

## Sound Invest

März 2022

**Sanktionen treiben  
Rohstoffpreise &  
Inflationserwartungen**

**Flache USD Zinskurve  
signalisiert negative  
Wirtschaftsentwicklung**

**Federal Reserve bestätigt  
aggressive Drosselung  
der Geldpolitik**

**Defensive Ausrichtung der  
Anlageklassen**

Sound Capital AG  
Claridenstrasse 19  
Postfach  
CH-8022 Zürich

Tel +41 44 206 25 25  
Fax +41 44 206 25 00

welcome@sound-cap.com  
www.sound-cap.com

## Gefahr einer Stagflation

**Krieg in der Ukraine & erneuter  
Lockdown in China verschärfen  
die bereits angespannte Situation**

Der Einmarsch der russischen Armee in die Ukraine sendete Ende Februar eine Schockwelle durch die Finanzmärkte. Was vor einigen Monaten wohl noch undenkbar erschien, ist traurige Realität geworden – eine militärische Konfrontation mit zivilen Opfern mitten in Osteuropa.

Während die wirtschaftliche Leistung der Region eher gering ausfällt (ca. 2% des globalen BIP), ist die wirtschaftliche Bedeutung einschneidend. Knapp 40% der Gaslieferungen nach Europa kommen aus Russland – Europa wiederum gewinnt 23% seiner Energie durch Gas. Russland und die Ukraine exportieren rund ein Viertel des globalen Weizenbedarfs und gelten somit als Getreidekammer der Welt. Auch im Bereich der Basismetalle ist Russland ein wichtiger Produzent von Kupfer und Aluminium, während die Ukraine zu den weltweit grössten Stahlproduzenten gehört. Die Region verfügt damit nach einigen Quellen über die weltweit grössten Rohstoffreserven.

Bei der Betrachtung der Faktenlage scheint es klar, dass die harten Sanktionen gegenüber Russland die bereits angespannte Situation der weltweiten Teuerung nochmals verschärfen. Die Preise für Energie, Basismetalle und auch Agrarrohstoffe haben sich seit dem Ausbruch des Konflikts stark verteuert und zum Teil Rekordniveaus erreicht.

Zeitgleich mit dem steigenden Inflationsdruck werden die hohen Energiepreise vor allem in Europa einen negativen Einfluss auf die wirtschaftliche Entwicklung haben. Schätzungen der EZB zu Folge dürfte ein Gas-Rationierungsschock von 10% die Bruttowertschöpfung in Europa um ca. 0.7% verringern.

Dies bedeutet anhaltender Inflationsdruck bei fallendem Wirtschaftswachstum.

Zusätzlich sieht sich die Weltwirtschaft mit einem weiteren Problem konfrontiert: China versucht aktuell den schlimmsten Ausbruch von Covid-19 seit Beginn der Pandemie einzudämmen und das im Gegensatz zum Westen mit weiterhin sehr einschneidenden Massnahmen. So wurde unter anderem die Stadt Shenzhen (17.5 Mio. Einwohner) für eine Woche in einen «Lockdown» geschickt. Die betroffene Provinz Guangdong, allgemein bekannt als Produktionsstätte, macht fast 11% der chinesischen Wirtschaftsleistung aus. In Kombination mit der Situation in Europa muss man von klaren stagflationären Effekten sprechen, zumal weitere Unterbrüche in den Lieferketten kaum zu vermeiden sind.

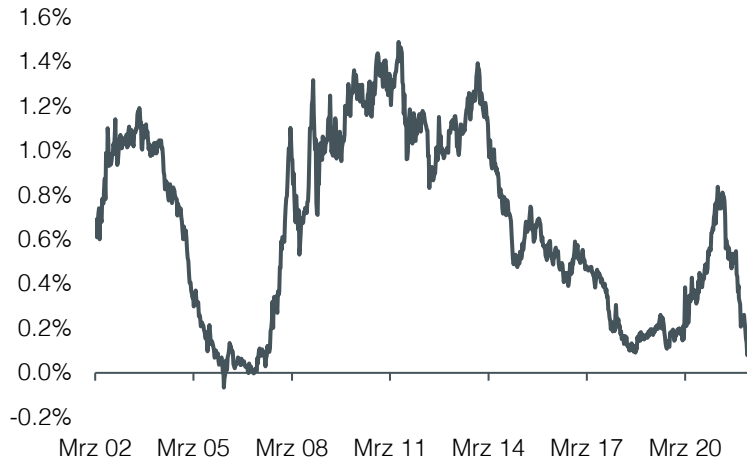
Um der Inflation entgegenzuwirken hat die Federal Reserve zum ersten Mal seit 2015 wieder einen Straffungszyklus der Geldpolitik eingeleitet und die Zinsen um 0.25% erhöht. Gleichzeitig signalisiert die Notenbank weitere 6 Zinsschritte bis zum Jahresende und somit eine aggressive Straffung der Geldpolitik. Die Märkte reagierten eindeutig: Die USD Zinskurve im Bereich von 5 bis 10 Jahren drehte invers und signalisiert eine deutliche Verlangsamung des Wachstums. Im Jahr 2023 werden in den Terminkontrakten sogar bereits wieder Zinssenkungen eingepreist.

Die Kaufgelegenheit an den Aktienmärkten hat sich aus Sicht unseres Anlagekomitees noch nicht ergeben, wenn auch der Risikoindeks kurz davorsteht. Wir behalten unsere Allokation in den Anlagekategorien bei, mit einer klaren Tendenz die unterliegenden Anlageklassen defensiver auszurichten um künftige Chancen nutzen zu können.

	Unattraktiv      Attraktiv		Unattraktiv      Attraktiv
Anleihen	<input type="radio"/> <input checked="" type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/>	Aktien	<input type="radio"/> <input type="radio"/> <input checked="" type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/>
Zinsniveau	<input type="radio"/> <input checked="" type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/>	Risikoprämie	<input type="radio"/> <input type="radio"/> <input checked="" type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/>
Risikoaufschläge	<input type="radio"/> <input checked="" type="radio"/> <input checked="" type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/>	Frühindikatoren	<input type="radio"/> <input type="radio"/> <input checked="" type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/>
		Risikoindex	<input type="radio"/> <input type="radio"/> <input checked="" type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/>

## Zinsniveau

Zinsdifferenz 5-jährige vs. 10-jährige US Staatsanleihen



Source: Bloomberg

Einschätzung:



Während die Federal Reserve am kurzen Ende der Zinskurve die Schraube anzieht, um der hohen Inflation entgegenzuwirken, zeigt das lange Ende der Zinskurve ein klares Signal, was das erwartete Wachstum anbelangt: Die Renditen für 5-jährige USD Staatsanleihen sind aktuell gleich hoch (zeitweise sogar höher) wie für 10-jährige Staatsanleihen, was zuletzt nur vor einer Rezession der Fall war. Ebenfalls kann dies in den Terminkontrakten der Zinsmärkte beobachtet werden: Die US-Zinskurve in 12 Monaten ist vollständig invers und signalisiert einen Wirtschaftsabschwung und eine baldige Kehrtwende der strafferen Geldpolitik.

## Risikoaufschläge

Risikoaufschlag (in bps)



Source: Bloomberg

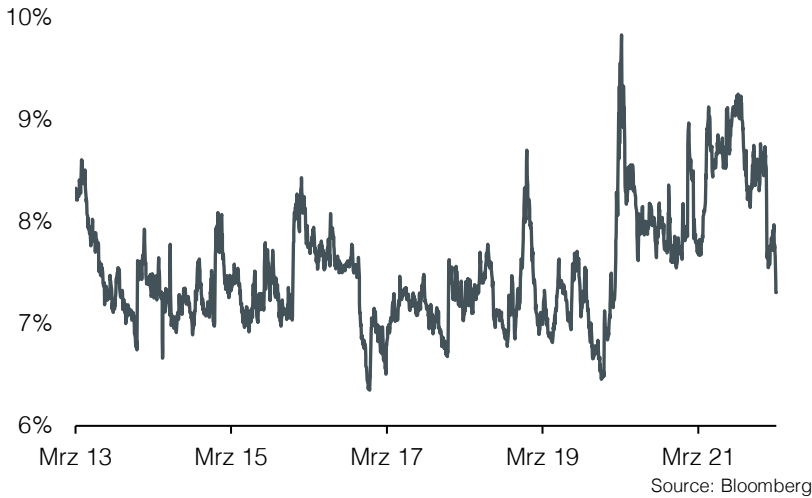
Einschätzung:



Nach Ausbruch des Krieges haben sich die Risikoaufschläge in fast allen Marktbereichen weiter ausgeweitet, was nun zu einer neutralen Bewertung führt. In Kombination mit höheren Zinsen haben sich die nominalen Renditen langsam aber sicher dem neutralen Bereich angenähert. Die unsichere Entwicklung von Wirtschaft und Inflation und die verhältnismässig verhaltene Reaktion in den Risikoaufschlägen für Hochzinsanleihen, lassen unsere Einschätzung aber unverändert und wir bleiben weiterhin untergewichtet.

Aktien Risikoprämie

Risikoprämie Aktien USA



Einschätzung:



Für die Entwicklung der Risikoprämie dürften die globalen Gewinnrevisionen einen entscheidenden Faktor spielen. Die Kriegssituation in Kombination mit steigenden Energiepreisen und einem Lockdown in China dürften dazu führen, dass viele Analysten ihre Erwartungen an die Unternehmensergebnisse nach unten korrigieren werden. Während die historische Risikoprämie durch fallende Preise klar attraktiver geworden ist, muss man beim Blick in die Zukunft mit der entsprechenden Vorsicht in Bezug auf die aktuellen Wachstumsschätzungen vorgehen. Wir halten an einer neutralen Bewertung von Aktien fest, positionieren uns aber für potenzielle Kaufgelegenheiten.

Frühindikatoren

Auch im Bereich der Einkaufsmanager dürfte das aktuelle Bild durch die Situation in Osteuropa negativ beeinflusst werden. Die Aktienmärkte in Europa nehmen bereits einen scharfen Rückgang der wirtschaftlichen Dynamik vorweg, während in den USA geringere Auswirkungen erwartet werden. Es liegt nahe, dass die nächsten Zahlen in Europa unter dem Expansionsniveau von 50 liegen werden.

Einschätzung:

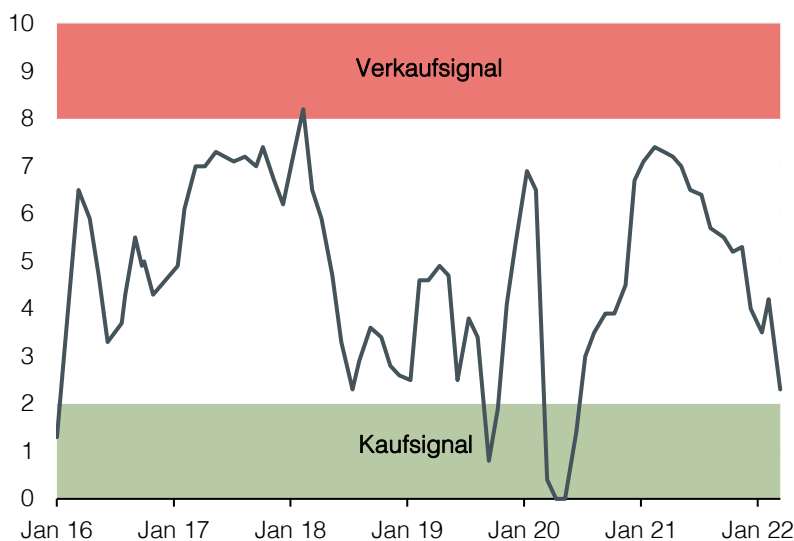


Dienstleistungs PMI

	Jun 20	Jul 20	Aug 20	Sep 20	Okt 20	Nov 20	Dez 20	Jan 21	Feb 21	Mrz 21	Apr 21	Mai 21	Jun 21	Jul 21	Aug 21	Sep 21	Okt 21	Nov 21	Dez 21	Jan 22	Feb 22
Weltweit	48.1	50.7	52.0	52.0	52.9	52.2	51.8	51.6	52.8	54.7	57.1	59.5	57.5	56.3	52.8	53.8	55.6	55.6	54.7	51.0	53.9
USA	47.9	50.0	55.0	54.6	56.9	58.4	54.8	58.3	59.8	60.4	64.7	70.4	64.6	59.9	55.1	54.9	58.7	58.0	57.6	51.2	56.5
Europa	48.3	54.7	50.5	48.0	46.9	41.7	46.4	45.4	45.7	49.6	50.5	55.2	58.3	59.8	59.0	56.4	54.6	55.9	53.1	51.1	55.5
Deutschland	47.3	55.6	52.5	50.6	49.5	46.0	47.0	46.7	45.7	51.5	49.9	52.8	57.5	61.8	60.8	56.2	52.4	52.7	48.7	52.2	55.8
UK	47.1	56.5	58.8	56.1	51.4	47.6	49.4	39.5	49.5	56.3	61.0	62.9	62.4	59.6	55.0	55.4	59.1	58.5	53.6	54.1	60.5
Frankreich	50.7	57.3	51.5	47.5	46.5	38.8	49.1	47.3	45.6	48.2	50.3	56.6	57.8	56.8	56.3	56.2	56.6	57.4	57.0	53.1	55.5
Italien	46.4	51.6	47.1	48.8	46.7	39.4	39.7	44.7	48.8	48.6	47.3	53.1	56.7	58.0	58.0	55.5	52.4	55.9	53.0	48.5	52.8
Spanien	50.2	51.9	47.7	42.4	41.4	39.5	48.0	41.7	43.1	48.1	54.6	59.4	62.5	61.9	60.1	56.9	56.6	59.8	55.8	46.6	56.6
Schweiz	49.0	50.9	50.5	53.6	50.3	48.4	49.5	49.1	52.0	55.5	57.6	58.1	62.7	60.4	60.2	60.9	59.3	59.2	59.9	56.4	64.3
China	53.4	53.1	54.3	55.2	55.5	55.7	54.8	51.1	50.8	55.2	54.4	54.3	52.3	52.5	45.2	52.4	51.6	51.1	52.0	50.3	50.5
Japan	45.0	45.4	45.0	46.9	47.7	47.8	47.7	46.1	46.3	48.3	49.5	46.5	48.0	47.4	42.9	47.8	50.7	53.0	52.1	47.6	44.2

Beschreibung: Der Einkaufsmanagerindex (PMI) ist ein vorausschauender Wirtschaftsindikator, der auf Umfragen bei Unternehmen beruht. Ein Wert über 50 weist auf ein sich verbesserndes Umfeld hin, wohingegen ein Wert unter 50 auf ein schlechteres Umfeld hindeutet.

Risikoindex



Einschätzung:



Die Positionierung der Investoren ist mit der starken Korrektur der Märkte defensiver geworden. Der konträr ausgerichtete Risikoindex bewegt sich langsam auf ein Kaufsignal zu, wobei dafür wohl noch ein finaler «wash-out» an den Aktienmärkten nötig wäre. Die bereits defensive Positionierung der Anleger dürfte aber auch ein Grund sein, weshalb trotz der geopolitischen und wirtschaftlichen Entwicklung die globalen Aktienmärkte nur knapp 10% unter dem historischen Höchststand notieren.

Appendix:

Sound Invest ist das zentrale Werkzeug für unsere Anlageallokation. Mit ihm beurteilen wir systematisch und konsistent die Aspekte, die für die Entwicklung der Finanzmärkte relevant sind. In der Folge können sich unsere Kunden auf eine rationale und antizyklische Umsetzung unserer Anlageentscheidungen verlassen.

- **Konzentration auf das Wesentliche:** Zinsniveau, Risikoaufschlag, Bewertung, Wirtschaftsentwicklung, Anlegerstimmung und -positionierung. Das sind die zentralen Faktoren. Sie entscheiden über den Erfolg an den Finanzmärkten. Besonders in turbulenten Zeiten, wenn die Versuchung besonders gross ist, irrational den Schlagzeilen hinterherzulaufen.
- **Vergleichbarkeit über Ort und Zeit:** Die genannten Faktoren sind für alle Märkte und zu jeder Zeit gleichermassen relevant. Dies ergab sich aus einem strengen «Backtesting», welches sich rollend in die Zukunft fortsetzt.
- **Bündeln unserer kumulierten Anlageerfahrung:** Unsere Stärke liegt in den langjährigen Erfahrungen unserer Partner und Principals. Genau diese Erfahrungen fassen wir zusammen und machen sie mittels Sound Invest anwendbar.
- **Transparenz:** Durch die monatliche Publikation wissen unsere Kunden stets wo wir im Anlagezyklus stehen und wohin die Reise an den Finanzmärkten geht.

Disclaimer

Das vorliegende Dokument dient ausschliesslich Informationszwecken und für die Verwendung durch den Empfänger. Dieses Dokument wurde von Sound Capital AG (nachfolgend «SC») mit grösster Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. SC bietet jedoch keine Gewähr für dessen Inhalt und Vollständigkeit und lehnt jede Haftung für Verluste ab, die sich aus der Verwendung dieser Informationen ergeben. Die in diesem Dokument geäusserten Meinungen sind diejenigen von SC zum Zeitpunkt der Redaktion und können sich jederzeit und ohne Mitteilung ändern. Das Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder Dienstleistungen dar und entbindet den Empfänger nicht von seiner eigenen Beurteilung. Insbesondere ist dem Empfänger empfohlen, allenfalls unter Beizug eines Beraters, die Informationen in Bezug auf die Vereinbarkeit mit seinen eigenen Verhältnissen, auf juristische, regulatorische, steuerliche und andere Konsequenzen zu prüfen. Obwohl die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Angaben aus Quellen stammen, die als zuverlässig gelten, wird keine Zusicherung bezüglich ihrer Richtigkeit und Vollständigkeit abgegeben. Die bisherige Performance einer Anlage ist kein verlässlicher Indikator für deren zukünftige Entwicklung. Performance-Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die zukünftigen Ergebnisse. Dieses Dokument richtet sich ausdrücklich nicht an Personen, deren Nationalität oder Wohnsitz den Zugang zu solchen Informationen aufgrund der geltenden Gesetzgebung verbietet. Es darf ohne schriftliche Genehmigung von SC weder auszugsweise noch vollständig vervielfältigt werden.

© 2022 Sound Capital AG. Datenquelle Bloomberg. Alle Rechte vorbehalten

Datenquelle: Bloomberg, BofA ML Research, Credit Suisse Research