diversifizierung ihrer Währungsreserven weg von traditionellen Leitwährungen hat die Nachfrage des öffentlichen Sektors dazu beigetragen, eine stete Preisunterstützung zu etablieren.

Mit Blick auf das Anlagejahr 2026 bleiben wir bei Gold positiv eingestellt und halten weiterhin an einer Übergewichtung in den Portfolios fest. Zwar ist nach der aussergewöhnlichen Wertentwicklung mit moderateren Renditen zu rechnen, die fundamentalen Treiber bleiben jedoch intakt. Makroökonomische Divergenzen tragen weiterhin zur Unsicherheit bei, insbesondere aufgrund zunehmender Sorgen über eine Abschwächung des US-Arbeitsmarktes, ungelöster Inflationsrisiken und anhaltender

geopolitischer Spannungen. Steigende globale Verschuldungsniveaus liefern einen zusätzlichen langfristigen Rückhalt und unterstreichen die Rolle von Gold als zentralen Baustein für die Widerstandsfähigkeit von Portfolios.

#### Diversifikation: Das Rückgrat stabiler Portfolios

Das Jahr 2025 hat eindrucksvoll verdeutlicht, dass eine wirksame Portfoliodiversifikation über die klassischen Anlagesegmente innerhalb von Aktien, Anleihen und Liquidität hinausgeht. Alternative Ertragsquellen erzielten in zahlreichen Teilmärkten eine starke Wertentwicklung und verbesserten die Ergebnisse sogenannter klassischer 60/40-Portfolios. Sachwerte, insbesondere Edelmetalle, verzeichneten ein aussergewöhnlich starkes Jahr. Aber auch globale Wandelanleihen stachen hervor und übertrafen globale Aktien über weite Strecken

des Jahres, begünstigt durch den kräftigen Aufschwung KI-bezogener Emittenten. Parallel dazu konnten liquide alternative Fondsstrategien angesichts niedriger Aktienkorrelationen, hoher Marktstreuung und signifikanter Bewertungsanomalien überzeugen.

Vor diesem Hintergrund erwies sich Diversifikation einmal mehr als zentraler Erfolgsfaktor, dessen Relevanz auch im kommenden Jahr steigen sollte. Die über Jahrzehnte etablierte defensive Rolle von Anleihen in Multi-Asset-Portfolios hat insbesondere in der Zeit nach der Covid-Pandemie an Bedeutung verloren. Diese Herausforderung zeigt sich besonders deutlich in Regionen wie der Schweiz, wo anhaltend niedrige Zinsen die stabilisierende Wirkung festverzinslicher Wertpapiere weiter schwächen. Nachlassende Diversifizierungsvorteile traditioneller Anleihen haben alternative Ertragsquellen, darunter Gold, alternative Fondstrategien sowie Ansätze mit asymmetrischen Auszahlungsprofil, wie Wandelanleihen, stärker in den Fokus gerückt.

#### Globale Wandelanleihen: Ein Lehrbuchjahr in einem zunehmend reifen Marktzyklus

Globale Wandelanleihen erzielten 2025 eine der stärksten Wertentwicklungen ihrer jüngeren Geschichte. Getragen wurde die Performance von erhöhter Aktienvolatilität, einer regen Emissionstätigkeit sowie einer anhaltend robusten Investoren nachfrage. Frühzeitige politische Unsicherheiten und der Zollschock zum sogenannten «Liberation Day» im April lösten einen deutlichen Aktienausverkauf aus, in dessen Verlauf Wandelanleihen ihre defensiven Qualitäten eindrucksvoll unter Beweis stellten. Bond Floors und die kurze Duration wirkten stabilisierend, federten Verluste ab und begrenzten die Abwärtsbeteiligung. Mit der anschliessenden Markterholung konnten Wandelanleihen ihr asymmetrisches Renditeprofil voll ausspielen. Steigende Aktienkurse

erhöhten die Aktienpartizipation (Delta), sodass ein substanzialer Teil der Aufwärtsbewegung mitgenommen wurde. Zusätzlichen Rückenwind lieferten sinkende Zinsen sowie eine erneute Führungsrolle von Wachstums- und Technologiewerten, insbesondere im Bereich Künstliche Intelligenz. Eine robuste, breit aufgestellte Primärmarkttaktivität sorgte zudem für eine natürliche Erneuerung des investierbaren Universums.

Zum Jahresende erzielten globale Wandelanleihen in US-Dollar gemessen eine Rendite von rund 23 % und lagen damit leicht vor globalen Aktien. 2025 war damit ein regelrechtes Lehrbuchjahr für diese Anlageklasse. Mit Blick auf 2026 bleiben wir grundsätzlich positiv, jedoch deutlich zurückhaltender. Nach drei Jahren in Folge mit spürbar positiven Renditen weist der Wandelanleihenmarkt heute eine deutlich höhere Aktiensensitivität auf. Höhere Deltas gehen zulasten von Konvexität und Asymmetrie. Niedrigere Kupons, erhöhte Wandlungsprämien und historisch geringe Anleihe Renditen schränken zudem den Abwärtsschutz auf den aktuellen Bewertungsniveau ein.

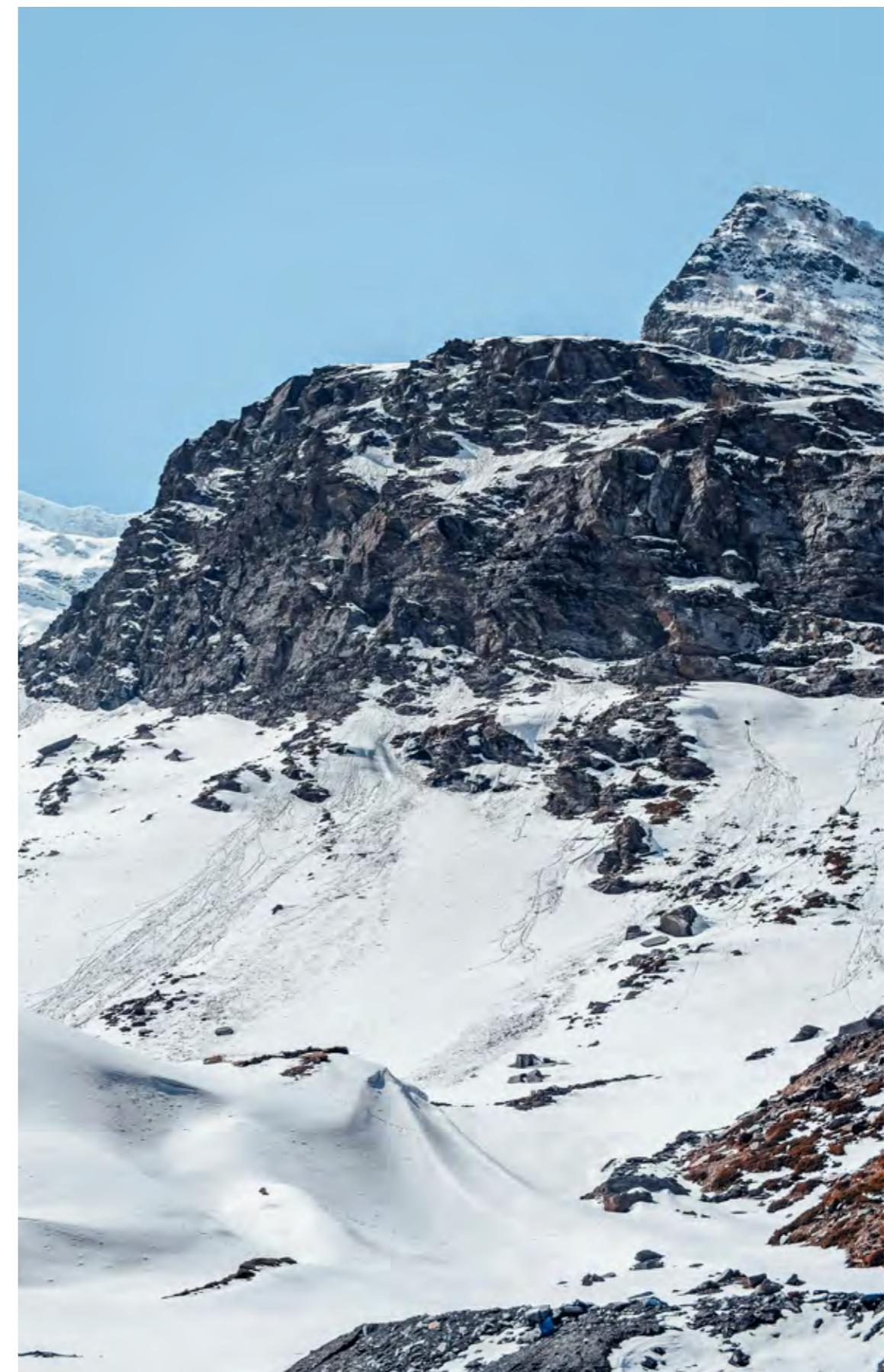
Vor diesem Hintergrund haben wir unsere Einschätzung für globale Wandelanleihen von Übergewicht auf Neutral zurückgenommen. Diese Anpassung spiegelt jedoch weniger einen Vertrauensverlust wider als vielmehr einen reiferen Zyklus. Auch gehen wir davon aus, dass sich die letztjährige hohe Emissionstätigkeit normalisieren dürfte, jedoch weiterhin unterstützend wirken sollte. Angesichts makroökonomischer Unsicherheiten, ausgeprägter Marktstreuung und anhaltender Aktienvolatilität bleibt aktives Management und eine sorgfältige Titelauswahl unverzichtbar. In diesem Kontext empfehlen wir, Risiken gezielt in andere Quellen alternativer Ertragsströme umzuschichten, in denen wir derzeit attraktivere relative Chancen sehen.

## **Liquide alternative Fondsstrategien als Quelle diversifizierter Erträge**

Zum Auftakt des neuen Jahres haben wir unsere positive Einschätzung alternativer Fondsstrategien verstärkt, die sich als effiziente und liquide Ergänzung zu traditionellen Mischportfolios etabliert haben. Insbesondere UCITS-regulierte Hedgefonds-Strategien operieren innerhalb eines robusten europäischen Regelwerks, bieten tägliche Liquidität, verbesserte Risikokontrollen und strenge Diversifizierungsanforderungen, ohne dass die Fondsmanager dabei auf den Einsatz anspruchsvoller Anlagetechniken verzichten müssen. Unter anderem solche Eigenschaften machen diese alternativen Fondsstrategien insbesondere in einem Umfeld erhöhter Marktvolatilität und nachlassender Wirksamkeit klassischer Diversifikation attraktiv.

Innerhalb des gesamten Segments alternativer Fondsstrategien favorisieren wir aktuell klar Aktien-Long/Short-Strategien, insbesondere marktneutrale Ansätze. Diese Ansätze eignen sich besonders gut für ein Umfeld niedriger

Aktienkorrelationen und hoher Renditedispersion, eine zentrale Voraussetzung für die Generierung von Alpha. Eine wachsende Kluft zwischen Gewinnern und Verlierern ermöglicht es erfahrenen Managern, mit erfolgreicher Aktienselektion marktunabhängige Erträge zu generieren. Marktneutrale Strategien leisten zudem einen wichtigen Beitrag zum Kapitalerhalt, indem sie das Marktrisiko begrenzen, Drawdowns reduzieren und gleichzeitig idiosynkratische Aufwärtspotenziale nutzen. Eine Vielzahl von Chancen, die durch Themen wie KI, Re-shoring und erhöhte europäische Verteidigungs- und Infrastrukturausgaben vorangetrieben werden, unterstützt das Renditepotenzial sowohl auf der Kauf- als auch auf der Verkaufsseite zusätzlich. Insgesamt bieten UCITS-konforme Aktien-Long/Short- und marktneutrale Strategien diversifiziertes Alpha, wirksamen Abwärtschutz und hohe Flexibilität und stellen damit eine überzeugende Portfoliokomponente im zunehmend komplexen Markttumfeld dar.





# WÄHRUNGEN

---

ABWERTUNG DES US-DOLLAR DÜRFTE IN MODERATEREM TEMPO ANHALTEN  
VON STEFFEN KILLMAIER

---

Das Jahr 2025 ging als ein weiteres turbulentes Jahr in die Geschichte ein. Insbesondere der von Donald Trump initiierte Handelskonflikt, sowie zunehmende politische Unsicherheiten hielten die Finanzmärkte in Atem. An den Devisenmärkten stand vor allem der US-Dollar im Fokus – die US-Währung zählte zu den grossen Verlierern des vergangenen Jahres. Im Gegenzug profitierte der Schweizer Franken einmal mehr von seiner Rolle als stabiler Anker in unsicheren Zeiten.

Auch im Jahr 2026 dürften die Themen des Vorjahres die Devisenmärkte weiterhin prägen. Präsident Trump wird seine Politik voraussichtlich kaum grundlegend ändern. Sein erratischer Stil, protektionistische Massnahmen,

Einflussnahmen auf die Geldpolitik sowie geopolitische Unsicherheiten dürften an den Devisenmärkten vermutlich immer wieder für erhöhte Volatilität sorgen.

**US-Notenbank setzt Zinssenkungszyklus fort**  
Der US-Dollar verzeichnete im Jahr 2025 einen der stärksten Wertverluste der vergangenen 50 Jahre. Im ersten Halbjahr gab die US-Leitwährung gegenüber einem handelsgewichteten Währungskorb prozentual so stark nach wie zuletzt im Jahr 1973. Gegenüber der europäischen Gemeinschaftswährung verlor der US-Dollar im vergangenen Jahr in der Spur bis zu 15 Prozent. Ausschlaggebend für die deutliche Abwertung war ein zunehmender Vertrauensverlust in die USA.



Der US-Dollar dürfte auch in den kommenden Monaten unter den Unsicherheiten durch Präsident Trump leiden. Für eine nachhaltige Trendwende im Jahr 2026 spricht derzeit wenig: Die US-Politik bleibt ein Unsicherheitsfaktor, zudem wird die Geldpolitik weiter gelockert. Wir gehen aktuell davon aus, dass die Fed den Leitzins in diesem Jahr zwei- bis dreimal senken wird. Im Gegensatz dazu dürfte die Europäische Zentralbank (EZB) den Leitzins vermutlich unverändert belassen. Dadurch verringert sich die Zinssdifferenz zwischen den USA und der Eurozone, was auch in den kommenden Monaten gegen den US-Dollar spricht. Hinzu kommt, dass Donald Trump weiterhin Druck auf die US-Notenbank ausüben dürfte. In Kürze wird Trump den Nachfolger für Fed-Chef Jerome Powell bestimmen, dessen Amtszeit im Mai 2026 endet. Als Favorit gilt derzeit Kevin Hassett, ein enger Vertrauter Trumps. Die Frage nach der Unabhängigkeit der Fed dürfte sich somit auch in diesem Jahr stellen und den US-Dollar entsprechend beeinflussen.

In der Eurozone wird die Finanzpolitik expansiver, unter anderem wegen der steigenden Verteidigungsausgaben. Die schwächelnde Konjunktur erhält dadurch einen positiven Impuls, wovon die europäische Gemeinschaftswährung profitieren konnte. Das Sorgenkind in der Eurozone bleibt Frankreich mit ohnehin schon hohen Staats Schulden und einer Politik, die bislang keinen glaubwürdigen Prozess zum ernsthaften Schuldendebau einleiten konnte.

Wir bleiben für das Währungspaar EUR/USD in diesem Jahr weiterhin positiv gestimmt. Eine ausgeprägte USD-Schwäche wie im vergangenen Jahr erwarten wir jedoch ausdrücklich nicht. Zudem dürfte der Grossteil der Bewegung beim Währungspaar in den kommenden Monaten stattfinden. Mit dem absehbaren Ende des Zinssenkungszyklus in den USA sowie den näher rückenden US-Midterms könnte sich der US-Dollar im Verlauf des zweiten Halbjahres zumindest stabilisieren.

### Schweizer Franken:

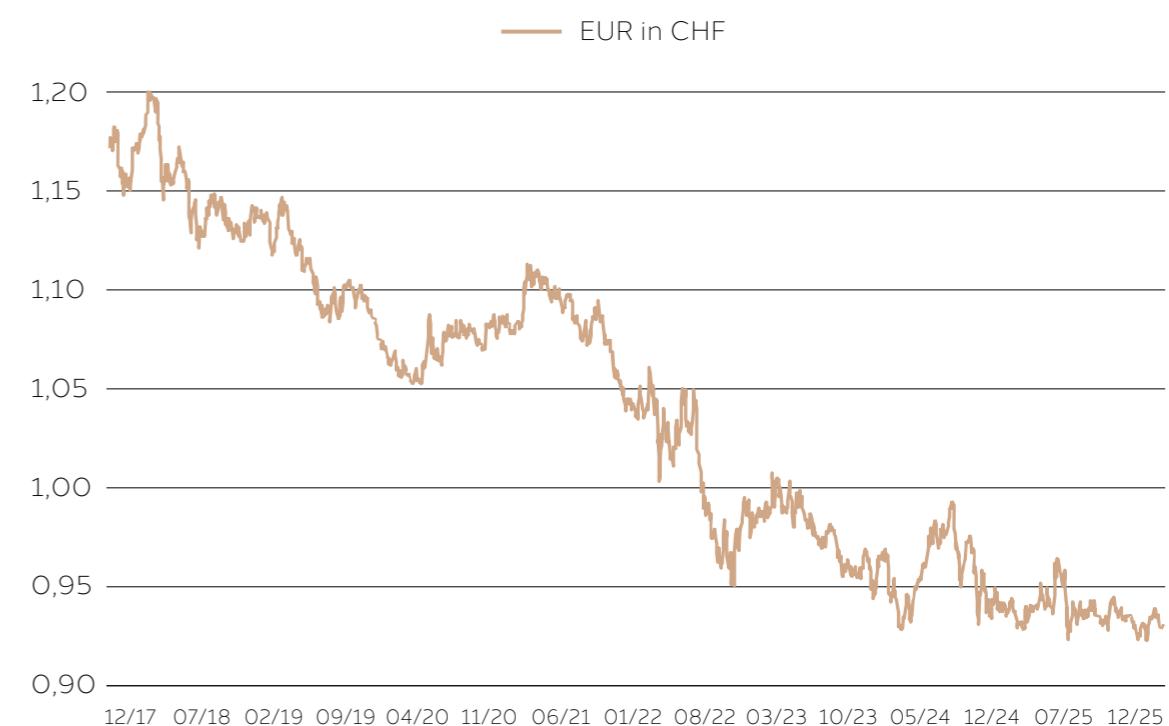
#### Sicherer Hafen in turbulenten Zeiten

Der Schweizer Franken gehörte im vergangenen Jahr einmal mehr zu den Gewinnern am Devisenmarkt. Der sichere Anlagehafen profitierte von den globalen (geo-)politischen Unsicherheiten, und dies trotz der insgesamt guten Stimmung an den Finanzmärkten. Von seinem Status als sicherer Hafen dürfte der Schweizer Franken auch künftig profitieren. Geopolitisch sieht es momentan eher nach weiterer Anspannung als nach Entspannung aus. Auch dürften sich die wirtschaftlichen und politischen Risiken in den kommenden Monaten kaum in Luft auflösen. Die Schweiz überzeugt dabei mit politischer Stabilität, einer robusten Wirtschaft, einer geringen Staatsverschuldung sowie grossem internationalem Vertrauen.

Für die Exportunternehmen ist die starke Schweizer Währung jedoch eine Last. Sie lässt

die Exportpreise steigen und senkt so die Wettbewerbsfähigkeit. Bei einer spürbaren Aufwertung des Schweizer Frankens dürfte sich die Schweizer Nationalbank (SNB) daher dem Aufwertungsdruck weiter entgegenstellen. Obwohl die SNB zögert, zu Negativzinsen zurückzukehren, bleibt der Druck bestehen, sollte der Franken weiter aufgewertet. Zudem kann die SNB am Devisenmarkt intervenieren, um die Währung zu schwächen.

Wir erwarten, dass sich die im vergangenen Jahr zu beobachtende volatile Seitwärtsbewegung beim Währungspaar EUR/CHF in den kommenden Monaten fortsetzen wird und sind für das Währungspaar auf 3-Monats- und 12-Monats-Sicht neutral positioniert. Für deutlich niedrigere Franken-Kurse müssen die globalen Unsicherheiten spürbar abnehmen, wonach es derzeit nicht aussieht.

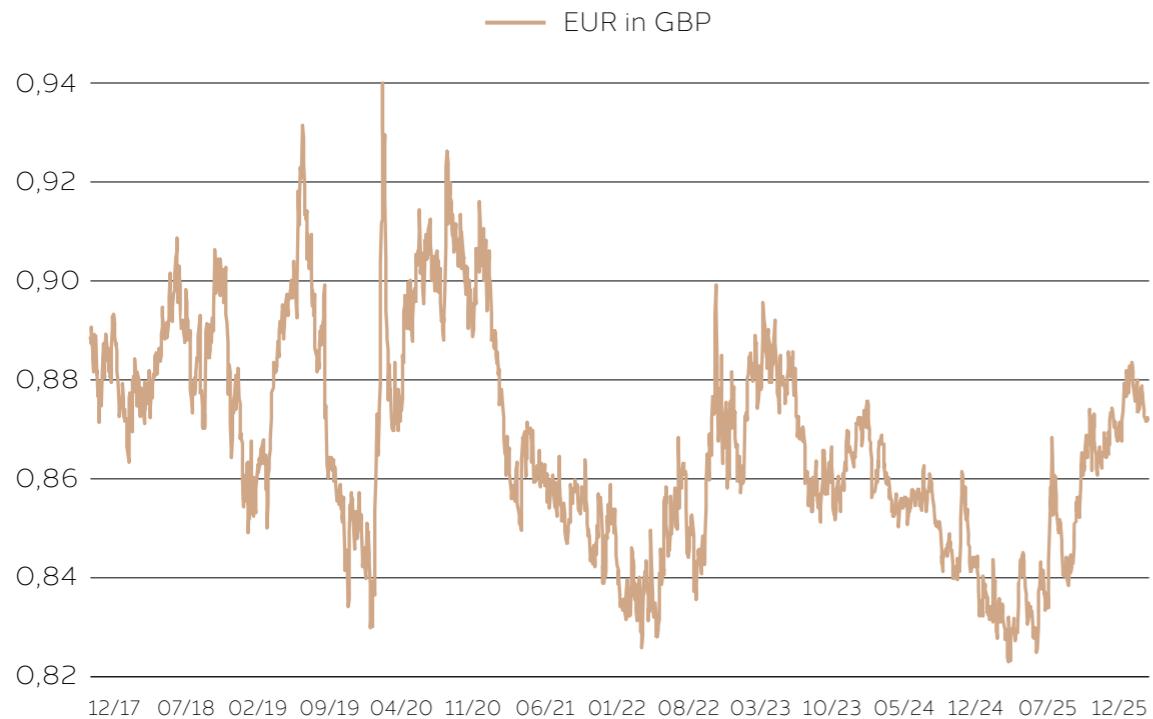


## Zinssenkungen und politische Unsicherheiten belasten das Pfund

Das britische Pfund stand im vergangenen Jahr unter Druck und entwickelte sich im Vergleich zu anderen europäischen G10-Währungen unterdurchschnittlich. Die Teuerung liegt in Grossbritannien weiterhin deutlich über dem 2%-Ziel der Bank of England (BoE). Neben der hohen Inflation hat Grossbritannien zudem mit Konjunktursorgen zu kämpfen. Das Wirtschaftswachstum stagniert, und der Arbeitsmarkt kühlt ab. Die BoE ist entsprechend zwischen Inflationsdruck und Konjunktursorgen gefangen. Der geschwächte Zustand der Wirtschaft würde weitere Zinssenkungen rechtfertigen, doch diese könnten durch die weiterhin hartnäckige Inflation verhindert werden, die sich als beständiger erweist als in anderen grossen entwickelten Volkswirtschaften. Aktuell geht der Markt von einer Zinssenkung in diesem Jahr aus. Das weitere Vorgehen der Zentralbank wird jedoch stark von den künftigen Wirtschaftsdaten abhängen. Da die geldpolitischen Entscheidungen in den jüngsten Sitzun-

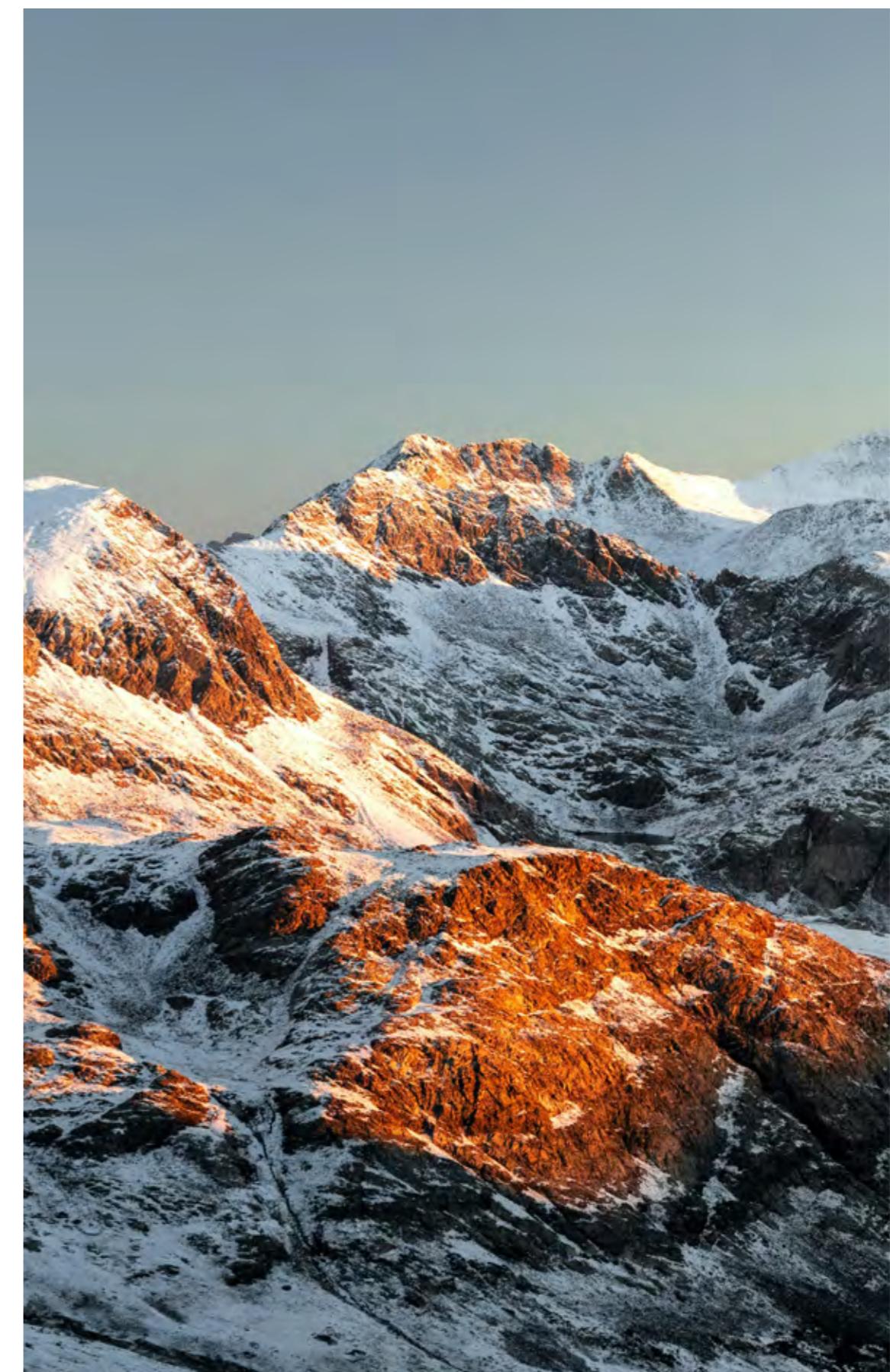
gen jeweils äusserst knapp ausfielen, sind kurzfristige Richtungswechsel nicht auszuschliessen.

In Grossbritannien belasten zudem innenpolitische Herausforderungen die Markttstimmung. Die Popularität von Premierminister Keir Starmer und Spekulationen über eine mögliche Führungskrise setzen das Pfund unter Druck. Die neue Labour-Regierung hat bislang versäumt, die langfristigen fiskalischen Herausforderungen des Landes konsequent anzugehen. Der im November vorgestellte Haushalt versucht, einen Mittelweg zwischen Steuererhöhungen und Ausgabenkürzungen zu finden. Gleichzeitig wächst die Unzufriedenheit der Wählerschaft mit der wirtschaftlichen Entwicklung des Vereinigten Königreichs. Politische Entwicklungen könnten zu Phasen erhöhter Volatilität beim Pfund führen. Für das Währungspaar EUR/GBP sind wir auf kurze (3 Monate) und lange (12 Monate) Sicht neutral positioniert und erwarten eine weitgehend seitwärtsgerichtete Entwicklung.



Entwicklung des EUR/GBP-Wechselkurses

Quelle: Bloomberg, Bergos. Daten per 31.12.2025





TOPIC





# TOPIC

---

ANMERKUNGEN ZUR US-NOTENBANK  
VON DR. MICKEY LEVY

---

## **Kevin Hassett als Fed-Vorsitzender**

Als überzeugter Trump-Anhänger wird Kevin Hassett höchstwahrscheinlich zum Fed-Vorsitzenden ernannt werden und nach Anhörungen im Bankenausschuss des Senats vom Senat bestätigt werden. Hassetts wirtschaftliches Denken tendiert eindeutig zur Angebotsökonomie – niedrige Steuern und weniger Regulierung fördern ein produktivitätsgesetztes Wirtschaftswachstum, das die Inflation senkt und mit niedrigen Zinsen vereinbar ist. Er passt sich jedoch den Präferenzen Trumps an. Dazu gehören das Stillschweigen zu Zöllen und zur Verschärfung der Einwan-

derungspolitik (obwohl Kevin Hassett weiß, dass diese Massnahmen negativ für die Wirtschaft sind). Wenn Hassett Fed-Vorsitzender wird, wird sein geldpolitisches Vorgehen zumindest anfangs und bis weit ins Jahr 2026 hinein von Trumps Wunsch nach niedrigeren Zinsen dominiert sein. Hassett teilt noch einen weiteren Wunsch mit Trump: hohe Aktienbewertungen und robuste Kapitalmärkte.

1999, als die Dotcom-Blase an Fahrt gewann, war Hassett Ko-Autor eines viel beachteten Buches mit dem Titel «Dow 36,000: The New Strategy for Profiting from the Coming Rise in

the Stock Market», in dem argumentiert wurde, dass Aktien deutlich unterbewertet seien und sich der Aktienmarkt innerhalb von fünf Jahren vervierfachen würde. Es handelte sich um eine wachstumsorientierte Strategie mit niedriger Inflation und niedrigen Zinsen für Investitionen. Bald darauf platzte die Dotcom-Blase und der Aktienmarkt brach ein, aber schliesslich stiegen die Bewertungen und der Dow Jones Industrial Index erreichte Hassetts Ziel Jahrzehnte später, im November 2021. Ich vermute stark, dass Hassett aus vielen der in seinem Buch dargelegten Gründen weiterhin optimistisch für den Aktienmarkt ist und grossen Optimismus hinsichtlich des produktivitätsgtriebenen Wachstums durch KI und andere Innovationen hegt.

Doch was wäre, wenn sich das Wachstum entgegen Hassetts optimistischer Einschätzung verlangsamen würde und besonders der Arbeitsmarkt schwach wäre? In diesem Fall würde die Fed die Zinsen schnell senken. Es gäbe erheblichen Spielraum für Zinssenkungen. Bemerkenswert ist, dass die drei Zinssenkungen der Fed um jeweils 25 Basispunkte Ende 2025, als die Inflation näher bei 3 % als bei ihrem Ziel von 2 % lag, darauf hindeuten, dass die Fed weiterhin der Beschäftigung Vorrang vor der Inflation einräumt und Zinssenkungen befürwortet.

### Fed-Gymnastik

Vor der Dezember-Zinssenkung sprachen sich die derzeitigen Fed-Gouverneure Bowman, Miran und Waller öffentlich für niedrigere Zinsen aus. Ebenso Philip Jefferson, der stellvertretende Vorsitzende des Board of Governors des Federal Reserve System, der sich selbst als Sprecher der Fed positioniert. Zu dieser Gruppe, die sich für niedrigere Zinsen aussprach, gehörten auch John Williams, Präsident der Federal Reserve Bank of New York, der ebenfalls stellvertretender Vorsitzender des FOMC ist, sowie Mary Daly,

Präsidentin der Federal Reserve Bank of San Francisco.

Nach der Dezember-Zinssenkung liegt der effektive Leitzins der Fed bei 3,6 % (die Spanne liegt bei 3,5 %-3,75 %), nur 0,8 Prozentpunkte über der Inflation. Dies liegt unter der mittleren Schätzung der FOMC-Mitglieder von 1,0 % für den längerfristigen realen Leitzins – den Zinssatz, der mit dem Mandat der Fed von 2 % Inflation und maximaler Beschäftigung vereinbar ist. Dies deutet darauf hin, dass die aktuelle Geldpolitik akkommodierend ist. Dennoch ist es sehr wahrscheinlich, dass die Fed mit einem neuen Vorsitzenden und dem Druck, die Zinsen zu senken, diesem Wunsch auch nachkommen wird. Gleichwohl ist mit einigen Gegenstimmen zu rechnen. Einige Fed-Mitglieder sind besorgt über die anhaltend über dem Zielwert liegende Inflation. Darüber hinaus könnten einige traditionelle «Tauben» im FOMC, die generell niedrigere Zinsen befürworten, sich einer Zinssenkung widersetzen, um gegen alles zu protestieren, was Präsident Trump unterstützt.

Der Verwaltungsrat hat zwar bereits bekannt gegeben, dass er für eine Verlängerung der Amtszeit aller Präsidenten der Federal Reserve Banks gestimmt hat, doch wahrscheinlich wird Präsident Trump Druck auf mehrere Präsidenten der Federal Reserve Banks ausüben, vorzeitig in den Ruhestand zu treten, um Platz für weitere von ihm ernannte Kandidaten zu schaffen. Sollte dies passieren, ist mit unschönen politischen Manövern zu rechnen, die für die Federal Reserve eher untypisch sind.

Obwohl Hassett zu Beginn seiner Karriere Mitarbeiter der Fed war, wird er von den etablierten Mitgliedern der Fed als «Aussenreiter» betrachtet werden. Hassett befürwortet nicht nur niedrigere Zinsen, sondern ist auch offen für eine Reform der Führung des Federal Reserve Systems. Im Allgemeinen

ist die Fed eine konservative Institution, die ihre Unabhängigkeit und ihren Ermessensspielraum bei der Durchführung ihrer Politik schätzt und Veränderungen ablehnt. Veränderungen und Unsicherheiten innerhalb der Fed werden in vielerlei Hinsicht eine Herausforderung darstellen.

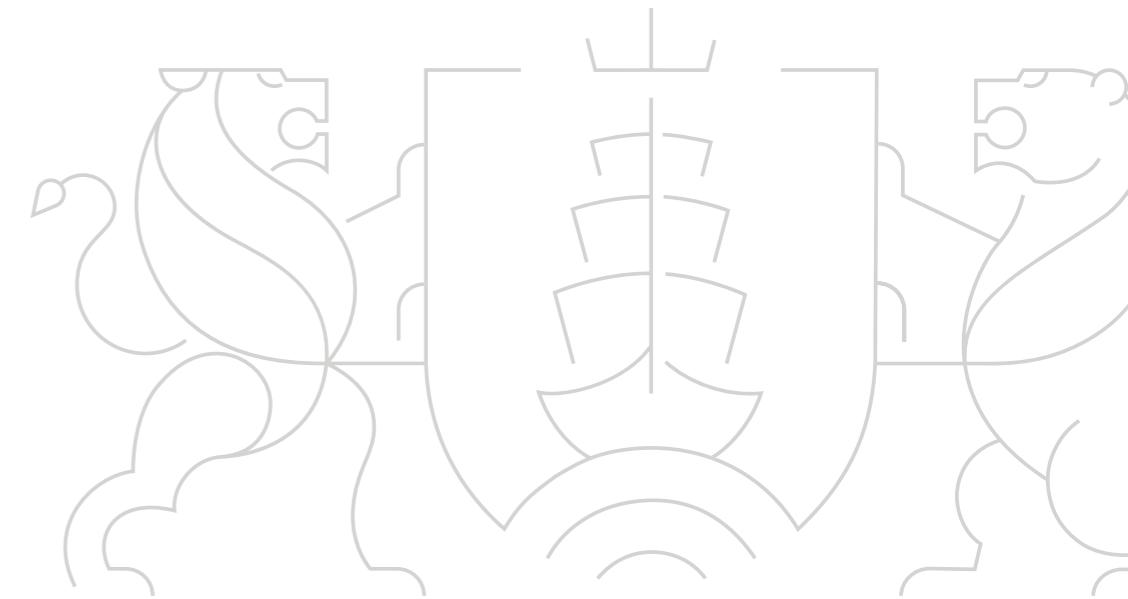
Was sind die Grenzen für Zinssenkungen der Fed? Einfach gesagt: Die Marktreaktionen und -signale werden die entscheidende Grenze sein. Eine deutlich steilere Zinsstrukturkurve und/oder ein Absturz des US-Dollars als Reaktion auf die geldpolitische Lockerung wären ein klares Signal für die Fed. Scott Bessent, Finanzminister und enger Vertrauter von Präsident Trump, hat seine Karriere an den Finanzmärkten verbracht und würde Trump schnell sagen, wann er aufhören muss. Es gilt zu beachten, dass Trump das Verhalten der Finanzmärkte als sein «Zeugnis» betrachtet und seinen Kurs ändern würde, wenn er durch die Fakten der Finanzmärkte dazu gedrängt wird.

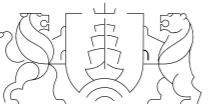


# BERGOS

## HAUSMEINUNG

HAUSMEINUNG	--	-	0	+	++		--	-	0	+	++		--	-	0	+	++			
<b>AKTIEN</b>	○	○	●	○	○				○	○	●	○			<b>ALTERNATIVE INVESTMENTS</b>	○	○	○	●	○
<b>NORDAMERIKA</b>	○	○	○	●	○		<b>FESTVERZINSLICHE</b>		○	○	●	○	○		<b>ROHSTOFFE</b>	○	○	●	○	○
NICHT-BASIS-KONSUMGÜTER	○	○	●	○	○		<b>DENOMINATION US-DOLLAR</b>		○	○	●	○	○		<b>ENERGIE</b>	○	○	●	○	○
BASISKONSUMGÜTER	○	●	○	○	○		<b>DURATION</b>		○	○	●	○	○		<b>INDUSTRIEMETALLE</b>	○	○	●	○	○
ENERGIE	○	○	●	○	○		<b>SHORT TERM</b>		○	○	●	○	○		<b>EDELMETALLE</b>	○	○	○	●	○
FINANZWERTE	○	○	○	●	○		<b>MEDIUM TERM</b>		○	○	○	●	○		<b>HEDGEFONDS-STRATEGIEN</b>	○	○	●	○	○
GESUNDHEIT	○	○	○	●	○		<b>LONG TERM</b>		○	●	○	○	○		<b>LONG/SHORT</b>	○	○	○	●	○
INDUSTRIE	○	○	●	○	○		<b>STAATSANLEIHEN</b>		○	○	●	○	○		<b>RELATIVE VALUE</b>	○	○	○	●	○
IT	○	○	●	○	○		<b>VERBRIEFTE ANLEIHEN/ AGENCY MBS</b>		○	○	○	●	○		<b>MACRO</b>	○	○	●	○	○
MATERIALIEN	○	○	●	○	○		<b>UNTERNEHMEN INVESTMENT GRADE</b>		○	○	●	○	○		<b>EVENT-DRIVEN</b>	○	○	●	○	○
IMMOBILIEN	○	●	○	○	○		<b>UNTERNEHMEN HOCHZINS</b>		○	●	○	○	○		<b>WANDEL OBLIGATIONEN</b>	○	○	●	○	○
KOMMUNIKATIONSLEISTUNGEN	○	○	●	○	○										<b>ALTERNATIVE CREDIT UND PRIVATE DEBT</b>	○	○	○	●	○
VERSORGUNG	○	○	●	○	○										<b>IMMOBILIEN</b>	○	○	●	○	○
<b>EUROPA</b>	○	○	●	○	○		<b>DENOMINATION EURO</b>		○	○	●	○	○							
NICHT-BASIS-KONSUMGÜTER	○	○	○	●	○		<b>DURATION</b>		○	○	●	○	○							
BASISKONSUMGÜTER	○	●	○	○	○		<b>SHORT TERM</b>		○	○	●	○	○							
ENERGIE	○	●	○	○	○		<b>MEDIUM TERM</b>		○	○	○	●	○							
FINANZWERTE	○	○	○	●	○		<b>LONG TERM</b>		○	●	○	○	○							
GESUNDHEIT	○	○	●	○	○		<b>STAATSANLEIHEN</b>		○	○	●	○	○							
INDUSTRIE	○	○	●	○	○		<b>VERBRIEFTE ANLEIHEN/ AGENCY MBS</b>		○	○	○	●	○							
IT	○	○	○	●	○		<b>UNTERNEHMEN INVESTMENT GRADE</b>		○	○	○	●	○							
MATERIALIEN	○	○	●	○	○		<b>UNTERNEHMEN HOCHZINS</b>		○	●	○	○	○							
IMMOBILIEN	○	○	●	○	○										<b>SCHWELLENLÄNDER</b>	○	○	●	○	○
KOMMUNIKATIONSLEISTUNGEN	○	●	○	○	○															
VERSORGUNG	○	●	○	○	○															
<b>JAPAN</b>	○	○	●	○	○															
<b>SCHWELLENLÄNDER</b>	○	○	●	○	○															





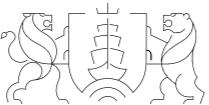
B E R G O S

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.

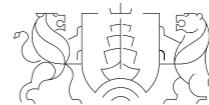
Die Bergos AG (nachfolgend «Bergos») behält sich das Recht vor, das Angebot an Dienstleistungen und Produkten sowie die Preise jederzeit ohne vorherige Mitteilung zu ändern. Bergos übernimmt keine Gewähr für die Aktualität, Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen. Für den Eintritt der in der 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.



B E R G O S



B E R G O S

C O P Y R I G H T

**B E R G O S A G**

ALLE RECHTE VORBEHALTEN  
ZÜRICH, JANUAR 2026

**Herausgeber**

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

**Autoren**

Maximilian Hefele, 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  
Dr. Mickey Levy | Gastautor – External Advisor

**Managing Editor**

Sarah Thalmann | Leiterin Kommunikation  
Ana Varvodic | Communications Manager

**B E R G O S A G**

**H A U P T S I T Z**

Kreuzstrasse 5  
8008 Zürich · Schweiz

Telefon +41 44 284 20 20

**N I E D E R L A S S U N G G E N F**

29, Quai du Mont-Blanc  
1201 Genf · Schweiz

Telefon +41 22 308 59 00

[www.bergos.ch](http://www.bergos.ch)

[info@bergos.ch](mailto:info@bergos.ch)