



## Capicura Partners – Ausblick 1. Quartal 2024

15. Dezember 2023

### Zinswünsche für 2024 werden nicht erfüllt

- **Sinneswandel bei der US-Notenbank – Angst vor einer zu starken Wirtschaftsabkühlung nimmt zu**
- **US-Finanzministerium muss Schulden aufnehmen – FED schreitet mit Bilanzverkürzung voran**
- **Marktsentiment zu optimistisch – Katerstimmung im Q1 vorprogrammiert**
- **Schweizer Blue Chips mit Aufholpotential**
- **Vermögensallokation – defensiv ins 2024 starten**

Alle Jahre wieder ziehen auch wir Bilanz und wagen einen Blick auf das Börsenjahr 2024. Die vergangenen zwölf Monate waren zweigeteilt. Von Januar bis Juli stiegen die Aktienmärkte trotz US-Regionalbankeninsolvenzen und weiteren Zinserhöhungen. Ab Ende Juli konsolidierten diese wieder, da sich die Anleger auf «höhere Zinsen für länger» einstellten. Ebenfalls stellen wir fest, dass die befürchtete US-Rezession zwar bis jetzt ausgeblieben ist, aber die Eurozone und insbesondere Deutschland mit negativen Wachstumszahlen kämpfen. Auch China schwächelt trotz Wiedereröffnung nach Covid aufgrund anhaltender Probleme im Immobiliensektor. Der tragische Anschlag auf Israel Anfang Oktober trug zusätzlich zu den Sorgen und Unsicherheiten der Anleger bei. Nichtsdestotrotz setzten Ende Oktober die Aktien- und Obligationenmärkte zu einem fulminanten Jahresendspurt an. Diese vorgezogene «Christmas Rally» wurde befeuert durch die sich verbreitende Überzeugung, dass die Notenbanken im 2024 die Zinsen merklich senken werden und der US-Wirtschaft eine sanfte Landung gelingt. Die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen fiel von über 5% auf aktuell unter 4% in nur gerade zwei Monaten!

### «Geschwindigkeit und Ausmass erwarteter Zinssenkungen sind übertrieben»

Die US-Notenbank hat an Ihrer Dezembersitzung erstmals mögliche Zinssenkungen im Jahr 2024 in Aussicht gestellt. Der sogenannte «Dot-Plot» (graphische Darstellung der Zinserwartungen der individuellen Mitglieder des Notenbankaus-

schusses) sieht Zinssenkungen in der Grössenordnung von 75bp. Aktuell gehen die Marktteilnehmer aber davon aus, dass die US-Notenbank im Jahr 2024 die Zinsen (noch deutlicher) um 150bp senken wird (siehe Abb. 1). Die EZB soll gemäss Markt die Zinsen in derselben Zeit um mehr als 140bp senken. In der Schweiz ist der Zinsgipfel ebenfalls erreicht, eine Reduktion wird aufgrund des immer noch tiefen Zinsniveaus (nominal wie auch real) frühestens im zweiten Halbjahr erfolgen. Wir halten die Markterwartungen für weitaus zu übertrieben. Für die US-Notenbank bleibt es eine Gratwanderung. Sie möchte die Wirtschaft nicht unnötig strapazieren, gleichzeitig ein Wiederaufflackern der Inflation aber um jeden Preis verhindern.

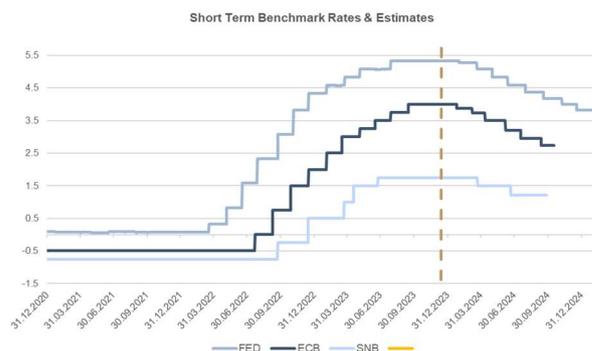


Abb. 1) Erwarteter Pfad der Notenbankzinsen  
Daten: Bloomberg / Chart Capicura Partners

### «Wer springt in die Bresche?»

Ein weiterer Grund, dass die USD-Renditen länger erhöht bleiben werden, liegt in der Tatsache, dass das Finanzministerium neue Schulden machen muss, um den Haushalt zu finanzieren. Die Gesamtverschuldung der USA beläuft sich Ende Q3 2023 auf USD 33.2 Billionen oder 120% des amerikanischen Bruttoinlandprodukts. Die Kosten für den Schuldendienst machen rund 20% der Staatsausgaben aus. Da die US-Notenbank ihre Bestände an Staatsanleihen im Rahmen der quantitativen Straffung reduziert, die Emissionstätigkeit gleichzeitig aber zunimmt, müssen die Anleger immer grössere Mengen an Anleihen absorbieren. Zudem besteht die Gefahr, dass Japan, der grösste Gläubiger der USA, aufgrund steigender JPY-Zinsen und grossen unrealisierten Währungsgewinnen, Kapital repatriert. Dies dürfte den Druck auf die Preise erhöhen.

## «Eine US-Rezession ist noch nicht vom Tisch»

Die US-Wirtschaft hat sich trotz starken Zinserhöhungen in den letzten knapp zwei Jahren als ausserordentlich widerstandsfähig erwiesen. Historisch führten solche «Zinsschocks» in den meisten Fällen zu einer Rezession (siehe Abb. 2).

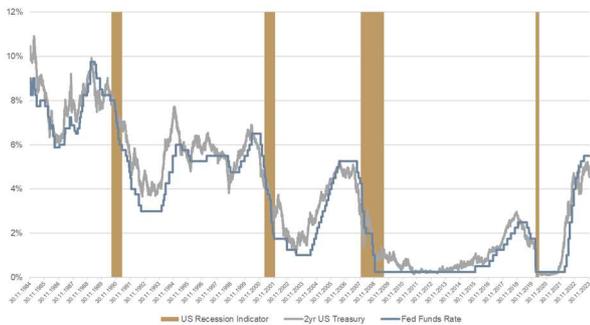


Abb. 2) FED Funds vs. 2Y Treasuries & US Rezession  
Daten: Bloomberg / Chart Capicura Partners

Im Durchschnitt wurde eine Rezession jeweils 8 ½ Monate nach der letzten Zinserhöhung beobachtet (FED hat Ende Juli die Zinsen zum letzten Mal angehoben). Trotz möglicher Zinssenkungen könnte ein sich abschwächender Arbeitsmarkt und entsprechender Stimmungsumschwung beim US-Konsumenten im Jahr 2024 zu einer Rezession führen. Frappant war das historische Zusammenspiel zwischen dem US-Aktienmarkt (S&P500) und den US JOLTS (Anzahl offener Stellen in den USA). Abbildung 3 zeigt die aktuell starke Divergenz auf.



Abb. 3) S&P500 vs. US Job Openings (JOLTS)  
Daten: Bloomberg / Chart: Capicura Partners

## «Je Trump desto CHF»

Ein weiterer Aspekt der aktuell von den Finanzmärkten noch mehrheitlich ignoriert wird, sind die US-Wahlen, die im nächsten November anstehen. Ohne dass Donald Trump an einer TV-Debatte teilgenommen hat, werden ihm sehr hohe Wiederwahlchancen eingeräumt. Eine Rückkehr zu einer populistischen US-Politik birgt Risiken. Diese dürften, je näher der Wahltermin kommt, umso mehr von den Finanzmärkten mit erhöhter

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.

Volatilität eskomptiert werden. Die funktionierende Schweizer Demokratie, gepaart mit einer tiefen Staatsverschuldung machen den CHF zu einer strukturell starken Währung und im neuen Jahr erneut zu einem sicheren Hafen.

## «Finanzmärkte sind zu optimistisch»

Die derzeitige äusserst optimistische Anleger-Stimmung (verschiedene Indikatoren) sowie die niedrigen Volatilitätswerte (VIX) deuten darauf hin, dass die Finanzmärkte stark überhitzt sind - aus «Contrarian» Sicht ein Warnzeichen. Die Euphorie zum Jahresende dürfte im ersten Quartal abklingen und die Volatilität wieder zunehmen. Der Markt wird sich nun, da Zinssenkungen in Aussicht gestellt sind, den Fokus vermehrt auf Wirtschafts- und Unternehmenszahlen legen. Schlechte Daten dürften nicht zu noch tieferen Zinsen, sondern vielmehr zu schwächeren Aktienmärkten führen.

## «Es bleibt weiter anspruchsvoll»

Wir haben die Rückschläge im Oktober genutzt, um die Portfolios einem «Rebalancing» zu unterziehen. Daher liegt die aktuelle Aktienquote in einem ausgewogenen Portfolio performancebedingt bei ungefähr 45%. Aufgrund der Unsicherheiten bleiben wir bei Aktien weiter untergewichtet (neutrale Positionierung wäre 50%) und halten innerhalb der Quote am Übergewicht an CH-Aktien fest. Der Schweizer Aktienmarkt war dieses Jahr ein «Underperformer» und birgt für 2024 Aufholpotential. Um konstruktiver zu werden benötigen wir mehr Gewissheit, dass die Inflation tatsächlich besiegt ist, die FED Worten Taten folgen lässt und der US-Wirtschaft eine sanfte Landung gelingt.

Vermögensallokation	
Cash	10%
Obligationen	25%
Aktien	45%
Alternative Anlagen	20%

Abb. 4) Vorgeschlagene Vermögensallokation für ein ausgewogenes Portfolio im Q1 2024

\*\*\*\*\*

Schliesslich möchten wir Charles Munger, den berühmten Partner von Warren Buffet bei Berkshire Hathaway, würdigen. Er verstarb am 28. November, 33 Tage vor seinem 100. Geburtstag. Eines seiner berühmten Zitate lautet: "Wir haben drei Körbe für Investitionen: ja, nein und zu schwer zu verstehen." - Wir hoffen, dass die Finanzmärkte im Jahr 2024 nicht "zu schwer zu verstehen" sein werden und wünschen Ihnen und Ihren Familien frohe Festtage und ein gutes und gesundes neues Jahr.