



Robuste Wirtschaftsaussichten

Trotz wilden handels- und geopolitischen Spannungen im Jahr 2025 wuchs die Weltwirtschaft um rund 3%. Dank einer gelockerten Geldpolitik und geringeren Handelsunsicherheiten kann davon ausgegangen werden, dass die Wirtschaftsaussichten trotz einer fragilen geopolitischen Stabilität weiterhin robust bleiben. Hinzu kommen wirtschaftliche Reformen und die Ausweitung der Nutznießer der technologischen Innovationen.

Insbesondere Schwellenländer, die wie Südkorea und Taiwan erhebliche Schritte der Digitalisierung und Automatisierung machten und ihr Investitionsklima massgeblich verbesserten, dürften das Wachstum vorantreiben. Sie wachsen seit vielen Jahren deutlich schneller als die Industrieländer und tragen inzwischen über 60% zum globalen BIP-Wachstum bei.

Die Adoption einer Vielzahl von KI-Anwendungsfällen auch in

Schwellenländern sorgt dafür, dass sich die Produktivitätsverbesserungen vermehrt global verteilen. Die Wertschöpfung weitet sich zunehmend über die disruptiven Wegbereiter der USA aus. Die rasche KI-Adoption von transformativen Innovationen ist gewiss ein Wachstumstreiber in Asien, aber vermehrt auch in Europa.

Dagegen kämpfen in den USA immer mehr Unternehmen mit Finanzierungsrisiken der KI-Dynamik. Sie erhöhten die Investitionen 2025 um 50% bis 70%, im 2026 sind zusätzliche 15% bis 30% geplant. Zirkuläre Investitionen schaffen Intransparenz über das wahre Ausmass der mit Zahlungsbereitschaft untermauerten KI-Nachfrage. Was klar ist: Die Kaufkraft der privaten Haushalte bleibt unter Druck, ebenso der Arbeitsmarkt (steigende Arbeitslosigkeit, real sinkende Löhne). Denn der KI-Boom führte bislang nicht zu einem Stellenzuwachs.

2025 mit positiven Renditen abgeschlossen

Die Portfolios legten im Dezember nochmals leicht zu und so schlossen alle Lösungen das Kalenderjahr mit einer positiven Rendite ab. Einige Entscheide waren richtig, einige nicht. Vor allem verpassten wir die Edelmetallrallye von Gold (+50% in CHF) und Silber (+160%), während das «digitale Gold» Bitcoin (-20%) spürbar zurückging. Die Rendite lag in den ausgewogenen Strategien (Revo3) bei +3.8%. Im aktienbetonten Revo5 war die Rendite bei +5.2%. Einen tollen Jahresabschluss erzielten die dividendenorientierten Lösungen (+12.3%). Diese gibt es seit 2025 auch in der gebundenen Vorsorge (Freizügigkeit, 3a).

Damit man diese Renditen ins richtige Licht stellen kann, weisen wir noch auf verschiedene Vergleichsgrössen hin. Mit passiven Anleiensstrategien liess sich 2025 kaum etwas verdienen. Der Swiss Bond Index (AAA-BBB Total Return) beendete das Jahr leicht im Minus (-0.1%), der Weltanleiensindex leicht im Plus (+0.3%, in CHF

abgesichert). Unsere Anleienslösungen erzielten eine höhere Rendite. Der konservative Zugerberg Income Fund beendete das Jahr 2025 (+1.4%) auf überzeugendem Niveau und der risikofreudigere Credit Opportunities Fund (+3.4%) erzielte ein Jahresergebnis im Rahmen unserer hohen Erwartungen.

Deutlich darüber lag die Rendite des Swiss Market Index (+14.4%), während die US-amerikanischen Indizes im Jahr 2025 eher enttäuschten. Diese liegen teils sogar im Minus (Dow Jones -0.9% in CHF) oder nur moderat im Plus (S&P 500 +2.1%, Nasdaq +5.2%). Das beeinflusste auch die Performance des Weltaktienindex, der zu über 71% von den US-Aktien geprägt ist. Die Jahresrendite 2025 des Weltaktienindex MSCI World (+4.8% in CHF) liegt etwa in der Grössenordnung der Performance der Revo5-Lösung und jene der dividendenorientierten Strategien etwa im Rahmen des SMI.

Vorwiegend einzeltitelbasierte Strategien

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Dezember 2025	2025
Zugerberg Finanz R1	-0.2%	+1.6%
Zugerberg Finanz R2	+0.3%	+2.8%
Zugerberg Finanz R3	+0.4%	+3.8%
Zugerberg Finanz R4	+0.6%	+4.2%
Zugerberg Finanz R5	+0.7%	+4.4%
Zugerberg Finanz RDividenden	+2.2%	+14.1%
Zugerberg Finanz Revo1	-0.5%	+1.8%
Zugerberg Finanz Revo2	+0.0%	+2.8%
Zugerberg Finanz Revo3	+0.2%	+4.0%
Zugerberg Finanz Revo4	+0.2%	+4.5%
Zugerberg Finanz Revo5	+0.4%	+5.5%
Zugerberg Finanz RevoDividenden	+1.9%	+12.7%
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	-1.1%	+11.2%
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	-1.1%	+13.7%
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	-1.1%	+15.8%

Zugerberg Finanz Freizügigkeit

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Dezember 2025	2025
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5	-0.7%	+0.3%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R1	+0.0%	+2.1%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R2	+0.0%	+2.8%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3	+0.2%	+4.6%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R4	+0.6%	+5.0%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R5	+0.7%	+4.4%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit RDividenden	+2.2%	+14.1%

Zugerberg Finanz 3a Vorsorge

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Dezember 2025	2025
Zugerberg Finanz 3a Revo1	-0.5%	+1.8%
Zugerberg Finanz 3a Revo2	+0.0%	+2.8%
Zugerberg Finanz 3a Revo3	+0.2%	+4.0%
Zugerberg Finanz 3a Revo4	+0.2%	+4.5%
Zugerberg Finanz 3a Revo5	+0.4%	+5.5%
Zugerberg Finanz 3a RevoDividenden	+1.9%	+12.7%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	-1.1%	+11.2%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	-1.1%	+13.7%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	-1.1%	+15.8%

* Die angegebene Wertentwicklung ist netto, nach Abzug aller laufenden Kosten, ohne Berücksichtigung von Abschlusskosten.

Makroökonomie

Reales Weltwirtschaftswachstum von 3%



(Bildquelle: stock.adobe.com)

Die Weltwirtschaft dürfte im Jahr 2026 um rund 3% real zulegen. Allerdings werden die westlichen Industriestaaten wenig dazu beitragen. Der grösste Teil fällt auf Schwellenländer, wobei Indien mit einer realen Wachstumsrate von geschätzten 7% die Spitze anführt. Die USA verlieren gegenwärtig an Wettbewerbsfähigkeit, im Kampf um Zukunftstechnologien wie auch im Kampf um Talente. Zudem kämpft die grösste Volkswirtschaft mit steigender Arbeitslosigkeit, zollbedingtem Inflationsschub und sinkendem Konsumentenvertrauen.

Der gegenwärtige Weltwirtschaftszyklus ist stark von Künstlicher Intelligenz (KI) und weiteren Technologien geprägt, welche gewaltige Auswirkungen auf unterschiedlichsten Gebieten haben werden: Von zahlreichen Beispielen in den Gebieten Mobilität, Gesundheit und Bildung liegen uns lediglich allererste Erfahrungen vor. Und diese zeigen auf, dass die KI-getriebenen Innovationen weltweit einen neuen, rasanten Wettbewerbszyklus eingeläutet haben.

Wie sich die Politik des Weissen Hauses auf diese Entwicklung auswirkt, sehen wir allmählich. Die Einwanderungspolitik in den USA hat erstmals in ihrer 250-jährigen Geschichte einen negativen Saldo. Dabei waren gerade die grossen Tech-Unternehmen auf die Zuwanderung hochqualifizierter Fachkräfte angewiesen. Einwanderung ist ein Erfolgsrezept für Innovation in den USA, und zur Mentalität gehört es, extrem hart zu arbeiten. Die meisten Gründer von Tech-Unternehmen sind Einwanderer oder Kinder von Einwanderern. Aber derzeit geht der Trend in die umgekehrte Richtung. Auch die Universitäten sind nicht mehr in der Lage, die besten Leute aus der ganzen Welt anzuziehen und zu behalten. An fast jeder Uni geht

die Zahl von Bewerbern aus dem Ausland zurück.

In zahlreichen Gebieten verfügen die europäischen Universitäten über mehr Kenntnisse und mehr Anziehungskraft. Wenn es in Europa auch noch gelänge, die Regulierungskultur einzudämmen, innovative Start-ups zu fördern und das Unternehmertum zu stärken, gäbe es echte Hoffnungen auf einen nachhaltigen Wirtschaftsaufschwung. Es sind bereits zwei Dutzend US-Techunternehmen, die sich im Raum Zürich niedergelassen haben, um Humanressourcen hier zu rekrutieren. Google hat den grössten Forschungsschwerpunkt ausserhalb des Silicon Valleys mit rund 6'000 Mitarbeitern in Zürich, Apple in München, andere in Berlin oder in London oder in Paris.

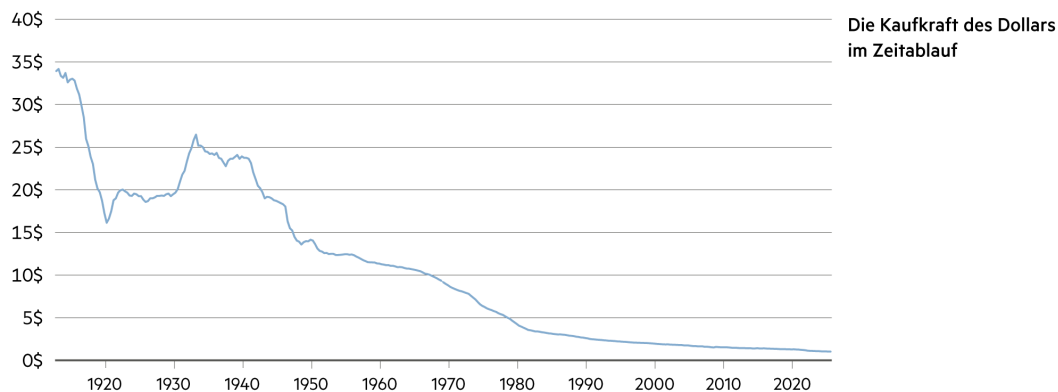
In der Weltwirtschaft wird es weder um Zölle noch um Völkerrecht gehen, auch nicht um Leitzinsen oder globale Handelsströme. Prägend wird sein, wo die (hoch)qualifizierten Arbeitskräfte sind und hingehen möchten, wo sie ihr Leben innerhalb und ausserhalb einer Unternehmung gestalten möchten. Deshalb haben gerade auch europäische Unternehmen wie Siemens, Schneider Electric oder auch ABB mit einer liberalen Unternehmenskultur echte Chancen, globale Leader zu werden und zu bleiben.

Ein weltwirtschaftlicher Stressfaktor bleibt China, das zunehmend auf eine technologische Autarkie setzt. Der Binnenmarkt bleibt schwach. Preise und Löhne entwickeln sich wie die Immobilienbewertungen südwärts. In diesem deflationären Umfeld führen die Überkapazitäten zu einem mörderischen Preiswettbewerb, der auch die Exportmärkte erfasst.

Region	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Schweiz	↗	↗	Realistisch ist ein reales BIP-Wachstum in der Bandbreite zwischen 1.2% und 1.5% bei einer kaum spürbaren Inflationsrate.
Eurozone, Europa	↗	↗	Die Inflation im Euroraum dürfte sich bei unter 2% einpendeln. Die BIP-Zuwächse aus Frankreich und Deutschland werden grösser, jene aus dem Süden geringer.
USA	↗	↗	Mit einem realen BIP-Wachstum von 2.0% liegen unsere Einschätzungen eher etwas über dem Konsens. Viele erwarten eine deutlichere Abkühlung.
Rest der Welt	↗	↗	China implodiert im Inneren (Deflation und Arbeitslosigkeit) und wächst dank ungebremstem Exportwachstum, v. a. nach Europa und in den Globalen Süden.

Liquidität, Währung

Die sinkende Kaufkraft des Dollars



Je älter die Menschen in den USA werden, desto stärker sind sie vom Wertverlust ihrer Währung geprägt. Vor etwas mehr als hundert Jahren wurde mit dem Federal Reserve Act die gesetzliche Grundlage geschaffen, um die grösste Volkswirtschaft der Welt mit Geld zu versorgen. Doch das Geldangebot wuchs derart rasch, dass damit nicht nur hohe Inflationsraten, sondern auch ein beschleunigter Wertverlust einhergingen.

1910 konnte man mit einem Dollar noch 30 Hershey Schokoladentafeln kaufen (seine schweizerischen Vorfahren hiessen Hirschi, aber der Name wurde in den USA umgewandelt). Heute kostet eine Milchschokoladetafel im Walmart 1.82 – also 55 mal mehr. Umgekehrt lässt sich errechnen, dass in gut einem Jahrhundert mehr als 98% der Kaufkraft vernichtet wurden. 1.00 Dollar entspricht heute nur der Kaufkraft von weniger als 0.02 Dollar.

Seit der Einführung flexibler Wechselkurse im Jahr 1971 hat der Dollar auch in seinem Aussenwert herbe Einbussen erlitten: -81.4%. Für einen Dollar musste man zunächst noch 4.30 Franken bezahlen, heute sind es noch 79 Rappen. Dieser Kaufkraftverlust hat eine weitere Komponente. Wir müssen auch fortan mit einer jährlichen Werteinbusse von 3% rechnen. Allerdings dürfte der Verlauf kaum linear erfolgen. Deshalb könnte man auf die Idee kommen, die Währung abzusichern. Das kostet derzeit 3.8% jährlich. Im Jahr 2024 hätte es sich nicht gelohnt, im Jahr 2025 schon. Ob es sich 2026 lohnen wird, ist schwer zu prognostizieren.

Die geringeren Währungsabsicherungskosten gegenüber dem Euro (ca. 2.1%) sind Ausdruck einer nachhaltigeren Fiskal- und Geldpolitik sowie einer geringeren Inflations- und Zinsdifferenz. Beim Dollar

könnte die politische Vertrauenskrise im 2026 einer Bodenbildung im Weg stehen. In der Vergangenheit hat der Dollar immer dann nachgegeben, wenn die Fed die Zinsen gesenkt hat und die USA nicht in einer Rezession steckten. Darüber hinaus könnten die Märkte ihre Erwartungen hinsichtlich mehrerer Zinssenkungen durch die Fed im Jahr 2026 mit dem Amtsantritt eines neuen, Trump-hörigen Fed-Vorsitzenden noch verstärken. Dazu gesellen sich auch Fragen zur Verbindung des Fed-Vorsitzenden zum Weissen Haus. Das könnte zu einer zusätzlichen Währungsabschwächung führen.

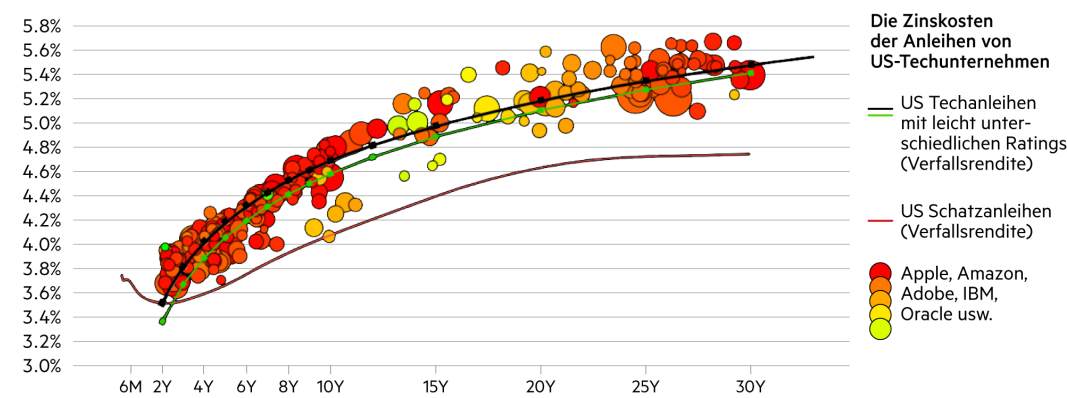
Wichtig in diesem Zusammenhang ist jeweils, ob man die Dollar- oder die Franken-Brille aufsetzt. Im vergangenen Jahr stiegen die US-Aktienmärkte imposant, doch sah die Rendite in Franken konvertiert mässig aus. Der Dow Jones (mit Aktien wie Nvidia, Apple, Amazon, Microsoft, Salesforce, Cisco) stieg +13.0% in Dollar. In Franken resultiert daraus eine Rendite von -1.3% (!). Der Technologie-Index Nasdaq (+20.2% in USD) schnitt in Franken (+5.0%) weniger gut ab als der Schweizer SMI (+14.1%). Und der breite S&P 500 Index aus den USA (+16.1% in USD) lässt sich in magere +1.0% (in CHF) konvertieren.

Auch die chinesische Währung entwickelte sich schwach, so dass der in Hong Kong gehandelte Hang Seng Index (+13.8% in CHF) und der Shanghai/Shenzhen Index CSI 300 (+12.2%) auch nicht aussergewöhnliche Renditen erzeugten – und dies in einem Jahr, das mit DeepSeek den US-Techgiganten einen wichtigen Denkmalsstein verpasste. Diese mussten rasch lernen: Der technologische Wettbewerb beschränkt sich nicht nur auf die Player im Silicon Valley.

Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Bankkonto	↘	↘	Die Inflation dürfte an der unteren Grenze des SNB-Zielbandes verbleiben. Weitere Zinssenkungen sind nicht zu erwarten. Auf Bankkontos gibt es keinen Zins mehr.
Euro / Schweizer Franken	→	→↗	Im Jahr 2025 bewegte sich der EUR/CHF grösstenteils seitwärts. EZB und SNB belassen ihre Leitzinsen, entsprechend stabil bleibt die Zinsdifferenz.
US-Dollar / Schweizer Franken	→	↘	Aufgrund der erwarteten Zinssenkungen dürfte der USD bei anhaltend hoher Inflation im 2026 eine weitere Abschwächung erfahren.
Euro / US-Dollar	↗	↗	Der EUR/USD wertete sich 2025 stark auf. Im Jahr 2026 sehen wir nur noch ein begrenztes Aufwärtspotenzial für den Euro.

Anleihen

US-Techunternehmen verschulden sich



Die Zinskosten der Anleihen von US-Techunternehmen; Daten per 31. Dezember 2025 (Quelle: Bloomberg L.P. | Grafik: Zugerberg Finanz)

Die grössten Unternehmensanleihen, die im vergangenen Jahr auf den Markt kamen, wurden von US-Techunternehmen emittiert. Das hängt mit den enormen Investitionen in Data Center zusammen, welche nicht mehr allein aus dem erarbeiteten Cashflow finanziert werden können. Dabei ist von unserer Seite auch etwas Skepsis erlaubt. Denn es steht der Beweis aus, dass sich sämtliche Investitionen monetarisieren und rentabilisieren lassen.

Zu Beginn des Jahres blicken Anleger auf das Gesamtjahr und dessen Perspektiven. Am Anleiensmarkt blickt man auf die gesamte Zinskurve und wie sie sich verändert. Wird sie steiler oder flacher, wie stark? Derzeit sorgt man sich weniger um die Rückzahlungen, sondern um das Emissionsvolumen von neuen Anleihen. Wenn die staatlichen Haushaltsdefizite ansteigen, wie dies von den USA über Europa bis nach Indien und China der Fall ist, bleibt mit einem Rekordvolumen von Staatsanleihen zu rechnen. Allein der Markt für US-Schatzanleihen hat sich seit 2018 auf über 30'000 Milliarden verdoppelt.

Innerhalb von Europa verfolgen einige Länder eine solide Haushaltsstrategie. Deshalb sind von den Schwergewichten Italien und Spanien weniger Emissionen zu erwarten, auch bei den kleineren Ländern wie Portugal, Griechenland und Irland dürfte das Emissionsvolumen rückläufig sein. Dagegen erhöht sich jenes von Deutschland mit seiner expansiven Fiskalpolitik zugunsten der Erneuerung der störanfälligen Infrastruktur und einer verbesserten Verteidigungsfähigkeit. Könnte die Regierung dringende Reformen genauso schnell beschliessen, wie sie neue Schulden aufnimmt, wäre nicht nur Deutschland, sondern ganz Europa deutlich weiter.

Wie der Markt im neuen Jahr auf die Flut von Emissionen reagieren

wird, lässt sich nicht abschätzen. Durchaus denkbar ist, dass Deutschlands ambitioniertes Konjunkturprogramm überraschend gut anläuft: Dann wird das Angebot von Anleihen gerne aufgenommen. Umgekehrt lässt sich nicht übersehen, dass der langfristige Trend der Staatsschulden in den Industrie- wie auch in den Schwellenländern wenig ermutigend ist und das Risiko steigender Kreditrisikoprämien birgt. Auch für Deutschland gilt: Eine Regierung ohne Reformkraft gilt als Risiko.

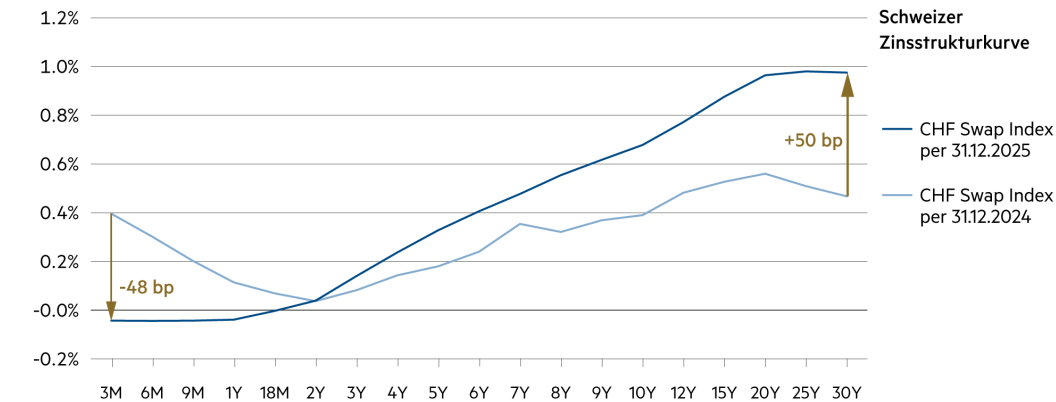
Aktuell lassen sich mit zehnjährigen US-Staatsanleihen Renditen von 4.1% in Dollar erzielen. Die Währungsabsicherung gegenüber dem Franken kostet allerdings 3.8% jährlich, d. h. netto ist die Renditeaussicht praktisch Null. Wer niedrigere Langfristzinsen in den USA erhofft, könnte in den nächsten Quartalen jedoch von Kursgewinnen profitieren. Die Anlagechancen könnten sich mit langfristigen Anleihen spürbar erhöhen, falls sich die Inflations- und Zinserwartungen in die «richtige» Richtung entwickeln.

Aus fundamentaler Sicht versprechen Unternehmensanleihen mehr Wertpotenzial. Sie sind zusätzlich zur Staatsanleiensrendite mit einem unternehmensspezifischen Risikoaufschlag versehen. Die beliebten US-Technologieunternehmen verfügen über solide Bilanzen und vielfach über eine sehr hohe Bonität. Da handelt es sich häufig um Aufschläge von nur 40 bis 90 Basispunkten (BP) gegenüber einer Staatsanleihe. Je länger die Laufzeit, desto höher ist der Aufschlag. Das sorgt dann dafür, dass eine 25-jährige Anleihe von Microsoft, Alphabet oder Apple eine Rendite von rund 5.2% abwirft, jene von IBM 5.7%. Wenn das Vertrauen verloren geht, springt der Aufschlag rasch in die Höhe. Oracle muss trotz gutem Rating einen Risikoaufschlag von 160 BP in Kauf nehmen.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Staatsanleihen	➔	➔	Die Inflationsdifferenz zwischen den USA und der Eurozone erschwert die Emission von neuen US-Schatzanleihen zu einem deutlich tieferen Zinssatz als gegenwärtig.
Unternehmensanleihen	↗	↗	Es ist ein spannendes und herausforderndes Anlagesegment, in das zu investieren sich lohnt, wenn man einen disziplinierten, selektiven Pfad verfolgt.
Hochzins-, Hybride Anleihen	↗	↗	Die Entwicklung dieses Segments ist eng an die (derzeit positive) konjunkturelle Entwicklung gebunden. Deshalb lohnt sich ein gewisses Mass an Risikotoleranz.

Zugerberg Finanz Anleihenslösungen

Solide Renditen im Jahr 2025 erzielt



Schweizer Zinsstrukturkurve vom 31.12.2024 im Vergleich mit dem 31.12.2025 (Quelle: Bloomberg L.P. | Grafik: Zugerberg Finanz)

Unsere Anleihenslösungen haben sich im Jahr 2025 bewährt und solide positive Renditen abgeworfen. Im Zugerberg Income Fund (+1.3%) liegt die Rendite erwartungsgemäss etwas tiefer als im risikofreudiger positionierten Credit Opportunities Fund (+3.4%). Das ist keineswegs selbstverständlich, denn die Schweizer Zinsstrukturkurve hat sich im vergangenen Jahr deutlich versteilt. Am kurzen Ende fielen die Zinsen leicht ins Minus und am langen Ende locken deutlich höhere Renditen als vor einem Jahr.

Der Swiss Bond Index (AAA bis BBB Total Return Index), der die Anleihen auf dem Franken-Kapitalmarkt repräsentiert, beendete das Jahr 2025 leicht im Minus (-0.1%). Generell ist von der Anlegerseite jedoch mehr die Überlegung im Raum, sich eher verstärkt in Unternehmensanleihen zu engagieren als in Staatsanleihen, die kaum eine Rendite abwerfen.

Mit unseren aktiven Anleihenslösungen, die auf Unternehmensanleihen basieren, haben wir die passive Indexlösung verhältnismässig deutlich übertroffen. Noch mehr fällt ins Gewicht, dass dies mit einer geringeren Volatilität erzielt wurde, d. h. risikoadjustiert haben unsere Lösungen im Bereich der Anleihen überzeugt.

Die Zinsstruktur auf dem Kapitalmarkt hat sich im vergangenen Jahr stark verändert. Die Versteilung zeigt sich auf beiden Seiten. Am kurzen Ende liegen die Zinsen nach zwei Zinssenkungsschritten durch die Schweizerische Nationalbank rund 48 Basispunkte tiefer als vor einem Jahr. Am langen Ende wirken die Marktkräfte. Bereits ab zwei Jahren bis zum Rückzahlungstermin einer Anleihe liegen die Renditen höher als vor einem Jahr. Bei den 30-jährigen Anleihen

sind es 50 Basispunkte mehr Rendite jährlich. Genau diese Zinssensitivität führte zu heftigen Kurseinbussen auf längerfristigen Anleihen.

Mit dem etwas risikofreudigeren Credit Opportunities Fund (COF) ist man in Unternehmen investiert, deren Rating zwar nicht top ist, dafür liegt die durchschnittliche Dauer bis zur Rückzahlung bei etwa drei Jahren. Zinsänderungen spielen eine untergeordnete Rolle. Und mit über 200 Anleihen ist das Gefäss stark diversifiziert. Sollte ein einzelnes Unternehmen einmal in Schwierigkeiten geraten, reisst es nicht gleich den ganzen Fonds mit.

Gerade mit dem COF lässt sich nach 13 Jahren festhalten, dass die erzielten Renditen, bereinigt um die Kursschwankungen (Volatilität), ein beeindruckendes Bild gegenüber dem Swiss Bond Index abgeben: Das Rendite-Risiko-Verhältnis ist deutlich besser. Die Anleihen erholen sich nach Kurseinbrüchen viel schneller. Das zeigte sich auch in den vergangenen fünf Jahren. Die Leitzinserhöhungen von 2022 sorgten für den stärksten Einbruch der Anleihensurse seit 50 Jahren. Der Swiss Bond Index hat sich davon immer noch nicht vollständig erholt. Der COF dagegen liegt rund 8% über dem Niveau vor fünf Jahren. Ein gewisses Mass an Risikotoleranz lohnt sich, vor allem, wenn man anschliessend auch in der Lage ist, die Kurseinbrüche durchzustehen.

Als Diversifikation setzen wir auch von der AWI Anlagestiftung den Infrastructure Debt Fund ein. Mit einer Rendite von +1.6% hat auch dieser Fonds im vergangenen Jahr bei einer moderaten Volatilität den Swiss Bond Index klar übertroffen.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendite 2025 (seit Jahresbeginn)	+1.3%	+3.4%
Rendite seit Beginn (annualisiert)	-6.5% (-0.9%)	+38.9% (+2.5%)
Anteil positiver Renditemonate	57%	68%
Kreditrisikoprämie in Basispunkten (vs. Vormonat)	92 BP (-1 BP)	408 BP (-4 BP)
Durchschnittliches Rating (aktuell)	A	BB+

Weiterführende Informationen finden Sie in den [Factsheets](#) zum Zugerberg Income Fund und Credit Opportunities Fund.

Immobilien, Infrastruktur

Infrastruktur im Aufwind



Ein Datacenter in der Schweiz (Bildquelle: Implenia)

Mit Infrastruktur-Unternehmen haben wir im vergangenen Jahr sehr positive Gesamtrenditen erzielt. Im laufenden Jahr erwarten wir weitere Gewinnsteigerungen und steigende Dividendenerträge, die über dem Durchschnitt des breiten Aktienmarktes liegen. Das Aufwärtspotenzial ist noch längst nicht ausgeschöpft, denn günstige Bewertungen rechtfertigen zumindest teilweise eine Neubewertung dank weniger ertragsvolatilen Geschäftsmodellen und einer ungebrochenen Nachfrage nach Datacenter.

Aus Investorensicht halten wir Infrastrukturaktien wie Engie (+43% Kursveränderung im vergangenen Jahr in CHF), Veolia (+11%) und E.ON (+39%) weiterhin für attraktiv. Auch an BKW (+6%) werden wir festhalten und mit Enel das Infrastrukturportfolio stärken, denn die Aussichten auf Wachstum bleiben ausgezeichnet. Die Nachfrage nach Datacenter bleibt ungebrochen. Diese stellen besondere Erfordernisse an Stromerzeugung und -verteilung. Im Fokus stehen hohe Energieeffizienz, Stabilität und Sicherheit der Versorgung zu marktgerechten Preisen.

Hochmoderne Datacenter bilden das Rückgrat unserer Wirtschaft – u. a. für Finanzdienstleistungen, für Technologie und Forschung ebenso wie für Elektromobilität und selbststeuernde Automobile. Zugleich profitiert Europa von deregulierten Strommärkten. Märkte neigen nicht dazu, ins Ungleichgewicht respektive unbedacht in eine strukturelle Verknappung zu geraten. Vielmehr werden die Investitionskosten abgewogen und Mindestanforderungen an die Kapitalrendite festgelegt. Erst bei erhöhter Planungssicherheit durch langjährige Verträge mit eingebauten Inflationsschutzklauseln

wird überhaupt eine Infrastruktur-Investition ins Auge gefasst.

Derzeit steigen sowohl die Nachfrage der Energieversorgung durch Datacenter als auch der industrielle Verbrauch so stark, dass Elektrifizierungspläne und Stromversorgungslösungen beschleunigt zur Verfügung gestellt werden müssen, will man in der Wettbewerbsfähigkeit nicht zurückfallen. Datacenter sind nur ein Element in einem sich dramatisch verändernden Umfeld in Europa, und ihre Auswirkungen sollten auf zirkuläre, allumfassende Weise bewertet werden, wie dies bei allen anderen Faktoren dieser Entwicklung zunehmend der Fall ist.

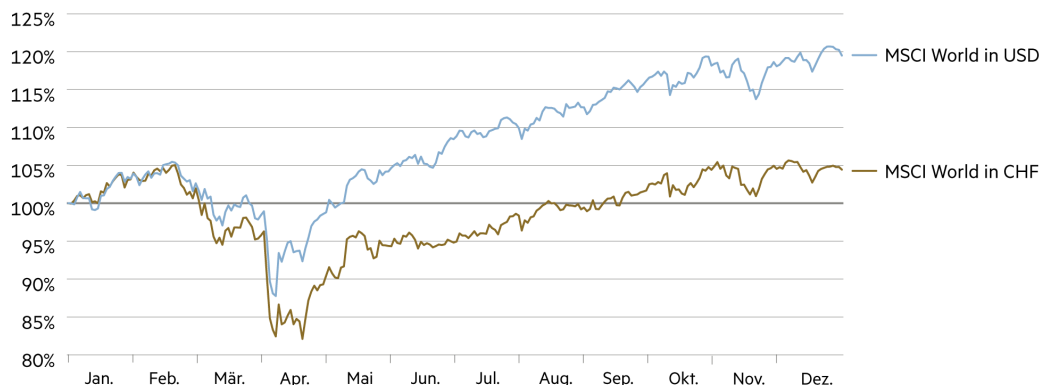
Eine störanfällige Infrastruktur zu modernisieren, bleibt das Gebot der Stunde. Das betrifft Strom- und Schienennetze, Häfen, Autobahnen, aber zunehmend auch Kommunikationsnetze bis ins Weltall (Satelliten).

Überzeugt bleiben wir investiert im Flughafen Zürich (+16%). Die vom Management kommunizierte Erwartung von rund 32 Millionen Passagieren im Gesamtjahr dürfte wohl klar übertroffen werden. Interessant bleibt, dass das Unternehmen immer mehr auf den Ertrag ausserhalb des regulierten Geschäfts setzt, beispielsweise die Verkaufsflächen vor und hinter der Sicherheitskontrolle, die Immobilien wie The Circle und das Radisson-Blu Hotel sowie die Auslandsbeteiligungen (z. B. Noida in Indien). Da zeichnet sich eine erhebliche Dividendenerhöhung ab, die zu einer Ausschüttungsrendite von 3.0% führen sollte – mit steigender Ausschüttungstendenz in den kommenden Jahren.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Wohnliegenschaften CH	↗	↗	Der im Kern von Wohnrenditeliegenschaften geprägte Immobilienfondsindex SWIT (+9.7%) performte 2025 gut. Das Kurssteigerungspotenzial ist nun jedoch gering.
Büro-, Verkaufsliegenschaften CH	→↗	↗	Mit einem Zuwachs von 4% allein im Dezember hat sich unsere Ergänzung Swiss Prime Site im Immobilien- und Infrastruktur-Bereich gut eingefügt.
Immobilienfonds CH	→	→↗	Der Schweizer Immo-Fonds Index (CHREF) bewegt sich praktisch auf seinem Allzeithoch. Die letzten 12 Monate sorgten für eine Rendite von +8.4%.
Infrastrukturaktien/-fonds	↗	↗	Mehrere Infrastrukturaktien bleiben auch wichtige Elemente in unseren DecarbRevo Lösungen, weil sie eine Strategie der Dekarbonisierung verfolgen.

Aktien

Künstliche Intelligenz treibt die Märkte



Der «Weltaktienindex» MSCI World 2025 in USD und in CHF (Quelle: Bloomberg L.P. | Grafik: Zugerberg Finanz)

Künstliche Intelligenz (KI) treibt derzeit immer noch die Märkte.

Sam Altman, der CEO des KI-Unternehmens OpenAI, hat die «Alarmstufe rot» ausgerufen. Mit «ChatGPT» löste OpenAI vor drei Jahren den gegenwärtigen Boom aus. Doch andere machten ebenfalls Fortschritte, OpenAI gerät in Panik, nicht nur wegen der chinesischen und europäischen Konkurrenz. Der Suchmaschinenbetreiber Google entwickelte eine fortschrittliche KI-Lösung mitsamt hochleistungsfähigen Chips und katapultierte sich damit an die Spitze des Wettbewerbs.

Es geht immer auch weiter mit der Suche nach Kapital und Talenten, während Kleinere mit den mächtigen Tech-Monopolen Amerikas konkurrieren, die schneller Geld drucken als das Fed in der Pandemie. Meta (Facebook) mischt auch mit. Zuckerberg plant Berichten zufolge, seine Ausgaben für Metaverse um 30% zu kürzen und günstigere AI-Chips von Google statt von Nvidia zu kaufen, um die Ressourcen weiter auf den Sieg im KI-Wettlauf zu konzentrieren.

Es herrscht das typische Silicon Valley-Verhalten: Koopetition – Kooperation mit demselben Unternehmen auf einigen Gebieten, Konkurrenz und Wettbewerb auf anderen. Niemand kann auch nur andeutungsweise sagen, was es bedeutet, diesen Wettlauf zu gewinnen. Aber jeder, der bereits alles auf KI gesetzt hat, weiss, dass eine Niederlage keine Option ist. Der Wettbewerb wird also immer intensiver. Es lohnt sich, darüber nachzudenken, dass so etwas noch nie in der Geschichte vorgekommen ist. Die mächtigsten Unternehmen der Welt haben zwar ihre Hauptsitze in Kalifornien, doch sie schöpfen nicht mehr einfach nur ihre Monopole aus. Sie nutzen die weltweit besten intellektuellen Tech-Talente und eine beispiellose Summe an Kapitalausgaben bei einem Wettlauf ins Unbekannte,

ohne Leitplanken, ohne Airbags, ohne Garantien.

Konkurrenz droht auch aus China, wo nach den frühen KI-Entwicklern DeepSeek und Moonshot AI sich inzwischen über 500 Sprachmodelle um Kunden bewerben. Peking signalisierte den Tech-Konzernen wie Tencent, Alibaba und Bytedance (TikTok), Nvidia-Chips durch einheimische Lösungen von Huawei, Xiaomi, Moore Threads und Cambricon zu ersetzen. Die Regierung selbst pumpt rund 50 Mrd. \$ in den kommenden fünf Jahren in die Branche, um sich von den USA loszulösen. Das treibt die Spekulation in China an, weshalb auch die chinesischen Aktien in die Höhe schiessen: Moore Threads als Beispiel wird mit knapp 40 Mrd. \$ an der Börse bewertet, erreichte im vergangenen Jahr aber erst einen Umsatz von etwas mehr als 100 Mio. – und erzielte einen fast ebenso hohen Verlust. Ob die Firma jemals Gewinne erzielen wird, ist fraglich.

Sofern man nicht ein Top-Technologieexperte ist, wird man mit zahlreichen Nachrichten versehen, die schwierig einzuordnen sind. Vor rund zwei Wochen berichtete beispielsweise Nvidia über zehnmal schnellere Benchmark-Daten im Vergleich zu den Modellen der chinesischen DeepSeek und Moonshot AI. Nvidia hat ein extremes Co-Design zwischen Chips, Netzwerken und Software. Die entscheidende Frage ist, ob diese Zahlen den Anwendern Freiheit bieten oder lediglich eine lukrativere Form der Bindung darstellen. Zugleich müssen wir uns von der Vorstellung von kleineren Fortschritten verabschieden. Was wir derzeit erleben, ist eine technologische Beschleunigung, wie sie die Menschheit noch nie erfahren hat. Daraus entsteht ein Produktivitätspotenzial, dessen Ausmass wir uns noch nicht einmal im Geringsten wirklich vorstellen können.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Aktien Schweiz	↗	↗	Der Schweizer Aktienmarkt beendete das Jahr 2025 mit +14.1%, wobei die Spanne zwischen Holcim (+75%) und Sika (-25%) sehr gross war.
Aktien Eurozone, Europa	↗	↗	Beim Stoxx Europe 600 (+16.1% in CHF) waren Banken (+67%), Versorger (+28%) sowie Versicherungen (+25%) die Gewinner, Auto, Chemie und Medien die Verlierer.
Aktien USA	→↗	→↗	Zahlreiche Aktien wie Apple (-5% in CHF), Amazon und Netflix (je -8%), Berkshire (-3%), Microsoft (0%) performten schlechter als Alphabet (+44%) und Nvidia (+21%).
Aktien Schwellenländer	↗	↗	In China schossen vor allem die KI-Aktienkurse spekulativ in die Höhe, die Gewinne gingen herunter und der Binnenmarkt kämpft mit deflationären Tendenzen.

Alternative Anlagen

Weichen werden neu gestellt

Die Herausforderung für ein Portfolio liegt darin, geeignete Diversifikationschancen zu nutzen. Wenn alle Titel in einem Portfolio in eine Richtung gehen, ist keine Diversifikation vorhanden. Die meisten Kurssteigerungen im MSCI World wurden im Jahr 2025 mit Aktien erzielt, die in irgendeiner Form mit KI zu tun haben. Das Bedrohliche war, dass die höheren Kurse vielfach nichts mit höheren Gewinnen zu tun hatten. Deshalb kann es auch wieder zu einem Rückgang kommen. Alternativen sind gefragt.

In der klassischen Portfoliolehre ging es nur um die Kombination von Aktien und Anleihen. Bereits Immobilien galten als Alternativen. Die vergangenen Jahrzehnte haben auch deren Wert in der Diversifikation von Realanlagen bewiesen. Seit rund zwei Jahrzehnten bildete sich auch die Anlageklasse «Infrastruktur» heraus, die wertvolle Eigenschaften umfasst, welche ebenfalls zur Diversifikation beitragen.

Bei den Commodities als alternative Anlage gibt es unterschiedliche Subthemen: Öl- und Gas, Industrie- und Edelmetalle, Nahrungsmittel wie auch Kryptowährungen. Wir erkannten in Bitcoin ein solche Chance, die aber 2025 in eine enttäuschende Richtung lief (-18% in CHF). Seit 2008 folgte Bitcoins Preisverlauf einem Muster: Zwei Jahre geht es aufwärts, zwei Jahre abwärts. Technisch deutet sich derzeit keine Wende von diesem Muster für das sog. «digitale Gold» an. Seit dem Höchstwert vom 6. Oktober war der Rückgang besonders heftig (-30%). Edelmetalle verzeichneten dagegen eine neue Belebung (Gold +50% in CHF) und die Goldzukäufe durch Zentralbanken aus Schwellenländern wie Polen, Kasachstan, Brasilien und China halten weiterhin an.

Bei den Rohölnotierungen verzeichnen die Notierungen einen Rückgang von 22% in Dollar (-31% in CHF). Die Intervention der USA in Venezuela ändert nichts daran. Im Gegenteil: Donald Trump will die Energierrechte zurück. Im Mittelpunkt des Streits stand der venezolanische Orinoco-Ölgürtel, eines der zwei reichsten Gebiete der Welt für Schwer- und Schwerstöl. Es ist auch eine Region, in der

US-Ölgiganten wie ExxonMobil, Chevron und ConocoPhillips seit langem tätig sind. Ihre Raffinerien in Texas sind auf Schweröl ausgerichtet und sollen nun wieder richtig ausgelastet werden. Im Jahr 2007 ordnete Hugo Chavez die Übertragung einer Mehrheitsbeteiligung an allen Projekten im Orinoco an das venezolanische Staatsunternehmen PDVSA an. Darüber hinaus ist Venezuela reich an einer Reihe von Mineralien, darunter Seltene Erden, die für moderne Technologien von entscheidender Bedeutung sind. Die USA wollen da einen Zugang strategisch sichern.

Die hauptsächliche Diversifikation suchen wir allerdings nicht in Rohstoffen, sondern in Privatmarktanlagen. 2026 dürfte ein gutes Jahr für langfristig ausgerichtete Privatmarktinvestments werden und damit den erhofften Diversifikationseffekt im Gesamtportfolio erzielen. Mit tieferen Zinsen gehen wieder bessere Bewertungen einher. Das Transaktionsvolumen entwickelte sich im 4. Quartal 2025 erfreulich und startete mit Zuversicht ins neue Jahr. Es dürfte zu wesentlichen Zusatzerträgen bei den Privatmarktmanagern wie KKR, Blackrock, Apollo, EQT, Partners Group und HBM Healthcare Investments führen.

Privatmarktanlagen sind auch besonders interessant, weil sie eine wachsende Rolle in der Finanzierung von Eigenkapital (Private Equity) und Fremdkapital (Private Credit) in den Bereichen Infrastruktur, Energie, Datacenter und KI spielen. Viele Unternehmen schätzen es, ihr Wachstum fernab vom börsenbezogenen Quartalsreporting über Kunden, Margen, Gewinne usw. voranzutreiben.

Während es im Jahr 2004 nur etwa acht Jahre nach der Gründung bereits an die Börse ging, hat sich die Verweildauer ausserhalb der Börse in den letzten 20 Jahren verdoppelt. Zudem können technologieführende Unternehmen wie das KI-prägende Unternehmen OpenAI und die Weltraum-bezogene SpaceX auch attraktive Finanzierungsrunden durchführen, selbst wenn ihre Bewertung längst jene von Roche oder Nestlé deutlich überstiegen haben.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Rohstoffe	↘	→↗	Im Bergbaugürtel von Orinoco liegen die grössten Goldreserven der Welt. Würden diese im Wert von 880 Milliarden CHF freigelegt, würde der Goldmarkt verändert.
Gold, Edelmetalle	→↗	→↗	Silber legte bereits zum Start im Januar weiter zu. Anfang 2025 hatte eine Unze noch etwa 30 Dollar gekostet, inzwischen sind es über 80.
Insurance Linked Securities	↗	→↗	Versicherungsbezogene Anleihsrisiken sind echte Diversifikatoren und werden in unseren langfristig ausgerichteten Freizügigkeitslösungen eingesetzt.
Private Equity	↗	↗	Im Jahr 2026 dürften sich die Transaktionen im Corporate M&A Geschäft weiter beschleunigen und zu einem guten Resultat bei Privatmarkt-Managern führen.

Marktdaten

Anlageklasse		Kurs (in Lokalwährung)		Monats- / YTD- / Jahresperformance (in CHF)			
Aktien		31.12.2025	12/2025	2025	2024	2023	2022
SMI	CHF	13'267.5	+3.4%	+14.4%	+4.2%	+3.8%	-16.7%
SPI	CHF	18'219.5	+3.2%	+17.8%	+6.2%	+6.1%	-16.5%
DAX	EUR	24'490.4	+2.6%	+21.6%	+20.4%	+13.1%	-16.3%
CAC 40	EUR	8'149.5	+0.3%	+9.4%	-1.0%	+9.6%	-13.9%
FTSE MIB	EUR	44'944.5	+3.5%	+30.0%	+14.1%	+20.4%	-17.3%
FTSE 100	GBP	9'931.4	+2.6%	+14.1%	+12.1%	-0.3%	-8.8%
EuroStoxx50	EUR	5'791.4	+2.1%	+17.3%	+9.6%	+12.1%	-16.0%
Dow Jones	USD	48'063.3	-0.5%	-1.3%	+22.1%	+3.5%	-7.7%
S&P 500	USD	6'845.5	-1.2%	+1.7%	+33.4%	+13.1%	-18.5%
Nasdaq Composite	USD	23'242.0	-1.7%	+5.2%	+39.2%	+30.6%	-32.3%
Nikkei 225	JPY	50'339.5	-1.4%	+10.9%	+15.2%	+8.6%	-19.7%
Sensex	INR	85'220.6	-2.4%	-9.3%	+13.8%	+7.4%	-4.8%
MSCI World	USD	4'430.4	-0.5%	+4.4%	+26.6%	+10.8%	-18.5%
MSCI EM	USD	1'404.4	+1.5%	+14.1%	+13.6%	-2.6%	-21.5%
Obligationen (gemischt)		31.12.2025	12/2025	2025	2024	2023	2022
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	151.7	-0.8%	-1.0%	-1.4%	+2.2%	-13.2%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	187.5	-0.5%	+2.5%	-0.8%	+4.2%	-16.7%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	379.5	+0.4%	+5.4%	+6.1%	+8.7%	-13.6%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	287.8	0.0%	+5.9%	+2.4%	+4.5%	-18.2%
Staatsobligationen		31.12.2025	12/2025	2025	2024	2023	2022
SBI Dom Gov	CHF	186.4	-1.5%	-0.2%	+4.0%	+12.5%	-17.0%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	138.6	-0.7%	+1.7%	-3.8%	-0.5%	-15.0%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	176.9	-0.9%	-1.8%	-0.8%	+4.8%	-18.9%
Unternehmensobligationen		31.12.2025	12/2025	2025	2024	2023	2022
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	192.3	-0.5%	+0.7%	+5.1%	+5.7%	-7.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	189.9	-0.6%	+3.1%	-2.4%	+3.5%	-18.5%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	632.2	+0.1%	+4.0%	+3.7%	+8.5%	-13.7%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	169.0	-0.4%	+0.7%	+2.0%	+5.9%	-14.1%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	311.2	+0.1%	+2.8%	+5.4%	+9.8%	-10.9%
Alternative Anlagen		31.12.2025	12/2025	2025	2024	2023	2022
Gold Spot CHF/kg	CHF	110'066.6	+0.5%	+43.8%	+36.0%	+0.8%	+1.0%
Commodity Index	USD	109.7	-1.8%	-2.9%	+8.3%	-20.4%	+15.1%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'983.0	+0.7%	+9.9%	+16.0%	+5.4%	-17.3%
Währungen		31.12.2025	12/2025	2025	2024	2023	2022
US-Dollar / Schweizer Franken	CHF	0.7917	-1.5%	-12.8%	+7.8%	-9.0%	+1.3%
Euro / Schweizer Franken	CHF	0.9306	-0.2%	-1.0%	+1.2%	-6.1%	-4.6%
100 Japanische Yen / Schweizer Franken	CHF	0.5062	-1.6%	-12.1%	-3.4%	-15.4%	-11.0%
Britisches Pfund / Schweizer Franken	CHF	1.0665	+0.3%	-6.1%	+6.0%	-4.2%	-9.3%

Alle hier veröffentlichten Angaben dienen ausschliesslich der Information und stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Die vorliegende Publikation beruht unserer Auffassung nach auf als zuverlässig und genau geltenden, allgemein zugänglichen Quellen. Für die Richtigkeit und/oder Vollständigkeit der Informationen können wir keine Gewähr übernehmen. Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Diese Publikation richtet sich ausschliesslich an Kunden/Interessenten aus der Schweiz und die rechtlichen Hinweise im Impressum auf www.zugerberg-finanzz.ch finden entsprechend Anwendung. Die Wertentwicklung ist gemäss Musterportfolio. Die effektive Struktur des einzelnen Depots und die daraus resultierende Wertentwicklung können aufgrund des aktiven Managements davon abweichen und sind vom Zeitpunkt und der Höhe der Investition abhängig. Dies insbesondere im ersten Jahr der Investition wegen des gestaffelten Einstiegs in den Markt. Massgeblich ist einzig die effektive Wertentwicklung gemäss Konto-/Depotauszug der Depotbank resp. der Stiftung.

Die angegebene Wertentwicklung ist netto, nach Abzug aller laufenden Kosten, ohne Berücksichtigung von Abschlusskosten. Alle Angaben hinsichtlich der Wertentwicklung sind indikativer Natur, beziehen sich auf die Vergangenheit und erlauben keine garantierten Prognosen für die Zukunft. Impressum: Zugerberg Finanz AG, Lüssliweg 47, CH-6302 Zug, +41 41 769 50 10, info@zugerberg-finanzz.ch, www.zugerberg-finanzz.ch; Titelfoto: Andreas Busslinger; Schlusskurse per 31.12.2025; Wirtschaftsdaten per 31.12.2025; Wirtschaftsprognosen vom 31.12.2025; Wiedergabe (auch auszugsweise) nur unter Quellenangabe gestattet.