

Sound Invest

Juli 2022

**Starkes & glaubwürdiges
Signal der Fed**

**Zinskurve invers wie seit
20 Jahren nicht mehr**

**Rezession rückt neben
Inflation in den Fokus**

**Aktien in Europa
untergewichtet**

**Anlagekategorien bleiben
unverändert**

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

Rezession am Horizont?

Abschwächende Wirtschaftsindikatoren deuten immer stärker auf eine kommende Rezession hin

«What a difference a day makes», heisst es so schön. Die Fed hat in der Sitzung vom Juni die Inflationsbekämpfung zu ihrem obersten Ziel erklärt. Das bedingungslose Anheben der Leitzinsen, mit dem Ziel die Inflation unter Kontrolle zu bringen, hat an den Märkten geradezu seismische Veränderungen ausgelöst.

Während die Fed seit Monaten der Inflation hinterherzuhinken schien, war am 15. Juni der Tag, an dem sich das Blatt wendete. Ein Blick auf die Entwicklung der Finanzmärkte zeigt, dass für die Bekämpfung der Inflation nun offensichtlich auch eine Rezession in Kauf genommen wird.

Die Erwartungen der US Inflation über die nächsten 12 Monate fielen von knapp 6% auf 3.5% und damit auf den tiefsten Stand seit Oktober des letzten Jahres. Die Zinsen für 2-jährige Staatsanleihen stagnierten bei knapp 3.25%, während die 10-jährigen Staatsanleihen von fast 3.5% auf 2.90% fielen. In anderen Worten: Die Zinskurve wurde invers und notiert auf dem negativsten Stand seit über 20 Jahren.

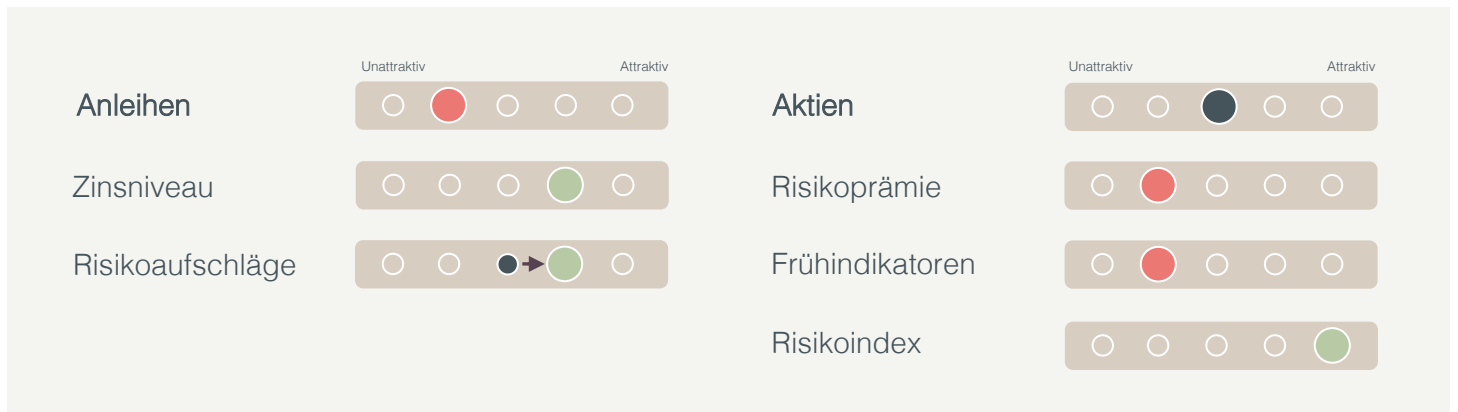
Mit nur einer Sitzung hat es die Fed geschafft, dem Markt ein starkes und glaubwürdiges Signal bezüglich der Inflationsbekämpfung zu geben. Mögliche Konsequenzen zeichnen sich jedoch bereits am Horizont ab. Schon in den vergangenen Monaten rechnete der Markt mit einer Kehrtwende des Straffungszyklus zur nächsten Jahreshälfte. Das harte Durchgreifen der Fed hat diese Erwartung nun auf das Ende dieses Jahres nach vorne verschoben. Für 2023 werden aktuell nur noch Zinssenkungen im Total von 0.50% erwartet, eine durchaus erstaunliche Entwicklung.

Sinkende Zinsen am langen Ende der Zinskurve, steigende Zinsen am kurzen Ende, eine daraus resultierende inverse Zinskurve und steigende Ausfallwahrscheinlichkeiten bei den Unternehmensanleihen senden klare Signale: Eine Rezession wird immer wahrscheinlicher.

Gemäss aktuellen Einschätzungen führender Ökonomen, liegt die Wahrscheinlichkeit einer US-Rezession über die nächsten 12 Monate bei ca. 40%. Zu Jahresbeginn lag der gleiche Median bei 15%. Es gilt jedoch zu beachten, dass die globalen Aktienmärkte im gleichen Zeitraum über 20% einbüssten und somit vieles bereits in den Preisen enthalten sein dürfte. Gemäss einer Studie von J.P. Morgan preist der Aktienmarkt die Wahrscheinlichkeit einer Rezession zu 85% ein.

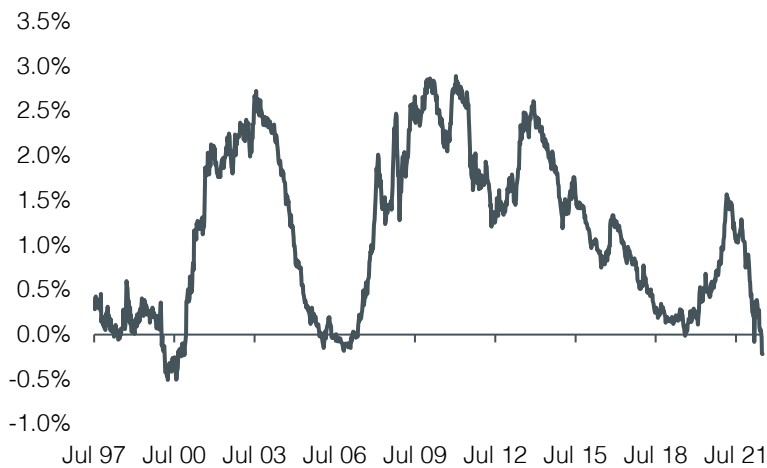
Trotzdem hat sich im letzten Monat die Rezessionstendenz der Zinsmärkte oberflächlich gesehen nicht auf die Aktienmärkte übertragen. Der 15. Juni markiert fast Punktgenau das Jahrestief und auch eine vorübergehende Kehrtwende der globalen Aktienmärkte. Unter der Oberfläche sieht man jedoch auch hier eine klar rezessive Tendenz. Konjunktursensitive Sektoren wie Energie und Rohstoffe kamen stark unter Druck, während defensivere Sektoren wie Gesundheit und Basiskonsumgüter stark zulegten. Knapp 7.5% beträgt auch die Überrendite von Wachstumsaktien gegenüber sogenannten «Value-Aktien» seit dem letzten Fed Meeting. Über das ganze Jahr gesehen resultiert aber noch immer eine markante Überrendite der tief bewerteten «Value-Aktien».

Bei den Anleihen halten wir an unserer Positionierung fest und sehen uns durch die Entwicklung des letzten Monats bestätigt. Das Laufzeitenrisiko, welches wir noch immer tief halten, bauen wir im USD über erstklassige Unternehmensanleihen und Staatsanleihen sukzessive auf, während wir Kreditrisiken vor allem im nachrangigen Bereich weiterhin meiden. Im Aktienbereich akzentuiert sich die schwierige Situation Europas. Neben der ungelösten Problematik der Energieversorgung aufgrund der Abhängigkeit von Russland und einer EZB, welche nicht den gleichen Entscheidungsmut wie die Fed an den Tag legt, kämpft Europa einmal mehr mit politischen Problemen, mit aktuellem Brennpunkt in Italien. Wir untergewichteten deshalb Aktien in der Eurozone, wobei klar zwischen international tätigen Grosskonzernen und Unternehmen mit regionalem Fokus differenziert werden muss.



Zinsniveau

Zinsdifferenz 2-jährige vs. 10-jährige Staatsanleihen



Source: Bloomberg

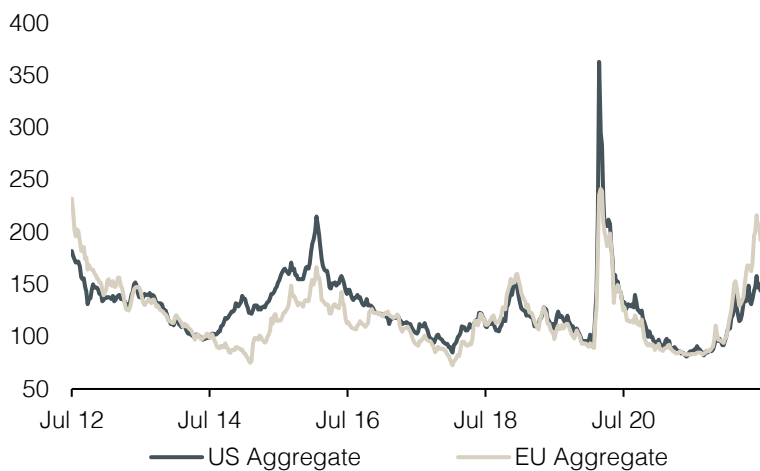
Einschätzung:



Die Renditedifferenz zwischen 2-jährigen und 10-jährigen US-Staatsanleihen hat mit -0.25% den negativsten Stand seit Oktober 2000 erreicht. Die kurzen Zinsen, welche das wichtigste Steuerungselement der Zentralbanken sind, werden durch die Inflationsbekämpfung hochgetrieben, während die langen Zinsen als Indikator des erwarteten Wirtschaftswachstums sinken. Die in der Vergangenheit hohe Treffsicherheit der Zinskurve als Prognoseinstrument, verleiht dem Signal ein entsprechendes Gewicht. Wir sehen im USD Kapitalmarkt weiterhin Potenzial für fallende Zinsen am langen Ende, weshalb wir hier die Laufzeiten sukzessive verlängern.

Risikoaufschläge

Risikoaufschlag (in bps)



Source: Bloomberg

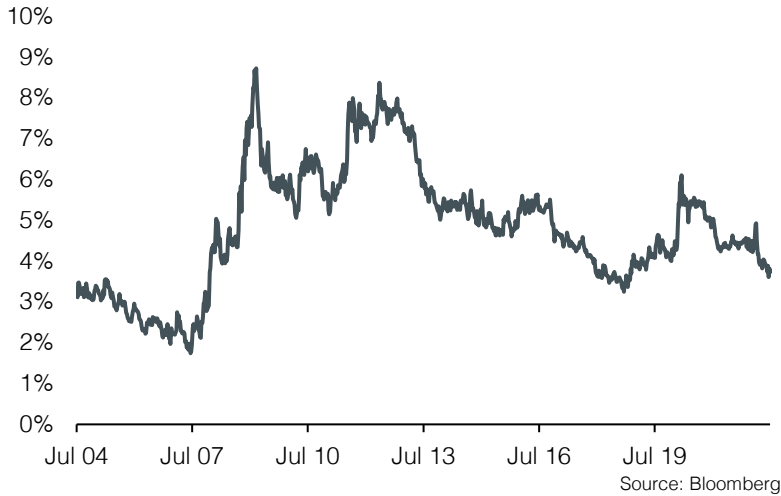
Einschätzung:



Die regionalen Unterschiede in den Risikoaufschlägen zeigen deutlich: Europa ist in der aktuellen energiepolitischen Situation stärker exponiert als die USA und entsprechend steigen hier die Risikoaufschläge stärker. In den USA ist die gestiegene Rezessionsgefahr in unseren Augen noch nicht ausreichend über den eher bescheidenen Anstieg der Risikoaufschläge reflektiert. Ein Grund dafür sind sicher auch die soliden Bilanzen der Unternehmen, welche noch immer eine hohe Zinsdeckung aufweisen. Aus unserer Sicht gibt es dennoch Potenzial für eine weitere Ausweitung der Aufschläge, weshalb wir beim Aufbau von Kreditrisiken vorsichtig bleiben.

Aktien Risikoprämie

Globale Shiller Aktienrisikoprämie



Einschätzung:



Die erwartete Realverzinsung ist wegen den sinkenden Inflationserwartungen angestiegen, was einen negativen Einfluss auf die historische Risikoprämie hat. Die Risikoprämie bleibt damit auch weiterhin unattraktiv.

Frühindikatoren

Das Ende des Lockdowns in China ist deutlich sichtbar. Auf globaler Ebene sind die Einkaufsmanagerindizes im Dienstleistungsbereich gestiegen. Hauptverantwortlich für den Anstieg war bei genauer Betrachtung China. Fast sämtliche entwickelten Länder verzeichneten einen weiteren Rückgang, wobei wir dem Indikator aufgrund der fallenden Tendenz trotz Werten über 50 bereits seit geraumer Zeit eine negative Einschätzung zuordnen.

Einschätzung:

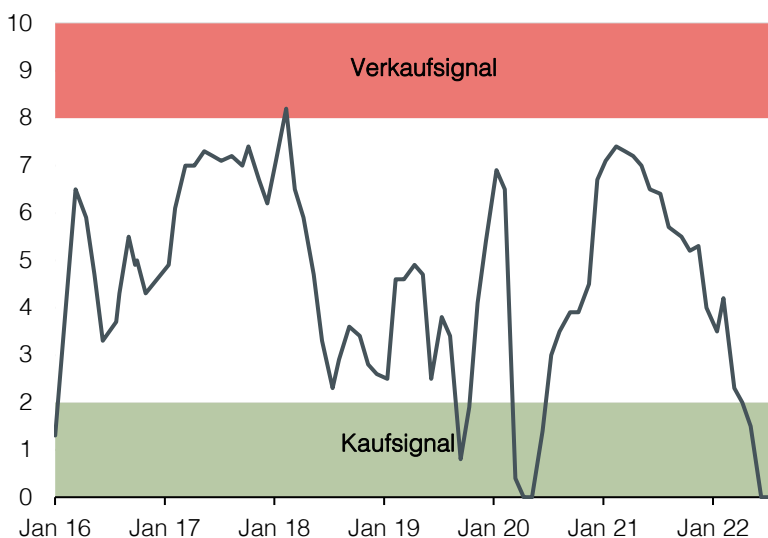


Dienstleistungs PMI

	Okt 20	Nov 20	Dez 20	Jan 21	Feb 21	März 21	Apr 21	Mai 21	Jun 21	Jul 21	Aug 21	Sep 21	Okt 21	Nov 21	Dez 21	Jan 22	Feb 22	März 22	Apr 22	Mai 22	Jun 22	Jul 22
Weltweit	52.9	52.2	51.8	51.6	52.8	54.7	57.0	59.5	57.5	56.3	52.8	53.8	55.6	55.6	54.7	51.0	54.0	53.4	52.1	51.9	53.9	
USA	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	52.7	
Europa	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	53.0	50.6
Deutschland	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	49.2
UK	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	54.3	53.3
Frankreich	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	53.9	52.1
Italien	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	51.6	
Spanien	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	54.0	
Schweiz	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	59.0	
China	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	54.3	
Japan	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	54.0	51.2

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:



Der Risikoindex bleibt bei einem Kaufsignal und widerspiegelt die anhaltend negative Stimmung der Investoren. Bemerkenswert dabei sind die Geldströme der verschiedenen Anlageklassen. Trotz maximalem Pessimismus der Anleger, scheint im Aktienbereich keine ultimative Kapitulation stattgefunden zu haben. Abflüsse aus der Anlageklasse, gemessen über einen Zeitraum von 18 Monaten, halten sich immer noch im Rahmen. Dennoch bleibt die negative Haltung der Anleger das Gegengewicht zu den im Markt bereits enthaltenen negativen makroökonomischen und Bewertungstechnischen Daten und lässt uns an einer neutralen Aktiengewichtung festhalten.

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, Credit Suisse Research, [JPM](#)