

## Vor einem zyklischen Abschwung?

April 2018

Verschlechterung des monetären Umfeldes in den USA

Abnehmende Dynamik des Wirtschaftsaufschwungs

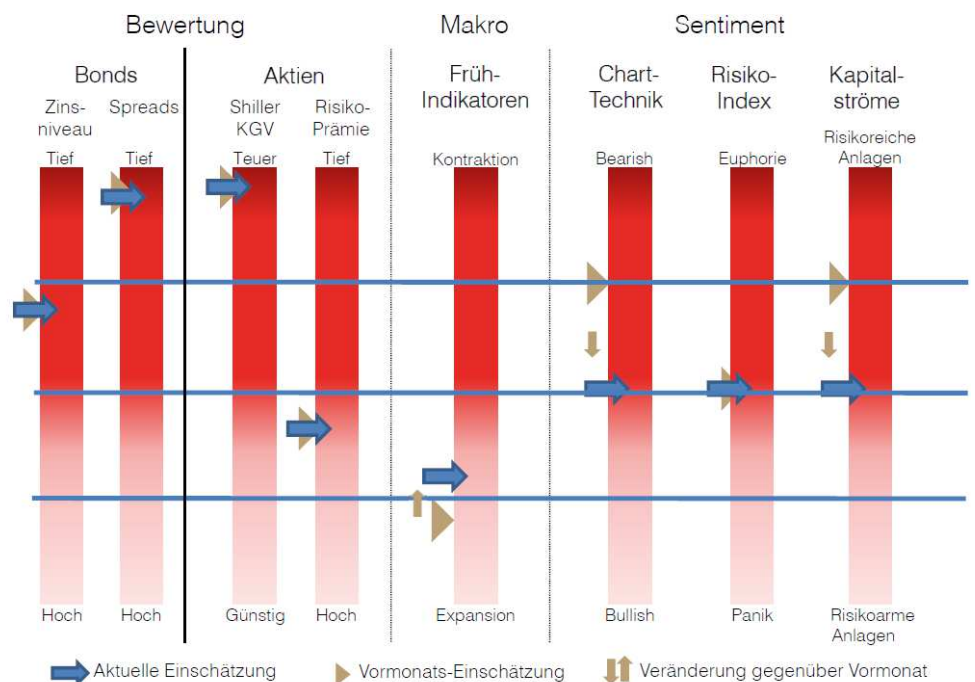
Keine Kapitulation der Anleger in US Technologieaktien

Einschätzung für Aktien bleibt vorerst neutral, für Anleihen negativ

### Hohes Wachstum der Unternehmensgewinne wirkt vorerst unterstützend

Die monetären Rahmenbedingungen in den USA haben sich verschlechtert. Es dürfte keinem Anleger entgangen sein, dass die Rendite langlaufender US-Staatsanleihen sowie die kurzfristigen US-Zinsen in den vergangenen 12 Monaten stark gestiegen sind. Weniger beachtet wurde dabei die Verdoppelung des 3-Monate-Libor-Satzes der besonders stark auf momentan 2.3% gestiegen ist. Dieser kräftige Anstieg ist von Bedeutung: der Libor ist immer noch der Referenzzinssatz im internationalen Bankgeschäft und damit Grundlage für zahlreiche Finanzprodukte einschliesslich Hypotheken und Finanzderivaten. Der besonders starke Anstieg dieses Marktzinses, der doppelt so hoch ausgefallen ist wie die Erhöhung der offiziellen Zinsen durch das FED zeigt, dass die monetären Rahmenbedingungen in den USA weitaus beengter ausfallen, wie allgemein angenommen. Damit wäre der Anstieg vor allem ein Resultat des Rückzugs der US-Notenbank von der sehr expansiven Geldpolitik. Wir werden die Entwicklung des Libors aber auch des sog. L-OIS Spreads (L ist der Zinssatz zu dem sich Banken ungesichert Geld ausleihen / OIS ist der offizielle Zinssatz der Notenbank) eng verfolgen, da sie ein Indiz dafür sein könnte, dass weitere Straffungen durch das FED zu unerwünschten Störungen des Interbankenmarktes führen.

#### Sound Capital Investment Navigator



Sound Capital AG  
 Claridenstrasse 19  
 Postfach  
 CH-8022 Zürich

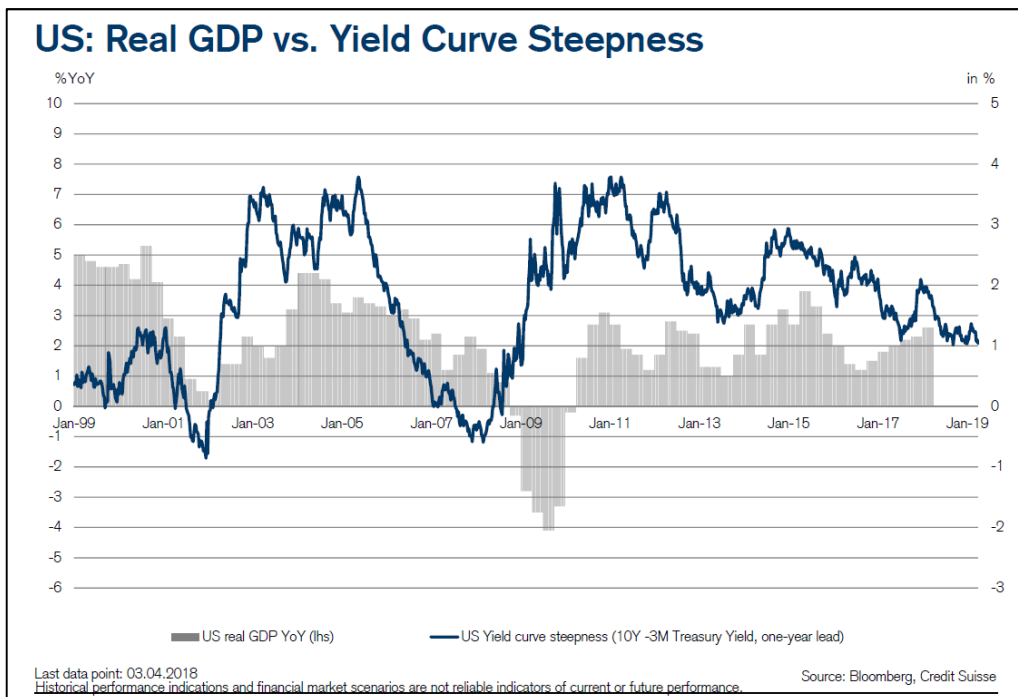
Tel +41 44 206 25 25  
 Fax +41 44 206 25 00

welcome@sound-cap.com  
 www.sound-cap.com

Seit unserem letzten Bericht haben sich die Makroindikatoren etwas abgeschwächt und beeinflussen damit unseren Barometer etwas weniger positiv. Die Charttechnik gibt dagegen kurzfristig ein neutrales bis positives Bild und beeinflusst unseren Barometer damit nicht mehr negativ. Dasselbe Bild ergibt sich bei der Beurteilung der Kapitalströme, die unseren Barometer ebenfalls nicht mehr negativ beeinflussen. In der Summe ergibt sich daraus eine **unveränderte Depotpositionierung mit einer Übergewichtung der Liquidität, einer Untergewichtung Festverzinslicher und einer neutralen Gewichtung von Aktien und Alternativen Anlagen.**

**Zinsniveau** (Beurteilung Indikator -) / **Spreads** (Beurteilung Indikator --)  
 Beurteilung unverändert / Beurteilung unverändert

Wir möchten in dieser Ausgabe auf den im Vergleich zum Wirtschaftszyklus untypischen Verlauf der sog. Zinskurve (Verzinsung 10-jähriger US T Bonds – 3-monats US T Bills) in den USA hinweisen. Normalerweise ist die Zinskurve (bei hohem Wirtschaftswachstum) vor dem Einleiten eines monetären Bremsmanövers durch die US-Notenbank steil (lange Zinsen deutlich höher wie kurze Zinsen). In der Folge der Finanzkrise mit dem sogenannten „quantitative easing“ ist die Zinskurve (bei relativ tiefem Zinsniveau) dieses Mal trotz restriktiverer Geldpolitik äusserst flach geblieben. Das FED hat in der Vergangenheit eher prozyklisch agiert und damit die wirtschaftliche Amplitude verstärkt. Sollten die Zinserhöhungen des FEDs auch diesmal zu spät erfolgt sein, ist ein Abgleiten der Zinskurve in den negativen Bereich (inverse Zinskurve) deutlich wahrscheinlicher, wie in der Vergangenheit. Eine negative Zinskurve hatte in der Vergangenheit immer eine Rezession zur Folge. Unser Hinweis auf die Zinskurve ist nicht als Warnung vor einer Rezession, sondern als Indiz dafür zu verstehen, wie aussergewöhnlich schwierig die Aufgabe des FEDs in Anbetracht der Situation an den Kapitalmärkten geworden ist.



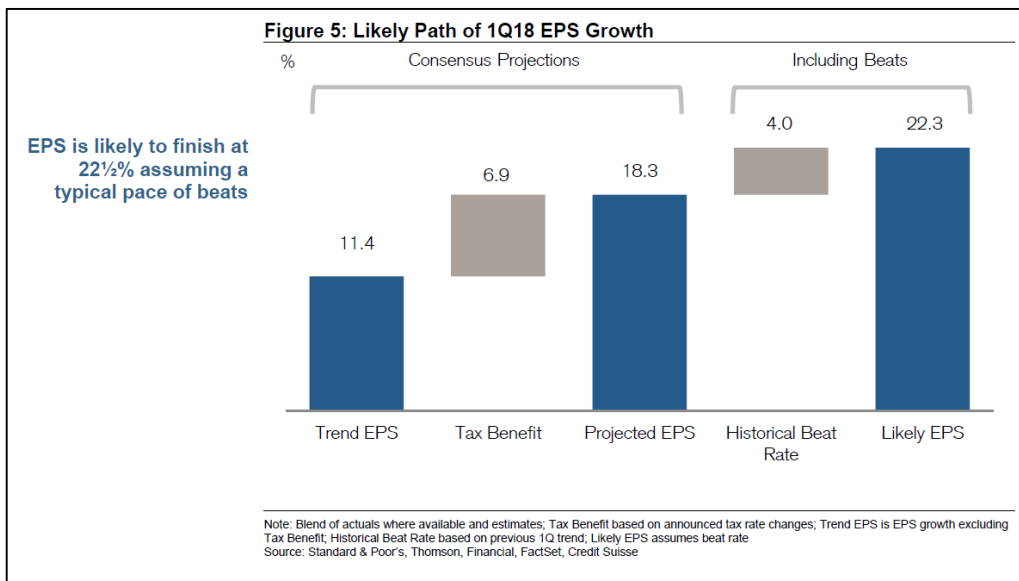
Anlagen im festverzinslichen Bereich bleiben, mit Ausnahme von US Staatsanleihen und erstklassigen USD-Unternehmensanleihen, nach wie vor unattraktiv. Bei USD Bonds empfehlen wir mittlere Laufzeiten (4 – 5 Jahre). Anleihen mit kürzeren Laufzeiten dürften tendenziell von der Erhöhung der kurzen Zinsen durch das FED in Mitleidenschaft gezogen werden.

Anleihen aus Schwellenländern weisen historisch gesehen einen tiefen Spread gegenüber US-Staatsanleihen auf. Wir beurteilen dieses Segment dennoch neutral, da wir ausschliesslich in kurzen Laufzeiten von Unternehmensanleihen mit Anlagequalität (Investment Grade) investieren. Weiter gehen wir in diesem Segment keine Fremdwährungsrisiken ein, halten also keine sogenannten „Local Currency Anleihen“.

**Shiller KGV** (Beurteilung Indikator --) / **Risikoprämie** (Beurteilung Indikator +)  
 Beurteilung unverändert / Beurteilung unverändert

Gemessen am Shiller KGV sind die Aktienmärkte überbewertet. Die hohen Bewertungen können nur gehalten werden, wenn die Unternehmen auch weiterhin ein hohes Gewinnwachstum aufweisen. Wir gehen davon aus, dass die Zahlen für das erste Quartal nicht enttäuschen werden und von dieser Seite für die Aktienmärkte keine unmittelbare Gefahr droht. Man muss sich allerdings bewusst sein, dass die Finanzmärkte sehr effizient sind und beispielsweise in den USA ein Gewinnwachstum (inklusive Steuersenkung) von mindestens 18% (Konsens der Finanzanalysten 18.3%) für das erste Quartal bereits eingepreist sein dürfte. Positiv wird der Markt also nur auf ein über dieser Zahl liegendes Gewinnwachstum reagieren. Wie Sie der untenstehenden Grafik entnehmen können, lag das tatsächliche Gewinnwachstum im Durchschnitt 4% über der Konsensschätzung, womit positive Überraschungen bei den Unternehmensgewinnen durchaus möglich sind.

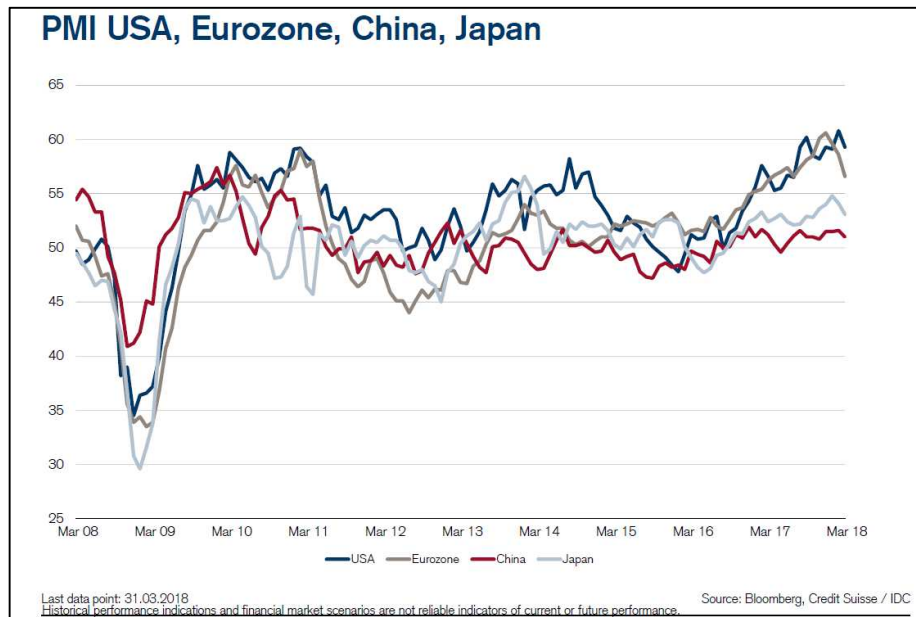
Der berühmte Basiseffekt und das normalerweise prozyklische Verhalten der Analysten, welche üblicherweise auf steigende Gewinne mit steigenden Schätzungen reagieren, dürfte ab dem zweiten Quartal eine Stagnation oder sogar einen zyklischen Abschwung des Gewinnwachstums immer wahrscheinlicher machen.



### Makro Frühindikatoren (Beurteilung Indikator +)

Beurteilung von ++ auf + gesenkt

Die bereits im letzten Monat abnehmende Dynamik hat sich in fast allen grossen Wirtschaftsblöcken aber besonders in der Eurozone weiter akzentuiert. Obwohl die PMIs aller grossen Volkswirtschaften immer noch komfortabel über 50 notieren, wird damit ein zyklischer Abschwung (welcher allerdings nicht zu einer veritablen Rezession führen dürfte) immer wahrscheinlicher.



### Charttechnik (Beurteilung Indikator 0)

Beurteilung von – auf 0 erhöht

Die von uns verfolgten Charttechniker bleiben mittelfristig negativ, sehen aber (mit der nachvollziehbaren Begründung überverkaufter Märkte) kurzfristig (bis Ende April?) eine Gegenbewegung.

### Risikoindex (Beurteilung Indikator 0) / Kapitalströme (Beurteilung Indikator 0)

Beurteilung unverändert / Beurteilung von – auf 0 erhöht

Die allgemeine Risikobereitschaft der Anleger hat sich seit unserer letzten Berichterstattung nicht nennenswert verändert. Die Anleger haben allerdings viele Ihrer, besonders im Januar eingegangenen Extrempositionen, in den neutralen Bereich hinein abgebaut. Uns ist hier aber aufgefallen, dass der Abfluss aus US-Technologiefonds seit Jahresbeginn (kumuliert circa USD 400 Mio.) im Verhältnis zu den Rekordzuflüssen der letzten 6 Monaten (kumuliert circa USD 20 Mia.) nur sehr moderat ausgefallen ist. Der in diesem Sektor zu beobachtende (fundamental wohl begründete) „Überoptimismus“ dürfte damit also immer noch nicht bereinigt sein.

SKALIERUNG SOUND CAPITAL NAVIGATOR					10.04.2018																																												
<b>Bewertung Bonds: - -</b>																																																	
<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>tief</th> <th colspan="2">Zinsniveau</th> <th>hoch</th> </tr> <tr> <th></th> <th>--</th> <th>-</th> <th>0</th> <th>+ **</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Neu</td> <td></td> <td>X</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Alt</td> <td></td> <td>X</td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>						tief	Zinsniveau		hoch		--	-	0	+ **	Neu		X			Alt		X			<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>tief</th> <th colspan="2">Spreads</th> <th>hoch</th> </tr> <tr> <th></th> <th>--</th> <th>-</th> <th>0</th> <th>+ **</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Neu</td> <td>X</td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Alt</td> <td>X</td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>						tief	Spreads		hoch		--	-	0	+ **	Neu	X				Alt	X			
	tief	Zinsniveau		hoch																																													
	--	-	0	+ **																																													
Neu		X																																															
Alt		X																																															
	tief	Spreads		hoch																																													
	--	-	0	+ **																																													
Neu	X																																																
Alt	X																																																
<b>Bewertung Aktien: 0</b>																																																	
<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>teuer</th> <th colspan="2">Shiller PE</th> <th>günstig</th> </tr> <tr> <th></th> <th>--</th> <th>-</th> <th>0</th> <th>+ **</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Neu</td> <td>X</td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Alt</td> <td>X</td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>						teuer	Shiller PE		günstig		--	-	0	+ **	Neu	X				Alt	X				<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>tief</th> <th colspan="2">Risiko-Prämie</th> <th>hoch</th> </tr> <tr> <th></th> <th>--</th> <th>-</th> <th>0</th> <th>+ **</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Neu</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td>X</td> </tr> <tr> <td>Alt</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td>X</td> </tr> </tbody> </table>						tief	Risiko-Prämie		hoch		--	-	0	+ **	Neu				X	Alt				X
	teuer	Shiller PE		günstig																																													
	--	-	0	+ **																																													
Neu	X																																																
Alt	X																																																
	tief	Risiko-Prämie		hoch																																													
	--	-	0	+ **																																													
Neu				X																																													
Alt				X																																													
<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Kontraktion</th> <th colspan="2">Makro Frühindikatoren</th> <th>Expansion</th> </tr> <tr> <th></th> <th>--</th> <th>-</th> <th>0</th> <th>+ **</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Neu</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td>X</td> </tr> <tr> <td>Alt</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td>X</td> </tr> </tbody> </table>						Kontraktion	Makro Frühindikatoren		Expansion		--	-	0	+ **	Neu				X	Alt				X	<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Bearish</th> <th colspan="2">Chart-Technik</th> <th>Bullish</th> </tr> <tr> <th></th> <th>--</th> <th>-</th> <th>0</th> <th>+ **</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Neu</td> <td></td> <td></td> <td>X</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Alt</td> <td></td> <td>X</td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>						Bearish	Chart-Technik		Bullish		--	-	0	+ **	Neu			X		Alt		X		
	Kontraktion	Makro Frühindikatoren		Expansion																																													
	--	-	0	+ **																																													
Neu				X																																													
Alt				X																																													
	Bearish	Chart-Technik		Bullish																																													
	--	-	0	+ **																																													
Neu			X																																														
Alt		X																																															
<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Euphorie</th> <th colspan="2">Risiko Index</th> <th>Panik</th> </tr> <tr> <th></th> <th>--</th> <th>-</th> <th>0</th> <th>+ **</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Neu</td> <td></td> <td></td> <td>X</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Alt</td> <td></td> <td></td> <td>X</td> <td></td> </tr> </tbody> </table>						Euphorie	Risiko Index		Panik		--	-	0	+ **	Neu			X		Alt			X		<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>risikoreich</th> <th colspan="2">Kapitalströme</th> <th>risikoarm</th> </tr> <tr> <th></th> <th>--</th> <th>-</th> <th>0</th> <th>+ **</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Neu</td> <td></td> <td></td> <td>X</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Alt</td> <td></td> <td>X</td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>						risikoreich	Kapitalströme		risikoarm		--	-	0	+ **	Neu			X		Alt		X		
	Euphorie	Risiko Index		Panik																																													
	--	-	0	+ **																																													
Neu			X																																														
Alt			X																																														
	risikoreich	Kapitalströme		risikoarm																																													
	--	-	0	+ **																																													
Neu			X																																														
Alt		X																																															

## Disclaimer

Das vorliegende Dokument dient ausschliesslich Informationszwecken und für die Verwendung 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 Bezug 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.