

# Portfolio

November 2023

## Marktüberblick und Positionierung

**Gleich mehrere Turbulenzen prägten das dritte Quartal: Weiter steigende Leitzinsen sorgten für Gegenwind bei Obligationenanlagen, der absehbare Wirtschaftsabschwung belastete die Aktienkurse, und Anfang Oktober rückten die Terroranschläge in Israel die Geopolitik wieder stärker ins Zentrum der Aufmerksamkeit.**

### Pulverfass Naher Osten

Die Terroranschläge in Israel von Anfang Oktober verschärfen die bereits angespannte geopolitische Lage. Die Eskalation wirft gleichzeitig ein Schlaglicht auf die komplexen Verstrickungen auf religiöser, historischer und militärischer Ebene im Nahen Osten. Nun steigt die Sorge vor einer Ausweitung des Konflikts, insbesondere durch ein aktives Engagement der Hisbollah im Südlichen Libanon oder im schlimmsten Fall eine Einmischung des Iran.

### Höhere Energiepreise?

Sollte der Konflikt derart eskalieren, hätte dies einen starken Einfluss auf die Öl- und Energiepreise. Mit Saudi-Arabien und dem Iran liegen zwei der grössten Ölfördernationen in der Region. Angebotsseitig ausgelöste Preissteigerungen bei Energieträgern würden die zuletzt rückläufige Inflation insbesondere in den Industrienationen befeuern und die konjunkturelle Entwicklung belasten. Für uns ist dies ein Risikoszenario, denn die Zentralbanken stünden diesem Inflationsschub relativ hilflos gegenüber.

### Inflation flaut ab

Bisher allerdings entwickeln sich die Teuerungsraten vorteilhaft. In den USA lag die Inflationsrate im September unverändert bei 3,7 Prozent. Die Kernrate, die die volatilen Energie- und Nahrungsmittelpreise ausklammert, sank leicht von 4,3 auf 4,1 Prozent. Der anhaltende Abwärtstrend ist erfreulich, zeigt er doch den nahenden Gipfelpunkt

der Leitzinserhöhungen an. Das absolute Niveau der Inflation und die Geschwindigkeit ihres Rückgangs sprechen aber dafür, dass sie noch nicht endgültig unter Kontrolle ist. Das Gleiche lässt sich für die Eurozone festhalten.

### Zinsgipfel greifbar

Wir erwarten vor diesem Hintergrund, dass es in den USA vorerst zu keinen weiteren Zinsschritten durch die Notenbank Fed kommen wird. Allerdings dürften die Zinsen noch länger auf dem aktuellen Niveau verharren, ist doch der Arbeitsmarkt robust. Dies bestätigt erneut unsere Einschätzung, dass sich die entwickelten Volkswirtschaften im späten Stadium des Wachstumszyklus befinden. In den kommenden Quartalen erwarten wir ein nur sehr geringes globales Wirtschaftswachstum. Unser Grundszenario lautet in wenigen Worten: Wachstumsabkühlung, Inflationsrückgang, restriktive Geldpolitik.



«Mit den Terroranschlägen in Israel ist die Geopolitik noch stärker im Fokus: Der Einfluss auf Rohstoffpreise und Stimmung bleibt im Blick.»

Alex Müller, Chief Investment Officer

**Wir begleiten Sie im Leben.**

## Marktüberblick und Positionierung

### Staatsanleihen mit satten Renditen

Angesichts der aktuellen Lage erstaunt, dass die Renditen von Staatsanleihen in den USA und in Europa auf ein Mehrjahreshoch gestiegen sind. Die Rendite 10-jähriger US-Staatspapiere betrug jüngst 5 Prozent. Das ist der höchste Stand seit 2007. Offenbar fordern Anlegerinnen und Anleger auch bei Staatsanleihen höhere Risikoprämien. Das mag an der hohen Verschuldung vieler Staaten liegen, welche ihre Kreditwürdigkeit mindert. So emittiert beispielsweise die US-Regierung in grossem Stil Schuldtitel, um das prognostizierte Haushaltsdefizit von rund 2 Billionen US-Dollar im Jahr 2023 zu finanzieren.

### Aktien geben Terrain preis

Infolge rückläufiger Inflationsraten und höherer Nominalzinsen sind die Realzinsen weiter gestiegen. Das verteuerte die Aufnahme von Krediten. Früher oder später wird das die Konjunkturdynamik beeinflussen. Die Aktienmärkte haben diese Entwicklung bereits vorweggenommen und nach unten korrigiert. Das dritte und bisher auch das vierte Quartal 2023 bescherten Investoren und Investorinnen somit Verluste (siehe Grafik). Die trotz der geopolitischen Turbulenzen hartnäckig hohen Zinsen hielten Anlegerinnen und Anleger zusätzlich auf Abstand. Wir sind der Meinung, dass diese Unsicherheiten vorerst bestehen bleiben.



«Das turbulente Umfeld bleibt uns weiter erhalten. Die hohen Zinsen und die laufende Berichtssaison geben bei den Aktienanlagen den Ton an.»

Alex Müller, Chief Investment Officer

### Europa in Schwächephase

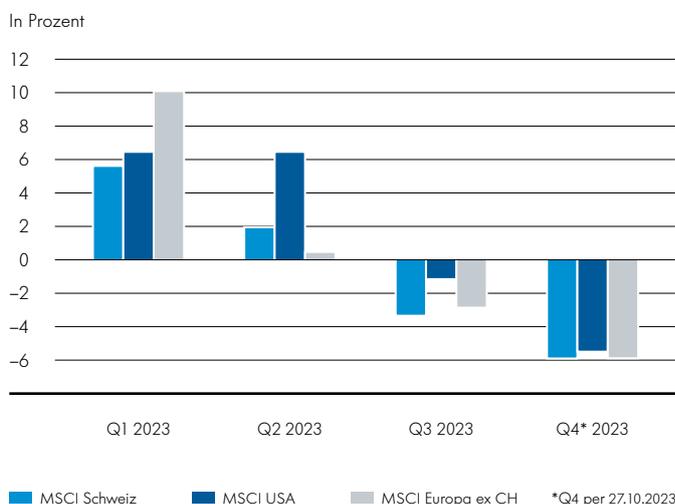
Die positiven Renditen an den Aktienmärkten in Europa wurden ausnahmslos im ersten Halbjahr erwirtschaftet. Mittlerweile begrenzen viele Faktoren die Aufwärtsfantasie: die hohe Inflation und gestiegene Leitzinsen, ein langsames Wirtschaftswachstum, der Ukraine-Krieg, Bedenken bezüglich der Energieversorgung und Chinas wirtschaftliche Schwäche. In der Eurozone beschleunigte sich die konjunkturelle Talfahrt im Oktober nochmals. Die vorlaufenden Wirtschaftsindikatoren fielen deutlicher als vom Markt erwartet. Das indiziert eine schwache Industrieentwicklung,

und auch im Dienstleistungssektor akzentuiert sich der Abschwung. Deutschland als Lokomotive der Eurozone zieht immer weniger. Zudem verschärfen die Geschäftsbanken ihre Kreditkonditionen im dritten Quartal erneut.

### Tech-Aktien bleiben Hoffnungsträger

Wir sehen trotz hoher und teils übertriebener Bewertungen die Chance, dass sich das bisherige Momentum im US-Technologiesektor fortsetzt. Auch Cloud-Anbieter und Unternehmen aus dem Halbleitersektor könnten vom enormen Potenzial der künstlichen Intelligenz (KI) profitieren. Der ausserordentlich starke Schub, den die Möglichkeiten der KI erzeugen, hält weiter an. Unterstützt wird diese Einschätzung durch ein weiterhin robustes Wachstumsumfeld: Die Einkaufsmanagerindizes für die USA überraschten im Oktober positiv. Sowohl die Industrie als auch der Dienstleistungssektor erleben eine stabile bis leicht zunehmende Aktivität. Die Hoffnung auf eine sanfte Landung der US-Wirtschaft hat weiterhin Bestand.

### Rendite Aktienregionen 2023



### Eine adäquate Portfoliostruktur

Unsere Portfolioausrichtung reflektiert das makroökonomische Umfeld. Wir bleiben unverändert investiert und halten an unserer defensiven Aktienpositionierung fest. Die weiterhin bestehende Untergewichtung in Aktien realisieren wir in Europa. Eine merkliche Abschwächung des Wirtschaftswachstums dürfte mit sinkenden Inflationsraten einhergehen. Das würde die Hoffnung auf Leitzinssenkungen nähren, was die Aktienmärkte stützen dürfte. Angesichts dieses andauernden Spannungsfelds erwarten wir ein weiterhin herausforderndes Umfeld für Anleger und Anlegerinnen.

# Was bedeutet das für Anlegerinnen und Anleger?

## Zwiespältige Berichtssaison

Wichtig für die weitere Entwicklung, insbesondere der Aktienmärkte, ist der Verlauf der Berichtssaison zum dritten Quartal. Die bisher publizierten Finanzergebnisse zeichnen ein uneinheitliches Bild. Wie erwartet erlebten Unternehmen aus zyklischen Branchen beim Auftragseingang und beim Umsatzwachstum eine Verlangsamung. Entsprechend wurden ihre Ausblicke vorsichtiger. Ihre Aktienkurse hatten das teilweise schon vorweggenommen, eine Weiterführung der Korrektur konnte trotzdem beobachtet werden.

## Druck auch auf Schweizer Aktien

Die Titel aus defensiveren Branchen lieferten bisher zumeist Zahlen im Rahmen der Markterwartungen. Doch auch das führte zu Kursabschlägen. So kam der Schweizer Markt – trotz seines defensiven Charakters – in den vergangenen Wochen unter Druck. Der Schweizer Markt enthält aber einen guten Mix aus wenig konjunktursensitiven Titeln einerseits und strukturellen Wachstumswerten andererseits. Dank der hohen Qualität ihrer Geschäftsmodelle nutzen viele dieser Unternehmen ihre Preissetzungsmacht. So generieren sie attraktive Cashflows und überzeugen am Kapitalmarkt. Deshalb behalten Schweizer Werte weiterhin ein hohes Gewicht im Portfolio und bilden ein Viertel unserer gesamten Aktienquote.

## Stützen Tech-Aktien nochmals?

Grosse Hoffnungen ruhen nun auf den Ergebnissen der grossen US-Technologiekonzerne, die in diesen Tagen publiziert werden. Ihre Aktien haben den Markt im bisherigen

Jahresverlauf getragen. Ansprechende Finanzdaten könnten für neue Hoffnungen sorgen und die Aktienmärkte erneut unterstützen. Sollten die Zahlen jedoch enttäuschend ausfallen, würde der Druck auf die Aktienkurse zunehmen.

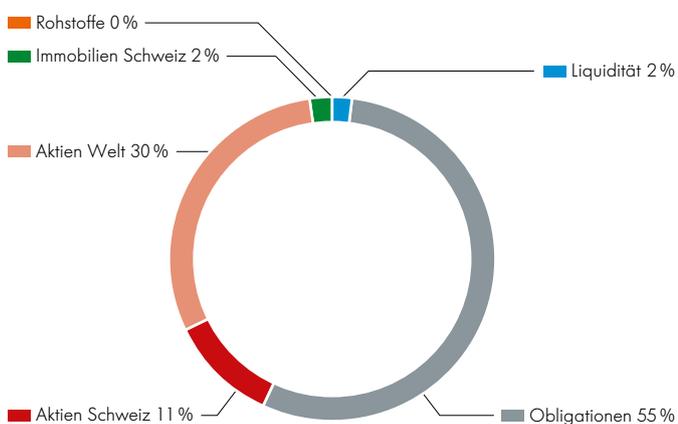
## Europa lockt nicht, ist aber günstig

In Europa bleiben wir bei der Aktienpositionierung untergewichtet. Der konjunkturelle Gegenwind in der Union hat sich weiter akzentuiert. Die rekordtiefe Marktvolatilität, die geringe Marktbreite und der nur schwache Schwung in der Industrie und im Dienstleistungssektor mahnen zur Vorsicht. Mittelfristig werden sich aufgrund der tiefen Bewertungen jedoch wieder Chancen ergeben. Vorerst erscheint es uns für Anlegerinnen und Anleger das Beste, die defensive Positionierung beizubehalten und dann einzusteigen, wenn sich der negative Kurstrend auflöst.

## Defensiv investiert bleiben

Insgesamt bleiben wir weiterhin defensiv positioniert. Dies bedeutet eine unter dem langjährigen Durchschnitt liegende Gewichtung bei Aktien. Auch Hochzinsanleihen erfahren eine tiefere Anlagequote als im Normalfall. Wir bevorzugen Schweizer Unternehmensanleihen, die eine attraktive laufende Rendite aufweisen. Zur Portfolioabsicherung sind wir von US-Staatsanleihen weiterhin überzeugt. Hier werden die Kursgewinne substantiell ausfallen, wenn sich die Kapitalmarktzinsen aufgrund der wohl anstehenden Konjunkturertrübung zurückbilden.

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 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.