

Sound Invest

Februar 2023

Tiefste US-Arbeitslosigkeit
seit 1969 stützt Konsum

Einzelhandelsumsätze
steigen massiv

Zinswende vorerst
aufgeschoben

Aktien verteuern sich und
bleiben untergewichtet

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

Back in the summer of 69

Die neugeschaffenen Stellen in den USA legen das Dilemma der Notenbank offen: Ein starker Arbeitsmarkt bedeutet starke Konsumenten, weshalb die Zinswende vorerst vertagt wird.

Im letzten Monat wurden in den USA 517'000 neue Stellen geschaffen. Die Erwartung der Ökonomen lag bei einem Plus von 189'000 Stellen und wurde damit um ein Vielfaches übertroffen. Solch starke Abweichungen vom Konsens gab es seit dem Ausbruch der Covid-19-Pandemie noch nie. Es ist ein deutliches Zeichen dafür, dass der Arbeitsmarkt noch immer mit den Spätfolgen des Lockdowns kämpft und klare Prognosen sehr schwierig sind. Die Schaffung neuer Arbeitsplätze hat auch zur Senkung der Arbeitslosenquote in den USA auf 3,4% geführt – den niedrigsten Stand seit dem Sommer 1969.

Ein starker Arbeitsmarkt beflügelt auch die US-Konsumenten. Seit Mitte 2022 sind die Umfragerwerte des Frühindikators «University of Michigan Consumer Sentiment Index» gestiegen und haben den höchsten Stand seit einem Jahr erreicht. Absolut gesehen befindet sich dieser aber noch immer auf tiefem Niveau. Gleich wie bei den unten erwähnten Einkaufsmanagerindizes scheint jedoch der negative Trend vorerst gebrochen. Die Einzelhandelsumsätze in den USA bestätigen die verbesserte Verbraucherstimmung. Sie steigen dreimal so schnell wie in den letzten beiden Konjunkturzyklen und widerspiegeln damit höhere Preise und ein stärkeres Nachfragewachstum. Ein Anstieg von 3%, wie in diesem Januar, wurde zuletzt (mit Ausnahme der Pandemie) im Jahr 2001 einmalig erreicht. Somit sind die Einzelhandelsumsätze seit Ende 2020 um fast 31 % gestiegen und haben nur drei Monate nach ihrem Tiefststand einen neuen Höchststand erreicht.

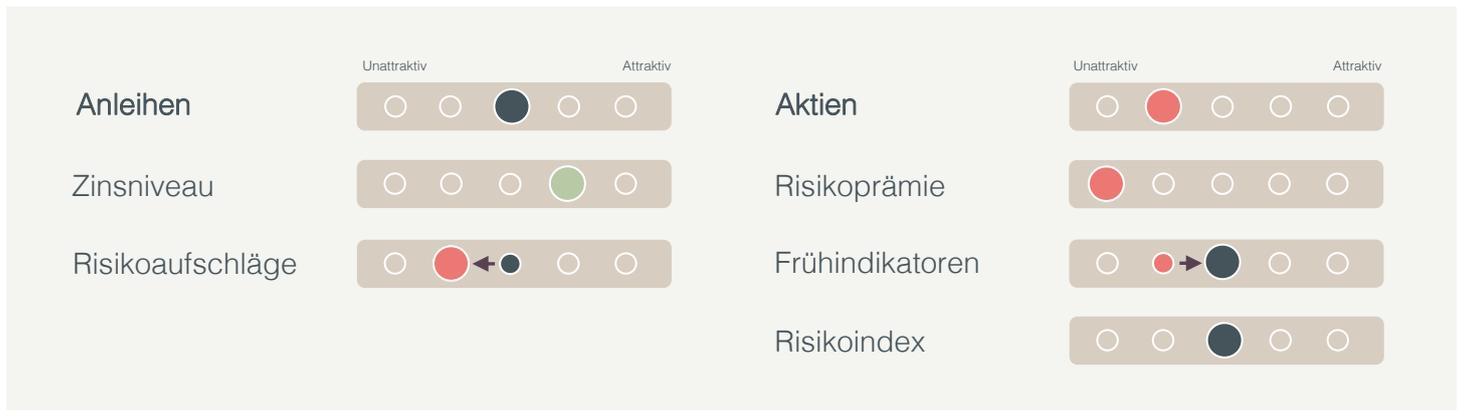
Die aktuelle Situation erschwert die Bemühungen der Notenbanken, die Inflation einzudämmen. Vieles deutet darauf hin, dass die Marktteilnehmer mit ihren bereits erwarteten Zinsreduktionen in der zweiten Hälfte des Jahres wohl etwas zu optimistisch waren. Seit Mitte Januar stieg der zum Jahresende erwartete USD-Leitzinssatz von 4.25% auf knapp über 5%, womit der Markt den noch immer restriktiven Währungshütern nun etwas mehr Glauben schenkt.

Ebenfalls über den Schätzungen der Ökonomen lag im Januar der Anstieg der Produzentenpreise, wobei auch die Zahlen vom Dezember nochmals nach oben revidiert wurden. Eine rückläufige Inflation erscheint somit kurzfristig eher unrealistisch. In Verbindung mit den starken Einzelhandelsumsätzen steigt die Wahrscheinlichkeit, dass die Notenbanken die Leitzinsen länger als derzeit vom Markt erwartet hochhalten werden.

In der Folge haben die kurzfristigen Zinsen im aktuellen Zyklus neue Höchststände erreicht. Deutsche Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von 12 Monaten rentieren knapp 3%, dem höchsten Stand seit 2008. In den USA gibt es für die gleiche Laufzeit sogar knapp 5%. Die anhaltende Unsicherheit bezüglich der Inflationsentwicklung dürfte das Marktumfeld für Anleihen weiterhin volatil gestalten.

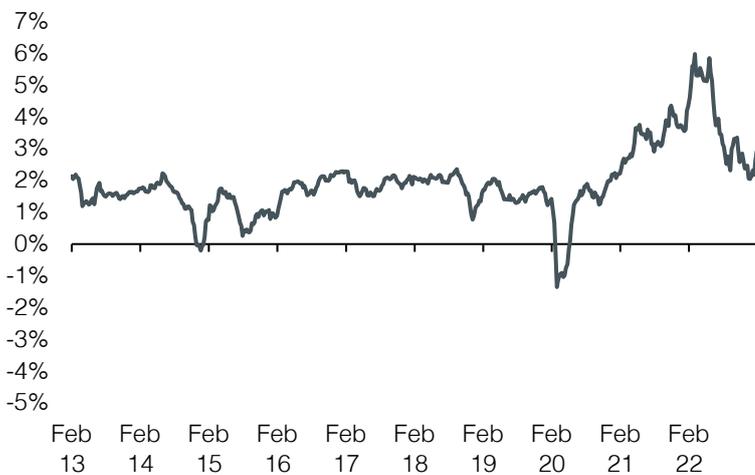
Aufgrund des gestiegenen Zinsniveaus und tieferen Risikoaufschlägen bleiben wir bei einer neutralen Beurteilung von Anleihen und bevorzugen qualitativ hochwertige Schuldner. Hohe Kreditrisiken werden weiterhin gemieden. Für Staatsanleihen mit längeren Laufzeiten dürften sich in den kommenden Wochen wieder Einstiegschancen ergeben.

Der fulminante Start der Aktienmärkte seit Beginn des Jahres ist aus unserer Sicht nur teilweise begründet. Wie bereits gesagt, hat sich das monetäre Umfeld verschlechtert. Zudem zeigen die Quartalsergebnisse für das Q4 2022 eine abflachende Dynamik. So verringerte sich die Anzahl der Unternehmen, welche die Analystenerwartungen übertrafen, und das Gewinnwachstum war rückläufig. Die Konsequenz sinkender Gewinnerwartungen bei steigenden Aktienkursen ist eine Erhöhung der absoluten Marktbewertung. Auch die unattraktiven Aktienrisikoprämien deuten darauf hin, dass es auch relativ gesehen wenig fundamentale Begründung für weiteres Kurspotenzial gibt. Aus diesen Gründen bleiben wir bei einer Untergewichtung von Aktien. Regional gesehen schätzen wir Europa neu mit neutral ein, wofür vor allem die Bewertungsdifferenz zu den restlichen Märkten ausschlaggebend ist. Auf Sektorebene stufen wir den Bereich Gesundheitswesen nach einer starken Überrendite im letzten Jahr von Übergewichten auf neutral herunter.



Zinsniveau

1-jähriger USD Inflationsswap



Source: Bloomberg

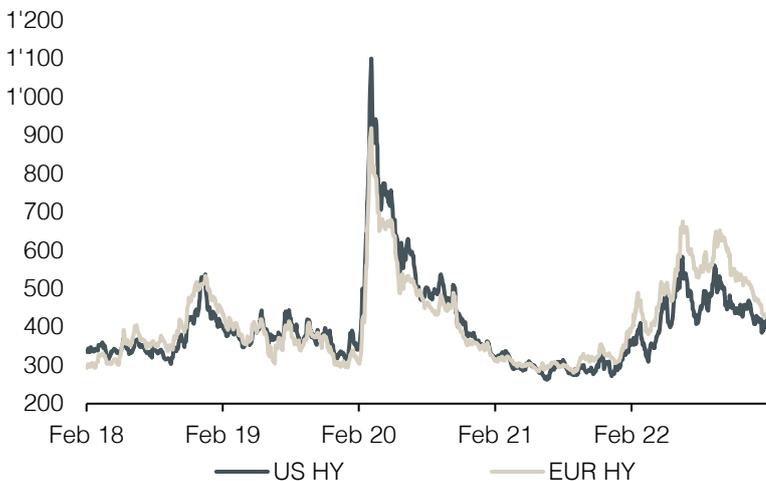
Einschätzung:



Im letzten Monat sah es noch nach einer Trendwende bei den langfristigen US-Zinsen aus. Die starken Zahlen aus dem Arbeitsmarkt und Einzelhandel liessen jedoch eintreffen, was wir bereits vermutet hatten: Die erwartete US-Inflation über die nächsten 12 Monate war mit 2% eine zu optimistische Schätzung der Marktteilnehmer. Im Verlauf des letzten Monats stieg dann auch die Inflationserwartung auf knapp 3%, was das Zinsniveau aller Laufzeiten nach oben drückte. Trotz tieferen Inflationaussichten scheint Europa bei den Zinsen noch Aufholbedarf zu haben. Wir tendieren dazu, einen weiteren Anstieg der Zinsen erstklassiger Anleihen als Chance für eine Verlängerung der Laufzeiten zu nutzen.

Risikoaufschläge

High Yield Risikoaufschlag (in bps)



Source: Bloomberg

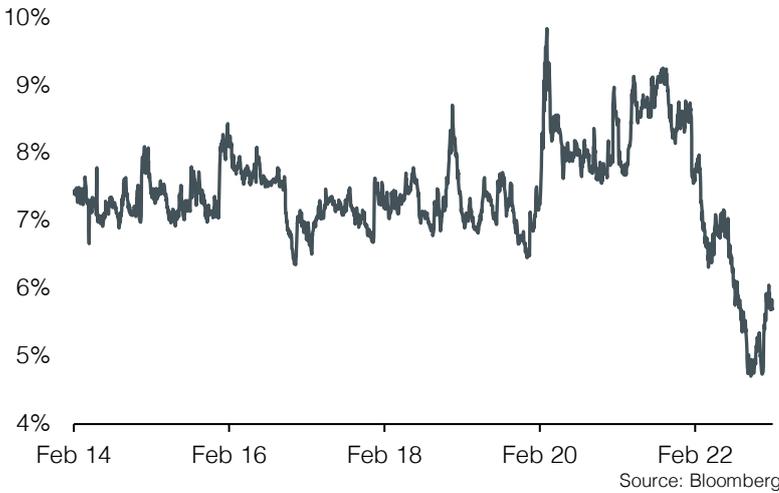
Einschätzung:



Während die Wahrscheinlichkeit einer US-Rezession über die kommenden 12 Monate in den letzten Wochen unverändert bei 65% lag, sanken die Risikoaufschläge weiter und haben damit ein unattraktives Niveau erreicht. Neben starken Zuflüssen in die Anlageklasse der Anleihen dürfte auch ein generell grösserer Risikoappetit der Auslöser dieser Entwicklung gewesen sein. Unserer Meinung nach agieren die Anleger aktuell sehr optimistisch, da der Markt inzwischen von höheren Zinsen für einen längeren Zeitraum ausgeht.

Aktien Risikoprämie

Risikoprämie Aktien USA



Einschätzung:



Steigende Realzinsen bei gleichzeitig steigenden Aktienkursen und rückläufigen Gewinnerwartungen haben die Risikoprämien nochmals sinken lassen. Die bereits in den Vormonaten unattraktive Bewertung hat sich somit akzentuiert und festigt unseren Standpunkt, dass die aktuelle Kursbewegung im Aktienmarkt nicht durch fundamentale Verbesserungen untermauert ist.

Frühindikatoren

Bei den Frühindikatoren ist eine klare Verbesserung zu erkennen. Nach der Wiedereröffnung Chinas haben sich vor allem auch in Europa, allen voran in Frankreich, Italien und Spanien, die Einkaufsmanagerindizes verbessert. Während die absoluten Zahlen unter 50 liegen und damit immer noch auf eine wirtschaftliche Kontraktion hinweisen, zeigt der Trend eine klare Verbesserung. Die Beurteilung steigt damit auf ein neutrales Niveau.

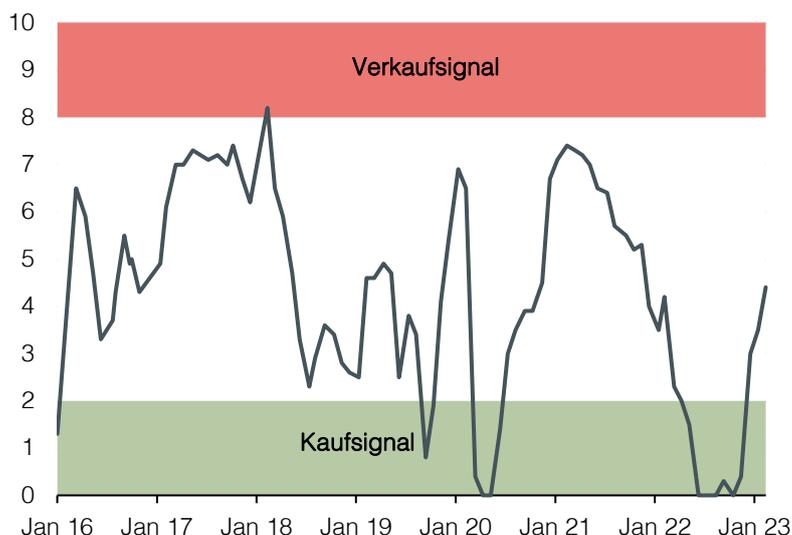
Einschätzung:



	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	Aug 22	Sep 22	Okt 22	Nov 22	Dez 22	Jan 23
Weltweit	56.0	55.5	55.4	54.1	54.1	54.2	54.2	54.3	53.2	53.7	52.9	52.3	52.3	52.2	51.1	50.3	49.8	49.4	48.8	48.7	49.1
USA S&P Global	62.1	62.1	63.4	61.1	60.7	58.4	58.3	57.7	55.5	57.3	58.8	59.2	57.0	52.7	52.2	51.5	52.0	50.4	47.7	46.2	46.9
USA ISM	61.9	61.1	60.0	59.6	60.7	60.4	60.8	58.6	57.6	58.4	57.0	55.9	56.1	53.1	52.7	52.9	51.0	50.0	49.0	48.4	47.4
Europa	63.1	63.4	62.8	61.4	58.6	58.3	58.4	58.0	58.7	58.2	56.5	55.5	54.6	52.1	49.8	49.6	48.4	46.4	47.1	47.8	48.8
Deutschland	64.4	65.1	65.9	62.6	58.4	57.8	57.4	57.4	59.8	58.4	56.9	54.6	54.8	52.0	49.3	49.1	47.8	45.1	46.2	47.1	47.3
UK	65.6	63.9	60.4	60.3	57.1	57.8	58.1	57.9	57.3	58.0	55.2	55.8	54.6	52.8	52.1	47.3	48.4	46.2	46.5	45.3	47.0
Frankreich	59.4	59.0	58.0	57.5	55.0	53.6	55.9	55.6	55.5	57.2	54.7	55.7	54.6	51.4	49.5	50.6	47.7	47.2	48.3	49.2	50.5
Italien	62.3	62.2	60.3	60.9	59.7	61.1	62.8	62.0	58.3	58.3	55.8	54.5	51.9	50.9	48.5	48.0	48.3	46.5	48.4	48.5	50.4
Spanien	59.4	60.4	59.0	59.5	58.1	57.4	57.1	56.2	56.2	56.9	54.2	53.3	53.8	52.6	48.7	49.9	49.0	44.7	45.7	46.4	48.4
Schweden	65.8	65.7	65.0	60.6	64.7	64.3	63.1	61.2	61.9	57.8	56.8	54.6	54.5	53.0	52.2	49.7	49.0	46.8	46.0	45.9	46.8
Schweiz	68.6	67.1	70.0	67.3	67.4	66.3	64.1	64.5	63.7	62.7	63.3	61.6	59.8	59.1	58.0	56.7	56.8	55.4	54.4	54.5	49.3
China Local	51.0	50.9	50.4	50.1	49.6	49.2	50.1	50.3	50.1	50.2	49.5	47.4	49.6	50.2	49.0	49.4	50.1	49.2	48.0	47.0	50.1
China Caixin	52.0	51.3	50.3	49.2	50.0	50.6	49.9	50.9	49.1	50.4	48.1	46.0	48.1	51.7	50.4	49.5	48.1	49.2	49.4	49.0	49.2
Japan	53.0	52.4	53.0	52.7	51.5	53.2	54.5	54.3	55.4	52.7	54.1	53.5	53.3	52.7	52.1	51.5	50.8	50.7	49.0	48.9	48.9

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 auch im vergangenen Monat unverändert auf einem neutralen Niveau. Eine weitere Aufwärtsdynamik in Richtung einer euphorischen Anlegerstimmung ist jedoch noch nicht zu erkennen.

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.

© 2023 Sound Capital AG. Datenquelle Bloomberg. Alle Rechte vorbehalten

Datenquelle: Bloomberg, BofA ML Research