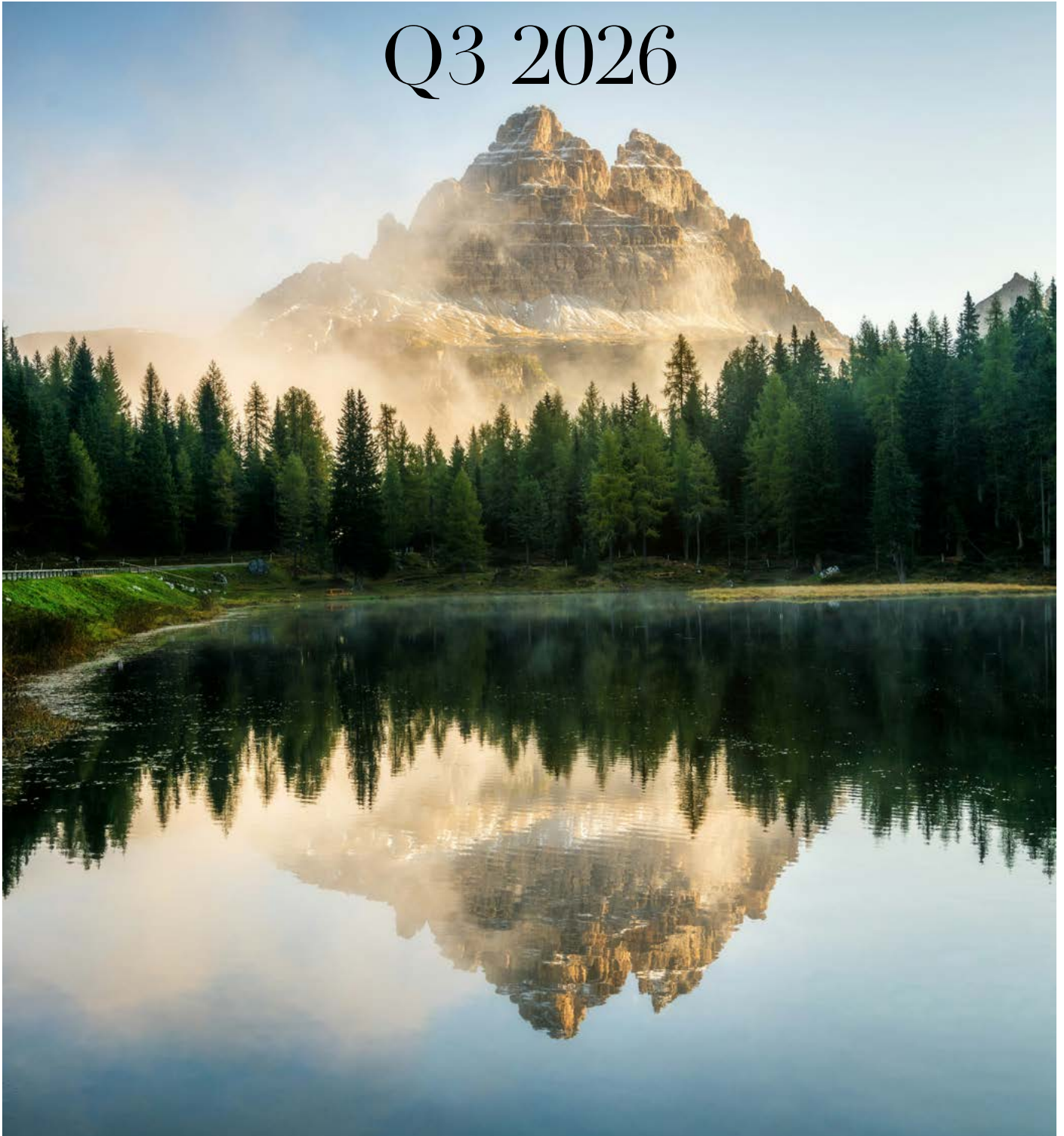
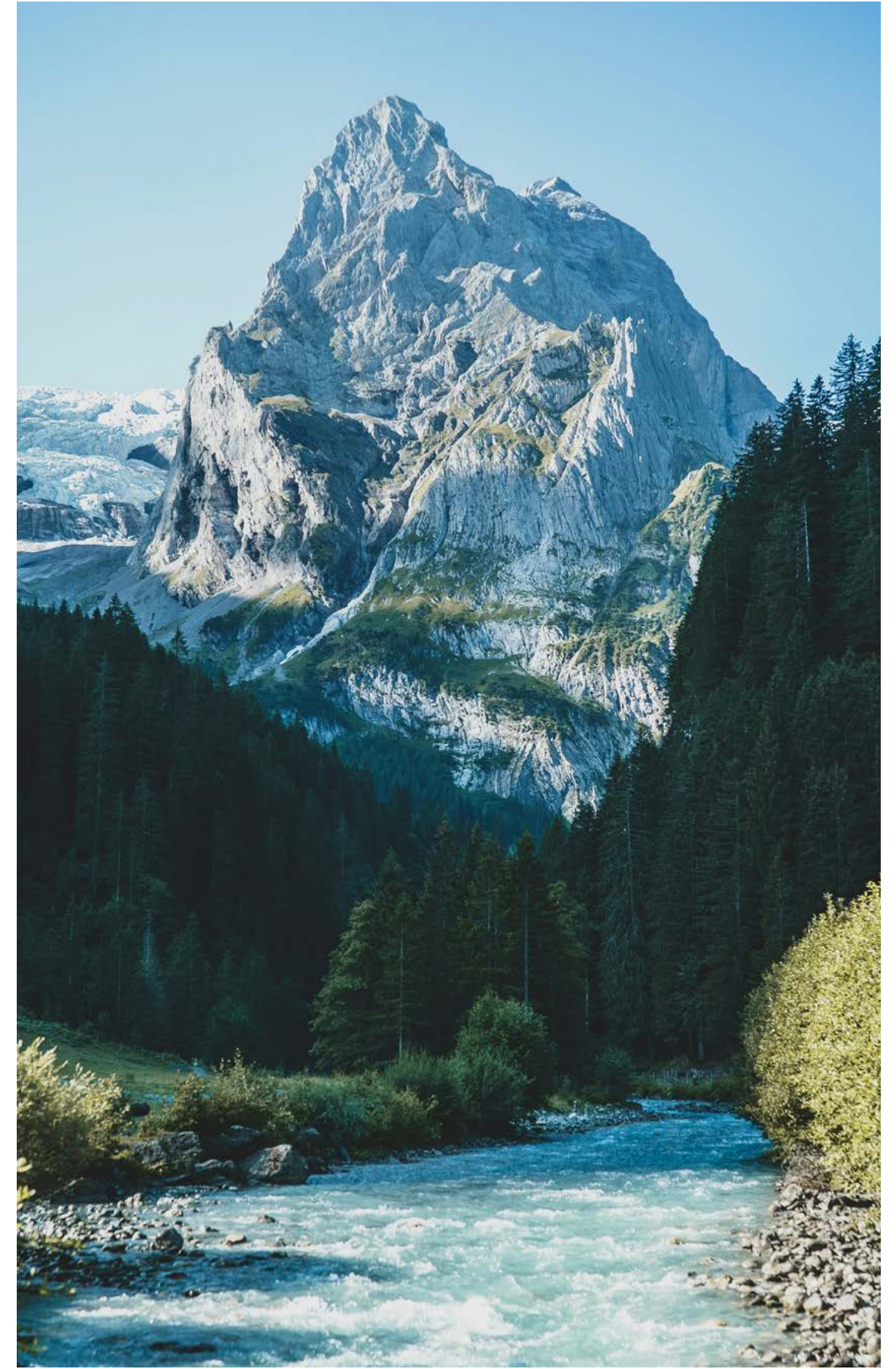
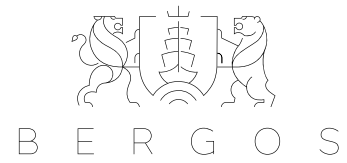


Reflexionen

Q3 2026







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

HERAUSGEGEBEN VON BERGOS AG
ZÜRICH, JULI 2026
ALLE RECHTE VORBEHALTEN
REDAKTIONSSCHLUSS 30.06.2026

I N H A L T

10

VORWORT
MAXIMILIAN HEFELE

14

KOMPASS
TILL C. BUDELMANN

17

VOLKSWIRTSCHAFT
DR. JÖRN QUITZAU

23

AKTIEN
FREDERIK CARSTENSEN

29

ANLEIHEN
CHRISTOPH JUNG

35

ALTERNATIVE INVESTMENTS
OLIVER WATOL

41

WÄHRUNGEN
STEFFEN KILLMAIER

DIE AUTOREN

MAXIMILIAN HEFELE

CFA – STELLVERTRETENDER
CHIEF INVESTMENT OFFICER

Als Leiter Asset Management bei Bergos verantwortet Maximilian Hefele seit 2003 die mandatsgebundenen Anlage-lösungen. Er ist Managing Director und als stellvertretender Chief Investment Officer Mitglied im Investmentkomitee.



TILL C. BUDELMANN

CHIEF INVESTMENT OFFICER

Als CIO von Bergos kommentiert Till Christian Budelmann regelmässig die Geschehnisse an den internationalen Kapital-märkten und betrachtet diese im Kontext wirtschaftlicher und politischer Trends. Budelmann ist Mitglied der Geschäftsleitung und leitet das Investmentkomitee des Hauses.



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 regel-mässig 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.





V O R W O R T

ÜBER UNSERE SOMMERAUSGABE

Liebe Leserinnen und Leser,

Investoren, die Ende März nicht die Nerven verloren haben, konnten von der dynamischen Erholung im April und Mai profitieren. Der S&P 500 als globaler Leitindex bewegte sich somit aus der Verlustzone in die Gewinnzone und erreichte im Mai neue Allzeithochs. Im Zuge der Friedensverhandlungen zwischen den Vereinigten Staaten und dem Iran hat der WTI-Ölpreis von seinem Höchststand von USD 117 auf unter USD 70 bis Ende Juni nachgegeben. Somit hat sich ein global wirkender Belastungsfaktor entschärft.

Der dominierende Faktor neben der Hoffnung auf eine geopolitische Entspannung waren die Gewinne des ersten Quartals sowie das positive Momentum in den Gewinnwachstumsprog-

nosen für das Gesamtjahr 2026. Unter der Oberfläche lässt sich beobachten, dass die Magnificent-7-Aktien zunehmend an relativer Stärke verlieren, während der breite Markt trotzdem steigt. Die Investorennachfrage verlagert sich zunehmend von Nvidia und Broadcom hin zu weiteren Bereichen der KI-Wertschöpfungskette. Aktien wie Intel, AMD und Micron Technology haben hiervon explosionsartig profitiert und deutlich an Relevanz in den Aktienindizes gewonnen. In extremer Form zeigt sich dies am südkoreanischen und taiwanischen Aktienmarkt, wo sich die Einzelaktien Samsung Electronics, SK Hynix beziehungsweise Taiwan Semiconductor Manufacturing Company (TSMC) zu dominierenden Klumpenrisiken entwickelt haben.

Getrieben durch die Kehrtwende der Geldpolitik, weg von weiteren Zinssenkungshoffnungen hin zu möglichen Zinserhöhungen, durchlebte der Obligationenmarkt einen signifikanten Kurswechsel. Der zunehmende Inflationsdruck hat bereits die Europäische Zentralbank und die Japanische Notenbank veranlasst, die Zinsen anzuheben. In ihrer ersten Sitzung unter dem Vorsitz von Kevin Warsh hat der Offenmarktausschuss noch nicht reagiert. Der Kapitalmarkt antizipiert für die Vereinigten Staaten erste Zinserhöhungen in der zweiten Jahreshälfte. Entsprechend sind die Renditen im US-Dollar-Raum gestiegen. Eine zweijährige US-Staatsanleihe rentiert heute mit über 4 % und bietet somit ein interessantes Rendite-Risiko-Verhältnis.

Gold leidet zunehmend unter dem neuen Zinsumfeld. Höhere Zinsen bedeuten für Investoren höhere Opportunitätskosten, denn Gold zahlt keine Dividenden oder Zinsen. Allerdings bleibt die Nachfrage der Zentralbanken aus Diversifikationsgründen ihrer Währungsreserven voraussichtlich hoch, und auch das breite Vertrauen von Privatinvestoren

in Gold als Krisenwährung bleibt von möglichem temporärem Gegenwind unberührt.

Wie oben beschrieben, durchleben wir aktuell ein Umfeld von Umbrüchen auf unterschiedlichen Ebenen der Kapitalmärkte. Diese Entwicklungen bestärken uns in dem Weg, den wir Ende letzten Jahres eingeschlagen haben. Wir diversifizieren unsere Portfolios noch breiter als ohnehin schon. Dies gilt für die Investmentstile, bei denen wir neben Wachstumsaktien (Growth) bewusst Substanzwerte (Value) beimischen, für die Marktkapitalisierung mit der Ergänzung von Small- und Mid-Caps sowie für eine breitere Einzelaktien-Diversifikation in unseren Multi-Asset-Kernlösungen. Aber auch Gold und zielgerichtete Währungsabsicherungen sind hierbei feste Bestandteile für die Navigation des aktuellen Kapitalmarktumfelds.

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

Der Energiepreisschock hat die Inflationsraten weltweit in die Höhe getrieben und vielerorts die Konjunktur belastet. Das Friedensabkommen zwischen den USA und dem Iran reduziert nun die Abwärtsrisiken für die Konjunktur und die Aufwärtsrisiken für die Inflation, denn der Ölpreis ist deutlich gesunken. In unserem Basisszenario waren wir (wie viele andere Prognostiker) davon ausgegangen, dass sich die militärische Lage bis zur Jahresmitte entspannt und der Ölpreis deutlich unter 100 US-Dollar je Barrel sinkt. Sollte sich der WTI-Ölpreis in den nächsten Wochen auf dem gegenwärtigen Niveau von rund 70 US-Dollar je Barrel einpendeln, dürfte die Konjunktur nach dem Rückschlag der letzten Monate allmählich wieder Fahrt aufnehmen.

Die Zentralbanken haben unterschiedlich auf den Inflationsschub reagiert. So hat die EZB den Leitzins im Juni um 25 Basispunkte angehoben – wenige Tage vor der Bekanntgabe des Friedensabkommens. Die US-Notenbank Fed, die Bank of England (BoE) und die Schweizerische Nationalbank (SNB) haben eine Woche später getagt und die Leitzinsen konstant gehalten. Für die SNB war der Verzicht auf höhere Leitzinsen am einfachsten, weil die Inflationsrate in der Schweiz bisher nur von 0,1 % auf 0,6 % gestiegen ist. Die SNB dürfte den Leitzins weiter bei 0 % belassen, da die Gefahr für ein Ausbrechen der Inflationsrate aus dem Zielband von 0 % bis 2 % gering ist. EZB, BoE und die Fed werden zwar für einige Zeit noch mit im Vorjahresvergleich zu hohen Inflationsraten konfrontiert sein, doch sie haben die Möglichkeit, auf die schnell sinkenden Veränderungsraten gegenüber dem Vormonat zu verweisen – sofern der Ölpreis nicht wieder deutlich steigt. Sie könnten auf Zinserhöhungen verzichten. Dies gilt insbesondere für die EZB und die BoE, da in ihren Währungsräumen die Konjunktur lahmt. In den USA präsentiert sich die Wirtschaft hingegen weiterhin robust und die Inflation ist deutlich zu hoch. Nach der Juni-Sitzung, der ersten unter dem neuen Fed-Vorsitzenden Kevin Warsh, spricht viel für eine Zinserhöhung im Herbst.

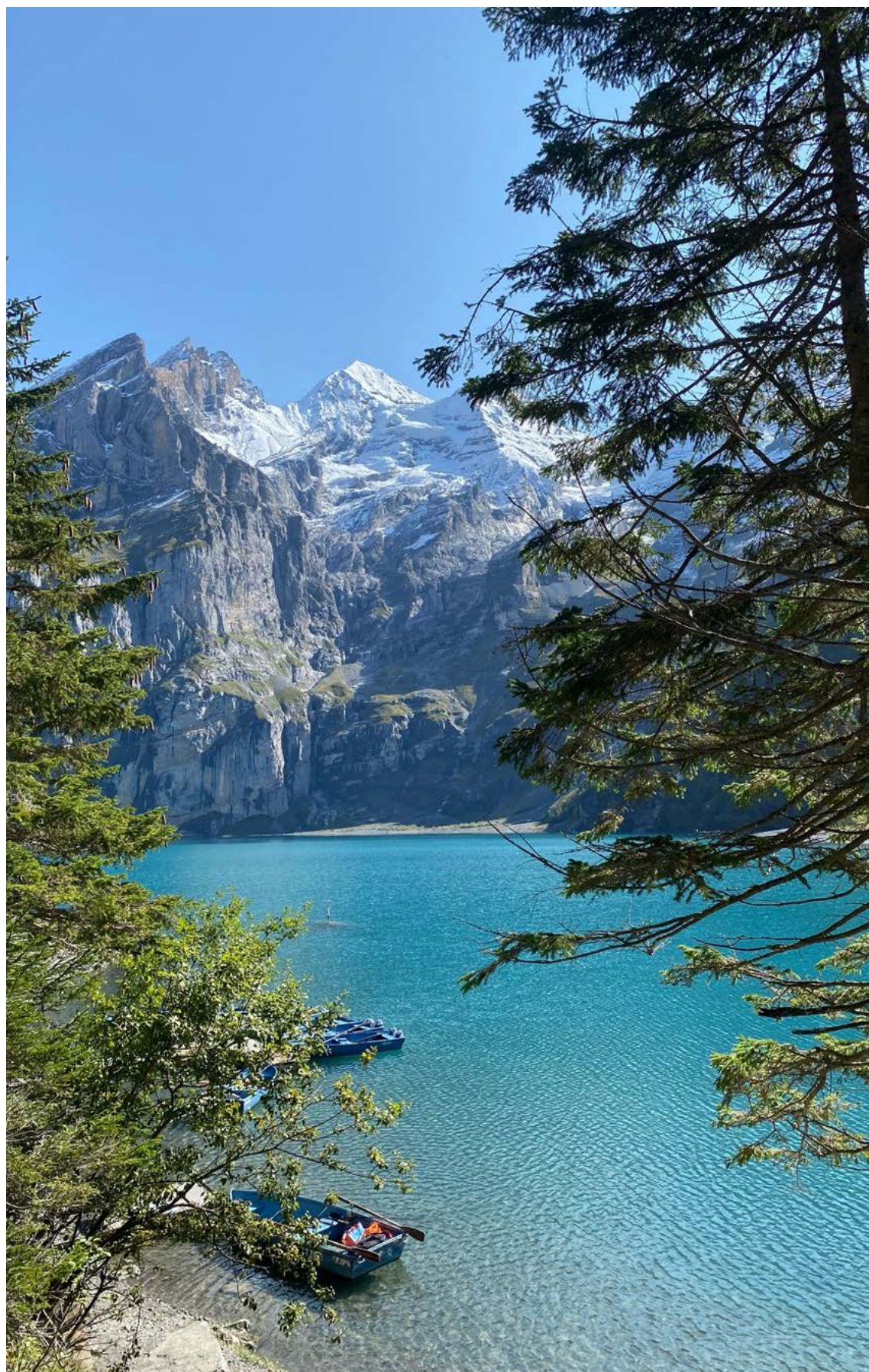
Das Friedensabkommen zwischen den USA und dem Iran nimmt etwas Spannung aus der brisanten Weltlage. Ob das Abkommen hält und wie sich die Situation in der Region weiterentwickelt, bleibt abzuwarten. Aufgrund des andauernden Krieges zwischen Russland und der Ukraine einschliesslich gezielter russischer Provokationen gegenüber NATO-Staaten bleibt die geopolitische Lage angespannt, zumal im Hintergrund weitere latente Risiken lauern (u. a. China/Taiwan). Die Geoökonomie dominiert das globale Geschehen weiterhin.

BIP-SCHÄTZUNGEN

V E R E I N I G T E S T A A T E N	2 0 2 5 :	+ 2,1 %
	2 0 2 6 :	+ 2,1 %
	2 0 2 7 :	+ 2,0 %
E U R O Z O N E	2 0 2 5 :	+ 1,3 %
	2 0 2 6 :	+ 0,7 %
	2 0 2 7 :	+ 1,3 %
D E U T S C H L A N D	2 0 2 5 :	+ 0,2 %
	2 0 2 6 :	+ 0,6 %
	2 0 2 7 :	+ 1,0 %
S C H W E I Z	2 0 2 5 :	+ 1,2 %
	2 0 2 6 :	+ 1,1 %
	2 0 2 7 :	+ 1,4 %
G R O S S - B R I T A N N I E N	2 0 2 5 :	+ 1,3 %
	2 0 2 6 :	+ 0,7 %
	2 0 2 7 :	+ 1,2 %
C H I N A	2 0 2 5 :	+ 5,0 %
	2 0 2 6 :	+ 4,6 %
	2 0 2 7 :	+ 4,4 %
J A P A N	2 0 2 5 :	+ 1,1 %
	2 0 2 6 :	+ 0,6 %
	2 0 2 7 :	+ 0,7 %

INFLATIONSSCHÄTZUNGEN (CPI)

V E R E I N I G T E S T A A T E N	2 0 2 5 :	2,8 %
	2 0 2 6 :	3,6 %
	2 0 2 7 :	2,4 %
E U R O Z O N E	2 0 2 5 :	2,1 %
	2 0 2 6 :	3,0 %
	2 0 2 7 :	2,2 %



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

ÖLPREIS LÄSST KONJUNKTURHOFFNUNG AUFKEIMEN

VON DR. JÖRN QUITZAU

Rechtzeitig vor dem Ende des ersten Halbjahres haben sich die USA und der Iran auf ein Friedensabkommen geeinigt. Wir waren, wie viele andere Prognostiker auch, in unserem Basisszenario davon ausgegangen, dass der militärische Konflikt bis zur Jahresmitte endet und der Ölpreis deutlich sinkt. Seit Mitte Mai hat der Ölpreis (Sorte Brent) deutlich nachgegeben und fiel zunächst unter die psychologisch wichtige Marke von 100 US-Dollar je Barrel. Nach Bekanntgabe des Friedensabkommens beschleunigte sich der Preisverfall.

Aus wirtschaftlicher Sicht ist der Iran-Krieg insbesondere wegen seiner Wirkungen auf den Ölpreis bedrohlich. Nach dem Preisverfall am Ölmarkt besteht nun Hoffnung, dass die

Weltkonjunktur mit einem blauen Auge davonkommen wird.

Gleichwohl ist das Friedensabkommen noch kein Grund zur endgültigen Entwarnung, wie bereits die ersten Tage nach Verkündung der Friedensvereinbarung gezeigt haben. Ob die Strasse von Hormus dauerhaft ohne Einschränkungen geöffnet wird, muss sich noch zeigen. Auch gilt zu bedenken, dass selbst nach der Wiederaufnahme des Schiffsverkehrs die Ladungen erst zeitverzögert an ihren Zielorten ankommen und dass die Schäden an der Energieinfrastruktur nicht unmittelbar beseitigt werden können. Ein moderater Wiederanstieg des Ölpreises ist aufgrund der verbliebenen Unwägbarkeiten gut möglich.

Weltkonjunktur widerstandsfähig, aber mit regionalen Unterschieden

Insgesamt hat sich die Weltkonjunktur seit Ausbruch des Krieges überraschend widerstandsfähig gezeigt. Dabei sind die konjunkturellen Folgen des Energiepreisschocks sehr ungleich verteilt. Länder mit hoher Abhängigkeit von Energieimporten werden stärker belastet. So steht die Konjunktur in der Eurozone unter höherem Druck als die US-Konjunktur. Viele Schwellen- und Entwicklungsländer, vor allem in Afrika, bekommen die negativen Folgen des Energiepreisschocks deutlich zu spüren. Und selbstverständlich sind auch die Länder in der Krisenregion stark betroffen.

Einige Länder, darunter China, haben die Verspannungen am Ölmarkt durch Rückgriff auf Ölreserven abgefedert und damit schlimmere Folgen für die Weltkonjunktur verhindert. Stützend wirkt weiterhin die expansive Finanzpolitik vieler Länder. Permanente Haushaltsdefizite stossen zwar irgendwann an ihre Grenzen, doch während einer akuten Krise zählt eher der kurzfristige Konjunkturstimulus als die langfristige Tragfähigkeit der Staatsfinanzen. Und schliesslich hat der Technologieboom zur Stabilisierung der Konjunktur und zur positiven Stimmung an den Aktienmärkten beigetragen.

Die USA kommen wegen der expansiven Finanzpolitik, dem florierenden Technologiesektor und der hohen Unabhängigkeit im Energiebereich bisher sehr solide durch die Krise. Die US-Wirtschaft dürfte 2026 um gut 2 % wachsen, was ungefähr dem Potenzialwachstum entspricht. Dagegen dürfte die Wirtschaft der Eurozone um weniger als ein Prozent wachsen. Immerhin zeigen nach dem Friedensabkommen und Ölpreisverfall die ersten Konjunkturindikatoren eine verbesserte Stimmung an. Die Eurozonen-Konjunktur könnte in der zweiten Jahreshälfte allmählich wieder Schwung aufnehmen. In der Schweiz wird die Wirtschaftsleistung voraussichtlich um gut ein Prozent wachsen.

Geldpolitik:

Zentralbanken reagieren unterschiedlich

Die höheren Energiepreise belasten die Konjunktur zunächst dadurch, dass sie die Kaufkraft der Verbraucher schmälern und die Produktionskosten für die energieintensiven Unternehmen in die Höhe treiben. Hinzu kommt das Risiko einer strafferen Geldpolitik: Um die Ausbreitung der höheren Preise im Energiebereich auf andere Waren- und Dienstleistungsgruppen zu verhindern, können sich die Zentralbanken gezwungen sehen, die Leitzinsen anzuheben.

Zu Beginn des Energiepreisanstiegs bestand die Hoffnung, dass ein nur kurzzeitiger und vorübergehender Preisanstieg von den Zentralbanken hingenommen werden könnte. Die Zentralbanken könnten durch einen kurzzeitigen Anstieg der Inflationsrate «hindurchschauen». Je länger die Energiepreise auf dem deutlich erhöhten Niveau notierten, umso grösser wurde das Risiko einer sich ausbreitenden Inflation.

Im Mai lagen die Inflationsraten vielerorts deutlich über den 2%-Zielwerten der jeweiligen Notenbank: In der Eurozone stieg die Inflationsrate im Mai auf 3,2 %, in den USA auf 4,2 % und im Vereinigten Königreich lag sie bei 2,8 %. Nur in der Schweiz ist das Preisumfeld mit einer Inflationsrate von 0,6 % weiterhin entspannt.

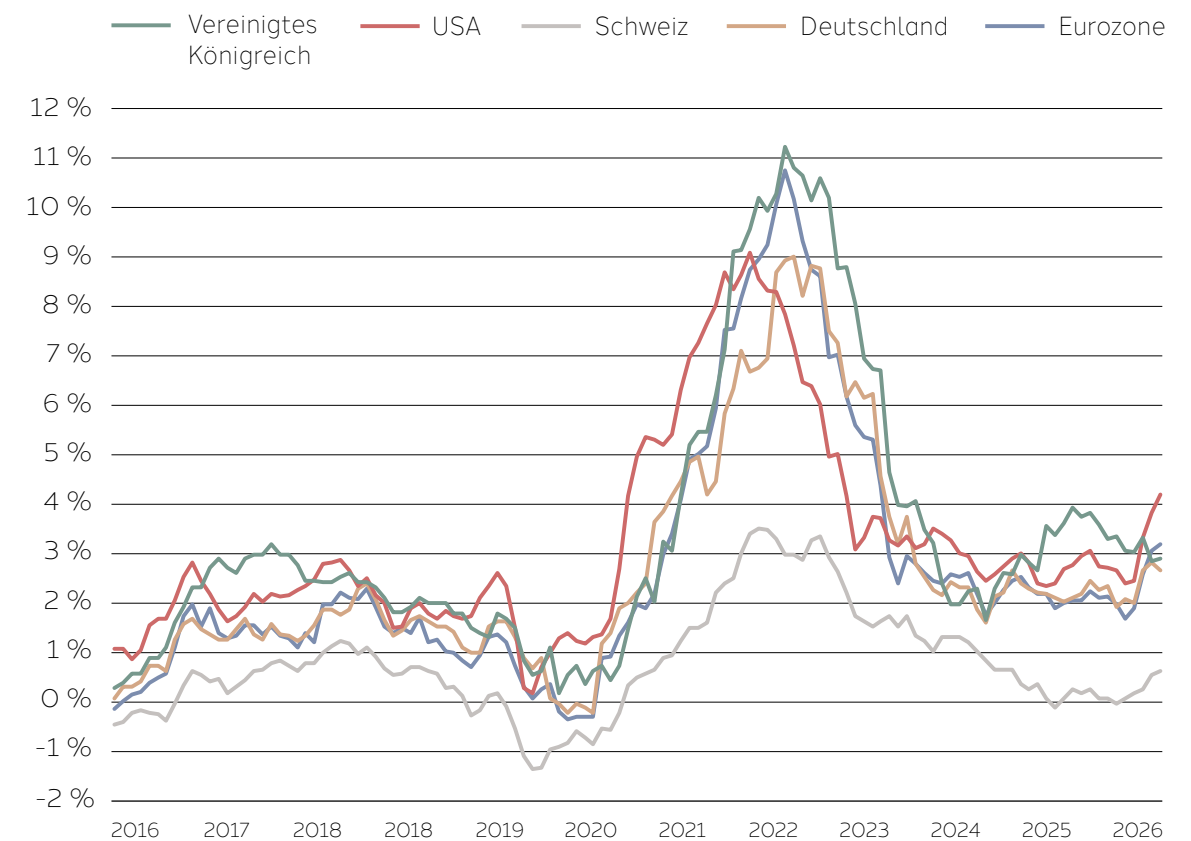
Die Europäische Zentralbank (EZB) hat daraufhin im Juni die Leitzinsen um 25 Basispunkte angehoben. Dies geschah allerdings kurz vor Abschluss des Friedensabkommens und dem einhergehenden Ölpreisrückgang. Wenn der Ölpreis weiter deutlich unter 90 US-Dollar bleibt, werden die Inflationsraten im Vormonatsvergleich schnell sinken und würden es der EZB ermöglichen, auf eine weitere Zinserhöhung zu verzichten, weil sie sonst die ohnehin schon schwache Konjunktur noch weiter belasten würde.

Die US Federal Reserve (Fed) und die Bank of England (BoE) haben ihre Zinsentscheidungen eine Woche nach der EZB und damit wenige Tage nach dem Friedensabkommen getroffen. Beide Zentralbanken beschlossen, die Leitzinsen unverändert zu lassen. Angesichts der schwächelnden Konjunktur könnte die BoE weiter abwarten und von Zinserhöhungen absehen. Dagegen stehen die Zeichen in den USA auf Zinserhöhungen, denn die Konjunktur und der Arbeitsmarkt sind robust, während die Inflation deutlich zu hoch ist. Hinzu kommt: Der neue Fed-Vorsitzende Kevin Warsh hat bei der Pressekonferenz nach der ersten Zinsentscheidung unter seiner Regie klar gemacht, er werde sich gemeinsam mit seinen Kollegen im Zentralbankrat zunächst auf den Kampf gegen die Inflation konzentrieren. Die Erwar-

tung mancher Beobachter, Warsh, der von Donald Trump ins Amt gebracht wurde, könne lediglich eine Marionette des US-Präsidenten sein, hat sich zerschlagen. Zinssenkungserwartungen sind bis auf Weiteres ausgepreist, Zinserhöhungen wurden eingepreist.

Aufgehellter Ausblick bei fortbestehenden Risiken

Am Ende der ersten Jahreshälfte hat sich der Ausblick aufgeheitert. Gleichwohl bleibt die geopolitische Lage angespannt und voller Risiken. Aus rein volkswirtschaftlicher Sicht werden in den nächsten Wochen der Ölpreis und die Situation an der Strasse von Hormus weiter im Fokus stehen. Hiervon hängt ab, ob die Zentralbanken doch noch reagieren müssen und ob die Konjunktur wieder Fahrt aufnehmen kann.



Internationale Inflationsentwicklung

Quelle: Macrobond, Bergos. Daten per 29.06.2026





A K T I E N

KI-EUPHORIE BEFLÜGELT DIE MÄRKTE IM ZWEITEN QUARTAL
VON FREDERIK CARSTENSEN

Die globalen Aktienmärkte entwickelten sich im zweiten Quartal erfreulich. Getragen von Investitionen rund um künstliche Intelligenz und starken Unternehmensergebnissen erreichten die wichtigsten US-Börsenindizes zwischenzeitlich neue Allzeithochs. Gegen Quartalsende verlor die Rally jedoch an Schwung. Gewinnmitnahmen bei Halbleiterwerten und ein überraschend robuster US-Arbeitsmarktbericht für Mai, der Hoffnungen auf baldige Zinssenkungen dämpfte, sorgten für Gegenwind. Zusätzlich zogen viele Anleger Kapital ab, um sich am Börsengang von SpaceX zu beteiligen. Erst die Aussicht auf eine Einigung im Nahen Osten und eine Normalisierung der Energielieferungen aus der Golfregion brachte erneute Stabilität.

Der Iran-Krieg:

Das grösste Risiko für die Märkte

Der Konflikt im Iran hinterliess auch im zweiten Quartal deutliche Spuren im globalen Handel. Die faktische Schliessung der Strasse von Hormus, einer der wichtigsten Schifffahrtsrouten der Welt, über die normalerweise rund 20 % des weltweiten Erdöls und Flüssiggases transportiert werden, liess die Durchfahrten auf etwa 5 % des Vorkonfliktniveaus einbrechen und trieb die Energiepreise weltweit in die Höhe. Für Anleger bedeutete dies eine anhaltend erhöhte Risikoprämie: Energie- und Rüstungsaktien legten zeitweise zu, während energieintensive Branchen, Fluggesellschaften und konjunkturabhängige Unternehmen unter Druck gerieten. Trotz jüngster Annäherungen

zwischen den Konfliktparteien bleibt die Ungewissheit über eine dauerhafte Lösung ein Risikofaktor für die zweite Jahreshälfte.

Inflation und Zinsen:

Die Erwartungen haben sich verschoben

Auch die Geldpolitik bleibt ein bestimmendes Thema. Viele Anleger gehen inzwischen davon aus, dass der nächste Schritt der US-Notenbank (Fed) eher eine Zinserhöhung als eine Zinssenkung sein wird. Der aktuelle Preisauftrieb erinnert auf den ersten Blick an den raschen Zinsanstieg von 2022, doch es gibt einen wesentlichen Unterschied: Die Inflation kommt diesmal fast ausschliesslich aus dem Energiesektor und hat sich nicht breit in der Wirtschaft festgesetzt. Zudem ist der US-Arbeitsmarkt heute deutlich weniger überhitzt als damals. Beides spricht gegen eine aggressive Geldpolitik.

Starke Unternehmensgewinne stützen die Märkte

Auch wenn das Wirtschaftswachstum verhalten bleibt, sind die Unternehmensgewinne kräftig gestiegen. Dies ist eine wichtige Erinnerung daran, dass die Börse kein einfaches Abbild der Konjunktur ist. Die Ergebnisse der Berichtssaison für das erste Quartal 2026 waren beeindruckend: Rund 80 % der S&P-500-Unternehmen übertrafen die Erwartungen der Analysten, und die durchschnittliche Gewinnmarge liegt so hoch wie seit 15 Jahren nicht mehr. Für das Gesamtjahr 2026 wird ein Gewinnwachstum von knapp 27 % erwartet; der Ausblick auf 2027 stimmt ebenfalls zuversichtlich. Die grossen Analysehäuser haben ihre Kursziele entsprechend nach oben angepasst.

Das Grundprinzip dahinter ist einfach: Steigende Gewinnerwartungen ziehen in aller Regel steigende Aktienkurse nach sich. Für grosse Technologiekonzerne gelten dabei andere Massstäbe als für klassische Industrie- oder Konsumgüterunternehmen; ihre Kursentwicklung löst sich zunehmend vom allgemeinen

Konjunkturverlauf. Trotz berechtigter Fragen, wie lange der KI-Rückenwind noch anhält, zeigen die Märkte trotz Rekordständen kaum Anzeichen von Überhitzung oder Euphorie.

Nicht alle Regionen

profitieren gleichermassen

Während US-Aktien und ausgewählte asiatische Technologiewerte teilweise kräftig zulegen, hinken die europäischen Börsen hinterher. Hohe Energiepreise belasten die europäische Wirtschaft strukturell stärker als die amerikanische. Deutschland hat seine Wachstumsprognose für 2026 auf 0,5 % halbiert und nennt den Iran-Krieg sowie die erhöhten Energiepreise als Hauptgründe.

Auch Südkorea und Taiwan verbuchten starke Kursgewinne, angetrieben vom globalen KI-Boom und der regen Nachfrage nach Speicherchips von Samsung und SK Hynix. Da diese beiden Unternehmen rund 70 % des südkoreanischen Aktienindex ausmachen, ist das Klumpenrisiko erheblich. Die Frage, ob der Halbleiter-Aufschwung von Dauer ist oder eine Blase darstellt, beschäftigt die Märkte zunehmend. Betrachtet man die Gewinnentwicklung der Schwellenländer ohne diese beiden Länder, so ist der Zuwachs bei der Gewinnentwicklung eher verhalten.

Ausblick: Kommt jetzt die Sommerpause?

Kurzfristig dürfte das Marktumfeld volatil bleiben. Der wieder aufgeflamnte Inflationsdruck veranlasst die Notenbanken zu einem vorsichtigeren Kurs. Der neue Fed-Vorsitzende Kevin Warsh, die weiterhin schwer einschätzbare Lage am Golf und der anlaufende US-Wahlkampf werden die Märkte in der zweiten Jahreshälfte beschäftigen.

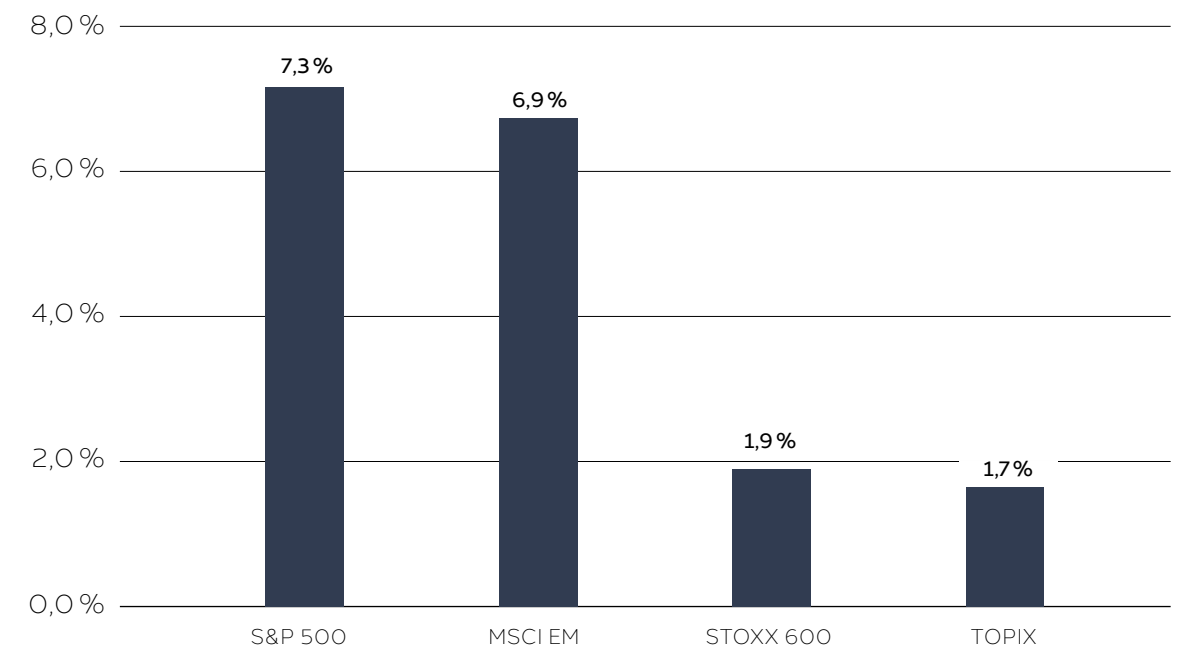
Vor dem Hintergrund anhaltender Unsicherheiten und nach der jüngsten Kursrally halten wir an unserer neutralen Gesamtausrichtung fest. Mittelfristig bleiben wir für die globalen

Aktienmärkte zuversichtlich und bevorzugen weiterhin US-Aktien, die mit stärkerem Wachstum und besseren Unternehmensgewinnen gegenüber Europa überzeugen. Europa hat sich seit Beginn des Nahostkonflikts kaum von der Stelle bewegt. Zwar tendieren die Gewinnrevisionen weiter nach oben, doch ein Grossteil davon stammt aus dem Ölsektor und könnte sich bei fallenden Energiepreisen rasch wieder umkehren. Hinzu kommt Europas deutlich geringere Präsenz im Bereich KI und Halbleitern im Vergleich zu den USA und führenden asiatischen Märkten. Seit dem Markttief Ende März hat Europa daher sowohl gegenüber den USA als auch gegenüber den Schwellenländern das Nachsehen gehabt.

Ein kritisches Auge behalten wir auf die hohe Konzentration des Gewinnwachstums auf einige wenige KI-nahe Unternehmen in Asien. Zur Streuung innerhalb der Schwellenländer halten wir daher an unserer Präferenz für Brasilien fest. Das Land punktet mit geringem Technologiegewicht im Index, attraktiven Bewer-

tungen, solidem Gewinnwachstum und der Aussicht auf sinkende Zinsen. Auch innerhalb der USA glauben wir nach wie vor an eine Verbreiterung und halten den gleichgewichteten S&P 500 sowie kleine und mittlere Unternehmen für sinnvolle Ergänzungen im Portfolio.

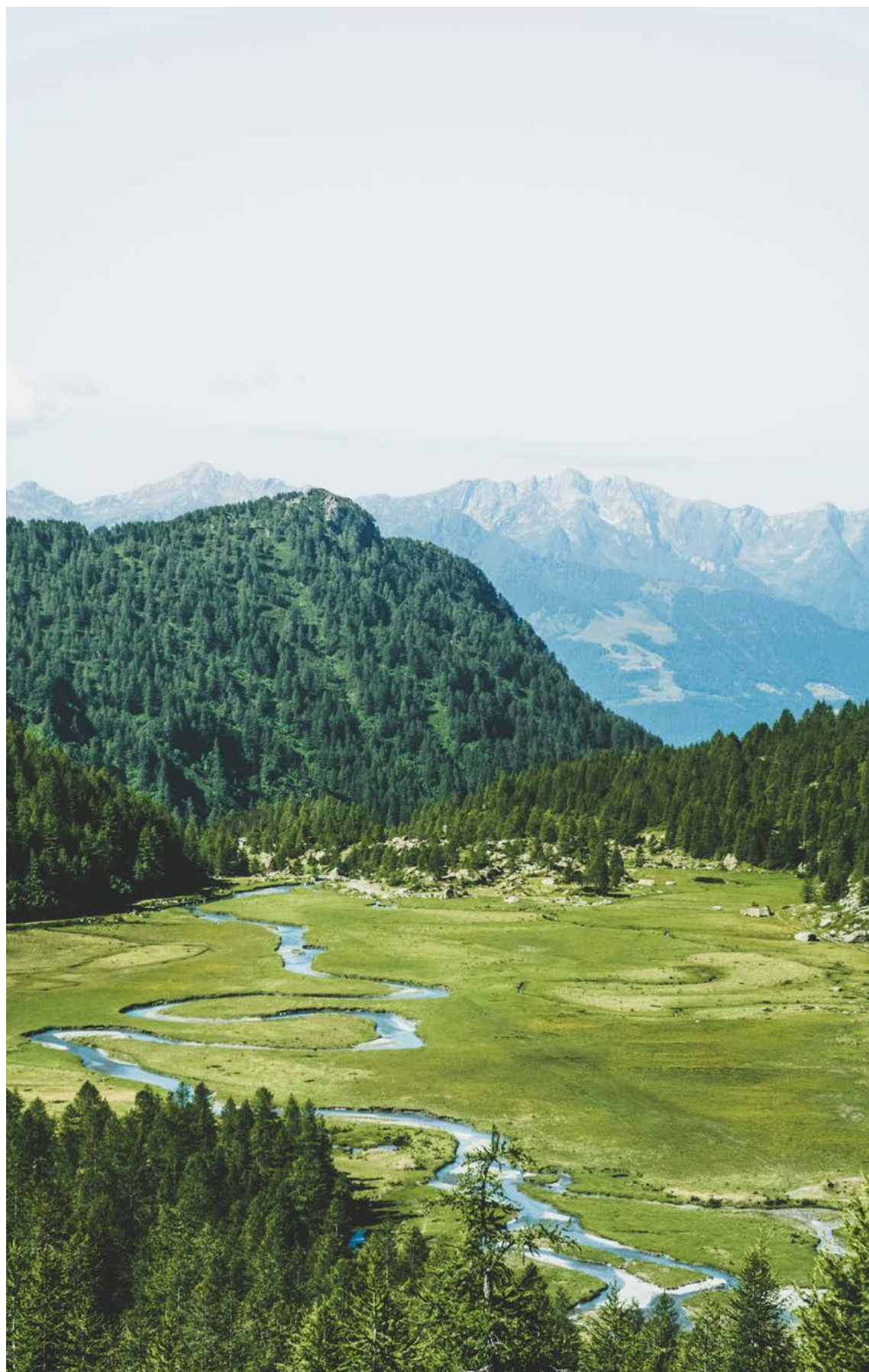
Am 3. November 2026 finden die amerikanischen Zwischenwahlen statt: Alle 435 Sitze im Repräsentantenhaus und ein Drittel der Sitze im Senat stehen zur Wahl. Historisch ist das eine Phase erhöhter Marktunsicherheit; die Schwankungen nehmen typischerweise ab dem Frühjahr zu und erreichen in den Monaten vor dem Wahltag ihren Höhepunkt. Für Anleger ist die entscheidende Frage, ob die Republikaner ihre Kongressmehrheit halten können, denn davon hängt ab, inwieweit Präsident Trump seine Wirtschaftsagenda durchsetzen kann. Die Kombination aus Sommerflaute, Wahlkampf und geopolitischen Risiken könnte die Monate Juli bis Oktober turbulent gestalten. Bei politischer Klärung im vierten Quartal bieten sich jedoch Chancen nach oben.



Entwicklung ausgewählter Indizes seit Ausbruch des Iran-Krieges

Alle Indizes in lokaler Währung und inkl. Netto-Dividenden. Schwellenländer in US-Dollar. Zeitraum 28.02.–26.06.2026. Quelle: Bloomberg, Bergos.





A N L E I H E N

DER GEFÜRCHTETE ANSTIEG DER INFLATION WURDE REALITÄT
VON CHRISTOPH JUNG

Wer im Januar noch glaubte, das Jahr 2026 werde von sinkenden Leitzinsen geprägt sein, wurde spätestens im Verlauf des zweiten Quartals eines Besseren belehrt. Der Auslöser für diese Kehrtwende lässt sich auf einen einzigen Krisenherd zurückführen, der das zweite Quartal wie kein anderes Ereignis geprägt hat: den Ende Februar eskalierten Krieg zwischen Israel, den USA und dem Iran, der über zeitweise blockierte Tankerrouten an der Strasse von Hormus direkt auf die globalen Energiepreise und damit auf die Inflation durchschlug. Die geldpolitische Reaktion der grossen Notenbanken der Welt fielen unterschiedlich aus. Während die US-Notenbank Fed, die Schweizerische Nationalbank und die Bank of England an ihrem Kurs der Zinspause festhielten, wagte

die Europäische Zentralbank (EZB) etwas, das kaum jemand noch vor wenigen Monaten auf der Rechnung hatte: eine Zinserhöhung.

Die Fed wartet ab

In den Vereinigten Staaten zeigte sich die Konjunktur trotz dieser geopolitischen Unsicherheit erstaunlich robust, wenn auch mit Brems Spuren. Das Bruttoinlandsprodukt wuchs im ersten Quartal annualisiert um 2,1 %. Getragen wurde das Wachstum vor allem von kräftigen Unternehmensinvestitionen in Ausrüstung und Technologie vor allem aber auch in KI-Infrastruktur. Der Arbeitsmarkt sandte derweil unverändert beruhigende Signale: So entstanden im Mai deutlich mehr neue Stellen ausserhalb der Landwirtschaft als von Ökonomen

erwartet wurden, während die Zahlen für März und April kräftig nach oben revidiert wurden. Die Arbeitslosenquote verharrte dabei bereits den dritten Monat in Folge bei 4,3 %. Auch die Frühindikatoren überraschten positiv: Der ISM-Einkaufsmanagerindex für die Industrie kletterte im Mai auf 54,0 Punkte, den höchsten Stand seit Mai 2022, während der Dienstleistungsindex auf 54,5 Punkte zulegen – beide lagen damit so deutlich im Expansionsbereich wie seit Monaten nicht mehr. Die Kehrseite dieser Robustheit zeigte sich an der Preisfront: Die Konsumentenpreise zogen im Mai um 4,2 % gegenüber dem Vorjahr an, nach 3,8 % im April, getrieben vor allem von den Energiepreisen, während die Kerninflation mit 2,9 % nahezu unverändert blieb. Der von der Fed bevorzugte PCE-Preisindex lag für das Gesamtjahr inzwischen bei rund 3,6 %, deutlich höher als die im März prognostizierten 2,7 % und weit über dem Zielwert von 2 %.

Diese Gemengelage aus solidem Wachstum, robustem Arbeitsmarkt und hartnäckiger Inflation nahm der Fed jeden Druck, an der Zins-schraube zu drehen, verschob die Debatte im Offenmarktausschuss aber merklich in eine restriktivere Richtung. Die Fed belass ihren Leitzins auf den Sitzungen im April und im Juni unverändert in der Spanne von 3,50 bis 3,75 %. Bemerkenswert war die Juni-Sitzung aus zwei Gründen. Es war die erste geldpolitische Entscheidung unter dem neuen Fed-Vorsitzenden Kevin Warsh, dem Nachfolger von Jerome Powell. Gleichzeitig offenbarte der aktualisierte Dot Plot einen deutlich restriktiveren Ausblick: Der von den Notenbankern erwartete Medianzins für Ende 2026 kletterte von 3,4 auf 3,8 %, womit die zuvor im Markt breit diskutierte Aussicht auf Zinssenkungen vorerst verschwunden ist und sich die Wahrscheinlichkeit einer möglichen Zinserhöhung deutlich erhöhte. Im Statement verwies die Fed darauf, dass die Wirtschaftstätigkeit trotz erhöhter Unsicherheit solide wachse, die Infla-

tion aber teilweise durch Angebotsschocks – insbesondere im Energiesektor – über dem Zielwert verbleibe.

Die EZB wagt eine Zinserhöhung

Auf der anderen Seite des Atlantiks präsentierte sich die Konjunktur deutlich angeschlagener. Die Wirtschaft der Eurozone schrumpfte im ersten Quartal 2026 gegenüber dem Vorquartal um 0,2 %, im Jahresvergleich blieb immerhin ein mageres Plus von 0,3 %. Auch die Frühindikatoren bestätigten das eintrübende Bild: Der zusammengesetzte Einkaufsmanagerindex für die Privatwirtschaft der Eurozone lag mit 49,5 in Juni das dritte Mal in Folge unter der Wachstumsschwelle. Während sich die Industrie mit gut 51 Punkten noch im Expansionsbereich hielt, enttäuschte der Dienstleistungssektor weiterhin. Parallel dazu zog die Inflation im Euroraum überraschend stark an: Im Mai kletterte die Teuerungsrate auf 3,2 %, die Kerninflation auf 2,5 % – beide Werte deutlich über dem EZB-Ziel von 2 %, auch hier vor allem getrieben vom Energiepreisschub infolge des Nahostkonflikts. Die Arbeitslosenquote in der Eurozone stieg im Mai marginal auf 6,3 %, nachdem sie im April noch ein Rekordtief von 6,2 % markiert hatte.

Diese Kombination aus schwachem Wachstum und hartnäckiger Inflation brachte die EZB in ein klassisches Stagflations-Dilemma. Am 11. Juni entschied sich der EZB-Rat dennoch für die Zinswaffe: Erstmals seit September 2023 wurden alle drei Leitzinsen um jeweils 25 Basispunkte angehoben. Der für die Märkte massgebliche Einlagensatz stieg von 2,00 auf 2,25 %. Begründet wurde der Zinsschritt mit dem anhaltenden Preisdruck durch höhere Energiekosten und geopolitische Verwerfungen, die das Risiko sogenannter Zweitrundeneffekte – also einer Verselbstständigung der Inflation über Löhne und Preise hinweg – erhöht hätten. Für die kommende Sitzung im Juli halten Beobachter eine weitere Zinserhöhung für möglich,

sollte sich die Teuerung nicht spürbar abschwächen; die Geldmärkte preisten zwischenzeitlich bis zu zwei weitere Zinsschritte für das laufende Jahr ein, tendieren aber angesichts der fallenden Ölpreise immer mehr zu nur einem.

Uneinheitliche Trends bei den Kurzfristzinsen

Am Anleihemarkt wurde die aufkeimende Sorge vor einem Inflationsanstieg bereits im März grosszügig eingepreist, sodass im zweiten Quartal tendenziell eine abwartende Haltung zu beobachten war, inwieweit sich die Entwicklung in den harten Zahlen niederschlagen würde. Dabei setzten die Renditen zweijähriger US-Staatsanleihen schlussendlich doch ihren Aufwärtstrend fort und stiegen von rund 3,8 % auf leicht über 4,1 % Ende Juni. In Europa kam es hingegen weitgehend zu einer – wenn auch volatilen – Seitwärtsbewegung; Ende Juni notierte die Rendite zweijähriger Bundes-schatzanweisungen bei etwas mehr als 2,5 %.

Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen brach kurzzeitig über 4,6 % aus, bewegte sich dann zum Quartalsende jedoch wieder in einer Spanne von 4,3 bis 4,5 % und schloss somit nur marginal höher als noch vor drei Monaten. Zehnjährige Bundesanleihen bewegten sich mehrheitlich um die 3-Prozent-Marke. Im Zuge der jüngsten Fortschritte in den Friedensverhandlungen zwischen den USA und dem Iran, sinkender Energiepreise und der daraus resultierenden Anpassung der Inflationserwartungen kamen die Renditen für US-Treasuries und Bundesanleihen auf breiter Front wieder leicht zurück. Auf Quartalsicht flachte die US-Treasury-Zinsstrukturkurve ab, getrieben durch steigende Renditen im kurzen und mittleren Laufzeitenbereich. In Europa hingegen gaben die Renditen über weite Teile der Kurve leicht nach – mit Ausnahmen am sehr kurzen Ende. Die Abbildung auf Seite 32 zeigt die Zinsstrukturkurven der genannten Staatsanleihen im Quartalsvergleich.

Resiliente Unternehmensanleihen

Unter dem Eindruck strafferer Notenbankpolitik zeigten sich Unternehmensanleihen durch weite Strecken bemerkenswert widerstandsfähig. Als der Nahost-Krieg Ende Februar ausbrach, weiteten sich die Risiko-aufschläge zunächst spürbar aus. Im Verlauf des zweiten Quartals kehrte sich diese Bewegung weitgehend um. Anleger griffen wieder beherzt zu Unternehmensanleihen, sodass die Risikoprämien in beiden Währungsräumen – Euro wie US-Dollar – zum Quartalsende erneut in die Nähe ihrer historischen Tiefstände zurückfielen. Im Investment Grade Segment zeigt sich auch immer deutlicher eine mangelnde Differenzierung innerhalb der Ratingklassen: Der Renditeaufschlag zwischen mit BBB und mit A bewerteten Anleihen engte sich weiter ein und lag zuletzt nur noch bei rund 30 bis 35 Basispunkten – gegenüber einem historischen Durchschnitt von 60 bis 70 Basispunkten entspricht dies praktisch einer Halbierung der Risikoprämie. Investoren verlangen damit kaum noch eine nennenswerte zusätzliche Entschädigung dafür, eine Bonitätsstufe tiefer zu investieren. Solange die Ausfallwahrscheinlichkeiten tief sind und das Wirtschaftswachstum robust bleibt, wird dies von Investoren weiterhin hingenommen werden, könnte aber retrospektiv durchaus als eine eher sorglose Bepreisung von Ausfallrisiken gewertet werden.

Schwellenländer weiterhin gesucht

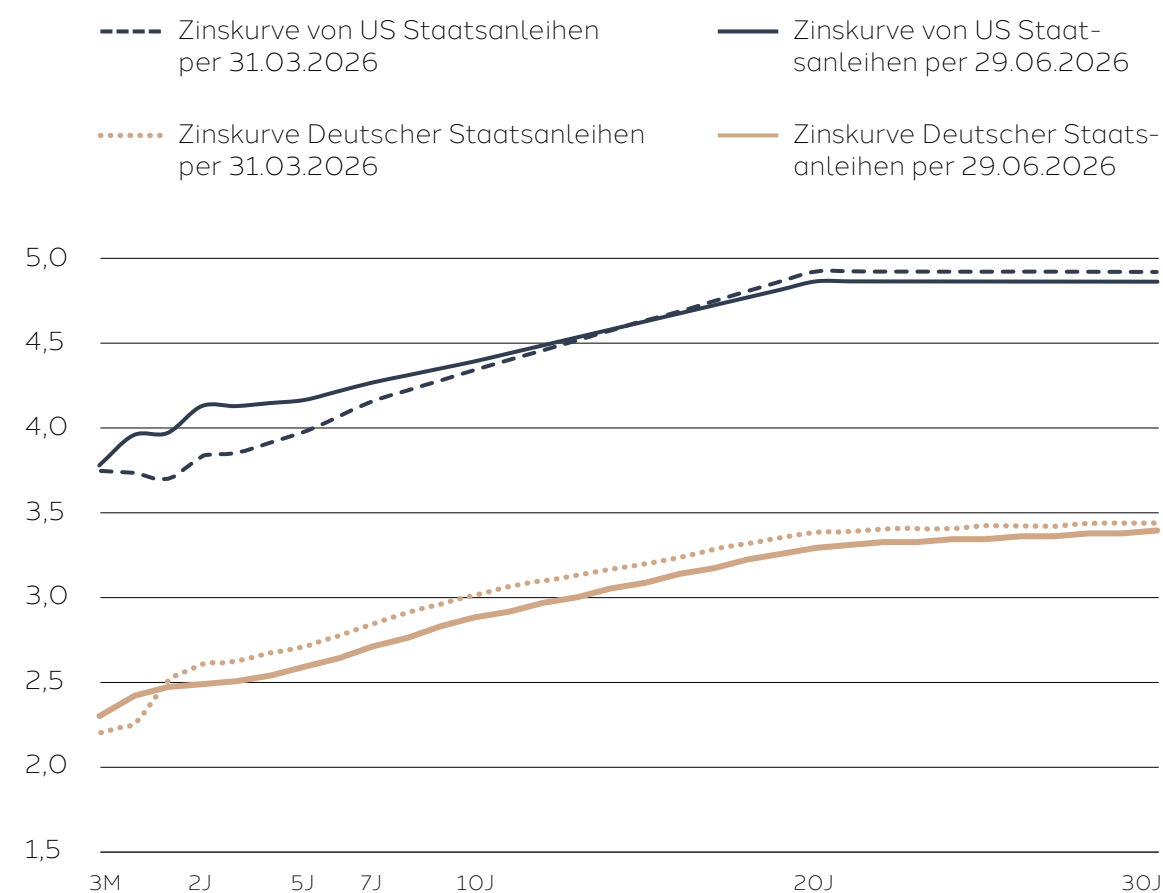
Angesichts des wirtschaftlichen Gewichts der Schwellenländer, die immer mehr Anteile an der globalen Wirtschaftsleistung auf sich vereinen dürften, bestätigte sich damit ein Trend, den viele Investoren schon länger beobachten: Schwellenländer mit guter Bonität gelten zunehmend als eine gangbare Alternative zu den immer stärker verschuldeten westlichen Industrieländern. Trotz der geopolitischen Turbulenzen dominierte in den Schwellenländern vor allem eine Erfolgsgeschichte. Im Zuge der

hohen Nachfrage verengten sich die Risikoaufschläge von Schwellenländeranleihen auch im zweiten Quartal weiter. Während Lokalwährungsanleihen insbesondere von geldpolitischem Spielraum profitierten und attraktiven Zinsniveaus, wurden Hartwährungsanleihen durch engere Kreditspreads unterstützt.

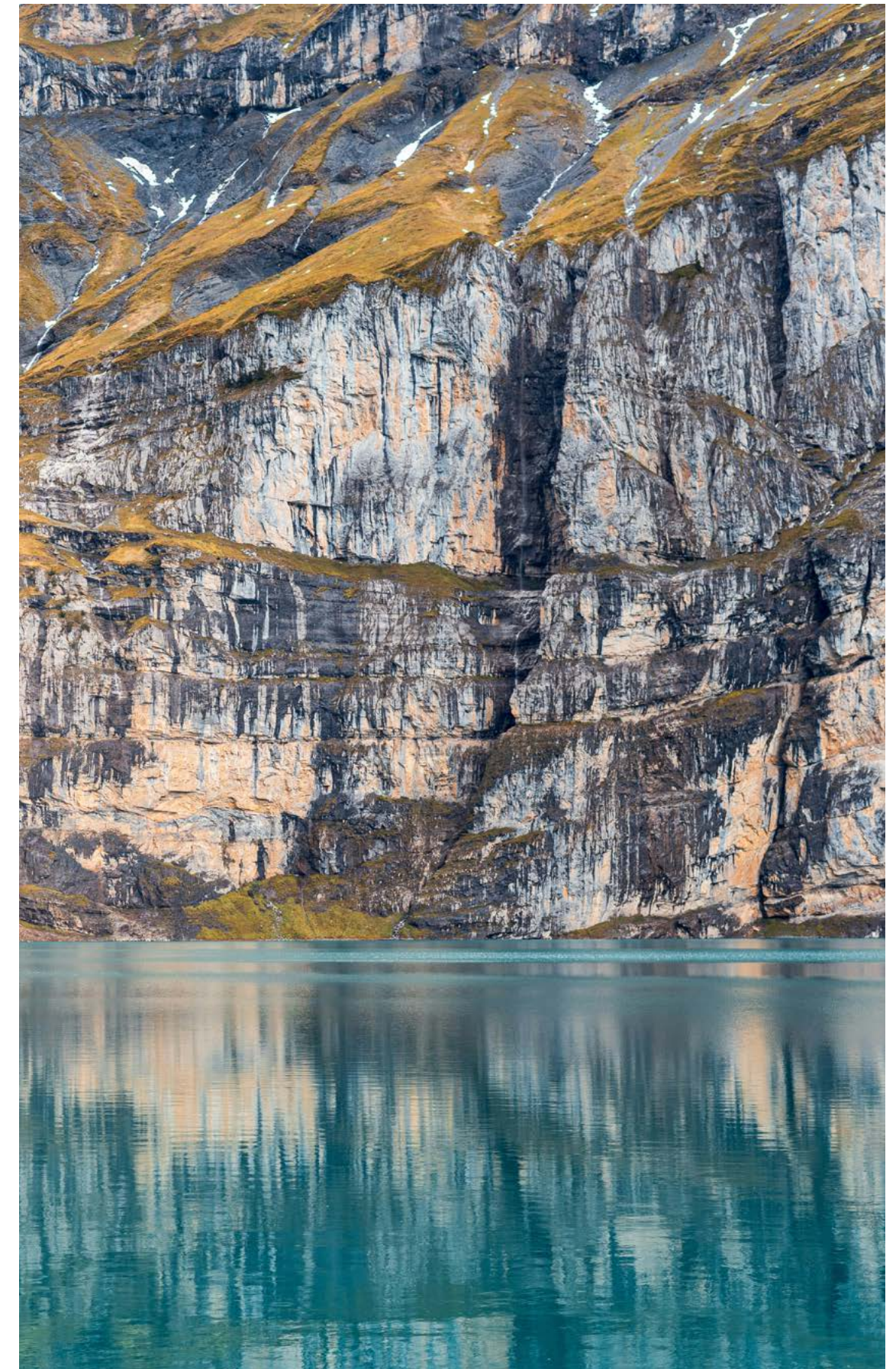
Die Zukunft bleibt ungewiss

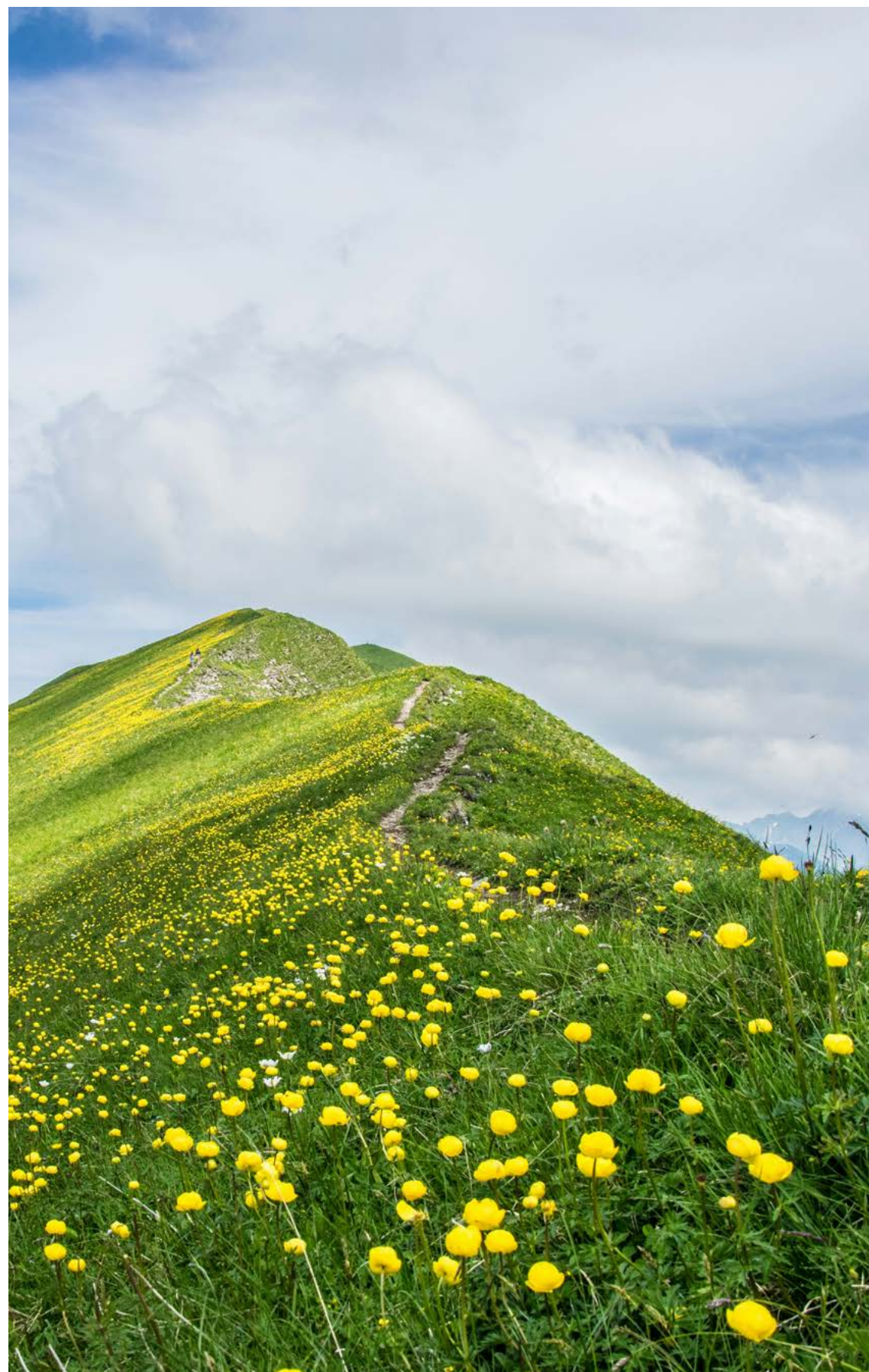
Für die kommenden Monate bleibt die Gemengelage damit denkbar diffizil. Die Fed dürfte angesichts des robusten Arbeitsmarktes und für den Fall, dass die Inflation doch hartnäckiger bleibt als gewünscht, am Ende doch mit einer Zinserhöhung reagieren. Die EZB hingegen

könnte wieder pausieren, um die Konjunktur nicht allzu stark zu belasten. An den Kreditmärkten bleibt die Frage im Raum, wie lange historisch enge Risikoaufschläge noch tragfähig sind, wenn die zugrunde liegende Konjunktur – zumindest in Europa – derart an Substanz verliert. Wie schnell sich die Lage an der Strasse von Hormus tatsächlich entspannt, dürfte am Ende mehr über die Finanzmärkte des dritten Quartals entscheiden als jede einzelne Wirtschaftsstatistik. In unserer Positionierung bevorzugen wir aktuell Anleihen mit guter Bonität und einer kürzeren bis mittleren Laufzeit, um die attraktiven Renditen bis zum Verfall zu vereinnahmen.



Zinsstrukturkurve von US und Deutscher Staatsanleihen
Quelle: Bloomberg, Bergos. Daten per 29.06.2026





ALTERNATIVE INVESTMENTS

**GOLD IM JAHR 2026: EIN ANSPRUCHSVOLLES ERSTES HALBJAHR,
DOCH DIE STRUKTURELLEN TREIBER BLEIBEN BESTEHEN**

VON OLIVER WATOL

Gold startete mit einer eindrucksvollen Rallye ins Jahr 2026. Bereits im Januar überschritt der Goldpreis die Marke von USD 5'500 je Feinunze und die Kursgewinne seit Jahresbeginn lagen zeitweise bei über 20 %. Bis Ende Juni hatte sich das Bild jedoch vollständig gedreht. Sämtliche Gewinne gingen wieder verloren und Gold beendete das erste Halbjahr rund 7 % unter seinem Jahresanfangsniveau.

Zwei Ereignisse belasteten die Entwicklung entscheidend. Zunächst sorgte die Ernennung von Kevin Warsh zum neuen Vorsitzenden der US-Notenbank für neues Vertrauen in die Geldpolitik. Viele Anleger reduzierten daraufhin ihre Absicherungspositionen. Kurz darauf

führte der Konflikt mit dem Iran Ende Februar zu einer unerwarteten Marktreaktion. Statt von den geopolitischen Spannungen zu profitieren, geriet Gold weiter unter Druck. Der starke Anstieg der Ölpreise stärkte den US-Dollar und liess gleichzeitig die Anleiherenditen steigen. Dadurch erhöhten sich die Opportunitätskosten einer unverzinsten Anlage wie Gold.

Der MOVE-Index, ein wichtiges Volatilitätsbarometer für den US-Staatsanleihemarkt, sprang von rund 60 auf über 110 Punkte. Gold unterschritt zudem seine 200-Tage-Linie. Im Vordergrund stand während dieser Zeit die Bereitstellung von Liquidität und nicht die Absicherung gegen Risiken.

Trotz dieser Entwicklung bleiben wir für Gold konstruktiv. Nach einer umfassenden Analyse und intensiven Diskussion im letzten Investment Committee halten wir an unserer Übergewichtung fest. Der kurzfristige Ausblick mag anspruchsvoll sein. Die langfristigen Fundamentaldaten sprechen aus unserer Sicht jedoch unverändert für Gold.

Die strukturellen Treiber bleiben intakt. Zentralbanken kaufen Gold weiterhin in grossem Umfang. Gemäss dem Bericht der Europäischen Zentralbank zur internationalen Rolle des Euro stellte Gold Ende 2025 mit einem Anteil von 27 % gemessen am Marktwert erstmals den grössten offiziellen Reservewert weltweit dar und übertraf damit sowohl US-Staatsanleihen als auch den Euro.

Vor allem Schwellenländer treiben diesen Trend. Seit Mitte der 2010er Jahre haben sie ihre Goldreserven kontinuierlich ausgebaut. Der Anteil von Gold an ihren offiziellen Währungsreserven stieg laut dem World Gold Council von rund 5 % auf 13 %. Damit besteht gegenüber den Industrieländern mit einem Goldanteil von rund 30 % weiterhin erheblicher Aufholbedarf und entsprechendes Potenzial für einen weiteren Ausbau der Goldreserven.

Auch geopolitisch bleibt Gold gut unterstützt. Eine zunehmende Fragmentierung der Weltwirtschaft, anhaltend hohe Staatsdefizite, steigende Verteidigungsausgaben und eine wachsende Staatsverschuldung stärken die Rolle von Gold als langfristiger Wertspeicher.

Kurzfristig könnten die Erwartungen einer strafferen Geldpolitik der Federal Reserve den Goldpreis durchaus weiterhin belasten. Aus unserer Sicht dürften sich die aktuellen Zinserwartungen des Marktes jedoch als zu restriktiv erweisen. Zusammen mit unserer Erwartung eines sich schrittweise abschwächenden US-Dollars sehen wir daher Potenzial für eine Erholung des Goldpreises vom aktuellen Niveau.

Gold erfüllt letztlich weit mehr als eine reine Renditefunktion. Es dient als strategische Versicherung innerhalb eines Portfolios. Auch wenn diese Absicherung in diesem Jahr bislang kaum benötigt wurde, zeigt die Geschichte, dass Phasen erhöhter Unsicherheit regelmässig zurückkehren. Vor diesem Hintergrund bleibt Gold aus unserer Sicht ein wichtiger strategischer Baustein eines breit diversifizierten Vermögensportfolios.

VON EISENBAHNEN ZU RECHENZENTREN: WANDELANLEIHEN ALS TRIEBKRÄFTE DES INFRASTRUKTURWACHSTUMS

In den frühen 1880er Jahren befand sich der kanadisch-amerikanische Eisenbahnmagnat James J. Hill in einer schwierigen Situation. Er hatte eine Vision. Nämlich eine transkontinentale Eisenbahnstrecke. Jedoch war kein Finanzier bereit, ihn bei diesem Vorhaben zu unterstützen. Aktienanleger hielten das Projekt für zu riskant. Die Schuldmärkte forderten Kupons, die er sich nicht leisten konnte. Angesichts dieser Sackgasse fand Hill eine innovative Lösung. Er begab eine Anleihe, die eines Tages zur Aktie werden könnte. Anleger, die zu vorsichtig waren, um Aktien zu kaufen, aber zu neugierig, um ganz abzuspringen, fanden in diesem Hybridinstrument genau den Kompromiss, den sie brauchten. Eine neue Anlageklasse begann sich zu etablieren.

Es gibt eine faszinierende Parallele zwischen den ersten US-amerikanischen Emittenten von Wandelanleihen und dem heutigen Markt. Die Eisenbahngesellschaften des 19. Jahrhunderts waren gewissermassen die KI-Unternehmen ihrer Zeit. Sie benötigten enorme Mengen an Kapital. Gleichzeitig war ihr Wachstumspotenzial aussergewöhnlich gross, der Erfolg jedoch ungewiss. Traditionelle Kreditgeber hielten sich deshalb zurück. Investoren hingegen wollten an den Chancen teilhaben, scheuten aber das volle Risiko. Wandelanleihen boten für beide Seiten die passende Lösung.

Wandelanleihen lösten diese Finanzierungs-herausforderung damals und sie lösen im

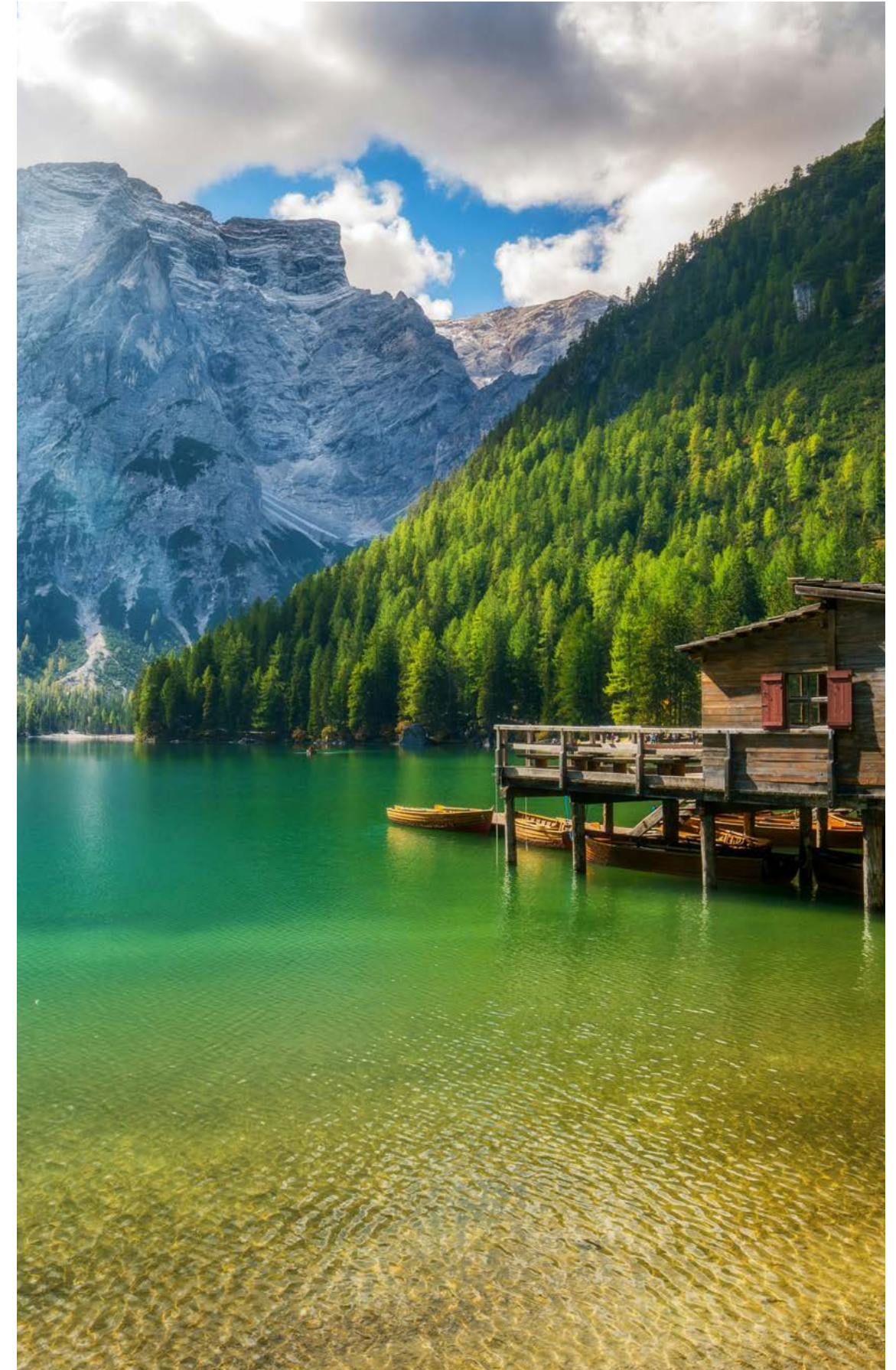
Grunde dieselbe Herausforderung heute für KI-, Cloud-Computing-, Halbleiter- und Technologieunternehmen. Die Finanzierungslogik hat sich in mehr als 140 Jahren bemerkenswert wenig verändert. Die Zahlen sind atemberaubend. Die Emission von US-Wandelanleihen erreichte in den ersten vier Monaten des Jahres 2026 allein über 34 Milliarden US-Dollar, mehr als das Doppelte des gleichen Zeitraums ein Jahr zuvor, wie die Bank of America Global Research berichtet.

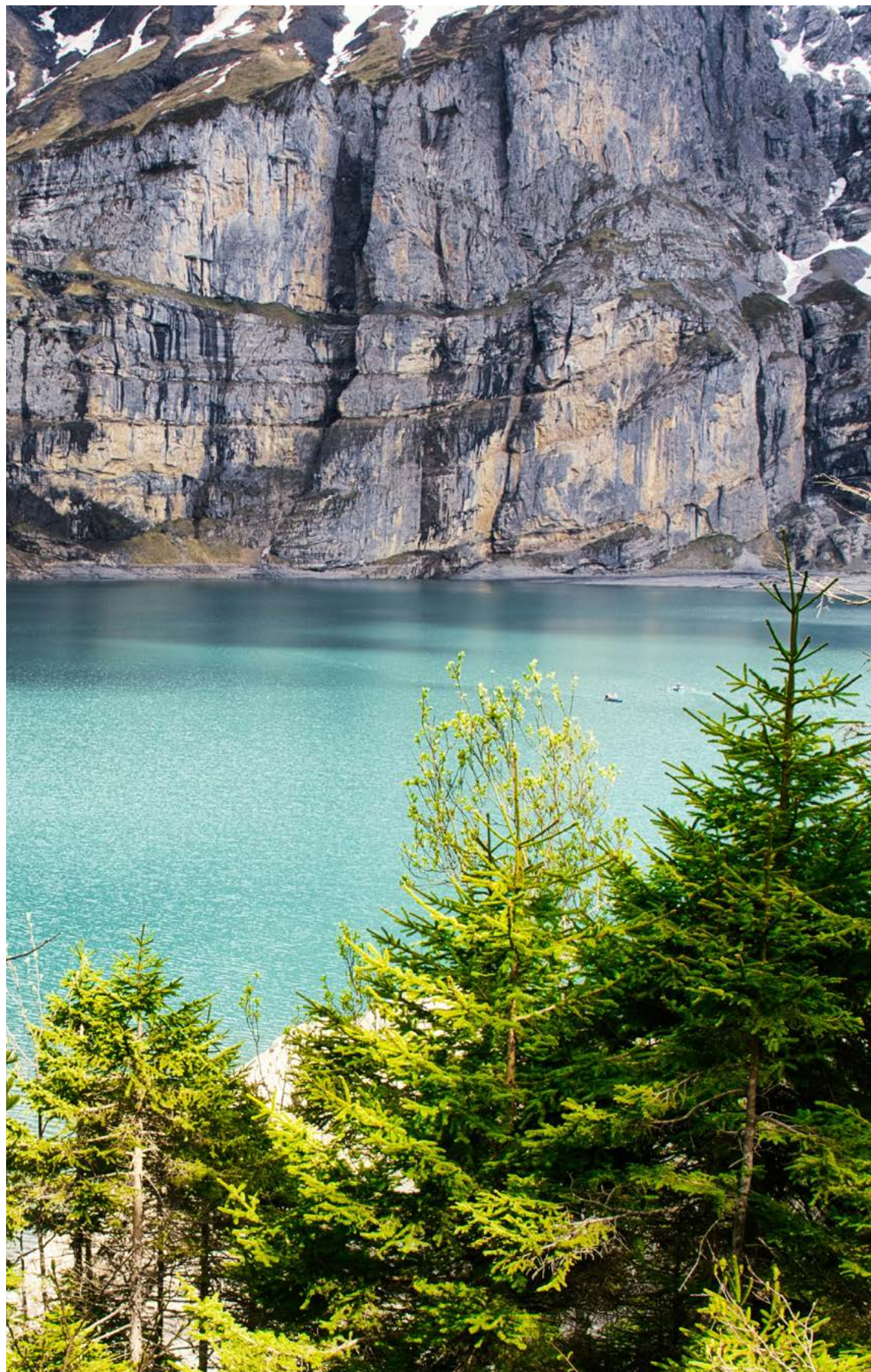
Mehr als die Hälfte aller neuen Emissionen ist in irgendeiner Form mit künstlicher Intelligenz verbunden. Rechenzentren, GPU-Cluster, Strominfrastruktur, Cloud-Kapazität. Das Vokabular hat sich geändert, aber die zugrunde liegende Dynamik nicht. Dies sind kapitalintensive Unternehmen mit glänzender, aber ungewisser Zukunft, volatilen Aktienkursen und Gründern, die eine Verwässerung zu heutigen Bewertungen ungern in Kauf nehmen. Wie schon in der Eisenbahnära bietet die Wandelanleihe einen Ausweg aus dieser Sackgasse.

Die Geschichte mahnt jedoch, bei aller Begeisterung auch die Risiken nicht aus den Augen zu verlieren. Der Eisenbahnboom, der einst eine Welle technologischer Innovation auslöste, führte bereits in den 1870er Jahren teilweise zu erheblichen finanziellen Verwerfungen. Die Technologie war zweifelsfrei wegweisend und die Eisenbahn veränderte Amerika nachhaltig.

Dennoch gerieten zahlreiche Eisenbahngesellschaften in finanzielle Schwierigkeiten, bevor sich dieses Potenzial vollständig entfalten konnte. Einige Anleihen fielen aus und verursachten erhebliche Verluste für Investoren. Heute stellt sich eine ähnliche Frage. Morgan Stanley erwartet, dass die sogenannten Hyper-scaler allein im Jahr 2026 KI-bezogene Schuldtitel im Umfang von über 250 Milliarden US-Dollar begeben werden. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, ob wir derzeit eine disziplinierte Finanzierung langfristiger Investitionen erleben oder ob sich ein zunehmend wettbewerbsgetriebener Schuldenzyklus entwickelt.

Bei Bergos schätzen wir weiterhin die grundlegenden Merkmale, die Wandelanleihen seit jeher auszeichnen. Ihr konvexes Renditeprofil bleibt in einer Welt, die geprägt ist von Innovation, Disruption und Unsicherheit, attraktiv. Deshalb sehen wir Wandelanleihen weiterhin als strategischen Baustein eines diversifizierten Portfolios. Unsere aktuelle Positionierung ist jedoch neutral. Nach einer Phase starker Wertentwicklung ist das globale Wandelanleihenuniversum zunehmend aktienabhängig geworden. Ein Teil der traditionellen Asymmetrie ist dadurch weniger ausgeprägt als in früheren Zyklen. Gleichzeitig konzentriert sich ein bedeutsamer Teil der neuen Emissionen auf KI-bezogene Sektoren und Infrastruktur, wo die langfristigen Chancen unbestreitbar sind, gleichzeitig aber auch die Bewertungen in Teilen des Marktes zunehmend ehrgeizig wirken. Die strukturelle Investmentthese bleibt intakt, spricht aus unserer Sicht derzeit aber für eine neutrale statt einer übergewichteten Positionierung.





W Ä H R U N G E N

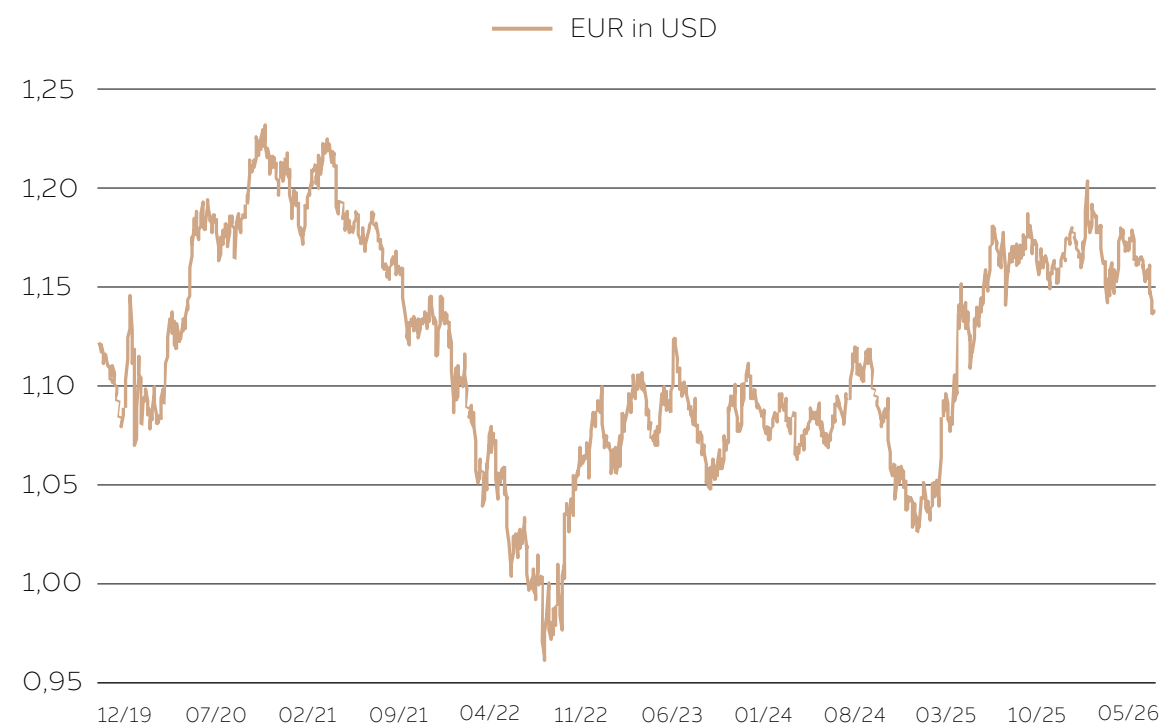
GELDPOLITISCHE KEHRTWENDE STÜTZTE DEN US-DOLLAR IM
ZWEITEN QUARTAL

VON STEFFEN KILLMAIER

Die Devisenmärkte wurden im zweiten Quartal vor allem von den geopolitischen Spannungen und den veränderten Zinserwartungen beeinflusst. Der Konflikt im Nahen Osten führte zu einem deutlichen Anstieg der Energiepreise und verstärkte weltweit die Inflationssorgen. In der Folge passten die Marktteilnehmer ihre Erwartungen an den weiteren geldpolitischen Kurs an. Während zu Jahresbeginn in vielen Ländern noch Zinssenkungen erwartet worden waren, wurden in den vergangenen Monaten zunehmend Zinserhöhungen eingepreist. Zu den Hauptprofiteuren dieses Umfelds zählte der US-Dollar. Auch der Schweizer Franken blieb als sicherer Hafen weiterhin gefragt.

Dollarstärke dürfte sich als nicht nachhaltig erweisen

Nach längeren Verhandlungen konnte Ende des zweiten Quartals ein Friedensabkommen zwischen den USA und dem Iran unterzeichnet werden. Während der US-Dollar zu Beginn des Konflikts noch von der Rolle der USA als Nettoenergieexporteur profitieren konnte und entsprechend aufwertete, blieb eine Gegenbewegung nach der Einigung und den zuletzt deutlich gesunkenen Energiepreisen aus. Ein Grund hierfür dürfte sein, dass trotz des Friedensabkommens weiterhin Unsicherheit über die langfristige Stabilität der Vereinbarung besteht. Nicht alle zentralen Streitpunkte



Entwicklung des EUR/USD-Wechselkurses

Quelle: Bloomberg, Bergos. Daten per 26.06.2026

konnten bislang geklärt werden, weshalb ein geopolitischer Risikoaufschlag bestehen bleibt. Der entscheidende Treiber der anhaltenden Dollarstärke ist jedoch die Rückkehr der Geldpolitik in den Fokus der Devisenmärkte.

Die USA kommen wegen der expansiven Finanzpolitik, dem florierenden Technologiesektor und der hohen Unabhängigkeit im Energiebereich bisher sehr solide durch die Krise. Die Konjunktur und der Arbeitsmarkt zeigen sich weiterhin robust. Die Inflation ist in den USA jedoch deutlich zu hoch. Die Kombination aus einer widerstandsfähigen Wirtschaft und anhaltendem Inflationsdruck hat die Erwartungen an den künftigen geldpolitischen Kurs der US-Notenbank Fed deutlich verändert. Zinssenkungserwartungen wurden zunehmend ausgepreist, während Zinserhöhungen Schritt für Schritt eingepreist wurden. Dadurch hat sich die Zinsdifferenz weiter zugunsten des US-Dollars verschoben. Nochmals verstärkt wurde diese Entwicklung durch die jüngste Fed-Sitzung unter der Leitung des neuen Vorsitzenden Kevin Warsh. Seine überraschend

restriktiven Aussagen wurden von den Märkten als Signal interpretiert, dass die Notenbank der Inflationbekämpfung zunächst hohe Priorität einräumt. Dies verlieh dem US-Dollar zusätzlichen Rückenwind.

Kurzfristig besteht das Risiko, dass die Geldpolitik das Marktgeschehen weiter dominiert und den US-Dollar stützt. Aus unserer Sicht sind die Erwartungen an eine restriktive US-Geldpolitik mittlerweile jedoch in den Wechselkursen eingepreist und die jüngste deutliche Aufwertung des US-Dollars erscheint überzogen. Längerfristig dürfte dann Donald Trumps unberechenbare Politik sowie die Sorgen über die steigende US-Staatsverschuldung wieder stärker in den Vordergrund rücken. Themen, die zu einem weiteren Vertrauensverlust in den US-Dollar führen dürften. Vor diesem Hintergrund halten wir an unserer Prognose fest, dass der US-Dollar gegenüber dem Euro zur Schwäche neigt. Entsprechend sind wir für das Währungspaar EUR/USD auf 3-Monats- und 12-Monats-Sicht positiv, sehen aber gerade kurzfristig auch gewisse Risiken.

Inflation in der Schweiz

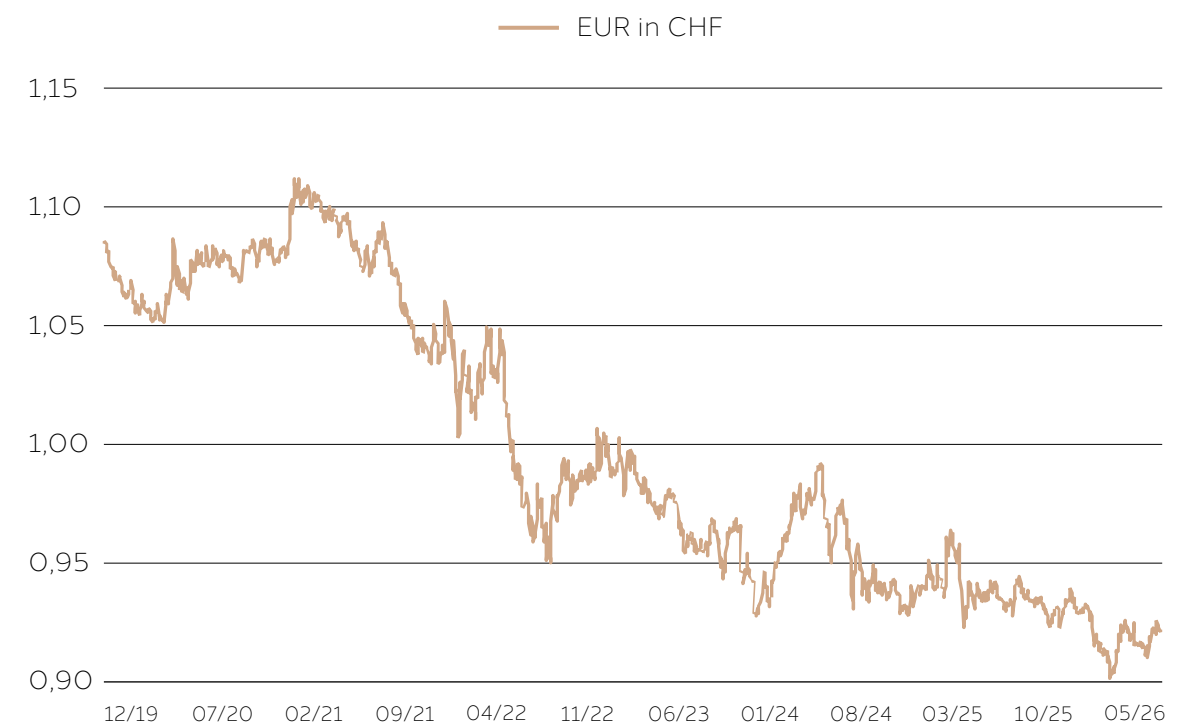
weiterhin im Zielbereich der SNB

Nachdem der Schweizer Franken über weite Teile des zweiten Quartals von den globalen Unsicherheiten profitieren konnte, hat die Nachfrage mit der jüngsten Entspannung im Nahen Osten etwas nachgelassen. Selbst wenn sich der Frieden zwischen den USA und dem Iran als nachhaltig erweisen sollte, bleibt das globale Umfeld jedoch von zahlreichen Unsicherheiten geprägt. Vor diesem Hintergrund dürfte der Schweizer Franken seine Attraktivität als sicherer Hafen behalten und auch zukünftig in Phasen erhöhter Risikoaversion gefragt sein.

Mit Blick auf die Preisstabilität besteht für die Schweizerische Nationalbank (SNB) derzeit kein Handlungsbedarf. Die Inflationsrate lag im Mai bei lediglich 0,6 % und damit nicht nur deutlich unter den Werten vieler anderer Volkswirtschaften, sondern auch komfortabel im Zielbereich der SNB. Entsprechend belass sie den Leitzins im Juni unverändert.

Die aktuelle Inflationsentwicklung verschafft der SNB Spielraum, ihre Geldpolitik beizubehalten und ihre Aufmerksamkeit weiterhin vor allem auf die Entwicklung des Schweizer Frankens zu richten. Denn der starke Franken stellt nach wie vor eine Herausforderung für die exportorientierte Schweizer Wirtschaft dar, da dieser die Exportpreise steigen lässt und so die Wettbewerbsfähigkeit senkt. Vor diesem Hintergrund hat die Nationalbank ihre Interventionsbereitschaft am Devisenmarkt erneut betont, sollte der Schweizer Franken erneut übermässig aufwerten.

Angesichts der weiterhin bestehenden (geo)politischen Unsicherheiten gehen wir nicht von einer nachhaltigen Schwäche des Schweizer Frankens aus. Der Schweizer Franken gilt unter den G10-Währungen als eine der klar defensivsten Währungen. Die politische Stabilität, die robuste Wirtschaft und die geringe Staatsverschuldung der Schweiz dürften den Franken als sicheren Hafen auch in den kommenden Monaten stützen. Gleichzeitig dürfte das



Entwicklung des EUR/CHF-Wechselkurses

Quelle: Bloomberg, Bergos. Daten per 26.06.2026

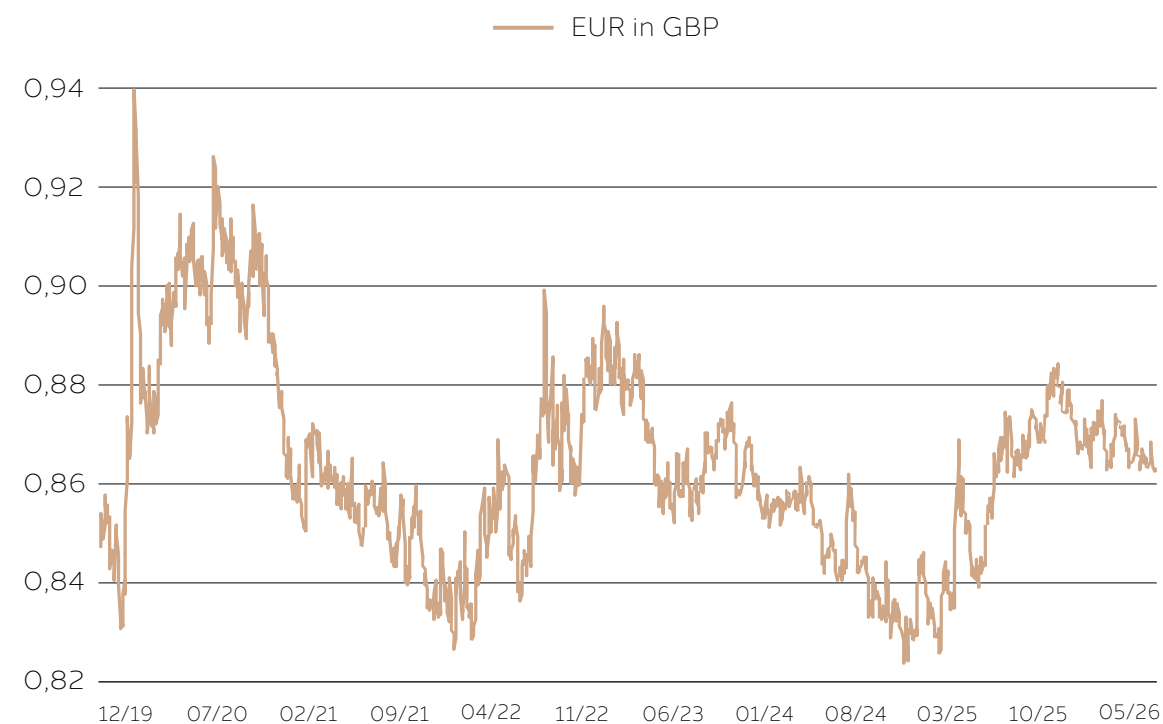
Aufwertungspotenzial aufgrund der erhöhten Interventionsbereitschaft der SNB jedoch begrenzt sein. Vor diesem Hintergrund sind wir für das Währungspaar EUR/CHF sowohl auf Sicht von drei als auch von zwölf Monaten neutral positioniert.

Britisches Pfund zeigt sich wenig beeindruckt von den politischen Turbulenzen

Die anhaltend hohen Energiepreise in den vergangenen Monaten haben die Wirtschaftslandschaft des Vereinigten Königreichs erheblich verändert und das schwierige Gleichgewicht zwischen Wirtschaftswachstum und Inflation zusätzlich erschwert. Grossbritannien kämpfte bereits ohne den Energiepreissprung mit einer hartnäckigen Inflation. Gleichzeitig bleibt das Wirtschaftswachstum strukturell schwach und der Arbeitsmarkt zeigt Anzeichen einer Abschwächung. Immerhin blieb der erwartete weitere Anstieg der Inflation zuletzt aus. Die Teuerungsrate verharrte im Mai bei 2,8 %. Diese positive Überraschung sowie der nach dem Friedensabkommen gesunkene Ölpreis ermöglichten es der Bank of England (BoE), den Leitzins im Juni unverändert zu belassen.

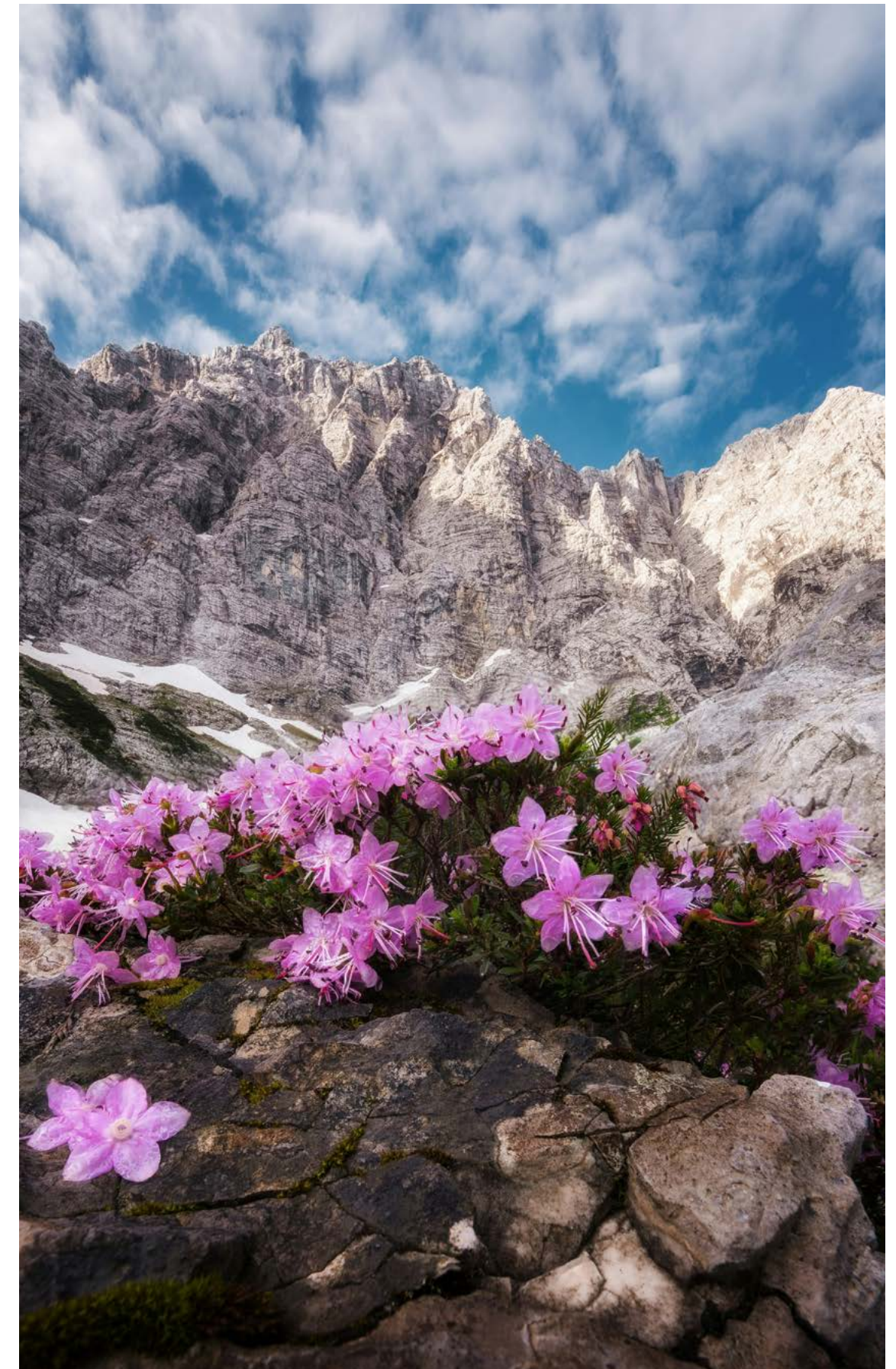
Der weitere geldpolitische Kurs der BoE ist jedoch sehr ungewiss.

Auch hatte Grossbritannien in den vergangenen Monaten mit politischen Turbulenzen zu kämpfen. Im Mai fanden Kommunalwahlen in Grossbritannien statt, die als wichtiger Stresstest für die Führung von Premierminister Keir Starmer galten. Mit den grossen Verlusten für die Labour-Partei bei den Wahlen stand der Premierminister zunehmend unter Druck und kündigte kurz danach seinen Rücktritt an. Die politischen Turbulenzen belasteten das britische Pfund kurzzeitig, rückten jedoch rasch wieder in den Hintergrund. Die verhaltene Reaktion der Finanzmärkte überrascht kaum. Der Nachfolger von Keir Starmer wird bereits der siebte Premierminister seit dem Brexit vor zehn Jahren sein. Dennoch dürfte aufgrund der anhaltenden Unsicherheit ein gewisser politischer und fiskalischer Risikoaufschlag bei der Bewertung britischer Vermögenswerte bestehen bleiben. In diesem Umfeld sind wir für das Währungspaar EUR/GBP auf 3-Monat- und 12-Monats-Sicht neutral positioniert und erwarten eine weitgehend seitwärtsgerichtete Entwicklung.



Entwicklung des EUR/GBP-Wechselkurses

Quelle: Bloomberg, Bergos. Daten per 26.06.2026



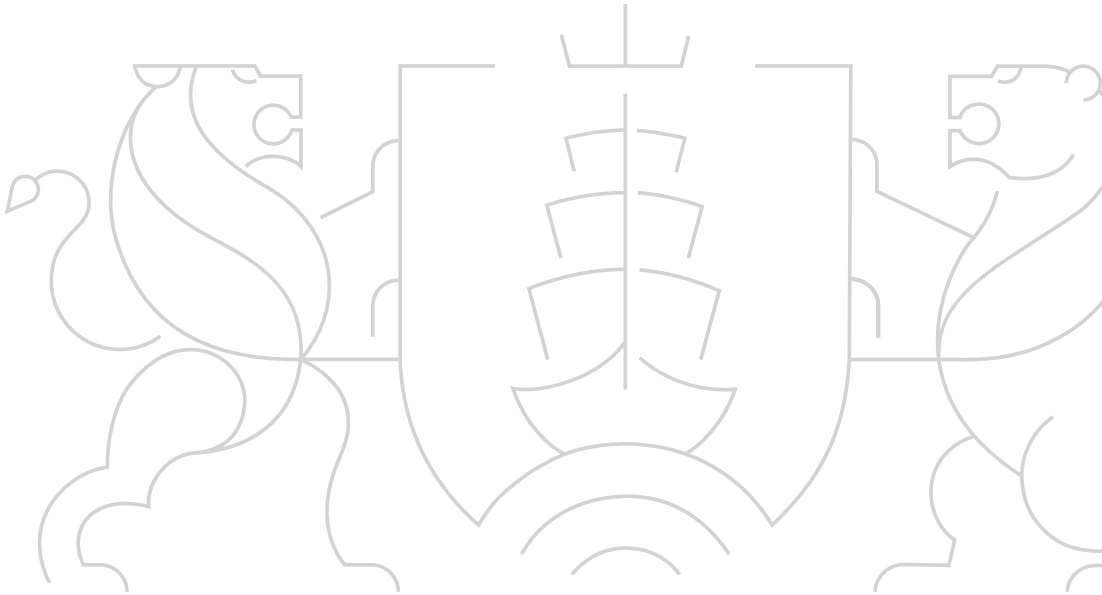
BERGOS

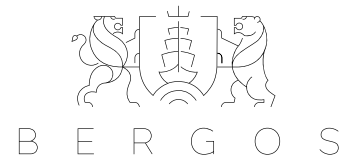
HAUSMEINUNG

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	○	○	●	○	○



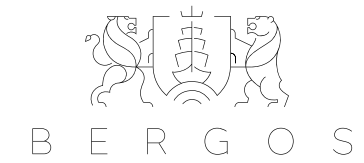
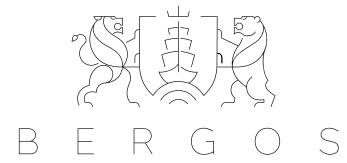


Diese Publikation dient ausschliesslich zu Informations- und Marketingzwecken. Die bereitgestellten Informationen sind nicht rechtsverbindlich und stellen weder Finanzanalysen noch einen Verkaufsprospekt, ein Angebot für Investmenttransaktionen, eine Vermögensverwaltung oder eine Anlageberatung dar und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

