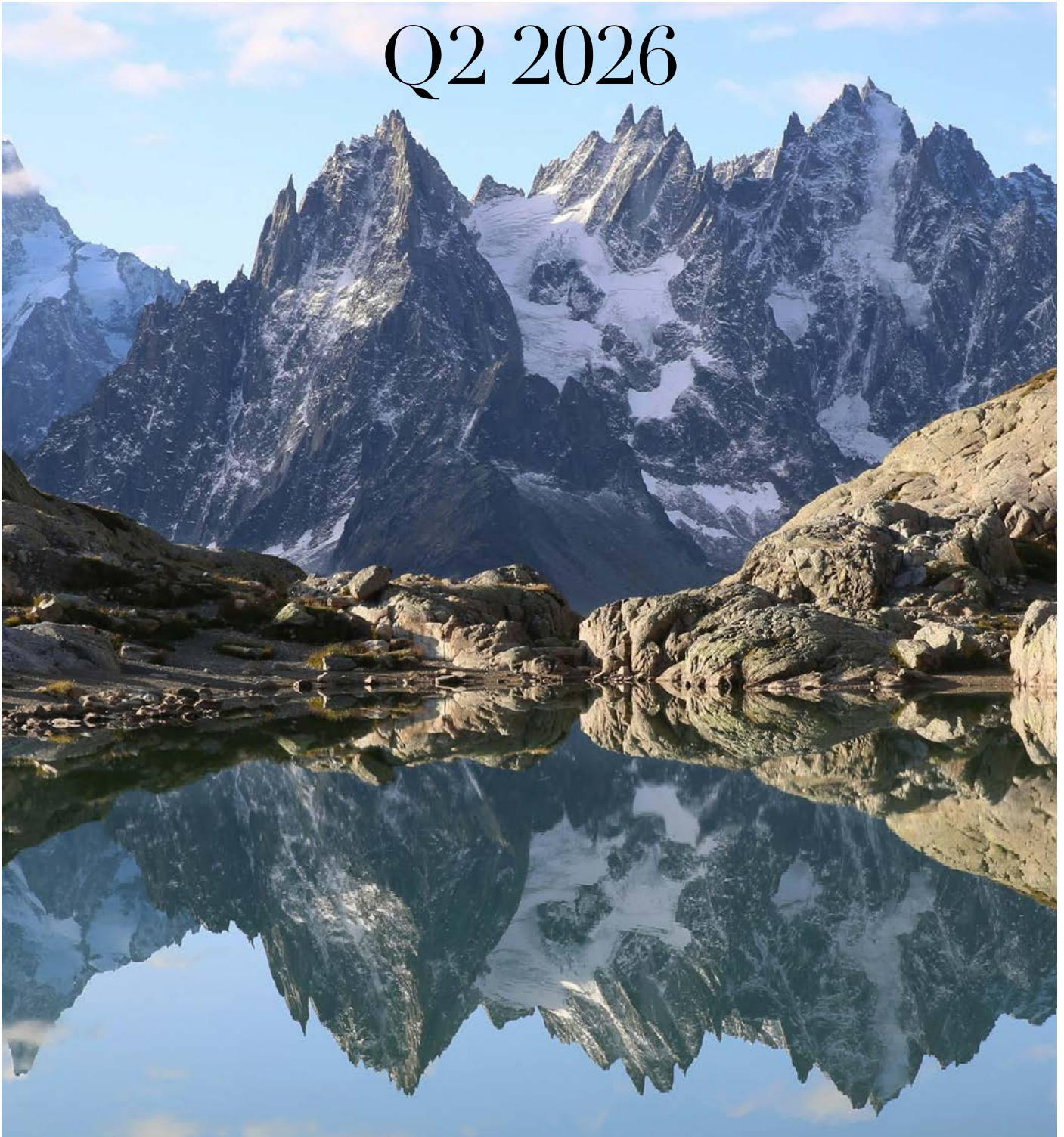
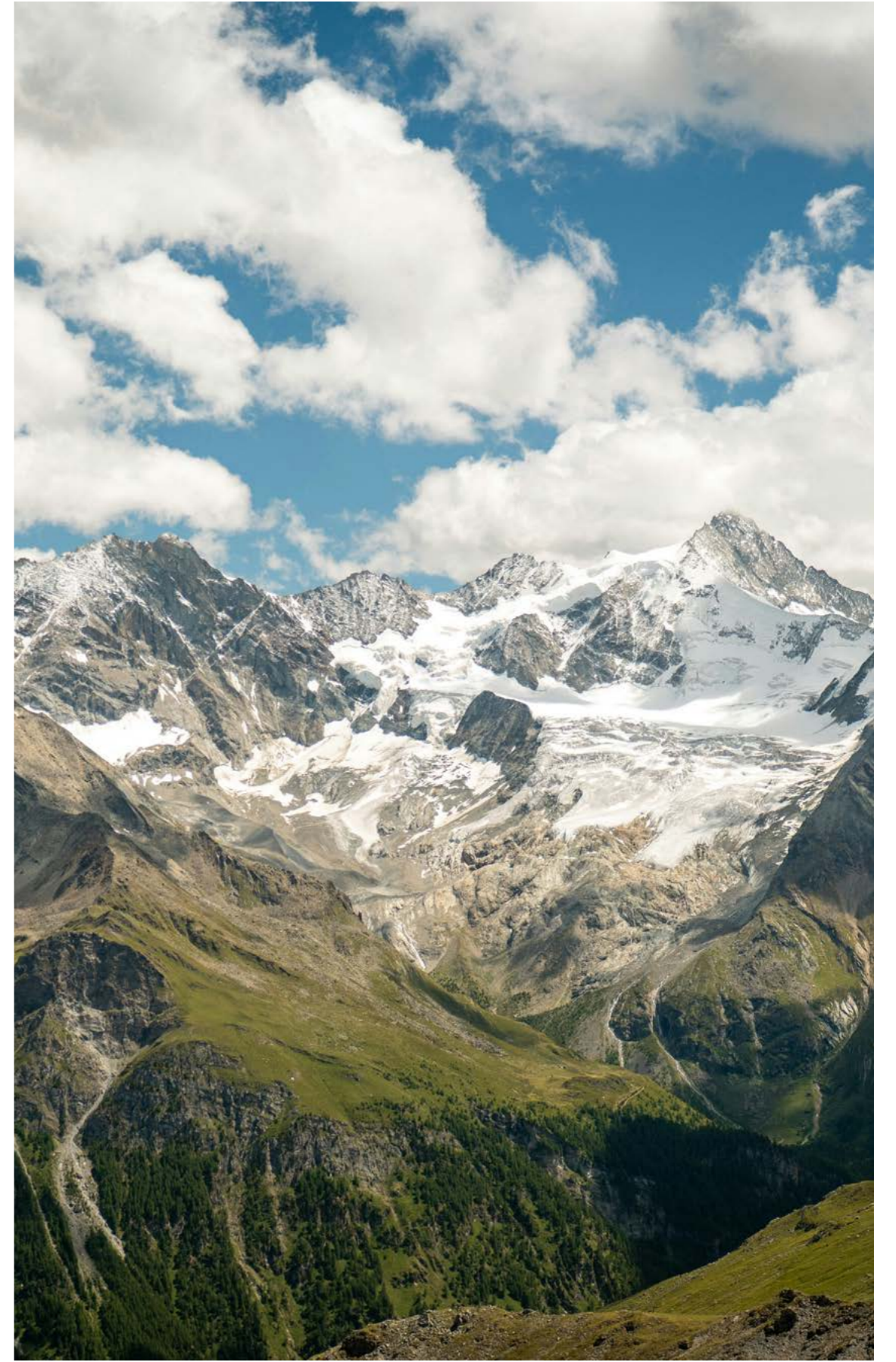
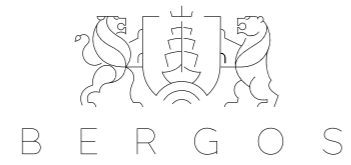


Reflexionen

Q2 2026







INHALT

10 **VORWORT**
MAXIMILIAN HEFELE

14 **KOMPASS**
TILL C. BUDELMANN

17 **VOLKSWIRTSCHAFT**
DR. JÖRN QUITZAU

23 **AKTIEN**
FREDERIK CARSTENSEN

29 **ANLEIHEN**
CHRISTOPH JUNG

37 **ALTERNATIVE INVESTMENTS**
OLIVER WATOL

43 **WÄHRUNGEN**
STEFFEN KILLMAIER

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 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, APRIL 2026
ALLE RECHTE VORBEHALTEN
REDAKTIONSSCHLUSS 02.04.2026

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 AKTIENSTRATEGE

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, ANLEIHENSTRATEGE

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 WÄHRUNGSSTRATEGE

Steffen Killmaier arbeitet seit 2013 bei Bergos. Er ist unter anderem verantwortlich für die Top-down-Strategie im Bereich Währungen und ist Mitglied des Investmentkomitees der Bank. Killmaier studierte Banking und Finance an der Universität Zürich.





V O R W O R T

ÜBER UNSERE FRÜHLINGSAUSGABE

Liebe Leserinnen und Leser,

seit dem Ausbruch des Iran-Krieges Ende Februar gab es, abgesehen von Liquidität, nur wenige sichere Häfen in den klassischen Anlageklassen. Neben Aktien haben auch Zinspapiere unter den steigenden Renditen gelitten, und Gold musste einen Grossteil der zuvor stattfindenden Kursexplosion wieder abgeben.

In der Korrekturphase zeigte sich jedoch, dass der US-Aktienmarkt erneut resilienter durch die Stressphasen kommt als der Rest der Welt. Auch der US-Dollar, der grundsätzlich unter dem Vertrauensverlust gegenüber der aktuellen US-Politik leidet, hat zur Stabilität in global ausgerichteten Portfolios beigetragen.

Es lässt sich auch beobachten, dass, sobald auch nur die leiseste Hoffnung auf eine Deeskalation des Iran-Konflikts aufkommt, Investoren schnell bereit sind, ihre Liquiditätsreserven am Markt zu platzieren. Dynamisch positive Kurssprünge, wie wir sie Ende März und Anfang April gesehen haben, sind somit jederzeit möglich.

Das Spannungsfeld für die Kapitalmarkt-einordnung reicht daher von düsteren Stagflationsszenarien bis hin zu einer schnellen Beendigung des Konflikts, verbunden mit positiven Wirtschaftstrends. Dieses fast binäre Umfeld macht die Positionierung ausgesprochen anspruchsvoll.

Unser Ansatz setzt vor diesem Hintergrund auf eine noch breitere Diversifikation und vermeidet eine einseitige Positionierung auf extreme Szenarien. Auf der Aktienseite spielt hier die stilistische Verbreiterung von Wachstums- und Substanzaktien eine wichtige Rolle. Zur Reduktion von Konzentrationsrisiken, insbesondere im US-Aktienmarkt, ist die Beimischung von US-Small-Caps ebenfalls sinnvoll. Grundsätzlich überzeugen uns die Gewinnwachstumschancen von US-Aktien, die nach der Korrektur auf moderatere Bewertungskennzahlen treffen.

Im Bereich der Zinspapiere sind wir im Hochzinssegment sehr vorsichtig positioniert und fahren ein klares Untergewicht. Auch die Kreditrisikoprämien von Unternehmensanleihen mit besseren Bonitäten überzeugen uns derzeit nicht, weshalb wir uns hier ebenfalls vorsichtiger positionieren.

Trotz der aktuell hohen Volatilität sind wir weiterhin von Gold überzeugt, da wir eine

anhaltend hohe Nachfrage aus den Schwellenländern erwarten. Für die zusätzliche Diversifikation in Multi-Asset-Portfolios erachten wir weiterhin Wandelanleihen als eine attraktive Ergänzung.

Somit bleiben wir auch in dieser herausfordernden Zeit unserer Investmentphilosophie treu und hinterfragen unsere Kapitalmarkt-einschätzungen regelmässig und kritisch im Rahmen unseres Investmentprozesses. Wir agieren mit ruhiger Hand, und bei notwendigen Anpassungen verfolgen wir einen anti-zyklischen Ansatz. Dieses Vorgehen hat sich bereits in vergangenen Krisen bewährt und bestärkt uns in unserer aktuellen Positionierung – auch in diesen bewegten Zeiten.

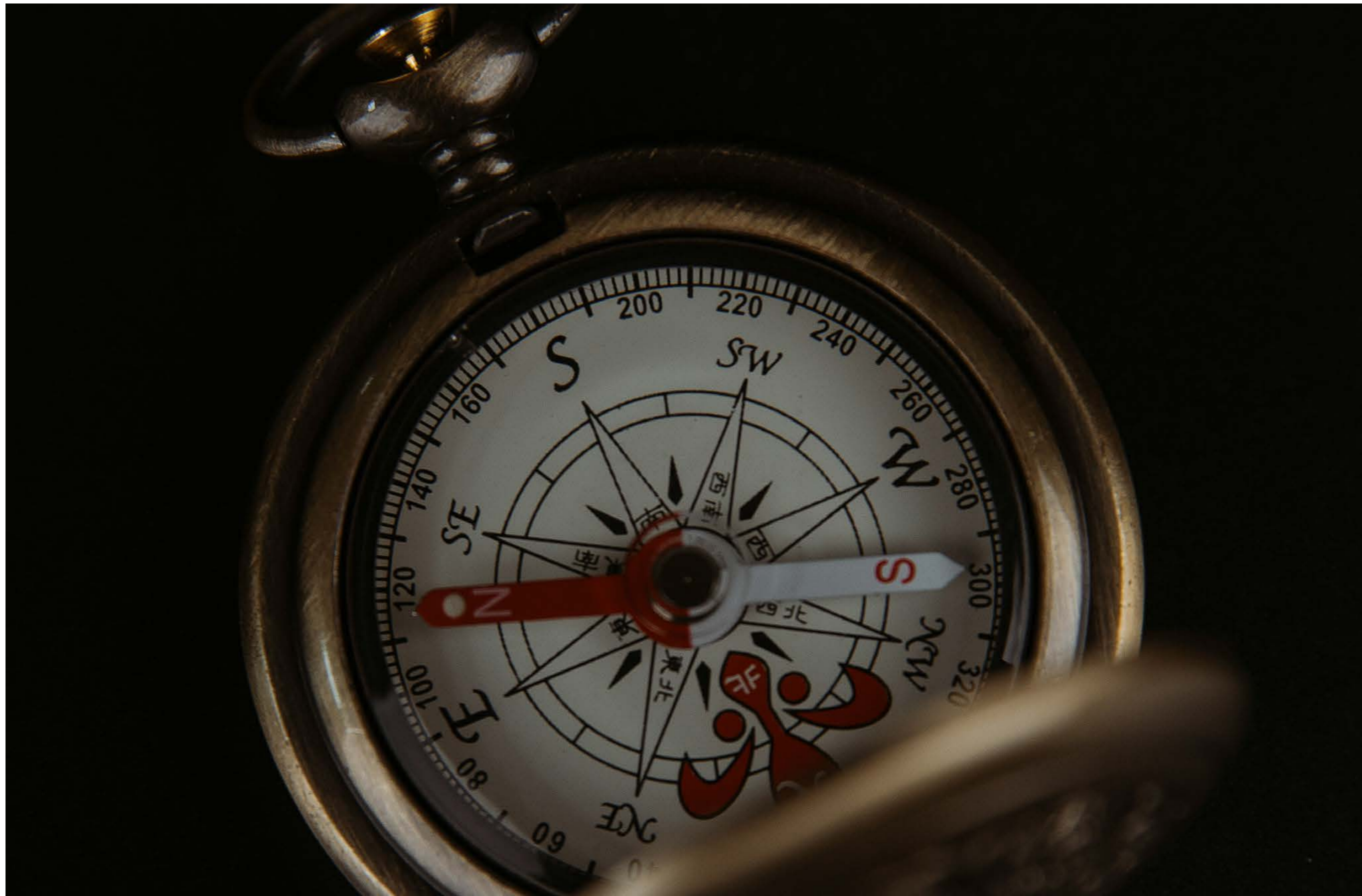
Ich wünsche Ihnen viel Freude beim Lesen!

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

In unserem Basisszenario gehen wir vorerst von einer militärischen Entspannung in den kommenden Wochen aus, sodass die Energiepreise nach und nach deutlich von ihren aktuellen Niveaus sinken. Ein schneller Rückgang auf die Niveaus vor Ausbruch des Iran-Krieges ist allerdings nicht wahrscheinlich, weil Öl- und Gasanlagen beschädigt wurden, deren Reparatur einige Zeit beanspruchen wird.

In diesem Szenario würden die Inflationsraten ab März, getrieben von den Energiepreisen, sowohl im Vormonatsvergleich als auch im Vorjahresvergleich spürbar ansteigen und bei Unternehmen und Verbrauchern für Verunsicherung sorgen. Die Kernrate der Inflation, bei der die schwankungsintensiven Energie- und Nahrungsmittelpreise nicht enthalten sind, bliebe aber weitgehend unverändert. In unserem Basisszenario sinken die Energiepreise, bevor sie sich in nennenswertem Umfang auf die Preise anderer Waren und Dienstleistungen ausbreiten und die Kerninflation spürbar nach oben treiben können. Nachdem die Energiepreise wieder gesunken sind, würden die Inflationsraten schnell wieder sinken. Die Verunsicherung würde sich wieder auflösen, der Kaufkraftverlust wäre überschaubar. Da die Inflationsrate aber ab März über einige Monate deutlich erhöht sein wird, dürfte die Teuerungsrate im Jahresdurchschnitt auf etwa 2,6 % gegenüber dem Vorjahr steigen. Ohne den Krieg wäre eine durchschnittliche Inflation von knapp zwei Prozent wahrscheinlich gewesen.

Die Zentralbanken könnten durch einen solchen kurzzeitigen Preisanstieg «hindurchschauen». Kommunikativ haben sie bereits auf die veränderte Situation reagiert und höhere Zinsen in Aussicht gestellt, falls sich die Inflation verfestigen sollte. Solange die mittel- und längerfristigen Inflationserwartungen in der Nähe der Zentralbankziele verankert bleiben, werden die Währungshüter unseres Erachtens die Geldpolitik aber nicht oder nur sehr moderat straffen, weil sie damit die Konjunktur in einer fragilen Situation schwächen würden. Die Zentralbanken warten deshalb die weitere Entwicklung im Mittleren Osten und an den Energiemärkten ab.

Mit jedem Tag steigt allerdings die Gefahr, dass sich der Krieg länger hinzieht und die Energiepreise entsprechend länger hoch bleiben. In einem solchen Risikoszenario würden die Schäden für die Konjunktur und die Preisstabilität deutlich höher ausfallen. Die konkreten Auswirkungen können dabei abhängig von Dauer und Intensität der Schäden sehr stark variieren.

BIP-SCHÄTZUNGEN

INFLATIONSSCHÄTZUNGEN (CPI)

VEREINIGTE STAATEN
2 0 2 5 : + 2,1 %
2 0 2 6 : + 1,8 %
2 0 2 7 : + 1,8 %

VEREINIGTE STAATEN
2 0 2 5 : 2,8 %
2 0 2 6 : 2,9 %
2 0 2 7 : 2,5 %

EUROZONE
2 0 2 5 : + 1,3 %
2 0 2 6 : + 0,9 %
2 0 2 7 : + 1,3 %

EUROZONE
2 0 2 5 : 2,1 %
2 0 2 6 : 2,6 %
2 0 2 7 : 2,0 %

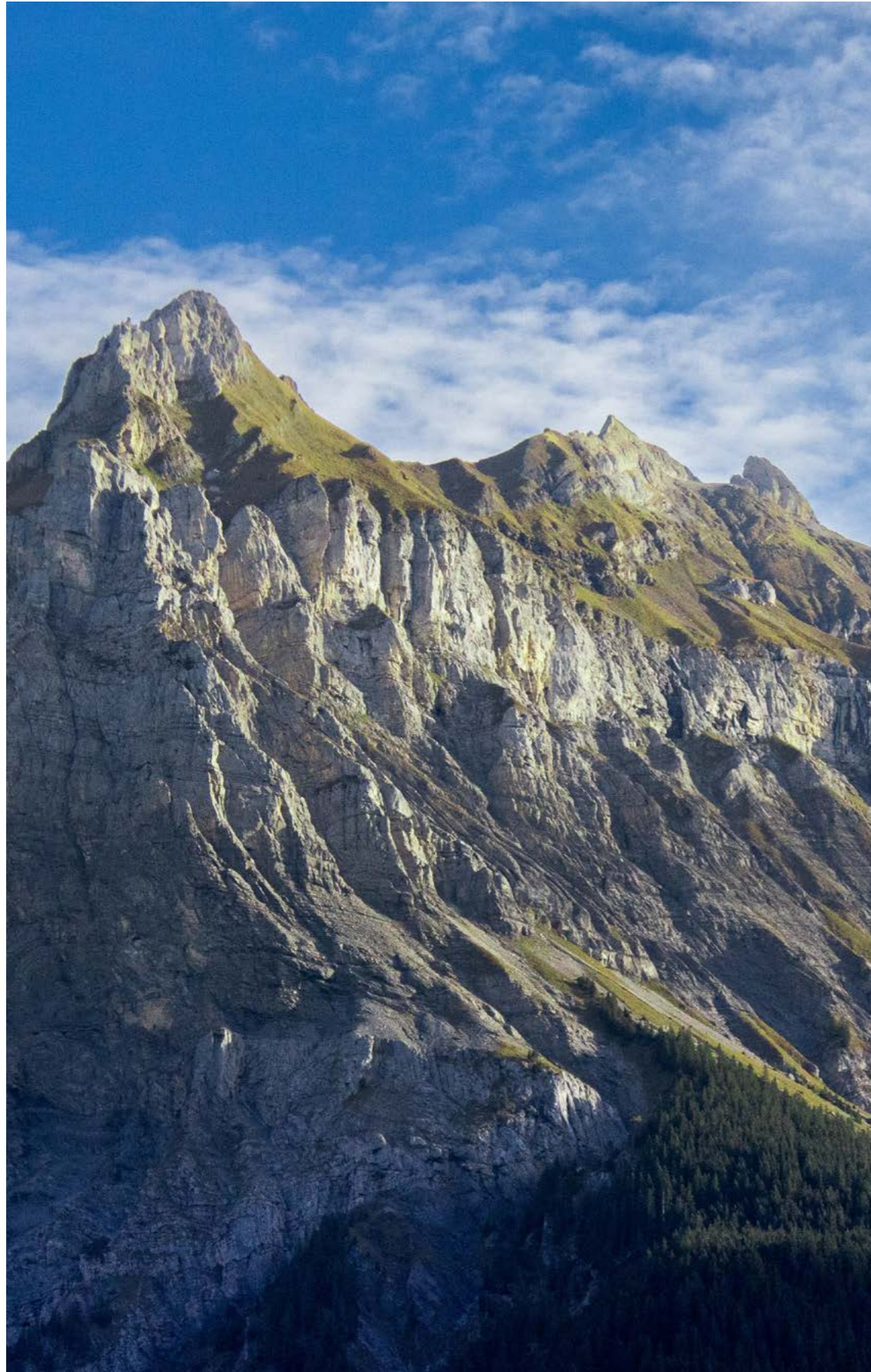
DEUTSCHLAND
2 0 2 5 : + 0,2 %
2 0 2 6 : + 0,8 %
2 0 2 7 : + 1,2 %

SCHWEIZ
2 0 2 5 : + 1,2 %
2 0 2 6 : + 1,1 %
2 0 2 7 : + 1,2 %

GROSS-BRITANNIEN
2 0 2 5 : + 1,3 %
2 0 2 6 : + 0,7 %
2 0 2 7 : + 1,4 %

CHINA
2 0 2 5 : + 5,0 %
2 0 2 6 : + 4,3 %
2 0 2 7 : + 4,1 %

JAPAN
2 0 2 5 : + 1,1 %
2 0 2 6 : + 0,6 %
2 0 2 7 : + 0,7 %



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

GEOPOLITIK ÜBERSCHATTET ALLES

VON DR. JÖRN QUITZAU

Venezuela, Grönland, Iran – die Liste der geopolitischen Themen und ernsthaften Konflikte im ersten Quartal ist erschreckend. Hinzu kommen der andauernde Krieg zwischen Russland und der Ukraine sowie im Hintergrund weitere latente Risiken. Zu Beginn des zweiten Quartals ist klar: Die Geoökonomie dominiert das Geschehen, und die sonst wichtigen makroökonomischen Daten treten in den Hintergrund.

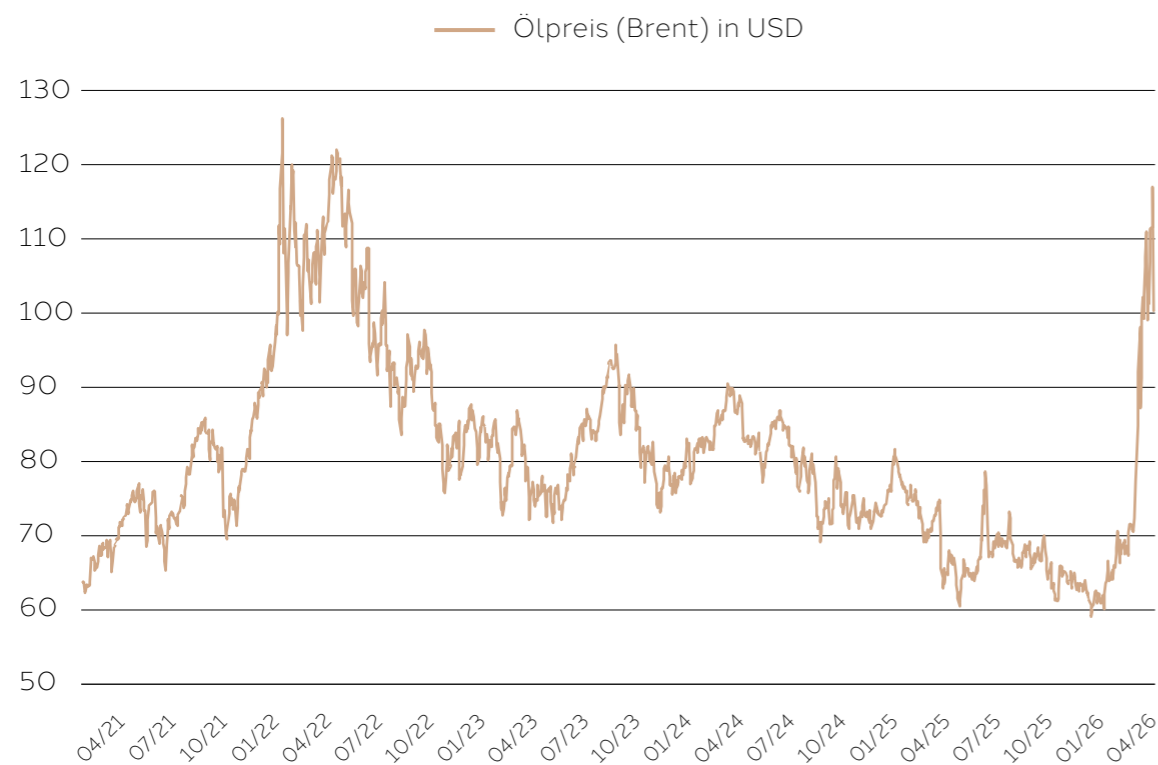
Konjunktur: Zwischen Hoffen und Bangen
Vor dem Ausbruch des Iran-Krieges hatte sich die Weltwirtschaft trotz der amerikanischen Handelspolitik erstaunlich widerstandsfähig gezeigt. Für 2026 deutete sich erneut ein globales Wachstum von etwas mehr als 3 % an. Auch die amerikanische Wirtschaft entwickelte sich robuster als es aufgrund der US-Wirtschaftspolitik zu befürchten war. Für die Eurozone deutete sich immerhin ein Wachs-

tum von 1,3 % an. Eine wichtige Konjunkturstütze ist die sehr expansive Finanzpolitik. Dies gilt insbesondere für die USA, aber auch viele andere Länder nehmen in dieser komplexen wirtschaftlichen und politischen Lage erhebliche Haushaltsdefizite in Kauf.

Durch den Iran-Krieg und den damit verbundenen Energiepreisschock ist der Ausblick nun eingetrübt und deutlich ungewisser als üblich. Die massiven Ausschläge an den Finanzmärkten sind Ausdruck dieser Ungewissheit. Wie stark der wirtschaftliche Rückschlag ausfallen wird, hängt massgeblich vom Faktor Zeit ab: Endet der Krieg binnen einiger Wochen oder weniger Monate und sinken die Energiepreise allmählich wieder in Richtung ihrer Ausgangsniveaus, wird der gesamtwirtschaftliche

Schaden nur kurzfristig und auf das Jahr gesehen überschaubar bleiben. Dies ist aktuell unser Basisszenario.

Sollte sich der Krieg dagegen über viele Monate hinziehen und die Energiepreise auf dem aktuellen Niveau bleiben oder sogar weiter steigen, wäre ein deutlicherer Rückschlag zu erwarten. In einem solchen Risikoszenario wären eine Stagflation oder gar eine Rezession bei gleichzeitig anziehender Inflation wahrscheinlich. Auch wenn dies nicht unser Hauptszenario ist, so ist die Wahrscheinlichkeit doch beträchtlich. Und mit jedem weiteren Kriegstag und jedem weiteren Schaden an Öl- und Gasanlagen steigt die Wahrscheinlichkeit, dass die wirtschaftlichen Folgen schwerwiegender ausfallen.



Ölpreis (Brent) in USD
Quelle: Macrobond, Bergos. Daten per 02.04.2026

Geldpolitik:

Zentralbanken mit schwieriger Aufgabe

Die Zentralbanken sind mit unterschiedlichen Voraussetzungen in diese aktuell schwierige Lage gestartet. Die Schweiz hat keinerlei Inflationsprobleme und kann den Energiepreisschub am besten verkraften. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) braucht sich wegen der Preisstabilität vorerst keine Sorgen zu machen – zumal Zentralbanken die Energiepreise nicht beeinflussen, sondern nur etwaige Zweitrundeneffekte eindämmen können. Die SNB wird hauptsächlich den Frankenkurs im Blick haben und bei einer zu raschen Aufwertung am Devisenmarkt intervenieren. Die erhöhte Bereitschaft zur Intervention hat sie im Rahmen ihrer Zinsentscheidung im März bekräftigt.

In der Eurozone lag die Inflationsrate zuletzt leicht unter dem EZB-Ziel von 2 %. Nun erwartet die Europäische Zentralbank angesichts des Iran-Krieges in ihrem Basisszenario einen Anstieg der Inflationsrate auf 2,6 % im Jahresdurchschnitt 2026. Wenn die Energiepreise binnen weniger Wochen wieder deutlich sinken, bräuchte die EZB auf den kurzzeitigen Anstieg der Inflation nicht zu reagieren. Die Währungshüter könnten mit der Kernrate der Inflation argumentieren. In der Kernrate sind die schwankungsintensiven Energie- und Lebensmittelpreise nicht berücksichtigt, weshalb sie als guter Indikator für den zugrunde liegenden Inflationsdruck gelten. Solange die Kernrate nicht deutlich ansteigt, kann die EZB durch den Energiepreisschub «hindurchschauen». Wichtig bleibt in jedem Fall die Entwicklung der mittelfristigen Inflationserwartungen, denn wenn diese spürbar steigen, müssen Zentralbanken handeln.

Die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) sowie die Bank of England kämpften schon ohne den Energiepreissprung mit hartnäckiger Inflation. Dennoch sprach viel für eine

moderate Lockerung ihrer Geldpolitik im Jahresverlauf. Die Lockerungspläne dürften nun zumindest aufgeschoben werden, bis sich die weitere Entwicklung der Energiepreiskrise klarer abzeichnet.

Politisch instabiles Umfeld

Der Iran-Krieg hat zwei wichtige Themen vorerst aus den Schlagzeilen verdrängt: Die amerikanische Zollpolitik und die Neubesetzung des Vorsitzes der amerikanischen Zentralbank.

Nachdem US-Präsident Donald Trump im Zuge seiner Grönland-Drohungen mehreren europäischen Ländern abermals höhere Zölle angedroht hatte, folgte für ihn eine juristische Niederlage. Der Oberste Gerichtshof entschied – wenig überraschend –, dass grosse Teile der von Donald Trump seit dem 2. April 2025 verhängten Zölle nicht rechtmässig waren. Trump verhängte daraufhin neue Zölle auf einer anderen rechtlichen Basis. Wie der Zoll-Wirrwarr weitergeht, lässt sich kaum abschätzen. Sicher ist nur, dass allein das hohe Mass an Ungewissheit Schaden anrichtet.

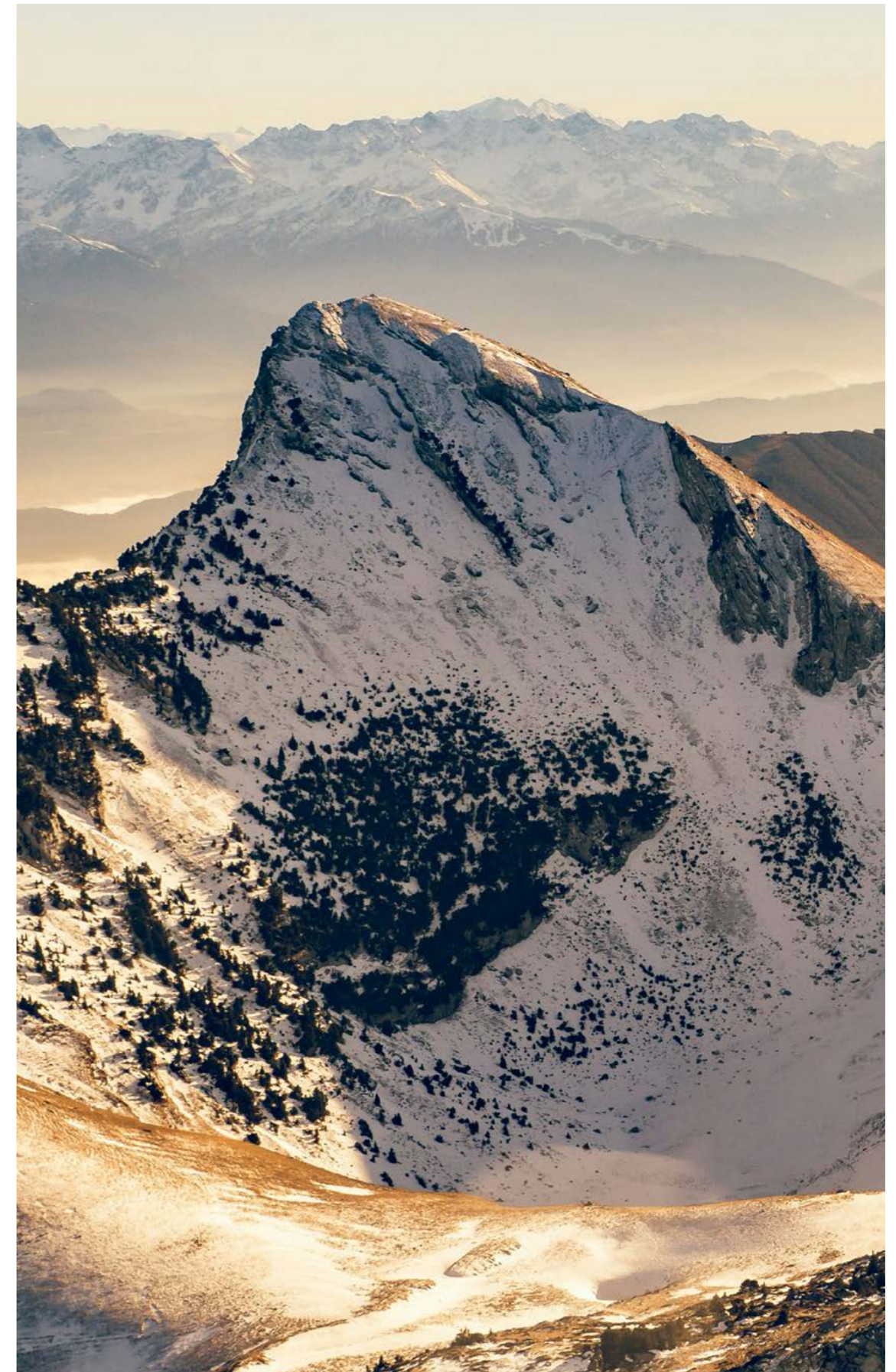
Auch auf dem Feld der Geldpolitik hat Donald Trump mit seinem erratischen und konfrontativen Verhalten Spuren hinterlassen. Unter anderem hatte er massiven Druck auf die Fed-Spitze und insbesondere den Fed-Vorsitzenden Jerome Powell ausgeübt. Etwas ruhiger wurde es, nachdem Trump den Nachfolger für Powell, dessen Amtszeit als Fed-Vorsitzender im Mai 2026 endet, nominiert hatte. Ab Mai soll Kevin Warsh die amerikanische Notenbank führen. Schwieriger als derzeit könnte die Aufgabe für Kevin Warsh kaum sein. Die Inflation war schon vor Beginn des Iran-Krieges zu hoch, und nun droht das Preisniveau wegen des Energiepreisschubs erneut deutlich zu steigen.

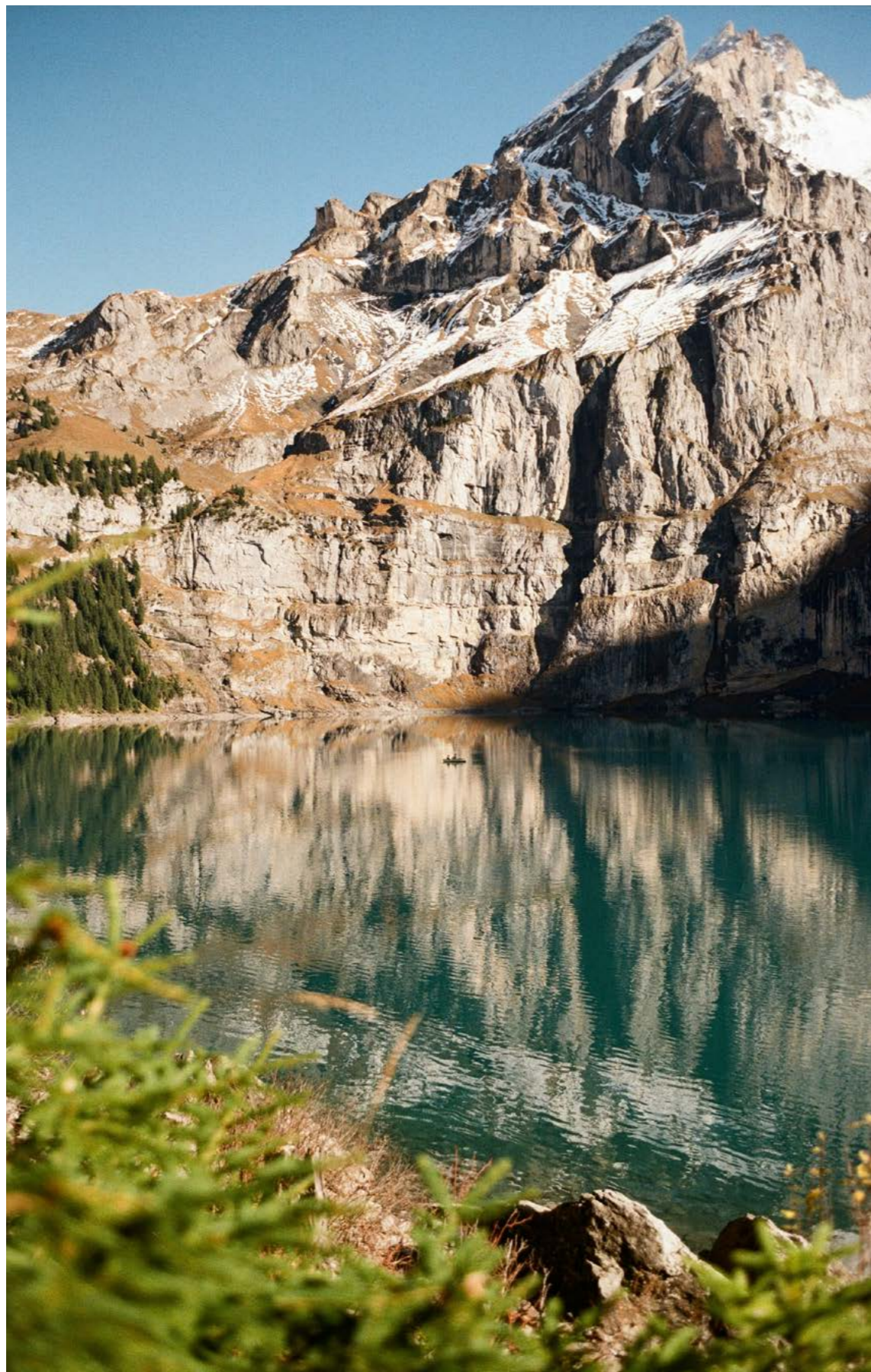
In einem solchen Umfeld die Zinsen zu senken – wie es sich Donald Trump wünscht – ist

schwer zu begründen. Gleichzeitig kühlt aber die Konjunktur ab und der Arbeitsmarkt zeigt Anzeichen von Schwäche. Da die Fed nicht nur ein Mandat für die Wahrung der Preisstabilität, sondern auch für die Herstellung maximaler Beschäftigung hat, müsste sie die Zinsen senken und befindet sich somit in einer Zwickmühle. In einem stagflationären Umfeld gibt es für Zentralbanken keinen Königsweg.

Kevin Warsh dürfte als Fed-Vorsitzender ein pragmatisches Vorgehen wählen. Generell gilt er eher als Vertreter einer stabilitätsorientierten Geldpolitik. Dennoch hat er sich in den vergangenen Monaten – ganz im Sinne des US-Präsidenten – für Zinssenkungen offen gezeigt. Warsh erwartet wegen des Booms im Bereich der Künstlichen Intelligenz einen kräftigen Produktivitätsschub, der preissenkend wirkt. Dadurch würde sich für die Zentralbank ein grösserer Zinssenkungsspielraum ergeben. Vorerst werden aber solche strukturellen Aspekte der Geldpolitik von der Energiepreisentwicklung in den Hintergrund gedrängt.

Mehr denn je richten sich die Blicke nach Washington D.C. und auf Donald Trump. Wie und wann findet der amerikanische Präsident einen Weg, den Krieg im Mittleren Osten zu beenden? Angesichts der näher rückenden Zwischenwahlen braucht Donald Trump dringend sichtbare Erfolge, auch um den finanziell bereits strapazierten Verbrauchern nicht noch höhere Lebenshaltungskosten zu bescheren. Ein Rückgang der Energiepreise wäre dafür dringend nötig.





A K T I E N

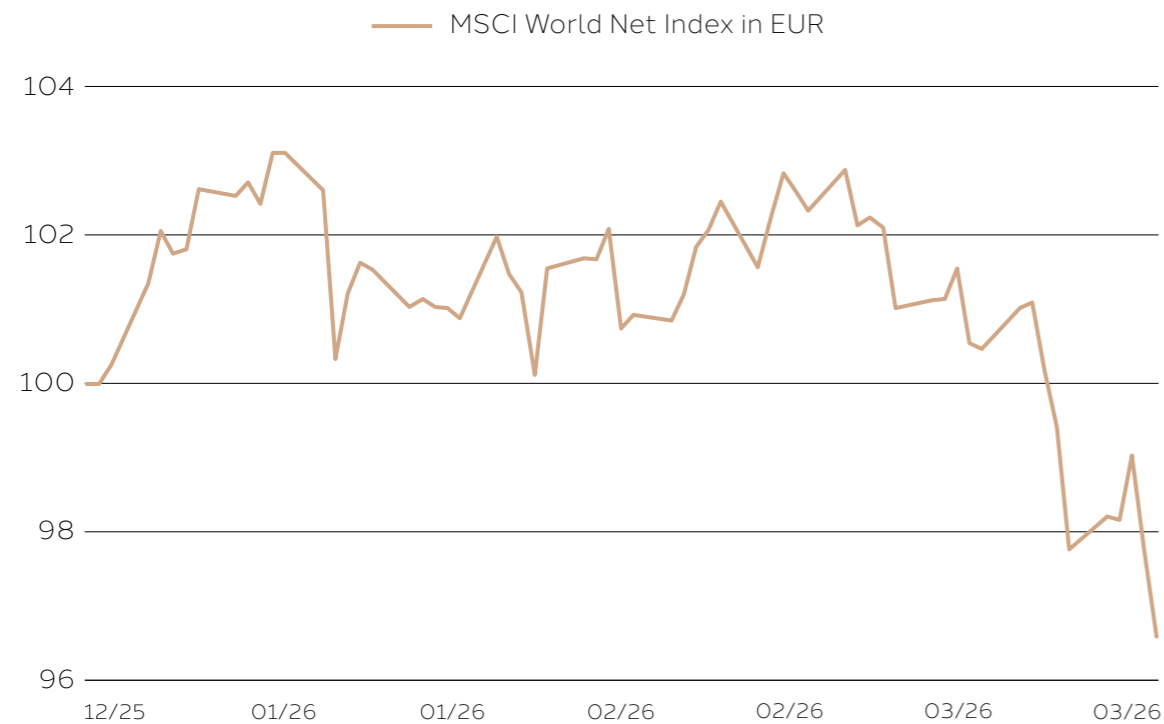
GEOPOLITISCHE SPANNUNGEN BELASTEN DIE AKTIENMÄRKTE
VON FREDERIK CARSTENSEN

Das erste Quartal 2026 war geprägt von erhöhter Unsicherheit. Zölle, die Ernennung eines neuen Fed-Vorsitzenden, ein vorübergehender Regierungsstillstand in den USA und vor allem geopolitische Spannungen setzten die Märkte unter Druck. Nach einem starken Jahresauftakt mit neuen Allzeithochs haben Geopolitik und Inflationssorgen die Stimmung an den globalen Aktienmärkten spürbar eingetrübt.

Anfang Januar ordnete die Trump-Administration eine Militäroperation in Venezuela an, bei der Präsident Nicolás Maduro festgenommen wurde. Trotz der historischen Tragweite blieb die unmittelbare Reaktion an den Märkten verhalten. Auch die anhaltenden US-Dro-

hungen einer möglichen Annexion Grönlands sorgten für diplomatische Verstimmungen innerhalb der NATO – ohne nennenswerte Marktbewegungen auszulösen.

Das mit Abstand marktrelevanteste Ereignis des Quartals war der Konflikt mit dem Iran. Die seit Ende Februar laufenden Militäroperationen der USA und Israels trieben die Energiepreise steil in die Höhe: Der Ölpreis (Brent) stieg seit Jahresbeginn um mehr als 70 Prozent und erreichte zwischenzeitlich fast 120 US-Dollar je Barrel. Der Volatilitätsindex VIX – ein Mass für die Nervosität an den Märkten – kletterte Ende März auf über 31. Steigende Benzinpreise und Kursverluste



Entwicklung des MSCI World im Jahr 2026
Quelle: Bloomberg, Bergos. Daten per 27.03.2026

drücken seither auf die Stimmung amerikanischer Verbraucher und Anleger.

Die europäischen und asiatischen Aktienmärkte starteten zunächst gut in das neue Jahr, bevor sich die hohe Energieabhängigkeit Europas negativ bemerkbar machte. Besonders der deutsche Aktienmarkt verzeichnete grössere Rückgänge. Zyklische Werte gerieten erheblich unter Druck, während defensive Sektoren vergleichsweise widerstandsfähig blieben. In Schwellenländern führten wachsende Risikoaversion und Kapitalabflüsse ebenfalls zu spürbaren Kursverlusten.

Der Iran bleibt der Schlüsselfaktor

In den kommenden Wochen dürfte der Nahost-Konflikt das bestimmende Thema an den globalen Aktienmärkten bleiben. Auch wenn sich die ersten Schockwellen etwas gelegt haben, ist eine nachhaltige Entspannung nicht in Sicht. Viele Anleger agieren weiterhin vor-

sichtig – angesichts der Unsicherheit über mögliche Störungen von Energie- und Handelsflüssen sowie der Gefahr einer weiteren Eskalation.

Die weitere Entwicklung an den Aktienmärkten hängt insbesondere davon ab, wie lange der Konflikt andauert und in welchem Ausmass die Energiemärkte betroffen bleiben. Von zentraler Bedeutung bleibt dabei die Strasse von Hormus, durch die etwa 20 Prozent des weltweit gehandelten Öls transportiert werden. Aktuell unterscheiden wir zwischen zwei möglichen Szenarien: Eine Entspannung der geopolitischen Lage könnte die Ölpreise sinken lassen und eine Erholung an den Kapitalmärkten einleiten. Bleiben die Energiepreise dagegen auf hohem Niveau oder steigen weiter, würden die konjunkturellen Risiken zunehmen. Höhere Energiekosten wirken wie eine versteckte Steuer – sie schwächen die Kaufkraft der Haushalte, erhöhen den Inflationsdruck und beeinflussen die geldpolitischen Erwartungen.

Anpassung der Inflations- und Zinserwartungen

Zu Jahresbeginn zeigte sich die US-Notenbank Federal Reserve abwartend. Nach drei Zinssenkungen um insgesamt 75 Basispunkte im Jahr 2025 signalisierte sie im Dezember eine vorsichtige Haltung für 2026. Der Markt hatte dennoch zwei weitere Zinssenkungen erwartet. Die Eskalation im Iran-Konflikt brachte diese Erwartungen im März deutlich ins Wanken: Steigende Energiekosten erhöhen die Inflationsrisiken, während sich das US-Wachstum gleichzeitig abschwächt. Das Gespenst der Stagflation – also eine Kombination aus schwachem Wachstum und hartnäckiger Inflation – bleibt bestehen und versetzt die Zentralbanken in eine schwierige Lage.

Gewinnerwartungen bleiben unterstützend

Trotz aller Unsicherheiten bleibt das fundamentale Gesamtbild vorerst intakt. Die Berichtssaison für das vierte Quartal 2025 lieferte ermutigende Ergebnisse: Die Unternehmen im S&P 500 verzeichneten ein Gewinnwachstum von 14 Prozent gegenüber dem Vorjahr – das fünfte Quartal in Folge mit zweistelligem Zuwachs. Zehn der elf GICS-Sektoren trugen positiv zur Entwicklung bei, was auf eine breitere Gewinnbasis hindeutet. Auch für dieses Jahr erwarten die Analysten ein zweistelliges Gewinnwachstum im S&P 500.

Kurzfristig dürfte die Volatilität jedoch erhöht bleiben. Für den weiteren Verlauf an den globalen Aktienmärkten bleiben die Entwicklungen im Nahen Osten, die geldpolitischen Signale der Notenbanken sowie die anstehende Berichtssaison entscheidend. Die Voraussetzungen für einen ausgeprägten Bärenmarkt sehen wir derzeit nicht gegeben. Geopolitische Schocks haben sich historisch oft als vorübergehend erwiesen und nach Phasen erhöhter Verunsicherung regelmässig attraktive Einstiegsmöglichkeiten geboten. Unter Berücksichtigung der aktuellen Unsicherheiten blei-

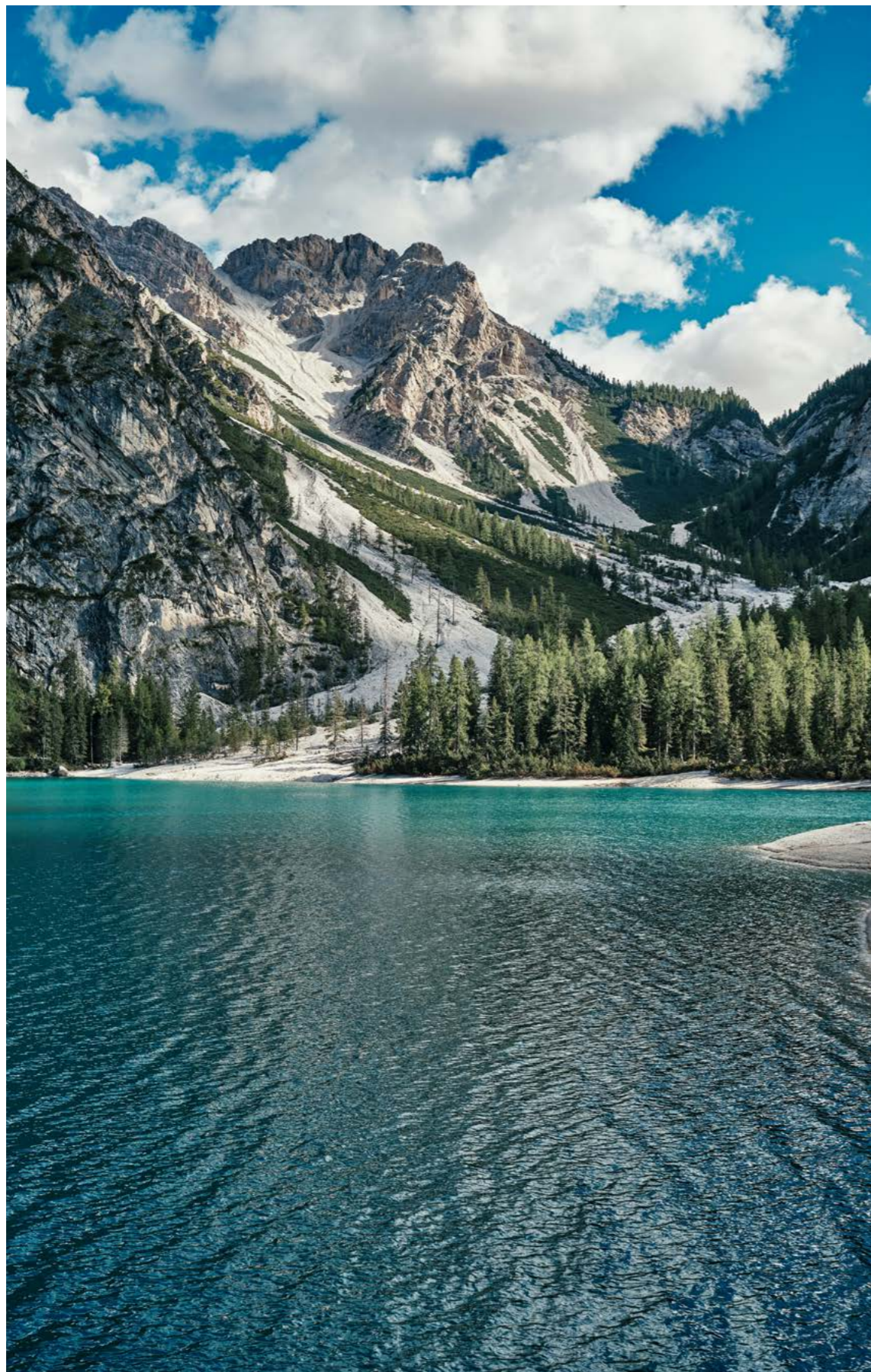
ben wir stilistisch, sektoral und hinsichtlich der Marktkapitalisierung breit diversifiziert.

Ebenfalls ist grundsätzlich davon auszugehen, dass Präsident Trump vor den Zwischenwahlen ein starkes Eigeninteresse an stabilen Märkten hat. Die deutliche Eintrübung der Anlegerstimmung – der Anteil der Pessimisten liegt klar über dem historischen Durchschnitt – könnte sich als Kontraindikator erweisen und damit potenzielle Aufwärtsspielräume eröffnen. Kurzfristig erscheinen die Märkte zudem technisch überverkauft.

US-Aktienmärkte bleiben bevorzugt

Wir halten an unserer neutralen Gesamtquote fest und bevorzugen regional weiterhin die USA. Als Nettoexporteur von Energie zeigen die USA im aktuellen Umfeld relative Stärke, während energieabhängige Regionen tendenziell zurückbleiben. Innerhalb der Schwellenländer hatten wir bislang Indien aufgrund seiner überdurchschnittlichen BIP- und Gewinnwachstumsaussichten bevorzugt. Der aktuelle Ölpreisschock dürfte jedoch das reale Wirtschaftswachstum spürbar belasten, da höhere Energiekosten besonders stark auf die Wirtschaft durchschlagen. Historisch reagieren indische Aktienmärkte sehr sensibel auf Ölpreisschwankungen und verzeichnen während solcher Schocks häufig deutliche negative Renditen. Zudem ist der indische Aktienmarkt weiterhin hoch bewertet – selbst im Vergleich zu seiner eigenen Historie – und die jüngsten Gewinnerschätzungen wurden tendenziell nach unten revidiert. Demgegenüber haben sich die Gewinnerwartungen für die Schwellenländer insgesamt deutlich verbessert. Vor diesem Hintergrund haben wir unsere Position in Indien verkauft und den Erlös in einen breit diversifizierten Schwellenländerindex umgeschichtet. Erfreulich zeigt sich hingegen die Entwicklung in Brasilien: Das Land profitiert als Ölproduzent vom aktuellen Umfeld. Zusätzlich stimmen uns der Spielraum für mögliche weitere Zinssenkungen sowie die attraktiven Bewertungen weiterhin positiv.





A N L E I H E N

EIN QUARTAL DER WENDEPUNKTE

VON CHRISTOPH JUNG

Die US-Intervention in Venezuela und der Souveränitätsstreit um Grönland zu Beginn des Jahres gaben uns einen ersten Vorgeschmack auf die geopolitische Instabilität, die die Schlagzeilen im Jahr 2026 seither dominiert. Was damals vielleicht noch wie lokalisierte Erschütterungen wirkte, entpuppte sich im Rückblick als Vorbote der seismischen Verschiebungen im März. Die Eskalation am 28. Februar 2026 und die daraus resultierende Blockade der Strasse von Hormus – einer der wichtigsten Schifffahrtsrouten für den globalen Öl- und Energiehandel, über die auch ein beachtlicher Anteil des weltweiten Düngemitteltransports per See erfolgt – haben die globalen Narrative für

Inflation, Wachstum und Geldpolitik grundlegend verändert. Bei genauerer Betrachtung ist die Geschichte dieses Quartals eine Lektion darin, wie schnell Anleihenmärkte, die auf Perfektion gepreist wurden, von einer neuen Realität eingeholt werden können.

Die Renditejagd und das Echo von 1998

Wir begannen das Jahr in einem Umfeld, das sich bemerkenswert widerstandsfähig anfühlte. Im Januar lag der Fokus primär auf der «letzten Meile» im Kampf gegen die Inflation und dem bevorstehenden Führungswechsel bei der Federal Reserve (Fed). Die US-Inflationsdaten entsprachen weitgehend den Erwartungen:

Der umfassende Verbraucherpreisindex lag bei 2,7 %, während die Kerninflationsrate unverändert bei 2,6 % blieb. Obwohl diese Werte hartnäckig über dem 2.0%-Ziel der Fed blieben, schöpfte der Markt Vertrauen aus einer restriktiv wirkenden Geldpolitik, die in der Tendenz die Inflation eindämmen wird, und dem soliden Wachstum. Mit einem annualisierten BIP-Wachstum von 4.4 % im dritten Quartal 2025 und damaligen Prognosen für das vierte Quartal von bis zu 5.3 % war das Szenario eines «No Landing» – also ein Wachstum ohne nennenswerte Abkühlung – für viele Marktteilnehmer vorstellbar. Doch schon damals zeigten sich erste Risse am Arbeitsmarkt, als die Arbeitslosenquote auf 4.4 % stieg. Im Offenmarktausschuss der Fed war die Meinung mit 10 Stimmen gegen 2 weitgehend geeint, den Leitzins bei 3.5 %–3.75 % zu halten, trotz des Drucks von Präsident Donald Trump, der eine erhebliche und rasche Senkung der Zinssätze in den USA gefordert hatte. Der Markt war insgesamt ruhig und optimistisch, und die US-Treasury-Zinskurve hat sich in diesem Umfeld kaum verändert. Dasselbe galt für die Zinskurven im Euroraum. Im Euroraum bewegte sich die Gesamtinflation hingegen nahe dem Zielwert der Europäischen Zentralbank (EZB) von 2 %. Zudem betonte die EZB, dass das besser als erwartete Wachstum und die robuste Lage am Arbeitsmarkt entscheidend dazu beigetragen haben, dass Zinssenkungen vorerst nicht anstehen. Die Einlagefazilität lag bei 2,0 %, und der Markt ging davon aus, dass auch für das gesamte Jahr 2026 keine Zinssenkungen mehr folgen werden.

Ein genereller Optimismus befeuerte eine spektakuläre Jagd nach Rendite an den Kreditmärkten. Das Emissionsvolumen im Januar war überdurchschnittlich hoch, wurde aber von einer unersättlichen Nachfrage problemlos absorbiert. Die Nachfrage war gar so hoch, dass sich die Kreditrisikoprämien in den USA auf

Niveaus einengten, die zuletzt im Jahr 1998 erreicht worden waren. Ob Investment Grade, High Yield oder Schwellenländeranleihen – die Investoren griffen bei allem zu, das eine Zusatzrendite gegenüber Staatsanleihen aufwies. In der Folge entwickelten sich Anlagen mit einem Risikozuschlag im Durchschnitt besser als Staatsanleihen.

Die Ruhe vor dem Sturm

Der Februar bot zunächst eine scheinbare Bestätigung des Zinssenkungspfades. Sinkende Energiepreise und eine Abkühlung der wohnungsbezogenen Kosten führten dazu, dass die US-Inflationsdaten überraschend positiv auf 2.4 % fielen. Die veröffentlichten Zahlen zum BIP-Wachstum für das vierte Quartal 2025 enttäuschten hingegen mit nur 1.4 % massiv. Insgesamt waren die Wirtschaftsdaten aber mit Vorsicht zu genießen, da gewisse ökonomische Daten immer noch fehlten und eben auch Staatsausgaben durch den 43 Tage anhaltenden Shutdown im letzten Jahr spürbar für diese Zeitperiode zurückgingen. Da Jerome Powells Amtszeit im Mai 2026 endet und Präsident Trump mit Kevin Warsh bereits einen Nachfolger signalisierte, spekulierte der Markt – auch wegen der erfreulichen Tendenz auf der Inflationsfront und einem Rückgang bei der Schaffung von Arbeitsplätzen – auf einen aggressiveren, z. T. politisch motivierten Zinssenkungspfad. Dies zeigte sich dann auch in sinkenden US-Treasury-Renditen. Die Renditen 2-jähriger US-Treasuries gingen um 15 Basispunkte auf 3.38 % zurück, 10-jährige US-Treasuries, die im Januar noch in Richtung 4.3 % gedrängt hatten, sanken auf rund 4.0 %.

In der Eurozone blieb die Lage stabil. Die Inflation lag mit 1.9 % praktisch auf Zielniveau, und die EZB verharrte im Abwartemodus. Die Bund-Zinskurve flachte leicht ab, und während die Kreditspreads begannen, sich von ihren extremen Tiefstständen im Januar etwas auszuweiten, herrschte allgemein noch Zuversicht.

Kriegsausbruch in Iran mit weitreichenden Folgen

Am 28. Februar 2026 änderte sich alles. Die gemeinsamen Militärschläge der USA und Israels gegen den Iran haben viele auf dem falschen Fuss erwischt, was die Rallye am Rentenmarkt abrupt beendete. Der daraus resultierende Schlagabtausch beschädigte kritische Energieinfrastrukturen und führte de facto zur Schliessung der Strasse von Hormus. Für den Rentenmarkt kann die Bedeutung dieser Meerenge nicht überschätzt werden. Der unmittelbare Sprung in den Energiepreisen bedeutete im Wesentlichen, dass sich die Inflation wieder erhöhen wird – genau zu dem Zeitpunkt, als viele Zentralbanken eigentlich noch den Ausstieg aus der restriktiven Politik suchten. Die Marktreaktion war heftig. Die kurzfristigen Inflationserwartungen sind stark angestiegen, und Anleihen wurden auf breiter Front abverkauft, da auch das Narrativ baldiger Zinssenkungen damit hinfällig wurde. Das kurze Ende der Zinskurve, das stärker an die Zentralbankentwicklung gekoppelt ist, bewegte sich aussergewöhnlich stark; die Renditen 2-jähriger US-Treasuries kletterten auf Monatsfrist um rund 50 Basispunkte, während 10-jährige Renditen um 40 Basispunkte stiegen. Das Ausmass dieser erhöhten Volatilität konnte man auch am MOVE-Index ablesen. Der MOVE-Index misst die Volatilität des US-Anleihemarkts, indem er eine Auswahl an OTC-Optionen auf US-Zinsswaps verfolgt – der Index stieg rasant von leicht über 60 Punkten auf rund 110.

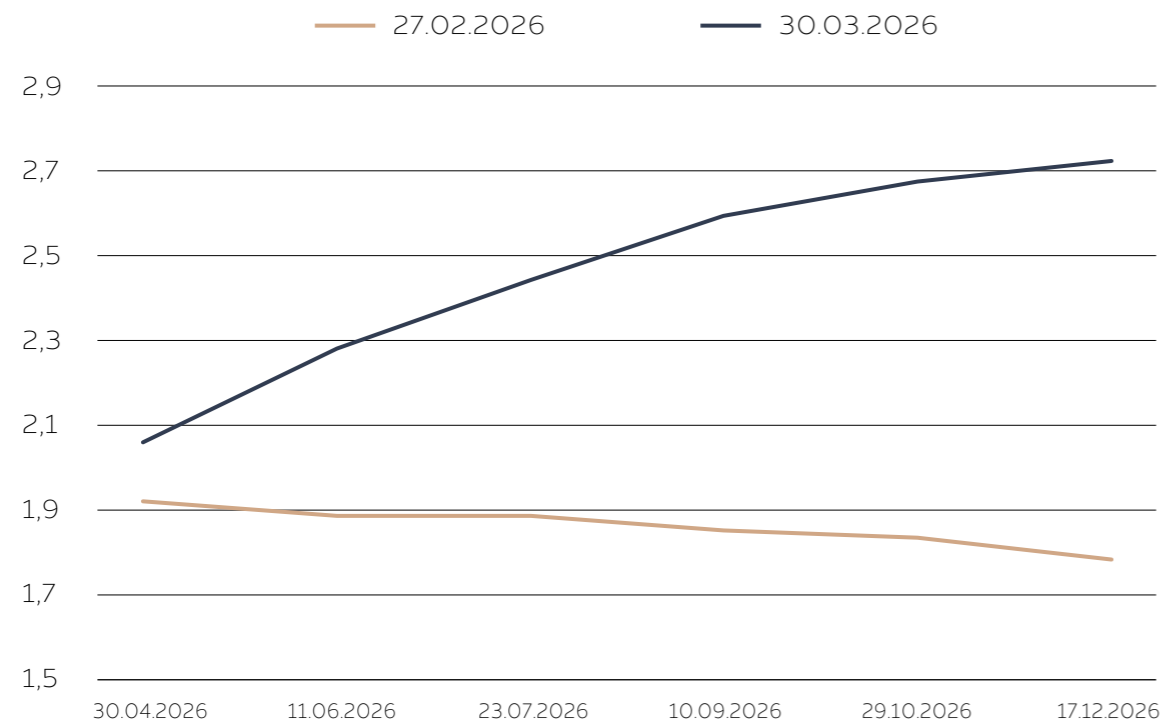
Die Fed befindet sich in einer schwierigen Lage, da sie mit der doppelten Bedrohung durch eine steigende Inflation und einen nach wie vor abschwächenden Arbeitsmarkt konfrontiert ist. In der März-Sitzung hatte man sich klar dafür ausgesprochen, die Zinsen unverändert zu lassen, und aufgrund der unsicheren geopolitischen Situation konnte man annehmen, dass die Fed zumindest auch

in der nächsten Sitzung Ende April abwartend bleibt und die Entwicklung beobachtet. Der Markt hat hingegen eine Zinssenkung im Jahr 2026 vollends ausgepreist.

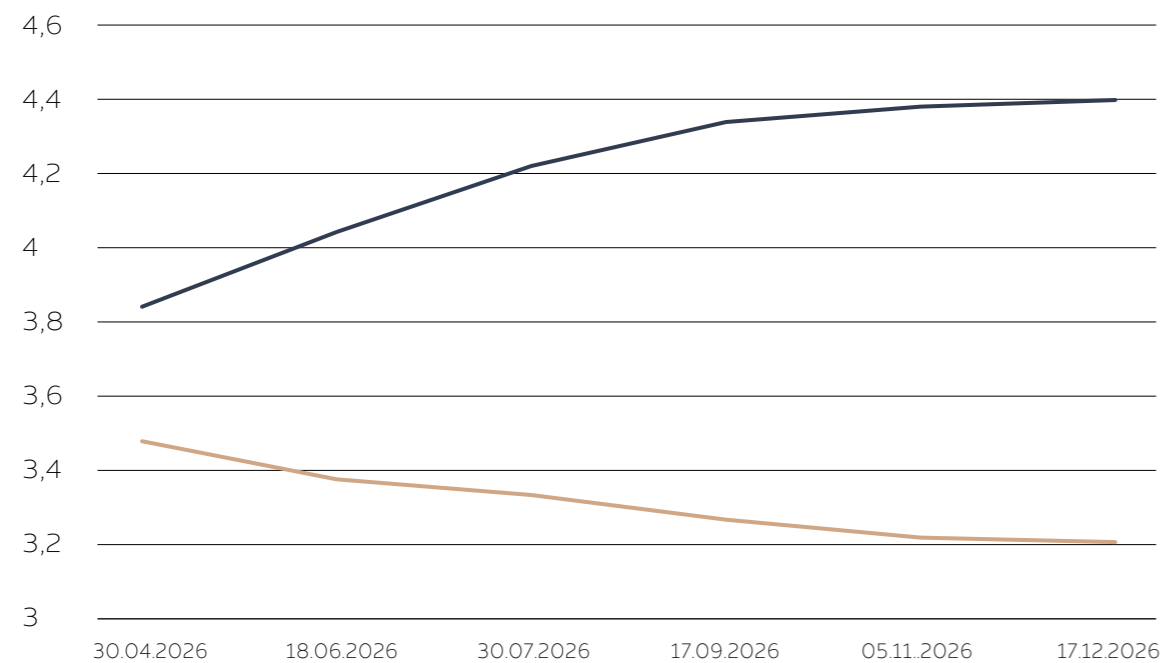
Auch die europäischen Zinssätze konnten sich dieser Entwicklung, wie wir sie in den USA gesehen haben, nicht entziehen. Die Rendite der 2-jährigen deutschen Bundesanleihe, die sich in den ersten zwei Monaten noch um die 2 % herum bewegte mit sinkender Tendenz, stieg im März alleine um etwa 70 Basispunkte. Noch dramatischer war die Entwicklung im Vereinigten Königreich. Die 2-jährige Gilt-Rendite notiert mit 4.5 % nun rund 1 Prozent höher als vor Kriegsausbruch. Bemerkenswert ist auch die veränderte Markterwartung hinsichtlich der zukünftigen Zinsschritte der jeweiligen Notenbanken. Ende Februar ging der Konsens noch davon aus, dass die EZB keine Zinssenkungen vornehmen würde, während man von der Bank of England zwei Zinssenkungen erwartete. Heute preist der Markt für beide Institutionen jeweils drei Zinserhöhungen ein, wie in der nachfolgenden Abbildung ersichtlich ist. Insgesamt kam es zu einer Verflachung der Zinskurve, bei der das kurze Ende der Zinskurve stärker anstieg als das lange – was auch fachsprachlich als „Bear Flattener“ bezeichnet wird.

In diesem Umfeld kam es unweigerlich auch zu einer Ausweitung der Kreditrisikoprämien. Die Ausweitung war aber insgesamt noch verhalten. So stiegen beispielsweise die optionsadjustierten Spreads für US-Investment-Grade-Anleihen von rund 80 Basispunkten auf über 90 an. Im Vergleich: Der zehnjährige Durchschnitt der Spreads liegt bei 113 Basispunkten; der Höhepunkt im April letzten Jahres, als Trump den bekannten Zollhammer am sogenannten «liberation day» auspackte, lag bei rund 120 – der aktuelle Risikoaufschlag liegt also immer noch beachtlich unter diesen Niveaus.

Marktimplizierte Leitzinsentwicklung ausgewählter Notenbanken



Europäischen Zentralbank



Bank of England

Quelle: Bloomberg, Bergos. Daten per 27.02.2026 und 30.03.2026

Ausblick

Wenn wir in das zweite Quartal 2026 blicken, bleibt der Fokus klar auf einer möglichen Lösung im Nahen Osten. Die Resilienz, die den Jahresbeginn prägte, wurde durch ein Regime hoher Volatilität und steigender Kapitalkosten ersetzt. Das Ausmass der Auswirkungen des Iran-Krieges und die Folgen für die Preis- und Finanzstabilität hängen weitgehend davon ab, wie weit sich der Krieg ausbreitet und wie lange er andauert. Erste Länder wie die Philippinen haben bereits einen Energie-notstand wegen der Schliessung von Hormus ausgerufen; andere stark betroffene Länder, insbesondere aus Südostasien, reagierten mit Not- und Sparmassnahmen. Energie ist schlussendlich auch ein wichtiger Bestandteil nicht nur vieler landwirtschaftlicher, sondern auch industrieller Güter, und deshalb ist davon auszugehen, dass Inflationsprognosen für dieses Jahr nach oben und zeitgleich die Wachstumserwartungen nach unten revidiert werden. Es ist klar eine eher ungünstige stagflationäre Tendenz zu erkennen – obwohl man das Wort Stagflation noch nicht in den Mund nehmen möchte. Der Pfad möglicher Aktionen seitens der Notenbanken bleibt breit, doch die Wahrscheinlichkeit, dass die Bekämpfung der Inflation durch höhere Leitzinsen in der Eurozone oder eine Phase stabil hoher Leitzinsen in den USA erfolgt, ist spürbar angestiegen.

Wir sehen in diesem Umfeld guten Grund, defensiv positioniert zu sein, und sind bereit, Opportunitäten zu nutzen, sollte eine diplomatische Lösung wahrscheinlicher werden und sich die ökonomischen Auswirkungen sowie einhergehende idiosynkratische Risiken besser kalkulieren lassen. Bis dahin liegt unsere Priorität auf dem Kapitalerhalt und dem Vereinnahmen von Renditen in hochwertigen Anleihen im kurzen und auch mittleren Laufzeitsegment. Wir bleiben wachsam und beobachten den geopolitischen Puls genau, um sicherzustellen, dass unsere Portfolios für jede kommende Realität gewappnet sind.





ALTERNATIVE INVESTMENTS

**GOLD IN 2026: ZWISCHEN LIQUIDITÄTSSTRESS UND
LANGFRISTIGER STÄRKE**

VON OLIVER WATOL

Das jüngste Quartal verlief für Gold alles andere als ruhig. Aufbauend auf die bemerkenswerte Rally im Jahr 2025 startete das neue Jahr mit kräftigem Momentum. Die Preise stiegen im Januar auf neue Allzeithochs von über 5.400 USD je Feinunze und lagen in der Spitze mehr als 20 % im Plus. Diese Stärke erwies sich jedoch nur von kurzer Dauer, da Gold bereits im weiteren Verlauf des Januars eine erste spürbare Korrektur durchlief. Die Ernennung von Kevin Warsh trug dazu bei, politische Unsicherheiten zu verringern und stärkte das Vertrauen in die Unabhängigkeit der Federal Reserve, was die

Nachfrage nach sicheren Häfen dämpfte. Im Februar setzte eine langsame, aber stetige Erholung ein. Vorherige Höchststände schienen wieder in Reichweite. Ende Februar jedoch setzte eine deutlichere Veränderung ein, als der US-israelische Konflikt mit dem Iran einen Energieschock sowie breitere Marktverwerfungen auslöste. Seit Beginn dieses Konflikts ist der Goldpreis um rund 12 % gefallen, und dies trotz eines zunehmend angespannten geopolitischen Umfelds. Genau dieser Umstand macht das Quartal für einen klassischen sicheren Hafen wie Gold besonders ungewöhnlich.

Die Schwäche im März dürfte im Wesentlichen auf zwei Faktoren zurückzuführen sein. Erstens spricht vieles für einen ausgeprägten Liquiditätseffekt. Steigende Volatilität und höhere Margin-Anforderungen zwangen Investoren, rasch Liquidität zu beschaffen. Dafür wurden vor allem leicht handelbare Positionen verkauft. Gleichzeitig führten eine breite Risikoreduktion, restriktivere Finanzierungsbedingungen und zunehmende Sorgen um stark gehebelte Marktteilnehmer dazu, dass Gold zusammen mit anderen Anlageklassen veräussert wurde, statt unmittelbar als sicherer Hafen gefragt zu sein. Verstärkt wurde diese Entwicklung durch die Positionierung. Gold war nach einer mehrjährigen Aufwärtsphase und deutlichen Kursgewinnen stark angewachsen. In einem solchen Umfeld werden liquide Gewinnerpositionen typischerweise zuerst veräussert, um schnell Mittel freizusetzen. Zweitens, und wohl noch entscheidender, hat sich das makroökonomische Umfeld gegen Gold verschoben. Der Iran-Schock trieb den Ölpreis über 100 US-Dollar, schürte Inflationssorgen und führte zu einer restriktiveren Einschätzung der Geldpolitik. Die Märkte erwarten nun weniger Zinssenkungen in den USA. Zudem wird einer Zinserhöhung bis zum Jahresende wieder eine spürbare Wahrscheinlichkeit beigegeben. Auch andere Zentralbanken agieren angesichts der inflationssteigernden Effekte des Energieschocks vorsichtiger. Für Gold ist dies entscheidend. Höhere nominale und reale Zinsen sowie ein stärkerer US-Dollar erhöhen die Opportunitätskosten. Anlagen ohne laufende Erträge werden dadurch weniger attraktiv. Nach unserer Einschätzung dürfte diese makroökonomische Neubewertung der wichtigste Treiber der Schwäche im März gewesen sein.

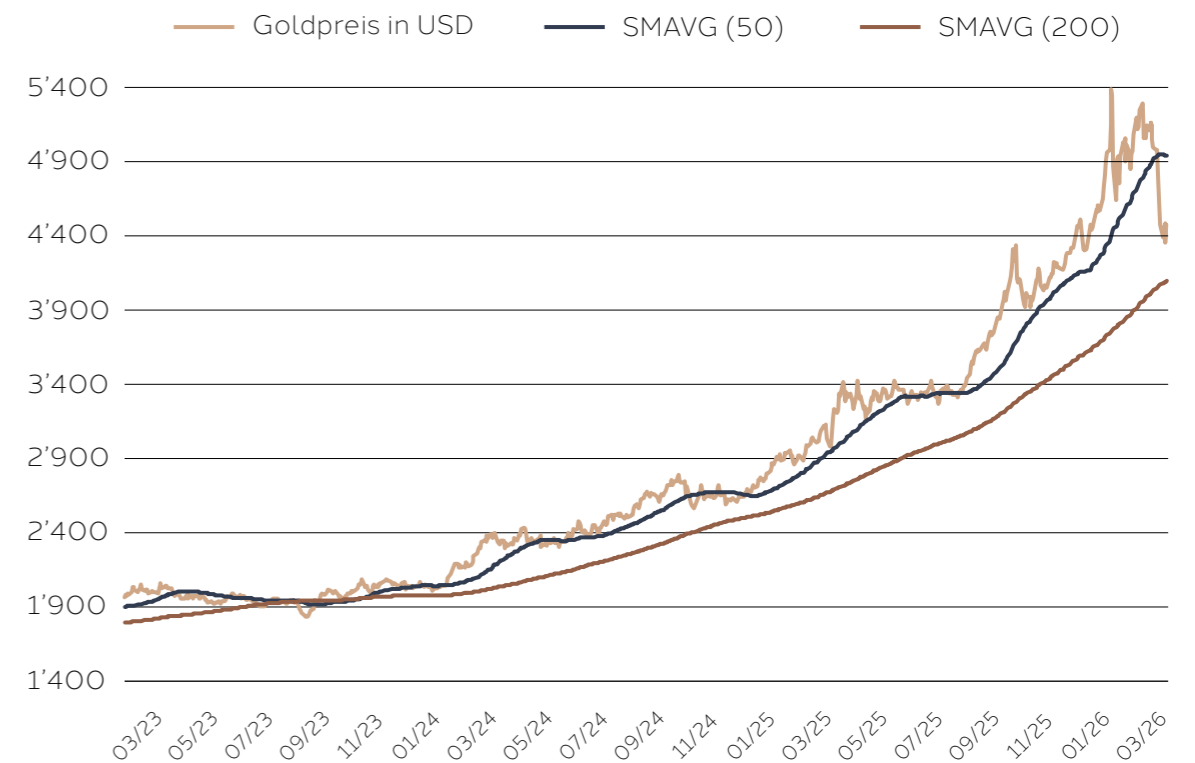
Diese Faktoren erklären zwar den jüngsten Rückschlag, lassen unsere grundsätzliche Einschätzung vorerst im Kern unverändert. Mit Blick nach vorn bleiben wir für Gold kons-

truktiv und halten an unserer Übergewichtung fest. Die langfristigen Fundamentaldaten sind weiterhin intakt. Das technische Bild hat sich kurzfristig zwar eingetrübt, der übergeordnete Trend ist jedoch bislang nicht gebrochen. Auch nach der Korrektur im März notiert Gold weiterhin über seinem 200-Tage-Durchschnitt, was darauf hindeutet, dass der langfristige Aufwärtstrend geschwächt, aber nicht beendet ist. Zugleich bleiben Zentralbanken eine zentrale strukturelle Nachfragequelle. Nach Angaben des World Gold Council erreichten die Käufe des offiziellen Sektors im Jahr 2025 rund 863 Tonnen und lagen damit deutlich über dem Durchschnitt der Jahre 2010 bis 2021. Umfragen deuten zudem auf eine anhaltende Diversifikation der Währungsreserven hin, weg vom US-Dollar und hin zu Gold. Im aktuellen Marktumfeld könnten zwar einzelne Zentralbanken, insbesondere im Nahen Osten und in Teilen Asiens, vorübergehend auf Reserven zurückgreifen müssen. Gold dürfte jedoch aufgrund seiner strategischen Bedeutung als letzte Reserve dienen. Verkäufe wären daher eher taktischer Natur und keine Abkehr von seiner Rolle als strategischer Diversifikator und langfristige Absicherung gegen systemische Risiken und Fremdwährungsabhängigkeiten. Auch aus makroökonomischer Sicht ergeben sich unterstützende Argumente. Ein anhaltend hoher Ölpreis könnte die Wachstumsaussichten und die wirtschaftliche Dynamik spürbar belasten. In einem solchen Umfeld könnten Zentralbanken ihren Fokus stärker auf die Stabilisierung des Wachstums richten. Dies gilt insbesondere für die US-Notenbank, die neben Preisstabilität auch die Entwicklung des Arbeitsmarktes berücksichtigt. Die derzeitige Annahme des Marktes, dass bis auf Weiteres keine Zinssenkungen erfolgen, könnte sich als verfrüht erweisen. Stattdessen könnte die Geldpolitik zunehmend auf die Abfederung eines potenziell scharfen Wachstumsrückgangs zielen.

Grundsätzlich dürften die strukturellen Faktoren der Goldnachfrage fortbestehen und sich in der Tendenz eher verstärken. Zunehmende geopolitische Spannungen stützen die Nachfrage nach sicheren Anlagen. Gleichzeitig bleiben anhaltende fiskalische Defizite in mehreren grossen Volkswirtschaften, insbesondere in den Vereinigten Staaten, ein langfristiges Risiko für Anleger mit Fokus auf Währungsstabilität und Kaufkraft. Der Internationale Währungsfonds erwartet, dass die globale Staatsverschuldung des öffentlichen Sektors bis

zum Ende des Jahrzehnts auf über 100 % des Bruttoinlandsprodukts steigen wird, nach rund 93 % im Jahr 2024, was den anhaltenden Aufwärtstrend der weltweiten Verschuldung verdeutlicht. Vor dem Hintergrund strukturell hoher Verschuldung und anhaltender geopolitischer Spannungen sollte sich Gold auch künftig als unabhängiger Wertspeicher behaupten. Kurzfristige Phasen liquiditätsgetriebener Volatilität und Konsolidierung bleiben dabei möglich, dürften das übergeordnete Bild jedoch kaum verändern.

Der langfristige Aufwärtstrend von Gold bleibt trotz volatilitätsbedingter Rücksetzer intakt



Goldpreisentwicklung (USD pro Feinunze)
Quelle: Bloomberg, Bergos. Daten per 27.03.2026

Stabilität trotz Volatilität:

Liquide alternative Strategien im Fokus

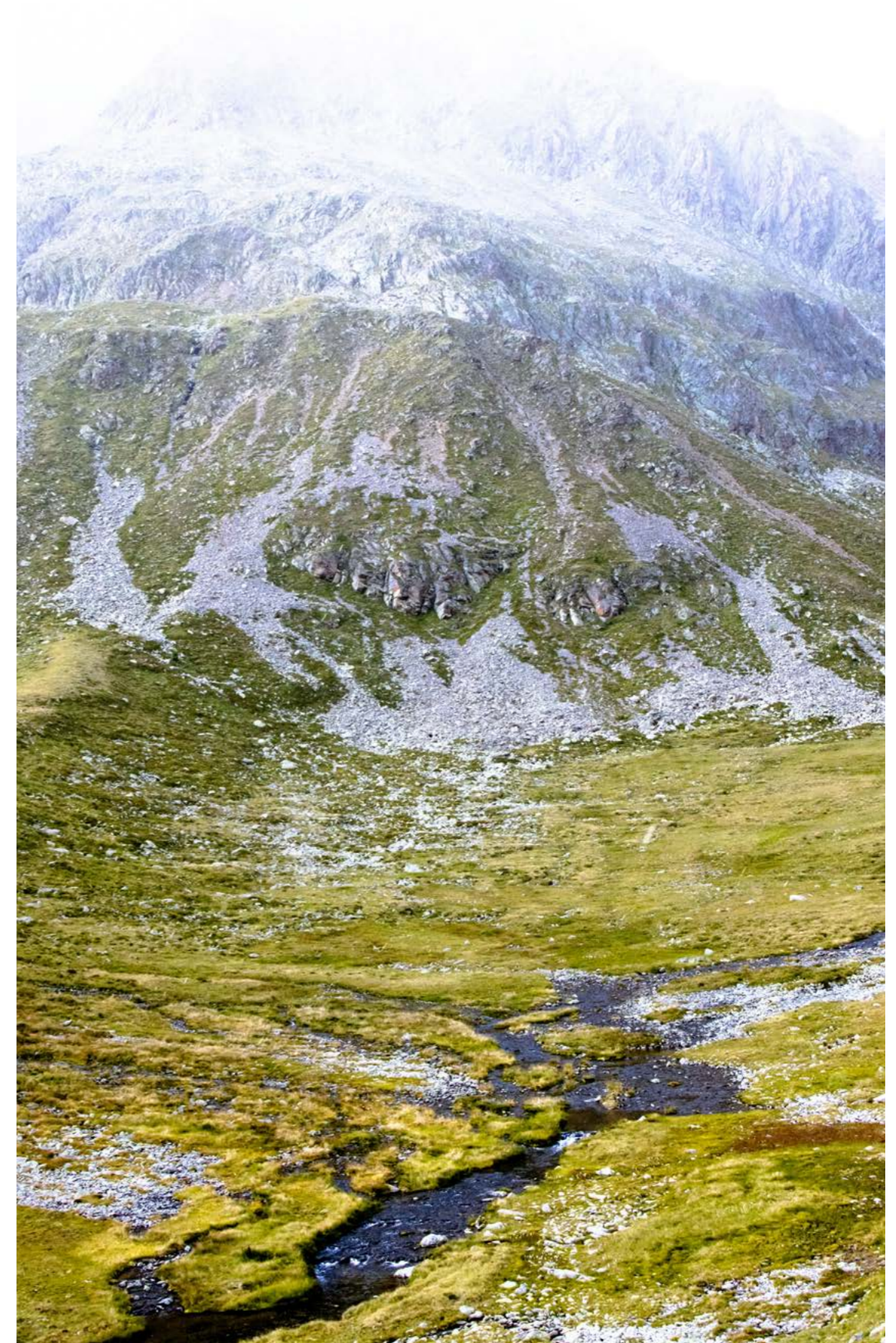
Liquide alternative Strategien sind mit solider Dynamik in das Jahr gestartet und erzielten trotz Bedenken im Zusammenhang mit künstlicher Intelligenz, Zöllen und Private Credit zwei Monate in Folge positive Erträge. Diese Entwicklung wurde durch die US-israelischen Angriffe auf den Iran auf die Probe gestellt. In der Folge nahm die Volatilität erneut zu und die Marktbedingungen wurden anspruchsvoller.

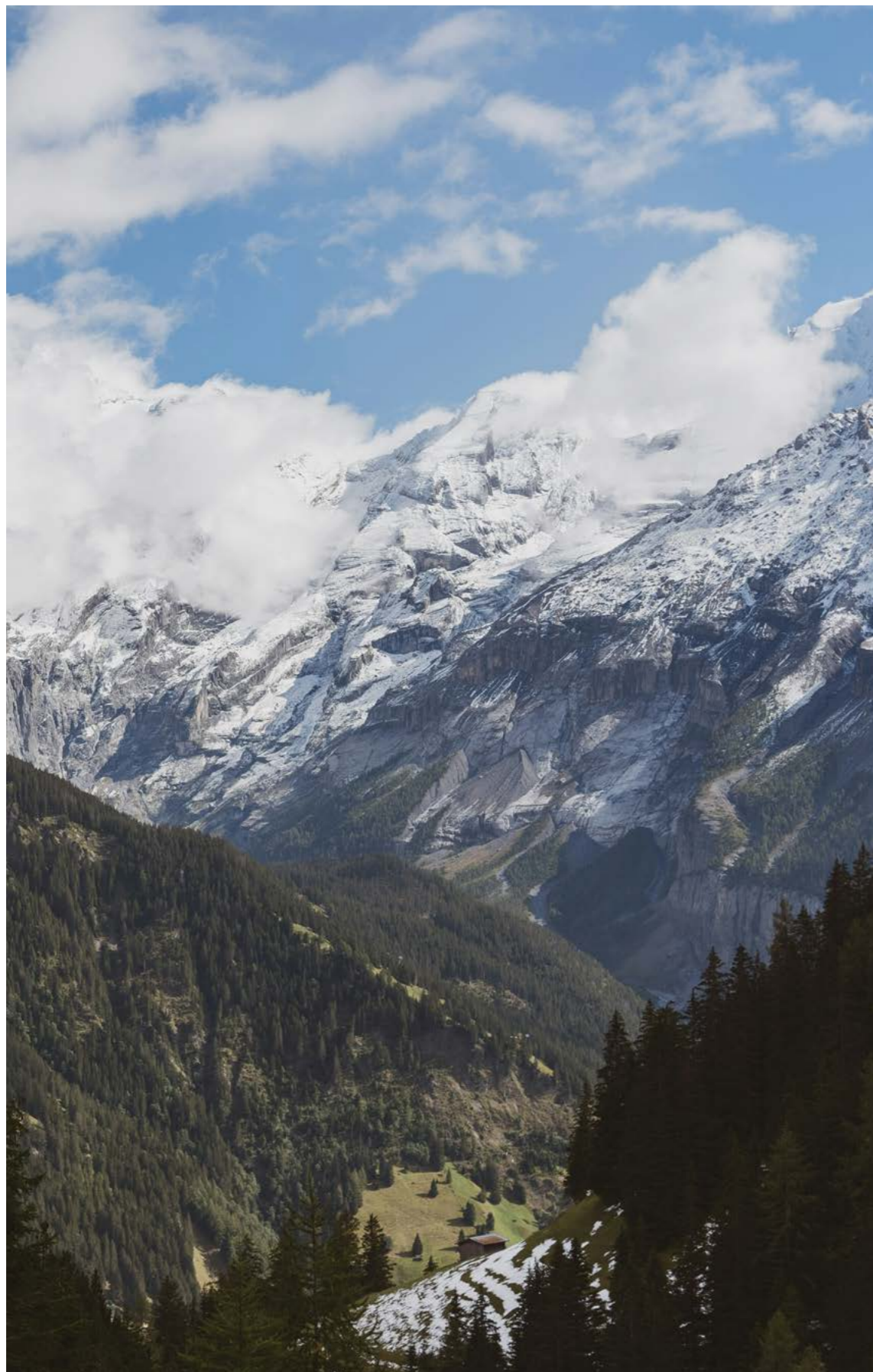
Vor diesem Hintergrund blieb die Entwicklung der einzelnen Untersegmente insgesamt stabil. Makrostrategien zum Beispiel erzielten im ersten Quartal leichte Gewinne. Dies war vor allem auf ihre hohe Anpassungsfähigkeit über Anlageklassen hinweg zurückzuführen. Zudem reagierten sie schnell auf geopolitische Entwicklungen, Zinsbewegungen und Währungsverschiebungen. Auch Long-Short-Aktienstrategien entwickelten sich solide, getragen von diszipliniertem Risikomanagement und selektiver Positionierung. Insgesamt bewegten sich die Renditen in diesem Segment auf moderatem Niveau. Im aktuellen Umfeld ist dies eher ein Zeichen von Stabilität als von Schwäche. Liquide alternative UCITS Strategie-

nen behalten aus unserer Sicht daher weiterhin eine wichtige Rolle in der Portfoliostruktur.

Ihr Mehrwert liegt in der Bereitstellung diversifizierter Ertragsquellen und in einer geringeren Abhängigkeit von der allgemeinen Marktentwicklung. Besonders relevant bleiben marktneutrale Long-Short-Aktienstrategien. Durch die Kombination von Long- und Short-Positionen richten sie den Fokus auf unternehmensspezifische Chancen und begrenzen zugleich die Abhängigkeit vom Gesamtmarkt. Das heißt, diese Strategien zielen darauf ab, Erträge aus relativen Bewertungsunterschieden zu generieren und nicht aus allgemeinen Marktbewegungen. Damit schaffen sie die Voraussetzung, auch in volatilen Marktphasen in Aktien investiert zu bleiben, das Aufwärtspotenzial zu wahren und gleichzeitig das Abwärtsrisiko wirksam zu begrenzen.

Angesichts der aktuell erhöhten Volatilität und weniger stabiler Korrelationen über Anlageklassen hinweg gewinnt die Rolle liquider alternativer Strategien weiter an Bedeutung. Bei Bergos bleiben wir insbesondere im Segment marktneutraler Long-Short-Aktienstrategien konstruktiv positioniert und übergewichtet.





W Ä H R U N G E N

DAUER DES IRAN-KRIEGES BESTIMMT DIE WEITERE ENTWICKLUNG AN DEN DEVISENMÄRKTEN

VON STEFFEN KILLMAIER

Die vergangenen Wochen und Monate haben eindrücklich gezeigt, dass die Finanzwelt weiterhin äusserst volatil ist und sich von einem auf den anderen Tag grundlegend verändern kann. Die Marktnarrative haben sich von Sorgen über die US-Handelspolitik hin zur Ernennung eines neuen Vorsitzenden der US-Notenbank Fed und zuletzt zur geopolitischen Eskalation im Nahen Osten verschoben. Insbesondere der zuletzt zu beobachtende deutliche Anstieg der Energiepreise und die damit verbundene Angst vor einer Stagflation beschäftigen die Märkte.

In diesem Umfeld waren es einmal mehr die als sicherer Hafen geltenden Währungen, die von den Marktteilnehmern vermehrt nachgefragt

wurden. Dies gilt insbesondere für den Schweizer Franken. Doch auch der US-Dollar, dessen Rolle als sicherer Hafen zuletzt in den Hintergrund gerückt war, konnte seine Attraktivität wieder zurückgewinnen. Unter Druck gerieten dagegen vor allem Währungen von Ländern, die stark von Energieeinfuhren abhängig sind – insbesondere jene vieler Schwellenländer.

US-Dollar profitiert vom Nettoenergieexporteur-Status der USA

Nachdem zu Jahresbeginn noch der Vertrauensverlust in die US-Leitwährung aufgrund der unberechenbaren US-Politik und dem Angriff Donald Trumps auf die Unabhängigkeit der US-Notenbank Fed im Zentrum stand, rückte schnell die zunehmende geo-



Entwicklung des EUR/USD-Wechselkurses
Quelle: Bloomberg, Bergos. Daten per 27.03.2026

politische Eskalation im Nahen Osten in den Fokus. Von der erhöhten Risikoaversion an den Finanzmärkten und dem deutlichen Anstieg der Öl- und Gaspreise konnte der US-Dollar profitieren. Waren die USA lange Importeur von Öl und Energie, sind sie seit 2019 Nettoenergieexporteur. Im Schnitt werden über 10 Millionen Barrel pro Tag aus den USA exportiert. Der Status der USA als Nettoenergieexporteur ist ein entscheidender Vorteil für die amerikanische Wirtschaft. Dieser macht sie im Gegensatz zur Eurozone weniger anfällig für Turbulenzen an den Energiemärkten und stützt momentan den US-Dollar. Auch hat der deutliche Anstieg der Energiepreise und die damit verbundene Erwartung höherer Inflationsraten zuletzt zu einer erheblichen Anpassung der am Markt erwarteten Leitzinsänderungen geführt.

Der weitere Währungsausblick hängt massgeblich von der Dauer des Iran-Krieges ab. In unserem Basisszenario gehen wir von einer Entspannung der militärischen Lage in den

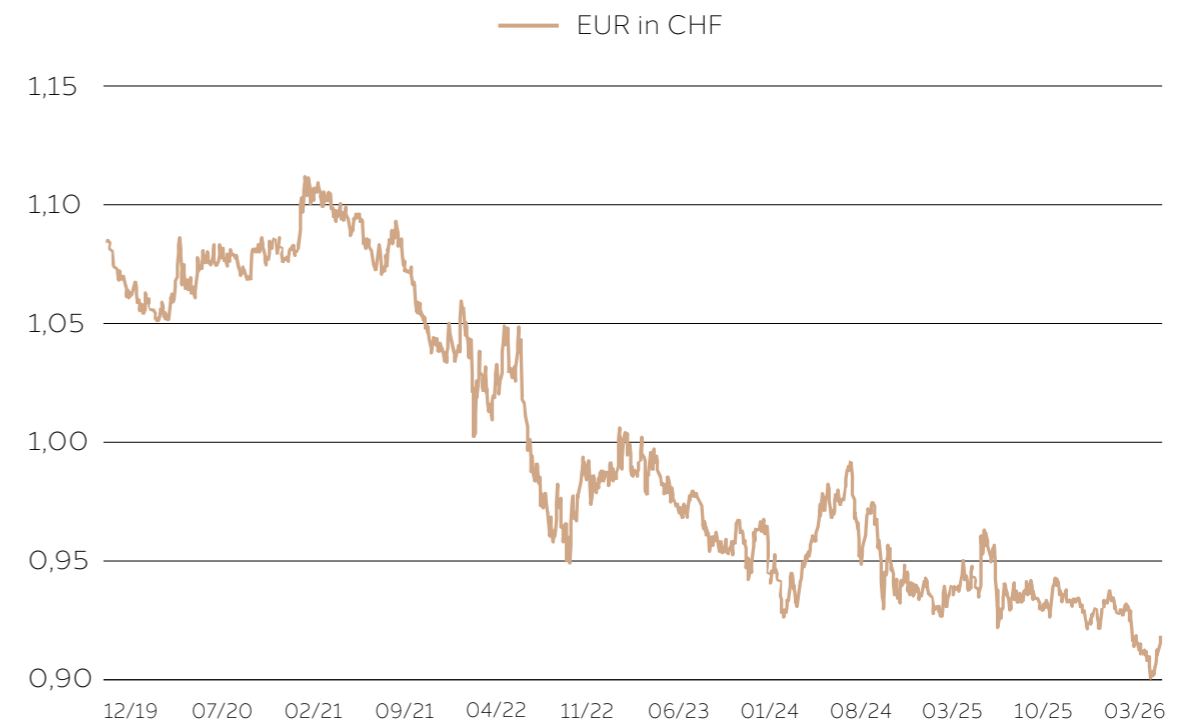
kommenden Wochen und von Energiepreisen aus, die nach und nach sinken. Es dürfte kurzzeitig zu einem deutlichen Anstieg der Inflationsraten kommen, die sich jedoch zeitnah wieder normalisieren. Die Zentralbanken könnten durch einen solchen kurzzeitigen Preisanstieg «hindurchschauen» und eher kommunikativ auf die veränderte Situation reagieren. Aufgrund dieser Annahmen betrachten wir die aktuelle Dollarstärke nur als vorübergehend. Bei einer Entspannung der militärischen Lage in den kommenden Wochen dürfte Donald Trumps unberechenbare Politik und die Frage nach der Unabhängigkeit von US-Institutionen, allen voran der US-Notenbank, wieder vermehrt in den Fokus rücken. Themen, die zu einem weiteren Vertrauensverlust in die US-Leitwährung führen und den Dollar erneut unter Druck setzen dürften. Wir halten an unserer Prognose fest, dass der US-Dollar im Jahresverlauf gegenüber dem Euro zur Schwäche neigt und sind für das Währungspaar EUR/USD auf 3-Monats- und 12-Monats-Sicht positiv.

Schweizerische Nationalbank mit erhöhter Interventionsbereitschaft

Der Schweizer Franken konnte im ersten Quartal 2026 von den zunehmenden geopolitischen Risiken profitieren und seine Rolle als verlässlicher Stabilitätsanker in einem von Unsicherheit geprägten Umfeld unter Beweis stellen. In Zeiten erhöhter Marktvolatilität richtet sich der Blick vieler Anleger traditionell auf Währungen mit hoher Glaubwürdigkeit und robuster institutioneller Verankerung. Gerade hier überzeugt die Schweiz mit ihrer hohen politischen Stabilität, dem Vertrauen in ihre wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und ihrer verlässlichen Geldpolitik. Zudem ist die Schweizer Wirtschaft weniger stark von den direkten Auswirkungen steigender Energiepreise betroffen als andere Länder. Auch wenn wir in unserem Basisszenario davon ausgehen, dass sich die militärische Lage in den kommenden Wochen entspannt, bleiben die globalen politischen und geopolitischen Unsicherheiten hoch. Von seiner Funktion als

sicherer Hafen dürfte der Schweizer Franken daher auch zukünftig profitieren.

Mit Blick auf die Preisstabilität muss sich die Schweizerische Nationalbank (SNB) keine Sorgen machen. Den durch den Iran-Krieg ausgelösten Anstieg der Energiepreise kann die Schweiz gut verkraften, da sie keine Inflationsprobleme hat. Die SNB wird ihr Augenmerk weiterhin auf den Schweizer Franken richten, dessen anhaltende Stärke die exportorientierte Schweizer Wirtschaft zunehmend belastet. Vorerst dürfte sie an der Nullzinspolitik festhalten und insbesondere mit Devisenmarktinterventionen einer weiteren Aufwertung des Frankens entgegenwirken. Bereits zu Beginn des Iran-Krieges sowie im Rahmen ihrer Zinsentscheidung im März hatte die Schweizerische Nationalbank ihre erhöhte Interventionsbereitschaft am Devisenmarkt signalisiert. Wir erwarten daher, dass der Schweizer Franken auch in den kommenden Monaten gefragt bleiben dürfte, auf dem aktuellen Niveau aufgrund



Entwicklung des EUR/CHF-Wechselkurses
Quelle: Bloomberg, Bergos. Daten per 27.03.2026

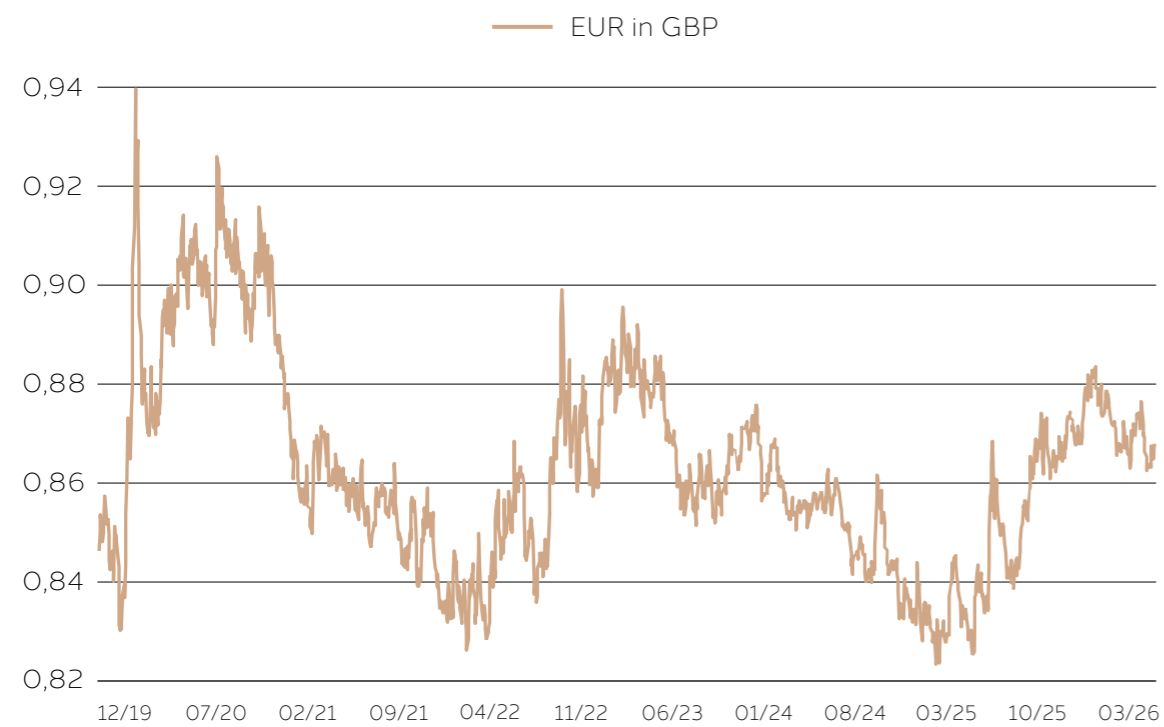
von vermehrten Devisenmarktinterventionen jedoch nicht weiter aufwerten wird. Wir sind für das Währungspaar EUR/CHF auf 3-Monats- und 12-Monats-Sicht neutral positioniert.

Märkte rechnen mit deutlicher Kursänderung der Bank of England

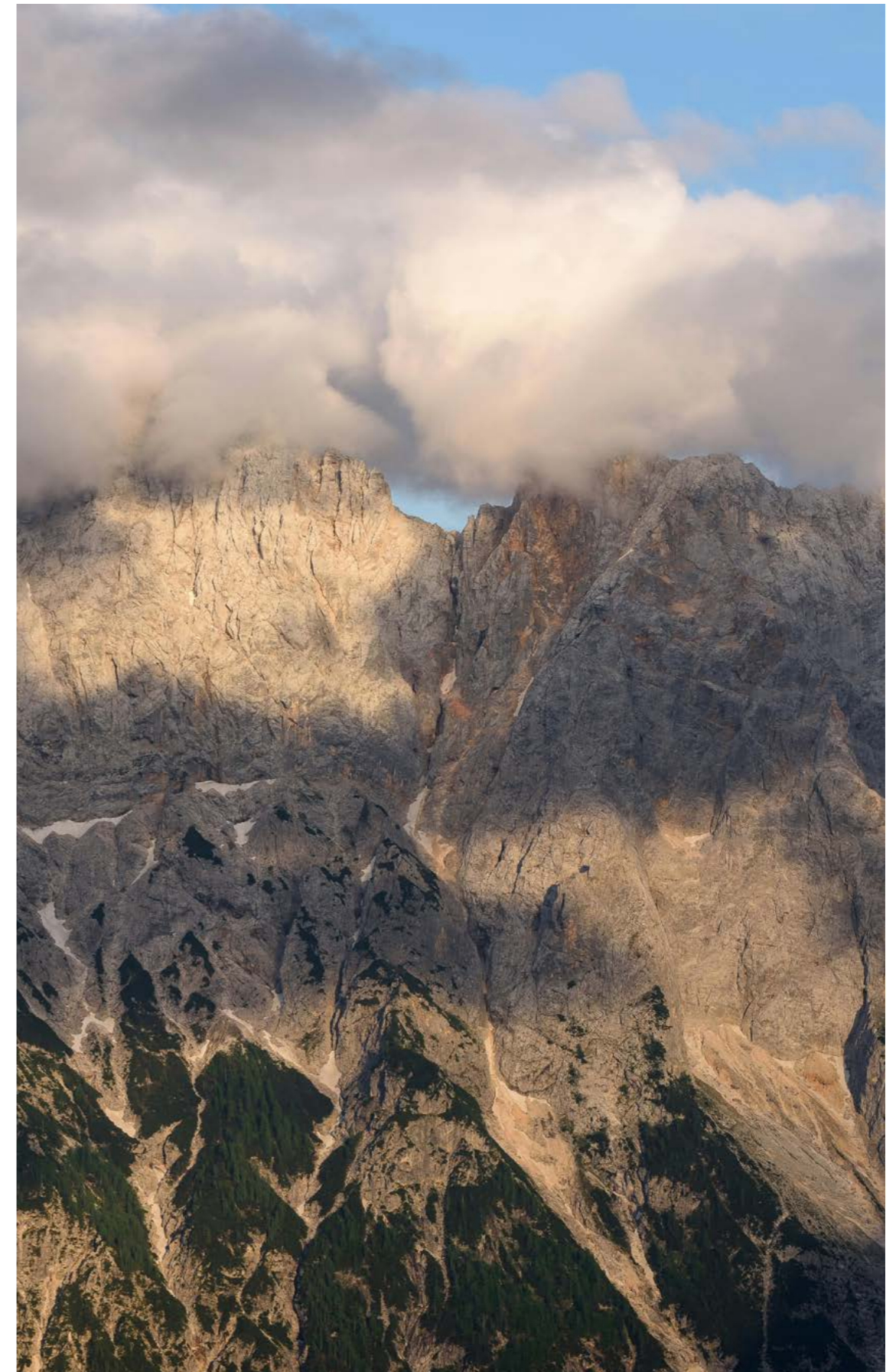
Die haushaltspolitischen Sorgen, die das britische Pfund im Jahr 2025 belasteten, sind mit zunehmender Klarheit hinsichtlich der Haushaltsverfahren für das Jahr 2026 in den Hintergrund gerückt. Allerdings hat das geopolitische Umfeld neue Unsicherheiten geschaffen. Die Dauer und Intensität der Lieferunterbrechungen aus der Golfregion bleiben unklar, was es der Bank of England (BoE) erschwert, an ihrer Lockerungstendenz festzuhalten. Seit Kriegsbeginn stieg die Rendite 10-jähriger Gilts stark an und lag Ende März bei ca. 5 %. Grund hierfür ist die veränderte Erwartung an die Geldpolitik in Grossbritannien. Während der Markt vor Beginn des Iran-Krieges noch von zwei Zinssenkungen durch die BoE ausging,

rechnet er mittlerweile mit mehreren Zinserhöhungen bis zum Jahresende. Diese Verschiebung der Erwartungen ist ausgeprägter als bei anderen entwickelten Ländern und stützte das britische Pfund zuletzt.

Der weitere geldpolitische Kurs der Bank of England ist jedoch sehr ungewiss. Grossbritannien kämpfte bereits ohne den Energiepreissprung mit einer hartnäckigen Inflation. Im Februar verharrte die Inflationsrate bei 3.0 % und lag somit weiterhin deutlich über dem 2 %-Ziel der BoE. Gleichzeitig stagnierte das Wirtschaftswachstum zuletzt überraschend. Insgesamt ist die wirtschaftliche Dynamik sehr verhalten. Hinzu kommen politische Risiken: Die Kommunalwahlen im Mai gelten als wichtiger Stresstest für die Führung von Premierminister Starmer. In diesem Umfeld sind wir für das Währungspaar EUR/GBP 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 27.03.2026



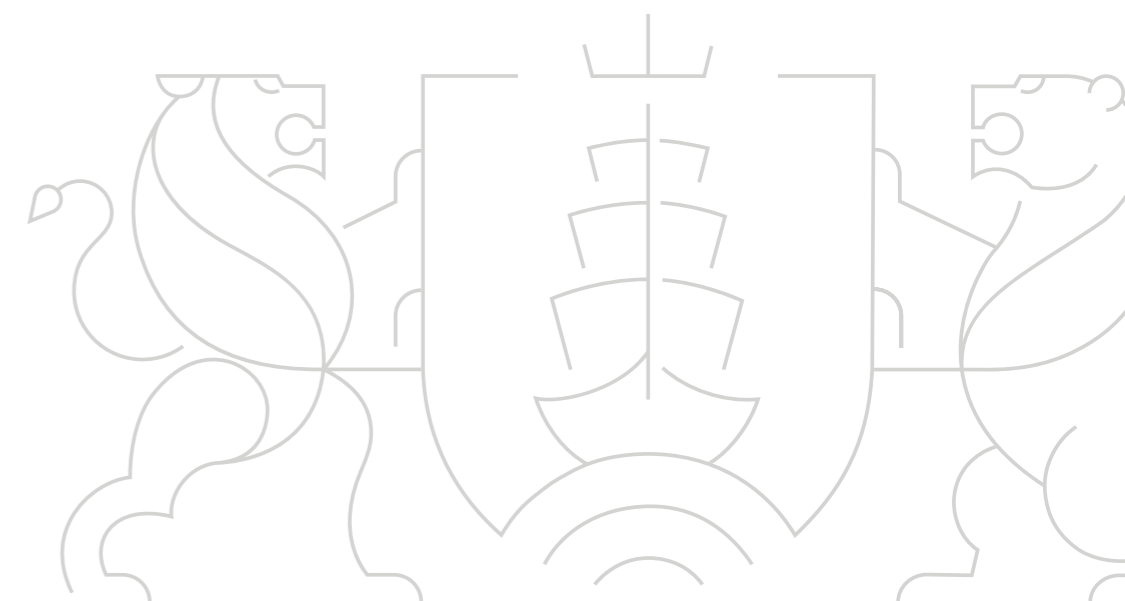


BERGOS HAUSMEINUNG

HAUSMEINUNG	--	-	0	+	++
AKTIEN	○	○	●	○	○
NORDAMERIKA	○	○	○	●	○
NICHT-BASIS-KONSUMGÜTER	○	○	○	●	○
BASISKONSUMGÜTER	○	●	○	○	○
ENERGIE	○	○	●	○	○
FINANZWERTE	○	○	○	●	○
GESUNDHEIT	○	○	○	●	○
INDUSTRIE	○	○	●	○	○
IT	○	○	●	○	○
MATERIALIEN	○	●	○	○	○
IMMOBILIEN	○	●	○	○	○
KOMMUNIKATIONSLEISTUNGEN	○	○	●	○	○
VERSORGUNG	○	○	●	○	○
EUROPA	○	○	●	○	○
NICHT-BASIS-KONSUMGÜTER	○	○	○	●	○
BASISKONSUMGÜTER	○	○	●	○	○
ENERGIE	○	●	○	○	○
FINANZWERTE	○	○	●	○	○
GESUNDHEIT	○	○	●	○	○
INDUSTRIE	○	○	●	○	○
IT	○	○	○	●	○
MATERIALIEN	○	○	●	○	○
IMMOBILIEN	○	○	●	○	○
KOMMUNIKATIONSLEISTUNGEN	○	●	○	○	○
VERSORGUNG	○	●	○	○	○
JAPAN	○	○	●	○	○
SCHWELLENLÄNDER	○	○	●	○	○

	--	-	0	+	++
FESTVERZINSLICHE	○	○	●	○	○
DENOMINATION US-DOLLAR	○	○	●	○	○
DURATION	○	○	●	○	○
SHORT TERM	○	○	●	○	○
MEDIUM TERM	○	○	○	●	○
LONG TERM	○	●	○	○	○
STAATSANLEIHEN	○	○	●	○	○
VERBRIEFTE ANLEIHEN/ AGENCY MBS	○	○	○	●	○
UNTERNEHMEN INVESTMENT GRADE	○	●	○	○	○
UNTERNEHMEN HOCHZINS	○	●	○	○	○
DENOMINATION EURO	○	○	●	○	○
DURATION	○	○	●	○	○
SHORT TERM	○	○	○	●	○
MEDIUM TERM	○	○	○	●	○
LONG TERM	○	●	○	○	○
STAATSANLEIHEN	○	○	●	○	○
VERBRIEFTE ANLEIHEN/ AGENCY MBS	○	○	○	●	○
UNTERNEHMEN INVESTMENT GRADE	○	●	○	○	○
UNTERNEHMEN HOCHZINS	○	●	○	○	○
SCHWELLENLÄNDER	○	●	○	○	○

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

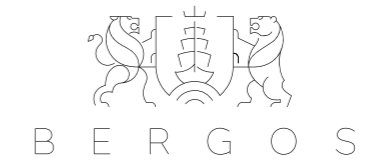
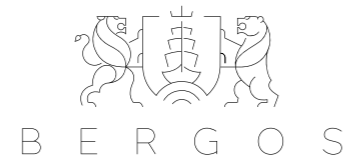


Diese Publikation dient ausschliesslich zu Informations- und Marketingzwecken. Die bereitgestellten Informationen sind nicht rechtsverbindlich und stellen weder Finanzanalysen noch einen Verkaufsprospekt, ein Angebot für Investmenttransaktionen, eine Vermögensverwaltung oder eine Anlageberatung dar und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

Die Bergos AG (nachfolgend «Bergos») behält sich das Recht vor, das Angebot an Dienstleistungen und Produkten sowie die Preise jederzeit ohne vorherige Mitteilung zu ändern. Bergos übernimmt keine Gewähr für die Aktualität, Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen. Für den Eintritt der in der Publikation enthaltenen Prognosen oder sonstige Aussagen über Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse schliesst Bergos jegliche Haftung aus.

Diese Publikation wurde nicht unter Einhaltung der Richtlinie zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse erstellt und unterliegt auch nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen. Die genannten Anlagevorschläge und Anlageideen wurden nicht auf Ihre persönlichen Umstände abgestimmt. Anlageentscheidungen sollten immer im Zusammenhang mit einem Portfolio getroffen werden und Ihre persönliche Situation sowie die daraus erwachsende Risikobereitschaft und Risikotoleranz berücksichtigen. Da Anlagevorschläge und Anlageideen unterschiedliche Risikomerkmale aufweisen können, bitten wir Sie, die konkreten Produktinformationen und die Broschüre «Risiken im Handel mit Finanzinstrumenten» zu lesen und Ihren Kundenberater zu konsultieren, wenn Sie Fragen haben.

Es ist möglich, dass Bergos selbst oder ihre Verwaltungsräte beziehungsweise Mitarbeiter in der Vergangenheit in Anlageinstrumente investierten, gegenwärtig investieren oder zukünftig investieren werden, über welche dieses Dokument Informationen oder Meinungen enthält. Es ist zudem möglich, dass Bergos für die Emittenten solcher Anlageinstrumente in der Vergangenheit Dienstleistungen erbrachte, erbringt oder in der Zukunft erbringen wird. Es kann auch nicht ausgeschlossen werden, dass Mitarbeiter oder Verwaltungsräte der Bergos für die Emittenten solcher Anlageinstrumente beispielsweise als Verwaltungsräte tätig waren, tätig sind oder tätig sein werden. Bergos selbst oder ihre Verwaltungsräte beziehungsweise Mitarbeiter könnten deshalb ein Interesse an der zukünftigen Kursentwicklung von Anlageinstrumenten haben. Die Informationen dienen ausschliesslich der Nutzung durch den Empfänger und dürfen nicht an Dritte weitergeleitet werden. Ohne schriftliche Zustimmung von Bergos dürfen die vorliegenden Informationen weder auszugsweise noch vollständig vervielfältigt werden.



COPYRIGHT

BERGOS AG

ALLE RECHTE VORBEHALTEN
ZÜRICH, APRIL 2026

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 | Senior 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

