

Capicura Partners – Ausblick 2. Quartal 2022

Russische Invasion in der Ukraine – Tragödie mit unklarem Ausgang

- **Trotz Krieg in der Ukraine, Notenbanken zeigen sich entschlossen die Inflation zu bekämpfen – Risiko für «Policy Mistake» ist stark gestiegen**
- **Inflation ein ernstes Problem – aus transitorisch wird mittelfristig**
- **Verkürzungen der Notenbankbilanzen (QT) dreht den Wind an den Finanzmärkten**
- **Markt indiziert tiefe Rezessionswahrscheinlichkeiten**
- **Trotz diversen Unsicherheiten, konstruktive Vermögensallokation beibehalten, Portfolioqualität überprüfen**

Vor ca. drei Monaten haben wir in unserem Ausblick auf die geopolitischen Risiken hingewiesen, aber einem Krieg in der Ukraine eine tiefe Wahrscheinlichkeit zugeordnet. Heute wissen wir, dass die seit nun mehr als 30 Jahren bestehende «Friedensdividende» über Nacht weggefallen ist und dass der kalte Krieg eine neue Realität darstellt. Die brutale Invasion und das menschliche Leid macht betroffen und führt uns vor Augen, dass Freiheit, Demokratie und Eigentumsrechte Werte darstellen, für die es sich lohnt zu kämpfen. Der Mut und die Widerstandskraft der ukrainischen Bevölkerung ist beeindruckend. Die schnelle und geschlossene Reaktion des Westens überrascht positiv. Wie lange dieser Krieg anhält ist unmöglich abzuschätzen, aber ohne Waffenstillstand und einer Lösung in der Ukraine werden sich die Finanzmärkte nicht beruhigen.

«Federal Reserve ist fest entschlossen die Preisstabilität wieder herzustellen – Risiko für Policy Mistake zurzeit hoch»

Trotz Krieg in der Ukraine versuchen die US- sowie die europäische Notenbank mit ihren klaren Ansagen die Inflationserwartungen zu dämpfen. Durch die weiter stark gestiegenen Energiepreise und die immer noch angespannten Lieferketten wird Inflation zu einem grossen Problem. Der Druck (auch politisch) auf den FED-Chef Powell hat in den letzten Monaten stark zugenommen,

weshalb eine erste Leitzinserhöhung letzte Woche umgesetzt wurde. Weitere Erhöhungen werden folgen. Ob es dabei zu den angepeilten sechs Erhöhungen dieses Jahr und drei im nächsten Jahr kommen wird, muss sich weisen. Die FED wird den Fokus weiter auf die Inflation legen, die wirtschaftliche Entwicklung aber nicht ausser Acht lassen (Doppelmandat der FED für Preisstabilität sowie maximale Beschäftigung). Zum aktuellen Zeitpunkt möchten die Notenbanken den Eindruck erwecken, sich nicht «behind the curve» zu befinden und entschlossen gegen die Inflation anzukämpfen. Zu den Zinserhöhungen wird auch die Verkürzung der US-Notenbankbilanz voraussichtlich im Mai gestartet («Quantitative Tightening» → QT). Dies wird zu einer Gratwanderung und birgt das Risiko, dass es zu einem «Policy Mistake» kommt und die Wirtschaft zu einem späteren Zeitpunkt in eine Rezession fällt. 10-jährige US-Staatsanleihen sind daran, den Abwärtstrend, welcher seit den späten 80er Jahre besteht, nach oben zu durchbrechen (siehe Abb. 1). Etwas Positives haben die steigenden Zinsen jedoch an sich. Es dürfte der EZB die Möglichkeit geben, sich ab Juni langsam aus dem Negativzinsumfeld zu verabschieden (die SNB dürfte später ebenfalls folgen).



Abb. 1) Daten Bloomberg / Chart Capicura Partners AG

An diese, sich verändernde Notenbankpolitik (steigende Zinsen & QT), müssen sich die Finanzmärkte erst 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.

«Dramatische Verzerrungen im Energiesektor dürften zeitlich begrenzt sein»

Dass die Energiepreise wegen des anhaltenden Krieges stark gestiegen sind und hoch bleiben, erstaunt nicht. Das Muster solcher Ölpreiserhöhungen aufgrund eines externen Schocks, wie wir ihn zurzeit beobachten, verhält sich jedoch historisch oft ähnlich. Entsprechend sollten die Preisverzerrungen von temporärer Natur sein (siehe Abb. 2).

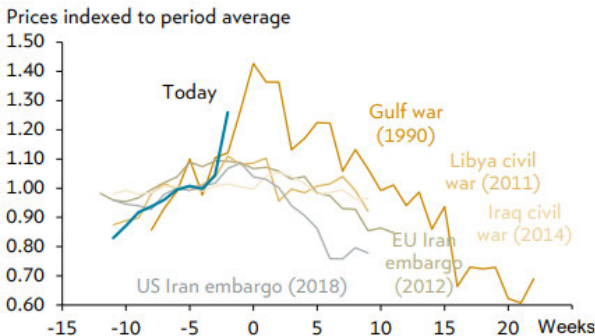


Abb. 2) Ölpreisentwicklung rund um geopolitische Events
Quelle Bank Julius Bär, House View 11.3.2022

«Wirtschaftsabschwächung aber keine Rezession»

In unserem letzten Update vom 24. Februar war für uns noch unklar, ob sich das globale Wirtschaftswachstum abschwächt oder gar eine Rezession droht. Verschiedene Modelle sowie die Zinskurven indizieren, dass das Rezessionsrisiko zurzeit tief ist. Der Krieg, die hohen Energiepreise und die Sanktionen ggü. Russland werden sich v.a. auf das Wirtschaftswachstum in Europa auswirken und zu einer leichten Verlangsamung führen. Eine Rezession zeichnet sich aber auch in Europa zurzeit nicht ab. Dies immer unter der Voraussetzung, dass es nicht zu einem russischen Öl- und Gasembargo kommt.

«Hohe Inflation – tiefere KGVs»

In einem Umfeld mit hoher Inflation sollte weiter an realen Vermögenswerten festgehalten werden. Es kann aber zu einer Bewertungskontraktion kommen. Abb. 3) zeigt auf, dass für eine erwartete US-Inflation in der Region 5-6% ein KGV (Kurs/Gewinnverhältnis) von ca. 15x zur Anwendung kommt. Aktuell liegt das erwartete KGV 2023 für den S&P500 bei ca. 18x. Dies impliziert, dass für den amerikanischen Aktienmarkt weiteres Korrekturpotential in der Region 10-15% besteht und deshalb ein Niveau zwischen 3'800 - 4'000 Punkten eine gute Unterstützung darstellen sollte. Die europäischen Märkte sind bereits wesentlich

tief bewertet (est. KGV 2023 EuroStoxx50 12.5x, SMI 16x). In Zeiten erhöhter Inflation sollten Aktien aus den folgenden Sektoren besser abschneiden: Energie, Nahrungsmittel, Finanz, Versorger, Gold und Mineralien, Industrie sowie Pharma. Da sich beim «Value Style» Investieren v.a. viele der obigen Sektoren vereinen, dürften diese Strategien weiterhin den Gesamtmarkt schlagen.

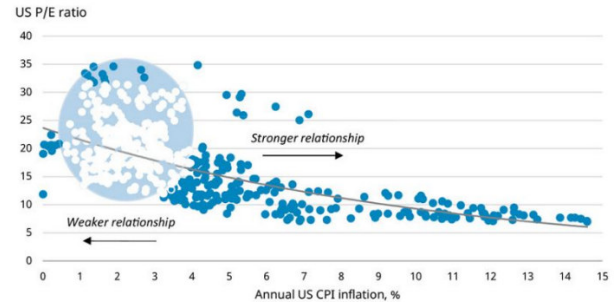


Abb. 3) Quelle Hartfordfunds, / Refinitiv Datastream & Schroders. Data März 1973 – Dezember 2021

«Wegfall der Notenbanken, neue Trends und erhöhte Volatilität sprechen für alternative Anlagen»

Durch den graduellen Ausstieg aus der ultra-lockeren Geldpolitik vieler Zentralbanken eröffnen sich Chancen, dass Hedge Fund Strategien wieder einen Mehrwert generieren (Marktbeeinflussung nimmt ab). Zudem halten wir an unserer Goldposition fest und erachten REITs (Real Estate Investment Trusts) wegen ihrer tieferen Korrelationen ggü. Aktien als attraktive Anlagen.

«Vermögensallokation – konstruktive Ausrichtung beibehalten»

Aufgrund der Aktienmarktkorrekturen hat sich unsere Aktienquote passiv von anfänglich 55% auf aktuell ca. 50% reduziert. Wir haben diese nicht einem «Rebalancing» unterzogen und bleiben für den Moment so positioniert. Die Visibilität bleibt schlecht, weshalb wir die Risiken nicht weiter erhöhen. Wir sind daran, die Portfolios defensiver auszurichten (siehe obige Sektoren) und etwas näher im Heimmarkt (Schweiz) zu investieren. Auch im festverzinslichen Bereich bieten sich durch die gestiegenen Kreditaufschläge attraktive Opportunitäten.

Vermögensallokation	
Cash	15%
Obligationen	15%
Aktien	50%
Alternative Anlagen	20%

Abb. 4) Vorgeschlagene Vermögensallokation für ein Balanced Portfolio im Q2 2022

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.