



Capicura Partners – Ausblick 4. Quartal 2024

27. September 2024

Im Zweifelsfall für den Aktienmarkt

- **Marktbreite nimmt zu – gleichgewichteter S&P 500 mit neuem Allzeithoch**
- **Harris oder Trump – US-Fiskalpolitik bleibt so oder so expansiv**
- **FED versucht dem Abschwung zuvorzukommen – «Soft-Landing» gleich «Mission Impossible»?**
- **SNB auf Zielkurs – weitere Zinssenkungen nur bei zusätzlicher CHF-Stärke**
- **Vermögensallokation bestätigt**

In unserem letzten [Ausblick](#) haben wir auf die Dominanz einiger grosser US-Technologiewerte und ihren hohen Beitrag zum Anstieg des nach Marktkapitalisierung gewichteten S&P 500 Index hingewiesen. Ausserdem erwähnten wir die hohen Gewinnerwartungen für das zweite Quartal und das damit verbundene Risiko einer Marktkorrektur. Anfangs August kam es dann tatsächlich zu einem Rückschlag. Dieser hatte jedoch wenig mit den obigen Faktoren zu tun, denn mehr als 80% der US-Unternehmen haben mit ihren Gewinnen die Erwartungen übertroffen. Die Korrektur war mit der Anhebung der Leitzinsen durch die Bank of Japan (BoJ) und der anschliessenden Aufwertung des JPY gegen USD zu begründen. Dies führte zur Auflösung von Carry-Trades (Verschuldung im JPY aufgrund tiefer Zinsen, Investition in US-Anlagen) durch professionelle Anleger. Dieser technische Rückschlag war nur von kurzer Dauer und in der Zwischenzeit hat die Marktbreite erfreulicherweise zugenommen – die Aufwärtsbewegung wird nicht mehr nur von einer handvoll Aktien getragen. Dies zeigt der Vergleich seit Ende Juni in Abb.1 zwischen dem marktgewichteten und dem gleichgewichteten S&P 500 Index.



Abb. 1) Markt- vs. gleichgewichteter S&P 500 Index
Daten: Bloomberg / Chart Capicura Partners

Letzterer hat einen Teil seiner «Underperformance» seit Anfang Jahr wettgemacht und neue Höchststände erreicht. Diese Rotation erachten wir als gesunde Entwicklung, die auf einen weiterhin konstruktiven Verlauf der Aktienmärkte hinweist.

«US-Wahlen – die Mehrheiten im Kongress sind relevant»

Wir dürfen jedoch nicht vergessen, dass die Marktteilnehmer bisher geopolitische Risiken (Ukraine und mittlerer Osten), sowie die US-Wahlen ignoriert haben. Die Volatilität hat sich seit der Marktkorrektur im August zwar normalisiert, dürfte aber im Vorfeld der Wahlen am 5. November wieder ansteigen. Laut aktuellen Umfragen hat Vizepräsidentin Harris leicht die Nase vorn, es bleibt aber ein Kopf-an-Kopf-Rennen. Unabhängig vom Wahlausgang und der Parteizugehörigkeit ist Schuldenmachen im Trend, denn Austerität fehlt in beiden Wahlprogrammen (Abb. 2).

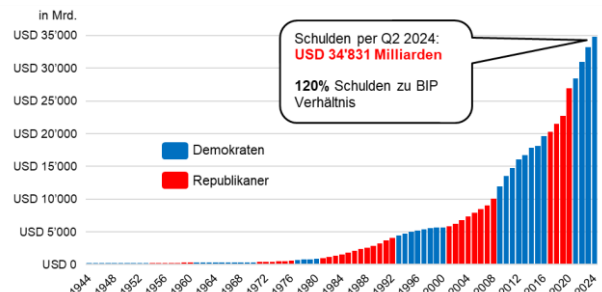


Abb. 2) Staatsverschuldung USA 1944-2024
Quelle: FRED / Chart Capicura Partners

Für die Finanzmärkte wird vor allem entscheidend sein, wie sich der amerikanische Kongress nach den Wahlen zusammensetzt. Ein gespaltenes Parlament wäre unabhängig vom Wahlsieger vorteilhaft für den US-Haushalt, die langfristigen Zinsen und die Entwicklung des US-Dollars, da das Risiko übermässiger Fiskalprogramme verringert würde. Dennoch bleibt die Verschuldung ein ungeöstes Problem, sowohl in den USA als auch in Europa. Das spricht weiterhin für eine strategische Allokation in Gold, obwohl der starke Anstieg seit Anfang Jahr das Edelmetall kurzfristig anfällig für Korrekturen macht.

«US-Zinswende mit «Jumbo Cut» vollzogen»

Die US-Notenbank hat in der vergangenen Woche den Zinssenkungszyklus mit einer bedeutenden Anpassung um 50 Basispunkte (0.5%-Punkte) eingeläutet. Mit diesem Schritt bleibt die US-Notenbank aber immer noch restriktiv, denn bis zum neutralen Zins stehen noch weitere Reduktionen an. Der FED-Vorsitzende Jerome Powell begründet das Ausmass der Senkung mit der Verbesserung der Inflationssituation und seiner Absicht den Arbeitsmarkt zu stabilisieren, welcher im Sommer erste Anzeichen einer Abschwächung signalisierte. Der Grund für den Anstieg der Arbeitslosenquote in den USA liegt aber primär an der erhöhten Zuwanderung und der Saisonalität, denn die Entlassungsrate verharrt auf historisch tiefem Niveau. Ein weiterer Grund für den oft zitierten «Jumbo Cut» durch Powell ist der Versuch die US-Wirtschaft in ein «Soft-Landing» (wirtschaftliche Abkühlung ohne Rezession) zu manövrieren. Weiche Landungen gelingen nur selten und die Zeit wird zeigen, ob Jerome Powell alias Tom Cruise die «Mission Impossible» bewältigen kann.

«Rezession nicht vom Tisch»

Während die Marktteilnehmer damit beschäftigt sind die nächsten Zinssätze zu antizipieren, freuen wir uns, dass die kurzfristigen Zinsen ihren Höchststand erreicht haben und ein neuer Zinszyklus begonnen hat. Dies ist vorerst ein gutes Zeichen für die Aktienmärkte. Trotzdem bleibt ein gewisses Restrisiko einer Rezession, weshalb wir der Markteuphorie mit einer gewissen Skepsis begegnen. Die Vergangenheit zeigt, dass eine US-Rezession immer erst einige Monate nach der ersten Zinssenkung eingetroffen ist (Abb. 3).

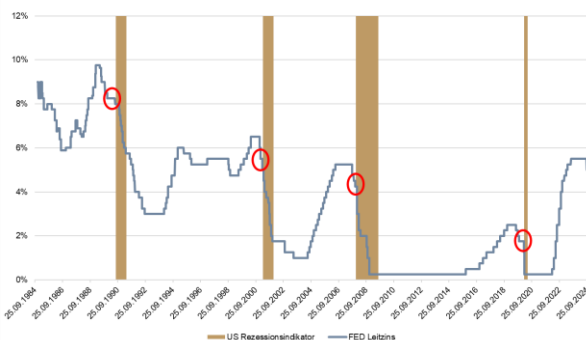


Abb. 3) US-Leitzinsen und Rezessionen
Daten: Bloomberg / Chart Capicura Partners

Wir werden sehen, ob sich die Geschichte wiederholt oder ob es «Tom Cruise» gelingt, eine Rezession abzuwenden.

«Thomas Jordan's Last Dance»

Mit Ausnahme der japanischen Notenbank ist für die wichtigsten Währungsräume der Zinsbuckel erreicht. Erwartungsgemäss hat die EZB Anfang September die Zinsen zum zweiten Mal um 25 Basispunkte gesenkt und wird der darbedenden Wirtschaft (v.a. Deutschland) mit weiteren Zinsschritten unter die Arme greifen müssen, zumal die Inflation auf Zielkurs ist. Auch in der Schweiz ist die Teuerung unter Kontrolle, weshalb Thomas Jordan, Präsident der Schweizerischen Nationalbank (SNB), als letzte Amtshandlung (per 1. Oktober 2024 übernimmt Martin Schlegel) die Zinsen ein drittes Mal um 0.25%-Punkte auf neu 1.0% gesenkt hat. Er unterstützt damit den schwächelnden Industriesektor, hat aber seinem Nachfolger, bei einem potenziellen Abschwung, Handlungsspielraum geraubt. Wir erwarten in der Schweiz in diesem Jahr keine weiteren Zinssenkungen, es sei denn der CHF wertet sich gegenüber dem EUR und USD weiter auf. Der Markt geht für die nächsten sechs Monate von weiteren markanten Zinssenkungen aus (SNB -50bp, EZB -100bp, FED -130bp). Wir bezweifeln nicht die Richtung, sondern das Ausmass, da diverse Wirtschaftsindikatoren wie Konsum, Dienstleistungssektor oder Arbeitsmarkt noch zu robust aussehen.

«Mit unveränderter Vermögensallokation ins letzte Quartal»

Die Investoren werden mit Argusaugen die anstehenden Arbeits- und Wirtschaftsdaten auf ein mögliches «Soft-Landing» Szenario hin prüfen. Ab Mitte Oktober werden auch die Unternehmenszahlen für das dritte Quartal rapportiert. Die Prognosen wurden in den letzten Monaten laufend nach unten angepasst (erwartetes Gewinnwachstum von +4.6% gegenüber +7.8% Ende Juni), weshalb diese kaum enttäuschen werden. Es wird somit der Ausblick der Unternehmen sein, der uns den Weg an den Märkten weisen wird. Da zurzeit der Aufwärtstrend der Weg des geringsten Widerstands ist, bleiben wir für Q4 2024 konstruktiv positioniert.

Vermögensallokation	
Cash	5%
Obligationen	25%
Aktien	50%
Alternative Anlagen	20%

Abb. 4) Vorgeschlagene Vermögensallokation für ein Balanced Portfolio im Q4 2024