



Capicura Partners – Ausblick 1. Quartal 2023

20. Dezember 2022

Visibilität ungenügend – Auf Sicht fahren

- **4D – höhere Inflation und erhöhte Zinssätze für längere Zeit**
- **Markt zu optimistisch bezüglich US-Zinssatzsenkungen im 2. Halbjahr**
- **Globale Rezession in 2023 realistisch – Stagflation ein mögliches Szenario**
- **US-Dollar mit weiterem Rückschlagspotential**
- **US-Unternehmensgewinne 2023 mit Enttäuschungspotential**
- **An vorsichtiger Vermögensallokation festhalten**

Ein schlechtes Jahr in vielerlei Hinsicht geht zu Ende. Anstatt alles Negative aufzuzählen, möchten wir lieber nach vorne schauen. Obwohl wir für die nächsten drei bis sechs Monate weiterhin ein anspruchsvolles Umfeld erwarten, sind wir optimistisch, dass 2023 ein Übergangsjahr sein wird, welches gute Opportunitäten bringt sich für ein interessantes und besseres Halbjahr 2023 zu positionieren.

«4D – Demographics, Deglobalisation, Decarbonisation, Debt Levels»

Die US Inflation ist aufgrund der aggressiven Notenbankpolitik, der verbesserten Lieferketten und letztlich auch aufgrund von Basiseffekten bereits wieder am Sinken. Ein gutes Zeichen, aber die Marktteilnehmer sind zu optimistisch hinsichtlich wie schnell die US FED anfangen wird die Zinsen zu senken. Der Markt geht davon aus, dass die US-Leitzinsen bereits ab Mitte 2023 wieder reduziert werden. Wir gehen von einer hartnäckigen Inflation aus, dies insbesondere, weil der US Arbeitsmarkt angebotsseitig unterversorgt ist, da viele Arbeitnehmer den Arbeitsmarkt während der Pandemie verlassen haben und der Markt sich seither nicht erholt hat (siehe Abb. 1). Weiter wirken die 4D preistreibend: **Demographics**, **Deglobalisation**, **Decarbonisation** und **Debt** (Staatsverschuldung). Die Baby Boomer gehen in Pension (reduziert Arbeitsangebot), die Deglobalisierung führt zu mehr Angebots-sicherheit, hat aber seinen Preis, und die

langersehnte Energiewende macht Energie nachhaltiger, aber auch teurer.

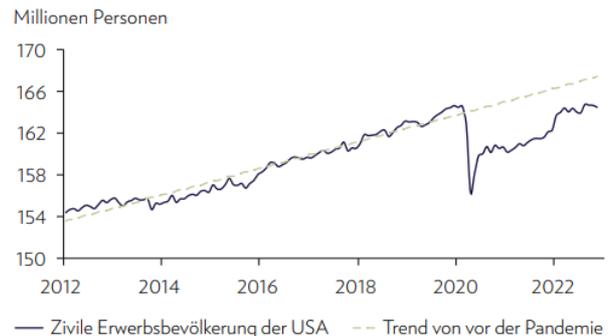


Abb. 1) US Arbeitskräftepool Gap zum Trendwachstum
Quelle: Bank Julius Bär / CIO Weekly 14.12.2022

«Marktteilnehmer sind bezüglich US-Zinssatzsenkungen im 2. Halbjahr 2023 zu optimistisch»

Aufgrund dieser pessimistischen Einschätzung der Inflation müssen wir davon ausgehen, dass die Marktteilnehmer zu optimistisch sind bezüglich US-Zinssatzsenkungen im 2. Halbjahr 2023 (siehe Abb. 2).

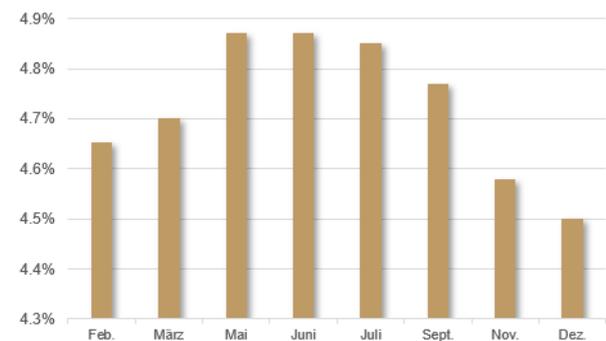


Abb. 2) Erwarteter Zinspfad US FED (20.12.2022)
Daten: Bloomberg / Chart Capicura Partners

Die Rhetorik der diversen Zentralbanken von letzter Woche war unmissverständlich. Die Inflation ist hartnäckig und die Institute werden sowohl bei der Zinssatzpolitik wie auch bei der Bilanzsteuerung (Quantitative Tightening - QT) weitermachen bis die Inflation bequem unter Kontrolle ist. Einzig die SNB hat etwas Spielraum, da die Inflation in der Schweiz verhältnismässig bescheiden ist. Der Fokus der Zentralbanken ist klar auf Inflationsbekämpfung ausgerichtet und sie

nehmen ein "Abwürgen" der Konjunktur in Kauf. Somit ist eine globale Rezession in 2023 realistisch und die inverse US-Zinskurve (2 Jahr Rendite @ 4.25% / 10 Jahr @ 3.65%) indiziert ebenfalls, dass eine Rezession anstehen könnte. Die N.Y. FED Rezessionswahrscheinlichkeit ist fast auf Finanzkrisenniveau angestiegen (siehe Abb. 3). Als ob dies nicht schlimm genug wäre - wenn die Inflation nicht gebändigt werden kann, bleibt eine Stagflation (kein Wachstum mit Inflation) ein mögliches Szenario.

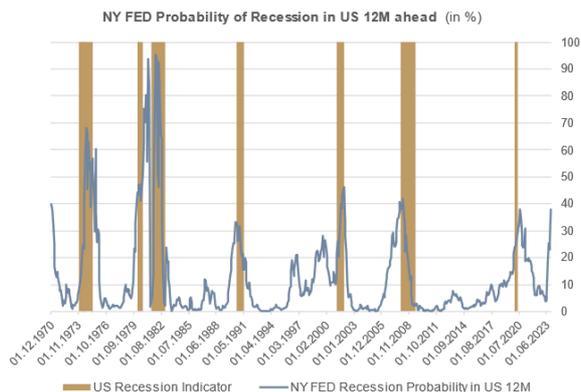


Abb. 3) N.Y. FED Rezessionswahrscheinlichkeit nächste 12 Monaten, Daten: Bloomberg / Chart Capicura Partners

Da die US FED hinsichtlich Zinssatzerhöhungen der EZB voraus ist (FED hat 425 Basispunkte erhöht seit März 2022), werden die EUR Zinsen relativ zu den US-Zinsen steigen, was für den EUR unterstützend wirkt. Der USD hatte dieses Jahr eine positive Entwicklung, aber die neue Ausgangslage spricht für einen USD mit (weiterem) Rückschlagspotential. Die vergangene und andauernde Notenbankpolitik hat das negative Zinsumfeld beendet und die Renditen bei den Festverzinslichen wieder "investierbar" gemacht. Cash und Obligationen sind somit wieder Anlageklassen geworden, mit denen nominale Renditen erzielt werden können.

«Aktienmärkte bleiben bis auf Weiteres in einer Konsolidierungsphase»

Die Aktienmärkte bleiben bis auf Weiteres in einer Konsolidierungsphase, welche anfangs 2022 anfang und bis heute anhält. Die Bewertungskorrektur ist weit fortgeschritten, aber wir befürchten, dass insbesondere die US-Gewinnerwartungen 2023 weiterhin zu hoch sind. Diese sind zwar seit Mitte Jahr stetig reduziert worden, aber es wird nach wie vor ein 5%-iges Gewinnwachstum erwartet, was auch in einer milden Rezession unwahrscheinlich erscheint. Während die Bewertungen in USA noch etwas hoch sind (S&P500 handelt mit KGV 2023 von

17x) sind die europäischen Aktienmärkte mit einem KGV 2023 von 10x ziemlich "günstig" bewertet. Auch technisch sieht der Aktienmarkt leider nicht besonders attraktiv aus und somit sind wir überzeugt, dass Cash und Festverzinsliche gute Vermögensklassen sind, um die nächsten 3-6 Monate zu überbrücken.

«Digitale Vermögenswerte, wie weiter?»

In unserem Q1 2022 Outlook haben wir das erste Mal auf digitale Vermögenswerte (Krypto) hingewiesen und auch die Attraktivität des noch sehr jungen Markts hervorgehoben. Bisher haben wir jedoch diese Vermögensklasse nicht in unserer strategischen Asset Allocation eingebunden. Der FTX-Skandal um Sam Bankman Fried (SBF) im letzten Quartal hat demonstriert, dass dieser Sektor noch in den Kinderschuhen steckt. Die Euphorie von anfangs Jahr ist verfliegen und der Begriff "Krypto Winter" ist entstanden. Während wir die Empörung und Enttäuschung der Marktteilnehmer verstehen, sind wir überzeugt, dass dieser Sektor wichtige Technologien entwickelt, welche insbesondere im "Gaming" und im "Metaverse" entscheidend sind. Weiter wird der FTX-Skandal zu mehr Regulation und dezentrale Lösungen führen (DeFi). Entsprechend schreiben wir diese neue Vermögensklasse nicht ab.

«Q1 2023 bleibt anspruchsvoll»

Für das erste Quartal im neuen Jahr können wir leider keine Entwarnung geben, so sehr wir uns dies zu Weihnachten wünschen würden. Das Umfeld bleibt anspruchsvoll, aber wir sind überzeugt, dass ein solches Umfeld auch Opportunitäten birgt. Insbesondere bietet der Obligationenmarkt Verzerrungen, welche aktienähnliche Renditen ermöglichen. Für die strategische Positionierung ist aber weiterhin Vorsicht geboten, weshalb wir an unserer defensiven Vermögensallokation festhalten. In der Zwischenzeit sollte die erhöhte Liquidität effizient und "auf Sicht" in festverzinsliche Anlagen investiert werden (kurze Laufzeiten mit Sicht auf Rückzahlung zu 100%).

| Vermögensallokation | |
|---------------------|-----|
| Cash | 15% |
| Obligationen | 20% |
| Aktien | 40% |
| Alternative Anlagen | 25% |

Abb. 4) Vorgeschlagene Vermögensallokation für ein Balanced Portfolio im Q1 2023

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.