

# Portfolio

Juli 2023

## Marktüberblick und Positionierung

**US-Technologieaktien haussierten in den vergangenen Wochen. Die breiten Märkte tendierten dagegen zumeist seitwärts. Im Fokus stehen jetzt der sich weiter akzentuierende wirtschaftliche Abschwung und dessen Einfluss auf die Unternehmen. Die Inflationsraten sind noch zu hoch, die Zentralbanken bleiben restriktiv.**

### Abschwung akzentuiert sich weiter

Wir blicken weiterhin optimistisch ins zweite Halbjahr 2023: Die Inflation entwickelt sich in die gewünschte Richtung, doch die restriktive Geldpolitik bremst die Konjunktur. Die gestiegenen Zinsen und das geringere Wirtschaftswachstum prägen das Anlageumfeld. Geopolitische Störfaktoren traten derweil etwas zurück. Wir sind der Ansicht, dass wir uns im späten Stadium des Wachstumszyklus befinden. Unser Grundszenario prognostiziert somit eine Wachstumsabkühlung und sich normalisierende Inflationsraten.

### Finanziell gesunde Unternehmen

Dank ihrer guten Verfassung war die Privatwirtschaft bisher widerstandsfähig. Dahinter stehen hohe Ersparnisse und das Zusammenspiel von Löhnen und Inflation. Der Arbeitsmarkt in Europa und den USA ist stark, die Arbeitslosenquoten sind tief. Jetzt holen sich die Arbeitnehmenden in Vertragsverhandlungen einen Teil ihrer verlorenen Kaufkraft zurück, die Löhne ziehen an. Das stabilisiert die Konsumlaune. Die Unternehmen gaben ihre gestiegenen Produktionskosten bis jetzt weiter. Doch es zeigen sich erste Risse: Viele europäische Firmen publizieren Gewinnwarnungen. Dieser Mix lässt auf eine spannende Berichtssaison schliessen, den Ausgang zu prognostizieren ist herausfordernd.

### Leitzinsen bleiben hoch

Nach dem nunmehr schnellsten Zyklus an Zinserhöhungen seit Dekaden ist zumindest in den USA eine Plateauphase in

Sicht. Wir gehen davon aus, dass die Zinsen für den Rest des Jahres 2023 hoch bleiben. Zinssenkungen sind unwahrscheinlich. Eine verfrühte Lockerung der Geldpolitik würde das Risiko einer deutlich höheren Inflation im nächsten Wirtschaftsaufschwung bergen. Zudem erwarten wir, dass die US-Notenbank Fed die Zinsen trotz abnehmender Inflationsraten, nachlassender Konjunktur und Turbulenzen im Bankensektor hochhalten wird – ein weiterer Anstieg ist gesetzt.

### Inflationsziel der SNB erreicht

Die Schweiz bleibt einmal mehr ein Sonderfall: Die Teuerung ist im Juni 2023 auf 1,7 Prozent (Vormonat 2,2 Prozent) gesunken und liegt damit sowohl unter den Markterwartungen als auch im Inflationszielband der Schweizerischen Nationalbank. Die Kerninflationsrate (ohne Energiekosten) sank von 1,9 auf 1,8 Prozent.



«Die Inflation in der Schweiz sinkt bereits auf unter 2 Prozent. Das ist aber kein Grund zur Sorglosigkeit. Die SNB wird ihren wachsamem Kurs nicht verlassen.»

Alex Müller, Chief Investment Officer

**Wir begleiten Sie im Leben.**

## Marktüberblick und Positionierung

Die Schweiz ist somit das erste Land, das sowohl bei der Gesamtinflationsrate wie auch bei der Kernrate einen Wert von unter 2 Prozent erreicht. Trotzdem erwarten wir, dass die SNB im Herbst eine weitere Zinserhöhung beschliesst. Die niedrige Inflation ist nur temporär, ab Herbst steigen die Mieten aufgrund des höheren Referenzzinssatzes und der Weitergabe der Inflation. Ab Januar 2024 werden auch viele administrierte Preise sowie die Mehrwertsteuer steigen. All dies trifft auf eine tiefere Preisbasis als im ersten Halbjahr 2022. Dies wird dazu führen, dass die SNB weitere Zins-schritte vollzieht.

### Fokus auf Schweizer Anleihen

Obligationen mit laufenden Erträgen liefern in diesem Umfeld wesentliche Renditen für das Anlageportfolio. Im aktuellen Marktumfeld beurteilen wir Obligationen als attraktiv. Obligationen dienen, ganz in Einklang mit unserer Konjunkturerwartung, durch eine Risikodiversifikation gegenüber Aktien als Stabilisator im Portfolio. Innerhalb dieser Anlageklasse bevorzugen wir Schweizer Unternehmensanleihen, die eine attraktive Rendite von 2 Prozent aufweisen. Diese Rendite ist zwar etwas geringer als bei ausländischen Pendanten, jedoch vermeidet man Währungsrisiken.



«Die US-Technologiewerte können nicht ignoriert werden, der strukturelle KI-Boom dürfte anhalten. Bei Unternehmensanleihen geringer Qualität ist Vorsicht geboten, die Risikoprämie ist zu tief.»

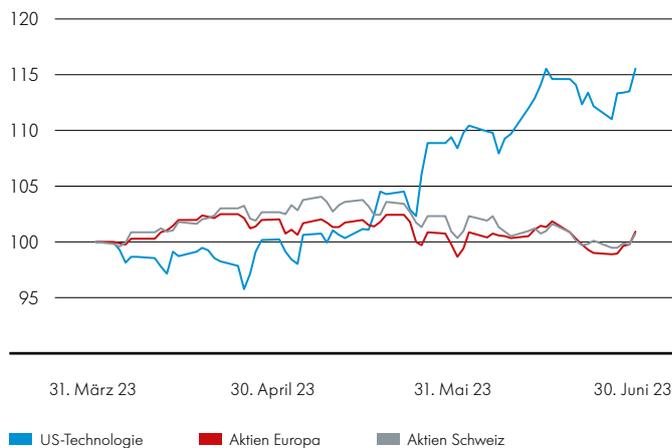
Alex Müller, Chief Investment Officer

### Volatile Aktien

Wir erwarten, dass die raschen Leitzinserhöhungen in den USA und in Europa nun immer mehr in der Realwirtschaft ankommen. Höhere Finanzierungskosten werden Investitionen bremsen und das Wirtschaftswachstum belasten. Das führt zu mehr Unsicherheit hinsichtlich der Unternehmensgewinne. Das Risiko abnehmender Gewinne wird aus unserer Sicht weder in den entsprechenden Prognosen noch in den Aktienkursen ausreichend berücksichtigt. Andererseits darf man erwarten, dass eine merkliche Abschwächung des Wirtschaftswachstums mit sinkenden Inflationsraten einhergeht. Das würde die Hoffnung auf baldige Leitzins-

senkungen nähren, was wiederum die Aktienmärkte stützen dürfte. Angesichts dieses Spannungsfelds erwarten wir im zweiten Halbjahr eine erhöhte Volatilität am Aktienmarkt, bleiben investiert und halten an unserer defensiven Aktienpositionierung fest.

### US-Technologiewerte und europäische Aktien im Vergleich



Quelle: MSCI

### Obligationen mit mehr Potenzial

Im aktuellen Umfeld empfehlen wir Investoren und Investorinnen, Obligationenanlagen ein höheres Gewicht beizumessen als Aktien. Dank der höheren Zinsen sind die laufenden Renditen attraktiv, zudem ist ihre Absicherungsfunktion wieder gegeben. Innerhalb der Obligationen setzen wir auf Staatsanleihen, und sind bei Obligationen von Unternehmen mit geringer Qualität zurückhaltend. Wenn sich die wirtschaftliche Dynamik nicht weiter verlangsamt, bietet sich im Jahresverlauf dann wieder ein höheres Aktienengagement an.

### Investiert bleiben hat sich gelohnt

Das Ende des Zyklus der Zinserhöhungen scheint in greifbarer Nähe. Die Wachstumssorgen bleiben jedoch bestehen. Sollten die Inflationsraten sinken, wird die Hoffnung auf tiefere Zinsen Aktienanlagen wieder Aufwind geben. Dieses Spannungsfeld ist noch nicht gelöst. Bleiben Sie investiert: Das erste Halbjahr 2023 hat diese Börsenweisheit eindeutig bestätigt. Eine solide und breit diversifizierte Anlagestrategie ist das beste Rezept, um in einem solchen Umfeld ansprechende Renditen zu erzielen.

# Was bedeutet das für Anlegerinnen und Anleger?

## Boom-Thema künstliche Intelligenz

Wir haben in den Portfolios US-Aktien wieder aufgebaut. Der Grund dafür ist der unerwartet starke Schub, der sich aus den Möglichkeiten der künstlichen Intelligenz (KI) ergibt. Wir erachten trotz hoher und teils übertriebener Bewertungen die Chance als hoch, dass sich das aussergewöhnliche Momentum im US-Technologiesektor weiter fortsetzt. Nicht nur die massiv gehypten Nvidia, auch Cloud-Anbieter und Unternehmen aus dem Halbleitersktor könnten künftig vom enormen Potenzial der KI profitieren.

## Wenige Titel treiben den Markt

Abseits der US-Techaktien bleibt unsere Aktienpositionierung untergewichtet. Im zweiten Quartal profitierten weder der europäische noch der Schweizer Aktienmarkt vom KI-Boom (siehe Grafik). Beide Märkte stagnierten angesichts der ökonomischen Realität: Die höhere Rezessionswahrscheinlichkeit, die rekordtiefe Marktvolatilität, wenig Schwung aus China und die geringe Marktbreite mahnen zur Vorsicht. Es scheint uns das Beste für Anlegerinnen und Anleger, die defensive Positionierung vorerst beizubehalten.

## Europa günstig

Die untergewichtete Aktienquote realisieren wir in den entwickelten Ländern und in Europa (exklusive Schweiz). Die Bewertungen, gerade in Europa, bieten grundsätzlich eine Unterstützung für den hiesigen Aktienmarkt. Vorsichtig stimmt uns neben dem fehlenden Momentum, dass die Wirtschaftsdynamik in China nach dem Re-Opening im

Januar bereits wieder stark nachlässt. Auch in Europa zeichnet sich eine wirtschaftliche Abschwächung ab, was diverse Gewinnwarnungen von Unternehmen illustrieren. Zudem wird die Europäische Zentralbank (EZB) die Zinsen wohl weiter erhöhen; dies wird die derzeit noch hohen Risikoprämien weiter belasten.

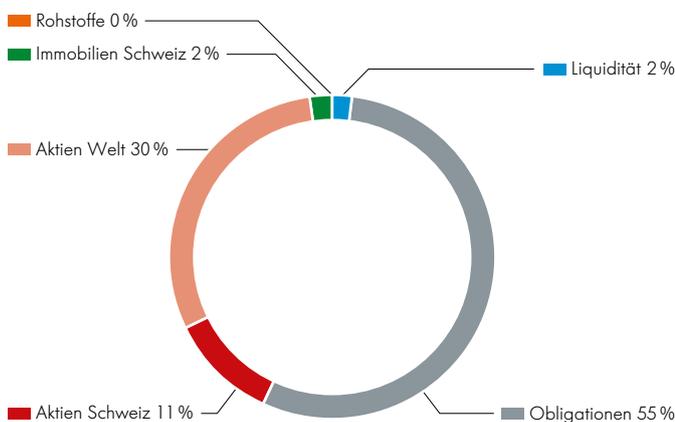
## Defensive Schweizer Qualität

Dank der hohen Qualität ihrer Geschäftsmodelle nutzen viele Schweizer Unternehmen ihre Preissetzungsmacht, generieren attraktive Cashflows und überzeugen die Anlegerschaft. Schweizer Werte behalten weiterhin ein hohes Gewicht und bilden ein Drittel unserer gesamten Aktienquote. Der defensive Sektorenmix dürfte in den nächsten Monaten in einem absehbar schwierigen Umfeld seine Stärken besser ausspielen können als im vergangenen Quartal.

## Schweizer Immobilien überzeugen

Bei Schweizer Immobilienanlagen empfehlen wir eine unveränderte Positionierung. Die Anlageklasse hat Ende Juni nochmals korrigiert, trotzdem sind die Bewertungsniveaus von Schweizer Immobilienfonds attraktiv, sowohl historisch als auch angesichts des Zinsniveaus. Der höhere Referenzzinssatz wird höhere Mieteinnahmen erlauben. Die Cashflows aus solchen Anlagen bleiben damit hoch und gewährleisten eine attraktive Ausschüttung. Vor dem Hintergrund struktureller Engpässe aufgrund der starken Zuwanderung könnte auch die Entwicklung der Angebotsmieten diesen Trend stützen.

Strategische Positionierung (Basis Ausgewogenes Mandat)



Taktische Positionierung



## Haben Sie Fragen zum aktuellen Portfolio oder Anregungen?

Kontaktieren Sie uns per E-Mail ([alex.mueller@zugerkb.ch](mailto:alex.mueller@zugerkb.ch)) oder rufen Sie uns an 041 709 11 11.

Dieses Dokument dient einzig der Information und zu Marketingzwecken und ist weder ein Angebot noch eine Aufforderung seitens oder im Auftrag der Zuger Kantonalbank (ZugerKB) zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder Bankdienstleistungen. Es richtet sich an von der ZugerKB bezeichnete Empfänger mit Wohnsitz in der Schweiz zur persönlichen Nutzung und darf ohne schriftliche Zustimmung der ZugerKB weder ganz noch teilweise vervielfältigt, verändert oder an andere Empfänger verteilt oder übermittelt werden. Die Informationen in diesem Dokument sind stichtagbezogen und stammen aus Quellen, die die ZugerKB als zuverlässig erachtet. Dennoch kann von der ZugerKB keine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der Informationen geleistet werden. Die ZugerKB lehnt jede Haftung für Verluste ab, die aus einem Investitionsverhalten entstehen können, dem die Informationen aus diesem Dokument zugrunde liegen. Die Kurse und Werte der beschriebenen Investitionen und daraus resultierende Erträge können schwanken, steigen oder fallen. Ein Verweis auf frühere Entwicklungen enthält keine Aussagen zu künftigen Ergebnissen. Dieses Dokument enthält keinerlei Empfehlungen rechtlicher Natur oder hinsichtlich Rechnungslegung oder Steuern. Es stellt auch in keiner Art und Weise eine auf die persönlichen Umstände des Empfängers zugeschnittene oder für diesen eine angemessene Investition oder Strategie dar. (V2023)

«Swiss Exchange AG (»SIX Swiss Exchange«) ist die Quelle der SIX Aktienindizes und der darin enthaltenen Daten. SIX Swiss Exchange war in keinerlei Form an der Erstellung der in dieser Berichterstattung enthaltenen Informationen beteiligt. SIX Swiss Exchange übernimmt keinerlei Gewährleistung und schliesst jegliche Haftung (sowohl aus fahrlässigem sowie aus anderem Verhalten) in Bezug auf die in dieser Berichterstattung enthaltenen Informationen – wie unter anderem für die Genauigkeit, Angemessenheit, Richtigkeit, Vollständigkeit, Rechtzeitigkeit und Eignung für beliebige Zwecke – sowie hinsichtlich Fehlern, Auslassungen oder Unterbrechungen in den SIX Aktienindizes oder deren Daten aus. Jegliche Verbreitung oder Weitergabe der von SIX Swiss Exchange stammenden Informationen ist untersagt.» Quelle: MSCI. Weder MSCI noch andere Parteien, die an der Zusammenstellung, Berechnung oder Erstellung der MSCI-Daten beteiligt sind oder damit in Verbindung stehen, geben ausdrückliche oder stillschweigende Gewährleistungen oder Zusicherungen in Bezug auf diese Daten (oder die Ergebnisse, die durch deren Verwendung erzielt werden) ab, und alle diese Parteien schliessen hiermit ausdrücklich alle Gewährleistungen in Bezug auf Originalität, Genauigkeit, Vollständigkeit, Marktängigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck in Bezug auf diese Daten aus. Ohne das Vorstehende einzuschränken, haften MSCI, seine verbundenen Unternehmen oder Dritte, die an der Zusammenstellung, Berechnung oder Erstellung der Daten beteiligt sind oder damit in Verbindung stehen, in keinem Fall für direkte, indirekte, besondere, strafähnliche, Folgeschäden oder sonstige Schäden (einschliesslich entgangener Gewinne), selbst wenn sie über die Möglichkeit solcher Schäden informiert wurden. Ohne ausdrückliche schriftliche Zustimmung von MSCI ist keine weitere Verteilung oder Verbreitung der MSCI-Daten gestattet. Der MSCI EMU Top 50 Index ist ein benutzerdefinierter Index. Die MSCI-Daten bestehen aus einem benutzerdefinierten Index, der von MSCI für und auf Wunsch von der Zuger Kantonalbank berechnet wurde. Die MSCI-Daten sind nur für den internen Gebrauch bestimmt und dürfen nicht weiterverteilt oder in Verbindung mit der Erstellung oder dem Angebot von Wertpapieren, Finanzprodukten oder Indizes verwendet werden. «Bloomberg®» und die Bloomberg Indizes sind Dienstleistungsmarken der Bloomberg Finance L.P. und ihrer verbundenen Unternehmen, einschliesslich Bloomberg Index Services Limited («BISL»), dem Administrator der Indizes (zusammen «Bloomberg»), und wurden von der Zuger Kantonalbank für die Verwendung zu gewissen Zwecken lizenziert. Bloomberg ist nicht mit der Zuger Kantonalbank verbunden, und Bloomberg genehmigt, unterstützt, überprüft oder empfiehlt Produkte der Zuger Kantonalbank nicht. Bloomberg übernimmt keine Garantie für die Aktualität, Richtigkeit oder Vollständigkeit von Daten oder Informationen in Bezug auf die Bloomberg Indizes. Quelle: London Stock Exchange Group plc und ihre Konzernunternehmen (zusammen die «LSE Gruppe»). © LSE Gruppe 2021. FTSE Russell ist ein Handelsname von bestimmten Unternehmen der LSE Gruppe. «FTSE®», «Russell®», «FTSE Russell®» ist eine bzw. sind Handelsmarke(n) der betreffenden Unternehmen der LSE Gruppe und wird bzw. werden von anderen Unternehmen der LSE Gruppe unter Lizenz verwendet. Alle Rechte an den FTSE Russell-Indizes oder -Daten liegen bei der jeweiligen LSE Gruppen-Gesellschaft, die Eigentümerin des Index oder der Daten ist. Weder die LSE Gruppe noch ihre Lizenzgeber übernehmen eine Haftung für etwaige Fehler oder Unvollständigkeiten in den Indizes oder Daten, und keine Partei darf sich auf die in dieser Mitteilung enthaltenen Indizes oder Daten verlassen. Die Weiterverbreitung von Daten der LSE Gruppe ist nur mit ausdrücklicher schriftlicher Zustimmung des betreffenden Unternehmens der LSE Gruppe gestattet. Die LSE Gruppe fördert, sponsert oder unterstützt den Inhalt dieser Mitteilung nicht.