

# Portfolio

Februar 2024

## Marktüberblick und Positionierung

**Der Jahresstart ist für Aktien geglückt. Die Wirtschaftsdaten der USA lassen eine konjunkturell sanfte Landung erwarten, die Inflation bleibt stabil. In der Schweiz haben rasch fallende Inflationsraten zu einer Entspannung am Devisenmarkt geführt. Befinden sich die Märkte in ruhigem Fahrwasser oder ist dies die Ruhe vor dem Sturm?**

### Zähes globales Wachstumsumfeld

Die Weltwirtschaft dürfte 2024 verhalten, aber konstruktiv wachsen. Der Internationale Währungsfonds (IWF) rechnet mit einem Wachstum von 3,1 Prozent. Die Risiken der vergangenen Jahre erscheinen kleiner. Die Marktteilnehmer haben sich an die höheren Zinsen und die diversen Konfliktherde gewöhnt. Der deutlich nachlassende Inflationsdruck hilft ebenfalls. Der Nahostkonflikt und die US-Wahlen könnten durch Angebotsengpässe oder neue Zölle für neuen Preisdruck sorgen. Wir erwarten 2024 weder eine ausgeprägte Rezession noch eine deutliche Wachstumsbeschleunigung.



«Der Auftakt ins Anlagejahr ist vorerst geglückt. Der globale Inflationsrückgang kommt ins Stocken. In der Schweiz dürften später im Jahr die Leitzinsen sinken.»

Alex Müller, Chief Investment Officer

### Robuste US-Wirtschaft

Die starken realen Wachstumsdaten für die US-Wirtschaft sprechen für ein Soft-Landing-Szenario (Grafik, siehe folgende Seite). Unterstützung kommt von den staatlichen Konsumaus-

gaben – der fiskalischen Unterstützung – und vom privaten Konsum. Die rückläufigen Kapitalmarktzinsen sorgten zum Jahresende für eine zusätzliche Stimmungsaufhellung. Rückläufige Inflationsraten, ein solider, sich entspannender Arbeitsmarkt und steigende Realeinkommen sorgen ebenfalls für Rückenwind. Die USA sind in einem Wahljahr. Rückblickend herrschte in Wahljahren vielfach ein gutes Konjunkturklima.

### Geldpolitische Erwartungen auf dem Prüfstand

Die US-Notenbank Fed belies bei ihrer letzten Sitzung Mitte Dezember 2023 die Leitzinsen unverändert. Die publizierten Einschätzungen ihrer Mitglieder deuten für 2024 auf ein sinkendes Zinsniveau hin. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) und auch die Europäische Zentralbank (EZB) liessen ihre Leitzinsen ebenfalls unverändert. Inwiefern sich die Markterwartungen an die Geldpolitik bewahrheiten, hängt von der weiteren Entwicklung der Preisdynamik ab: Die Inflationsraten liegen mit Ausnahme der Schweiz noch ausserhalb der Zielbänder, entsprechend werden die Zentralbanken vor allem auf mögliche Zweitrundeneffekte achten, bevor sie die Leitzinsen effektiv senken.

### Keine galoppierende Inflation

Die gute Wirkung der geldpolitischen Massnahmen und Basiseffekte bei Rohstoffpreisen unterstützten 2023 eine deutliche Reduktion der Inflation. In den vergangenen Monaten verfliegen die Befürchtungen, dass es zu einer weiteren unkontrollierbaren Inflationswelle kommen könnte.

**Wir begleiten Sie im Leben.**

## Marktüberblick und Positionierung

### Zeitpunkt für tiefere Zinsen ungewiss

Der Weg zu einer Preisstabilität dürfte 2024 volatil verlaufen. Somit werden die Prognosen zum Zeitpunkt der ersten Zinssenkung von EZB und Fed stets neu kalibriert. Wir erwarten, dass Zinssenkungen ab der Jahresmitte zum Thema werden, sollte sich die Konjunktur weiterhin solide entwickeln.

### Europas Wirtschaft stabilisiert sich

Mit Blick auf Europa ist es für eine definitive Entwarnung bezüglich der konjunkturellen Entwicklung noch zu früh. Bei den vorauslaufenden Konjunkturindikatoren der Industrie zeichnet sich eine Beruhigung auf Niveaus unterhalb der Wachstumsschwelle ab. Auch der Dienstleistungssektor kommt noch nicht in Fahrt und bestätigt den harzigen Start in das Jahr 2024. Die Geldpolitik wird in Europa grossen Einfluss auf die Wirtschaftsentwicklung haben.

### Sonderfall Schweiz bestätigt

In der Schweiz überraschte die Inflationsrate zum Jahresstart positiv. Im Januar 2024 betrug die Teuerung noch 1,3 Prozent und lag damit eindeutig innerhalb der Zielvorstellungen der SNB. Das überraschte auch die Märkte, denn die Prognose lag bei 1,7 Prozent. Der starke Franken minderte die durch höhere Rohstoffpreise importierte Inflation. Damit liegt eine Zinssenkung in der Schweiz zeitlich vermutlich näher als in Europa oder den USA.

### Freundliche Währungseffekte

Nach der schnellen und deutlichen Aufwertung der Schweizer Landeswährung in den letzten Wochen des Jahres 2023 nahm der Aufwärtsdruck jüngst etwas ab. Unterstützt von den höheren Kapitalmarktzinsen in den USA, gelang dem US-Dollar ein Comeback. Dies dürfte exportorientierten Schweizer Unternehmen Mut machen. Auch der Euro gewann leicht an Stärke. Für die Exportindustrie ist die leichte Abschwächung des Frankens aber nur ein Tropfen auf den heissen Stein: Für sie ist die konjunkturelle Entwicklung in der Eurozone viel wichtiger. Es bleibt abzuwarten, wie lange dort die Bodenbildungsphase dauert.



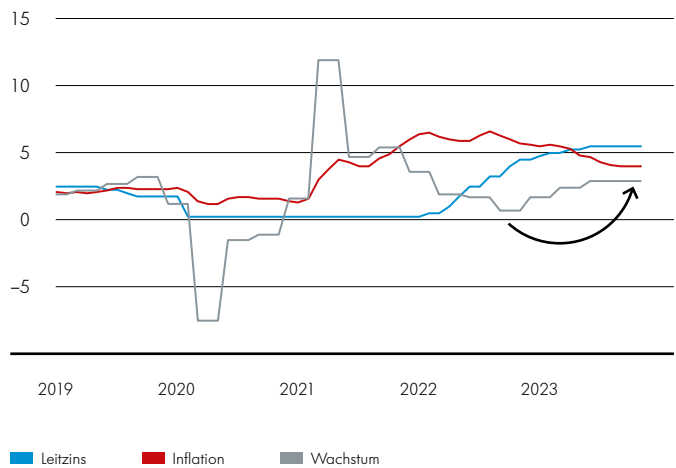
«US-Aktien sind weiterhin im Aufwind, die laufenden Renditen bei Obligationen attraktiv. Staatsanleihen nicht vergessen.»

Alex Müller, Chief Investment Officer

### Geopolitik bleibt 2024 brisant

Die geopolitischen Brandherde stehen 2024 weiter im Fokus. In der Eurozone ist vor allem Deutschland mit sich selbst beschäftigt. Der aktuellen Regierung fehlt nicht nur die Unterstützung durch die Basis, sondern auch das Geld für die Umsetzung ihrer Agenda. Gleichzeitig stottert der globale Export-Impulsgeber China.

### Entwicklung Leitzinsen, Inflation und Wachstum (USA)



Quelle: Zuger Kantonalbank, Bloomberg LP/DL

### US-Wahlen: Wer kann, wer darf?

Die anstehenden Wahlen in den USA werden die geopolitischen Schwerpunkte der Supermacht neu justieren. Bis dahin werden die Finanzmärkte wohl noch öfter mit stockendem Atem nach Washington schauen. Es sind Zweifel angebracht, ob der amtierende US-Präsident nochmals antreten kann. Bei seinem Kontrahenten Donald Trump steht die Frage im Raum, ob er antreten darf. Wie auch immer die Wahlen ausgehen: Die Geopolitik wird 2024 neu kalibriert. Die Schockwellen einer möglichen Wiederwahl Trumps spürt man in Europa schon jetzt.

### Nahostkonflikt strahlt nicht aus

Der Krieg im Nahen Osten hat bisher nicht die befürchteten negativen Effekte entfaltet. Die Störung der Transportwege im Roten Meer führte zwar kurzzeitig zu höheren Frachtkosten. Da sich aber keine angebotsseitigen Engpässe manifestierten und die Nachfrage nach Gütern insgesamt nachliess, verflogen auch die Inflations Sorgen. Die indirekten Effekte einer möglichen Eskalation – hauptsächlich wären das höhere Rohstoffpreise – bleiben unter Beobachtung.

# Was bedeutet das für Anlegerinnen und Anleger?

## USA bleiben attraktiv

Der US-Aktienmarkt dürfte weiterhin die Gunst der Anlegerinnen und Anlegerinnen geniessen, auch wenn er nicht günstig bewertet ist. Gerade im Technologiesektor sind die Gewinnerwartungen ambitioniert. Der Markt verfolgt die Entwicklung dieser Unternehmen mit Argusaugen. Die Technologieunternehmen müssen bei ihrer Umsatz- und Gewinnentwicklung auch in den kommenden Quartalen überzeugen. Für uns rechtfertigt der durch die künstliche Intelligenz induzierte Boom die Bewertungsprämie aber vorerst. Daher haben wir die Position in US-Aktien zum Jahresauftakt aufgebaut.

## Positives Momentum nutzen

Angesichts der Erwartung einer sanften Landung der US-Wirtschaft sind dort sowohl Aktien als auch Hochzinsanleihen attraktiv. Letztere gestatten die Mitnahme von hohen laufenden Erträgen bei stabilen Kreditrisikoprämien. Bei einer unerwarteten wirtschaftlichen Abschwächung dürften rückläufige Zinsen einen Teil des Verlusts aus einer allfälligen Ausweitung des Kreditrisikos dämpfen. Insgesamt empfehlen wir eine Position nahe der Strategie mit einer tiefen Cash-Quote.

## Obligationen sind zurück

Bei internationalen Staatsanleihen – namentlich US-Staatsanleihen – haben wir etwas Gewinne mitgenommen. Die Papiere profitierten Ende 2023 von sinkenden Inflationsraten und der erwarteten Wachstumsabschwächung. Derzeit ist ihre Attraktivität etwas geringer. Wir sind aber von den

Diversifikationseigenschaften von Staatsanleihen überzeugt. Sie bieten nebst der laufenden Rendite einen Schutz in turbulenten Zeiten.

## Heimmarkt treu bleiben

Die vorauslaufenden Wirtschaftsindikatoren der Schweiz haben sich auf tiefem Niveau stabilisiert. Die Gewinnerwartungen an die Unternehmen entwickeln sich stabil bis steigend. Auch die Bewertung des Schweizer Markts ist attraktiv. Ins Depot gehören strukturell starke Sektoren, defensive Werte und vor allem Qualitätstitel, die auch in schwierigen Zeiten stabile Margen erzielen. Sollte die Konjunkturdynamik entgegen unseren Erwartungen nochmals abflauen, dürften Schweizer Aktien sicherlich zu den wertstabileren Portfoliobausteinen gehören.

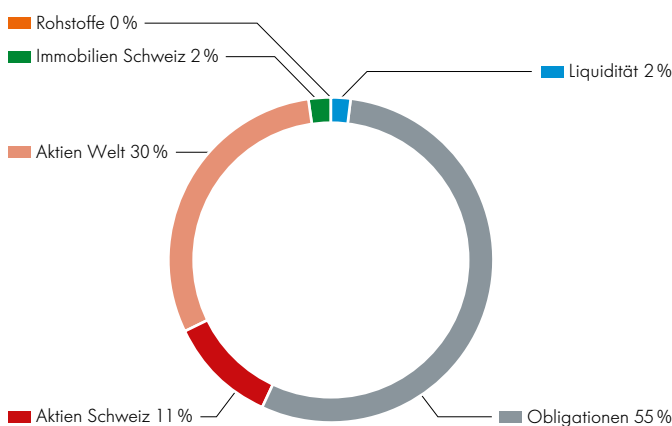
## Europas Aktien sind günstig

Zum Jahresstart empfehlen wir weiterhin eine leichte Untergewichtung in europäischen Aktien. Der konjunkturelle Gegenwind in der Union hat sich nochmals akzentuiert. Trotzdem sehen wir bei diesen Titeln Chancen. Sie sind immer noch günstig bewertet und sollten deshalb im Jahresverlauf an Attraktivität gewinnen.

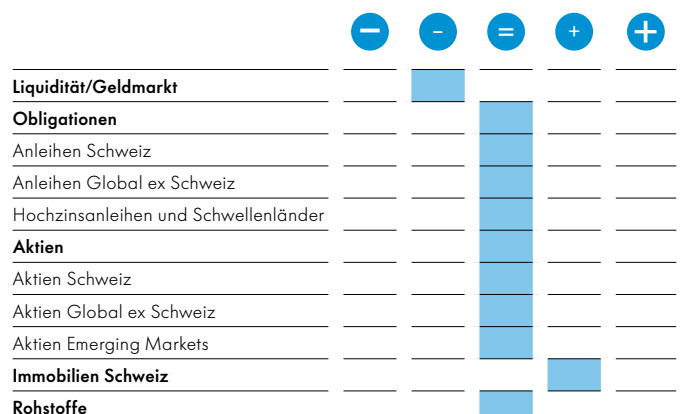
## Gewinnmitnahme bei Immobilien

Schweizer Immobilienfonds gewannen mit den rückläufigen Zinsen an Wert. Beim aktuellen Zinsniveau sind ihre Bewertungen nahezu fair. Wir haben unsere Gewichtung deshalb leicht reduziert, bleiben aber wegen der strukturellen Stärke dieses Marktsegments immer noch übergewichtet.

Strategische Positionierung (Basis Ausgewogenes Mandat)



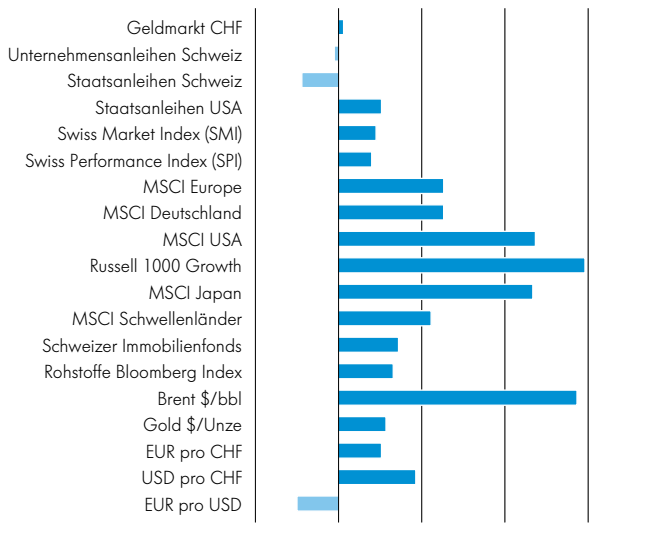
Taktische Positionierung



# Marktdaten (Börsen & Märkte)

Rendite Anlageklassen (in CHF)

seit Jahresbeginn (per 22.02.2024)



in Prozent

-5

0

5

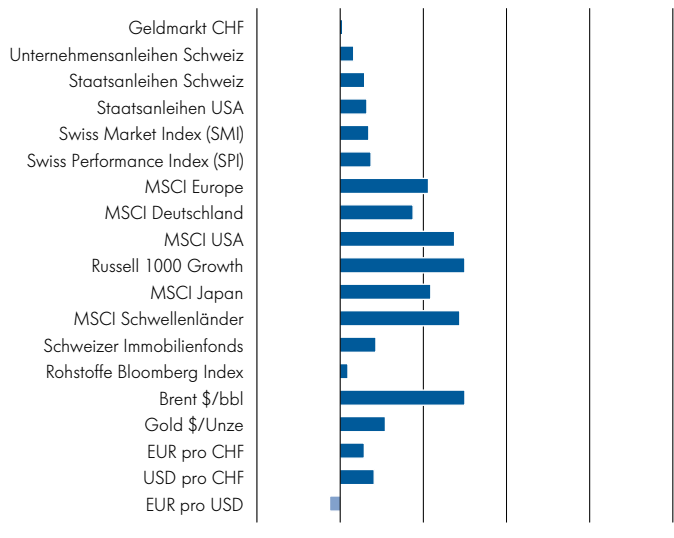
10

15

20

Rendite Anlageklassen (in CHF)

letzter Monat (per 22.02.2024 rollend)



in Prozent

-5

0

5

10

15

20

Quelle: Zuger Kantonalbank, Bloomberg L.P., MSCI, Six Index, Frank Russell Company

## Aktien Schweiz SMI (seit Jahresbeginn bis 23.02.2024)

<b>Lonza</b> 31,1% / CHF 463.6	<b>Richemont</b> 18,9% / CHF 137.6	<b>Swiss Re</b> 12,6% / CHF 106.5	<b>Swiss Life</b> 11,1% / CHF 648.8	<b>Givaudan</b> 8,8% / CHF 379.1
<b>ABB</b> 8,2% / CHF 40.37	<b>Novartis</b> 8% / CHF 91.63	<b>Alcon</b> 7,4% / CHF 70.5	<b>Sonova</b> 6% / CHF 290.9	<b>Zurich</b> 5,3% / CHF 463
<b>Holcim</b> 5% / CHF 69.32	<b>Partners Group</b> 3,3% / CHF 1252.5	<b>Swisscom</b> 2% / CHF 516.2	<b>Kühne&amp;Nagel</b> -0,7% / CHF 287.9	<b>Logitech</b> -1,2% / CHF 78.8
<b>Nestle</b> -2,2% / CHF 95.35	<b>Geberit</b> -2,8% / CHF 523.8	<b>Roche</b> -4,9% / CHF 232.4	<b>UBS</b> -5,3% / CHF 24.72	<b>Sika</b> -5,4% / CHF 258.8

Quelle: SIX Index, Zuger Kantonalbank

## 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. (V2024)

«Six 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 2024. 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.