

# Anliegen aktuell

## Spezial

Dezember 2023

## Ausblick 2024 – Soft Landing, Hard Landing oder No Landing?

Ein Blick aufs 2023: «Aufstehen, Mund abwischen, weitermachen» lautete der Titel unseres Ausblicks 2023. Rückblickend darf man sagen, dass sich dieses Motto ausbezahlt hat, obschon sich die Lage an den Finanzmärkten um einiges komplizierter präsentiert hat als angenommen. Wie der Titel der vorliegenden Ausgabe andeutet, bleibt die Lage für den Start ins neue Jahr diffus. Es gilt, trotz einer erwarteten Volatilität weitsichtig zu denken. Wir empfehlen die Anlageallokation und die Stabilisierung des Portfolios mit Obligationen im Auge zu behalten. Strukturelles Wachstum und Qualität sollten hingegen den Kern des Aktienportfolios bilden. Es wird sich lohnen, auch auf Segmente zu setzen, die momentan nicht im Fokus sind. Wir haben auch dieses Jahr einige Themen aufgegriffen, die 2024 Erfolg versprechend sein könnten.

### Unsere Themen für 2024 im Überblick\*

1. Obligationen – attraktives Risiko/Rendite-Profil dank laufender Erträge, Diversifikation und Zinswende
2. Europäische Aktien – «Contrarian Trade für 2024»
3. Small Caps – «The Place to Be» als günstige, antizyklische Positionierung gegenüber Large Caps
4. Künstliche Intelligenz – Blase oder Heilsbringer für die Weltwirtschaft?
5. Top Picks – Qualitätswachstumsfirmen bleiben die Kategorie der Wahl – neu ergänzt mit zyklischen Wachstumsaktien

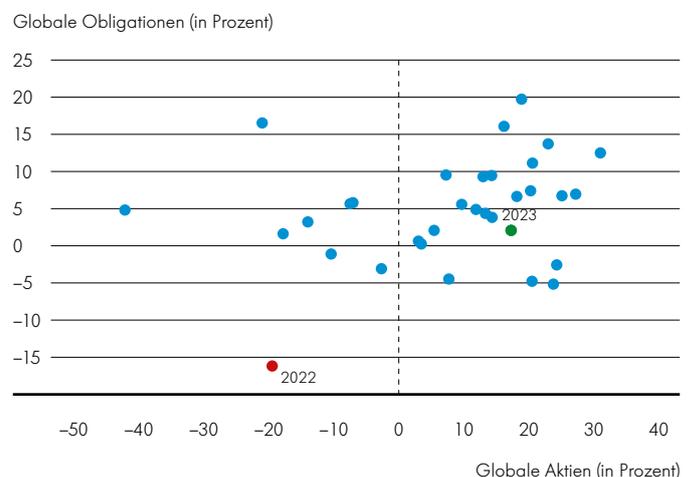
\* Unsere Themen für 2023 und was daraus wurde, finden Sie am Ende dieses Dokuments.

### 1. Obligationen – attraktives Risiko/Rendite-Profil dank laufender Erträge, Diversifikation und Zinswende

Die globalen Anleihenmärkte und die Aktienmärkte haben sich im Jahr 2023 wieder positiv entwickelt. Das ist erfreulich vor dem Hintergrund des schlechten Anlagejahrs 2022 und insbesondere begründet durch Anleihen, die ihre Hauptaufgabe – Abfederung eines Anlageportfolios in Zeiten stark fallender Aktienkurse – nicht wahrgenommen haben.

Im Rahmen eines klassischen 60/40-Portfolios (60% Aktien, 40% Obligationen) ist die positive Renditeentwicklung bei beiden Anlageklassen im Jahr 2023 aber auch nichts Aussergewöhnliches. Dieses Renditebild zeigte sich in den letzten 30 Jahren bei gut 60 Prozent aller Anlagejahre (siehe Grafik 1: Quadrant oben rechts).

### 60/40-Portfolio – Anlagejahr 2023 mit Rückkehr in den «grünen» Bereich



Wir begleiten Sie im Leben.

Erwähnenswert ist dabei, dass die positive Performance des globalen Aktienindex mit 17 Prozent seit Beginn des Jahres 2023 überdurchschnittlich getrieben ist vom hohen Kursanstieg der US-Technologiefirmen – der grössten Profiteure des neuen Megatrends «Künstliche Intelligenz». Ohne deren Beitrag befindet sich der breite Aktienmarkt im Jahr 2023 nur geringfügig im Plus, was auf die globale Abschwächung des Wirtschaftswachstums und auf unsichere Aussichten bezüglich der Gewinnentwicklung der Unternehmen zurückzuführen ist. Bei der Performance der globalen Anleihen fällt auf, dass diese seit Beginn des Jahres 2023 leicht im Plus ist, obwohl das wichtige Teilsegment der US-Staatsanleihen 2 bis 3 Prozent an Wert eingebüsst hat. Die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihen ist seit Beginn des Jahres 2023 um 30 Basispunkte auf etwa 4,3 Prozent gestiegen.

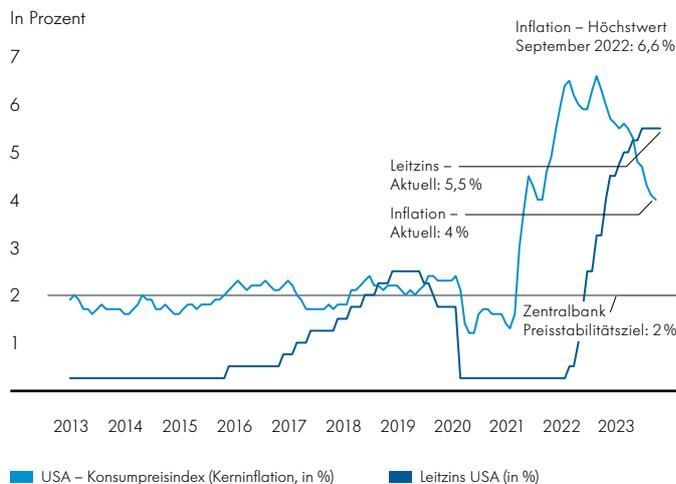


«Der sich abzeichnende Wendepunkt beim Zinserhöhungszyklus und die Unsicherheit darüber, wie stark sich die Wirtschaft 2024 abschwächt, kreieren ein attraktives Risiko/Rendite-Verhältnis bei Obligationen.»

Reto Amstalden, Berater Investment Services

Der Grund für den Zinsanstieg ist der unveränderte Fokus der US-Zentralbank auf die Inflationsbekämpfung und das Risiko eines erneuten Anstiegs der Inflation. Hier birgt insbesondere der robuste US-Arbeitsmarkt die Gefahr, eine Lohn/Preis-Spirale in Gang zu halten. Der abnehmende Inflationstrend seit dem Höhepunkt im September 2022 stimmt an sich zuversichtlich. Die Inflation bleibt jedoch hartnäckig und mit einem Niveau von derzeit 4 Prozent (Kerninflation) immer noch deutlich über dem Preisstabilitätsziel der Zentralbank von 2 Prozent. Die Herstellung der Preisstabilität hat für die US-Zentralbank weiterhin oberste Priorität. Sie hat dies in ihrer Kommunikation zur Geldpolitik erst kürzlich wieder unterstrichen. Sie ist bereit, das heutige Leitzinsniveau von 5,5 Prozent länger aufrechtzuerhalten oder es allenfalls sogar zu erhöhen.

### Kerninflation versus US-Leitzinszyklus



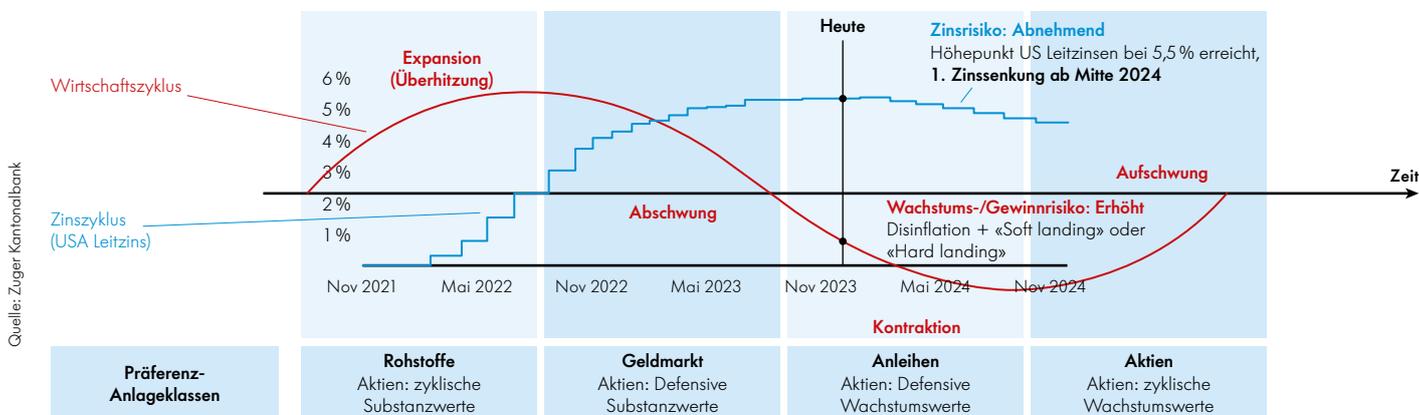
Quelle: Bloomberg L.P., Zuger Kantonalbank

Die massive Straffung der Geldpolitik über die letzten 18 Monate sowohl in den USA als auch in Europa zeigt zunehmend Wirkung. Die höheren Zinsen bremsen das Wirtschaftswachstum. Die Inflation schwächt sich ab. Wie gross die verzögerte Bremswirkung der Zinserhöhungen auf die Realwirtschaft ist, bleibt jedoch mit grosser Unsicherheit verbunden. Dabei stellt sich die Gretchen-Frage, ob ein Soft Landing (Wachstumsabschwächung) gelingt oder ob für die Erreichung des Preisstabilitätsziels mit einem Hard Landing (Rezession) bezahlt werden muss.

Während die US-Wirtschaft nach wie vor wächst und ein Soft Landing gelingen könnte, befindet sich die Eurozone am Rande einer Rezession. Die Gründe, weshalb die Eurozone die Straffung der Geldpolitik eher weniger gut verkraften würde, sind vielfältig und struktureller Natur: zum Beispiel eine grössere kapitalintensive Industrie, höhere Kaufkraftverluste bei den Konsumentinnen und Konsumenten (geringere Arbeitsmarktflexibilität) oder das konservative Sparverhalten der in Europa lebenden Personen.

Im Gegensatz zum unsicheren Ausblick bezüglich des Wirtschaftszyklus ist positiv zu erwähnen, dass der konjunkturelle Abschwung oder eine allfällige Rezession die Inflationsrate schneller auf 2 Prozent – die Zielgrösse der Zentralbanken – sinken lassen könnte. Dies würde es der Zentralbank erlauben, eine geldpolitische Kehrtwende zu vollziehen, auch wenn die Zentralbanken in den USA und in Europa bisher noch nichts davon wissen wollen. Die Markterwartungen gehen davon aus, dass erste Zinssenkungen von den Zentralbanken Mitte 2024 vorgenommen werden (siehe nachfolgende Grafik).

## Ausblick für Wirtschafts- und Zinszyklus favorisiert Anleihen und defensive Wachstumsaktien



### Was bedeutet das für Anlegerinnen und Anleger?

Der sich abzeichnende Wendepunkt beim Zinserhöhungszyklus der Zentralbanken und die Unsicherheit, wie stark sich die Wirtschaft 2024 noch weiter abschwächen wird, kreieren so ein attraktives Risiko/Rendite-Verhältnis bei Obligationen wie seit 15 Jahren nicht mehr. Bei Obligationen und vor allem bei europäischen und US-Staatsleihen mit einer Rendite von 4 bis 5 Prozent ist die Entschädigung für das eingegangene Risiko (tiefe Schwankungen, sichere Rückzahlung) interessant. Zu den laufenden Erträgen bei Obligationen kommt das Kursgewinnpotenzial aus dem Zinszyklus hinzu. Fallende Zinsen machen neue Anleihen im Vergleich zu Anleihen aus den vergangenen Monaten unattraktiver, da ältere Papiere höhere Coupons bieten.

Insgesamt erwarten wir, dass Obligationen 2024 ein wichtiger Stabilisator und Baustein der Portfoliorendite sein werden. Deshalb empfehlen wir, in Obligationen mit längerer Laufzeit, in Unternehmensanleihen mit guter Bonität oder in unseren eigenen Obligationenfonds zu investieren, der aktiv verwaltet ein solches Zinsumfeld ausnutzen kann.

In unserem Basisszenario für 2024 mit einer erwarteten Zinswende und einer grossen Unsicherheit bezüglich des Ausmasses der Wirtschaftsabschwächung nach dem schärfsten Zinserhöhungszyklus seit den 70er-Jahren sind Obligationen gegenüber Aktien zu bevorzugen. Wir empfehlen, ausserhalb des Multi-Asset-Kontexts und in einer isolierten Betrachtung des Aktienmarkts weiterhin schwergewichtig in Unternehmenstitel mit einem defensiven Wachstumsprofil anzulegen. Einerseits zeichnen sie sich aus durch eine geringe Konjunktursensitivität und durch strukturelle Wachstumstreiber. Andererseits profitieren sie als Wachstumstitel von einer höheren Bewertung dank fallender Zinsen und geringerem Abzinsungseffekt auf den Cashflows in ferner Zukunft. Unter diesen Gesichtspunkten empfehlen wir, im defensiven Schweizer Aktienmarkt übergewichtet zu sein im Vergleich zum zyklischen europäischen Aktienmarkt oder zum US-Aktienmarkt mit einem überdurchschnittlich hohen Anteil Wachstumfirmen.

### Umsetzungsidee

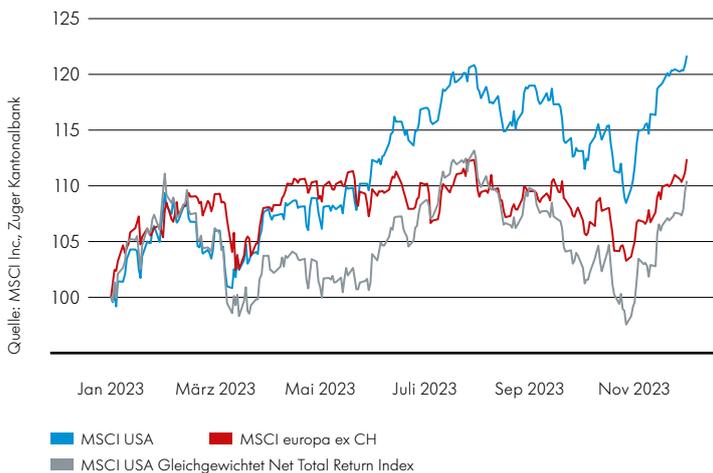
- ZugerKB Obligationenfonds ESG (CHF)-A, ausschüttend, ISIN CH1297749371
- Swisscanto (CH) Index Bond Fund Total Market AAA-BBB CHF, ausschüttend, ISIN CH0215804649

## 2. Europäische Aktien – «Contrarian Trade für 2024»

2023 war ein kompliziertes Anlagejahr. Steigende Zinsen, eine hartnäckige Inflation und ein ins Stocken geratener Krieg vor den Toren Europas erschwerten eine klare Position. Diese Umstände versprechen nichts Gutes für die konjunkturelle Entwicklung in Europa. In der Tat schlittert der Alte Kontinent unaufhaltsam Richtung Rezession. Auf der anderen Seite des grossen Teichs kurbelt die US-Regierung mit neuen Schulden und Investitionsprogrammen wie dem Inflation Reduction Act die Wirtschaft an, was im dritten Quartal zu einem aufs Jahr hochgerechneten Wachstum von fast 5 Prozent geführt hat. Europa dagegen muss den Gürtel enger schnallen und sparen. Alles in allem sehr schlechte Voraussetzungen für europäische Aktien – würde man meinen.

Entgegen den Erwartungen haben europäische Aktien im auslaufenden Jahr im Vergleich zu US-Aktien aber eine gute Performance erzielt. Dies insbesondere, wenn man die Entwicklung unter Ausklammerung einiger US-Technologieaktien betrachtet, die 2023 teilweise exorbitante Kurssteigerungen von über 100 Prozent verzeichnet haben.

MSCI Europe ex CH, MSCI USA, MSCI USA gleichgewichtet



## Aktien Europa – viele globale Leader

Ein Grund für die erstaunlich robuste Performance liegt in der globalen Ausrichtung vieler europäischer Unternehmen. Häufig ist nicht die Wirtschaftsentwicklung in Europa für den Erfolg relevant, sondern die Verfassung der Weltwirtschaft. Europäische Aktien zeigten vor dem Hintergrund der Öffnung Chinas im ersten Quartal 2023 ein Rally. Nordamerika dominiert zwar im Technologiesektor mit Weltmarktführern wie Apple, Microsoft, Nvidia, Meta oder Alphabet. Europa ist dafür global führend bei Luxusgütern mit LVMH, Hermès oder Richemont und ebenfalls stark im Gesundheitsmarkt mit Novo Nordisk und weiteren grossen Pharmafirmen.



«Europa verfügt in vielen Sektoren über globale Marktführer. Die Performance wird primär durch die globale Konjunktur getrieben.»

Ivo Hanusch, Leiter Investment Services

Mit gut ausgebildeten Mitarbeitenden und grossem technologischem Know-how bleibt Europa auch in vielen traditionellen Industriebereichen Spitzenreiter. Hier eröffnen sich durch die Energiewende ebenfalls grosse Chancen. Auch im Halbleitersektor finden sich Weltmarktführer wie Infineon in Deutschland oder ASML in den Niederlanden.

### Ausreichende Substanz sichert Dividenden

Im Gegensatz zur grossen Finanzkrise im Jahr 2008 weisen viele Unternehmen derzeit eine gesunde Bilanz mit tiefer Verschuldung aus. Die Fremdkapitalkosten werden zwar steigen, allerdings dürften die Zinsen den Höchststand bereits erreicht haben und graduell sinken. Die hohen Cash-Bestände in vielen Bilanzen sorgen 2023 für gute Finanzergebnisse. Da Investitionen vor dem Hintergrund des eher wenig berauschenden Wirtschaftsausblicks zurückhaltend erfolgen, rechnen wir mit anhaltend hohen bzw. steigenden Dividendenausschüttungen. Die Ausschüttungsrendite des MSCI Europe liegt derzeit bei 3,5 Prozent.

### 2024 – Steigerungslauf der Konjunktur ab Mitte Jahr?

Eine grössere Rezession im Euroraum lässt sich nach wie vor vermeiden, obwohl sich zum Beispiel Deutschland in einem leichten Abwärtstrend befindet. Die OECD rechnet in ihrer neusten Prognose für 2023 mit einer Steigerung des Bruttoinlandsprodukts (BIP) im Euroraum um 0,6 Prozent und für 2024 um 0,9 Prozent. Für 2025 werden erneut 1,5 Prozent prognostiziert. Die Talsohle scheint bereits durchschritten. In einem solchen Szenario scheint ein kleines Gewinnwachstum für europäische Aktien möglich, ein starker Gewinnrückgang jedoch eher unwahrscheinlich. So rechnen die Analysten für den DAX für 2024 mit einem Anstieg der Aktienrendite (EPS) um 7 Prozent. Der Start ins neue Jahr dürfte aber sowohl konjunkturell als auch an den Aktienmärkten holprig werden. Sollte aber die Weltwirtschaft und insbesondere China sich im Laufe des Jahres 2024 robust zeigen oder sogar wieder Fahrt aufnehmen, stehen die Chancen gut, dass europäische Aktien sich im Verlauf des Jahres besser entwickeln als andere Regionen.

### Bewertung reflektiert das tiefere Wachstum

Die Stimmung gegenüber Europa ist angesichts des im Vergleich zu den USA tieferen Wachstums negativ. Diese negative Haltung widerspiegelt sich auch sehr deutlich in der Bewertung. Der Abschlag auf Basis des Kurs/Gewinn-Verhältnisses (KGV) hat sich im Laufe von 2023 weiter verschärft und ist im historischen Vergleich sehr hoch. Europäische und UK-Aktien handeln auf einem KGV 2024 zwischen 10 und 12, während der S&P 500 bei fast 19 notiert. Diese Differenz wird sich wieder verkleinern, wobei diese Bewegungen oft überraschend und schnell erfolgen.

KGV 2024 nach Länder und Regionen



Quelle: Bloomberg L.P.

### Was bedeutet das für Anlegerinnen und Anleger?

In Europa gibt es viele substanzstarke Unternehmen, die in ihrer Branche global führend sind. Entgegen der Erwartung ist aber die Performance europäischer Aktien nicht nur vom Wirtschaftsgeschehen in Europa getrieben, sondern auch von der globalen Konjunkturentwicklung und insbesondere der Volkswirtschaft Chinas.

Der Bewertungsabschlag europäischer Aktien gegenüber US-Aktien von rund 35 Prozent befindet sich auf einem Rekordstand und ist doppelt so hoch wie im Langfristvergleich der letzten 20 Jahre. Kurzfristig besteht noch eine Unsicherheit, ob sich eine grössere Rezession in Europa verhindern lässt. Im Falle einer Aufhellung der Konjunktur im Verlauf von 2024 dürften sich aber europäische Aktien sehr gut entwickeln. Es wird sich lohnen, im Rahmen der Aktienallokation auch Europa zu berücksichtigen.

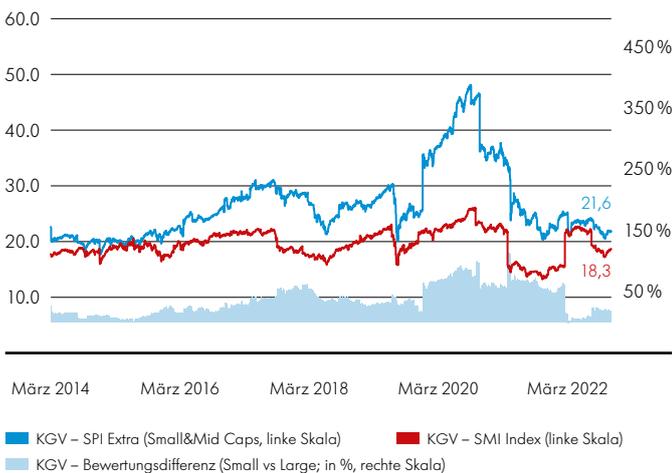
### Umsetzungsidee

- ZugerKB Fonds – Aktien ESG Europa (EUR), ISIN CH0435830648
- iShares Core MSCI Europe ETF (EUR), thesauriert, ISIN IE00B4K48X80

### 3. Small Caps – «The Place to Be» als relativ günstige, antizyklische Positionierung gegenüber Large Caps

Schweizer Small and Mid Caps (SPI Extra) weisen im langfristigen Kontext über zehn Jahre mit einer durchschnittlichen Jahresrendite von 7 Prozent eine bessere Performance auf als Schweizer Large Caps (SMI) mit knapp 6 Prozent. Viele Schweizer Small and Mid Caps sind Marktführer in Nischenmärkten von Branchen wie Gesundheit (z. B. Dottikon – Pharmawirkstoffhersteller), Technologie (z. B. Lem – Strommessensoren) und Industrie (z. B. Komax – Kabelverarbeitungsmaschinen). Durch ihre Innovationsführerschaft haben sie Preissetzungsmacht und erwirtschaften in ihren Nischenmärkten überdurchschnittlich hohe Marktanteile. Dies führt zu höheren Margen und vor allem zu einem höheren Gewinnwachstum im Vergleich zu Large Caps.

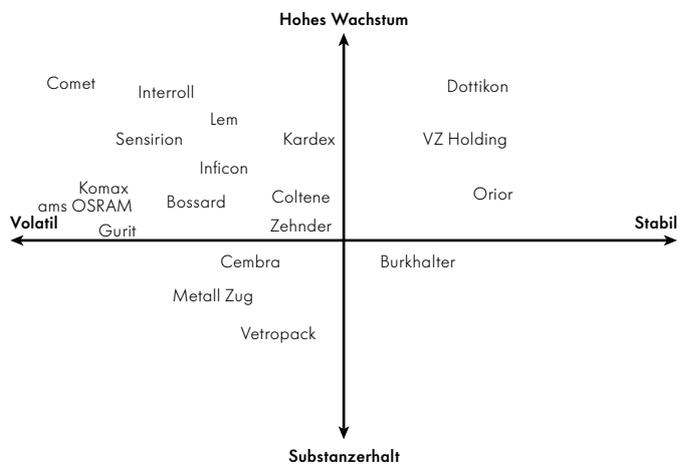
#### Schweizer Small and Mid Caps mit attraktiver Bewertung im Vergleich zu Large Caps



Mit dem wesentlichen Unterscheidungsmerkmal als Wachstumsfirmen mit geringerer Geschäftsdiversifikation (das heisst höherer Gewinnvolatilität) haben die Small and Mid Caps im Vergleich zu den Large Caps durch das Ende der Tiefzinsphase 2022 eine deutliche stärkere Bewertungskorrektur erfahren und 2023 stärker unter der Abschwächung der Konjunktur gelitten. Das bietet jedoch für Anlegerinnen und Anleger eine attraktive Möglichkeit, in Schweizer Small and Mid Caps zu investieren. Belief sich das Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV) der Small and Mid Caps auf zirka 35 Anfang 2022, liegt es nunmehr wieder bei 22. Im Gegensatz dazu fiel die Bewertungskorrektur bei den Large Caps mit einem Rückgang des KGV von 23 Anfang 2022 auf derzeit 18 gering aus. Der Bewertungsaufschlag

gegenüber Large Caps fällt damit auf zirka 17 Prozent und liegt unter dem Durchschnittswert von 26 Prozent über die fünf Vor-Corona-Jahre 2014 bis 2019. Das ist unseres Erachtens ein attraktives Bewertungsniveau, und wir erwarten einen erneuten Anstieg des Bewertungsaufschlags von Small Caps gegenüber Large Caps, wenn sich das Wachstum der Weltkonjunktur im späten Verlauf des nächsten Jahres wieder erholt.

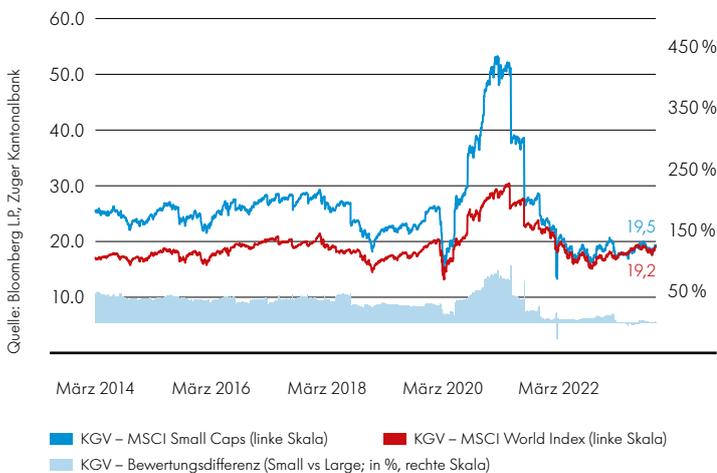
#### Auswahl Schweizer Small Caps mit Marktführerschaft – Wachstumsprofil (y-Achse) und Gewinnstabilität (x-Achse)



y-Achse: langfristiges Wachstum (Ø pro Jahr)  
x-Achse: langfristige Gewinnstabilität (Konjunktursensitivität)

Betrachtet man die internationalen Aktienmärkte, fällt auf, dass die Bewertung der Small Caps im Verhältnis zu den Large Caps noch attraktiver ist als am Schweizer Aktienmarkt. Mit einer historisch signifikanten Prämie von über 30 Prozent über die Vor-Corona-Jahre von 2014 bis 2019 haben Small Caps mit dem Ende der Tiefzinsphase im Jahr 2022 und unter dem Einfluss einer Konjunkturabschwächung ihre ganze Bewertungsprämie heute eingebüsst. Diese tiefe Bewertung der Small Caps könnte daher einen attraktiven Einstiegszeitpunkt für langfristig orientierte Anlegerinnen und Anleger darstellen.

### International – Small Caps mit sehr günstiger Bewertung versus Large Caps im Langfristvergleich



#### Was bedeutet das für Anlegerinnen und Anleger?

Der Ausblick auf ein schwächeres Wirtschaftswachstum zumindest im ersten Halbjahr 2024 mahnt an sich zur Vorsicht gegenüber Small Caps mit zyklischem Wachstumscharakter. Doch die günstige Bewertung von Small Caps gegenüber Large Caps deutet darauf hin, dass die Aktienurse einerseits eine Abschwächung des Wirtschaftswachstums weitgehend antizipieren und andererseits auch nichts von einer möglichen Erholung der Wirtschaft gegen Ende 2024 vorwegnehmen. Wir sehen daher einen attraktiven Einstiegszeitpunkt für langfristig orientierte Anlegerinnen und Anleger in Schweizer oder internationale Small-Cap-Aktien.

#### Umsetzungsidee

- Pictet CH – Swiss Mid Small Cap (CHF), ISIN CH0019087177
- Columbia Threadneedle (LUX) SICAV – Pan European Smaller Companies (EUR), ISIN LU1849566838

### 4. Künstliche Intelligenz – Blase oder Heilsbringer für die Weltwirtschaft?

Künstliche Intelligenz, kurz KI, war im Jahr 2023 das dominierende Thema an den Aktienmärkten. Die schier unendlichen Möglichkeiten regen die Fantasien an den Märkten an und treiben die Bewertungen nach oben. Am Aktienmarkt werden derzeit immense Zukunftserwartungen bezüglich des Potenzials von KI eingepreist. Dies zeigen die starken Kursanstiege der KI-Aktien von Nvidia, Microsoft, Meta, Amazon oder Alphabet in diesem Jahr. KI benötigt enorme Rechenleistungen. Um neue Inhalte zu entwickeln, müssen riesige Datenmengen verarbeitet und Datenmodelle trainiert werden, was eine starke Nachfrage nach Mikrochips zur Folge hat; vor allem nach jenen, die für Spitzenlasten optimiert sind. Die für das Training der KI-Modelle benötigte Rechenleistung dürfte sich nämlich alle zwei bis drei Monate verdoppeln.

Die kürzlich erfolgte Neugewichtung des Nasdaq 100 Index aufgrund der Performance einzelner KI-Aktien führt vor Augen, wie massiv KI die Aktienmärkte bereits in einem frühen Entwicklungszyklus prägt. Kurzfristig scheint sehr viel Hoffnung eingepreist zu sein. Dennoch ist KI gekommen, um zu bleiben.

#### KI-Aktien NVIDIA, MSFT, Meta, Alphabet (YTD indexiert)



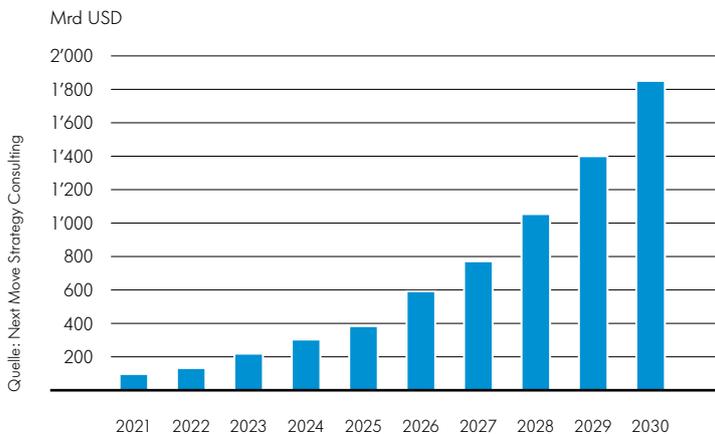
## KI – die grösste Disruption seit der Einführung des Internets

Wir gehen davon aus, dass immer mehr Unternehmen ihr Geschäftsmodell mit KI anreichern werden, was wiederum zu einem zusätzlichen Kurssteigerungspotenzial auch in der breiteren Masse der Aktien führen könnte. Daher sehen wir dieses Anlagethema vor allem längerfristig als grosse Chance.

In diesem Jahr stehen bislang die Erstrundengewinner im Fokus. Das sind diejenigen Unternehmen, die jetzt schon an der Verbreitung von KI-Anwendungen beteiligt sind. In den kommenden Jahren werden aber auch die Zweitrundengewinner wichtig werden. Darunter fallen jene Unternehmen, die durch effektive KI-Anwendungen profitabler werden. Die rasante Entwicklung von KI-Technologien wird 2024 und darüber hinaus weiterhin zu transformativen Veränderungen in vielen Branchen und zu hohen Produktivitätssteigerungen führen.

Die Marktforscher von Next Move Strategy Consulting erwarten, dass der Markt für KI-Anwendungen im laufenden Jahrzehnt sehr stark wachsen wird. Die Prognosen zeigen: Der für dieses Jahr bereits auf knapp 208 Milliarden US-Dollar geschätzte Markt wird schon im Jahr 2028 die Billionen-Grenze überschreiten und bis ins Jahr 2030 auf nahezu zwei Billionen US-Dollar ansteigen. Daraus errechnet sich ein durchschnittliches Jahreswachstum von über 30 Prozent bis 2030.

### Markt für KI-Anwendungen



## Gewinner ist die Wirtschaft als Ganzes ...

KI ist weit mehr als ChatGPT. Für 2024 stehen weiterhin diejenigen Unternehmen im Vordergrund, welche die für die Nutzung von KI benötigte Infrastruktur bereitstellen. Das sind beispielsweise Chips mit hoher Rechenleistung (Nvidia), Cloud Computing und Datencenter (Amazon, Microsoft, Google), 5G-Netze (Broadcom, Analog Devices, Qualcomm) und natürlich alle Unternehmen in der Zulieferkette für die Halbleiterindustrie wie Applied Materials, LAM, ASML, Aixtron oder VAT sowie Comet und Inficon in der Schweiz.

Mittelfristig wird KI in nahezu jedem Unternehmen im Portfolio eine Rolle spielen, und es wird Gewinner und Verlierer geben. Welches Pharmaunternehmen wird durch den Einsatz von KI in der Datenanalyse oder durch Gensequenzierung den nächsten Blockbuster erfinden? Welche Bank oder Finanzgesellschaft kann dank künstlicher Intelligenz bessere Renditen erzielen? Auch für Industrieunternehmen eröffnen sich neue Perspektiven. Durch die Kombination von Robotik und KI werden Roboter lernfähig. Die künftigen Gewinner schon heute zu kennen, ist noch nicht möglich. Der Fortschritt von KI wird sich in den nächsten Jahren aber rasant beschleunigen und viele Aktien im Anlageportfolio betreffen.



«Künstliche Intelligenz ist disruptiv und wird uns alle in den kommenden Jahren beeinflussen, so wie dies beim Internet und bei den Smartphones der Fall war.»

Ivo Hanusch, Leiter Investment Services

Sicher ist, dass Unternehmen, die KI erfolgreich zu nutzen wissen, Wettbewerbsvorteile erzielen und ihre Rentabilität erheblich steigern werden. Andere Unternehmen werden in zehn Jahren gar nicht mehr existieren. Effizienz- und Produktivitätssteigerungen werden insgesamt zu höheren Kapitalrenditen führen, was grundsätzlich für die Aktienkurse positiv sein wird.

Unternehmen werden KI einsetzen, um das Wachstum zu beschleunigen dank neuer Produkte und Dienstleistungen, die sich auf Erkenntnisse aus der Verarbeitung grosser Datenmengen stützen. KI wird die Dominanz und die höhere Rentabilität einiger Marktführer in bedeutenden Wirtschaftszweigen festigen. Dieser Prozess wird Zeit beanspruchen, und die Gewinner werden sich in den kommenden Jahren herauskristallisieren.

### ... doch es gibt auch Widerstand

Viele Fragen müssen noch geklärt werden. Es wird Zeit brauchen, bis sich KI wirklich auf die Profitabilität der Unternehmen auswirkt. Unternehmen brauchen Gewissheit, dass die Daten sicher sind, dass sie nicht gegen Urheberrechtsgesetze verstossen und die KI-basierten Prozesse wirklich akkurate Ergebnisse liefern. Die Regulierung wird zunehmen. Das könnte die Zeitspanne verlängern, bis die Unternehmen die Technologie einführen und Vorteile daraus ziehen können.

Der Hype um die Technologie an der Börse ist gross. Dies hat zu einer Ausweitung der Bewertungen für bestimmte Technologiewerte geführt. Aber die längerfristigen Auswirkungen werden massiv unterschätzt. Künstliche Intelligenz ist disruptiv. Letztendlich wird die Technologie uns alle in den kommenden Jahren beeinflussen, so wie dies beim Internet und bei den Smartphones der Fall war. Anlegerinnen und Anleger sollten daher die Entwicklung der generativen KI aufmerksam verfolgen und weiterhin einen nicht unbedeutenden Anteil in Technologieaktien halten.

### Was bedeutet das für Anlegerinnen und Anleger?

KI existiert schon seit vielen Jahren, ist aber mit Anwendungen wie ChatGPT oder der Wachstumsexplosion von Nvidia in den Fokus der Öffentlichkeit geraten. Die Auswirkungen von KI sind vergleichbar mit der Einführung des Internets oder des Smartphones. Die Geschwindigkeit der transformativen Wucht ist aber massiv höher, und die Adaption wird schneller vorstattengehen. In einer ersten Phase werden die grossen Technologiefirmen die Hauptgewinner bleiben. Kursrückschläge beurteilen wir als Kaufgelegenheiten. Mittelfristig werden einzelne Unternehmen aus allen Branchen, die KI erfolgreich zu nutzen wissen, Wettbewerbsvorteile gewinnen und Rentabilität sowie Bewertungen erheblich steigern. Dies wird aber einige Zeit beanspruchen. Es wird sich lohnen, auch 2024 auf eine ausreichende Gewichtung bei Technologieaktien zu achten. Dies geht am einfachsten über US-Aktien.

### Umsetzungsidee

- ZugerKB Fonds – Aktien ESG US (USD), ISIN CH0435830689
- DWS – Xtrackers Artificial Intelligence und Big Data UCITS ETF Fund, ISIN IE00BGV5VN51

## 5. Top Picks – Qualitätswachstumsfirmen bleiben die Kategorie der Wahl – neu ergänzt mit zyklischen Wachstumsaktien

Nach einem schwierigen Jahr 2022 mit einer starken Bewertungskorrektur bei Wachstumsaktien durch das Ende der Tiefzinsphase liefert unsere Top-Pick-Liste im Jahr 2023 (Stand: 30. November 2023) wieder eine positive Performance von 14,2 Prozent sowie eine starke Outperformance von 6,7 Prozent im Vergleich zum Benchmark SLI (Swiss Leader Index).

### Top Picks – Rückkehr zu starker Outperformance im Jahr 2023



Qualitätswachstumsaktien bleiben die Kategorie der Wahl auf unserer Top-Pick-Liste. Sie kombinieren am besten den Faktor «Qualität» als Schutz vor Inflation und Wachstumsabschwächung mit dem Faktor «Wachstum» als überdurchschnittlichem Profiteur einer möglichen Zinswende und erster Zinssenkungen im Jahr 2024 (geringerer Abzinsungseffekt auf den Cashflows in ferner Zukunft).

Wir sehen jedoch attraktive Ergänzungsmöglichkeiten für zyklische, konjunktursensitive Wachstumstitel, obwohl das Risiko für eine rückläufige Gewinnentwicklung für zyklische Unternehmen in der aktuellen Phase des Konjunkturabswungs erhöht ist. Der Fokus liegt dabei auf jenen Aktien mit einem Bewertungsabschlag von 20 Prozent und mehr zum historischen Mittelwert (Bewertungsbasis: Kurs/Gewinn-Verhältnis). Ein Rezessionsszenario ist damit in solchen Bewertungsniveaus beziehungsweise in den entsprechenden Aktienkursen weitgehend vorweggenommen.

## Was bedeutet das für Anlegerinnen und Anleger?

Vor dem Hintergrund dieser Einschätzung haben wir unsere Top-Pick-Liste ergänzt mit Richemont (führender Luxusgüterhersteller im Bereich Schmuck) und SGS (führender Warenprüfkonzern). Im Weiteren haben wir am OSRAM als attraktive Turnaround-Story auf unsere Top-Pick-Liste genommen.

Nach der umfassenden Verbesserung der Kapitalstruktur inklusive Kapitalerhöhung steht bei am OSRAM die Finanzierung auf einer langfristig tragbaren Basis. Damit hat das neue Management eine notwendige Voraussetzung für einen erfolgreichen Turnaround über die nächsten zwei Jahre geschaffen. Bereits initiierte Kosteneinsparungsmassnahmen sowie eine attraktive Wachstumspipeline für Lichtsensoren im Bereich Automobil und Unterhaltungselektronik – insbesondere mit der neuen Micro-LED-Display-Technologie und deren Kommerzialisierung ab 2025 durch Entwicklungspartner Apple – sprechen für eine rasche Verbesserung der Gewinnbasis.

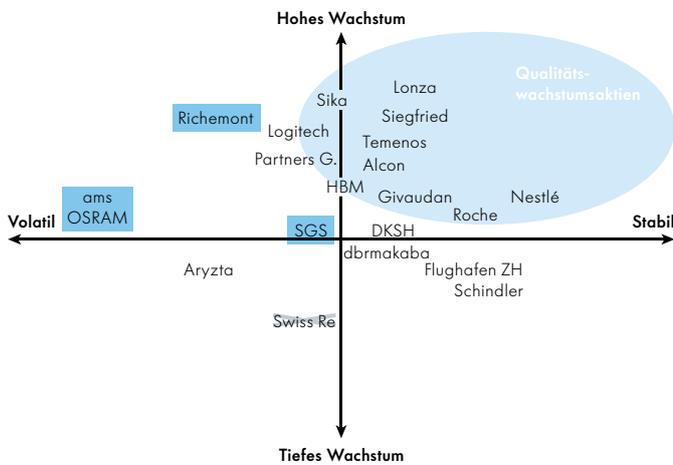
Die am-OSRAM-Aktie ist tief bewertet wie eine Substanzwertaktie mit einem Aktienkurs deutlich unter dem Buchwert. Das erscheint nicht gerechtfertigt. Mit der Rückkehr zum Wachstum und zu zweistelligen Gewinnmargen in den nächsten zwei Jahren hat der Turnaround das Potenzial, den Aktienkurs von am OSRAM zu verdoppeln. am OSRAM ist eine günstig bewertete Substanzwertaktie mit einer Gratiswachstumsoption. Da der Turnaround in einer frühen Phase steht und daher auch mit holprigen Entwicklungsphasen zu rechnen ist, kann es zu höheren Kurschwankungen kommen. Wir betrachten daher das attraktive Risiko/Rendite-Profil der am-OSRAM-Aktie vor allem als spannende Anlageidee für risikofreudige Anlegerinnen und Anleger.

Im Gegensatz zu den Ergänzungen haben wir Swiss Re von der Top-Pick-Liste gestrichen. Nach einem starken Kursanstieg, getrieben durch ein sehr günstiges Geschäftsumfeld im 2023 (unterdurchschnittliche Anzahl Schadensereignisse, Zinserhöhungszyklus), werden eine starke Gewinnerholung im Jahr 2023 und weiteres Wachstum weitgehend im Aktienkurs vorweggenommen. Die erwartete Zinswende sollte zudem das weitere Gewinnwachstum ab 2024 dämpfen.

**Top-Pick-Liste: Fokus Qualitätswachstumsaktien,  
neu ergänzt mit zyklischen Wachstumstiteln**

**Anhang: Themen für 2023 und was wirklich geschah**

Quelle: Zuger Kantonalbank



**Umsetzungsideen Top-Pick-Liste**

**Ergänzungen/Kaufen**

- CIE Financière Richemont, ISIN CH0210483332
- ams OSRAM: ISIN AT0000A18XM4
- SGS: ISIN CH1256740924

**Streichungen/Verkaufen**

- Swiss Re: ISIN CH0126881561

**Unsere Themen für 2023 im Überblick**

1. Obligationen – en vogue dank Wendepunkt bei Inflation und Leitzinserhöhungen
  - Die Inflationsraten befinden sich auf dem Rückzug, und die Zinsen scheinen die Spitze erreicht zu haben. Anlegerinnen und Anlegern eröffnen sich wieder Chancen in Obligationen. Diese bieten eine stabile Einkommensquelle und einen potenziellen Kapitalzuwachs.
2. Aktien im Bodenbildungsprozess – Gewinnrezession liegt vor uns, aber Rückenwind von Zinsfront
  - Die Unternehmensgewinne kamen nicht so stark zurück, wie zu befürchten war. Die Gefahr einer Gewinnrezession ist jedoch noch nicht gebannt. Die Vorlaufindikatoren befinden sich weiter im kontraktiven Bereich. Der Rückenwind aus dem Rückgang der Kapitalmarktzinsen hat den Aktien im Frühjahr und im Spätherbst zum Anstieg verholfen.
3. Qualitätswachstumsaktien – attraktivste Kategorie aus kurzfristiger (Gewinnstabilität) und langfristiger Sicht (strukturelles Wachstum)
  - Auch das Jahr 2023 hat gezeigt, dass viele Qualitätswachstumsaktien die Gewinnmargen verteidigen konnten und gut positioniert sind, um von strukturellen Wachstumstreibern zu profitieren. Sie weisen weiterhin ein attraktives Risiko/Rendite-Profil auf und bleiben unsere präferierte Kategorie.
4. Top Picks – zurück zur Outperformance
  - Per 30. November 2023 weist die ZugerKB Top-Pick-Liste eine Outperformance von rund 6,7 Prozent gegenüber dem Swiss Leader Index (SLI) aus.

## Kontakt Investment Services

Kontaktieren Sie uns per E-Mail ([investmentservices@zugerkb.ch](mailto:investmentservices@zugerkb.ch)) oder rufen Sie uns an 041 709 16 29.

### Rechtlicher Hinweis

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 2023. 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.