



Capicura Partners – Ausblick 3. Quartal 2023

19. Juni 2023

Divergenz zwischen Realwirtschaft und Aktienmarkt

- **Inflationsraten sinken, Kerninflation bleibt hartnäckig hoch**
- **Liquiditätsüberschuss aus der Pandemie weiterhin im System – führt zu irrationalem Marktverhalten**
- **US-Notenbank hat kaum Interesse an weiter steigenden Vermögenswerten**
- **Der US-Dollar ist tot – es lebe der US-Dollar**
- **Alternative Quote zu Lasten Cash erhöhen**

Fundamental hat sich seit Ende März nicht viel verändert, ausser dass ein Ausweiten einer globalen Bankenkrise eingedämmt und ein möglicher US-Staatsbankrott im letzten Moment abgewendet werden konnte. Das späte, aber entschlossene Handeln der Zentralbanken, sinkende Energiepreise und die Entspannung der Lieferkettensituation hat weltweit zu sinkenden Inflationsraten geführt. Die Niveaus sind aber für die US-Notenbank immer noch doppelt, für die EZB dreimal so hoch wie die 2%-Langfristziele. Zudem verharrt die Kerninflation (exkl. Energie & Nahrungsmittel) hartnäckig hoch. Dies bestätigt unsere Ansicht, dass die kurzfristigen Zinsen noch länger hoch bleiben werden. Die «Zinserhöhungspause» der US-Notenbank beim Juni-Meeting ist ermutigend, die Rhetorik des Notenbankchefs Powell indiziert aber, dass eine oder sogar zwei weitere Zinsschritte unmittelbar bevorstehen (was vom Markt noch nicht richtig geglaubt wird). Dasselbe gilt für Europa, wo kein Ende der Zinserhöhungen in Sicht ist. Ausnahme bleibt die Schweiz. Dort fehlen der SNB aufgrund einer Inflation von 2.2% bald die Argumente für weitere Zinserhöhungen (trotzdem erwarten wir diese Woche eine weitere Anhebung um 25bp).

«2% Inflation bleibt Wunschdenken»

Die FED steht vor «Mission Impossible» und könnte die bereits schwächelnde US-Wirtschaft durch zusätzliche Zinsschritte weiter belasten oder gar in die viel beschworene Rezession führen (Wahrscheinlichkeit für eine solche in den nächsten 6 – 9 Monaten immer noch sehr hoch). Hinzu kommt, dass die Lage am Arbeitsmarkt

angespannt bleibt. Vor diesem Hintergrund fühlen wir uns in unserer Annahme bestätigt, dass die Inflation länger über dem Zielwert der Notenbanken von 2 % verharren wird.

«Jüngste Rallye war getrieben von einer Handvoll Wachstumsaktien»

Die europäischen Aktienmärkte haben trotz schwachem Wirtschaftswachstum wieder Niveaus erklommen, welche wir vor dem starken Zinserhöhungszyklus gesehen hatten. Der Nasdaq100 Index handelt nur gerade 9% unter den 2021 Höchstständen, obwohl die Zinsen seit März 2022 um 500 Basispunkte gestiegen sind (Divergenz siehe Abb. 1). Weshalb nur, konnten sich die Aktienmärkte bzw. einzelne Indizes über die letzten drei Monate so gut entwickeln?

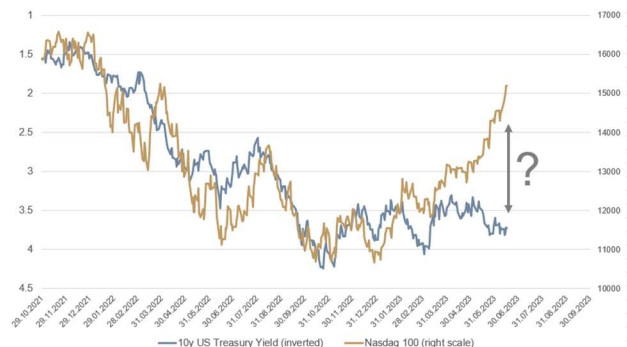


Abb. 1) Nasdaq100 vs. Rendite 10Y US-Staatsanleihen (invers). Daten Bloomberg / Chart Capicura Partners

Eine Erklärung liegt wohl an der Überschussliquidität, welche sich seit der Pandemie immer noch im System befindet und noch nicht abgeschöpft wurde. Zudem dürfte es zu einer Reallokation von Kapital aus «nicht mehr investierbaren Märkten» wie z.B. Russland und China nach Europa, USA und Japan gekommen sein. Wichtigster Treiber war jedoch das Thema künstliche Intelligenz (KI/AI) und vermochte v.a. Aktien grosskapitalisierter Namen wie Apple, Nvidia, Microsoft, Meta und Alphabet zu beflügeln. Zudem waren viele Marktteilnehmer (wir eingeschlossen) zu Beginn des Quartals aufgrund der Bankenkrise zu vorsichtig positioniert. Noch ist erst zu erahnen, wie und wo KI unser Leben verändern wird. Goldman Sachs erwartet über die nächsten 10 Jahre einen Beitrag zum globalen BIP

von 7%. Trotzdem erinnern die Bewegungen und Bewertungen einzelner Aktien an das Jahr 2000.

«Sentiment Indikatoren mahnen zur Vorsicht»

Interessanterweise konnte der Gesamtmarkt dieser Erholung bis vor kurzem nicht folgen. Der Mangel an Marktbreite stimmt uns vorsichtig. Nur gerade mal acht Unternehmen sind für 97% der YTD-Performance des S&P500 von +16% verantwortlich! (siehe Abb. 2)

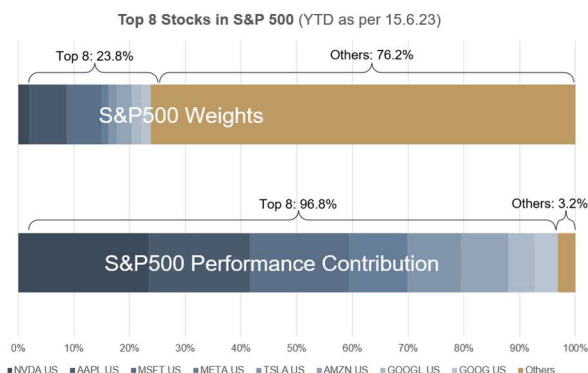


Abb. 2) Einfluss der grössten 8 Positionen auf die S&P500 Performance. Daten Bloomberg / Chart Capicura Partners

Nimmt der Aktienmarkt eine wirtschaftliche Erholung vorweg, müsste er auch vom Small- und Midcap Segment getragen werden. Es ist deshalb angebracht, das aktuelle «Sentiment» etwas genauer unter die Lupe zu nehmen, denn bekanntlich darf die Psychologie des Marktes nicht vernachlässigt werden. Verschiedene Indikatoren sehen mehrheitlich etwas zu positiv aus, was aus «Contrarian» Sicht negativ zu werten ist → Put/Call Ratios tief, CNN Fear&Greed Index auf «Extreme Greed» (höchster Wert seit 12 Monaten), VIX-Index (Volatilität auf Niveaus von 2021), AAll US Investor Sentiment Bullish Readings (höchster Wert seit Dezember 2021). Diese Indikatoren zeigen, dass sich die Anlegerstimmung in den letzten drei Monaten markant aufgehellt hat, was die Märkte kfr. korrekturanfällig macht. Fundamental bleiben die Bewertungen, v.a. des S&P500 mit einem erw. KGV 2023 von knapp 20x, hoch bewertet. Weiter dürften die Notenbanken (allen voran die US-Notenbank) an deutlich höheren Aktienmärkten kaum interessiert sein, da ihr Kampf gegen die Inflation durch ein Ansteigen der Vermögenswerte stark gefährdet wäre (positiver «Wealth Effect»).

«Der USD ist tot – es lebe der USD»

Seit Anfang 2023 wird der Status des USD als globale Reservewährung (wieder einmal) in Frage

gestellt. Die Tatsache, dass bestimmte Rohstoffkontrakte nun auch in CNY (China Renmimbi) gehandelt werden können, aber auch das Thema digitale Vermögenswerte und digitale Zentralbankwährungen haben diese Diskussion befeuert. Es bestehen jedoch kaum Alternativen zum Greenback. Der CNY ist nicht frei handelbar und fällt deshalb weg. Der EUR bleibt eine strukturell schwache Währung und leidet an der Heterogenität der Volkswirtschaften der Eurozone und einer «one fits all» Geldpolitik. Digitale Vermögenswerte kämpfen damit Glaubwürdigkeit zu erlangen. Insbesondere nach dem FTX-Skandal im vergangenen Jahr und den jüngsten US-Regulierungen. Obwohl die vergleichsweise tiefen Inflationsraten und Staatsverschuldungsquoten den CHF zu einem sicheren Hafen machen, ist der Markt zu klein und der CHF deshalb als Reservewährung ungeeignet. Wir gehen daher davon aus, dass der USD weiterhin konkurrenzlos bleibt und noch eine ganze Weile "DIE" Reservewährung bleiben wird.



Source: IMF, Julius Baer; * excluding unallocated reserves
Abb. 3) Devisenreserven heute vs. vor 20 Jahren. Quelle: Research Focus Bank Julius Bär 17.5.2023

«Nicht von der Euphorie anstecken lassen»

Obwohl wir uns über die aktuelle Aktienmarkthausse freuen, trauen wir ihr nicht und versuchen, uns nicht von der Euphorie anstecken zu lassen. Wir bleiben mit einer Aktienquote um 40% in einem ausgewogenen Mandat weiter vorsichtig positioniert. Risiken erhöhen wir jedoch im alternativen Bereich. Wir haben in unseren Mandaten die AI-Quote jüngst durch einen Long/Short Equity Fund aufgestockt (Small- / Midcaps in der DACH-Region).

Vermögensallokation	
Cash	10%
Obligationen	25%
Aktien	40%
Alternative Anlagen	25%

Abb. 4) Vorgeschlagene Vermögensallokation für ein Balanced Portfolio im Q3 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.