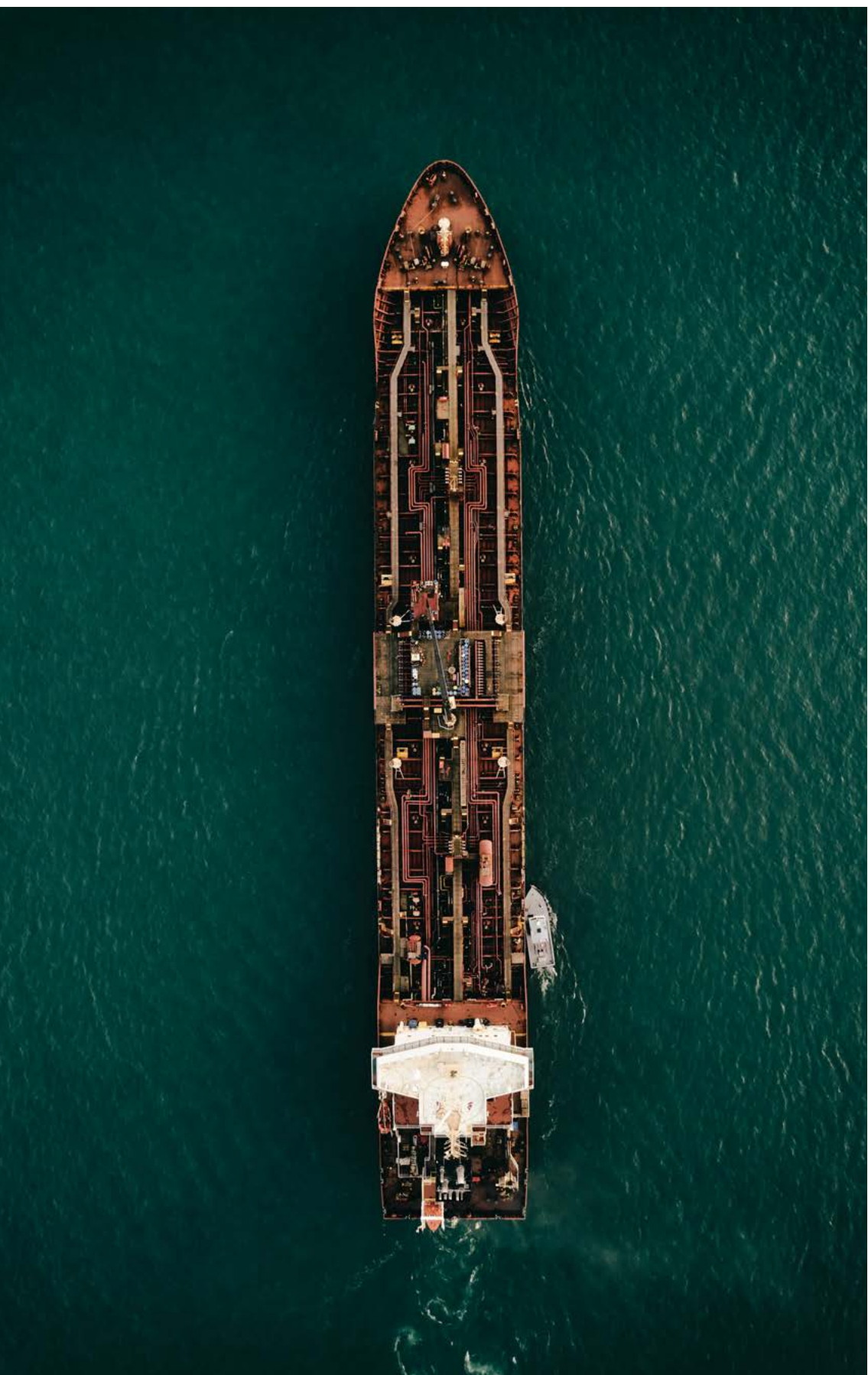
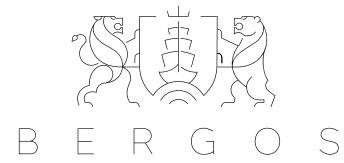


Reflexionen

Q4 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, OKTOBER 2026
ALLE RECHTE VORBEHALTEN
REDAKTIONSSCHLUSS 30.09.2026

INHALT

10 **VORWORT**
MAXIMILIAN HEFELE

14 **KOMPASS**
TILL C. BUDELMANN

17 **VOLKSWIRTSCHAFT**
DR. JÖRN QUITZAU

23 **AKTIEN**
FREDERIK CARSTENSEN

29 **ANLEIHEN**
CHRISTOPH JUNG

35 **ALTERNATIVE INVESTMENTS**
OLIVER WATOL

41 **WÄHRUNGEN**
STEFFEN KILLMAIER

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.

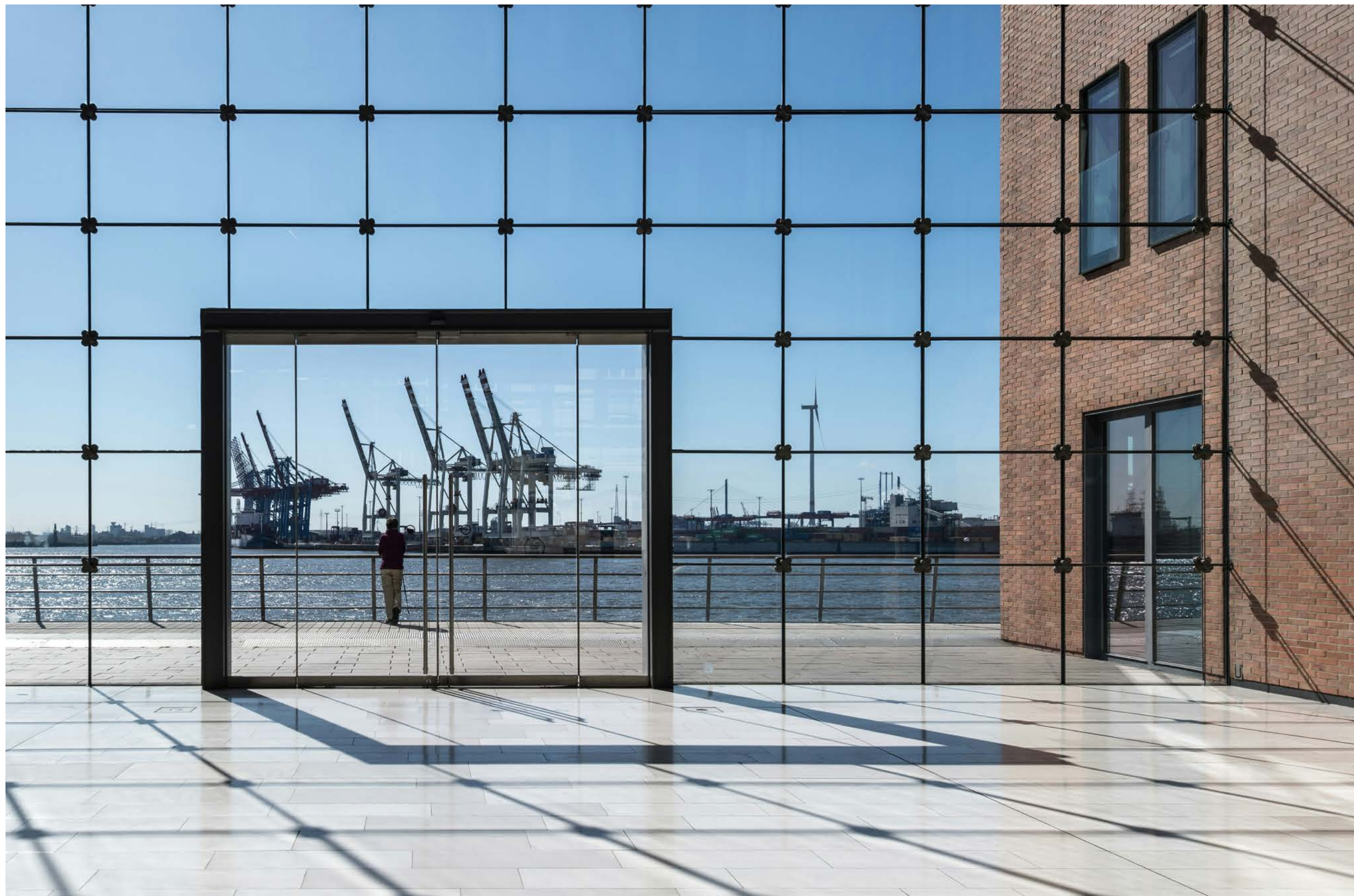


STEFFEN KILLMAIER

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 HERBSTAUSGABE

Liebe Leserinnen und Leser,

Die globalen Aktienmärkte zeigen sich trotz des anspruchsvolleren Umfelds weiterhin robust. Eine entscheidende Säule bleibt dabei das Gewinnwachstum. Besonders in den USA ist dieses im Vergleich zu den übrigen entwickelten Märkten beeindruckend. Für 2026 ist ein grosser Teil der Gewinnentwicklung bereits absehbar, entsprechend richtet sich der Blick zunehmend auf 2027. Auch hier sind die aktuellen Gewinnprognosen für die USA ausgesprochen positiv.

Unter der Oberfläche zeigen sich dennoch erste Veränderungen, die es zu beobachten gilt. Die Marktbreite hat abgenommen und die Entwicklung der wichtigsten Indizes wird

zunehmend von wenigen grosskapitalisierten Unternehmen getragen. Die Leitindizes wirken dadurch stabiler, als es ein genauerer Blick in ihre Zusammensetzung vermuten lässt.

An der Zinsfront bleibt das Umfeld anspruchsvoll. Der Anstieg der Renditen belastet insbesondere Obligationen mit längeren Laufzeiten, während auch Gold zuletzt weiter unter Druck geraten ist. Wir erwarten aktuell drei weitere Zinsschritte der US-Notenbank und damit etwas weniger Straffung, als derzeit an den volatilen Terminmärkten eingepreist ist. Gleichzeitig ist zu berücksichtigen, dass das aktuelle Zinsniveau bereits erhöht ist. Zusätzliche Zinsschritte könnten deshalb eine stärkere

Wirkung auf die Wirtschaft entfalten, als dies in einem Umfeld nahe der Nullzinsgrenze der Fall wäre.

Unsere Markteinschätzung bleibt vor diesem Hintergrund konstruktiv, aber differenziert. Der Ansatz der Diversifikation gewinnt für uns dabei nochmals an Bedeutung. Regional bleiben wir unserem Übergewicht in US-Aktien treu. Gleichzeitig verbreitern wir das Engagement bewusst um US Small und Mid Caps sowie Value-Aktien, um die starke Konzentration auf wenige grosse Technologieunternehmen zu reduzieren. Ein ähnlicher Ansatz gilt für die Schwellenländer, wo die Konzentration der breiten Marktindizes teilweise noch ausgeprägter ist. Die hohe Gewichtung südkoreanischer und taiwane-

sischer Technologiegiganten wird deshalb gezielt durch eine Beimischung brasilianischer Aktien diversifiziert.

Auch bei Gold bleiben wir trotz des aktuell ungünstigen Zinsumfelds konstruktiv. Die strukturelle Nachfrage aus den Schwellenländern, insbesondere aus China, bleibt hoch. Vor diesem Hintergrund fällt der jüngste Rückgang gemessen am erheblichen Gegenwind von der Zinsseite bislang vergleichsweise moderat aus.

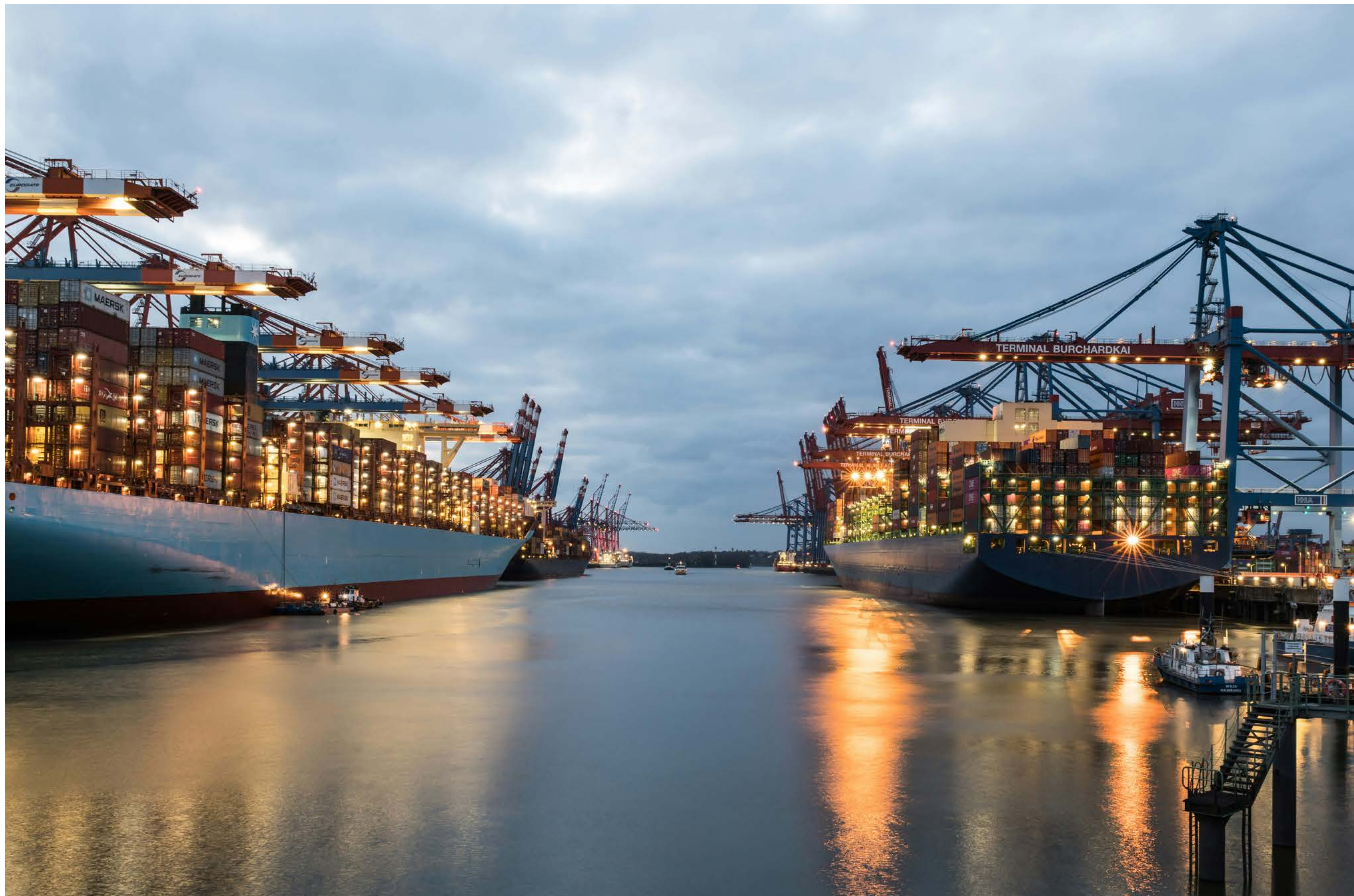
Ich wünsche Ihnen viel Freude beim Lesen!

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

Die Belastungen und Risiken für die Weltkonjunktur bleiben erheblich. Dennoch zeigt sich die Weltkonjunktur erstaunlich stabil. Der KI-Boom stützt die Konjunktur. Die globale Wirtschaftsleistung dürfte 2026 um rund 3,0 % wachsen, was nur moderat weniger ist als in den Vorjahren. Allerdings fallen die Folgen des Energiepreisschocks zwischen Ländern und Regionen sehr unterschiedlich aus. Die US-Wirtschaft hat sich bisher sehr widerstandsfähig gezeigt. Die Wahrscheinlichkeit für eine Rezession in den USA ist gering. Dagegen mussten viele Länder im Mittleren Osten und in Asien deutliche Rückschläge hinnehmen. Neben einem anhaltend hohen Ölpreisniveau und der daraus resultierenden Gefahr von Inflation respektive strafferer Geldpolitik stellen auch die amerikanische Handelspolitik und die deutlich gestiegenen Zinsen auf Staatsanleihen substanzielle Risiken dar.

Die EZB hat auf die gestiegenen Inflationsrisiken mit zwei Zinserhöhungen von jeweils 25 Basispunkten im Juni und September reagiert. Mindestens eine weitere Zinserhöhung ist bis Jahresende wahrscheinlich. Die US-Notenbank Federal Reserve hat länger mit der geldpolitischen Straffung gewartet und den Leitzins erst im September um 25 Basispunkte erhöht. Auch in den USA erwarten wir angesichts der zu hohen Inflation eine weitere Zinserhöhung bis Jahresende. Die Bank of England hat bisher auf Zeit gespielt und den Leitzins konstant gehalten. Sie gerät nun angesichts erneut anziehender Inflation unter Druck, die Geldpolitik im November zu straffen. Für die Schweizerische Nationalbank (SNB) ist die Lage vergleichsweise einfach, weil die Inflationsrate in der Schweiz mit 0,8 % komfortabel im Zielband von 0–2 % liegt. Insgesamt bleibt die Lage für die Zentralbanken mit Blick auf die Unsicherheiten über den Ölpreis schwierig.

Die ungeklärte Lage im Mittleren Osten und die Situation an der Strasse von Hormus bleiben ein erheblicher Risikofaktor. Die geopolitische Lage bleibt auch aufgrund des andauernden Krieges zwischen Russland und der Ukraine angespannt. Gezielte russische Provokationen gegenüber NATO-Ländern bergen das Risiko einer weiteren Eskalation. Im Hintergrund lauern weitere latente Risiken (u. a. China/Taiwan). Der Einsatz der Handelspolitik als geoökonomische Waffe bleibt ein Belastungsfaktor. Allerdings hält sich der Welthandel auch aufgrund neuer Handelsallianzen bisher recht gut und leistet damit einen positiven Beitrag zur Stabilisierung der Weltkonjunktur. Bei den US-Zwischenwahlen am 3. November werden die US-Demokraten mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit zumindest die Mehrheit im Repräsentantenhaus gewinnen. Die Demokraten könnten auch die Mehrheit im Senat gewinnen, was die Handlungsfähigkeit von Präsident Trump deutlich einschränken würde.

BIP-SCHÄTZUNGEN

INFLATIONSSCHÄTZUNGEN (CPI)

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 :	+ 1,0 %
	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 :	+ 1,2 %
	2 0 2 7 :	+ 1,0 %
S C H W E I Z	2 0 2 5 :	+ 1,2 %
	2 0 2 6 :	+ 1,5 %
	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 :	+ 1,2 %
	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 :	+ 0,8 %
	2 0 2 7 :	+ 0,7 %

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 :	2,5 %



VOLKS - WIRTSCHAFT

ROBUSTE KONJUNKTUR IN RISIKOREICHEM UMFELD

VON DR. JÖRN QUITZAU

Zu Beginn des dritten Quartals keimte die Hoffnung, das Friedensabkommen zwischen den USA und dem Iran würde die politische Lage und das wirtschaftliche Umfeld entspannen. Drei Monate später ist die Lage im Mittleren Osten weiter ungeklärt. Der Ölpreis (Sorte Brent) ist nach einem zwischenzeitlichen Rückgang auf 70 US-Dollar je Barrel wieder auf rund 100 US-Dollar gestiegen. Damit bleibt der Inflationsdruck vorerst hoch. Insgesamt sind die volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen mit Blick auf die (geo-)politischen Spannungen weiter sehr herausfordernd.

Widerstandsfähige Weltkonjunktur

Trotz der vielen Belastungen und Unsicherheiten präsentiert sich die Konjunktur in vielen

grossen Volkswirtschaften noch immer erstaunlich robust. Zuletzt gab es sogar mehrere positive Überraschungen, sodass die Konjunkturprognosen für 2026 tendenziell sogar aufwärts revidiert wurden. Die US-Wirtschaft dürfte im laufenden Jahr um gut 2 % wachsen. Das ist ungefähr auf Höhe des langfristigen Wachstumspotenzials. Trotz der disruptiven und in Teilen schädlichen Wirtschaftspolitik der Trump-Regierung wächst das Bruttoinlandsprodukt (BIP) also solide weiter.

Im Vereinigten Königreich präsentiert sich die Wirtschaft in diesem Jahr bisher stärker als erwartet, sodass das BIP 2026 um mehr als ein Prozent zulegen dürfte. In der Eurozone sticht insbesondere Deutschland heraus. Nach Jahren

der Stagnation stieg die Wirtschaftsleistung in den ersten beiden Quartalen um 0,8 beziehungsweise 1,0 % gegenüber dem jeweiligen Vorjahresquartal. Dank der staatlichen Ausgabenprogramme und starker Exporte (Q2: +5,0 % ggü. Vorjahr) hellt sich die Stimmung in der deutschen Wirtschaft aktuell wieder auf. Die längerfristigen Wachstumsaussichten bleiben jedoch trüb. Die Schweiz verzeichnete vor allem dank der chemisch-pharmazeutischen Industrie ein sehr starkes zweites Quartal. Mit +1,5 % (ggü. Vorquartal) war es das stärkste BIP-Wachstum seit dem dritten Quartal 2021.

Die Weltkonjunktur kühlt sich im Vergleich zu den Vorjahren nur moderat ab. 2026 dürfte das globale Wachstum bei 3,0 % liegen – das wären lediglich rund 0,3 Prozentpunkte weniger als in den Vorjahren. Dass sich die Weltkonjunktur trotz der angespannten Lage so gut hält, liegt an der weltweit expansiven Finanzpolitik, an den Investitionen in die KI-Infrastruktur und an einem überraschend robusten Welthandel.

Geldpolitik:

Zentralbanken müssen gegensteuern

Die anhaltend hohen Energiepreise treiben die Inflationsraten weltweit. Damit sind die Zentralbanken unter Druck, geldpolitisch gegenzusteuern. Am komfortabelsten ist die Situation für die Schweizerische Nationalbank (SNB). Zwar ist die Inflationsrate von 0,1 % im Februar auf 1,0 % im September gestiegen, aber damit liegt die Inflationsrate genau in der Mitte des von der SNB angestrebten Zielkorridors von 0 bis 2 %. Vorerst besteht somit kein Handlungsbedarf für die Schweizer Währungshüter.

In den anderen westlichen Währungsräumen ist der Inflationsdruck deutlich höher. Die US-Notenbank ist mit einer Inflationsrate von 3,4 % konfrontiert, die EZB mit 3,3 % und die Bank of England mit 3,1 %. Die EZB hat bereits mit zwei Zinserhöhungen von je 25 Basispunk-

ten reagiert, die US-Zentralbank mit einer Zinserhöhung, während die Bank of England bisher auf Zeit spielt und den Leitzins noch nicht verändert hat. Wir halten es derzeit für wahrscheinlich, dass alle drei Zentralbanken die Leitzinsen bis Jahresende noch einmal um 25 Basispunkte anheben werden.

Das weitere Vorgehen der Zentralbanken hängt nach wie vor sehr stark von der Entwicklung der Energiepreise ab. Vorerst dürfte der Inflationsdruck erhalten bleiben. Beim Blick auf das nächste Jahr ist allerdings zu berücksichtigen, dass erstens die meisten Prognostiker von allmählich sinkenden Energiepreisen ausgehen und zweitens ab März die sogenannten Basiseffekte zum Tragen kommen. Das bedeutet: Ab März werden bei der Inflationsmessung die dann geltenden Energiepreise mit den Energiepreisen des Vorjahres verglichen, die aufgrund des Kriegsausbruchs bereits deutlich erhöht waren. Dadurch werden die für die Notenbanken relevanten Jahresveränderungsraten tendenziell zurückgehen, auch wenn das Preisniveau insgesamt erhöht bleibt.

Wir teilen deshalb die Einschätzung mancher Beobachter nicht, die US-Zentralbank werde nach ihrer ersten Zinserhöhung im September in den nächsten Monaten nun auf fast jeder Sitzung eine weitere Zinserhöhung folgen lassen. Niedrigere Energiekosten, die erwähnten Basiseffekte und der mögliche Wunsch der US-Zentralbank, einen Konflikt mit Donald Trump wegen einer zu restriktiven Geldpolitik zu vermeiden, sprechen gegen einen zu starken Straffungskurs.

Staatsschulden und das Frankreich-Risiko

Neben den geopolitischen Spannungen werden die hohen Staatsschulden zu einem konkreten Risiko. Der Anstieg der Kapitalmarktzinsen stellt nach vielen Jahren unnatürlich niedriger Zinsen eine erhebliche Belastung für die Staatshaushalte dar. Seit Anfang 2021 sind die

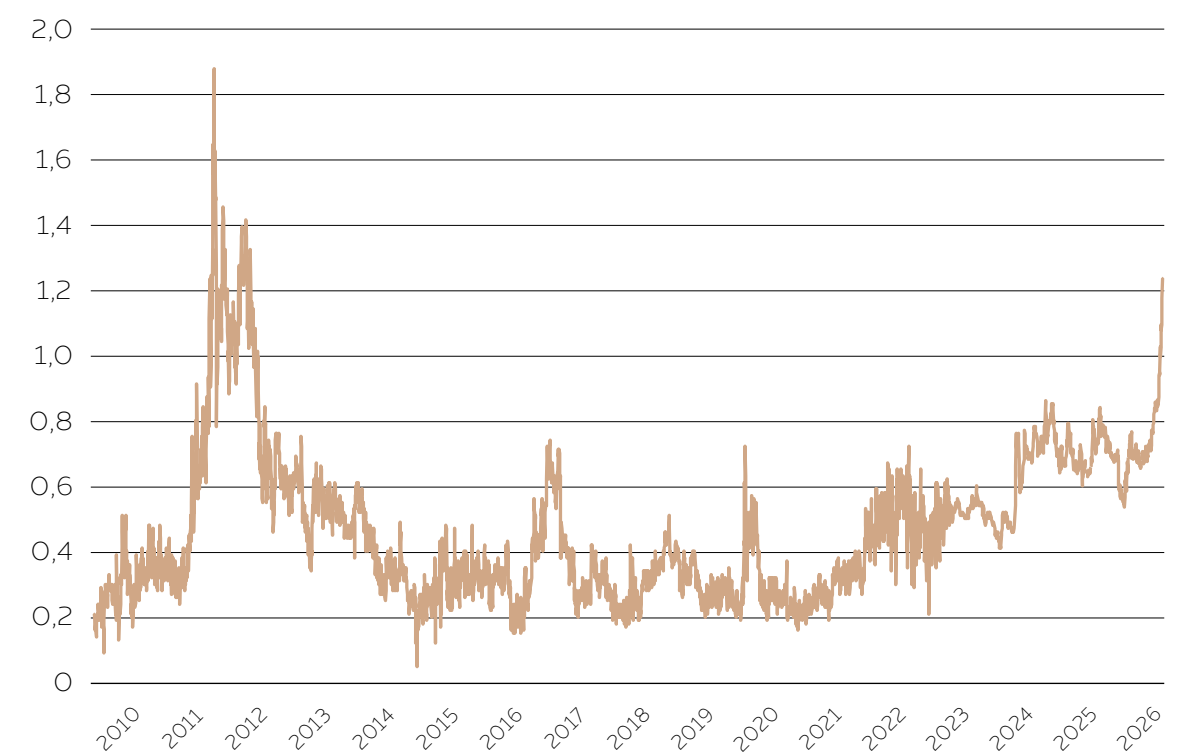
Renditen von Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit in den USA von rund einem Prozent auf aktuell über 5 % gestiegen. In Deutschland stiegen die Renditen im gleichen Zeitraum von -0,5 auf rund 3,5 % und in Frankreich von -0,3 auf 4,8 %.

Die Zinsdifferenz zwischen Frankreich und Deutschland hat sich somit deutlich ausgeweitet, auf aktuell auf aktuell 1,25 Prozentpunkte (s. Abbildung). Kapitalgeber zweifeln angesichts chronisch hoher Haushaltsdefizite und der politischen Handlungsunfähigkeit offenbar zunehmend die Tragfähigkeit der französischen Staatsschulden an und verlangen deshalb höhere Risikoprämien.

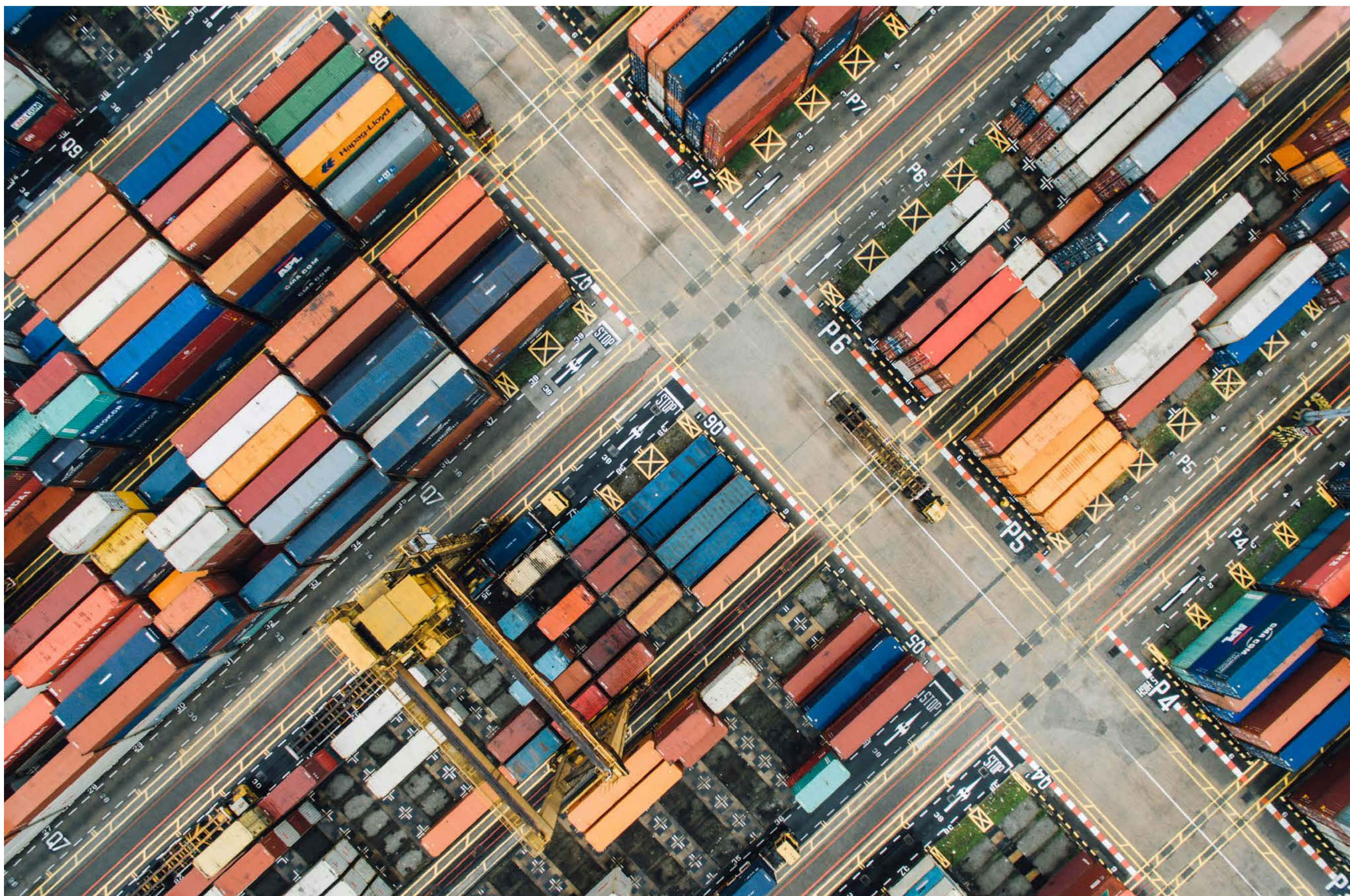
Für die Eurozone könnte das zu einer neuen Belastungsprobe werden. Wenn Frankreich seine Staatsfinanzen nicht in den Griff bekommt und das Vertrauen der Kapitalgeber verliert, bräuchte es fremde Hilfe, um nicht die gesamte Eurozone in Mitleidenschaft zu ziehen. Im Zuge der Griechenland-Krise wurde zwar der Europäische Stabilitätsme-

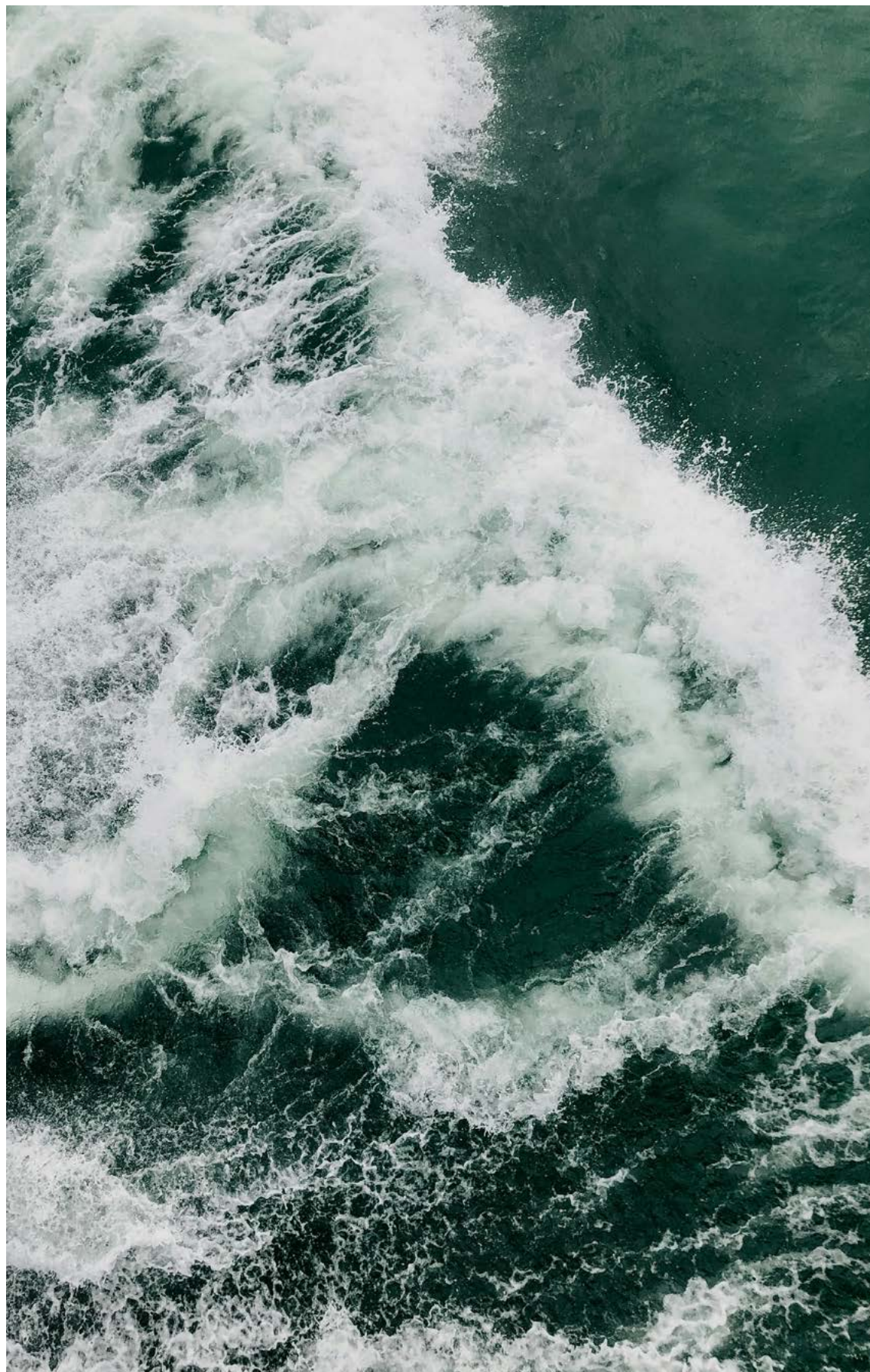
chanismus (ESM) geschaffen, der Euro-Teilnehmerländern in der Not zu Hilfe kommen kann. Die Finanzausstattung des ESM dürfte im ungünstigsten Fall allerdings nicht ausreichen, um die zweitgrößte Volkswirtschaft der Eurozone ausreichend zu stützen und etwaige Ansteckungseffekte zu beheben.

Hier lauert also ein Risiko, das an den Finanzmärkten für erhebliche Unruhe sorgen kann. Auch die Europäische Zentralbank verfügt bisher nicht über das geeignete Instrumentarium, um Frankreich im Notfall zu helfen. Allerdings zeigt die Erfahrung, dass die EZB im Notfall bereit sein dürfte, unkonventionelle (und rechtlich zweifelhafte) Wege zu gehen, bevor es zu einer Finanzmarktpanik kommt, die zu einer Gefahr für den gesamten Währungsraum werden könnte. Auch in anderen Ländern ist es wahrscheinlich, dass die Zentralbanken bei einem zu dynamischen Zinsanstieg eingreifen werden, um die Finanzstabilität nicht zu gefährden. Bis dahin könnte allerdings noch einige Zeit vergehen, in der es zu Turbulenzen kommen kann.



Zinsdifferenz in Prozentpunkten Frankreich-Deutschland: Zehnjährige Staatsanleihen
Quelle: Macrobond, Bergos.





A K T I E N

AKTIENMÄRKTE TROTZEN DEM ZINSANSTIEG
VON FREDERIK CARSTENSEN

Im dritten Quartal 2026 wurden die globalen Aktienmärkte von robusten Unternehmensgewinnen und dem KI-Thema getragen, gerieten zuletzt jedoch zunehmend unter den Druck eines veränderten Zinsumfelds. Die Rückkehr der Notenbanken zu Zinserhöhungen, hohe Anleiherenditen und die ungelöste Lage am Persischen Golf stellen die Märkte auf die Probe. Dennoch konnte der US-Aktienmarkt im Quartal zulegen und notiert nur knapp unter seinem Allzeithoch. Relative Stärke zeigten vor allem Brasilien, Japan und die USA. Kurzfristig dürften in erster Linie die Entwicklung des Ölpreises und die kommenden Inflationsdaten den Takt vorgeben.

Weltwirtschaft erstaunlich stabil

Die Belastungen und Risiken für die Weltwirtschaft bleiben erheblich. Dennoch hält sich die Konjunktur erstaunlich gut, nicht zuletzt dank des KI-Booms. Die globale Wirtschaftsleistung dürfte 2026 um rund 3,0 % wachsen und damit nur wenig schwächer als in den Vorjahren. Der Energiepreisschock mit einem Brent-Preis von weiterhin über 100 US-Dollar pro Barrel trifft die einzelnen Länder und Regionen allerdings sehr unterschiedlich. Die US-Wirtschaft hat sich bislang als äusserst widerstandsfähig erwiesen, die Rezessionswahrscheinlichkeit ist gering. Auch Europa schlägt sich trotz der angespannten geo-

politischen Lage besser als erwartet; unsere BIP-Prognosen für die Eurozone haben wir kürzlich angehoben.

Zentralbanken:

Neues Zinsumfeld setzt die Fed unter Druck

Die solide Konjunktur und die hohen Energiepreise halten den Inflationsdruck aufrecht. In Jackson Hole sorgte Fed-Chair Kevin Warsh für mehr geldpolitische Klarheit: Er bekräftigte das Inflationsziel von 2 % und hielt die Tür für Zinserhöhungen ausdrücklich offen. Im September folgte dann auch die erste Zinsanhebung der Federal Reserve seit 2023. Zusätzlichen Druck erzeugt der scheinbar unaufhaltsame Anstieg der globalen Anleiherenditen. Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen kletterte im dritten Quartal über 5 % und damit auf den höchsten Stand seit 2007. Dass der S&P 500 trotzdem nur knapp unter seinem Allzeithoch notiert, hat vor allem einen Grund: Die höheren Renditen spiegeln nicht allein die gestiegenen Energiepreise wider, sondern auch das robuste Wachstum der US-Wirtschaft.

Anhaltend starke Gewinndynamik

Rückenwind kommt von den Unternehmen. Die US-Unternehmen blicken auf eine der besten Berichtssaisons der vergangenen 20 Jahre zurück: Mehr als 85 % von ihnen übertrafen mit ihren Zahlen zum zweiten Quartal die Analystenerwartungen, so viele wie seit 2021 nicht mehr. Für das Gesamtjahr 2026 wird im S&P 500 ein Gewinnwachstum von 35 % erwartet, und auch der Ausblick für 2027 ist solide. Europäische Unternehmen steigern ihre Gewinne ebenfalls, im Stoxx 600 allerdings nur um 17 % und damit rund halb so stark. Dank der kräftigen Gewinnentwicklung sind US-Aktien gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis seit Jahresbeginn zwar günstiger geworden. Die Bewertung bleibt aber anspruchsvoll und lässt wenig Raum für Enttäuschungen.

Marktbreite hat wieder abgenommen

Unter der Oberfläche hat sich das Bild zuletzt eingetrübt. US-Small- und Mid-Caps hatten über weite Strecken des Jahres relative Stärke gezeigt und damit eine gesunde Verbreiterung des Marktes signalisiert. Im September fielen sie jedoch zurück, da sie tendenziell höher verschuldet sind und empfindlicher auf Zinsänderungen reagieren. Gefragt waren stattdessen Large Caps, allen voran Technologiewerte mit soliden Bilanzen und intakten Wachstumsaussichten. Seit Jahresbeginn haben lediglich zwei der elf GICS-Sektoren den S&P 500 geschlagen: Energie und Informationstechnologie. Die Aufwärtsbewegung ruht damit wieder auf schmalen Schultern.

Ausblick:

Kurzfristig anfälliger, mittelfristig gestützt

Kurzfristig dürfte die Anfälligkeit der Märkte etwas zunehmen. Angesichts der makroökonomischen Unsicherheiten hat sich die Anlegerstimmung abgekühlt und liegt inzwischen leicht unter dem historischen Durchschnitt. Hinzu kommen die US-Zwischenwahlen am 3. November, bei denen alle 435 Sitze im Repräsentantenhaus sowie ein Drittel der Senatssitze zur Wahl stehen. Für Anleger ist entscheidend, ob die Republikaner ihre Mehrheit im Kongress verteidigen können, denn davon hängt ab, inwieweit Präsident Trump seine Wirtschaftsagenda umsetzen kann. Die 13 Zwischenwahljahre seit 1974 zeigen: Bis zum Wahltag bewegt sich der S&P 500 meist seitwärts, nach der politischen Klärung legt er zu.

Der September, der erste Monat nach der Sommerpause, ist seinem Ruf als schwacher Börsenmonat erneut gerecht geworden, zumal Zwischenwahljahre an der Börse ohnehin tendenziell verhaltener verlaufen. In den kommenden Monaten wird die Saisonalität jedoch zum Rückenwind, denn das vierte Quartal ist in der Regel ein starkes Börsenquartal. Zusammen mit dem typischen Muster nach Zwischen-

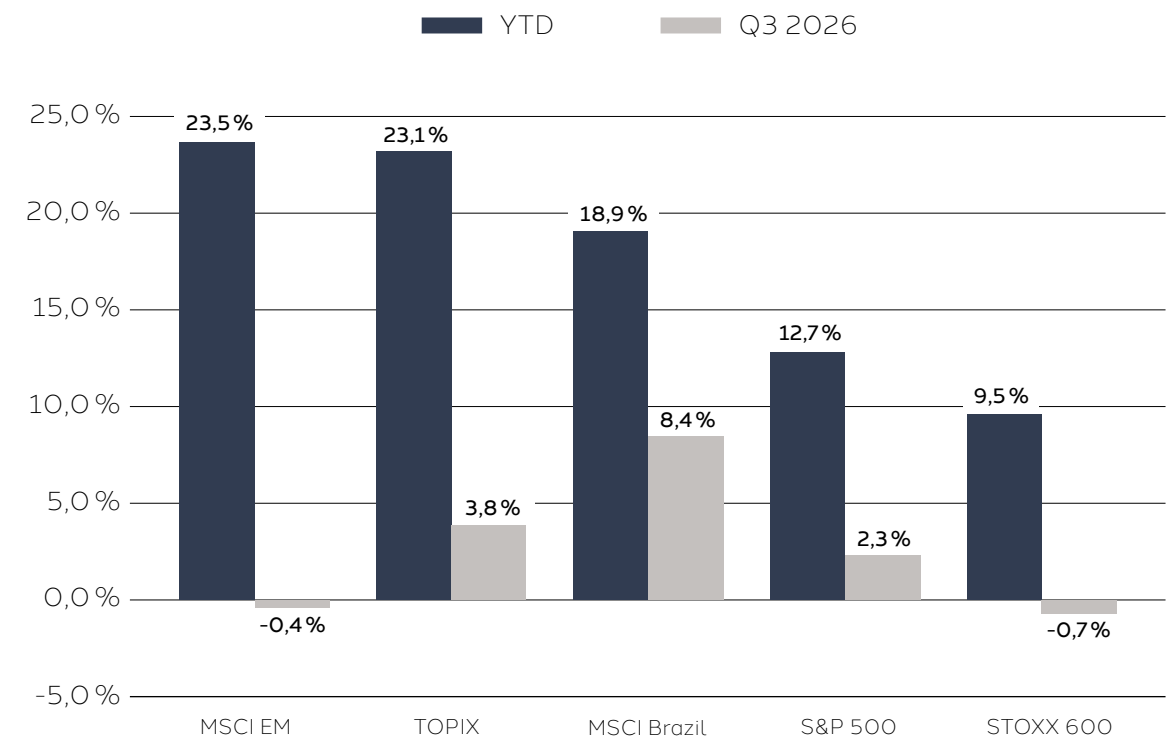
wahlen spricht dies für eine freundlichere Entwicklung zum Jahresende.

Gestützt auf das solide Gewinnwachstum halten wir auch über 2026 hinaus an unserem positiven Ausblick für globale Aktien fest. Die grossen Research-Häuser haben ihre Gewinn- und Indexschätzungen für die kommenden zwölf Monate zuletzt weiter angehoben. Dass die Fed die Zinsen tatsächlich so stark anhebt, wie es der Markt derzeit erwartet, halten wir für unwahrscheinlich. Angesichts der geringen Marktbreite, des erhöhten Zinsniveaus und der Unsicherheit rund um die Zwischenwahlen bleiben wir vorerst dennoch neutral positioniert.

Regional bevorzugen wir weiterhin US-Aktien. Gegenüber Europa überzeugen die USA mit höherem Wirtschaftswachstum und dynamischerer Gewinnentwicklung; zudem dürften sie stärker von der globalen Verbreitung künst-

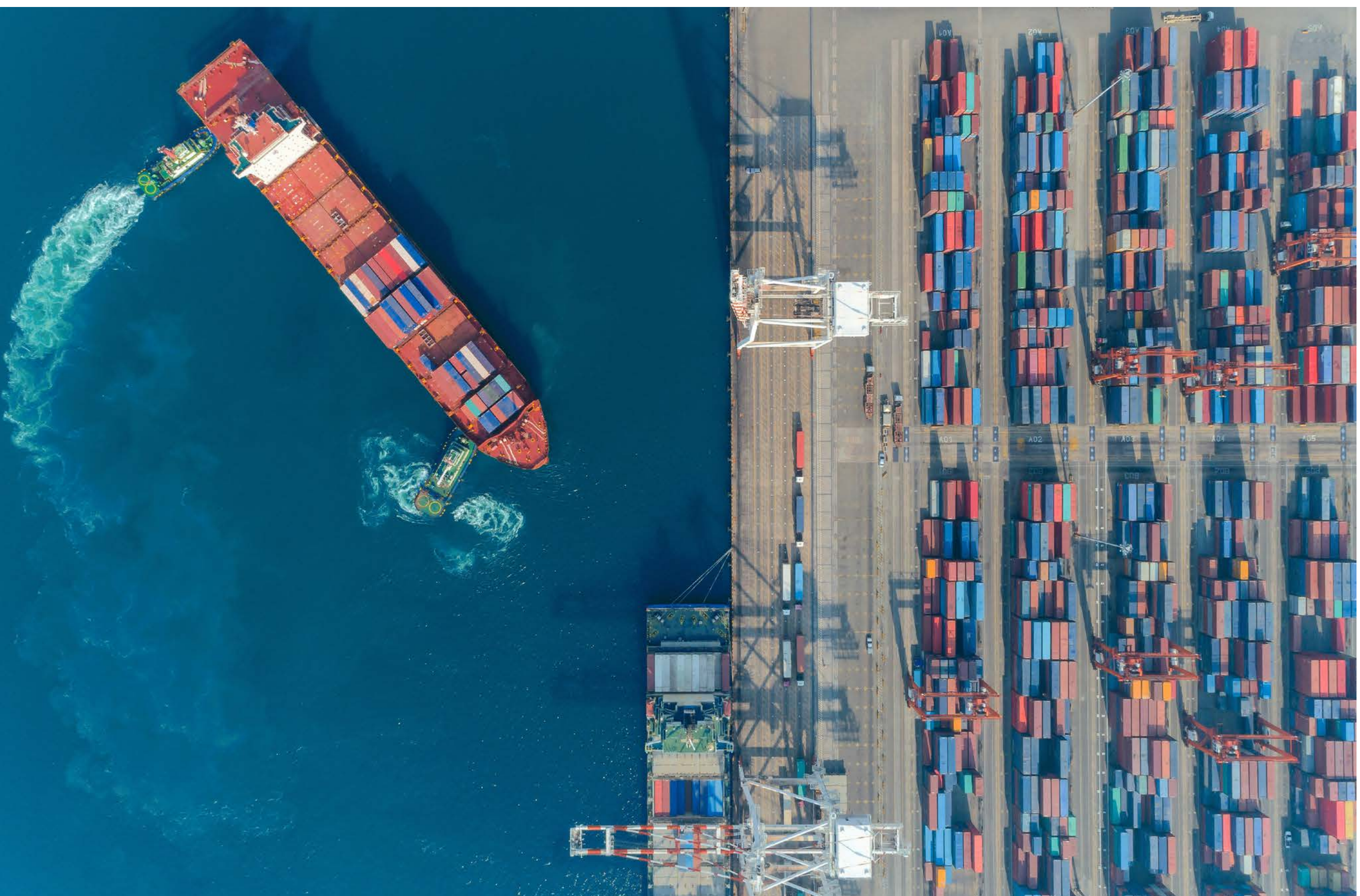
licher Intelligenz profitieren als der «alte Kontinent». Für Europa als Nettoimporteur von Energie sind die hohen Preise weiterhin ein Konjunkturrisiko.

Da wir mittelfristig damit rechnen, dass die Marktbreite wieder zunimmt, empfiehlt sich eine ausgewogene Aufstellung über Regionen, Stile und Marktkapitalisierungen hinweg. Unser Fokus liegt weiterhin auf Quality-Growth-Titeln, zusätzliches Potenzial sehen wir aber auch bei Value-Werten und Small Caps. So zeichnen sich US-Small-Caps trotz des jüngsten Gegenwinds nach wie vor durch ein überdurchschnittliches Gewinnwachstum aus. Zur Diversifikation innerhalb der neutral gewichteten Schwellenländer halten wir zudem an unserer Präferenz für Brasilien fest. Dafür sprechen das geringe Technologiegewicht im Index, attraktive Bewertungen, ein solides Gewinnwachstum sowie die Aussicht auf sinkende Zinsen.



Entwicklung ausgewählter Indizes im Jahr 2026

Alle Indizes in lokaler Währung und inkl. Netto-Dividenden. Schwellenländer in US-Dollar.
Quelle: Bloomberg, Bergos. Daten per 30.09.2026





A N L E I H E N

WENN GELD WIEDER ETWAS KOSTET

VON CHRISTOPH JUNG

Die Fed folgt, der Markt führt

Zu Jahresbeginn erwarteten die Märkte mehrere Zinssenkungen der Fed. Im Juli waren sie nur noch eine Erinnerung: Senkungen waren bis Ende Mai ausgepreist, und die Zinspause im Juni kam ohne jeden Hinweis auf eine Lockerung. Dann ging das Komitee am 16. September noch einen Schritt weiter und stimmte einstimmig für eine Zinserhöhung um 25 Basispunkte (Bp) auf 3,75–4,00 %, die erste seit 2023. Doch die Fed folgte dem Markt, statt ihn zu führen, und der Treiber wechselte im Verlauf des Quartals. Der Juli war eine Ölgeschichte: Brent sprang auf rund 100 US-Dollar, und die Inflationssorgen kehrten zurück. Der August gehörte der Laufzeitprämie und den Zweifeln an den Staatsfinanzen. Im September war das

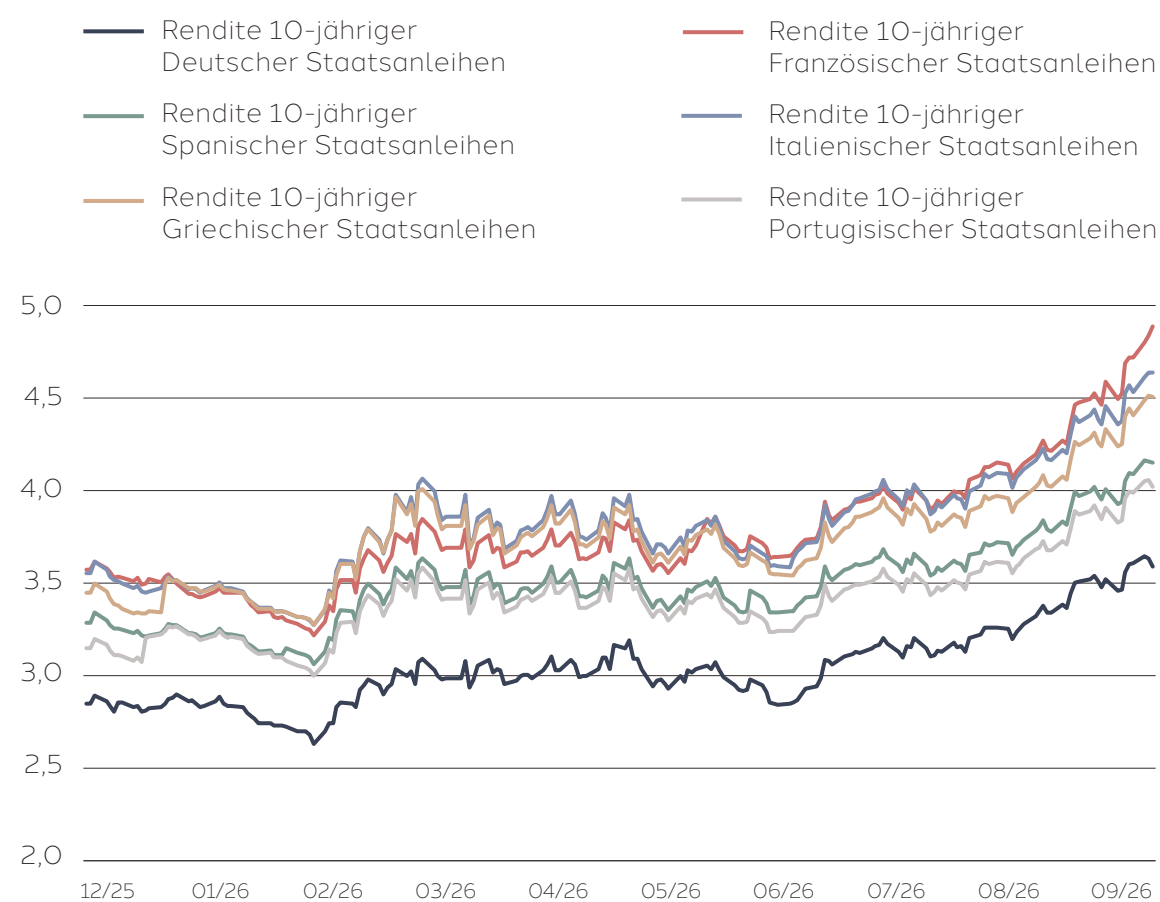
Wachstum der Beschleuniger. Die vorläufigen Einkaufsmanagerindizes für September sahen den US-Composite bei 58,4, dem höchsten Stand seit mehr als fünf Jahren, mit klaren Indizien, dass das verarbeitende Gewerbe und der Dienstleistungssektor auf Expansionskurs sind. Dazu kam ein Arbeitsmarkt auf robustem Niveau. Aus dieser Datenlage prognostizierte die Atlanta Fed kürzlich mit ihrem GDPNow-Modell für das 3. Quartal 2026 ein reales BIP-Wachstum von 5,0 %.

Das ist wichtig, um zu verstehen, was die Renditen getrieben hat. Die zweijährige Rendite stieg von rund 4,2 % Ende Juni auf fast 4,9 %, aufgrund einer Neubewertung der Geldpolitik. Der Markt fing an, über die Zinsfutures fast vier

weitere Zinsschritte der Fed vorwegzunehmen, was wir als eher sportlich erachten. Noch stärker war die Bewegung bei der zehnjährigen Rendite: Sie stieg von 4,47 % Ende Juni auf rund 5,28 %, den höchsten Stand seit Mitte 2007. Auch die dreissigjährige Rendite schloss nahe 5,6 %, einem Niveau, das zuletzt 2002 gesehen wurde. Über das gesamte Quartal kam der Anstieg überwiegend über die Realrenditen und weniger über die Breakevens. Letztere sind die marktimplizierte Inflationserwartung, also die Differenz zwischen der Rendite einer nominalen Staatsanleihe und der einer laufzeitgleichen inflationsindexierten Anleihe. Sie zeigen an, welche durchschnittliche Teuerung über die Laufzeit mindestens eintreten muss, damit sich der Inflationsschutz gegenüber der nominalen

Anleihe auszahlt. Steigen die Renditen also vor allem über die Realrenditen, preist der Markt weniger höhere Inflation ein als vielmehr einen höheren realen Preis für Kapital.

Als Ursachen kommen eine restriktivere Geldpolitik, robusteres Wachstum und höhere Laufzeitprämien in Betracht. In der Laufzeitprämie spiegeln sich auch das anhaltend hohe Defizit und die wachsende Staatsverschuldung der USA. Die geforderte Kompensation liegt dabei weniger im Risiko eines akuten Zahlungsausfalls als in der Unsicherheit über die fiskalische Entwicklung und über die Bereitschaft, den Kurs zu korrigieren. Das Finanzministerium muss immer grössere Volumen platzieren, während die Fed gleichzeitig ihre Bilanz abbaut



Renditeentwicklung ausgewählter 10-jähriger EUR-Staatsanleihen
Quelle: Bloomberg, Bergos.

und damit als Käuferin ausfällt. Die Nachfrage muss somit von preissensitiveren institutionellen und privaten Investoren getragen werden. Da hatte auch die Verdoppelung der Rückkäufe am langen Ende durch das Finanzministerium auf mindestens vier Milliarden US-Dollar pro Operation keinen nachhaltigen Effekt. Verglichen mit der schieren Grösse des frei gehandelten US-Treasury-Marktes von über 30 Billionen US-Dollar ist dieser Betrag fast vernachlässigbar klein. Fakt ist: Geliehenes Geld verlangt einfach nach einer immer höheren Rendite.

Straffung trotz Stagnation: Die EZB, Frankreich und der Schweizer Sonderfall

Europa erlebte denselben Energieschock bei deutlich weniger Wachstum, und dennoch erhöhte die EZB zweimal, im Juni und am 10. September, auf einen Einlagensatz von 2,50 %. Im Juli pausierte sie, als ein Waffenstillstand am Golf die Preise vorübergehend entlastete, was sich im Rückblick als falsche Hoffnung erwies. Bei einer Gesamtinflation von 3,2 % im August und spürbar gestiegenen Energiepreisen besteht das Risiko, dass die Löhne nachziehen, auch weil Industriebetriebe den «Schock», unter anderem über höhere Transportkosten, aufnehmen und über die Endverbraucherpreise weitergeben. Der Verbraucherpreisindex ohne Energie liegt aktuell noch bei 2,4 %, und die lohnintensive Dienstleistungsinflation ging zuletzt leicht auf 3,0 % zurück. Dennoch ist es nachvollziehbar, dass man sich so gut wie möglich gegen ein Szenario absichern möchte, in dem eine Inflationsspirale wie in der Vergangenheit in Gang gesetzt wird, und dass die EZB den Balanceakt zwischen Inflationsbekämpfung und Stützung der Wirtschaft versucht.

Europa konnte sich dem allgemeinen Zinssog nach oben nicht entziehen, wie man auf der ersten Abbildung sieht, und insbesondere Frankreich ist der Ort, an dem das Vertrauens-thema wieder auf die Probe gestellt wird. Der Renditeabstand zwischen zehnjährigen franzö-

sischen OAT und deutschen Bundesanleihen überschritt gegen Ende des dritten Quartals 120 Bp. Die OAT schloss bei 4,86 %, der Bund bei 3,64 %. Gleichzeitig stiegen die fünfjährigen Kreditausfallversicherungen (CDS) auf rund 70 Bp, nach etwa 40 Bp im Frühsommer. Dass sich beide Masse gemeinsam bewegen, ist entscheidend: Ein steigender Spread allein kann Angebot und Laufzeitprämie widerspiegeln, die CDS hingegen bepreisen das Kreditrisiko des Staates selbst.

Der Auslöser ist hausgemacht: Ein erwartetes Defizit von 5,4 % des BIP, eine Schuldenquote von fast 120 %, ein annualisiertes Wachstum von nur rund 0,5 % und ein rekordhoher Emissionsplan im nächsten Jahr verunsichern die Anleger. Diese Verunsicherung lässt nicht nach, wenn gewählte Politiker in einem zutiefst gespaltenen Parlament immer wieder die Vertrauensfrage stellen, denn das lässt vermuten, dass sich die Lage nicht so schnell zum Besseren wenden wird. An Frankreich sieht man die Auswirkungen besonders ausgeprägt, aber in vielen anderen Ländern ist die Situation ähnlich, wenn auch nicht gleich. Wird keine Lösung gefunden, die die Anleger beruhigt, ist es nicht abwegig zu denken, dass die CDS-Sätze westlicher Länder tendenziell weiter ansteigen könnten.

Die Schweiz ist da das ruhige Gegenstück, mit einem relativ stabilen CDS im hohen einstelligen Bereich. Natürlich konnte sich aber auch der Schweizer Markt dem Zinstrend nicht ganz entziehen. Verglichen mit dem Anstieg ihrer Nachbarstaaten fällt der Anstieg der zehnjährigen Eidgenossen um 30 Bp auf 0,56 % jedoch sehr verhalten aus. Die SNB belass den Leitzins am 24. September zum fünften Mal in Folge bei 0 % und hob ihre Inflationsprognosen nur leicht auf 0,7 % für 2026 und 0,8 % für 2027 an. Somit besteht aktuell weniger Druck auf die Zinsstrukturkurve, nach oben auszubrechen.

Zuerst fallen die Schwächsten

Lange Zeit unterstellten die Kreditrisikoprämien von Investment-Grade- und High-Yield-Anleihen, dass weder der Energieschock noch der Finanzierungsbedarf des KI-Ausbaus zu einem Kreditereignis führen würden. Die Fundamentaldaten waren und sind weitgehend solide, und renditegetriebene Käufer vereinbarten gerne die Überrendite gegenüber Staatsanleihen. Als die Renditen von Staatsanleihen im September immer weiter stiegen und mit erhöhter Volatilität neue Mehrjahreshochs erreichten, wurden insbesondere Unternehmen mit schwächeren Kreditkennzahlen neu bepreist. Mit den höheren Zinsen steigt auch das Refinanzierungsrisiko.

Am Beispiel von US-High-Yield-Anleihen sieht man, dass sich die Spreads bis Ende August auf rekordtiefe 260 Bp einengten. Dann weiteten sie sich rasant um über 50 Bp auf leicht über 310 Bp aus. Die Ausweitung wurde von «unten» angeführt, also von Unternehmen mit sehr tiefer Bonität: Im September stiegen die durchschnittlichen optionsbereinigten Spreads von CCC-Anleihen um etwa 1,5 Prozentpunkte auf leicht über 10 %, während sich BB-Anleihen nur um rund 40 Bp auf 1,9 % ausweiteten, was auf der zweiten Abbildung ersichtlich ist. Das ist eine doch ungewöhnlich starke Dispersion. Der Trend zur Spreadausweitung war aber auch in den höheren Ratingkategorien zu beobachten, wenn auch in deutlich schwächerem Ausmass.

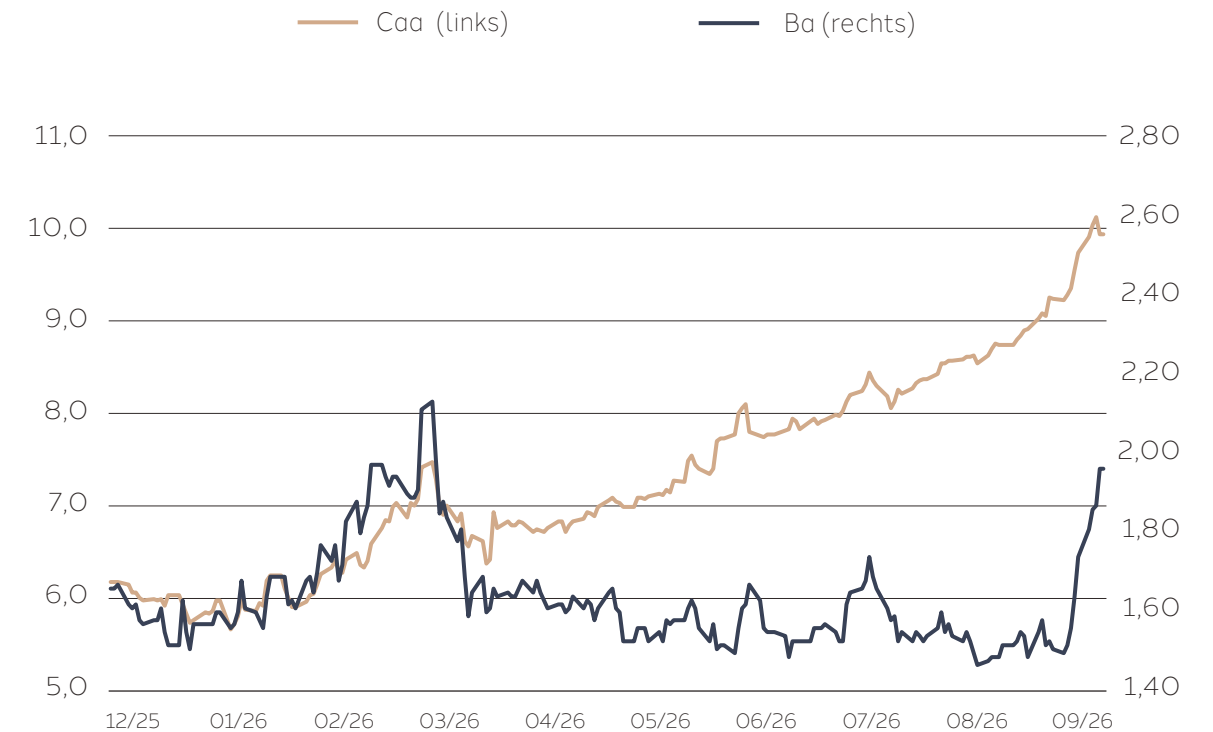
Die starke Aufwärtsbewegung bei den US-Treasuries hat zudem ihre Spuren bei den Schwellenländeranleihen hinterlassen. Die zu Jahresbeginn erwarteten Zinssenkungen wurden dort ebenso in Frage gestellt wie in den westlichen Ländern, und mit den Zinserhöhungen der Fed müssen manche Länder mit einer Straffung reagieren, um die Glaubwürdigkeit in der Inflationsbekämpfung und ihre Währung zu schützen. In

Hartwährung bleiben die Bewertungen dennoch ambitioniert. Die Spreads in US-Dollar liegen auch nach der jüngsten Ausweitung von fast 20 Bp immer noch bei nur 170 Bp, einem Niveau, das historisch gesehen immer noch sehr tief ist. Ölimporteure mit hoher Auslandsverschuldung sind sicherlich einem erhöhten Risiko einer Spreadausweitung ausgesetzt, und eine vorsichtige Auswahl bleibt oberstes Gebot.

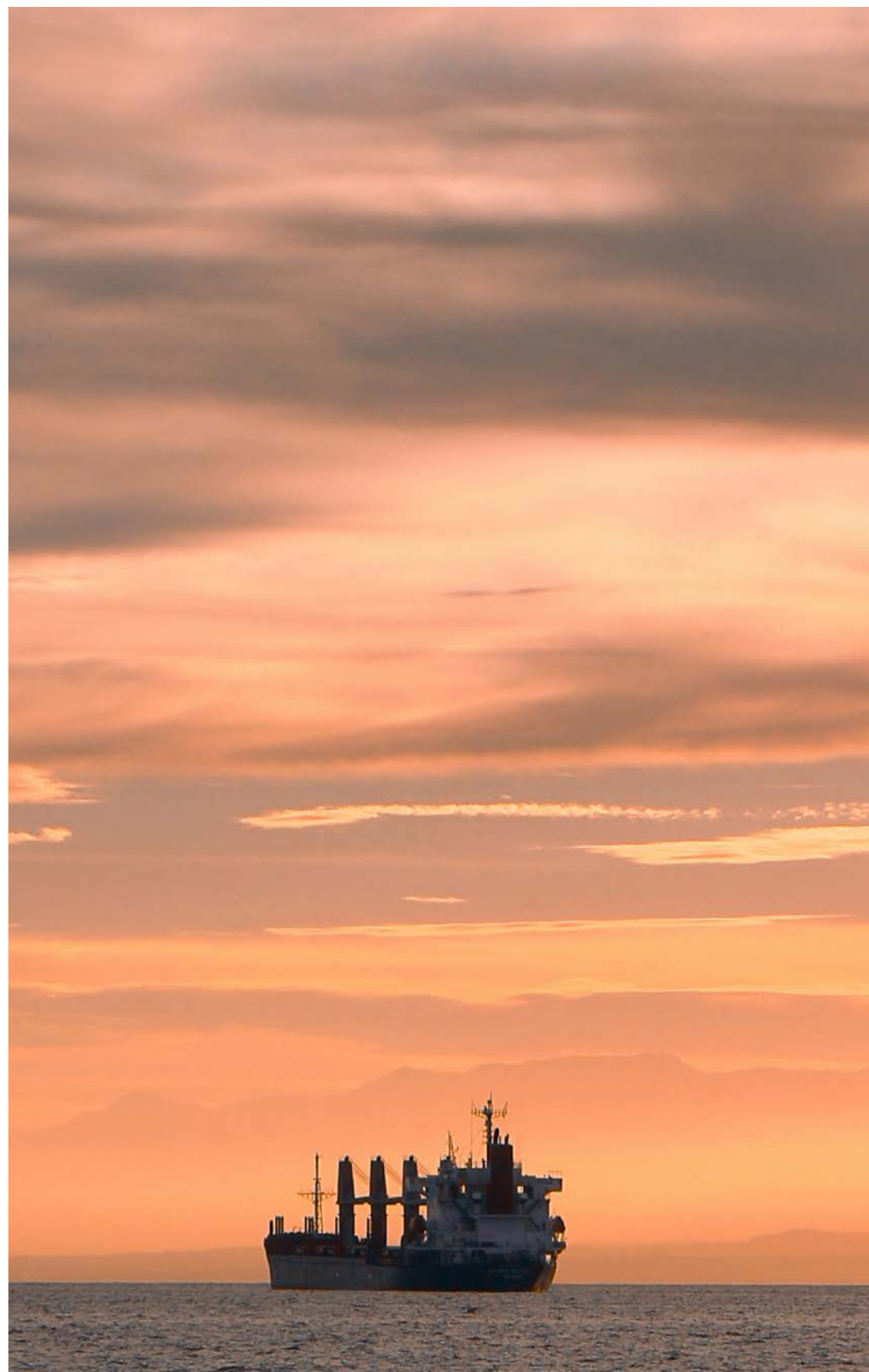
Höher, länger, wählerischer

Die Fed, die EZB und die Bank of Japan haben alle die Zinsen erhöht, die langen Renditen erreichten Niveaus, die zuletzt vor Jahrzehnten gesehen wurden, und die Kreditspreads weiteten sich gegen Ende des Quartals nach einer langen Phase der Resilienz aus. Zinsen werden schnell neu bewertet, weil sie auf Inflation, Angebot und fiskalische Arithmetik antworten. Vielleicht wurde bereits zu viel eingepreist, und es könnte wieder mehr Ruhe in die Märkte einkehren. Die Zinsen werden uns aber wahrscheinlich noch länger auf diesen höheren Niveaus begleiten, und die Risiken exogener Angebotsschocks, etwa einer Dieselnappheit, bleiben im Raum.

Die Finanzierungsbedingungen haben sich für viele Unternehmen durch den starken realen Anstieg der Zinsen verschlechtert. Unternehmen mit soliden Kreditkennzahlen können dies locker wegstecken. Hoch verschuldete Unternehmen mit knappem Cashflow-Haushalt sind dagegen auf ein solides Wirtschaftswachstum angewiesen. Darauf muss nun stark geachtet werden, denn ein Nachfragerückgang kann unweigerlich die für den Zinsdienst benötigten Cashflows entziehen. Entsprechend glauben wir, dass die Selektion nach Qualität weiterhin entscheidend ist, mit einer Präferenz für das mittlere Laufzeitensegment zwischen drei und sieben Jahren in US-Dollar, aber auch in EUR, wo eine weitere Straffung der Zentralbank weitgehend eingepreist erscheint.



Durchschnittliche optionsbereinigte Spreads in %
Quelle: Bloomberg, Bergos.



ALTERNATIVE INVESTMENTS

GOLD: KURZFRISTIGER DRUCK, LANGFRISTIGES POTENZIAL
VON OLIVER WATOL

Gold blickt bislang auf ein anspruchsvolles Jahr zurück, zeigt jedoch trotz erneuten Zinsdrucks eine bemerkenswerte Widerstandsfähigkeit. Nach einem turbulenten ersten Halbjahr holte das Edelmetall im dritten Quartal einen Teil seiner Verluste auf und notierte Ende September in US-Dollar rund 3,7 % tiefer als zu Jahresbeginn. In Euro gerechnet blieb Gold weitgehend unverändert. Anleger in Schweizer Franken verzeichneten dank des stärkeren US-Dollars per Ende September sogar einen Gewinn von rund 1,3 % seit Jahresbeginn.

Ein volatiles Quartal mit Zinserhöhungen

Das letzte Quartal zeigte zudem, wie rasch die Stimmung drehen kann. Im August legte Gold noch um rund 10 % zu, gab im September jedoch einen Teil dieser Gewinne wieder ab. Am 16. September erhöhte die US-Notenbank ihren Leitzins um 25 Basispunkte auf eine Spanne von 3,75 % bis 4,00 %. Es war die erste Anhebung seit 2023. Angesichts der nach wie vor erhöhten Inflation signalisierten die Währungshüter, dass weitere Straffungsschritte folgen könnten. Höhere Renditen von US-

Staatsanleihen und ein stärkerer Dollar belasteten Gold, da sie verzinsliche Anlagen relativ attraktiver machen. Nicht nur in den USA stiegen im September die kurzfristigen Zinsen. Erstmals überhaupt erhöhten die drei grossen Zentralbanken Fed, EZB und Bank of Japan ihre Leitzinsen im selben Monat.

Dies sind spürbare Gegenwinde. Die Realzinsen, also die Renditen nach Abzug der Inflation, haben in diesem Jahr wieder an Einfluss auf den Goldpreis gewonnen. Seit Ausbruch des Kriegs in der Ukraine 2022 hatten sie als Preistreiber weitgehend an Bedeutung verloren. Weitere Anstiege könnten zusätzliche Volatilität mit sich bringen. Wir sind jedoch nicht der Ansicht, dass die Zinsen allein die längerfristige Richtung des Goldpreises bestimmen werden.

Wie Gold auf die jüngsten Zinserhöhungszyklen reagierte

Ein Blick zurück liefert eine hilfreiche Perspektive. Unsere Analyse der vier jüngsten abgeschlossenen Straffungszyklen der Fed zeigt, dass steigende Zinsen für Gold nicht zwangsläufig negativ sind. Der Druck entstand meist bereits vor der ersten Zinserhöhung, als die Märkte eine restriktivere Geldpolitik einpreisten. Nach Beginn der Straffung entwickelte sich Gold oft überraschend gut. In drei der letzten vier Zyklen lag der Goldpreis sechs Monate nach der ersten Anhebung höher, nach zwölf Monaten sogar in allen vier. Dass sich diese Konstellation wiederholt, ist keineswegs garantiert. Die Ergebnisse widersprechen jedoch der Annahme, Zinserhöhungen führten unweigerlich zu sinkenden Goldpreisen. Märkte blicken voraus. Mit fortschreitender Straffung rücken deren Folgen für Wachstum und Finanzstabilität sowie letztlich der nächste Lockerungszyklus in den Vordergrund.

Wie stark die Zinsen weiter steigen, bleibt offen. Eine einzelne Anhebung läutet nicht zwangsläufig einen längeren Straffungszyklus ein. Der

Energiepreisschock infolge des Nahostkonflikts hat zwar die Inflationsrisiken erhöht, die sich bereits abzeichnende Normalisierung des Öltransports durch die Strasse von Hormus könnte jedoch den Preisdruck abschwächen und die Erwartungen weiterer Zinserhöhungen dämpfen. Eine dauerhafte Beendigung des Konflikts hätte das grösste Potenzial, für eine positive Überraschung zu sorgen und den Aufwärtsdruck auf die Zinsen zu verringern. Und selbst wenn die Energiepreise auf erhöhtem Niveau verharren, dürfte ihr Beitrag zur Jahresteuierung mit dem Auslaufen der Basiseffekte abnehmen. Es würde uns daher nicht überraschen, wenn der Zinspfad letztlich weniger steil ausfällt, als Anleger derzeit befürchten.

Steigende Staatsverschuldung

Neben der Geldpolitik stärkt die wachsende Staatsverschuldung die Argumente für Gold. Die Bruttoverschuldung der USA überstieg im August 40 Billionen US-Dollar, weniger als fünf Monate nach Überschreiten der Marke von 39 Billionen US-Dollar. Damit hat sie sich innerhalb eines Jahrzehnts ungefähr verdoppelt. Zur Einordnung: Sämtliches jemals geförderte Gold würde nicht ausreichen, um diese Schulden zu tilgen. Dieses Gold wird auf rund 220'000 Tonnen geschätzt und ist zu aktuellen Preisen etwa 30 Billionen US-Dollar wert. Ebenso wächst die Zinslast. Das Congressional Budget Office erwartet für das Fiskaljahr 2026 Nettozinskosten von rund 1 Billion US-Dollar, also fast 3 Milliarden US-Dollar pro Tag.

Daraus könnte sich durchaus ein Zielkonflikt ergeben. Höhere Zinsen helfen zwar, die Inflation einzudämmen, verteuern aber zugleich die Refinanzierung auslaufender Staatsschulden. Der Druck, die Staatsfinanzierung tragfähig zu halten, könnte den geldpolitischen Handlungsspielraum zunehmend einschränken. Unter einer solchen «fiskalischen Dominanz» könnte die Inflationsbekämpfung hinter die Finanzierung des Staates zurücktreten und die

Leitzinsen trotz erhöhter Inflation niedrig bleiben. Dies ist aus unserer Sicht ein ernst zu nehmendes Risiko, jedoch keine zwangsläufige Entwicklung. In einem solchen Umfeld dürfte Gold deutlich an Attraktivität gewinnen.

Zentralbanken:

Die stärkste strukturelle Stütze

Die Zentralbanknachfrage bleibt die wichtigste Säule für unseren positiven Ausblick. Währungsreserven werden durch Gold diversifiziert und widerstandsfähiger. Zugleich dient es als Wertaufbewahrungsmittel. Physisches Gold ist keine Verbindlichkeit einer anderen Institution und unterliegt keinem Emittentenausfallrisiko. Das zweite Quartal verdeutlichte das anhaltende Interesse von Zentralbanken eindrücklich. Laut dem World Gold Council erwarben Zentralbanken und andere offizielle Institutionen netto 289 Tonnen. Das war ein Rekord für ein zweites Quartal und 62 % mehr als im Vorjahr. Es war zudem eine kräftige Erholung gegenüber revidierten 57 Tonnen im ersten Quartal. Besonders China hat seine Goldkäufe merklich beschleunigt. Die People's Bank of China erwarb in den ersten acht Monaten des laufenden Jahres rund 81 Tonnen. Allein im August kaufte sie 20,2 Tonnen, den höchsten Monatszukauf seit Oktober 2023. Damit verlängerte sie ihre Kaufserie auf 22 Monate in Folge und erhöhte ihre ausgewiesenen Bestände auf rund 2'387 Tonnen.

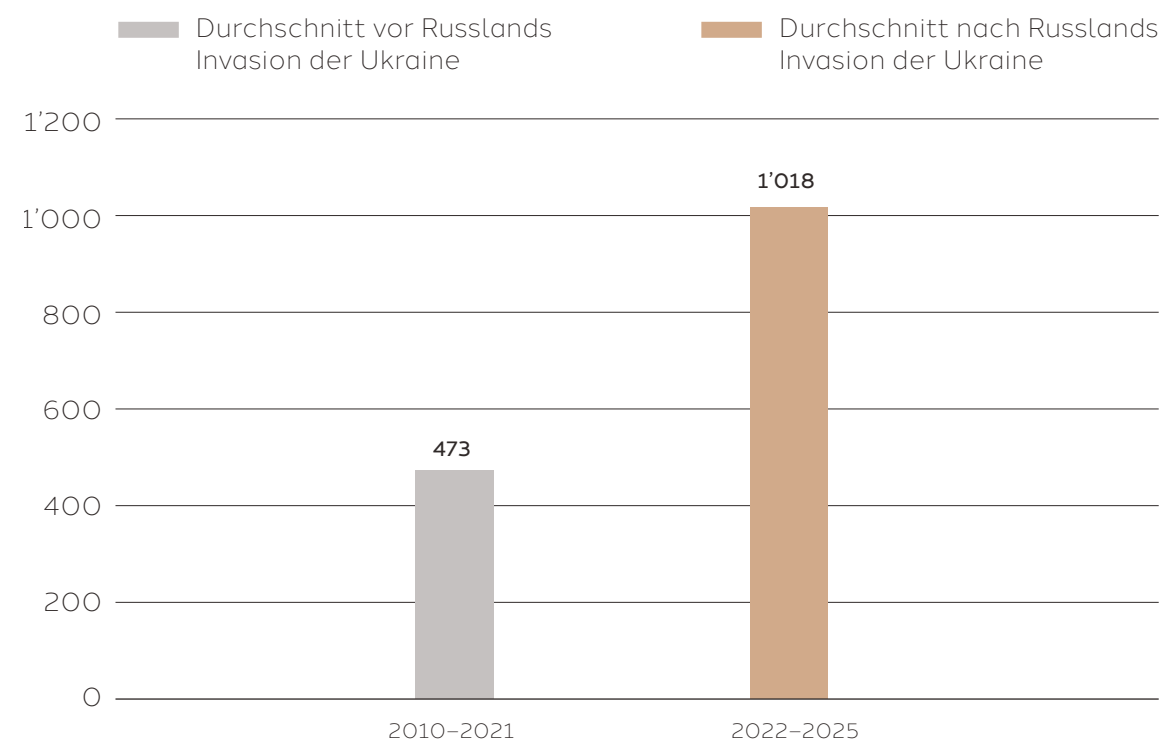
Auch der Ausblick für die Zentralbanknachfrage bleibt ermutigend. In der Umfrage des World Gold Council zu den Goldreserven der Zentralbanken 2026 erwarteten 89 % der Befragten, dass die globalen Goldreserven der Zentralbanken in den kommenden zwölf Monaten steigen werden. Ein Rekordanteil von 45 % rechnete mit einer Aufstockung der eigenen Bestände. Absichten sind keine Käufe. Sie unterstreichen aber die anhaltende Bedeutung von Gold im Reservemanagement.

Geopolitik und Sanktionen

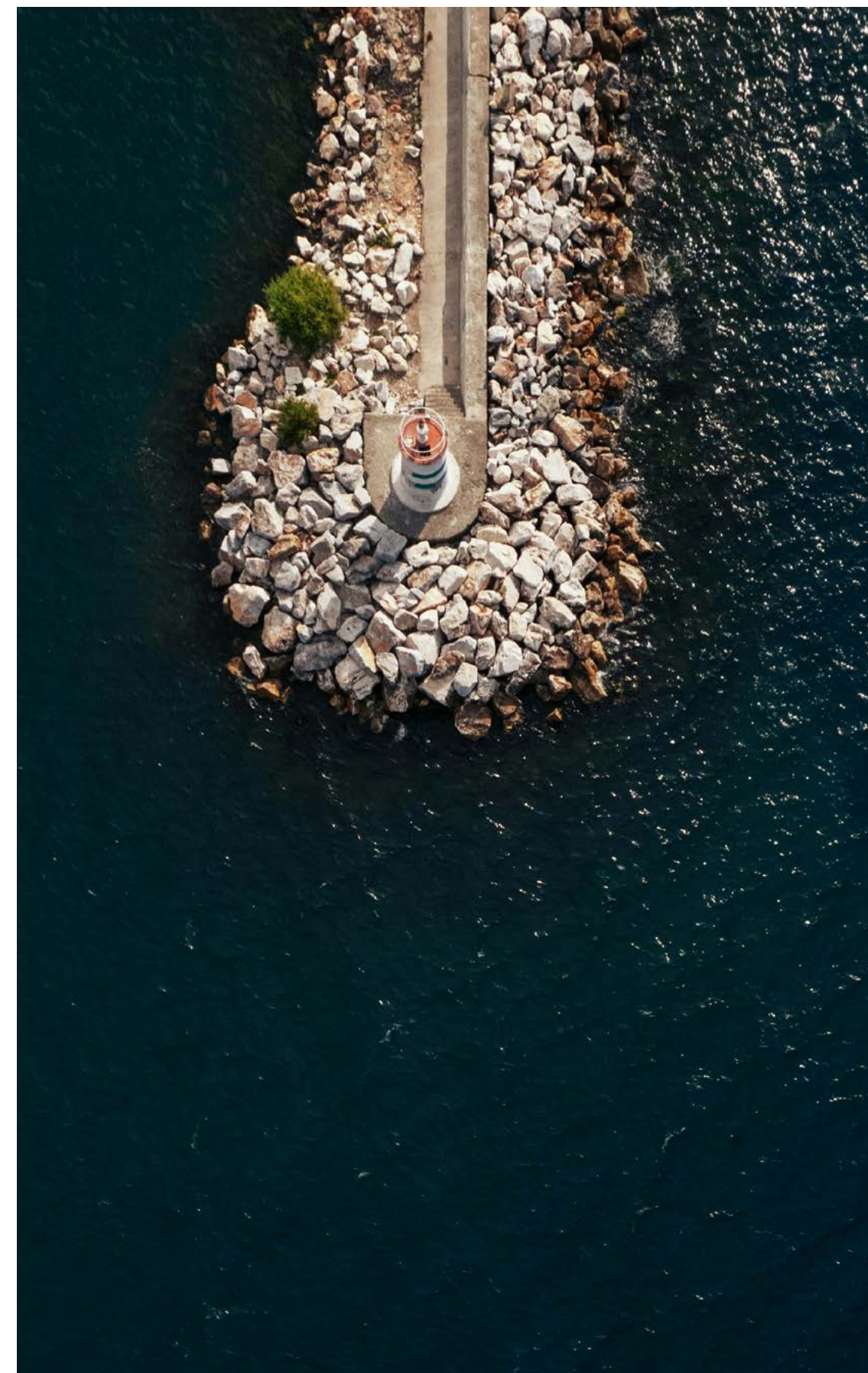
Unsicherheit liefert ein weiteres Argument für Gold. Konflikte können die Nachfrage nach Absicherung erhöhen. Die jüngsten Sanktionen, diesmal gegen iranische Finanz- und Rohstoffvermögenswerte, erinnern an das Einfrieren russischer Zentralbankreserven 2022. Sie stärken die Argumente für eine breitere Diversifikation der Reserven und dürften weitere Zentralbanken darin bestärken, ihre Abhängigkeit von Papiervermögenswerten weiter zu verringern. Im Inland verwahrtes physisches Gold begrenzt das Risiko, dass ausländische Behörden den Zugriff auf Reserven blockieren.

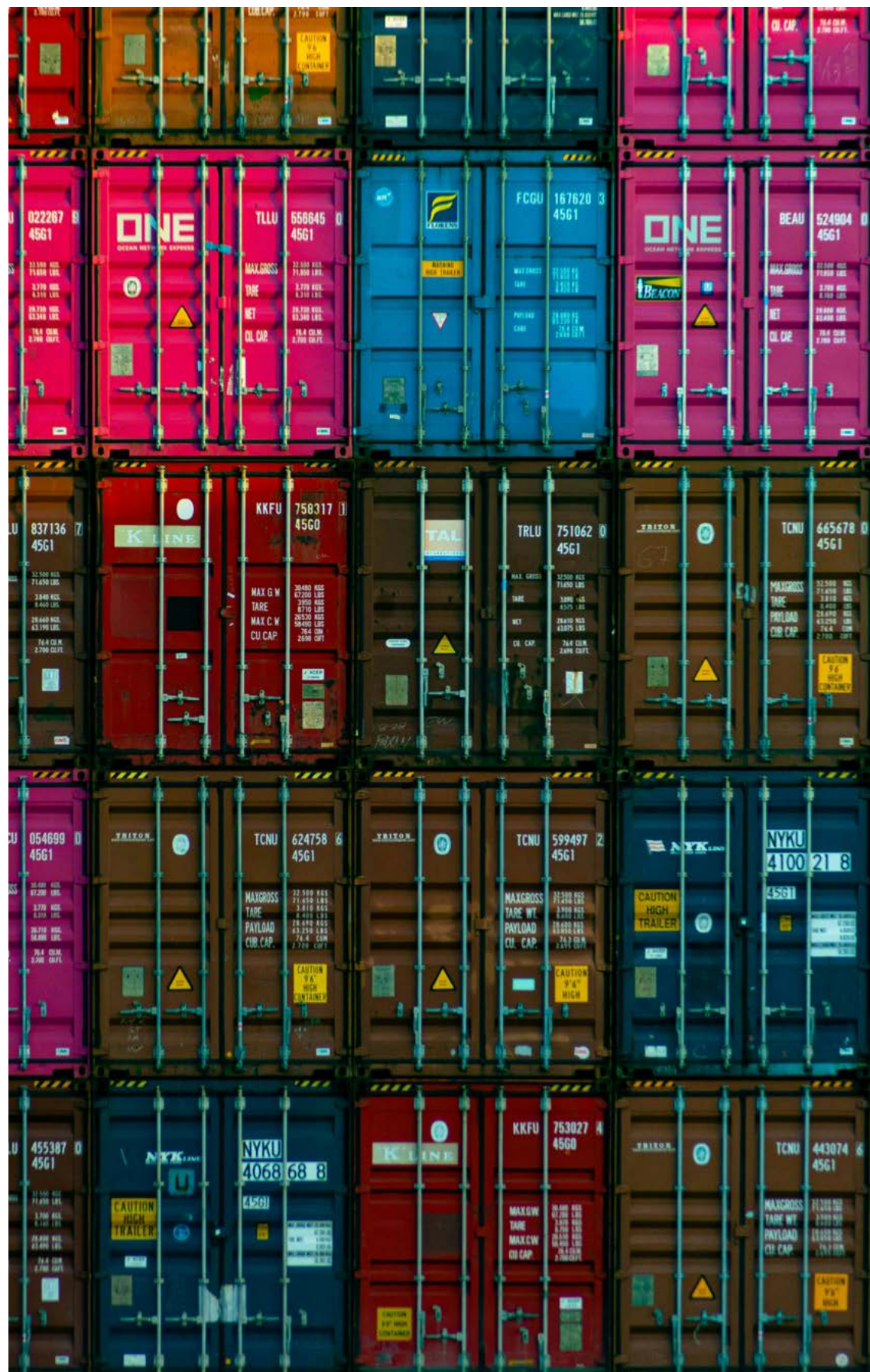
Unsere Einschätzung

Alles in allem stützen diese Faktoren unsere konstruktive Haltung. Nach der jüngsten Zinserhöhung der Fed ist weitere Volatilität möglich. Am strategischen Investment Case hat sich unseres Erachtens aber nichts geändert. Historisch zeigte sich Gold nach der ersten Zinserhöhung oft widerstandsfähiger als im Vorfeld. Mehrere Faktoren erhöhen die Attraktivität eines Vermögenswerts, der keine Verbindlichkeit einer anderen Institution darstellt. Bedenken hinsichtlich des Zugangs zu Reserven, Sanktionsrisiken und die steigende Staatsverschuldung. Diese Kräfte dürften eine weitere Diversifikation der Reserven fördern. Wir beurteilen das längerfristige Potenzial von Gold daher weiterhin positiv.



Durchschnittliche jährliche Goldkäufe der Zentralbanken weltweit in Tonnen, 2010–2025
 Quelle: World Gold Council, Incrementum AG.





W Ä H R U N G E N

WIE WEIT GEHT DIE US-NOTENBANK MIT DEN ZINSERHÖHUNGEN?
VON STEFFEN KILLMAIER

Nach einer Schwächephase in den Sommermonaten verzeichnete der US-Dollar im September eine deutliche Aufwertung. Der Hauptgrund für diese erneute Stärke lag einmal mehr in der geldpolitischen Entwicklung. Die Inflation liegt in den USA weiterhin deutlich über dem 2-Prozent-Ziel der US-Notenbank Fed. Der Preisindex für die persönlichen Konsumausgaben (PCE) lag im August bei 3,4 %. Insbesondere die gestiegenen Energiepreise angesichts der anhaltenden Spannungen im Nahen Osten haben den Inflationsdruck zuletzt verstärkt. Demgegenüber

präsentiert sich die US-Wirtschaft nach wie vor erstaunlich robust. Vor diesem Hintergrund kann die Fed ihren Fokus verstärkt auf die Inflationsbekämpfung richten. Im September erhöhte sie den Leitzins einstimmig um 25 Basispunkte auf 3,75–4,00 %. Es war die erste Zinserhöhung seit 2023. Zudem haben sich die Markterwartungen hinsichtlich weiterer US-Zinserhöhungen zuletzt deutlich nach oben verschoben. Parallel dazu stieg die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen zuletzt auf über 5 % und erreichte damit den höchsten Stand seit 2007.



Entwicklung des EUR/USD-Wechselkurses

Quelle: Bloomberg, Bergos. Daten per 30.09.2026

Auch die Wirtschaft der Eurozone hat sich als widerstandsfähig erwiesen. Das Wachstum im zweiten Quartal, eine Verbesserung des Verbrauchervertrauens und öffentliche Ausgaben stützten die konjunkturelle Entwicklung. Gleichzeitig lag die Inflationsrate im August mit 3,2 % weiterhin deutlich über dem 2-Prozent-Ziel der Europäischen Zentralbank (EZB). In diesem Umfeld hob die EZB die Leitzinsen im laufenden Jahr bislang zweimal um jeweils 25 Basispunkte an – zunächst im Juni und erneut im September. Damit stieg der Einlagensatz auf 2,5 %. Aktuell geht der Markt von einer weiteren Zinserhöhung bis Jahresende aus, gefolgt von ein bis zwei weiteren Zinsschritten bis zum Frühsommer 2027. Eine potenzielle Belastung für die Eurozone ergibt sich aus der aktuellen Entwicklung der französischen Staatsfinanzen.

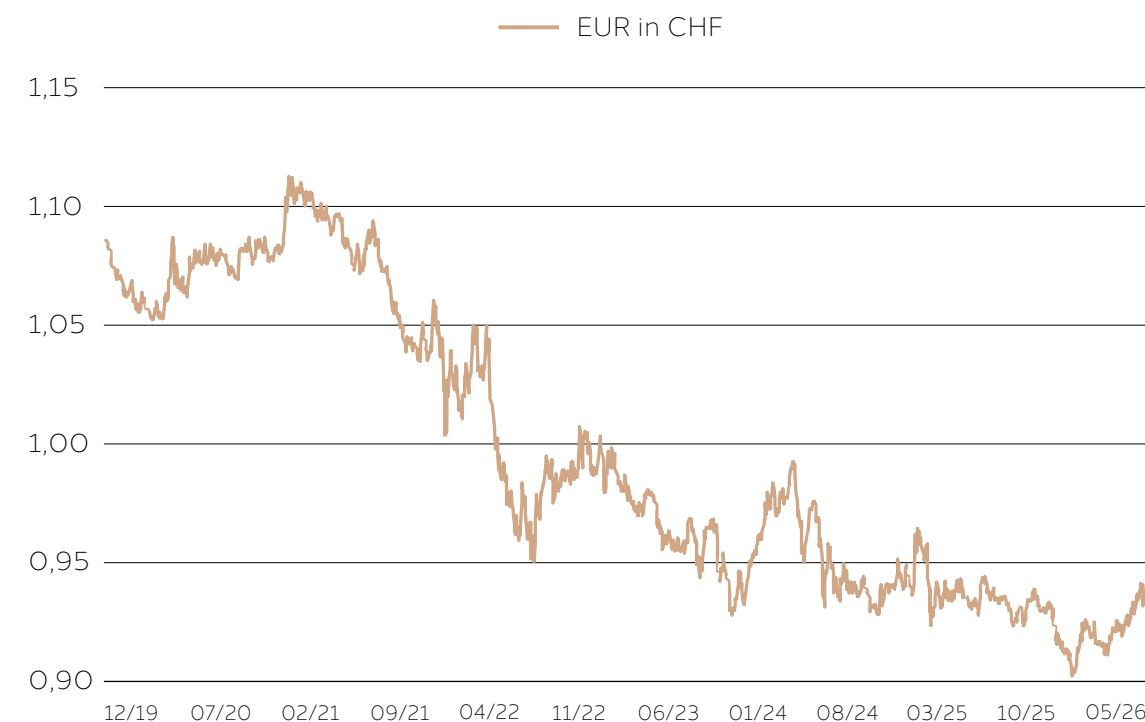
Im Gegensatz zur Eurozone halten wir den vom Markt erwarteten weiteren Zinserhöhungspfad

in den USA für zu ambitioniert und rechnen mit weniger Zinserhöhungen. Als Gründe hierfür gelten niedrigere Energiekosten, Basis-effekte sowie ein möglicher Wunsch der US-Notenbank, einen Konflikt mit Donald Trump wegen einer zu restriktiven Geldpolitik zu vermeiden. Damit dürfte ein erheblicher Teil der erwarteten geldpolitischen Straffung bereits in der jüngsten Dollaraufwertung berücksichtigt sein. Sollten die Zinserwartungen im weiteren Jahresverlauf zurückgehen, könnte dies den US-Dollar erneut unter Druck setzen. Ein zusätzlicher Risikofaktor ist die angespannte US-Finanzlage. Im August überschritt die Staatsverschuldung der USA erstmals die Marke von 40 Billionen US-Dollar. Die hohe Verschuldung und der rasche Anstieg könnten zukünftig das Vertrauen in den US-Dollar schwächen. Vor diesem Hintergrund sind wir für das Währungspaar EUR/USD auf 3-Monats- und 12-Monats-Sicht positiv positioniert.

Schweizer Franken zwischen Zinsnachteil und geopolitischen Risiken

Der Schweizer Franken tendierte im dritten Quartal zur Schwäche und wertete gegenüber der Europäischen Gemeinschaftswährung ab. Ein wesentlicher Treiber der zuletzt zu beobachtenden Schwächephase ist die unterschiedliche Zinsentwicklung. Während andere grosse Zentralbanken ihre Leitzinsen nach und nach anheben, belies die Schweizerische Nationalbank (SNB) den Leitzins auch im September unverändert bei 0 %. Mit 0,8 % ist die Teuerung im August zwar etwas angestiegen, liegt aber weiterhin komfortabel im Zielbereich der SNB. Der Anstieg ist zudem vor allem auf höhere Energie- und Importpreise zurückzuführen, während der inländische Preisdruck gering bleibt. Anders als in den meisten anderen Industrieländern besteht somit kein unmittelbarer Druck auf die Notenbank, ihre Geldpolitik restriktiver auszurichten. Dadurch vergrössert sich die Zinsdifferenz unter anderem zu deutschen Staatsanleihen, was den Franken belastet.

Von einer länger anhaltenden Schwäche des Frankens gehen wir jedoch nicht aus. Die ungeklärte Lage im Mittleren Osten und die Situation an der Strasse von Hormus bleiben ein erheblicher Risikofaktor. Die geopolitische Lage bleibt auch aufgrund des andauernden Krieges zwischen Russland und der Ukraine angespannt und grundsätzlich von zahlreichen Unsicherheiten geprägt. Dieses Umfeld spricht auch zukünftig für eine erhöhte Nachfrage nach dem Schweizer Franken als sicherer Hafen. 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 auch in den kommenden Monaten stützen. Vor diesem Hintergrund sind wir für das Währungspaar EUR/CHF sowohl auf Sicht von drei als auch von zwölf Monaten neutral positioniert.



Entwicklung des EUR/CHF-Wechselkurses

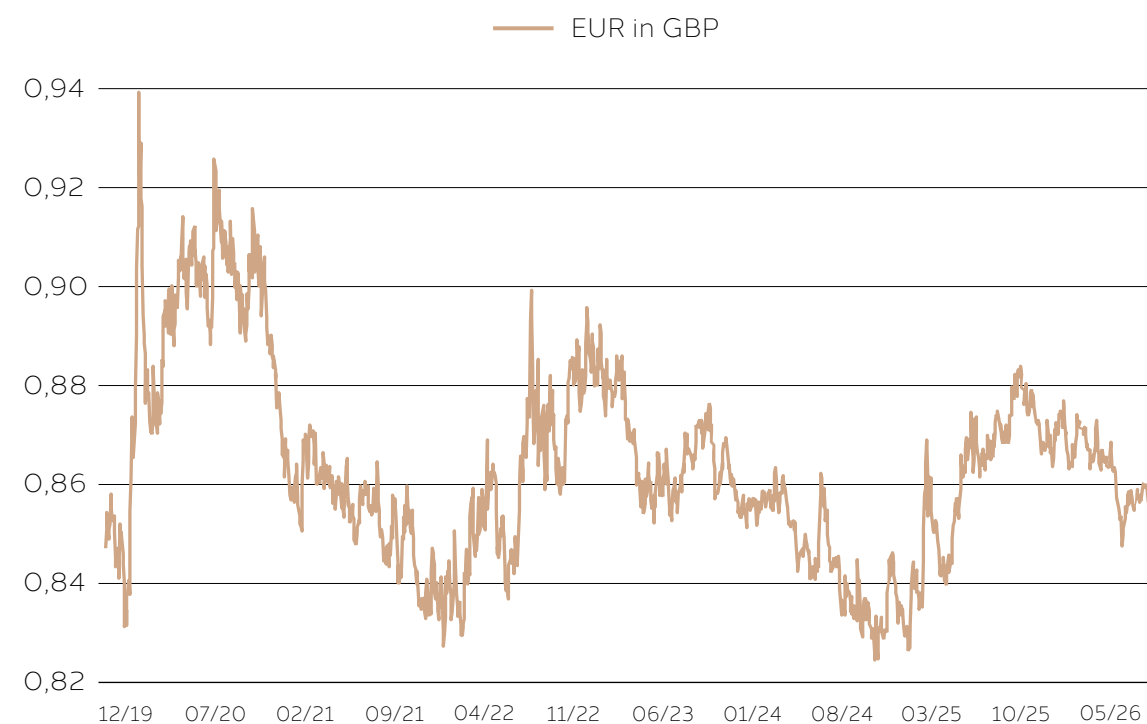
Quelle: Bloomberg, Bergos. Daten per 30.09.2026

Britisches Pfund ohne klare Impulse

Das britische Pfund entwickelte sich im vergangenen Quartal volatil seitwärts. Zuletzt überraschte das Wirtschaftswachstum in Grossbritannien positiv. Die Inflation ist hingegen erneut angestiegen und lag im August mit 3,1 % deutlich über dem Inflationsziel der Bank of England (BoE) von 2 %. Vor diesem Hintergrund liess die BoE ihren Leitzins im September zwar zum sechsten Mal in Folge unverändert bei 3,75 %, allerdings stimmten bereits drei der neun Mitglieder für eine Zinserhöhung. Gleichzeitig hat sich die Rhetorik zuletzt verschärft, sodass eine Zinserhöhung im November mittlerweile als nahezu sicher gilt. Davon konnte das britische Pfund in den vergangenen Wochen profitieren.

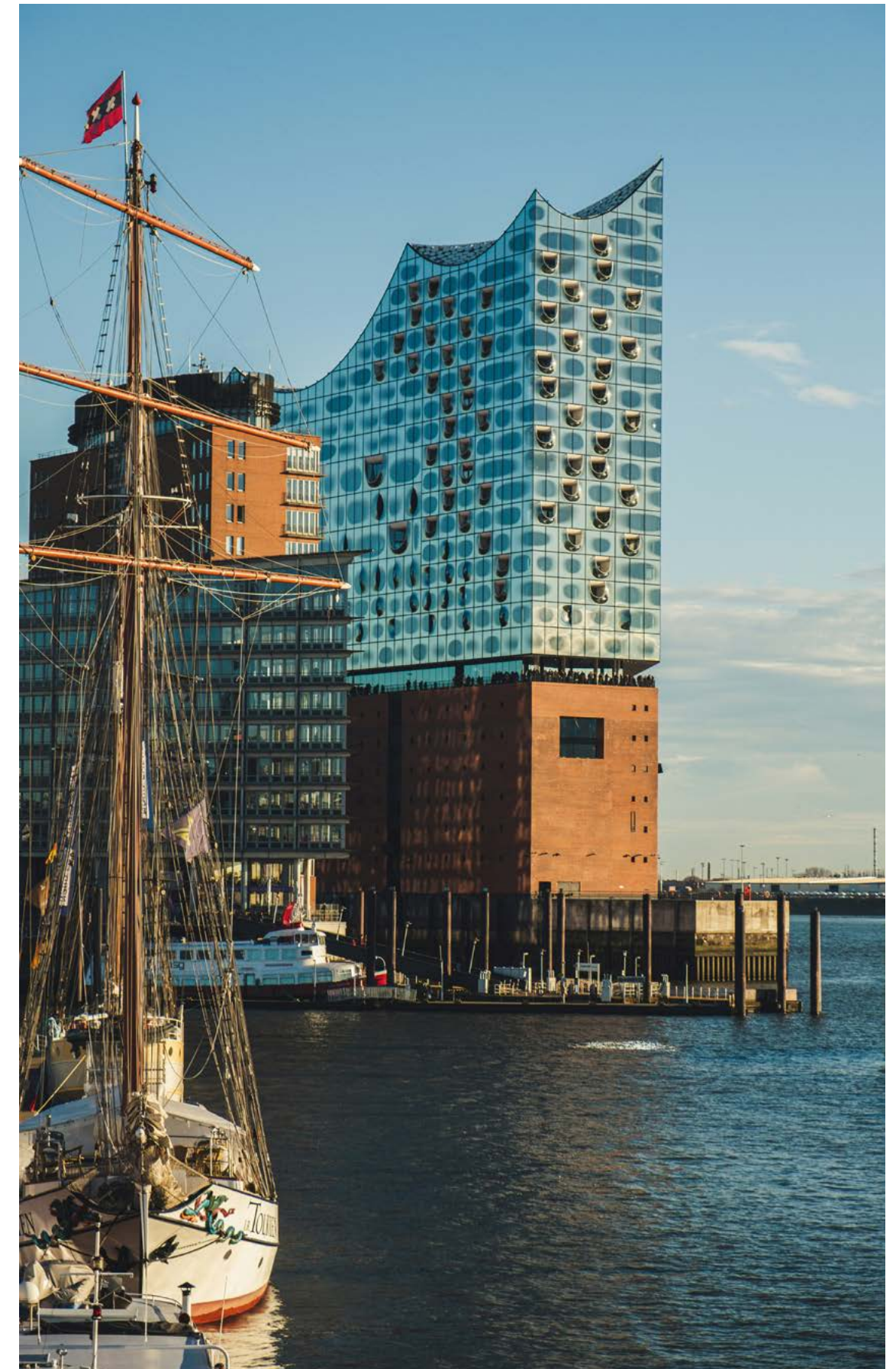
Nach dem Amtsantritt von Premierminister Andy Burnham im Juli richtet sich die Auf-

merksamkeit nun auf den Haushaltsplan, der am 28. Oktober vorgestellt wird. Der Haushalt wird vor dem Hintergrund stark steigender Renditen britischer Staatsanleihen vorgelegt, was den Druck auf die öffentlichen Finanzen weiter erhöht und den fiskalischen Spielraum einengt. Der Anstieg der Renditen spiegelt zwar anhaltende globale Inflationssorgen wider, doch die britische Schuldenstruktur bleibt besonders anfällig für höhere Finanzierungskosten. Ohne deutliche Steuererhöhungen oder Ausgabenkürzungen steht der Finanzminister vor einem schwierigen Balanceakt bei der Haushaltsplanung. Dies könnte für das Pfund eine Quelle der Unsicherheit darstellen. In diesem Umfeld sind wir für das Währungspaar EUR/GBP auf 3-Monats- und 12-Monats-Sicht neutral positioniert und erwarten eine weiterhin seitwärtsgerichtete Entwicklung.



Entwicklung des EUR/GBP-Wechselkurses

Quelle: Bloomberg, Bergos. Daten per 30.09.2026



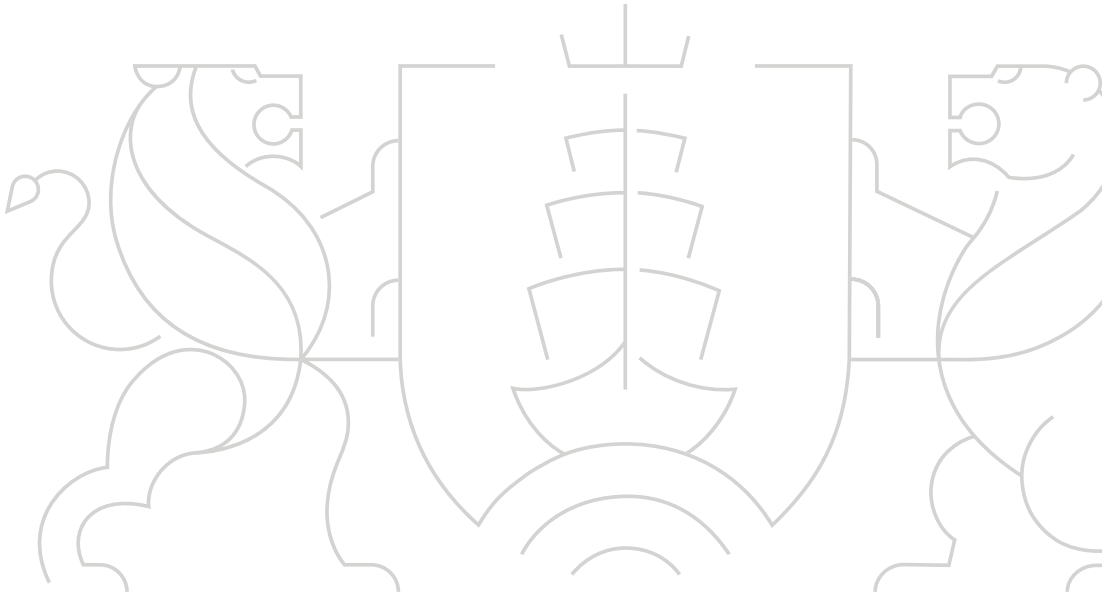
BERGOS

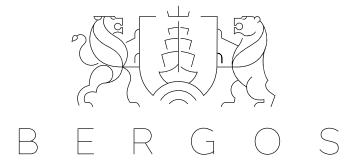
HAUSMEINUNG

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	○	○	●	○	○



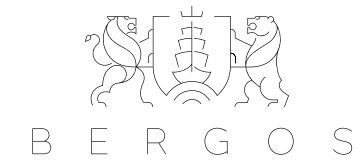
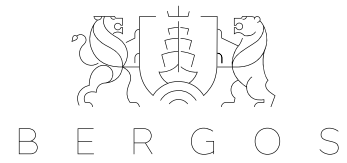


Diese Publikation dient ausschliesslich zu Informations- und Marketingzwecken. Die bereitgestellten Informationen sind nicht rechtsverbindlich und stellen weder Finanzanalysen noch einen Verkaufsprospekt, ein Angebot für Investmenttransaktionen, eine Vermögensverwaltung oder eine Anlageberatung dar und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