

Sound Invest

Juni 2022

Turbulentestes Halbjahr seit Ausbruch der globalen Finanzkrise

Inflationsbekämpfung oberstes Ziel der Fed

US-Staatsanleihen stärker gewichtet

Aktienbewertungen bleiben im Fokus

Wirtschaftsdynamik und Inflationserwartungen flachen ab

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

Ausblick für die zweite Jahreshälfte

Zur Jahresmitte befinden sich die globalen Aktienmärkte in einem Bärenmarkt. Opportunitäten scheinen greifbar, verlangen aber Disziplin und den richtigen Fokus.

Von den Anlegern wird im Jahr 2022 einiges abverlangt. Obschon die Aktienmärkte zu Beginn des Jahres neue Rekordstände erreichten, waren danach in fast allen Anlageklassen ausschliesslich negative Entwicklungen zu beobachten. Aktieninvestoren erleben das turbulenteste Halbjahr seit Ausbruch der globalen Finanzkrise. Festverzinsliche Anlagen verzeichneten den stärksten Rückgang seit Beginn unserer Datenaufzeichnung. In der Folge mussten sowohl konservative als auch dynamische Anleger deutliche Verluste hinnehmen und sehen sich weiterhin mit volatilen Märkten konfrontiert. In diesem Umfeld hoher Unsicherheit neigen Anleger oftmals zu einem kurzfristigen Fokus und übereilten Handlungen. Während sich die grössten langfristigen Opportunitäten in genau diesen volatilen Marktphasen ergeben, werden zeitgleich auch die grössten Fehlentscheide getroffen, schliesslich steht gegenüber jedem Verkäufer auch ein Käufer. Ein klarer Fokus auf nüchterne Daten ist somit entscheidend. Diese Sound Invest Ausgabe beschäftigt sich mit unserer datenbasierten Einschätzung der Märkte, der potenziellen wirtschaftlichen Entwicklung und worauf es beim Anlegen in den kommenden Monate ankommen dürfte.

Was ist passiert?

Während im Nachgang der pandemiebedingten geld- und fiskalpolitischen Massnahmen bereits im letzten Jahr die Inflation anstieg, hat die Kriegssituation in Osteuropa die Teuerung nochmals nachhaltig angeheizt. Renommierete Ökonomen sahen die Hauptursache dafür im Ungleichgewicht von Angebot und Nachfrage und damit als ein vorübergehendes Phänomen. Die weltweit rasant steigenden Inflationszahlen haben diese Annahme inzwischen als schlichtweg falsch enthüllt.

Epische Kursänderung der Zentralbanken

Auch die Zentralbanken vertrauten lange dem Narrativ, dass die Inflation eine vorübergehende Erscheinung sei, welche mit einem datenbasierten Anheben der Leitzinsen zeitnahe in den Griff zu bekommen sei. Das Umdenken folgte schleichend, nachdem der Markt die straffere Geldpolitik bereits vorwegnahm und klar signalisierte, dass die Zentralbanken der Inflationsentwicklung hinterherhinkten. Im Mai hob der Fed Vorsitzende Jay Powell die Leitzinsen um ganze 0.50% an (der grösste Zinsschritt seit 22 Jahren) stellte jedoch klar, dass 0.75% Schritte nicht geplant seien. Auch hier wurde der Druck der Märkte abermals zu gross und anlässlich der Juni Sitzung hob die Fed die Leitzinsen um die bereits vom Markt erwarteten 0.75% auf 1.75% an (der grösste Zinsschritt seit 28 Jahren). Bis zum Jahresende sind noch weitere 7 Zinsschritte bis auf ein Zinsniveau von ca. 3.5% eingepreist.

Viel einschneidender als das vehemente Drehen an der Zinsschraube war jedoch die Wortwahl Powells an der vergangenen Pressekonferenz: «Die Bemühungen zur Eindämmung der Inflation sind nicht an Bedingungen geknüpft. Wir wollen Beweise dafür sehen, dass sie wirklich zurückgeht, bevor wir erklären, dass die Mission erfüllt ist». Eine klare Kampfansage der Fed, für welche die Inflation nun höchste Priorität hat und für deren Bekämpfung wohl auch eine Rezession in Kauf genommen wird.

Was bedeutet dies für Anleger?

Die aktuellen Entwicklungen und das unterschiedene Handeln der Zentralbanken werden die Märkte in den kommenden Monaten weiterhin volatil gestalten. Starke Schwankungen werden uns begleiten, bis Sicherheit über den weiteren Verlauf der Teuerung herrscht. Dabei wird der kurzfristige Anlegerfokus neuen makroökonomischen Daten viel Gewicht schenken, auch wenn diese auf lange Sicht unbedeutend sein mögen. Mit der epischen Kursänderung der Zentralbanken endet auch die Ära der monetären Flut, welche über die letzten Jahre nahezu alle Boote anhub. Verlangt wird also ein aktiver Ansatz und Disziplin um Fehler zu vermeiden, aber auch aussergewöhnliche Chancen wahrzunehmen.

Anleihen: Renditeperspektiven sind stark angestiegen

Bei den festverzinslichen Anlagen bringt die straffere Geldpolitik neben höheren Zinsen auch steigende Risikoaufschläge mit sich. Die Renditeperspektiven sind damit stark angestiegen, aus unserer Sicht aktuell aber ungleich verteilt. Während in den USA die langfristigen Bondrenditen zunehmend attraktiv erscheinen, hinkt Europas Zinsentwicklung hinterher. Dies deckt sich mit dem Verhalten der Zentralbanken, wobei die Schweizer Nationalbank im Gegensatz zur EZB bereits reagiert hat. Dennoch wird auch von der EZB bis zum Jahresende ein Leitzins von 1% erwartet, also rund 1.50% höher als heute.

Das Ende der ultralockeren Geldpolitik offenbart einmal mehr die negativen Aspekte der europäischen Union: Die EZB hat noch nicht an der Zinsschraube gedreht und musste deswegen bereits eine ausserordentliche Sitzung abhalten. Die Staatsanleihen der hochverschuldeten Länder wie Italien sind stark unter Druck geraten, da höhere Zinsen deren Schuldendienstkosten unter Umständen untragbar machen könnten. Zeitweise rentierten 10-jährige italienische Staatsanleihen über 2% mehr als deutsche Staatsanleihen mit gleicher Laufzeit. Ein klarer Warnhinweis darauf, dass höheren Zinsen, auch bei Unternehmensanleihen, die Ausfallwahrscheinlichkeiten erhöhen dürften.

Der Zinsentwicklung gewinnen wir aber durchaus auch Positives ab. Negativzinsen in EUR und CHF gehören spätestens im September der Vergangenheit an. Wie im letzten Sound Invest erwähnt, ist die Alternativlosigkeit zu Aktien damit vorüber. So werden EUR Unternehmensanleihen im Durchschnitt mit über 3% verzinst, dem höchsten Wert seit 10 Jahren. Im USD liegen die Renditen für erstklassige Unternehmensanleihen bei ca. 4.5%. Trotz aktuell hohen Inflationszahlen übersteigen diese Renditen bereits die langfristigen Inflationserwartungen. Im Unterschied zu Aktien stehen die tieferen Preise bei den Anleihen automatisch für höhere Renditen. Für Anleger ist es somit essenziell die Kursverluste dieses Jahres den gestiegenen Renditeperspektiven gegenüberzustellen. So wird vermieden, dass vergangene Entwicklungen zu kurzfristigen Entscheidungen und langfristigen Versäumnissen werden. Es liegt auf der Hand, dass Anleihen zunehmend wieder in den Fokus der Anleger geraten. Es gilt jedoch mit entsprechender Vorsicht vorzugehen – weshalb wir noch immer an einer Untergewichtung der Anlageklasse Anleihen festhalten.

Die Entwicklung der Inflation bleibt das Kernthema. Das rigorose Handeln der US-Zentralbank scheint aber Wirkung zu zeigen: Seit dem letzten Zinsschritt sind die 2-jährigen Inflationserwartungen von über 4.7% auf unter 4% gesunken. Zeitgleich sind aber auch die wirtschaftlichen Frühindikatoren unter Druck geraten und signalisieren eine gestiegene Rezessionsgefahr. Die USD Zinskurve gibt dies bereits klar zu erkennen: Die Differenz zwischen 5-jährigen und 30-jährigen US-Staatsanleihen lag zeitweise bei -0.18%, ein Wert welcher seit über 20 Jahren nicht erreicht wurde. Zusätzlich gibt es bei zukünftiger Betrachtung in 6 Monaten eine Inversion der gesamten USD-Zinskurve. Somit scheint der Markt bereits sicher: Die Zentralbanken werden die Inflation rasch in den Griff bekommen, dabei aber eine Rezession auslösen, in deren Folge die Zinsen wieder sinken dürften.

Daraus ergeben sich Chancen in USD Staatsanleihen um die Duration im USD Segment sukzessive zu verlängern. Aus Sicht einer diversifizierten Portfolioallokation dürften US-Staatsanleihen zudem künftig ihren Zweck als Puffer in einem rezessiven Umfeld erfüllen. Bei EUR und CHF Anleihen raten wir weiterhin zur Vorsicht was längere Laufzeiten anbelangt. Trotz steigendem Trend liegen die Renditeaufschläge für Unternehmensanleihen noch nicht im attraktiven Bereich, womit Rezessionsrisiken noch nicht ausreichend eingepreist sind. Wir bleiben damit in Bezug auf Kreditrisiken zurückhaltend.

Aktien: Bewertungen zurück im Fokus

Seit Ausbruch der Finanzkrise sind nun knapp 14 Jahre vergangen, in denen die Zentralbanken weltweit ihre Bilanzen markant ausweiteten. Durch die jahrelange Flut mit günstigem Geld wurde der Aktienmarkt zunehmend durch Momentum und Sentiment getrieben. Dies über einen derart langen Zeitraum, dass sich wenige Anleger dem Trend entziehen konnten. Das Ergebnis waren Bewertungen, welche im heutigen Kontext übertrieben erscheinen, beim damaligen Zinsniveau jedoch der Normalität entsprachen.

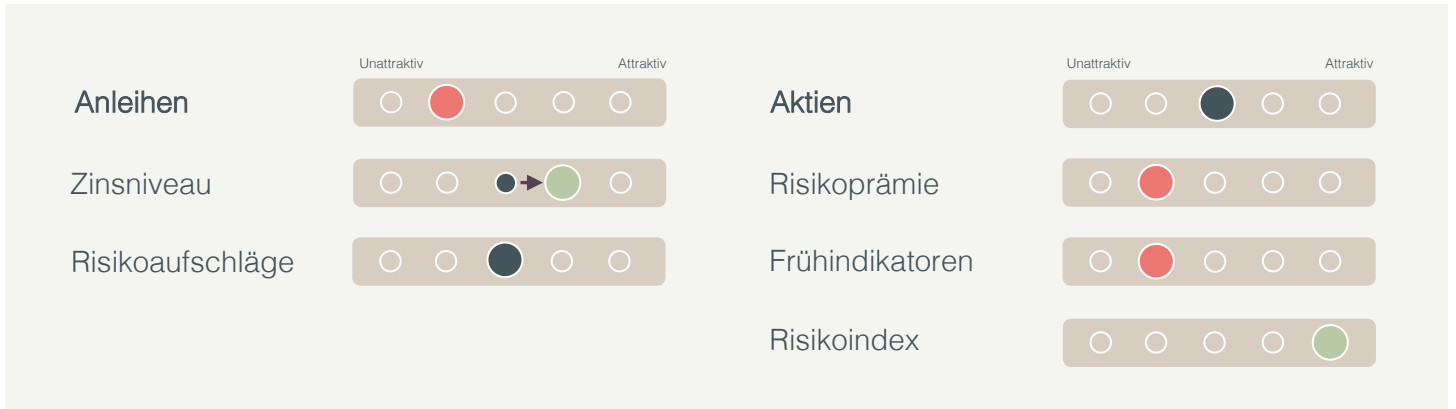
Der starke Gegenwind, ausgelöst durch die steigenden Zinsen, rückt die fundamentalen Bewertungen bei der Aktienselektion stärker in den Fokus. Davon profitierten günstiger bewertete Märkte und Sektoren. Über die kommenden Monate ist ganz allgemein ein disziplinierter Ansatz bei der Selektion solid bewerteter Unternehmen mit prognostizierbaren Ertragsströmen elementar. Die steigende Rezessionsgefahr verlangt ein umfassendes Risikobewusstsein – aber auch einen klaren Fokus auf das Wesentliche: Gemessen an unserem antizyklisch ausgerichteten Indikator befindet sich das Anlegersentiment auf dem niedrigsten Stand seit Ausbruch der Pandemie. Einige institutionelle Investoren und Pensionskassen dürften die aufgrund der Marktverwerfungen gesunkene Aktienquote wieder nach oben anpassen und so auch kurzfristige starke Gegenbewegungen der Aktienmärkte auslösen.

Die Aussicht auf eine erfolgreiche Bekämpfung der Inflation ist für Anleger mit langem Anlagehorizont eine gute Nachricht. So sind die Bewertungen gemessen an den geschätzten Kurs-Gewinn-Verhältnissen gerade in Europa am attraktivsten seit dem Pandemietiefstand im Jahr 2020. Dennoch ist Vorsicht geboten – die Unternehmensgewinne werden in vielen Sektoren rückläufig sein und das wirtschaftliche Umfeld negativ beeinflussen. Die Konjunkturindikatoren der Federal Reserve Bank von Atlanta deuten für das zweite Quartal bereits auf ein Nullwachstum der Wirtschaft hin.

Aufgrund der abflachenden Wirtschaftsdynamik raten wir zu einer defensiven Ausrichtung im Aktienbereich und meiden Unternehmen mit unsicheren Gewinnprofilen. Eine taktisch erhöhte Liquiditätsquote halten wir für sinnvoll um bei weiteren Marktschwankungen die nötige Flexibilität für langfristige Opportunitäten zu haben. Zukäufe im Aktienbereich sollten vorzugsweise in mehreren Schritten bei starken Ausschlägen der Volatilität erfolgen. Bei einem signifikanten Rückgang der Volatilität können Absicherungen in Erwägung gezogen werden.

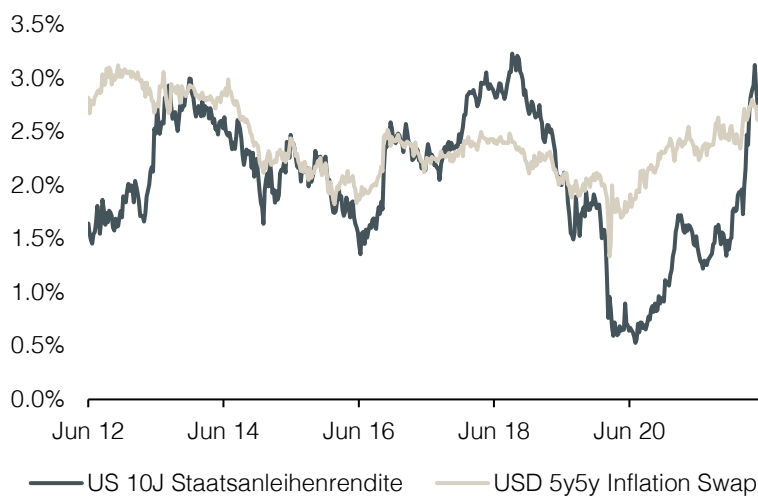
Alternative Anlagen spielen eine entscheidende Rolle

Alternative Anlagen stellen im aktuellen Marktumfeld ihre Qualitäten klar unter Beweis und stabilisieren sämtliche Anlagestrategien. So war der Bereich der nicht-korrelierten Anlagen eine der wenigen Möglichkeiten, um in diesem Jahr Gewinne zu erzielen. Über die kommenden Monate wird dies so bleiben – sind es doch gerade die stabileren Elemente eines Portfolios, welche bei extremen Marktverwerfungen neben Cash das Ergreifen auftretender Opportunitäten erst ermöglichen. So bleiben wir bei unserer Empfehlung in einem breit diversifizierten und robusten Portfolio an einem Übergewicht von alternativen Anlagen festzuhalten, den Fokus dabei aber auf Strategien mit tiefer Volatilität und Elementen mit tiefer Korrelation zu Aktien und Anleihenmärkten zu legen. Dies erlaubt eine komfortable Ausgangslage in unsicheren Märkten und Handlungsspielraum um in den entscheidenden Momenten langfristige Chancen zu ergreifen.



Zinsniveau

Rendite US Staatsanleihen vs. Inflationserwartungen



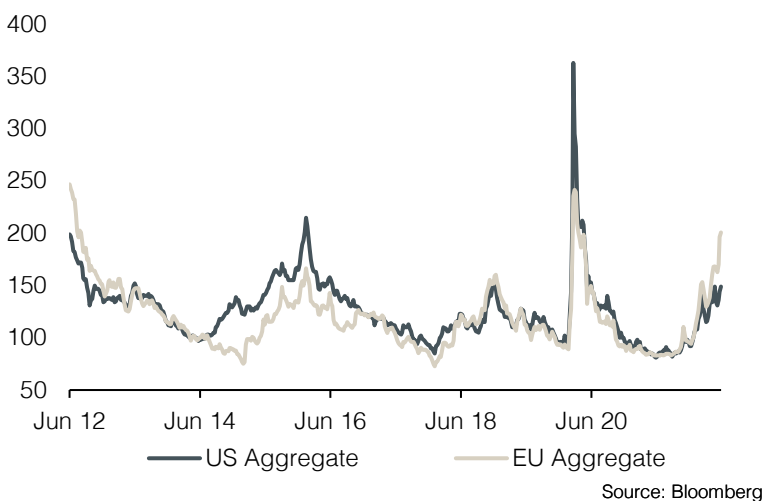
Einschätzung:



Die Renditen 10-jähriger US Staatsanleihen befinden sich bereits über den langfristigen Inflationserwartungen und erscheinen damit attraktiv. Im Gegensatz zu EUR Staatsanleihen, wo diesbezüglich noch Nachholbedarf besteht, stellen USD Anleihen mit hoher Qualität zunehmend eine attraktive Option dar. In Kombination mit sich abschwächenden Inflations- und Konjunkturaussichten erachten wir US Staatsanleihen als eine sinnvolle Ergänzung in den Portfolios, die auch positive Diversifikationseffekte nach sich ziehen dürfte.

Risikoaufschläge

Risikoaufschlag (in bps)



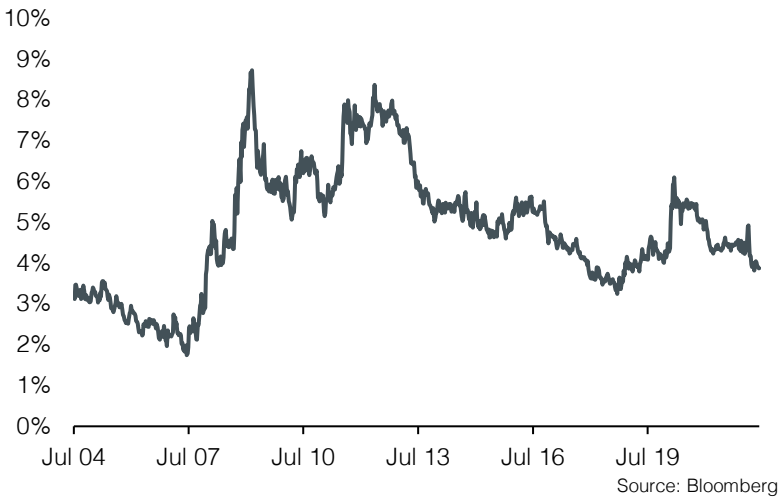
Einschätzung:



Die Risikoaufschläge sind klar angestiegen, notieren aber noch nicht im attraktiven Bereich. Während in Europa bereits ein stärkerer Anstieg zu verzeichnen ist, bleiben die Aufschläge in den USA trotz gestiegener Rezessionsrisiken noch immer relativ tief. Der historische Vergleich über die letzten 10 Jahre muss zudem mit etwas Vorsicht betrachtet werden: Im aktuellen Umfeld sind die Unternehmen zum ersten Mal seit Jahren mit höheren Zinsen konfrontiert, weshalb sich aus unserer Sicht bessere Einstiegsmöglichkeiten für Kreditrisiken ergeben dürften.

Aktien Risikoprämie

Globale Shiller Aktienrisikoprämie



Einschätzung:



Stark gestiegene Zinsen haben trotz fallender Aktienkurse zu sinkenden Risikoprämien geführt. Für einen Anstieg bräuchte es weitere Marktverwerfungen, für welche es sich zu positionieren gilt. Gerade bei den erwarteten Risikoprämien ist davon auszugehen, dass die Analysten in der kommenden Berichtsaison ihre Gewinnerwartungen nach unten revidieren dürften, was zusätzlichen Druck auf die Risikoprämien ausüben dürfte.

Frühindikatoren

Was die Aktien bereits zu verdauen hatten zeigt sich in den Juni-Zahlen der Einkaufsmanagerindizes. Mit Ausnahme Asiens schwächen sich die meisten Indikatoren in Richtung 50 ab. Besonderes Augenmerk gebührt wohl China, wo es nach Aufhebung des COVID-Lockdowns zu einer Trendwende zum Besseren kommen könnte. Wir achten hier auf Zeichen einer Bodenbildung, welche aber aktuell noch nicht erkennbar ist.

Einschätzung:

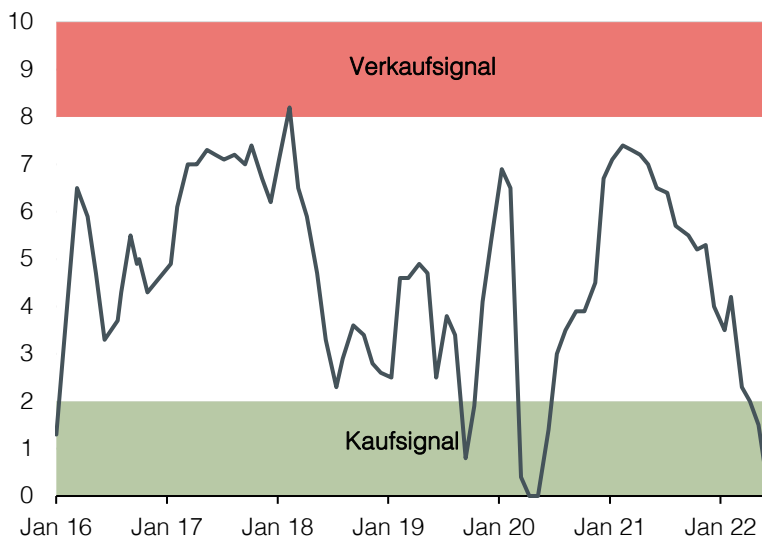


Dienstleistungs PMI

| | 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 | Mrz 22 | Apr 22 | Mai 22 | Jun 22 | |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--|
| Weltweit | 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 | 54.0 | 53.4 | 52.2 | 52.2 | | |
| USA | 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 | 58.0 | 55.6 | 53.4 | 51.6 | |
| Europa | 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 | 55.6 | 57.7 | 56.1 | 52.8 | |
| Deutschland | 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 | 56.1 | 57.6 | 55.0 | 52.4 | |
| UK | 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 | 62.6 | 58.9 | 53.4 | 53.4 | |
| Frankreich | 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 | 57.4 | 58.9 | 58.3 | 54.4 | |
| Italien | 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 | 52.1 | 55.7 | 53.7 | | |
| Spanien | 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 | 53.4 | 57.1 | 56.5 | | |
| Schweiz | 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 | 61.1 | 56.2 | 60.2 | | |
| China | 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 | 46.7 | 40.0 | 47.1 | | |
| Japan | 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 | 49.4 | 50.7 | 52.6 | 54.2 | |

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:



Nachdem der Risikoindex zuletzt während der Pandemie auf 0 fiel, steht das Anlegersentiment zum zweiten Mal innerhalb von knapp 2 Jahren wieder auf dem absoluten Nullpunkt. Der Pessimismus der Marktteilnehmer lässt uns darauf schliessen, dass Gegenbewegungen im aktuellen Abwärtstrend sehr stark ausfallen könnten. Die Kapitulation der Anleger wird bei Aufschlüsselung des Indikators aber vor allem im Bereich der Anleihen, jedoch noch nicht bei Aktien sichtbar.

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 stellt Werbung dar und dient ausschliesslich zu Informationszwecken sowie der ausschliesslichen Nutzung 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