

Capicura Partners – Ausblick 3. Quartal 2022

21. Juni 2022

70er oder 90er Jahre?

- **Ausverkauf an den Finanzmärkten – Rezessionswahrscheinlichkeit steigt**
- **Gelingt der US-Notenbank ein «Soft Landing» wie 1994 oder droht ein «Volcker Moment»?**
- **Basiseffekt sollte sich im 2. Halbjahr in tieferen Inflationszahlen bemerkbar machen - Inflation bleibt erhöht**
- **Negativzinsen «Schnee von gestern»**
- **Visibilität bleibt schlecht – Risiko für weitere 10 - 15% Korrektur an den Aktienmärkten**
- **Anleger Sentiment auf historischen Tiefständen öffnet Türen für kfr. technische Erholung**
- **An strategischer Vermögensallokation festhalten**

Das aktuelle Finanzmarktumfeld gestaltet sich als äusserst anspruchsvoll, da viele Probleme ungelöst und z.T. interdependent sind. Hohe Inflationsraten, steigende Rohstoffpreise (Energie- sowie Nahrungsmittel), unterbrochene Lieferketten, steigende Zinsen, der anhaltende Krieg in der Ukraine, Covid19-Nulltoleranzstrategie in China etc. trüben die Visibilität. Es droht eine Rezession deren Wahrscheinlichkeit in den letzten Wochen ständig zugenommen hat. Der Markt befürchtet, dass die hohe Inflation (8.6% USA, 8.1% Eurozone) nur durch das Herbeiführen einer Rezession unter Kontrolle gebracht werden kann – analog den späten 70er / frühen 80er Jahren, als der damalige US-Notenbank (FED) Chairman Paul Volcker durch aggressive Zinserhöhungen eine Rezession ausgelöst hat und dadurch den Kampf gegen die Inflation gewinnen konnte. Der Ausstieg aus der ultraexpansiven monetären Geldpolitik «schmerzt» und bedeutet Gegenwind für die liquiditäts-verwöhnten Finanzmärkte (sowohl für nominale wie auch reale Vermögenswerte). Als positiver Nebeneffekt werden die Negativzinsen in der Eurozone bald der Vergangenheit angehören, da die europäische Zentralbank (EZB) die Zinsen noch dieses Jahr über den Nullpunkt erhöhen wird (25bp im Juli, 50bp im September). Die Schweizerische Notenbank (SNB) hat mit ihrem mutigen 50bp Schritt von letzter Woche die meisten Marktteilnehmer überrascht und ihre



Abb. 1) Rendite 10jähriger Staatsanleihen / Daten Bloomberg, Chart Capicura Partners AG

Unabhängigkeit demonstriert. Damit wird diesen September 2022 das fast 8-jährige Negativzinsregime der SNB (endlich) zu Ende gehen.

«Eine Rezession ist erst zu ca. 60% in den Preisen»

Die meisten Aktienmärkte liegen seit Anfang Jahr klar im Minus z.B. -17% Swiss Performance Index, -22% MSCI World und -29% Nasdaq100 (in Lokalwährungen). Von den Höchstkursen sehen die Zahlen noch schlechter aus. Im historischen Vergleich und anhand unterschiedlicher Analysen, verlieren Aktienmärkte (S&P500) vor einer Rezession im Durchschnitt rund ein Drittel ihres Wertes. Eine solche Korrektur dauerte ca. ein Jahr. Wir gehen davon aus, dass angesichts der starken Korrekturen im ersten Halbjahr, eine Rezession zu ca. 60% im Markt eingepreist ist.

«Steigt die Rezessionswahrscheinlichkeit weiter, dürfte S&P500 bis 3'200 korrigieren»

Sollte die Rezessionswahrscheinlichkeit weiter steigen, besteht zusätzliches Korrekturpotential für den S&P500 in die Region 3'200 - 3'500 oder weitere 10 - 15% tiefer. Das dürfte die Forward KGVs des S&P500 von aktuell ca. 15x auf 13.5x reduzieren. Die europäischen Aktienmärkte sind etwas günstiger bewertet und weisen ein erwartetes KGV 2023 von 10x auf. Eine Rezession zu antizipieren ist schwierig bis unmöglich, die Struktur der Zinskurve wird oft als Indikator

herbeigezogen und zeichnet ein unklares Bild. Auch die Aktienmärkte sind schlechte Prognoseinstrumente. Das hat der Ökonom und Nobelpreisträger Paul Samuelson schon früh erkannt und meinte: «Der Aktienmarkt hat neun der letzten fünf Rezessionen vorausgesagt». Ein «Soft Landing» ist das erklärte Ziel der US-Notenbank, ein Unterfangen, welches bis jetzt einmalig im Jahr 1994 gelungen ist. Damals hatte die FED die Leitzinsen innerhalb von 12 Monaten um 300bp erhöht, ohne die Wirtschaft in eine Rezession zu manövrieren. Ob dieser Plan wieder gelingt, wird sich erst zu einem späteren Zeitpunkt weisen. An die sich verändernde Notenbankpolitik (steigende Zinsen & Quantitative Tightening «QT»), müssen sich die Finanzmärkte erst noch gewöhnen. Der seit der Finanzkrise anhaltende, starke monetäre Rückenwind hat gedreht. Dies wird zu höherer Volatilität an den Finanzmärkten führen und die Anleger zusätzlich herausfordern.

«Soft Landing oder milde Rezession am wahrscheinlichsten»

Wir sehen die folgenden drei Szenarien:

Szenario Nr. 1: US-Notenbank gelingt eine Abkühlung der Wirtschaftsaktivität (Soft Landing) oder verursachen eine milde Rezession. Durch den Basiseffekt beruhigt sich die Inflation und die Inflationserwartungen bewegen sich allmählich Richtung Notenbankziele. Die Zinsen steigen nicht weiter und die FED kann ihre Rhetorik etwas mehr Richtung taubenhaft («Dovish») verlagern. Die Zinsen am langen Ende der Kurve sinken, Aktienmärkte sehen einen «Rebound» und beruhigen sich. Die **Wahrscheinlichkeit** für dieses Szenarios sehen wir bei **ca. 60%**

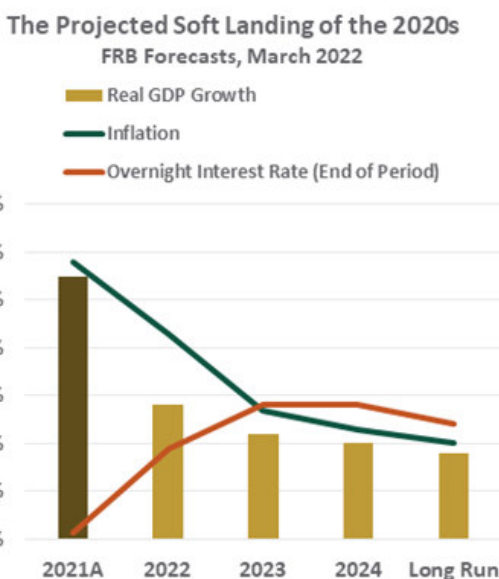


Abb. 2) Quelle Northern Trust / Bloomberg, Federal Reserve

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Ansichten beruhen auf Quellen, die wir als zuverlässig erachten. Dennoch können wir weder für die Zuverlässigkeit noch für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Quellen und der in diesem Dokument enthaltenen Informationen garantieren. Sämtliche Informationen werden ohne Mängelgewähr und ohne ausdrückliche oder stillschweigende Zusicherungen oder Gewährleistungen zur Verfügung gestellt. Diese Informationen und Ansichten begründen weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zur Tätigkeit sonstiger Transaktionen. Sie dienen einzig Informations- und Werbezwecken. Interessierten Investoren empfehlen wir dringend, ihren persönlichen Anlageberater zu konsultieren, bevor sie auf der Basis dieses Dokumentes Entscheidungen fällen, damit persönliche Anlageziele, finanzielle Situation, individuelle Bedürfnisse und Risikoprofil sowie weitere Informationen im Rahmen einer umfassenden Beratung gebührend berücksichtigt werden können. Soweit gesetzlich zulässig schliessen wir jede Haftung für direkte, indirekte oder Folgeschäden aus, einschliesslich entgangenen Gewinns, die aufgrund der publizierten Informationen entstehen.

Szenario Nr. 2: Oder das «1970-Like» Szenario. Inflation steigt weiter, Notenbanken erhöhen die Zinsen noch stärker und forcieren eine starke Rezession («Hard Landing»). Dies führt zu einer inversen Zinskurve, Aktienmärkte korrigieren weiter und auch die Rohstoffpreise (inkl. Energie) schwächen sich ab. Die **Wahrscheinlichkeit** für dieses Szenario sehen wir bei ca. **35%**

Szenario Nr. 3: Rückkehr zu einem überdurchschnittlichen Wachstumspfad, **Wahrscheinlichkeit 5%**

«Sommermonate bis Oktober bleiben anspruchsvoll und volatil»

Wie sollte man sich als Investor positionieren? Vieles deutet darauf hin, dass die Sommermonate bis in den Herbst hinein anspruchsvoll und volatil bleiben werden und dass die Anleger ein starkes Nervenkostüm benötigen. Es ist jedoch schwierig bis nahezu unmöglich den Tiefpunkt zu «timen» und sich die Schwankungen zunutze zu machen. Angesichts der sehr «desaströsen» Investorenstimmung kann auch jederzeit eine starke, technische Gegenbewegung erfolgen. Einen kühlen Kopf zu bewahren, sollte sich langfristig auszahlen.

Unsere Erfahrung zeigt, dass es nur wenigen Investoren gelingt, potenzielle Rückschläge auszunutzen und auf tieferen Niveaus den Mut zu haben, wieder einzusteigen. Es empfiehlt sich deshalb an seiner strategischen Vermögensallokation festzuhalten. Was sich aber lohnt, ist das Portfolio zu diversifizieren und allenfalls etwas defensiver zu positionieren. Wir werden die Portfolios zum aktuellen Zeitpunkt (noch) nicht einem «Rebalancing» unterziehen, bis etwas mehr Visibilität von der Wirtschafts- und Unternehmensseite gegeben ist. Angesichts der erhöhten Inflationsraten bleiben wir aber der Überzeugung, dass Realwerte weiterhin favorisiert werden sollten und Cash nur ein temporärer Wertaufbewahrungsort darstellen kann. Für den Aufbau eines neuen Portfolios bieten sich für Anleger aktuell sehr gute Opportunitäten sowohl im Aktien- wie auch im Fixed Income Bereich (Credits).

Vermögensallokation	
Cash	10%
Obligationen	15%
Aktien	50%
Alternative Anlagen	25%

Abb. 3) Vorgeschlagene Vermögensallokation für ein Balanced Portfolio im Q3 2022