



# Capicura Partners – Ausblick 3. Quartal 2024

26. Juni 2024

## «Tiki-Taka» an der Euro 2024 out – an der Börse in

- 🌐 **Bewertungsexpansion befeuert US-Aktienmarkt – wie lange noch?**
- 🌐 **SNB hat Pulver verschossen – mehr Währungs- als Zinspolitik**
- 🌐 **Rechtsrutsch bei Europawahlen verunsichert**
- 🌐 **CH-Bluechips mit Überraschungspotenzial wie die Schweizer Nati**
- 🌐 **An Vermögensallokation festhalten**

Der jüngste Verlauf zeigt ein Hin und Her, ein Auf und Ab von kleinen Bewegungen mit schnellen Anpassungen und kontinuierlicher Aktivität. Ein herausragender Player treibt alle Akteure an und verstärkt die Dynamik. Auf geht's! Die Rede ist nicht von Pep Guardiolas „Tiki-Taka“, denn dieser Spielstil ist an der diesjährigen Europameisterschaft durch einige Weitschusstore und Einzelaktionen ersetzt worden. Gemeint ist die Entwicklung des US-Aktienmarktes über die letzten Monate. Nach einem kurzen Dämpfer im April 2024 setzte sich der Aufwärtstrend fort und der S&P 500 erreichte im Juni neue Höchststände. Beim genaueren Blick auf die Performance von 15% seit Beginn des Jahres fällt auf, dass rund 30% auf den Halbleiterhersteller NVIDIA zurückzuführen ist (Abb. 1). Dies unterstreicht den scheinbar unermüdlichen Lauf von Halbleiteraktien und zeigt, dass die Börsenrally nicht vom breiten Markt getragen wird.

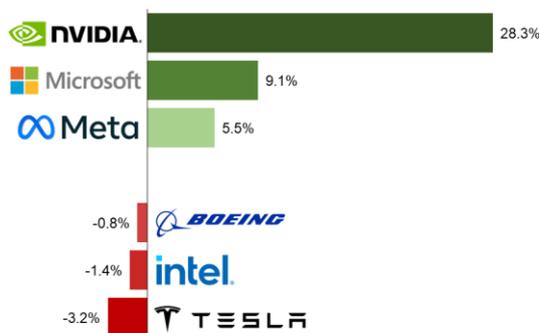


Abb. 1) S&P 500 Performance Kontribution per 24.06.24  
Daten: Bloomberg / Chart Capicura Partners

## «Der Traum vom ewigen Wachstum»

Auch wenn die Hälfte des Jahres 2024 hinter uns liegt und das positive Momentum anhält, wäre es falsch, die bisherige Entwicklung zu extrapolieren und bereits heute von einem exzellenten Jahrgang zu sprechen. Noch ist alles möglich und performanceverwöhnte Anleger tun gut daran, sich auf einen etwas raueren Wind in der zweiten Jahreshälfte einzustellen. Die Bewertungsexpansion hat im amerikanischen Aktienmarkt dazu geführt, dass der S&P 500 mittlerweile zu einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von ca. 20x des erwarteten Gewinns handelt (Abb. 2).



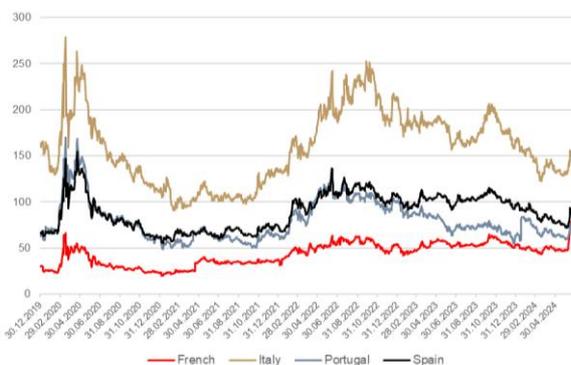
Abb. 2) Historische Bewertungen des S&P 500 Index  
Quelle: Yardeni Research

Mit Ausnahme der Dot-Com-Blase gab es in den letzten 40 Jahren keine Phase mit höheren Bewertungen. Geht man nicht von einer weiteren Ausweitung des KGVs in Richtung 25x aus, müsste ein weiterer Indexanstieg auf unerwartet hohen Gewinnen beruhen. Im ersten Quartal konnten zwar 80% der Unternehmen im S&P 500 die Gewinnerwartungen schlagen, im Juli stehen aber bereits die Unternehmenszahlen für das zweite Quartal an. Die Erwartungen sind mit knapp 9% Gewinnwachstum hoch und das Enttäuschungspotenzial somit gross. Denn angesichts der hohen Inflations- und Zinsniveaus sowie der sich abschwächenden US-Konjunktur scheint ein weiterer Anstieg sehr anspruchsvoll. Eine Bewertungskorrektur von bis zu 10% auf etwa 18x ist daher jederzeit möglich, ohne dass die US-Wirtschaft in eine Rezession abrutschen müsste.

## «Politische Börsen haben kurze Beine»

Das Superwahljahr 2024 gilt für viele Investoren als Unsicherheitsfaktor. Der politische Rechts-

rutsch bei den Europawahlen deutet auf ein «weniger Europa» hin und hat die Marktteilnehmer verunsichert. Entsprechend ist die Volatilität angestiegen und die Spreads (Kreditaufschläge) gewisser EU-Staatsanleihen haben sich gegenüber deutschen Bundesanleihen ausgeweitet (Abb. 3). Vor allem französische Staatsanleihen haben nach den angekündigten Neuwahlen (30. Juni und 7. Juli) stark gelitten und den Aktienmarkt belastet. Wir gehen nicht von einer Neuauflage der Eurokrise der frühen 2010er Jahre aus und erwarten spätestens nach den Neuwahlen eine Normalisierung der Kreditaufschläge. Zudem gilt es grundsätzlich zu sagen, dass der Einfluss von Wahlen auf die Märkte überschätzt wird und historisch zwar zu Schwankungen geführt hat, die Auswirkungen solcher Ereignisse aber eher von kurzer Dauer waren.



**Abb. 3) 10Y Kreditaufschlag gegenüber deutschen Staatsanleihen**  
 Daten: Bloomberg / Chart Capicura Partners

«SNB gegen FED – Spielstand 2:0»

Die Europawahlen haben sich nicht nur auf die Aktienmärkte ausgewirkt, sondern die Investoren dazu gebracht, ihre Gelder im sicheren Hafen zu platzieren – dem Schweizer Franken. Das Erstarren des CHF und der sinkende Inflationsdruck haben die Schweizerische Nationalbank (SNB) im Juni dazu veranlasst, überraschenderweise den Leitzins um weitere 0.25%-Punkte auf 1.25% zu senken. Aus unserer Sicht betreibt die SNB hier Währungs- und nicht Zinspolitik und hat somit das Manövrierpulver grösstenteils verschossen. Im Spielplan der Zentralbanken und ihren Leitzinssenkungen liegt zur Halbzeit – um der Assoziation zur Euro 2024 treu zu bleiben – die SNB gegen die amerikanische Zentralbank (FED) mit zwei zu null vorne.

«Druck auf öffentliche Bilanzen nimmt zu»

Die Datenlage sieht bei der FED aber auch ganz anders aus als in der Schweiz und Europa. Die EZB hat die Zinsen im Juni aufgrund tieferer Inflation zum ersten Mal um 25 Basispunkte (0.25%)

gesenkt. Die US-Inflation kehrt nur schleppend in Richtung Ziel von 2% zurück und somit warten wir in den USA immer noch auf die Bestätigung des Zinsbuckels. Lange wird die FED aber mit der ersten Zinssatzsenkung nicht mehr zuwarten können. Es gibt verschiedene Anzeichen einer wirtschaftlichen Abkühlung. Unter anderem steigt die Arbeitslosenrate an und der Konsum, sowie das Lohnwachstum schwächt sich ab. Zudem wächst das US-Haushaltsdefizit munter weiter und solange die US-Notenbank die Zinsen nicht senkt, führt jede auslaufende Staatsanleihe bei Refinanzierung zu höheren Zinskosten. Seit 2020 hat sich die jährliche Zinslast mehr als verdoppelt und macht mittlerweile fast 4% des amerikanischen Bruttoinlandsprodukts (BIP) aus. Schätzungen zufolge könnten die Zinskosten gegen Ende dieses Jahrzehnts bereits mehr als 10% der jährlichen Staatsausgaben ausmachen. Wenn man bedenkt, dass die Verschuldung der USA bereits mehr als 120% des BIPs ausmacht, stellt sich die Frage, wie lange die erste Zinssenkung noch auf sich warten lässt. Im Hinblick auf die US-Präsidentenwahlen am 5. November wird sich die FED hüten, den Markt gross zu überraschen und versucht die Volatilität möglichst tief zu halten.

«Vermögensallokation unverändert – Übergewicht in Schweizer Aktien bleibt»

Während die Fussball-Europameisterschaft auf Hochtouren läuft, erkennen wir an den Finanzmärkten erste Anzeichen einer Sommerflaute. Auch in diesem Jahr hinken die Schweizer Bluechips ihren europäischen und amerikanischen Konkurrenten hinterher. Wir sind deshalb positiv gestimmt, dass nicht nur die Schweizer Nati am Samstag gegen Italien überraschen kann, sondern auch Schweizer Aktien in der «2. Halbzeit» beeindruckt werden können. Die zweite Zinssenkung der SNB hat den Ball ins Rollen gebracht. Wir bleiben vorsichtig optimistisch und halten am Übergewicht in Schweizer Aktien fest. Unsere Vermögensallokation bleibt unverändert.

In diesem Sinne: HOPP SCHWIIZ!

Vermögensallokation	
Cash	6%
Obligationen	25%
Aktien	49%
Alternative Anlagen	20%

**Abb. 4) Vorgeschlagene Vermögensallokation für ein Balanced Portfolio im Q3 2024**

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 Tätigung 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.