



## Capicura Partners – Ausblick 4. Quartal 2022

30. September 2022

### Notenbankbedingte Wirtschaftsabkühlung – Vorsicht walten lassen

- **Ungleichgewicht von Angebot und Nachfrage kann nur durch Zerstörung der Nachfrage erreicht werden**
- **Notenbanken erhöhen Zinsen weiter rigoros. Obligationenrenditen werden wieder attraktiv**
- **Sehr hohe Rezessionswahrscheinlichkeit in Europa - erhöhte Wahrscheinlichkeit in USA**
- **Volatilität an den Devisenmärkten reflektiert unterschiedliche oder gar entgegengesetzte Fiskal- und Notenbankpolitik**
- **Anleger Sentiment ähnlich schlecht wie im Juni – Kapitulation ausstehend?**
- **An angepasster Allokation von Ende August festhalten, in eine mögliche Erholung, Risiko weiter reduzieren**

Eigentlich sind die Sorgen der Anleger seit unserem Juni Outlook unverändert. Während der Sommermonate konnten die Märkte sogar eine merkliche Erholung verzeichnen. Dies aufgrund von Hoffnungen, dass sich die Inflation abschwächt und im H1 2023 die Zinswende eingeläutet wird. Diese Hoffnungen wurden jedoch Ende August mit dem Notenbanker Meeting in Jackson Hole jäh zerstört. Die klare Ansprache des FED-Chairman Powell hat uns dazu veranlasst, am 29. August das Risiko in den Mandaten zu reduzieren (siehe Update). Die Zinsen sind nach diversen Notenbanksitzungen (SNB, FED, EZB etc.) von letzter Woche weiter gestiegen und belasten die Aktienmärkte stark. Diese handeln nun wieder um ihre Juni Tiefststände. Die Korrelationen von fast allen Vermögensklassen sind in Richtung 1 angestiegen und zeigen auf, dass es für einen Investor aktuell kaum einen sicheren Ort gibt ausser Cash (siehe Abb. 1). «Cash is King» trotz der hohen Inflationsraten und entsprechend negativen Realzinsen, zumindest kurzfristig. Sogar börsenkotierte Immobilienanlagen haben stark korrigiert, was wohl auch seine Auswirkungen auf den nicht kotierten Bereich haben wird, auch wenn dies aktuell noch nicht spürbar ist.

Performances YTD in Local Currency (Total Return)

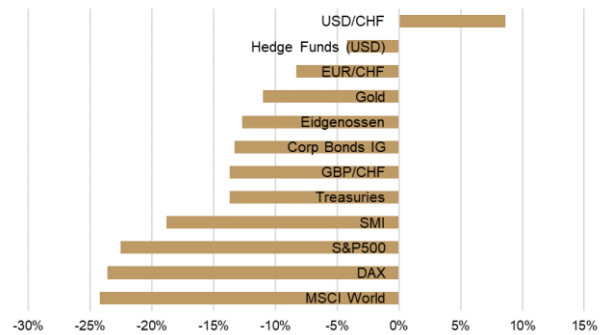


Abb. 1) Entwicklung verschiedener Indices YTD per 27.9.22  
Daten: Bloomberg / Chart Capicura Partners

**«Ungleichgewicht von Angebot und Nachfrage kann nur durch Beeinflussung der Nachfrage begegnet werden»**

Die Inflationsbekämpfung wird der Konjunktur übergeordnet und eine Rezession somit in Kauf genommen oder gar provoziert. Angebot und Nachfrage befinden sich nach der Pandemie in einem klaren Ungleichgewicht. Normalerweise würde die Angebotsseite Richtung Nachfrage steigen. Weil dies wegen diversen Faktoren (Lieferketten-probleme, angespannter Arbeitsmarkt, Covid Beschränkungen in China, Krieg in Ukraine etc.) aber nicht möglich ist, kann der hohen Inflation nur durch «Zerstörung» der Nachfrage begegnet werden. Das wird nun von den Notenbanken vollzogen und sogar von EZB-Präsidentin Lagarde in einem Interview mit diesen klaren Worten bestätigt. Das heisst, weiter steigende Zinsen ergo steigendes Rezessionsrisiko (sehr hohe Wahrscheinlichkeit in Europa, erhöhte Wahrscheinlichkeit in USA). In Europa sollte mit einem erwarteten KGV von 9.7x 2023 schon einiges in den Preisen sein. Bei einer Bank of America Umfrage bei globalen Fondsmanagern wurde unlängst die Wahrscheinlichkeit einer Rezession in Europa mit 92% beziffert.

**«Der Markt erwartet für 2023 ein S&P500 Gewinnwachstum von +8.1%»**

In den USA geht der Markt für 2023 von einem +8.1% Gewinnwachstum aus, die Umsätze sollten um 4.5% steigen.

Das sind Wachstumszahlen, welche mit erhöhter Rezessionswahrscheinlichkeiten und den steigenden Inputkosten schwer zu erreichen sind. Die Analysten werden diese wohl ab Mitte Oktober nach unten anpassen, wenn die Unternehmen ihre 3. Quartalszahlen präsentieren und Updates geben. Eine Korrektur im S&P500 Richtung 3'200 ist deshalb weiterhin möglich (Anpassung des KGV auf ca. 13x).



Abb. 2) Erwartetes S&P500 Gewinnwachstum 2023, Daten FactSet / Chart Capicura Partners

Ein weiterer Bereich mit erhöhter Volatilität ist der Devisenmarkt. Er ist der Gradmesser nicht nur für die Zinsunterschiede der verschiedenen Währungsblöcke, sondern auch der Fiskalpolitik der unterschiedlichen Regierungen. Der US-Dollar bleibt in Zeiten von Unsicherheit ein sicherer Hafen, so wie der CHF. Das Mini-Budget der neuen UK-Regierung und die starke Korrektur des GBP hat gezeigt, wie zusätzliche Staatsverschuldung das Investorenvertrauen strapaziert und die Bemühungen der Notenbanken untergraben werden kann. Die aktuellen Debatten, Übergewinne zu besteuern, führt dazu, dass Verlierer belohnt und Gewinner bestraft werden. Ein solcher «Moral Hazard» ist schlecht für «Risky Assets» generell und im speziellen für Aktien (höhere Risikoprämie nötig). Chinas Wirtschaft schwächt sich ebenfalls weiter ab, was mit der angespannten Situation des Immobilienmarktes, der Null-Covid-Strategie und dem anstehenden Parteikongress am 16. Oktober erklärt werden kann.

«Obligationen bieten wieder attraktive Renditen»

Was unlängst mit dem Akronym «TINA» (there is no alternative) bezeichnet wurde und vor allem für Aktien gesprochen hat, hat nun valable Konkurrenz erhalten. So handeln aktuell nur noch knapp 5% aller ausstehenden Obligationen mit negativer Rendite.

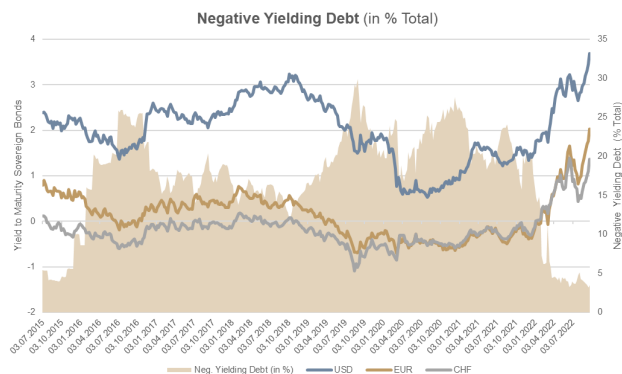


Abb. 3) Negativ verzinsten Anleihen und Entwicklung 10jähriger Staatsanleihen, Daten Bloomberg / Chart Capicura Partners

Im Höchstpunkt im August 2019 lag dieser Wert bei 30% (siehe Abb. 3). Cash wird nicht mehr negativ verzinst (EUR/CHF) respektive wirft sogar einen Ertrag ab (USD/GBP) und auch Obligationen werden mit interessanten Renditen verzinst (2-jährige US-Staatsanleihen rentieren über 4%). Noch höher sieht die Rendite aus, wenn man gewillt ist auch noch ein Kreditrisiko zu tragen. Die «Spreads» haben sich zusätzlich ausgeweitet. Geht man von einer länger andauernden Rezession in den USA aus, empfiehlt sich sogar Staatsanleihen mit einer längeren Restlaufzeit (höheres Zinsänderungsrisiko) zu kaufen. Eine Rezession wird sich negativ auf den Arbeitsmarkt auswirken und die Inflationserwartungen dämpfen. Dann wäre es der FED möglich, die Zinsen graduell wieder zu senken.

«Eine mögliche Erholung nutzen, um Risiko weiter zu reduzieren»

Die erwähnt hohen Korrelationen, der Volatilitätsindex (VIX) über 30 sowie die äusserst schlechte Investorenstimmung (Cash Niveaus der Fondsmanager waren seit September 2001 nicht mehr so hoch!) sprechen aus «Contrarian» Sicht dafür, dass an den Märkten eine technische Erholung jederzeit anstehen kann. Das ist der Grund, weshalb wir auf den aktuellen Niveaus an der Ende August angepassten Positionierung festhalten. Wir planen, eine mögliche Erholung auszunutzen, um die Risiken weiter zu reduzieren. Was könnte ein «Trigger» sein? Tiefere Inflationsszahlen, sinkende Energiepreise, schwächerer US-Arbeitsmarkt oder Entspannung in der Ukraine.

Vermögensallokation	
Cash	15%
Obligationen	15%
Aktien	45%
Alternative Anlagen	25%

Abb. 4) Vorgeschlagene Vermögensallokation für ein Balanced Portfolio im Q4 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 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.