



Zäher Jahresstart

Die Weltwirtschaft zeigt weiterhin keine Anzeichen einer Schwäche. Das globale Wachstum bleibt robust, mit dem stärksten Wachstum aller G-20-Länder in Indien. In Europa legt die Wirtschaft auch wieder spürbar zu, während in den USA eine bemerkenswerte Verlangsamung stattfindet. Die stärkste Wachstumsregion bleibt der asiatische Kontinent – interessanterweise vom Nahen Osten über Indien bis hin zum Fernen Osten, wo angesichts der rückläufigen Erwerbsbevölkerung eine eindruckliche Welle der Automatisierung stattfindet.

An der geopolitischen Entwicklung beissen sich die Investoren ihre Zähne aus. Die Risiken haben seit Jahresbeginn zweifellos zugenom-

men, auch durch die eskalierenden Konflikte im Nahen Osten. Insbesondere für US-Aktien stiegen die Risikoprämien. Wie sich die «Jahrhundert-Technologie» Künstliche Intelligenz (KI) tatsächlich auf Produktivität und Beschäftigung sowie diverse Arbeitsprozesse auswirken wird, bleibt weiterhin völlig offen.

Vermutlich werden die Produktivitätsgewinne nicht so schnell und nicht in dem Ausmass eintreten, wie es manche Analysten in den vergangenen Wochen in ihren KI-Schreckensszenarien erwarten liessen. Stimmungsschwankungen werden in naher Zukunft wohl das Geschehen prägen, wie so oft kommen dann noch kriegerische Aspekte dazu, wenn sich die Weltordnung grundsätzlich ändert.

Im Februar ging es aufwärts

Nachdem die Portfolios Ende Januar leicht im Minus lagen, sind sie nun alle im Plus. Der Anstieg betrug in der tiefsten Risikoklasse (+1.5%) spürbar weniger als in den höheren Risikoklassen (+2.5% respektive +5.8%). Der Swiss Market Index (SMI) schwankte in den letzten 30 Tagen massiv zwischen dem Tief am 28. Januar (13'023) und dem Hoch am 27. Februar (14'014), wobei der Index-Anstieg hauptsächlich auf die drei Schwergewichte zurückzuführen ist.

Der Weltaktienindex hat sich im Februar (+0.4%) dagegen nur marginal verbessert: von -0.6% auf -0.2% (in CHF). Prägend bleiben weiterhin die Schwäche des Dollars (-2.9%) und die Formschwäche der Technologie- und Software-bezogenen Aktien, die annähernd 40% des Weltaktienindex ausmachen.

Die Rendite im Februar war nicht einfach von der Höhe des Aktienanteils abhängig, sondern vom Länder- und Branchen-Hintergrund. In Portfolios mit mehr Technologie- und Software-Aktien sowie Commodities wie Bitcoin (-25%) ging es nicht so stark aufwärts wie in den Portfolios mit einem starken Gewicht von Gesundheits-Akti-

en (Novartis, Roche) und Konsumgüteraktien (Nestlé).

In der Strategie mit der geringsten Aktienquote (Revo1) profitierte die Performance von der guten Anleihensentwicklung und liegt bei +1.1%. In den stärker aktienbetonten Revo4 und Revo5 lag die Monats-Rendite im Februar bei +2.3% respektive +2.5%. Das dividendenbetonte RevoDividenden nahm im Februar (+5.8%) ähnlich wie der SMI zu und liegt seit Jahresbeginn bei +4.8%. Wichtig zu betonen bleibt, dass es diese Dividenden-bezogenen Lösungen auch in der gebundenen Vorsorge gibt (3a, Freizügigkeit) und dort besonders interessant sind, weil die hohen Dividendenerträge nicht der Einkommensbesteuerung unterliegen. Strategiewechsel werden praktisch kostenfrei und rasch umgesetzt. Den guten Jahresstart setzten die DecarbRevo-Lösungen im Februar fort. Die Performance geht weiterhin auf Energie- und Energieinfrastruktur-bezogene Aktien zurück, wie etwa ABB und die spanische Acciona, die deutsche E.ON, die britische SSE und die französische Engie. Derartige Aktien hievt die DecarbRevo-Strategien auf Höchststände.

Vorwiegend einzeltitelbasierte Strategien

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Februar 2026	2026 YTD
Zugerberg Finanz R1	+1.3%	+0.8%
Zugerberg Finanz R2	+1.4%	+0.3%
Zugerberg Finanz R3	+2.0%	+0.7%
Zugerberg Finanz R4	+2.3%	+1.1%
Zugerberg Finanz R5	+2.5%	+0.7%
Zugerberg Finanz RDividenden	+5.9%	+4.8%
Zugerberg Finanz Revo1	+1.5%	+1.1%
Zugerberg Finanz Revo2	+1.5%	+0.6%
Zugerberg Finanz Revo3	+2.0%	+0.9%
Zugerberg Finanz Revo4	+2.3%	+1.3%
Zugerberg Finanz Revo5	+2.5%	+1.0%
Zugerberg Finanz RevoDividenden	+5.8%	+4.8%
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	+3.7%	+8.1%
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	+4.5%	+10.1%
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	+5.1%	+11.3%

Zugerberg Finanz Freizügigkeit

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Februar 2026	2026 YTD
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5	+0.6%	+0.5%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R1	+1.0%	+0.4%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R2	+1.2%	+0.2%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3	+1.4%	+0.2%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R4	+1.8%	+0.7%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R5	+2.5%	+0.7%
Zugerberg Finanz Freizügigkeit RDividenden	+5.9%	+4.8%

Zugerberg Finanz 3a Vorsorge

	Wertentwicklung der Strategien*	
	Februar 2026	2026 YTD
Zugerberg Finanz 3a Revo1	+1.5%	+1.1%
Zugerberg Finanz 3a Revo2	+1.5%	+0.6%
Zugerberg Finanz 3a Revo3	+2.0%	+0.9%
Zugerberg Finanz 3a Revo4	+2.3%	+1.3%
Zugerberg Finanz 3a Revo5	+2.5%	+1.0%
Zugerberg Finanz 3a RevoDividenden	+5.8%	+4.8%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	+3.7%	+8.1%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	+4.5%	+10.1%
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	+5.1%	+11.3%

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

Makroökonomie

Makroökonomische Rücken- und Gegenwinde



AI-generiert

Wir sind mit optimistischen Aussichten ins Jahr 2026 gestartet – doch kaum zwei Monate nach Jahresbeginn werden viele unserer Annahmen in Frage gestellt. Unsere verhalten optimistische Einschätzung beruhte auf der Annahme, dass sich die makroökonomischen Gegenwinde aus dem Jahr 2025 – aus der Fiskalpolitik, der wirtschaftlichen und der geopolitischen Unsicherheit sowie der Kredit- und Geldpolitik – in Rückenwind verwandeln würden. Darüber hinaus schien der KI-Boom mit all den Investitionen in Data Center unaufhaltsam.

Jede dieser Annahmen erscheint nun unsicherer, weil die politische Volatilität wieder zunahm. Der US-Präsident scheint den militärischen Schlag gegen den Iran zu intensivieren, was geopolitische Risiken erhöht und zumindest vorübergehend die Ölpreise weiter ansteigen lässt. Mit der Nominierung des Fed-Kritikers Kevin Warsh zum Fed-Vorsitzenden hat Donald Trump zudem für mehr geldpolitische Unsicherheit gesorgt. Auch ist es nicht abwegig, sich vorzustellen, dass die Banken auf die Forderung der US-Regierung nach einer Begrenzung der Kreditkartenzinsen auf lediglich 10% reagieren, indem sie die Kreditvergabe an Personen mit niedrigem bis mittlerem Einkommen stark einschränken. Dem Weissen Haus bereitet ohnehin schon die «K-Ökonomie» Sorge, denn beim grössten Bevölkerungsteil kommt das verkündete «Goldene Zeitalter» weiterhin nicht an. Deshalb sind die Zustimmungswerte für den US-Präsidenten innert Jahresfrist gefallen.

Dabei schien bis vor kurzem noch zumindest etwas rosig: In den USA sind die Benzinpreise erstmals seit Monaten wieder unter 3 Dollar pro Gallone gefallen. Mit dem kampfbefohlenen Eingriff in Venezuela sicherte sich das Weisse Haus den Zugang zum

weltgrössten Lager von Schweröl, gewissermassen vor der Haustür.

Doch der Krieg gegen den Iran erzeugt zumindest kurzfristig inflationären Druck, der geldpolitische Entscheide massgeblich beeinflussen kann. Angesichts der in rund acht Monaten anstehenden Zwischenwahlen steht die US-Regierung von der «Main Street» unter starkem Zugzwang, bei drei Versprechen zu liefern: moderate Inflation, stabile Beschäftigung und konsumentenfreundliche Preise. Längerfristig könnten diese tatsächlich resultieren, wenn die Opec-Förderung stiege. Sofern im Iran ein allfällig neues, liberales Führungsregime von Sanktionen befreit würde, wären Tiefstpreise von 40 Dollar und Rückenwind für die Weltwirtschaft denkbar.

Ruhiger entwickelt sich die europäische Wirtschaft. Betrachten wir Nordamerika und Europa zusammen, so bleibt aus wirtschaftlicher Sicht 50% an der globalen Wirtschaftsleistung. Doch die Einheit des globalen Westens bröckelt. In der Bündelung von China, Russland, Nordkorea und Iran entstand gewissermassen der globale Osten als System-Gegenentwurf, der einen Anteil von 25% an der Weltwirtschaft hat. Nun könnte mit dem Iran eine Volkswirtschaft mit 90 Millionen Einwohnern aus diesem Bündnis kippen und damit Russland und China schwächen. Einen eigenständigen Weg zu gehen versucht Indien, auf dem Weg zur drittgrössten Volkswirtschaft der Welt. Europäische Staaten und Unternehmen sind trotz zunehmender Nähe zu Indien und dessen Binnenmarkt allerdings auch auf eine Zusammenarbeit mit China angewiesen. Jahrzehntelanges Investieren hat zu einer engen Verflechtung entlang den globalen Lieferketten geführt. Gleichzeitig zählen chinesische Unternehmen zu den grössten Investoren insbesondere in Ostmittel-europa.

Region	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Schweiz	↗	↗	Die Schweizer arbeiten für ihr Geld; die Amerikaner lassen ihr Geld für sich arbeiten und dominieren zunehmend auch den Schweizer Aktienmarkt.
Eurozone, Europa	↗	↗	In Europa mangelt es nicht an funktionierenden Börsen, sondern am Mut, Kapital in innovative Unternehmen zu investieren: 43% des DAX gehören US-Investoren.
USA	↗	↗	Die Arbeitsmarktstatistiken wurden in der Vergangenheit derart stark revidiert, dass sich die aktuellen Daten nicht wirklich richtig interpretieren lassen.
Rest der Welt	↗	↗	Präsident Xi Jinping will unbedingt das inzwischen nur noch moderate Wachstum in China aufrechterhalten – mit einer verstärkt expansiven Geld- und Fiskalpolitik.

Liquidität, Währung

Weiterhin tiefe Inflation



Schweizerische Nationalbank (Bildquelle: stock.adobe.com)

Der Schweizer Franken bleibt eine starke Währung. Die Inflation steht praktisch bei Null, weshalb es auch bei der geldpolitischen Lagebeurteilung durch die Schweizerische Nationalbank in drei Wochen wohl keinen Anlass geben dürfte, etwas an den Leitzinsen von 0% zu ändern. Die Aufwertung in den ersten zwei Monaten gegenüber dem Dollar und dem Euro dürfte nun wohl eher in eine mehrmonatige Phase der Stabilität münden.

Grundsätzlich schwindet die Attraktivität des Dollars als sicherer Hafen, da US-Aktien riskanter erscheinen, während sich Aktien in anderen Ländern verbessern. Auch das ist eine Beobachtung aus dem vergangenen Jahr, die sich in den ersten zwei Monaten des Jahres 2026 fortsetzte. Eine weniger attraktive US-Währung erhöht für den globalen Investor den Anreiz, das Dollar-Engagement zu reduzieren.

Das war übrigens in der Tech-Bubble nach der Jahrhundertwende der Fall. Es ist durchaus möglich, dass der Dollar wieder fällt, wenn die Aktienkurse sinken, genau wie in der Dotcom-Phase 2002, als sich die Aktien anderswo besser entwickelten. Damals gab es allerdings auch eine Reihe negativer Aktiennachrichten aus den USA. Heute dagegen ist die technologische Führerschaft auf diversen Gebieten dagegen ungebrochen, und Umsatz- und Gewinnzahlen steigen rasant.

Die Konzentration des US-Aktienmarktes auf KI und KI-bezogene Kannibalisierungsriskien belasten die USA, während eine lockere Fiskalpolitik den Aktien im Rest der Welt zugutekommt. Dennoch

wird auf die hohen Kosten der Währungsabsicherung vielenorts verzichtet. In den vergangenen 12 Monaten lagen die durchschnittlichen Währungsabsicherungskosten bei über 4% (Franken vs. Dollar). Gut möglich, dass sie in den kommenden 12 Monaten auf unter 4% fallen, doch sie bleiben gewiss substanziell.

Die Entscheidung, die Absicherungsquoten zu erhöhen, ist unabhängig von allgemeineren geopolitischen Überlegungen, die zu einer Diversifizierung weg von der US-Währung führen könnten. Manche Analysten behalten ihre pessimistische Einschätzung des Dollars bei, da die Währung ihre Sonderstellung in Bezug auf Rendite, Wachstum und Sicherheit verloren haben könnte. In Europa träumt man sogar von der digitalen Souveränität.

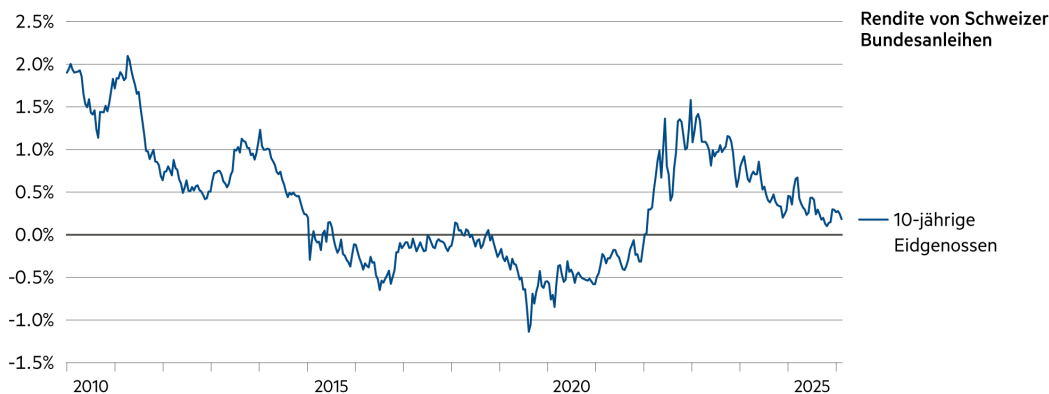
Wir lassen uns nicht von Träumen leiten und lassen uns auch nicht auf fiktive Szenarien ein, wie sie jüngst von Citrini Research verbreitet wurden. Das Vertrauen der Märkte mag fragil sein, und die Angst vor KI-Disruption kann noch in vielen Branchen in eine breite Risikoaversion umschlagen.

Tatsache bleibt jedoch, dass die technologische Dominanz von US-Unternehmen wie Microsoft, Google, Amazon, Nvidia und AMD auf jahrzehntelangem Investieren in Innovationen beruht – und auf der Fähigkeit, innovative und (hoch-)qualifizierte Mitarbeitende mit grosszügigen Kompensationspaketen an sich zu binden. Das sieht man selbst im Hochlohnland Schweiz, in dem rund 10'000 Mitarbeitende für US-Techunternehmen tätig sind, 6'000 allein in Zürich für Google – die meisten mit Hochschulabschluss.

Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Bankkonto	↘	↘	Die im Bankengeschäft wichtigen SARON-Swapsätze liegen in der Spanne von einem Monat bis drei Jahren allesamt im Minus, meistens in der Nähe von -0.1%.
Euro / Schweizer Franken	→	→↗	In den vergangenen 12 Monaten büsste der EUR/CHF Wechselkurs rund 3% ein. Zuletzt wurde der Euro mit geringen Schwankungen zu 0.91 Franken gehandelt.
US-Dollar / Schweizer Franken	→	↘	Anfangs März stieg der Dollar aufgrund der Krise im Nahen Osten um rund 1%. Das kommt den geldpolitischen Vorstellungen der SNB entgegen.
Euro / US-Dollar	→	↗	Der EUR/USD liegt Ende Februar bei 1.18; praktisch unverändert zum Jahresbeginn. Durch den Krieg im Iran dürfte der Dollar (vorübergehend) stärker werden.

Anleihen

Tiefe Leitzinsen in der Schweiz



Die Anleihe Rendite der zehnjährigen Eidgenossen (Quelle: Bloomberg L.P.; Daten per 1. Januar 2010 bis 28. Februar 2026 | Grafik: Zugerberg Finanz)

Hinsichtlich der Geldpolitik lässt sich festhalten, dass die Leitzinsen in der Eurozone neutral wirken. Das ist angesichts der moderaten Inflationsraten angemessen. In der Schweiz sind die Leitzinsen eher tief, was auf den erstarkten Schweizer Franken zurückzuführen ist. Die Leitzinsen sind genauso wie die hiesigen Inflationsraten praktisch bei Null. Historisch betrachtet bleiben die Renditeaussichten für sichere Anleihen tief. Die zehnjährige Eidgenossenanleihe mit ihrem AAA-Rating wirft etwas weniger als 0.2% jährlich ab.

Mit kumuliert 2% Rendite als Perspektive über die kommenden zehn Jahre hinweg sind die wenigsten Anleger zufrieden, zumal die langfristige Benchmark-Anleihe der Eidgenossenschaft mit erheblichen Kursschwankungen einhergeht. Risikoadjustiert macht es deshalb Sinn, den Stabilitätsteil im Portfolio statt mit Staatsanleihen und Pfandbriefen mit einem breit diversifizierten Korb von Unternehmensanleihen abzubilden.

Mit einzelnen Anleihen lässt sich dies kaum realisieren. Viele Schweizer Unternehmen refinanzieren sich auf dem grossen Euro-Kapitalmarkt. Dort sind rund 14'000 Unternehmensanleihen notiert, doch 86% davon in institutionellen Tranchen, d. h. mit einer Mindestanlage von 100'000 Euro. Bei manchen liegt das Mindestvolumen bei 200'000 Euro und höher. Somit können diese von Privatanlegern gar nicht gehandelt werden.

Das ist auf den Gesetzgeber zurückzuführen, der – wie so oft am Kapitalmarkt – den Anleger vor für ihn angeblich und womöglich zu grossen Risiken schützen will. Interessanterweise gibt es diese Restriktionen für Staatsanleihen nicht. In Italien kann man diese

beispielsweise in einer Stückelung von 100 Euro an jedem Postschalter kaufen. Ein Schelm, wer dabei an den Finanzierungsbedarf des Staates am Anleihemarkt denkt.

Ein wichtiger Punkt ist zudem das Kündigungsrecht. Insbesondere in den USA, aber auch in Nordeuropa, sehen viele Anleihen ein spezifisches Kündigungsrecht für den Emittenten vor. Diese «Make Whole» Klausel ist jedoch wichtig, denn sie ermöglicht dem Unternehmen, eine langfristige Anleihe zu lancieren. 20- und 30-jährige Unternehmensanleihen sind keine Seltenheit, schliessen aber die Handelbarkeit für Privatanleger aus.

Deshalb ist die Anlagewelt bei den Anleihen regulierungsbedingt praktisch auf aktive Fonds und passive ETF reduziert, selbst bei Unternehmensanleihen mit einem hohen Rating. Die passiven Gefässe leiden darunter, dass sie den Markt abzubilden haben. Wenn wie derzeit in einem hohen Umfang Data Center-bezogene Anleihen emittiert werden, fließen diese allesamt in den ETF hinein. So kann sich der Charakter eines ETFs in relativ kurzer Zeit fundamental wandeln.

Wir haben die Erfahrung gemacht, dass sich ein aktives Vorgehen auf dem Anleihensmarkt lohnt. In jüngster Zeit haben wir übrigens die Welle der Data Center-bezogenen Emissionen nicht mitgemacht. Im Gegenteil: Wir haben proaktiv die Risiken reduziert. Als integraler Portfoliomanager über mehrere Anlageklassen hinweg macht es viel Sinn, Kumulrisiken aus einer Branche, die sich aktien- und anleihe-seitig potenziell parallel manifestieren könnten, rechtzeitig zu limitieren.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Staatsanleihen	→	→	Mit niedrigen Zinsen und der steigenden Staatsverschuldung erodiert die Sicherheitsfunktion von Staatsanleihen in einem Multiassetklassen-Portfolio.
Unternehmensanleihen	↗	↗	Eurobonds bleiben eine fragwürdige Idee. Mehr Substanz und die Chance auf höhere Renditen weisen Unternehmensanleihen auf.
Hochzins-, Hybride Anleihen	↗	↗	Das fundamentale Umfeld für Unternehmensanleihen mit guter Investment-Qualität ist vorhanden, zumal das Schreckgespenst der Inflation verschwunden ist.

Zugerberg Finanz Anleihenslösungen

Robuster Start ins neue Jahr

Der Zugerberg Income Fund (+1.3%) und der Credit Opportunities Fund (+0.6%) liegen bei geringer Volatilität bereits nach zwei Monaten spürbar im Plus. Für den restlichen Jahresverlauf sehen wir weiterhin Ertragschancen. Insbesondere der Markt für Hochzinsanleihen entwickelte sich in den vergangenen Jahren zu einem deutlich hochwertigeren Markt als früher und bietet inzwischen eine überzeugende Kombination aus attraktiven Erträgen, geringeren Verlustrisiken, täglicher Liquidität und starken Renditen über verschiedene Konjunkturzyklen hinweg. So wurden innert 13 Jahren aus 100 rund 140 Franken.

Das Potenzial der Hochzinsanleihen ergreift der Credit Opportunities Fund (COF), der allerdings zu mehr als 30% auch im Bereich der Investment Grade-Anleihen engagiert ist, eher im konservativen oberen Segment. Deshalb liegt das Durchschnittsrating auch bei einem vergleichsweise hohen BB+. Der Zugerberg Income Fund dagegen bleibt klar auf Unternehmensanleihen mit noch höherem Rating (A-) fokussiert.

Im vorausgegangenen Teil sind wir auf Kumulrisiken eingegangen. Konkret muss man sich das so vorstellen, dass ein Cloud-Anbieter wie Oracle seine immensen Expansionspläne im Bereich von Data Center finanzieren muss. Der Innenfinanzierung durch frei verfügbare Cashflows aus dem laufenden Geschäft sind Grenzen gesetzt, weil die Investitionspläne grösser als die freigesetzten Mittel sind. Entsprechend weicht das Unternehmen auf eine Aussenfinanzierung aus.

Die Aussenfinanzierung kann über die Emission von Aktien erfolgen, was jedoch mit einer Gewinnverwässerung für die bisherigen Aktionäre verbunden ist. Oder sie kann über die Emission von Anleihen erfolgen, was vorübergehend die Zinsaufwendungen erhöht und die Gewinnaussichten ebenfalls schmälert, aber eben weniger als bei einer Emission von Aktien.

Aus diesem Kontext heraus hat Oracle in den vergangenen 9 Monaten Anleihen im Umfang von rund 50 Milliarden Dollar emittiert. In

den kommenden Jahren dürften noch mehr dazu kommen. Allerdings sind einige Anleger inzwischen skeptischer hinsichtlich der Rentabilitätsaussichten geworden. Deshalb handeln viele Oracle-Anleihen bereits wenige Monate nach ihrer Emission deutlich unter dem Ausgabekurs. Der Aktienkurs ist mittlerweile 56% tiefer als vor rund 5 Monaten. Genau dieses Kumulrisiko (tiefere Aktienkurse + tiefere Anleihenskurse bei demselben Unternehmen) gilt es zu vermeiden.

Wer in der Schweiz das Grounding der SAir Group (in den Gründerjahren der Zugerberg Finanz) erlebte, versteht dies ebenfalls. Damals ging es mit den Aktien rapide hinab, aber auch die Anleihen büssten massivst an Wert ein und mutierten letztlich zu Non-Valuers.

Ein Kumulrisiko kann es auch in einer Branche geben, z. B. durch die global durch einen einzelnen Analysebericht ausgebrochene KI-Angst vom 12. Februar, wonach Logistik-Unternehmen obsolet würden. Das traf aktienseitig z. B. Kühne+Nagel (-13% in wenigen Stunden) und anleihenseitig z. B. Scan Global Logistics. Deren Anleihen fielen in denselben Stunden der Überreaktion rasch auf 90%. Aktien wie Anleihen erholten sich seither grösstenteils wieder.

Dennoch: Das Kumulrisiko kann ein Vermögensverwalter nur steuern, wenn er die einzelnen Anleihen im Fonds oder im ETF in jedem Detail kennt. Derzeit geht man davon aus, dass der US-Anleihensmarkt bei den Emissionen im Jahr 2026 zu knapp 20% für Data Center-bezogene Geschäfte beansprucht wird.

Das kann für ETF-Anleger gut ausgehen, aber die Gewissheit dafür ist sicher geringer. Wir dagegen teilen unsere Unternehmensanleihen aktiv auf rund 18 Branchen auf. Das ergibt eine bessere Branchen-Diversifikation. Die Resilienz benötigt man nicht in einer Schönwetterlage, sondern dann, wenn insbesondere eine einzelne Branche plötzlich stark unter Druck steht. Darin sehen wir den Wert der aktiven Selektion mit eigenen Anleihenslösungen.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendite 2025 (seit Jahresbeginn)	+1.3%	+0.6%
Rendite seit Beginn (annualisiert)	-5.4% (-0.7%)	+39.7% (+2.5%)
Anteil positiver Renditemonate	57%	68%
Kreditrisikoprämie in Basispunkten (vs. Vormonat)	93 BP (+2 BP)	358 BP (-64 BP)
Durchschnittliches Rating (aktuell)	A-	BB+

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

Immobilien, Infrastruktur

Starke Kurssteigerungen in zwei Monaten

In der Schweiz legte unsere Selektion von Immobilienaktien in den ersten zwei Monaten stark zu. Auch die Aktien der vorwiegend international tätigen Infrastrukturunternehmen zeigten eine weit marktüberdurchschnittliche Performance. Solide entwickelten sich die Valoren des Flughafens Zürich, während es bei der BKW abschreibungsbedingt einen Rückschlag zu verdauen gab.

Unsere Schweizer Immobilien-Selektion war im bisherigen Jahresverlauf erfreulich. Swiss Prime Site (+19%), PSP Swiss Property (+15%) und Mobimo (+9%) legten seit Jahresbeginn überdurchschnittlich zu. Der Schweizer Real Estate Fonds-Index (CHREF) blieb mit seiner Rendite (+1.4%) moderat, aber immerhin noch etwas höher als der von der Schweizer Börse berechnete SXI Real Estate Funds Index (+1.1%).

Ein «hybrides» Unternehmen, das sowohl Elemente einer Immobilien- wie auch einer Infrastruktur-Gesellschaft in sich trägt, ist der Flughafen Zürich mit seinen insgesamt über 150 Immobilien sowie dem Konzessionsgeschäft, einen internationalen Flughafenbetrieb anbieten zu können. In den kommenden vier Jahren werden die Flughafengebühren rund 10% gesenkt. Gleichzeitig wird der Flughafen AG kalkulatorisch eine gute Kapitalrendite zugesichert. Das wird die Aktionäre in den kommenden Jahren erfreuen. In diesem Jahr legte die typischerweise wenig schwankungsanfällige Aktie bereits wieder deutlich zu (+5%) und bewegte sich zuletzt auf dem Allzeithoch. Hinzu kommt im Frühjahr noch eine kräftige Erhöhung der Dividende.

Für die einzige negative Überraschung in unserer Allokation der Immobilien- und Infrastrukturaktien sorgte BKW (-10%), weil das Unternehmen im Geschäftsjahr 2025 einen erheblichen Abschreiber aufgrund einer Wertberichtigung von rund 110 Millionen Franken auf ihrer 33%-Beteiligung am deutschen Steinkohlekraftwerk Wilhelmshaven vornahm. Gründe sind veränderte Strommarktbedingungen, geringere Produktion und weniger Preisvolatilität.

Äusserst positiv fielen die Infrastrukturaktien auf, z. B. Enel (+15%). Vom Jahr 2026 bis einschliesslich 2028 wird der Energieversorger 53 Milliarden Euro investieren: ein grosser Teil davon soll in den Ausbau des Energienetzes fließen sowie in die Erweiterung des Portfolios mit Windenergie und Batteriespeicher. Auch die Gewinnbeteiligung der Aktionäre soll steigen. Die Dividende soll in den kommenden drei Jahren jährlich um rund 6% steigen. Die Enel-Aktie bleibt damit einer der spannendsten grossen Versorgerwerte Europas – mit hoher Dividende, klarem Fokus auf rentable Netzwerke sowie erneuerbare Energien und einer Bewertung, die noch nicht ausgereizt ist.

Zwei weitere Infrastrukturkonzerne, Vinci (+17%) und Veolia Environnement (+21%), sind gut ins neue Jahr gestartet. Vinci erzielt etwa zwei Drittel des operativen Gewinns mit erstklassigen Mautstrassen- und Flughafenkonzessionen. Veolia ist der weltweit führende Anbieter von Umweltlösungen (Wasser, Abfall, Energie) für private Haushalte, Unternehmen und die öffentliche Hand. Die Aktie setzte jüngst ihre starke Aufwärtstrend-Performance fort und zeigt sich als stabiler, wachstumsstarker Titel. Die Strategie «GreenUp» (2024 bis 2027) fokussiert auf Dekarbonisierung, Anpassung an den Klimawandel und Wasser-Wiederaufbereitung rund um den Globus.

Engie (+29%) ist eine typische Aktie, die indirekt von der langfristigen KI-Entwicklung profitiert. Dabei ist das Geschäftsmodell der Energieversorgung geringeren Risiken ausgesetzt. Dennoch sind diese «KI-Unternehmen jenseits des Scheinwerferlichts» deutlich günstiger bewertet und liefern höhere Dividenden.

Vom Aufwärtstrend bei den Energieinfrastruktur-Unternehmen profitieren übrigens insbesondere unsere Anlagelösungen im Dekarbonisierungsbereich. Diese liegen seit Jahresbeginn je nach Aktienanteil zwischen 8% und 11% im Plus (vgl. DecarbRevo auf Seite 2).

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Wohnliegenschaften CH	↗	↗	Langfristig ist das eine interessante Anlageklasse. Der Lebensversicherer Swiss Life hat als längste Anlage ein Mehrfamilienhaus in Bern seit 1897 (!) auf der Bilanz.
Büro-, Verkaufsliegenschaften CH	↗	↗	Realwerte wie Immobilien sind in einem Portfolio essenziell, wobei wir eine Mischung aus Wohn- und Geschäftsimmobilen für am attraktivsten halten.
Immobilienfonds CH	→	↗	Immobilien sind ein Stabilisator in einem Portfolio. Doch eine geschickte Selektion ist einem passiven Schweizer Immo-Fonds Index (CHREF) vorzuziehen.
Infrastrukturaktien/-fonds	↗	↗	Insbesondere die Energie-Infrastrukturwerte haben sich in den ersten zwei Monaten global von der erfreulichen Seite gezeigt.

Aktien

Künstliche Intelligenz (KI) dominiert

Aus der KI-Euphorie wurde vermehrt eine KI-Angst, die zahlreiche Branchen erfasst. Die prägende Technologie sorgt wohl für Umwälzungen, aber viele Reaktionen erscheinen uns übertrieben. Das Marktgeschehen sorgt bereits nach zwei Monaten für unterschiedliche Tendenzen und Bewertungen zwischen einzelnen Branchen.

Cloud-Anbieter: Amazon (-9%), Microsoft (-19%) und Alphabet (unv.) ist unklar, ob und wann sich die gigantischen Investitionen in die Cloud auszahlen werden. Mit Argusaugen wird auf die Kennzahl «Current Cloud Backlog» (CCB), d. h. die Auftragslage für zukünftige Cloud-Leistungen, geachtet. Bei SAP (-18%) wuchs die CCB zuletzt «nur» um 25% statt der erwarteten 26%, was zu einem scharfen Aktienkurseinbruch führte.

Software: Nach einem jahrelangen Aufschwung kam weltweit die KI-Angst auf, wonach Software durch KI ersetzt würde. Microsoft und SAP sind nur zwei Beispiele; IBM, Salesforce, Oracle, Adobe sind weitere. Auch Europas grösster Software-Händler Also (-24%) litt. Dabei sind deren Lösungen derart stark in den unternehmerischen Alltag mit allen komplexen Lieferketten eingebettet, dass sich kein Finanzverantwortlicher leisten kann, darauf zu verzichten.

Technologie und Energie: Drei europäische Unternehmen liefern sich seit Jahren einen Wettlauf um die Führung in neuen, zukunfts-trächtigen Märkten. Wie ABB (+21% auf ein neues Allzeithoch) erläutert, liegt der klare Fokus auf Elektrifizierung und Automation. Das widerspiegelt sich in einer neuen Unternehmensstruktur mit drei Geschäftsbereichen und gemeinsamen Vertriebs- und Technologie-möglichkeiten. Siemens, 5% unter dem Allzeithoch und die wertvollste Aktie im deutschen DAX Index, bekam in jüngster Zeit Abschlüge zu spüren, weil man ihre Industrie-Software als KI-gefährdet betrachtet. Schneider Electric (+18%) bleibt gewiss ein Profiteur der grossen Nachfrage nach Data Center, ebenso (in-)direkt Small Caps wie VAT Group (+41%) und Accelleron (+18%).

Bauindustrie und -chemie: Der auf den US-Markt fokussierte Baustoffkonzern Amrize (+13%) startete zuversichtlich ins neue

Jahr. Bei Holcim (-9%) kam es nach dem steilen Anstieg im Vorjahr zu einer Konsolidierung auf hohem Niveau – auch aufgrund der von der EU erzeugten Verunsicherung über die Rahmenbedingungen des grünen Umbaus der Zementindustrie. Der Bauchemiekonzern Sika (-2%) findet allmählich aus dem Tief heraus. Für die unternehmerische Zuversicht sprechen dessen steigende Dividende und die firmeneigenen Prognosen für das Jahr 2026. Die Strategie wie auch die Wachstumsziele bis 2028 wurden bestätigt. Geberit (+5%) entwickelte sich im Mittelfeld des SMI.

Gesundheit: Die gewichtigen Pharmakonzerne hoben den SMI in den ersten beiden Monaten an. Roche (+12%) und Novartis (+19%) übertrafen dabei auch den MSCI Healthcare. Mit dem SMI mithalten konnte der Augenheilkonzern Alcon (+6%). Dagegen blieb der vielversprechende Pharmazulieferer Lonza (unv.) unter unseren Erwartungen.

Telekommunikation: Das ist eine Gewinner-Branche. Sunrise (+16%), Swisscom (+25%) und Deutsche Telekom (+23%) sind gesucht, wobei die letzteren zwei davon profitieren, dass sie über eine enorme Infrastruktur verfügen, die rentabel eingesetzt und vermietet werden kann. Die Deutsche Telekom kann KI sogar direkt in ihr Netz integrieren. Für die Nutzer könnte das ein ganz neues Telefo-nerlebnis bringen – mit Chatbot und Liveübersetzungen, sofern man den «Magenta AI Call Assistant» nutzt.

Versicherungen: Die Versicherungswerte liegen weltweit seit Jahresbeginn leicht im Minus, geprägt von der KI-Angst und dem damit verbundenen Prämiendruck. Seit Jahresbeginn ist diese Muster auch in der Schweiz zu beobachten: Helvetia Baloise, Swiss Life und Zurich Insurance (je -4%). Die Aktien von Swiss Re (+2%), Axa (+1%) liegen leicht im Plus.

Versorger: In dieser Branche geht es mit den Aktien seit Jahresbeginn insgesamt weiterhin aufwärts, wie schon im vergangenen Jahr. Das beleuchteten wir speziell im Kapitel «Immobilien und Infrastruktur».

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Aktien Schweiz	→ ↗	↗	Fundamental kann das Gewinnwachstum der Schweizer Unternehmen nicht mit der Kursentwicklung mithalten. Das ist ein Anzeichen der Stagnation auf hohem Niveau.
Aktien Eurozone, Europa	→ ↗	↗	Investitionen an den fragilen Aktienmärkten erfordern Zeit und Geduld. Europa verfügt über viele Perlen mit regelmässig hohen Dividendenausschüttungen.
Aktien USA	→ ↗	↗	Die Tech-Branche hat geliefert, aber die KI-Furcht sorgt für eine unübersehbare Branchen-Rotation. Dennoch erwarten wir fundamental eine robuste Erholung.
Aktien Schwellenländer	→ ↗	↗	In den Schwellenländern performten im Januar vor allem die Halbleiter-bezogenen Aktien und Aktienmärkte, während die KI-bezogenen Titel abstürzten.

Alternative Anlagen

Privatmarktanbieter unter Druck



VAT Group (Haag / Rheintal, Kanton St. Gallen)

Das Privatmarktunternehmen Partners Group (-13%) ist nach einem guten Jahresstart wie andere aus der Branche arg unter Druck geraten. Infolge von KI-Ängsten in der Softwarebranche schwappten die schlimmsten Szenarien über Privatmarktmanager, weil diese auf allzu hohen Private Equity und Private Debt-Beteiligungen von disruptionsgefährdeten Unternehmen sitzen würden. Partners Group wies die Sippenhaft zurück, weil sie deutlich weniger als die Wettbewerber exponiert sei. Der Aktienkurs fiel in fünf Wochen um 20%.

Institutionelle Investoren richten ihre Private-Market-Allokation zunehmend auf Renditequalität und Liquidität aus, ohne ihre strategischen Allokationen grundsätzlich infrage zu stellen, zeigt eine Studie von McKinsey. In jüngster Zeit gewann demnach die Ausschüttungsdynamik an Bedeutung. 54% der befragten Investoren stufen dies als wichtigstes Kriterium ein. Als grösste Risiken gelten verzögerte «Exits» (Unternehmensverkäufe respektive Börsengänge), vorübergehend fehlende Liquidität (70%) sowie Bewertungsabschläge (62%), wie sie derzeit bei Software-Unternehmensbeteiligungen befürchtet werden.

Die Ausschüttungen sanken im 2025 jedoch deutlich unter den Zehnjahresschnitt. Hinzu kam es jüngst zu verzögerten Börsengängen und zu Unsicherheiten rund um KI-bezogene Bewertungsabschläge. Dennoch planen rund 70% der institutionellen Investoren, ihr Privatmarktportfolio in diesem Jahr zu halten oder auszubauen.

Denn gerade in der Software-Branche erfolgt die Adaption von KI besonders rasch. Wer KI in seine Lösungen einbettet, gewinnt Marktanteile, zeigt das Beispiel von Google Gemini.

Weltweit kommt hinzu, dass sich geduldige private Investoren derzeit günstig in die diversen Märkte einkaufen können. Dazu gibt es beispielsweise Sekundärmarktvehikel. Privatinvestoren sind bislang kaum in Privatmärkte (Equity, Infrastruktur, Kredite) investiert, weshalb in der Branche insbesondere die Grösseren wie Partners Group zuversichtlich sind, in den kommenden acht Jahren nochmals deutlich mehr Kapital anziehen zu können. Verschiedenste Gefässe werden derzeit mit 20% bis 30% Discount zum Nettoinventarwert (NAV) gehandelt.

Die börsenkotierten Privatmarktanbieter sind in unseren Portfolios in einem Fonds zusammengetragen: LPActiveValue. Die Rendite seit Jahresbeginn glitt zwar deutlich ins Minus (-11%), aber erheblich weniger als vergleichbare passive ETF-Instrumente. Das liegt auch daran, dass der Fonds mehr europäische Positionen als US-Anbieter umfasst und mehr solche, die in den vergangenen Quartalen einen substantiellen Wertzuwachs verzeichneten – wie etwa die Schweizer Beteiligungsgesellschaft HBM Healthcare Investments.

Keinen Vorteil erbrachte das Engagement in Bitcoin im bisherigen Jahresverlauf. In der Risikoklasse 5 (mit einem 2.5% Portfolioanteil) ist der negative Renditebeitrag auf -0.8% des gesamten Portfolios angestiegen.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Rohstoffe	↗↘	→↗	Die Rohstoffpreise bleiben volatil und oszillieren von Rekord zu Verlust. Das trifft selbst auf Industriemetalle wie Kupfer und Aluminium zu.
Gold, Edelmetalle	→↗	→↗	Der Goldpreis erhöhte sich anfangs März auf 5'400 Dollar pro Feinunze. Es kann durchaus als sinnvolle Ergänzung in einem risikoaversen Portfolio betrachtet werden.
Insurance Linked Securities	↗	→↗	Versicherungsbezogene Anleihsrisiken sind echte Diversifikatoren und werden weiterhin in unseren Freizügigkeitslösungen eingesetzt.
Private Equity	→	↗	Im Jahr 2026 sind die Anzeichen weiterhin gut, dass sich das Geschäftsmodell von Partners Group weiter rentabilisieren dürfte.

Marktdaten

Anlageklasse	Kurs (in Lokalwährung)	Monats- / YTD- / Jahresperformance (in CHF)					
		28.02.2026	02/2026	2026 YTD	2025	2024	2023
Aktien							
SMI	CHF	14'014.3	+6.3%	+5.6%	+14.4%	+4.2%	+3.8%
SPI	CHF	19'255.7	+5.7%	+5.7%	+17.8%	+6.2%	+6.1%
DAX	EUR	25'284.3	+2.1%	+0.8%	+21.6%	+20.4%	+13.1%
CAC 40	EUR	8'580.8	+4.7%	+2.7%	+9.4%	-1.0%	+9.6%
FTSE MIB	EUR	47'209.9	+2.8%	+2.6%	+30.0%	+14.1%	+20.4%
FTSE 100	GBP	10'910.6	+4.4%	+6.5%	+14.1%	+12.1%	-0.3%
EuroStoxx50	EUR	6'138.4	+2.3%	+3.4%	+17.3%	+9.6%	+12.1%
Dow Jones	USD	48'977.9	-0.2%	-1.3%	-1.3%	+22.1%	+3.5%
S&P 500	USD	6'878.9	-1.3%	-2.6%	+1.7%	+33.4%	+13.1%
Nasdaq Composite	USD	22'668.2	-3.8%	-5.5%	+5.2%	+39.2%	+30.6%
Nikkei 225	JPY	58'850.3	+8.8%	+13.8%	+10.9%	+15.2%	+8.6%
Sensex	INR	81'287.2	-0.9%	-8.7%	-9.3%	+13.8%	+7.4%
MSCI World	USD	4'556.8	+0.2%	-0.3%	+4.4%	+26.6%	+10.8%
MSCI EM	USD	1'610.7	+5.0%	+11.1%	+14.1%	+13.6%	-2.6%
Obligationen (gemischt)							
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	153.3	+1.3%	+1.0%	-1.0%	-1.4%	+2.2%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	189.2	+0.8%	+0.9%	+2.5%	-0.8%	+4.2%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	381.6	+0.1%	+0.5%	+5.4%	+6.1%	+8.7%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	290.9	+0.9%	+1.1%	+5.9%	+2.4%	+4.5%
Staatsobligationen							
SBI Dom Gov	CHF	188.0	+0.1%	+0.9%	-0.2%	+4.0%	+12.5%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	140.2	+1.5%	+1.1%	+1.7%	-3.8%	-0.5%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	180.0	+1.3%	+1.8%	-1.8%	-0.8%	+4.8%
Unternehmensobligationen							
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	194.4	+0.5%	+1.1%	+0.7%	+5.1%	+5.7%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	191.5	+1.0%	+0.9%	+3.1%	-2.4%	+3.5%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	632.7	-0.1%	+0.1%	+4.0%	+3.7%	+8.5%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	170.6	+0.4%	+1.0%	+0.7%	+2.0%	+5.9%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	313.1	+0.1%	+0.6%	+2.8%	+5.4%	+9.8%
Alternative Anlagen							
Gold Spot CHF/kg	CHF	130'563.6	+11.8%	+18.6%	+43.8%	+36.0%	+0.8%
Commodity Index	USD	121.7	+0.4%	+7.5%	-2.9%	+8.3%	-20.4%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	3'025.7	+0.2%	+1.4%	+9.9%	+16.0%	+5.4%
Währungen							
US-Dollar / Schweizer Franken	CHF	0.7693	-0.5%	-2.9%	-12.8%	+7.8%	-9.0%
Euro / Schweizer Franken	CHF	0.9085	-0.9%	-2.4%	-1.0%	+1.2%	-6.1%
100 Japanische Yen / Schweizer Franken	CHF	0.4931	-1.3%	-2.5%	-12.1%	-3.4%	-15.4%
Britisches Pfund / Schweizer Franken	CHF	1.0375	-1.9%	-2.8%	-6.1%	+6.0%	-4.2%

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-finanz.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, Lussliweg 47, CH-6302 Zug, +41 41 769 50 10, info@zugerberg-finanz.ch, www.zugerberg-finanz.ch; Titelfoto: stock.adobe.com; Schlusskurse per 28.02.2026; Wirtschaftsdaten per 28.02.2026; Wirtschaftsprognosen vom 28.02.2026; Wiedergabe (auch auszugsweise) nur unter Quellenangabe gestattet.