

Sound Invest

September 2022

US-Konsumentenpreise
steigen im August

Weitere Zinsschritte
eingepreist

Wahrscheinlichkeit, dass
die Fed über das Ziel
hinausschiesst, steigt

Defensivere Ausrichtung
der Aktienpositionierung

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

Der Kern des Problems

Trotz tieferem Ölpreis stieg die US-Kerninflation im August erneut. Von den Notenbanken ist mit weiterem Gegenwind zu rechnen.

Noch im letzten Monat haben wir über die unveränderten US-Konsumentenpreise vom Juli berichtet. In Bezug auf weitere rigorose Massnahmen der Zentralbanken waren diese Zahlen für Anleger ein klarer Lichtblick. Die Hoffnung, die Federal Reserve habe ihr Ziel erreicht, hielt sich jedoch nicht lange: Bereits Ende August warnte der Vorsitzende Powell am wirtschaftlichen Symposium in Jackson Hole vor einer verfrühten Kehrtwende bei der Inflationsbekämpfung.

Das Statement der Federal Reserve war in der Tonalität eindeutig. Powell machte unmissverständlich klar, dass die aktuellen, sowie auch die künftigen Massnahmen schmerzvoll für Haushalte und Unternehmen sein werden. Ein deutlicher Hinweis darauf, dass mit der restriktiven Geldpolitik auch gezielt tiefere Preise für Vermögenswerte angesteuert werden. Nun zeigen die US-Inflationszahlen vom August, dass bis zum Ende des Straffungszyklus noch mehr zusätzliche Zinsschritte folgen dürften, als noch vor einem Monat erwartet wurden.

Die US-Konsumentenpreise sind über den letzten Monat erneut um 0.1% gestiegen. Die Erwartung der Ökonomen lag bei einem Rückgang um 0.1%. Bei detaillierter Betrachtung ist vor allem die Kerninflation (ex Nahrungsmittel & Energie), welche im Fokus der Fed steht, aufgefallen. Hier stiegen die Preise über den letzten Monat um 0.6% und deuten darauf hin, dass die Inflation in weiten Teilen der Wirtschaft spürbar ist.

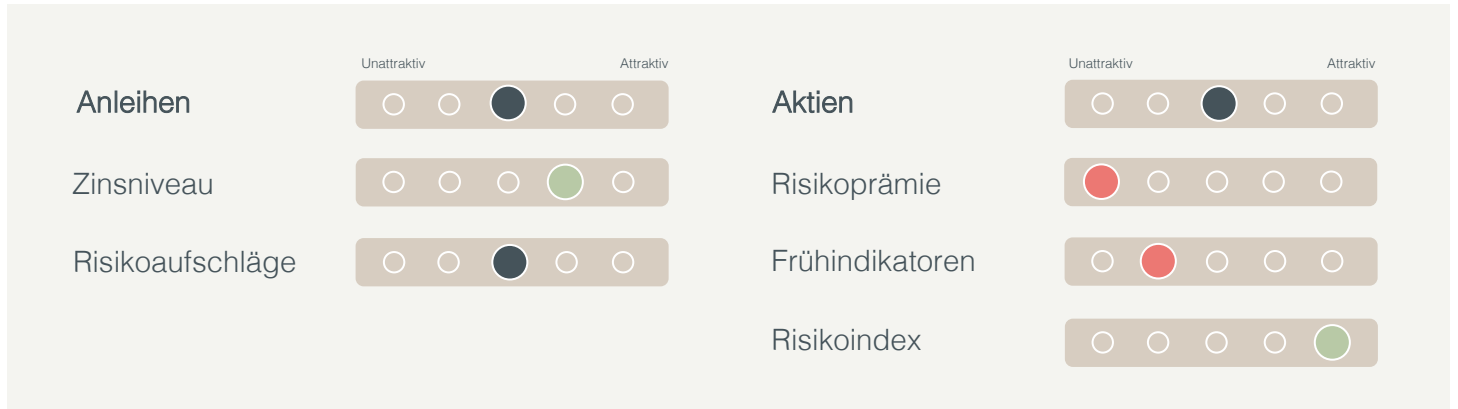
Hier liegt der Kern des Problems: Während die Energiepreise gesunken sind und insgesamt einen negativen Beitrag von -0.44% zur Teuerung leisteten, stiegen die Preise für Serviceleistungen, Haushaltsprodukte, Wohnungswesen und Medizin. Diese Preise gestalten sich weitaus weniger volatil als die stark von den Rohstoffpreisen abhängigen Kosten für Energie und Nahrungsmittel. Die höhere Kerninflation bedeutet also eine zunehmend zähere Inflation.

Die höhere Teuerung wird von weiter steigenden Zinsen begleitet. Vor einem Monat wurde noch ein USD-Leitzinssatz von 3.5% per Jahresende erwartet. Aktuell erwartet der Markt die US-Zinsen bei 4.2%. Somit wurden über die letzten Wochen fast 3 zusätzliche Zinsschritte eingepreist. Es erstaunt nicht, dass die kurzen US-Zinsen neue Höchststände erreicht haben, die Zinskurve aber wieder stärker invers wurde. Unverändert blieb die Erwartung am Markt, dass die Zinsen bereits im Frühjahr 2023 wieder sinken dürften.

Anleger werden somit über die nächsten Monate noch immer mit monetärem Gegenwind konfrontiert sein. Das klare Handeln der Zentralbanken ist aber der einzige Weg die Unsicherheit bezüglich Preisstabilität aus dem Markt zu bekommen. Dennoch steigt mit zunehmendem Druck auf die Zentralbanken auch die Wahrscheinlichkeit, dass mit der immer restriktiveren Geldpolitik über das Ziel hinausgeschossen wird. So ist gemäss Analystenschätzungen die Wahrscheinlichkeit einer US-Rezession in den kommenden 12 Monaten seit Mitte August auf 50% gestiegen.

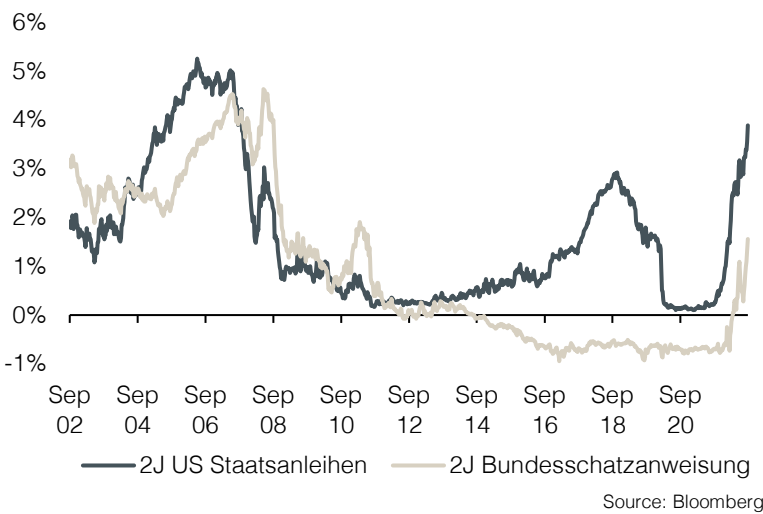
Aus Sicht unseres Anlagekomitees gibt dies Anlass die Ausrichtung der Allokation defensiver zu gestalten. Im Bereich der Anleihen dürften gerade US-Staatsanleihen in Zukunft ihren Zweck als stabilisierendes Element in Krisenzeiten erfüllen. Mit steigendem Zinsniveau empfehlen wir den Aufbau von US-Staatsanleihen, bleiben aber bei EUR und CHF Anleihen noch vorsichtig. Wir favorisieren kurze Laufzeiten für Schwellenländeranleihen, mittlere Laufzeiten bei Unternehmensanleihen und zunehmend längere Laufzeiten bei US-Staatsanleihen.

Im Aktienbereich empfehlen wir aufgrund der defensiven Indexzusammensetzung neu eine Übergewichtung von Schweizer Aktien. Der Schweizer Franken dürfte ausserdem in einem schwierigen Marktumfeld für eine tiefere Volatilität sorgen. Die Übergewichtung im Grundstoffsektor reduzieren wir aufgrund der starken Abhängigkeit vom Konjunkturzyklus auf eine neutrale Quote. An unserer Präferenz für den Gesundheitssektor sowie qualitativ solide Unternehmen mit fundamental starken Dividendenprofilen halten wir weiterhin fest.



Zinsniveau

Rendite 2-jähriger Staatsanleihen USA und Deutschland



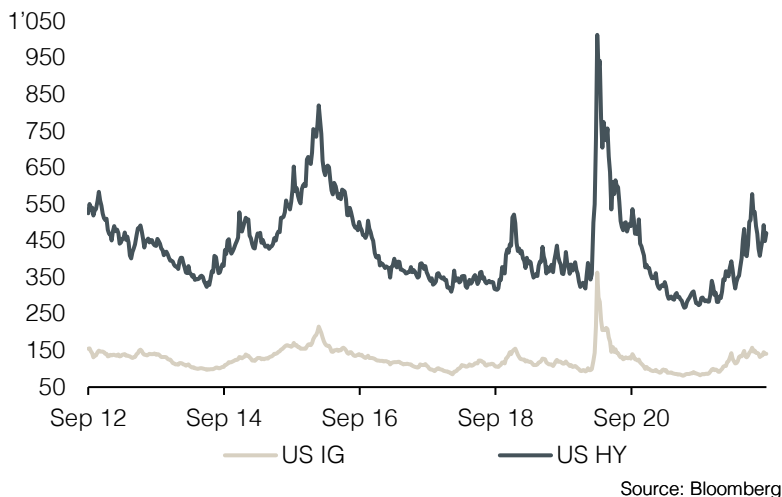
Einschätzung:



Der klare Pfad der Zentralbanken ist deutlich in der Entwicklung der kurzen Zinsen sichtbar. So sind die Zinsen für 2-jährige US-Staatsanleihen mit 3.9% auf dem höchsten Stand seit November 2007 gestiegen. In Europa zeigt sich die langsamere Reaktion der EZB. Das Zinsniveau für 2-jährige deutsche Staatsanleihen ist mit 1.5% auf dem höchsten Level seit 2011, war jedoch vor der grossen Finanzkrise auf vergleichbarem Niveau mit den US-Zinsen. Trotz einer inversen Zinskurve bei US-Staatsanleihen empfehlen wir hier die Duration sukzessive zu erhöhen. Im Falle einer starken Rezession und folglich sinkender Renditen dürften Staatsanleihen mit längeren Laufzeiten gut zur Portfoliodiversifikation beitragen.

Risikoaufschläge

Risikoaufschlag (in bps)



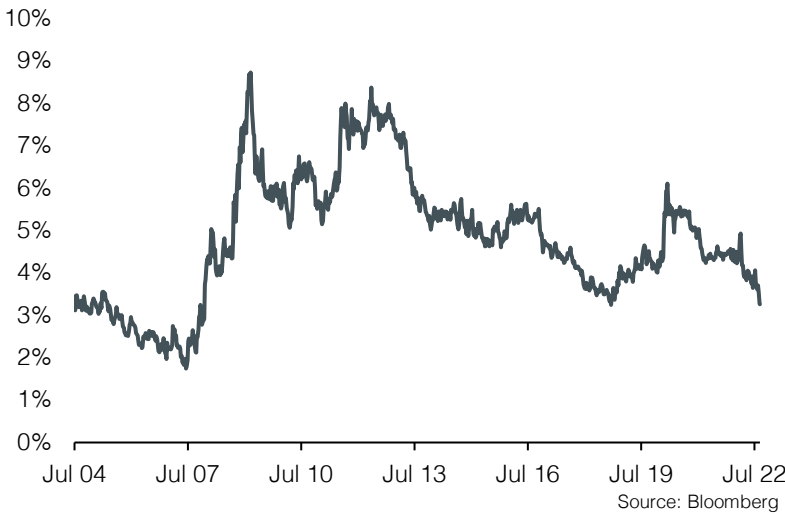
Einschätzung:



Beim Blick auf die Risikoaufschläge zeigt sich, dass trotz starker Turbulenzen der Aktienmärkte die Ausfallrisiken für Anleihen nicht wesentlich gestiegen sind. Der Indikator bleibt bei einer neutralen Einschätzung. Auf Ebene der Anlageklassen sind jedoch klare Unterschiede zu beobachten. In Kombination mit dem höheren Zinsniveau ergibt sich für qualitativ hochwertige Unternehmensanleihen in den USA eine Rendite von über 5%. Bei Hochzinsanleihen in den USA liegt die Rendite bereits über 8.5% was für einige Unternehmen eine Herausforderung in Bezug auf die zukünftige Finanzierung darstellen dürfte.

Aktien Risikoprämie

Globale Shiller Aktienrisikoprämie



Einschätzung:



Im Gleichschritt mit dem höheren Zinsniveau ist die relative Attraktivität von Aktien gesunken und auf den tiefsten Stand seit Dezember 2007 gefallen. Neben dem hohen Zinsniveau hinterlassen im Aktienbereich auch die Gewinnrevisions einen negativen Einfluss. Viele Unternehmen erwarten, dass sich die Betriebsergebnisse über die kommenden Quartale verschlechtern werden. Die Einschätzung bleibt damit im stark negativen Bereich.

Frühindikatoren

Was wir bereits in vergangenen Publikationen antizipiert hatten, ist nun eingetroffen. Auf globaler Ebene sind die Dienstleistungs PMIs unter 50 gefallen. Bei einem umfassenden «backtesting» haben wir festgestellt, dass gerade bei den PMI-Indikatoren nicht der absolute Wert, sondern die Dynamik der Veränderung relevant ist. Entsprechend beobachten wir die Entwicklung, welche auch im Tableau klar erkennbar ist: Der Trend ist weiterhin abnehmend und somit verhardt der Indikator im negativen Bereich.

Einschätzung:

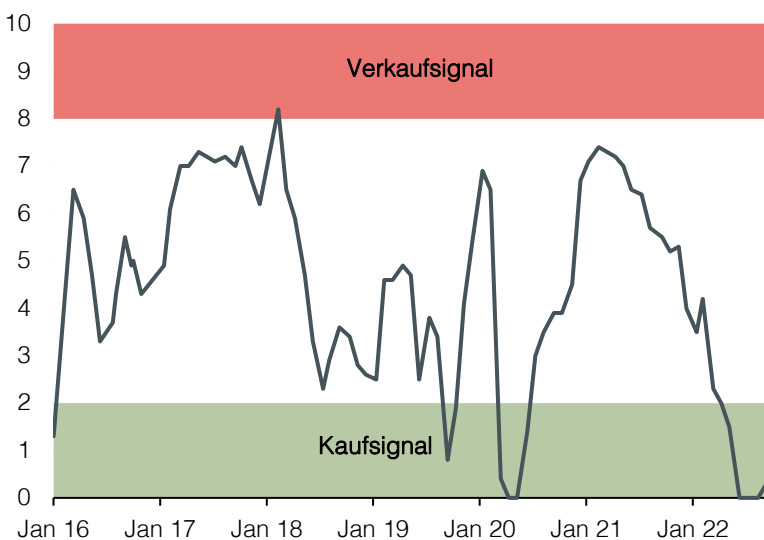


Dienstleistungs PMI

	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	Aug 22
Weltweit	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	49.2
USA	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	43.7
Europa	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	49.8
Deutschland	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	47.7
UK	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	50.9
Frankreich	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	51.2
Italien	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	50.5
Spanien	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	50.6
Schweiz	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	56.9
China	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	51.9
Japan	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	49.5

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 Anlegerstimmung hat sich seit der letzten Sound Invest Publikation nicht merklich verbessert. Noch immer überwiegt ein pessimistisches Sentiment, welches den Gegenpol zu den sonst negativen Indikatoren im Aktienbereich darstellt. Wir weisen erneut darauf hin, dass eine starke Verbesserung der Anlegerstimmung voraussichtlich ein Untergewichten von Aktien zur Folge hätte.

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