



Capicura Partners – Ausblick 4. Quartal 2023

27. September 2023

«Covid-Batzen» ausgegeben – wie weiter mit dem Konsum?

- **SNB demonstriert erneut ihre Unabhängigkeit**
- **«Market-Leaders» 2023 zeigen erste Zeichen der Schwäche**
- **S&P500 Risikoprämie auf tiefstem Stand seit 2007**
- **Bondmärkte indizieren Rezession – Aktienmärkte erwarten sanfte Landung**
- **Vorsichtige Vermögensallokation beibehalten**

Wir halten an unserem «Mantra» fest - die Zinsen bleiben hoch, und zwar wohl länger als uns allen lieb ist. Entsprechend bleiben die Risiken für die globale Wirtschaft bestehen und eine sanfte Landung wird zu einem anspruchsvollen Balanceakt. Die Inflationsraten auf beiden Seiten des Atlantiks sinken (etwas weniger stark in Europa als in den USA), verharren aber immer noch klar über den Niveaus, welche sich die Entscheidungsträger der Notenbanken zum Ziel gesetzt haben. Grosse Ausnahme bleibt die SNB, die aufgrund der günstigen Rahmenbedingungen mittlerweile einen fast schon unabhängigen Weg der Geldpolitik bestreiten kann. Die Währungshüter werden nicht müde zu warnen, dass der Kampf gegen die Inflation noch längst nicht gewonnen ist und bleiben restriktiv.

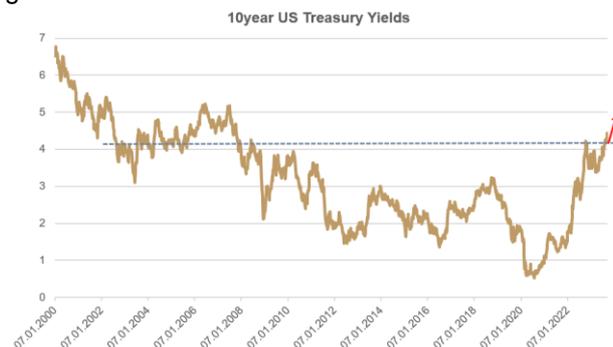


Abb. 1) Rendite 10-jährige US-Staatsanleihen
Daten Bloomberg / Chart Capicura Partners

Wir erwarten, dass sich die «higher for longer» Zinserwartungen nun auch in die Zinskurven einarbeiten, d.h. dass diese etwas flacher werden (aber immer noch invers bleiben). Die Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen haben letzte Woche aus technischer Sicht einen wichtigen Widerstand

bei ca. 4.35% nach oben durchbrochen und können schnell in Richtung 5% tendieren (siehe Abb. 1).

«Keine Zinssenkungen in Sicht»

Die erhofften, baldigen Zinssatzsenkungen sind also für den Moment vom Tisch und die ersten Anpassungen nach unten in weite Ferne gerückt. Etwas, was der Markt erst jetzt langsam anfängt zu glauben und entsprechend eskomptiert. Die Notenbanken werden datenabhängig bleiben oder anders, ihre monetären Zügel werden erst dann gelockert, wenn die Kerninflation in die Nähe ihrer 2% Ziele fallen oder sich die Wirtschaft in eine Rezession manövriert. Da die Wirkungen der massiven Zinserhöhungen der letzten Monate nur langsam spürbar werden, besteht die Gefahr, dass die Notenbanken allenfalls zu lange an ihrer restriktiven Notenbankpolitik festhalten und so eine Rezession herbeiführen → befürchteter «Policy Mistake». Nebst dem bereits schwächelnden verarbeitenden Gewerbe in Europa und den USA wurde nun auch der Dienstleistungssektor in Mitleidenschaft gezogen.



Abb. 2) US Personal Saving Rate in %
Daten Fed. Reserve Bank St. Louis/ Chart Capicura Partners

Die als Frühindikator geltenden PMIs (Einkaufsmanager Indizes) warnen schon länger vor einer sich abschwächenden Wirtschaftsdynamik. Stützend wirkt da allein der immer noch solide Arbeitsmarkt (aber das ist bekanntlich ein Spätindikator). Da der Konsum für zweidrittel des US-BIP (Bruttoinlandsprodukt) verantwortlich ist, muss diese Komponente genau beobachtet werden. Der Konsument scheint einen Grossteil seines während Covid angelegten «Sparbatzens» ausgegeben zu haben (siehe Abb. 2). Zudem

hinterlassen die stark gestiegenen Preise und Zinsen auch beim Konsumenten langsam aber sicher ihre Spuren im Portemonnaie. Dazu kommt, dass ab dem 1. Oktober ca. 43 Mio. Amerikaner ihre Studentendarlehen wieder bedienen müssen (dreijähriges Moratorium aufgrund der Pandemie läuft aus), auch das dürfte sich negativ auf das Konsumverhalten auswirken. Ebenfalls zeichnet sich ab, dass in den USA ab dem 1. Oktober ein erneuter «Government Shutdown» droht, der sich negativ auf das Sentiment auswirken würde (je nachdem wie lange er anhält).

«Expansive Fiskalpolitik und hohe Geldmenge haben höheren Zinsen entgegengewirkt»

Die inverse US-Zinskurve deutet nach wie vor auf Probleme der amerikanischen Wirtschaft hin. Wir räumen ein, dass sich diese und die US-Unternehmen bisher überraschend robust gezeigt und das höhere Zinsumfeld gut verkräftet haben. Es gilt jedoch zu bedenken, dass die US-Fiskalpolitik und die immer noch hohe Geldmenge den höheren Zinsen stark entgegenwirkten. Ausserdem wurde die Niedrigzinsphase genutzt, um die Schulden längerfristig zu finanzieren und die Belastung durch höhere Zinskosten in die Zukunft zu verschieben. Dennoch zweifeln wir nicht an der Prognosefähigkeit der Anleihemärkte und gehen davon aus, dass sich die höheren Zinsen schliesslich negativ auf das Wirtschaftswachstum auswirken wird. Da der chinesische Immobilienmarkt in Aufruhr ist und der Sektor 20 – 30% des chinesischen BIP ausmacht, ist von der zweitgrössten Volkswirtschaft der Welt in nächster Zeit wenig Hilfe zu erwarten. Nur fiskalpolitischer Stimulus seitens der chinesischen Regierung dürften hier helfen. Europa schwächelt schon länger, wobei seine grösste Volkswirtschaft, Deutschland, den Weg nach unten anführt. Während die Rohstoffpreise seitwärts/niedriger tendieren, scheint der Ölpreis die grosse Ausnahme zu bleiben und konnte, allen Widrigkeiten zum Trotz, jüngst stark zulegen. Die gängige Erklärung ist, dass das Angebot heute bereits knapp sei und sich morgen weiter verknappten würde. Die Fundamentaldaten stützen diese Erwartungen jedoch nicht. Zudem sind die Lager in Nordamerika, Europa und China nach wie vor gut gefüllt.

«Risikoprämie für den S&P500 auf tiefstem Stand seit 16 Jahren»

In unserem Ausblick für das 3. Quartal hatten wir bereits unsere Besorgnis über den Anstieg der

Aktienmärkte im Allgemeinen und über die Bewertung des US-Aktienmarktes im Speziellen hingewiesen (v.a. grosskapitalisierte US-Technologieaktien).

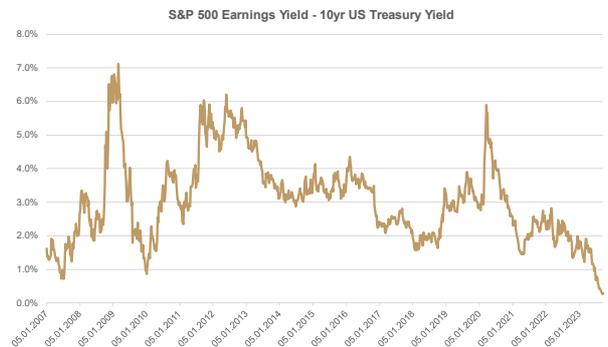


Abb. 3) Risikoprämie S&P500
Data: Bloomberg / Chart: Capicura Partners

An dieser Skepsis hat sich nichts geändert. Zwischenzeitlich ist die Risikoprämie für den S&P500 auf den niedrigsten Stand seit Mitte 2007 gefallen (siehe Abb. 3). Das bedeutet, dass der Investor für das Risiko, US-Aktien ggü. Staatsanleihen zu halten, nur noch bescheiden entlohnt wird. Die Aktien einiger Marktführer neigen seit ein paar Wochen zur Schwäche und der führende Nasdaq100-Index hat von seinen Juli-Hochs mehr als 8.5% korrigiert. Dieser Index scheint auch aus technischer Sicht anfällig für weitere Korrekturen.

«Defensive Positionierung beibehalten»

Da die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen auf hohem Niveau verharren resp. in den letzten Tagen weiter gestiegen sind, fällt es uns schwer, kurzfristig ein sinnvolles Potenzial für den Aktienmarkt zu sehen, zumal festverzinsliche Wertpapiere und sogar Bargeld als Alternative wieder einen Ertrag abwerfen. Wir müssen eingestehen, dass wir die überschüssige Liquidität im System, welche in Verbindung mit expansiven fiskalischen Massnahmen (USA) dieses Jahr den Aktienmarkt angetrieben hat, unterschätzt haben. Aufgrund der oben dargelegten Bedenken ziehen wir es aber vor, defensiv positioniert zu bleiben. Unsere Vermögensallokation bleibt unverändert.

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

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