

Sound Invest

November 2022

**Tiefere Inflationszahlen
beflügeln alle
Anlageklassen**

**Rezessionsgefahr steigt
weiter an**

**Stimmungsumschwung
der Anleger löst Rally aus**

**Anleihen neu
übergewichtet**

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

Eine Schwalbe macht noch keinen Sommer

Die Konsumenten- und Produzentenpreisentwicklung deutet auf eine sich abflachende Inflationsdynamik hin. An der Geldpolitik der Zentralbanken dürfte dies vorerst nichts ändern.

Im Gleichschritt mit den Frühindikatoren haben sich die Finanzmärkte über die letzten Wochen auf eine abnehmende Dynamik der Weltwirtschaft eingestellt. Seit der letzten Berichterstattung verdeutlichten sich die Signale, dass das künftige Wachstum und damit auch der Preisdruck, abflacht.

Die US-Inflationszahlen für Oktober bestätigten diese Tendenz. Die US-Konsumenten- und Produzentenpreise stiegen weniger stark als erwartet. Ein Anzeichen dafür, dass die restriktive Geldpolitik ihre inflationsbekämpfende Wirkung erfolgreich entfaltet. Erst zum zweiten Mal in diesem Jahr fiel die Inflation damit tiefer als die Analystenerwartungen aus. Seit Mitte des Jahres sinkt das Tempo der US-Teuerung. Diese ist vom Höchststand von 9% auf 7.75% gefallen. Dennoch liegt die Inflation immer noch weit über dem gewünschten Zielband der Notenbank, womit weitere Zinsschritte folgen dürften.

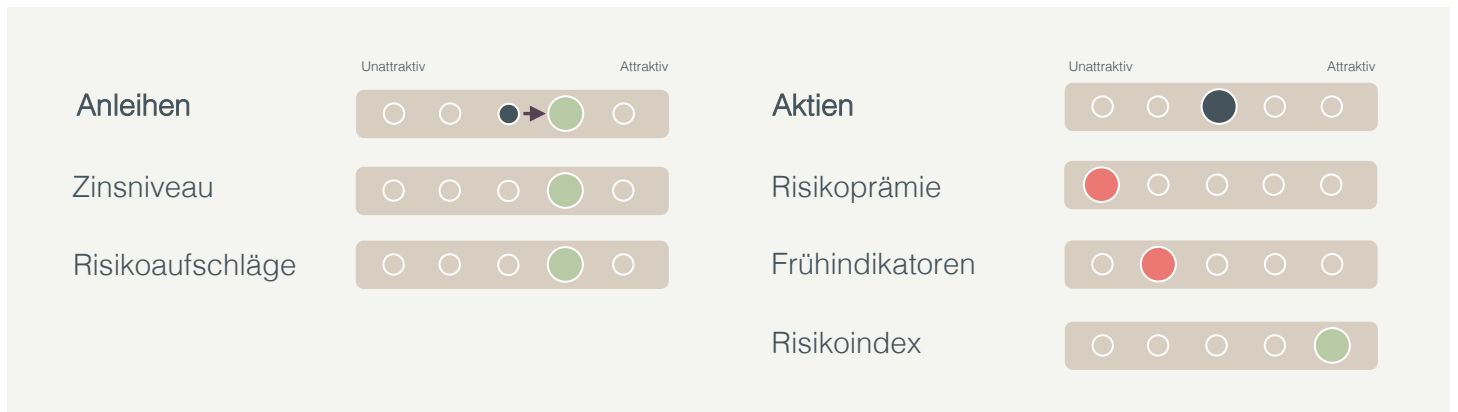
Durch die rückläufige Teuerung dürfte sich das Tempo der Zinsschritte jedoch verlangsamen. In den letzten 4 Sitzungen hatte die Federal Reserve die Zinsen um jeweils 0.75% erhöht. Für den Dezember werden nun 0.50% erwartet. Seit der Veröffentlichung der Teuerungszahlen ist der erwartete Höhepunkt der US-Leitzinsen etwas gefallen. Aktuell erwartet der Markt, dass im nächsten Mai mit 5% das Ziel der Notenbank erreicht ist und keine weiteren Zinserhöhungen folgen. Der grösste Teil der Zinsbewegung dürfte nach aktuellen Marktschätzungen somit hinter uns liegen. Der Markt hat dies mit einem Kursfeuerwerk quittiert.

Von unveränderten oder gar sinkenden Zinsen ist jedoch von Seiten der Zentralbank noch keine Rede. Von den Währungshütern wurde bereits klar kommuniziert, dass ein einzelnes Datenset noch keine Kehrtwende bedeutet. Frei nach dem Motto «Eine Schwalbe macht noch keinen Sommer».

Vor allem wegen des nach wie vor starken Arbeitsmarktes, welcher die Gefahr einer inflationären Lohn-Preis-Spirale mit sich bringt, haben sich die Währungshüter immer wieder klar von einer Kehrtwende in der Geldpolitik distanziert. Auffällig ist dabei, dass sich die Zentralbanken bei der Situationsanalyse auf nacheilende Indikatoren (Arbeitsmarkt und Inflation) verlassen. Der Effekt der höheren Zinsen wird gerade dort erst verzögert erkennbar sein. Damit steigt die Wahrscheinlichkeit, dass die restriktive Geldpolitik über das Ziel hinausschiesst. Ein Blick auf die Zinskurve auf Seite 2 bekräftigt diese Analyse, beträgt doch die Wahrscheinlichkeit einer US-Rezession in den kommenden 12 Monaten über 60%.

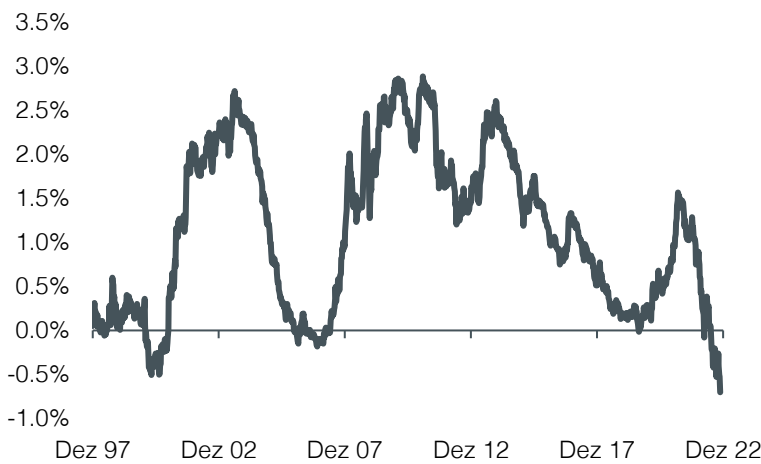
Da ein Ende der Zinserhöhungen antizipiert wird, konnten im letzten Monat sämtliche Anlageklassen Kursgewinne verzeichnen. Die globalen Aktienmärkte stiegen nach Veröffentlichung der Konsumentenpreise um 5%. Vor allem die seit Jahresbeginn stark in Mitleidenschaft gezogenen Technologieaktien verzeichneten den grössten Kurssprung. Auf globaler Ebene gab es seit den 80er Jahren nur 11 Tage mit höheren Kursgewinnen als am 10. November 2022. Die Reaktion der Finanzmärkte macht deutlich, wie negativ das Sentiment unter den Anlegern vor den positiven Inflationsnachrichten gewesen sein muss.

Von einer Trendwende kann dennoch wohl nicht gesprochen werden. Die bessere Vorhersehbarkeit der Zinsentwicklung dürfte jedoch ein positives Signal für Anleihen sein. Wir empfehlen deshalb die Gewichtung vor allem USD nominierter Anleihen zu erhöhen. Die steigende Rezessionswahrscheinlichkeit erfordert aber eine Konzentration auf Qualität, weshalb wir Laufzeitenrisiken gegenüber Kreditrisiken bevorzugen. Man würde annehmen, dass sich tiefere Zinsen auch positiv auf die Bewertung des Aktienmarktes ausgewirkt hätten. Die Risikoprämien sind jedoch unattraktiv geblieben, womit auch weiterhin lediglich das negative Sentiment für Aktien spricht. Wir bleiben bei einer neutralen Positionierung, richten die Allokation aber weiterhin defensiv aus. Alternative Anlagen bleiben im aktuellen Jahr klar die stabilste Anlageklasse. Aufgrund der gestiegenen Zinsen fassen wir aber deren Reduktion zu Gunsten von Anleihen ins Auge.



Zinsniveau

Zinsdifferenz 2-jährige vs. 10-jährige Staatsanleihen



Source: Bloomberg

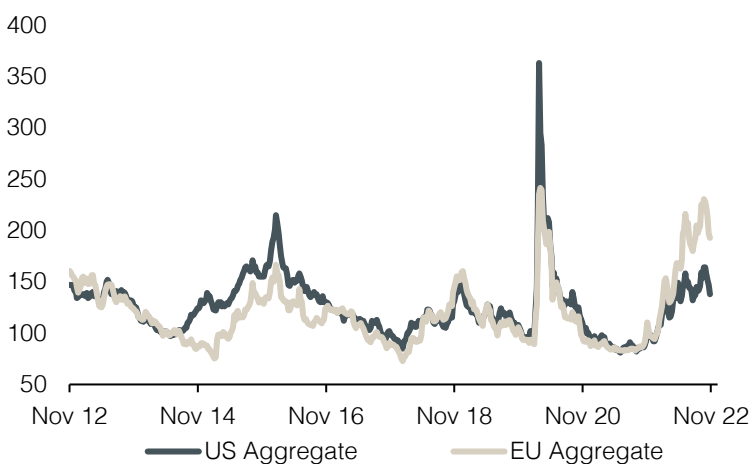
Einschätzung:



Die Inversion der USD-Zinskurve wird immer deutlicher. Knapp 0.7% beträgt der Renditeunterschied zwischen 2-jährigen und 10-jährigen US-Staatsanleihen. In der Vergangenheit folgten auf eine solche Inversion jeweils eine Rezession und tiefere Leitzinsen. Anleihen erscheinen somit attraktiv. Hier setzen wir vorwiegend auf qualitativ hochwertige Unternehmensanleihen und Staatsanleihen, welche den besten Schutz vor einer bevorstehenden Rezession bieten.

Risikoaufschläge

Risikoaufschlag (in bps)



Source: Bloomberg

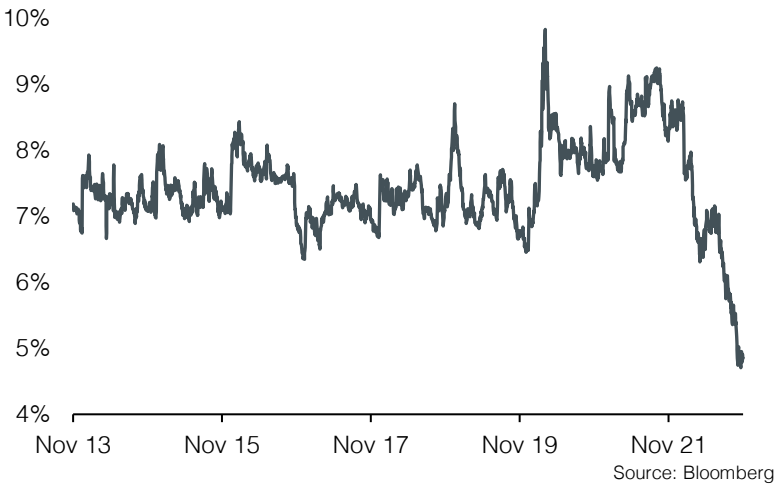
Einschätzung:



Im Einklang mit den Aktienmärkten haben sich auch die Risikoaufschläge positiv entwickelt, sind sie doch über den letzten Monat gesunken. Aus unserer Sicht befinden sich die Risikoaufschläge aber vor allem im Hochzinsbereich noch nicht auf den Niveaus, welche eine Rezession einpreisen. Im Gegensatz zu der Zinskurve, welche eine deutliche Sprache spricht, zeigen die Risikoaufschläge ein eher positives Bild der zukünftigen Wirtschaftsentwicklung. In der Summe favorisieren wir deshalb weiterhin Qualität und meiden Hochzinsanleihen.

Aktien Risikoprämie

Risikoprämie Aktien USA



Einschätzung:



Die Risikoprämie ist über den letzten Monat, trotz fallender Zinsen, nochmals gesunken. Unter anderem haben die enttäuschenden Quartalszahlen der Indexschergewichte zu weiteren Gewinnrevisionen geführt.

Frühindikatoren

Das makroökonomische Bild hat sich weiter eingetrübt. Weltweit scheint die Wirtschaft an Dynamik zu verlieren, was unter anderem auch bei den Containerpreisen der Schifffahrtsindustrie zu sehen ist. Die Frachtraten sind seit deren Höhepunkt um fast 75% eingebrochen.

Einschätzung:

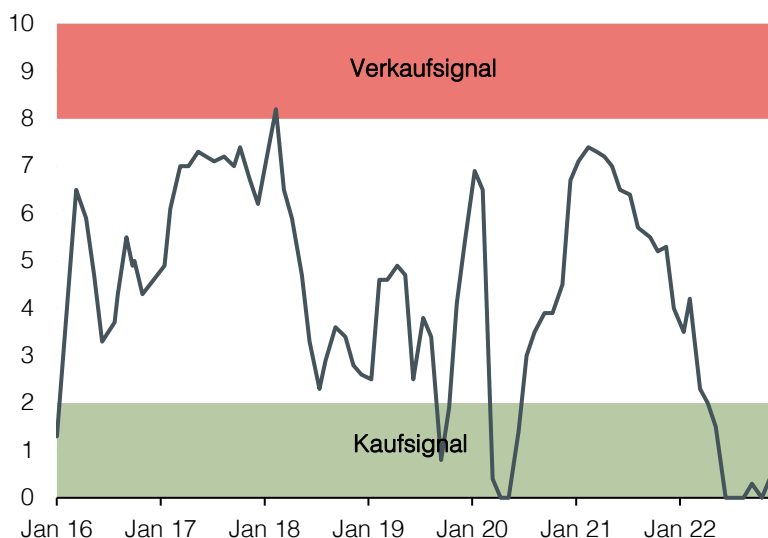


Dienstleistungs PMI

	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	Sep 22	Okt 22	Nov 22
Weltweit	52.8	54.7	57.1	59.5	57.4	56.3	52.7	53.8	55.6	54.7	51.0	54.0	53.4	52.2	51.9	53.9	51.1	49.3	50.0	49.2		
USA	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	49.3	47.8	
Europa	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	48.8	48.6	
Deutschland	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	45.0	46.5	
UK	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	50.0	48.8	
Frankreich	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	52.9	51.7	
Italien	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	48.8	46.4	
Spanien	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	48.5	49.7	
Schweiz	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	52.3	53.6	
China	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	48.9	47.0	
Japan	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	52.2	53.2	

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:



Das negative Sentiment war im Nachgang der Veröffentlichung der US-Inflationszahlen deutlich zu sehen, betrug der Kurssprung des Nasdaq 100 doch über 7.5%. Der Risikoindex stieg dennoch bis jetzt nur leicht an und bleibt damit unverändert im sehr attraktiven Bereich.

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