

# Sound Invest

Juni 2023

Erholung an den globalen Aktienmärkten

Die Zentralbanken erhöhen die Zinsen weiter

Das Lohnwachstum hält die Kerninflation hoch

Aktien 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

## Fokus auf den Arbeitsmarkt

Trotz rückläufiger Inflationszahlen bleiben die Zentralbanken hartnäckig und erhöhen weiter die Zinsen. Dabei richten sie ihr Augenmerk zunehmend auf den Arbeitsmarkt.

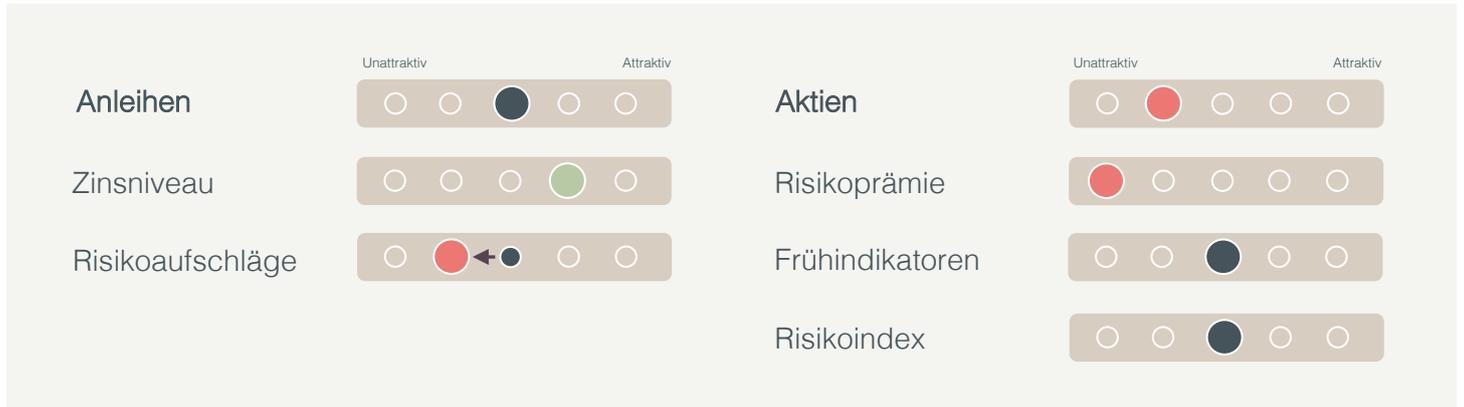
Die Meinungen unter den professionellen Investoren waren zum Ende des letzten Jahres eindeutig: Die stark angestiegenen Zinsen werden nach und nach ihre Spuren in der Wirtschaft hinterlassen und eine Rezession auslösen. Entsprechend defensiv war die generelle Ausrichtung der Anleger. Zum Jahresstart zeigten die globalen Aktienmärkte jedoch eine starke Erholung. Selbst die Unruhen im Finanzsystem, mit dem Kollaps von drei US-Regionalbanken und der Übernahme der Credit Suisse durch die UBS, führten nur vorübergehend zu Kursverlusten. Vor allem die grossen US-Technologiewerte profitierten, da die Überzeugung reifte, dass diese Unternehmen am stärksten von der wachsenden Bedeutung künstlicher Intelligenz profitieren werden. Die Aktien-erholung entwickelte sich mehr und mehr zu einer Herausforderung für viele defensiv positionierte Anleger. Infolgedessen war eine Kursänderung bei einigen Investoren zu beobachten. Ein Rückgang der Bargeldbestände seit Jahresbeginn zeigt, dass sich das Sentiment unter den Anlegern verbessert hat. Unterstützend dürfte sich auch der Rückgang der Inflation ausgewirkt haben. So ist die Gesamtinflationrate in den USA seit dem Höchststand im Juni 2022 von 9.1% auf 4% gefallen.

Die Zentralbanken teilen den Optimismus in Bezug auf den Erfolg der Inflationsbekämpfung nur bedingt. Die Federal Reserve verzichtete zwar im Juni zum ersten Mal seit über einem Jahr auf eine Erhöhung des Leitzinses, kündigte jedoch entgegen der Markterwartung zwei weitere Zinsschritte bis zum Jahresende an. Dabei legen die Zentralbanken ihr Augenmerk zunehmend auf den Arbeitsmarkt. Dieser präsentiert sich mit einer historisch niedrigen Arbeitslosenquote nach wie vor in solider Verfassung. Zudem weisen die vielen offenen Stellen weiterhin auf einen noch immer pandemiebedingten Mangel an Arbeitskräften hin. Dieser Umstand schürt bei den Zentralbanken die Sorge, dass das Lohnwachstum anhält und somit die Kerninflation, welche die volatilen Preise für Nahrungsmittel und Energie ausschliesst, hochhält. Die Kerninflation hatte ihren Höhepunkt in den USA im vergangenen September mit 6.6% erreicht, fiel seit dann aber nur leicht auf 5.3% und bleibt somit hartnäckig hoch.

Der Arbeitsmarkt ist jedoch ein nachlaufender wirtschaftlicher Indikator, da das Einstellen und Entlassen von Personal viel Zeit benötigt. Durch den angespannten Arbeitsmarkt dürften Unternehmen im aktuellen Umfeld zudem auch zögern, sich von Personal zu trennen. Diese Situation birgt die Gefahr, dass sich die Zentralbanken durch den stabilen Arbeitsmarkt dazu gedrängt fühlen, die Zinsen weiter zu erhöhen und auf hohem Niveau zu belassen, um ihr Inflationsziel von 2% trotz einer sich abschwächenden Wirtschaft nicht zu gefährden. Diese wirtschaftliche Abkühlung manifestiert sich bereits durch die Einkaufsmanagerindizes des verarbeitenden Gewerbes, welche sich weiter abgeschwächt haben. Da ein Grossteil der Zinsanstiege im zweiten Halbjahr letzten Jahres vorgenommen wurde, besteht zudem das Risiko, dass die bremsende Wirkung der Zinserhöhungen erst in den kommenden Monaten ihre volle Wirkung entfalten. Als mahnendes Beispiel dient aktuell Grossbritannien. Die noch immer stark ansteigende Kerninflation im Land zwingt die Bank of England dazu, die Zinsen weiter drastisch zu erhöhen, obwohl die Zentralbank gleichzeitig mit einer starken Abschwächung der Wirtschaft rechnet und die gestiegenen Hypothekenzinsen die Haushalte zunehmend unter finanziellen Druck setzen.

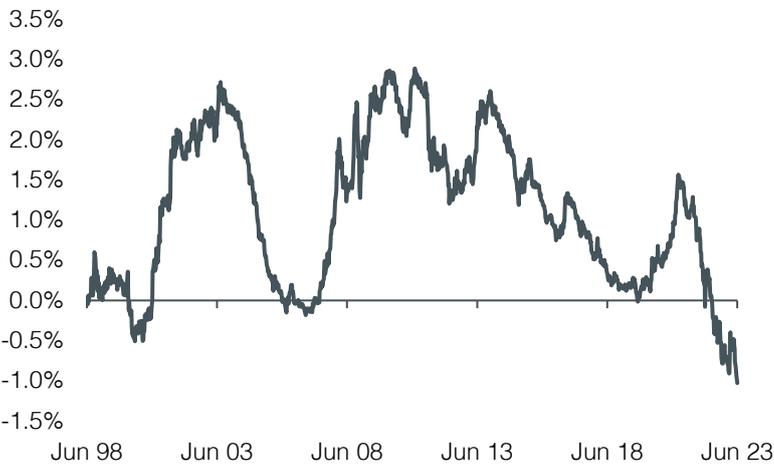
Die globalen Aktienmärkte berücksichtigen die zuvor genannten Risiken nur teilweise. Die diesjährigen Kursgewinne an den Börsen von bis zu 13% stehen stagnierenden Unternehmensgewinnen gegenüber, was zu einer erhöhten Bewertung des Aktienmarktes geführt hat. Die aktuellen Bewertungen liegen nun deutlich über dem langjährigen Durchschnitt, was in der Vergangenheit nur in Phasen wirtschaftlicher Expansion und steigender Unternehmensgewinne nachhaltig war. Beide Bedingungen sind derzeit nicht erfüllt. Zudem konzentrieren sich die Renditebeiträge auf einige wenige Aktien aus dem Technologiesektor. Die tiefste Aktienvolatilität seit Beginn der Pandemie ist ein Hinweis darauf, die erwähnten Herausforderungen nur bedingt im Markt eingepreist sind.

Wir bleiben deshalb bei einer defensiven Positionierung, indem wir an einem leichten Untergewicht der Aktienquote festhalten. Dieses implementieren wir weiterhin mit einem Untergewicht in US-Aktien. Die von den Notenbanken kontrollierten Leitzinsen dürften sich ihren Höchstständen nähern, weshalb wir langlaufende Staatsanleihen und Unternehmensanleihen von hoher Qualität weiterhin favorisieren. Hochzinsanleihen haben sich über den letzten Monat weiter verteuert, weshalb wir diese meiden.



## Zinsniveau

Zinsdifferenz 2-jährige vs. 10-jährige US-Staatsanleihen



Source: Bloomberg

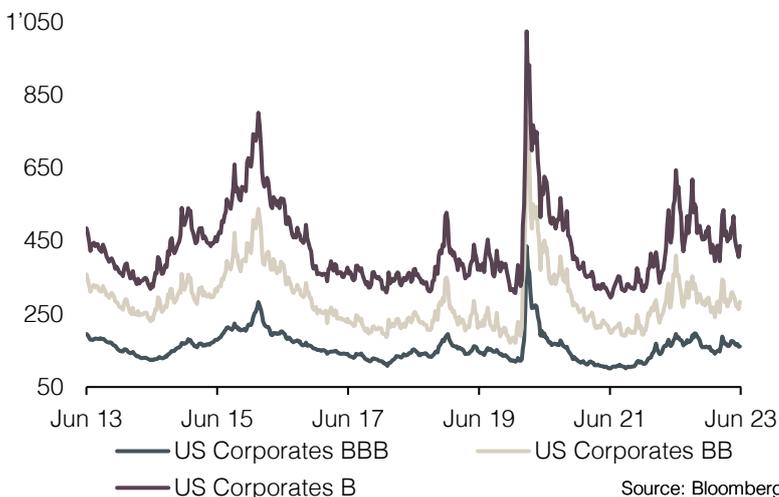
Einschätzung:



Die Bekräftigung der Zentralbanken die Inflation weiter zu bekämpfen hat die kurzfristigen Zinsen ansteigen lassen. Hingegen sind längere Laufzeiten aufgrund der Sorgen um das wirtschaftliche Wachstum praktisch unverändert geblieben. Die Inversion der Zinskurve hat somit nochmals deutlich zugenommen und weist auf eine drohende Abschwächung der Wirtschaft hin. Wir betrachten das aktuelle Zinsniveau nach wie vor als attraktiv und bevorzugen langlaufende Staatsanleihen und Unternehmensanleihen von hoher Qualität.

## Risikoaufschläge

Risikoaufschlag (in bps)



Source: Bloomberg

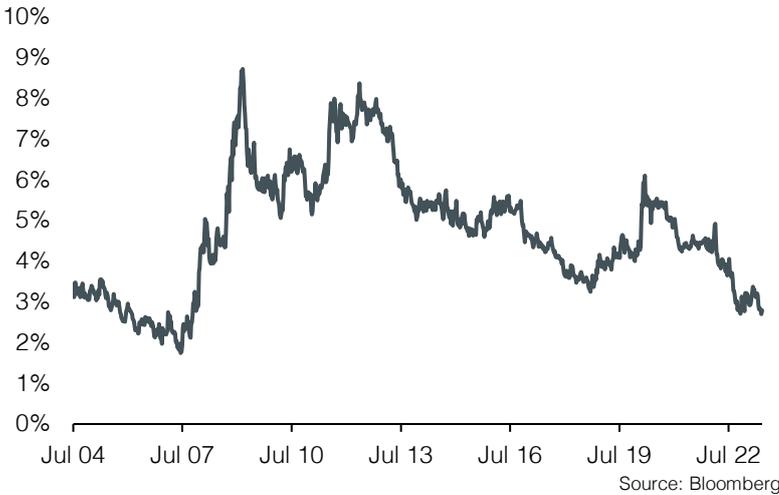
Einschätzung:



Über den letzten Monat sind die Risikoaufschläge gesunken und erscheinen nun insbesondere im Bereich der Hochzinsanleihen unattraktiv. Für risikoreiche Anleihen sind die Aufschläge gegenüber Staatsanleihen unter den langjährigen Durchschnitt gefallen und kompensieren Investoren nur bedingt für die aktuell herausfordernde wirtschaftliche Lage. Das Segment profitiert davon, dass sich derzeit viele Unternehmen mit niedriger Bonität noch nicht refinanzieren müssen. Je länger die Zinsen jedoch auf einem hohen Niveau bleiben, desto grösser dürfte der Druck auf den Bereich der Hochzinsanleihen werden. Da Anleger für das Halten von Hochzinsanleihen nur ungenügend kompensiert werden, dürften die aktuellen Kursgewinne auch genutzt werden, um Positionen in diesem Bereich zu reduzieren.

Aktien Risikoprämie

Globale Shiller Aktienrisikoprämie



Einschätzung:



Da die steigenden Aktienkurse nicht mit steigenden Unternehmensgewinnen einhergingen, hat sich der Aktienmarkt verteuert. Somit ist die historische Aktienrisikoprämie über den letzten Monat auf den tiefsten Stand seit 2007 gefallen und befindet sich auf einem sehr unattraktiven Niveau.

Frühindikatoren

Die Einkaufsmanagerindizes im verarbeitenden Gewerbe schwächen sich weiter ab. Im Dienstleistungsbereich sind auch erste Rückgänge zu beobachten, jedoch notieren diese immer noch über 50 und befinden sich somit im expansiven Bereich. Der Dienstleistungssektor profitiert wohl immer noch vom Nachholbedarf der Haushalte seit dem Ende der Pandemie. In der Summe bleiben wir hier bei unserer neutralen Einschätzung.

Einschätzung:



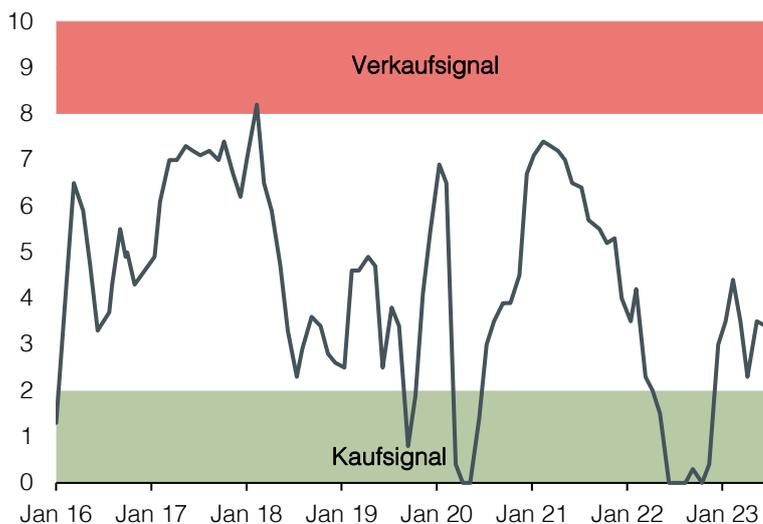
PMI verarbeitendes Gewerbe

	Sep 21	Okt 21	Nov 21	Dez 21	Jan 22	Feb 22	Mar 22	Apr 22	Mai 22	Jun 22	Jul 22	Aug 22	Sep 22	Okt 22	Nov 22	Dez 22	Jan 23	Feb 23	Mar 23	Apr 23	May 23	Jun 23
Weltweit	54.1	54.2	54.2	54.3	53.2	53.7	53.0	52.3	52.3	52.2	51.1	50.3	49.8	49.4	48.8	48.7	49.1	49.9	49.6	49.6	49.6	49.6
USA ISM	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	47.7	46.3	47.1	46.9	
Europa	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	48.5	47.3	45.8	44.8	43.6
UK	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	49.3	47.9	47.8	47.1	46.2
Schweiz	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	48.9	47.0	45.3	43.2	
China Local	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	52.6	51.9	49.2	48.8	
Japan	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	47.7	49.2	49.5	50.6	49.8

Dienstleistungs PMI

	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	Feb 23	März 23	Apr 23	Mai 23	Jun 23
Weltweit	53.8	55.6	55.6	54.7	51.0	54.0	53.4	52.2	51.9	53.8	51.0	49.2	50.0	49.2	48.1	48.1	50.1	52.6	54.4	55.4	55.5	
USA ISM	62.1	66.6	67.6	61.7	60.4	57.2	58.4	57.5	56.4	56.0	56.4	56.1	55.9	54.5	55.5	49.2	55.2	55.1	51.2	51.9	50.3	
Europa	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	48.5	49.8	50.8	52.7	55.0	56.2	55.1	52.4
UK	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	48.8	49.9	48.7	53.5	52.9	55.9	55.2	53.7
Schweiz	60.9	59.3	59.2	59.9	56.4	64.3	61.1	56.2	59.6	58.1	55.6	56.6	52.8	53.8	53.4	49.5	56.7	55.3	54.2	52.2	52.6	
China	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	45.1	39.4	54.0	55.6	56.9	55.1	53.8	
Japan	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	50.3	51.1	52.3	54.0	55.0	55.4	55.9	54.2

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.



Einschätzung:



Der Risikoindex befindet sich weiter im neutralen Bereich. Die Investorenstimmung hat sich seit Anfang des Jahres verbessert, was auch an den Zuflüssen in Aktien erkennbar ist. Zwar halten die Investoren immer noch erhöhte Bargeldbestände allerdings liess sich in den vergangenen Monaten ein deutlicher Rückgang beobachten.

### 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