

Sound Invest

August 2022

US Konsumentenpreise zum ersten Mal seit Mai 2020 unverändert

Keine Entwarnung seitens der Zentralbanken

Wirtschaftliche Dynamik nimmt ab

Negatives Sentiment unterstützt aktuelle Kurserholung

Anleihen werden neu Neutral gewichtet

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

Steigender Risikoappetit

Starke Kurserholung fast aller Anlageklassen nach stagnierenden US Inflationszahlen

Es ist eine Weile her, seit die Konsumentenpreise in den USA unverändert oder negativ ausfielen. Seit Mai 2020 stiegen die Preise über einen Monat gemessen in fast allen Bereichen kontinuierlich an. Sie setzten die Zentralbanken unter Zugzwang und sorgten damit für Unsicherheit an den Finanzmärkten. Nun scheinen die US Inflationszahlen vom Juli zu bestätigen, was viele Anleger gehofft hatten: Das harte Eingreifen der Federal Reserve scheint Wirkung zu zeigen.

Entgegen vieler Befürchtungen fiel die Teuerung im Juli unter die Erwartungen der Ökonomen. Zum ersten Mal seit über zwei Jahren sind die Preise für Konsumenten damit unverändert geblieben. Dass die von den Ökonomen erwartete Inflation von +0.2% seit 2013 nicht mehr so stark nach unten verfehlt wurde, schürt Hoffnung, dass sich der Wind in Bezug auf die Inflation gedreht haben könnte.

Unsere Frühindikatoren haben es bereits in den letzten Monaten gezeigt: Das wirtschaftliche Umfeld kühlt sich ab, womit künftig mit weniger Preisdruck zu rechnen sein dürfte. Dies führte in erster Linie zu einem besseren «Marktsentiment». Seit dem Tiefststand von Mitte Juni haben sich die globalen Aktienmärkte zeitweise um fast 14% erholt und damit mehr als die Hälfte der Verluste seit den Tiefstständen wieder wettgemacht. Auch an den Anleihenmärkten war eine breite Erholung mit sinkenden Ausfallwahrscheinlichkeiten zu beobachten.

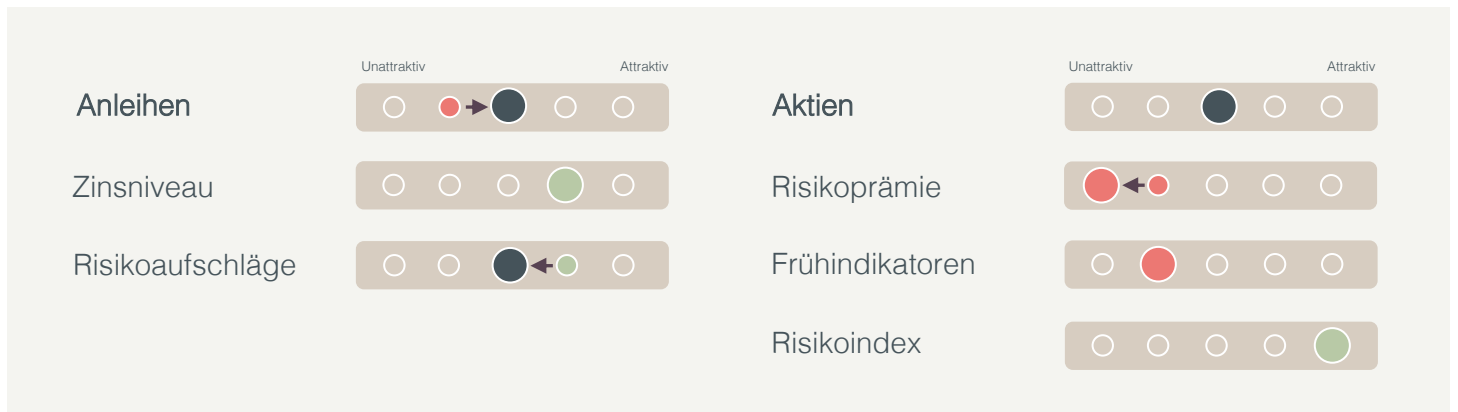
Was auf den ersten Blick nach einer Trendwende aussieht, stellt sich bei genauerer Analyse doch einiges komplexer dar. Noch immer sind die US-Preise gegenüber dem letzten Jahr um 8.5% angestiegen. Ohne den Einfluss tieferer Energiepreise wäre die Teuerung auch im Juli nochmals angestiegen. Die Kerninflation stieg erneut um 0.3%, verzeichnete aber ebenfalls in der Dynamik einen Rückgang. Des Weiteren bleiben die US Arbeitsmarktzahlen sehr solide und könnten auf einen steigenden Lohndruck hindeuten.

Eine Entwarnung für die Zentralbank gab es somit noch nicht. Seitens der Fed wurde zwar kommuniziert, dass künftig auch kleinere Zinsschritte folgen könnten, die Gefahr der Inflation sieht die Zentralbank aber nicht gebannt. Dennoch wurde seitens der Fed erwähnt, dass «ab einem gewissen Punkt» der Einfluss des stark gestiegenen Zinsniveaus evaluiert werden müsse, bevor über weitere Massnahmen diskutiert wird.

Damit scheint der Straffungszyklus zwar noch nicht abgeschlossen, ein grosser Zinsschritt von 0.75% wie anlässlich der letzten zwei Meetings dürfte aber nach aktuellen Erwartungen nur noch im September folgen. Durch die Aussicht auf eine weniger aggressive Geldpolitik machte sich ein steigender Risikoappetit an den Märkten bemerkbar. Stark in Mitleidenschaft gezogene Sektoren wie Technologie konnten klar profitieren. Massive Kursgewinne bei den sogenannten «Meme»-Aktien, welche sich jeder Bewertungslogik entziehen, lassen aber darauf schliessen, dass ein Teil der Kursgewinne nicht nachhaltig ist.

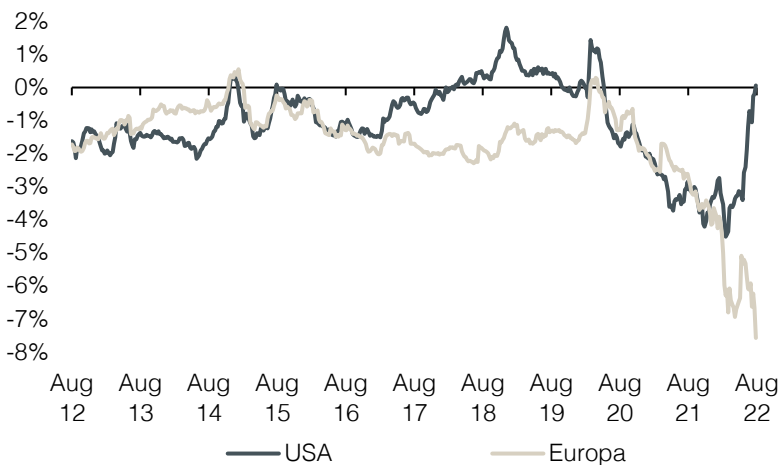
Gemäss unseren Indikatoren dürfte vor allem der konträr ausgerichtete Risikoindex für die Kursgewinne verantwortlich gewesen sein. Während die Anlegerstimmung noch immer extrem negativ ausfällt und damit ein Kaufsignal signalisiert, gab es aus fundamentaler Sicht keine Verbesserung. Ein weiter steigender Risikoappetit würde den Risikoindex wohl in den neutralen Bereich bringen und somit eine untergewichtete Positionierung im Aktienbereich nach sich ziehen.

Bei den Anleihen liegt die Bewertung neu bei Neutral. Der Rückgang der inflationären Dynamik bestätigt uns darin, Anleihen auf eine neutrale Gewichtung anzuheben. Wir sehen vor allem bei USD und GBP Anleihen das Potenzial für eine Verlängerung der Laufzeiten, wobei wir für den Aufbau der Quoten qualitativ hochwertige Unternehmensanleihen in Kombination mit Staatsanleihen empfehlen. Risikoreichere Anlagen, inklusive Hochzinsanleihen, bleiben aus unserer Sicht aktuell unattraktiv.



Zinsniveau

Erwartete Realverzinsung 1-jähriger Staatsanleihen



Source: Bloomberg

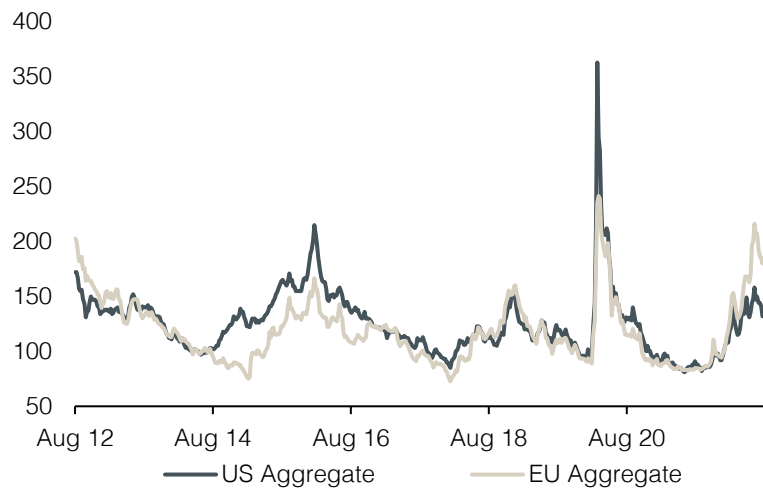
Einschätzung:



Das nominale Zinsniveau bleibt attraktiv. Wir sehen jedoch regional starke Unterschiede in Bezug auf die Inflationserwartungen. Während in den USA die erwartete Teuerung über die nächsten 12 Monate stark gefallen ist und noch bei rund 3.2% liegt, stieg in Europa der gleiche Wert auf über 8% an. So beträgt die erwartete Realverzinsung über 1 Jahr in den USA knapp 0%, während sie in Europa bei -7.5% liegt. Die starke Abhängigkeit von russischem Gas im Hinblick auf die kalten Wintermonate ist wohl ausschlaggebend für die grosse Diskrepanz.

Risikoaufschläge

Risikoaufschlag (in bps)



Source: Bloomberg

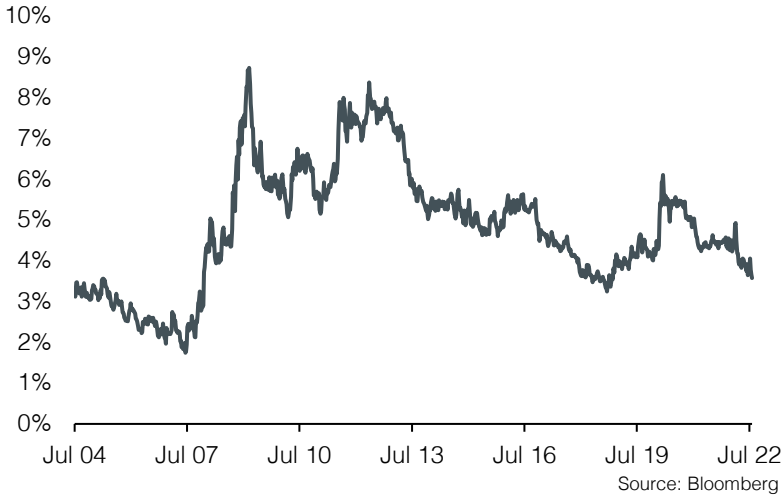
Einschätzung:



Durch den steigenden Risikoappetit der Investoren sind die Ausfallwahrscheinlichkeiten über den letzten Monat gesunken und stehen bei einer neutralen Bewertung. Auf Grund der fallenden Frühindikatoren sehen wir vor allem qualitativ hochwertige Anleihen im Fokus. Wir vermeiden hohes Risiko in den entwickelten Märkten, während in den Schwellenländern, gerade im USD Bereich, langfristig attraktive Renditen erzielt werden können.

Aktien Risikoprämie

Globale Shiller Aktienrisikoprämie



Einschätzung:



Die Risikoprämien sind besonders auf Grund steigender Aktienkurse weiter gefallen und befinden sich inzwischen auf einem sehr unattraktiven Niveau. Gerade im relativen Vergleich mit dem gestiegenen Zinsniveau sehen Aktien zunehmend unattraktiv aus.

Frühindikatoren

Die meisten Frühindikatoren deuten auf einen Abschwung der Wirtschaft hin. Die Einkaufsmanagerindizes sinken weiter, befinden sich aber noch immer über 50 und somit in einer Expansion. Dennoch ist die abnehmende Dynamik der Grund, weshalb der Indikator ein negatives Signal gibt. Aufgefallen ist besonders die "US Empire State Manufacturing Survey" welche den tiefsten Stand seit der Pandemie erreicht hat und auf eine stark sinkende Auftragslage der Industrie hinweist.

Einschätzung:

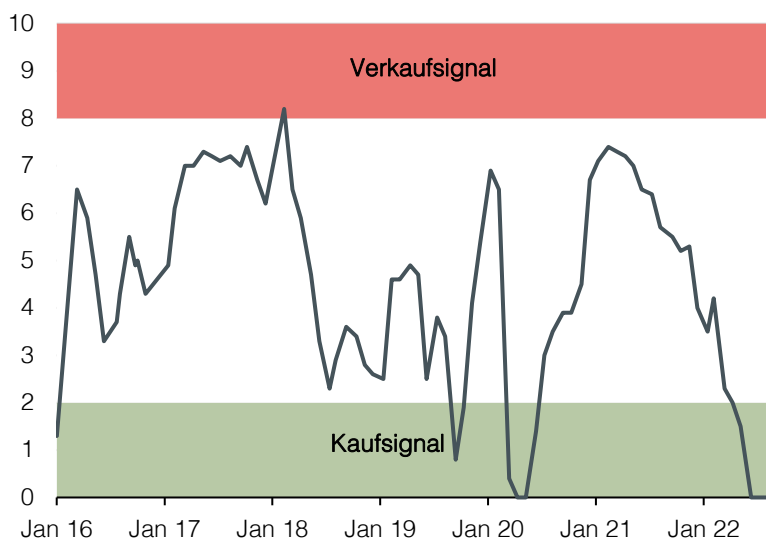


Dienstleistungs PMI

	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	Jul 22
Weltweit	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	51.9	53.9	51.1
USA	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	47.3
Europa	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	51.2
Deutschland	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	49.7
UK	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	52.6
Frankreich	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	53.2
Italien	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	48.4
Spanien	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	53.8
Schweiz	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	55.2
China	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	52.8
Japan	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	50.3

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:



Trotz steigender Kurse seit Mitte Juni bleibt der Risikoindex bei 0.0 und damit die Anlegerstimmung maximal pessimistisch. Wir haben bereits in vergangenen Publikationen darauf hingewiesen, dass bei einem derart negativen Sentiment Kurserholungen sehr stark ausfallen können. Der konträr ausgerichtete Index bleibt für uns der Grund, an einer neutralen Aktienquote festzuhalten. Es versteht sich damit von selbst, dass bereits ein Anstieg des Risikoindex in den neutralen Bereich eine Untergewichtung der Aktienquote nach sich ziehen würde, sofern die anderen Indikatoren unverändert bleiben.

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