SoundCapital™

Veröffentlicht am 27.9.2023 von Christian Luchsinger

SoundInsight N°10

01

Überraschend restriktiver Ton der Federal Reserve

02

Soft-Landing als Wunschszenario

03

Negative Reaktion der Finanzmärkte

04

Energiesektor strukturell und von attraktiver Bewertung begünstigt

Höher für länger – die Zinswende wird vertagt

Im Ausblick der Federal Reserve gewinnt die Prognose einer "sanften Landung" der Wirtschaft an Bedeutung. Jedoch betrachtete der Vorsitzende Jerome Powell dies nicht als das wahrscheinlichste Szenario.

Die US-Wirtschaft scheint trotz zahlreicher Herausforderungen weiterhin widerstandsfähig zu sein. Bisher haben sowohl die erheblichen Zinserhöhungen als auch der Zusammenbruch der Silicon Valley Bank sowie die Pattsituation beim Schuldenlimit der US-Regierung kaum Spuren im Wirtschaftswachstum hinterlassen.

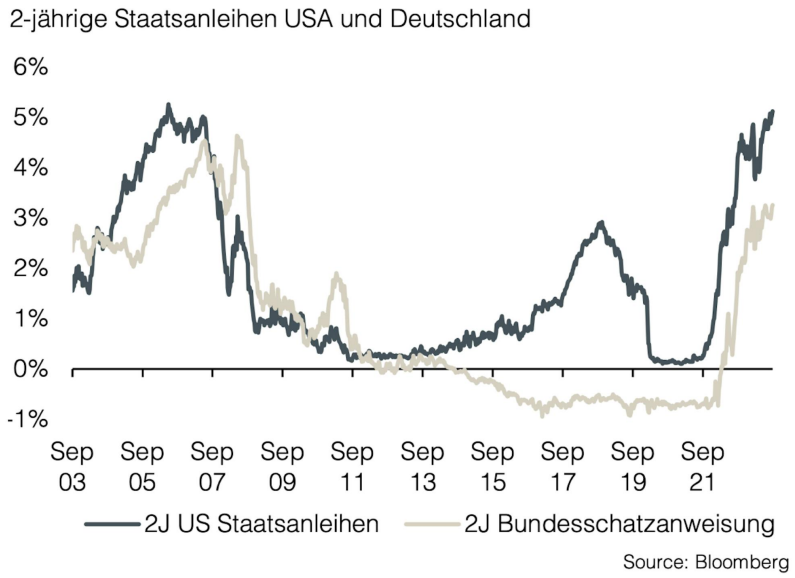
Tatsächlich zeigen sich die Beamten der Fed nun zunehmend zuversichtlich, die Inflation eindämmen zu können, ohne eine Rezession oder einen Anstieg der Arbeitslosigkeit zu provozieren. Aus unserer Sicht erscheint diese Entwicklung doch etwas zu trendfolgend, da die Prognosen vor nur drei Monaten noch deutlich vorsichtiger ausfielen. In ihrem vierteljährlichen Ausblick hat die Federal Reserve entsprechend die Wachstumsaussichten für 2024 von 1.1% auf 1.5% angehoben, die erwartete Arbeitslosenquote für 2024 von 4.5% auf 4.1% gesenkt und dabei die Inflationserwartung unverändert bei 2.5% belassen. Trotz höherer Zinsen erwarten die Währungshüter ein besseres Wirtschaftswachstum und eine nahezu gleiche Beschäftigungsquote. Ein widersprüchliches Szenario, insbesondere vor dem Hintergrund von Erfahrungswerten und einer erheblich höheren Verschuldung.

Die verbesserten Prognosen spiegeln sich auch in den Aussagen der Pressekonferenz wider, die nun "höhere Zinsen für einen längeren Zeitraum" signalisieren. Der "Dot-Plot", der die Zinserwartungen der Komiteemitglieder widerspiegelt, zeigt für 2024 ein Zinsniveau von 5.1%, was einer Erhöhung um 0.5% entspricht. Entgegen den Märkten gehen daher die Entscheidungsträger von einer weiteren Zinserhöhung in diesem Jahr aus, die den Leitzins auf 5.75% ansteigen lassen würde. Obwohl genau dieses Szenario in den jüngsten Wirtschaftsprognosen der Ökonomen skizziert wird, äußerte Jerome Powell auf eine Journalistenfrage klar seinen Vorbehalt. Er ließ sich nicht auf die Aussage heraus, dass er eine "sanfte Landung" für die US-Wirtschaft erwartet.

Es scheint, als hätten die Währungshüter wenige Alternativen zur konsequenten Beibehaltung hoher Zinsen, um keine weitere Inflationswelle durch vorzeitiges Einknicken auszulösen. Daher dürften die negativen wirtschaftlichen Auswirkungen der höheren Zinsen mit zeitlicher Verzögerung vermutlich stärker ins Gewicht fallen.

Die neuste Anpassung der Prognosen hat die Marktteilnehmer negativ überrascht. Der Zeitpunkt für die erwartete Zinswende wurde erneut in die Zukunft verschoben. Besonders auffällig war die Änderung in Bezug auf das erwartete Zinsniveau. Noch vor sechs Monaten hatte der Markt erwartet, dass die Zinsen Ende 2024 bei 3% liegen würden. Nach dem letzten Fed-Meeting wird nun erwartet, dass die Zinsen erst Mitte 2024 sinken, aber voraussichtlich nicht unter 4% fallen werden. Sowohl Anleihen- als auch Aktienmärkte reagierten negativ auf die restriktiven geldpolitischen Aussichten.

Wir sehen das Zinsniveau weiterhin als attraktiv an, insbesondere da einige Zentralbanken, einschließlich der Schweizerischen Nationalbank, den Zinszyklus größtenteils abgeschlossen sehen. In Bezug auf die Ausfallwahrscheinlichkeiten bleiben wir vorsichtig. Im Aktienbereich mahnen abnehmende Frühindikatoren und die niedrigen Risikoprämien weiterhin zu einer Untergewichtung. Aufgrund hoher relativer Bewertungsunterschiede beurteilen wir den Energiesektor als attraktiv an, sowohl aufgrund fundamentaler Daten als auch struktureller Einflussfaktoren. Im Bereich alternativer Anlagen zeigt sich Gold trotz höherer Zinsen und eines stärkeren US-Dollars bemerkenswert stabil. Eine Gold-Allokation bietet in der aktuellen Marktsituation eine gute Möglichkeit zur Diversifikation.



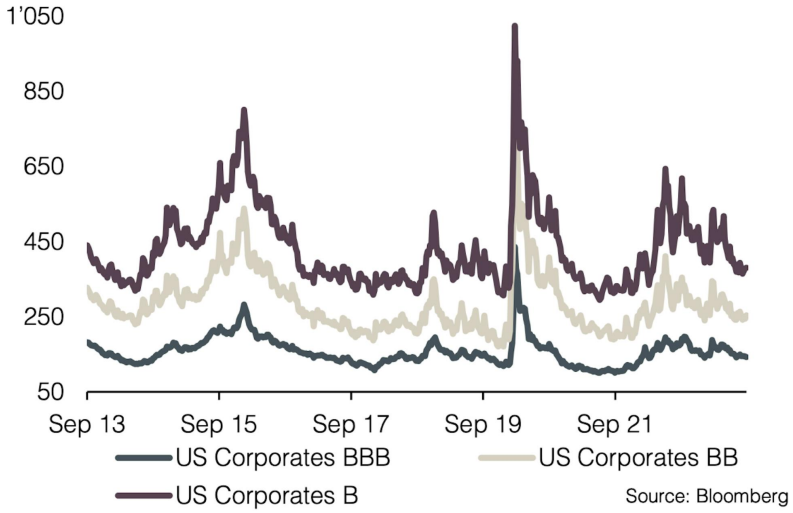
Source: Bloomberg

Zinsniveau

Es ist nur noch ein kleiner Schritt, bis die Renditen der 2-jährigen US-Staatsanleihen den höchsten Stand seit den 2000er Jahren erreichen. Das Zinsniveau in den USA ist somit so attraktiv wie schon lange nicht mehr, was aus unserer Sicht für eine Verlängerung der Laufzeiten spricht. Aufgrund der anhaltend hohen Kerninflation in Deutschland scheinen sich die Marktteilnehmer in Bezug auf die Europäische Zentralbank uneinig zu sein. Obwohl der Markt keine weiteren Zinserhöhungen erwartet, hat eine daten- orientierte EZB noch keine Anzeichen für ein Ende der höheren Zinsen erkennen lassen. Dennoch ist anzunehmen, dass, wenn überhaupt, nur noch wenige Zinserhöhungen zu erwarten sind.

Nicht attraktiv Attraktiv

Risikoaufschlag (in bps)

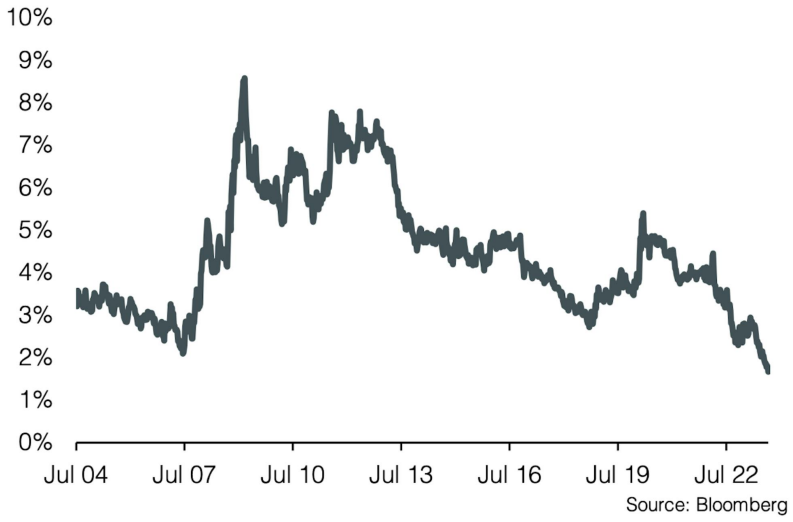


Risikoaufschläge

Die Marktreaktion auf die steigenden Zinsen bestätigt unsere vorsichtige Haltung in Bezug auf die Risikoaufschläge. Insbesondere im Bereich der Hochzinsanleihen gab es im Anschluss an die Pressekonferenz erhebliche Verluste. Je länger das Zinsniveau auf diesem Niveau verharrt, desto länger werden Unternehmen mit hoher Verschuldung gezwungen sein, sich zu vergleichsweise hohen Kosten zu refinanzieren. Angesichts der Tatsache, dass die Risikoaufschläge in der aktuellen Marktphase immer noch auf einem sehr niedrigen Niveau liegen, ziehen wir auch weiterhin Anlagen von erstklassiger Qualität vor.

Nicht attraktiv Attraktiv

USA Shiller Aktienrisikoprämie



Aktien Risikoprämie

Die Aktienrisikoprämie bleibt unattraktiv, wobei die steigenden Zinsen zusätzlich zu einem niedrigeren Niveau beitragen. Aufgrund des hohen Gewichts des Technologiesektors erscheint der US-Markt jedoch auch unverhältnismässig teuer. Bei einer näheren Betrachtung der verschiedenen Branchen ist festzustellen, dass bestimmte Bereiche des Aktien- marktes, wie beispielsweise der Energiesektor, durchaus attraktiv bewertet sind.

Nicht attraktiv Attraktiv

SoundCapital™

Frühindikatoren

PMI verarbeitendes Gewerbe

	Dez 21	Jan 22	Feb 22	Mär 22	Apr 22	Mai 22	Jun 22	Jul 22	Aug 22	Sep 22	Okt 22	Nov 22	Dez 22	Jan 23	Feb 23	Mär 23	Apr 23	Mai 23	Jun 23	Jul 23	Aug 23	Sep 23
Weltweit	54.3	53.2	53.7	53.0	52.3	52.4	52.2	51.1	50.3	49.8	49.4	48.8	48.7	49.1	49.9	49.6	49.6	49.5	48.7	48.6	49.0	
USA ISM	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	46.0	46.4	47.6	
Europa	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	43.4	42.7	43.5	43.4
UK	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	46.5	45.3	43.0	44.2
Schweiz	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	44.9	38.5	39.9	
China Local	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	49.0	49.3	49.7	
Japan	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	49.6	49.6	48.6

Dienstleistungs PMI

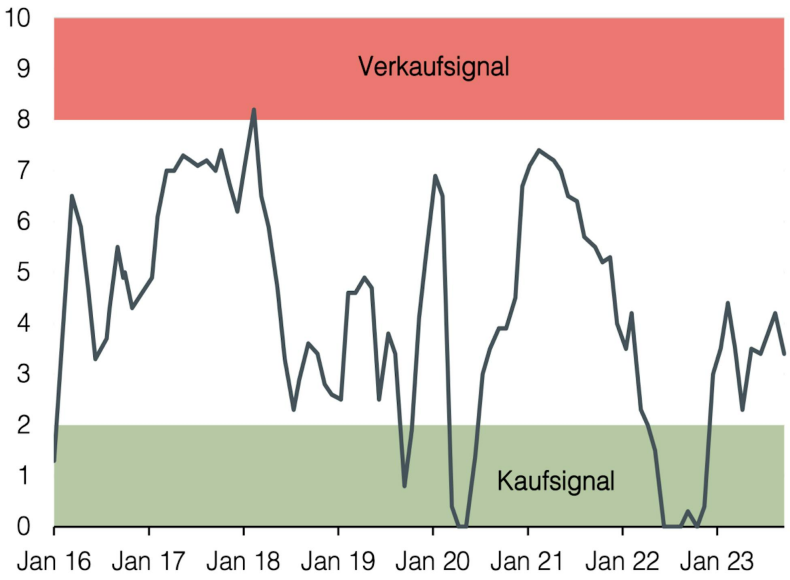
	Dez 21	Jan 22	Feb 22	Mrz 22	Apr 22	Mai 22	Jun 22	Jul 22	Aug 22	Sep 22	Okt 22	Nov 22	Dez 22	Jan 23	Feb 23	Mrz 23	Apr 23	Mai 23	Jun 23	Jul 23	Aug 23	Sep 23
Weltweit	54.7	51.0	54.0	53.4	52.2	51.9	53.8	51.1	49.3	50.0	49.2	48.1	48.0	50.1	52.6	54.4	55.4	55.5	53.9	52.7	51.1	
USA ISM	61.7	60.4	57.2	58.4	57.5	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	53.9	52.7	54.5	
Europa	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	52.0	50.9	47.9	48.4
UK	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	51.5	49.5	47.2
Schweiz	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	49.6	42.7	50.3	
China	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	52.8	51.5	50.5	
Japan	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	54.0	53.8	54.3	53.3

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.

Die Kluft zwischen dem Dienstleistungssektor und dem verarbeitenden Gewerbe schliesst sich allmählich. Während sich das verarbeitende Gewerbe auf einem niedrigen Niveau stabilisiert hat, zeigt der Dienstleistungssektor, insbesondere in Europa, Anzeichen einer Kontraktion. Im Allgemeinen haben sich die Frühindikatoren leicht verschlechtert, befinden sich jedoch weiterhin im neutralen Bereich.

Nicht attraktiv Attraktiv

Risikoindex

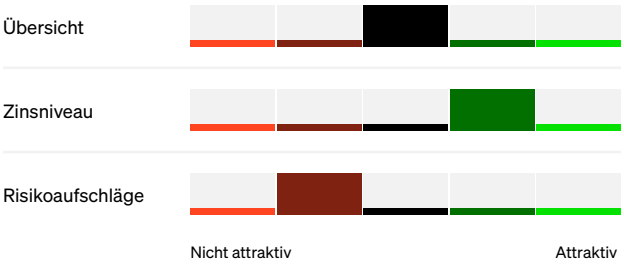


Starke Zuflüsse in Geldmarktfonds und Staatsanleihen zeigen ein weniger positives Sentiment. Der Gesamtindex bleibt jedoch im neutralen Bereich.

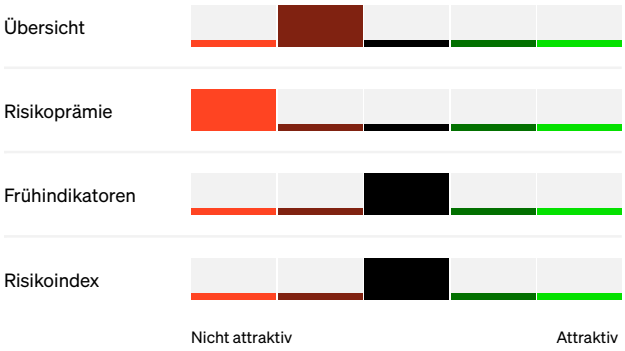
Nicht attraktiv Attraktiv

SoundCapital™

Anleihen



Aktien



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 dient ausschließlich zu Informationszwecken und ist als Werbung zu verstehen. Es wurde von der Sound Capital AG (nachfolgend «SC») mit größter Sorgfalt erstellt. Trotz sorgfältiger Bearbeitung übernimmt SC keine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der enthaltenen Informationen und lehnt jegliche Haftung für Verluste ab, die durch die Nutzung dieses Dokuments entstehen könnten. Die in diesem Dokument geäußerten Meinungen spiegeln die Einschätzungen von SC zum Zeitpunkt der Erstellung wider und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es handelt sich weder um ein Angebot noch eine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder zur Inanspruchnahme von Dienstleistungen. Empfängern wird empfohlen, eigene Beurteilungen vorzunehmen und gegebenenfalls unter Hinzuziehung eines Beraters die Informationen in Bezug auf ihre individuellen Umstände sowie deren rechtliche, regulatorische und steuerliche Auswirkungen zu überprüfen. Obwohl die Informationen aus als zuverlässig angesehenen Quellen stammen, übernimmt SC keine Garantie für deren Genauigkeit. Vergangene Wertentwicklungen von Anlagen sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Ergebnisse. Ebenso sind Prognosen zur Wertentwicklung nicht als verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse zu verstehen. Dieses Dokument richtet sich nicht an Personen, deren Nationalität oder Wohnsitz den Zugang zu solchen Informationen rechtlich einschränkt. Eine Vervielfältigung, auch auszugsweise, ist nur mit ausdrücklicher schriftlicher Genehmigung von SC gestattet.

© 2024 Sound Capital AG.
Datenquelle: Bloomberg, BofA ML Research