



Capicura Partners – Ausblick 1. Quartal 2025

16. Dezember 2024

Klingende Kassen statt leere Stiefel

- **SNB überrascht erneut – Anlagenotstand für CHF Investoren**
- **Europa stagniert – USA floriert**
- **Deregulierung neutralisiert Zölle**
- **Republikanischer Wahlsieg verspricht kurzfristig gute Aussichten für US-Aktien**
- **Mit erhöhter Aktienquote ins neue Jahr**

Trotz aller Widrigkeiten, die auch 2024 hervorgebracht hat, sehen die Resultate des Börsenjahres erfreulich aus, vor allem was die Mehrheit der Aktienmärkte und insbesondere US-Aktien angeht. Schweizer Aktien konnten zwar seit Anfang Jahr um überdurchschnittliche 7% (Swiss Performance Index) zulegen, rangieren aber am hinteren Ende der weltweiten Aktienindizes. Zusätzlich haben Wachstumsaktien den Value Aktien erneut den Rang abgelaufen. Obligationen konnten dieses Jahr ebenfalls entzücken, da sich sowohl die Renditen (EUR, CHF, USD) wie auch die Kreditaufschläge stark reduziert haben.

«Anlagenotstand 2.0»

Alte Erinnerungen werden wach! Die CHF-Nominalzinsen bewegen sich nur noch knapp im positiven Bereich. Mit 10-jährigen Eidgenossen, die lediglich 0.27% Rendite bieten, können Anleger die realen Kaufkraftverluste durch die moderate Inflation von aktuell 0.70% nicht ausgleichen. Trotz den mehrfachen Zinserhöhungen im Jahr 2022 und 2023 verbleiben die CHF Realzinsen seit vier Jahren im negativen Bereich (siehe Abb. 1).



Abb. 1) Realzinsen in der Schweiz (Rendite 10-jähriger Eidgenossen minus Jahresinflation)

Daten: Bloomberg / Chart: Capicura Partners

Mit ihrem 50 Basispunkte Zinsschnitt von letztem Donnerstag hat die SNB erneut die meisten Marktteilnehmer (inklusive uns) überrascht. Mit einem Leitzins von 0.50% sind wir unweit von den unbeliebten Negativzinsen entfernt. Aus diesem Grund erachten wir CHF Geldmarkt- und Obligationenanlagen als wenig opportun. In diesem schwierigen Zinsumfeld stellen «langweilige» Aktien mit stabilen Geschäftsmodellen und soliden Dividendenrenditen von mehr als 3% eine «reale» Alternative dar. Dies gilt insbesondere für die aktuell unbeliebten drei grossen Schweizer «Bondproxis». Beim Blick über die Landesgrenzen scheinen unsere Anlagenschwierigkeiten jedoch als harmlos.

«Politische und wirtschaftliche Stagnation in Europa»

Die Eurozone kämpft weiterhin mit Stagnation und politischen Unwägbarkeiten, besonders in den beiden grössten Volkswirtschaften. Deutschland wird seinen Ruf als «kranker Mann» Europas nicht los und sieht sich seit längerer Zeit mit einer Industrieschwäche konfrontiert. Der Bruch der Ampelkoalition ist ein Ebenbild der anhaltenden Uneinigkeiten in der Politik und hat das Land zusätzlich destabilisiert. Frankreich steht vor ähnlichen wirtschaftlichen und politischen Herausforderungen, was sich in ungewöhnlich hohen Renditen französischer Staatsanleihen manifestiert. Es ist schon fast absurd, dass Frankreich zurzeit gleich viel für seine Schulden bezahlen muss wie Griechenland. Diese Entwicklungen unterstreichen das wachsende Misstrauen und die Nervosität auf dem alten Kontinent. Die erwarteten Zinssenkungen der Europäischen Zentralbank (EZB) dürften zwar kurzfristige Erleichterung bringen, doch die strukturellen Probleme bleiben ungelöst. Die politischen Unruhen, die hohen Steuern, Überregulierung sowie die fehlende Innovationskraft sind nur einige der Gründe, welche zum klaren Bewertungsabschlag europäischer Aktien gegenüber ihren US-amerikanischen «Peers» geführt haben (siehe Abb. 2). Die USA hat eindrucksvoll gezeigt, wie eine wirtschaftsfreundliche Politik und anhaltend hohe Investitionen in technologische Fortschritte wie die künstliche Intelligenz, die Märkte und die Stimmung der Anleger positiv beeinflussen können.

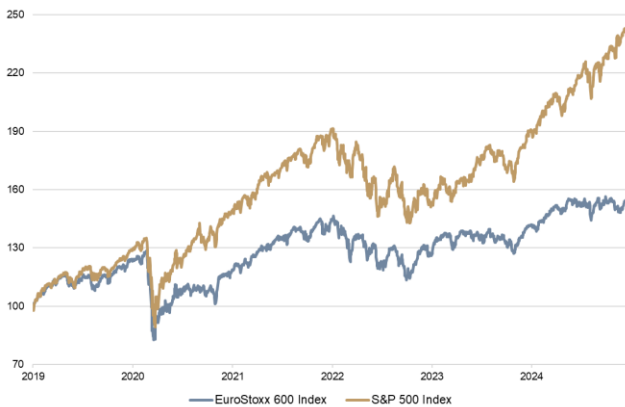


Abb. 2) EuroStoxx 600 Index vs. S&P 500 Index
 Daten: Bloomberg / Chart: Capicura Partners

«US-Importzölle werden überschätzt»

Die positive Entwicklung an den US-Aktienmärkten wird untermauert durch eine wachsende Wirtschaft. Die kürzlich publizierten Arbeitsmarktdaten, die Unternehmenszahlen zum dritten Quartal 2024 sowie das Wirtschaftswachstum sind solide und indizieren keinen Wirtschaftsabschwung im ersten Quartal 2025. Der Wahlsieg der Republikaner unter der Führung von Donald Trump hat für zusätzliche Euphorie unter Anlegern gesorgt. Andererseits sind aufgrund der expansiven Fiskalpolitik und der geplanten Erhöhung der Importzölle die Risiken für ein Wiederaufflackern der Inflation gestiegen. Dies führt zu steigenden Zinsen am langen Ende der Zinskurve. Je nach Höhe der Importzölle, vorausgesetzt sie werden wie angedroht umgesetzt, erwirtschaften die US-Unternehmen aufgrund höherer Kosten tiefere Gewinne. Dieser Effekt könnte aber durch die geplante Reduktion der Unternehmenssteuern und Deregulierung neutralisiert werden. Obwohl störend, sind wir überzeugt, dass die Zollthematik heisser gekocht als gegessen wird.

«Amerikanische Aktien mit Momentum»

Wir erwarten, dass die neuen Machtverhältnisse im US-Kongress (zu Gunsten der Republikaner) dem neuen Präsidenten ermöglicht seine unternehmensfreundliche Politik umzusetzen. Dies ist kurzfristig positiv für den US-Aktienmarkt. Aber die Umsatz- und Gewinnerwartungen für 2025 sind sehr optimistisch und bergen deshalb ein gewisses Enttäuschungspotenzial. Zusätzlich ist die Bewertung des S&P 500 Index mit einem erwarteten Kurs-Gewinn-Verhältnis 2025 von 23x im Vergleich zum langfristigen Durchschnitt von 18x auf sehr hohen Niveaus. Viele Analysten warnen auch vor der hohen Konzentration der «Magnificent 7» (32.9%), welche den Kursverlauf des Indexes weiter stark beeinflusst. Dabei wird nur selten erwähnt, dass unter anderem im EuroStoxx 50 und

im SPI Index die grössten sieben Aktien mit 34.6%, respektive 56.8% ebenfalls ein Klumpenrisiko aufweisen und in der Schweiz vor allem in den letzten drei Jahren zu unterdurchschnittlicher Performance geführt hat.

«Die Bullen sind (noch) am Steuer»

«Animal spirits» und Geldflüsse deuten darauf hin, dass die derzeitige Rallye noch nicht zu Ende ist. Die Dynamik bleibt weiterhin mehrheitlich auf die USA konzentriert, da viele europäische Unternehmen mit ihren hausgemachten Problemen zu kämpfen haben.

Die Kombination aus robustem Wachstum der US-Wirtschaft, sinkenden Zinsen und einer «pro-business» Politik ab Januar 2025, hat uns veranlasst nach den Wahlen im November unsere Aktienquote über den gleichgewichteten S&P 500 Index zu Lasten der Obligationen um 3%-Punkte zu erhöhen. Der Weg des geringsten Widerstands für Aktien zeigt weiterhin nach oben und die Märkte dürften den Bullen auch nach der Weihnachts-Rallye im ersten Quartal 2025 Freude bereiten!

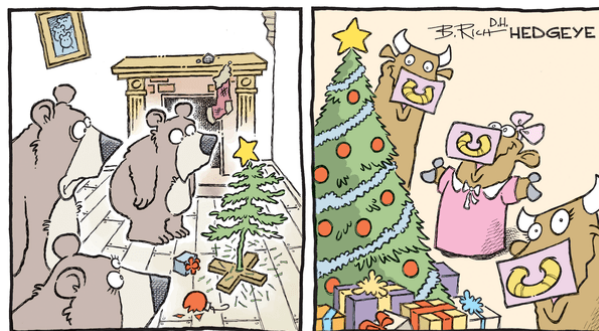


Abb. 3) Bear vs. Bull Cartoon von HEDGEYE

Unsere konstruktive Positionierung ist darauf ausgelegt, die regionalen Divergenzen optimal zu nutzen. Wir fühlen uns wohl, mit einer erhöhten Aktienquote ins neue Jahr zu starten, da CHF-Anleihen zurzeit unattraktiv sind.

Vermögensallokation	
Cash	6%
Obligationen	22%
Aktien	53%
Alternative Anlagen	19%

Abb. 4) Vorgeschlagene Vermögensallokation für ein Balanced Portfolio im Q1 2025

In diesem Sinne wünschen wir Ihnen und Ihren Familien frohe Festtage und ein fröhliches und gesundes neues Jahr!

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.