

Sound Invest

August 2021

Rendite von US-Staatsanleihen weiter rückläufig

US-Inflationserwartungen verharren bei ca. 2.2%

Lange Phase tiefer Nominal- und negativer Realzinsen

Geringere Relevanz absoluter Bewertungsmaassstäbe

Aktien werden positiver beurteilt und auf neutral erhöht

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

US-Inflation dürfte ihren Höhepunkt überschritten haben

Juli US-Verbraucherpreise mit 5.4% auf gleichem Niveau wie im Juni

Im Juli lag die Inflationsrate in den USA mit 5.4% auf dem gleichen Niveau wie im Vormonat, womit die US-Inflation ihren Höhepunkt erreicht haben dürfte. Neben dem bereits in unserer letzten Publikation beschriebenen Basiseffekt der Pandemie wird die Teuerungsrate von weiteren Sondereffekten wie dem volatilen Ölpreis aber auch der Preisentwicklung von Gebrauchtwagen verzerrt. Nennenswerter Lohndruck macht sich bis jetzt in den USA nicht breit. Entwarnung bezüglich der US-Inflation gibt auch der Kapitalmarkt mit einem Rückgang der Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen seit März von ca. 1.8% auf inzwischen unter 1.3% und mit stabilen marktbasierter Inflationserwartungen, die seit März bei etwa 2.2% verharren.

Das FED stimmt ja bekanntlich mit der Beurteilung einer nur vorübergehend starken Inflationsentwicklung überein und nimmt zudem (wie inzwischen auch die EZB) ein Überschieszen der Inflation in Kauf. Die unterschiedliche Ausgangsbasis beider Notenbanken ist aber frappierend. Während die monetäre Strategieüberprüfung in den USA auf Grund der aktuellen Inflationsentwicklung durchaus sinnvoll erscheint, kommt die geänderte Strategie der EZB der Ausstellung eines monetären Blankochecks gleich. Zur Erinnerung: Im Euroraum liegt die Inflation aktuell bei 1.9% bzw. die Kerninflation bei nur 0.7%.

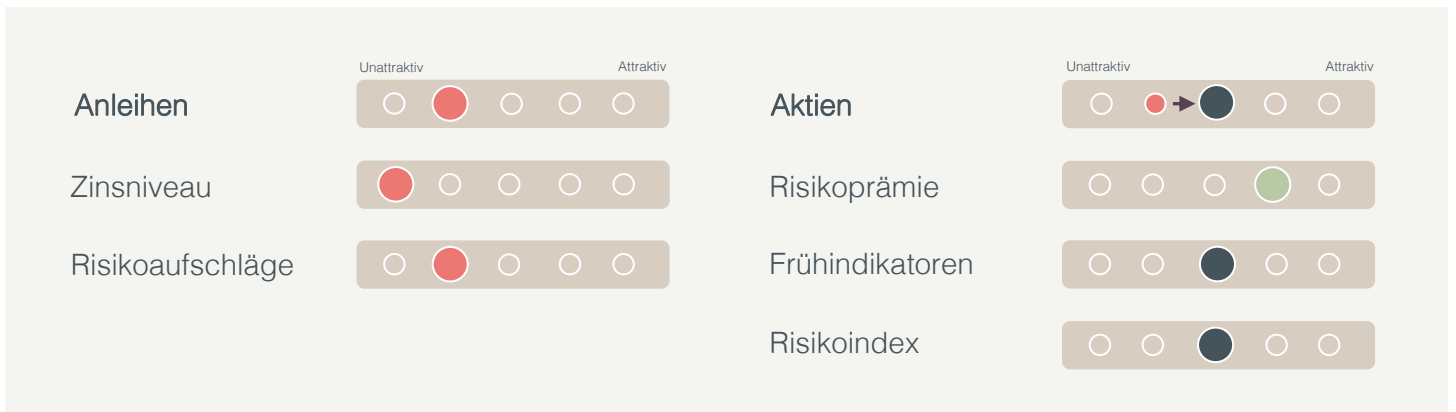
Unter diesen Umständen sind wir nach reiflicher Überlegung zur Überzeugung gelangt, dass die Notenbanken einen zu schnellen Anstieg der Zinsen auch bei steigenden Inflationsraten nicht zulassen werden.

Ein Anleger muss sich also auf eine sehr lange Phase tiefer nominaler und negativer Realzinsen einstellen.

Diese Erkenntnis hat einen entscheidenden Einfluss auf die Bewertung aller Anlageklassen. In der Anlagewelt wird nämlich unterstellt, dass der faire Wert einer Anlage dem abdiskontierten Barwert deren zukünftiger Erträge entspricht. Der Gegenwartswert liegt damit umso höher, je tiefer der Zins liegt, mit dem abdiskontiert wird. Bei Aktien ergibt sich der Abdiskontierungssatz aus dem risikofreien Zins (also der Verzinsung langfristiger Staatsanleihen) plus eines angemessenen Risikoaufschlags.

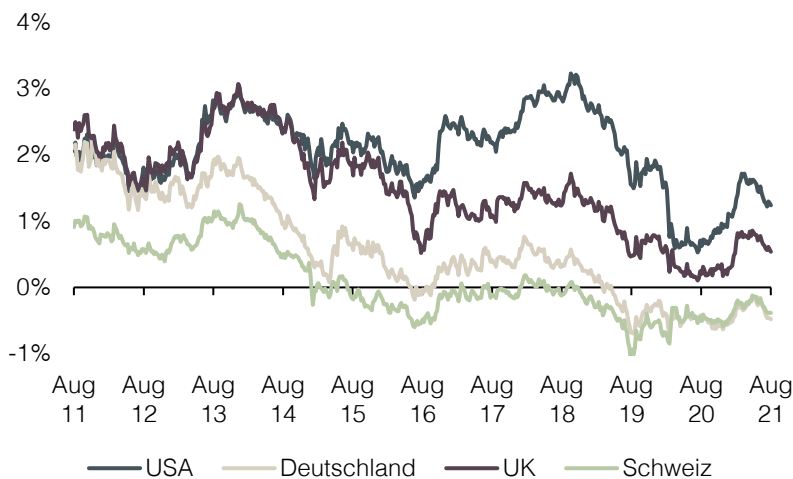
Eine absolute Bewertungsbetrachtung wird dem langfristig veränderten Zinsumfeld nicht gerecht, weshalb wir den in unserem Modell bisher verwendeten Parameter, der «Shiller KGV» einer erneuten quantitativen Prüfung unterzogen haben. Wir kamen dabei zum Schluss, dass wir die Treffsicherheit unseres Gesamtmodells bei Weglassung dieses Parameters verbessern und gleichzeitig dessen Agilität erhöhen. Im Bewertungsbereich setzen wir damit in Zukunft ausschliesslich auf die relative Betrachtung der Risikoprämie, für dessen Berechnung wir auch in Zukunft auf zyklisch adjustierte und nicht etwa auf erwartete zukünftige Gewinne setzen.

Die neue Ausrichtung des Modells führt zu einer verbesserten Beurteilung der Anlageklasse Aktien von bisher «leicht untergewichten» auf «neutral gewichten», die sich übrigens (auf Grund der erneut gestiegenen Risikoprämie) auch unter Beibehaltung der bisherigen Zusammensetzung unseres Modells ergeben hätte. Ausser einer leichten Aufstockung der Aktienquote zu Lasten der Liquidität haben wir an der Ausrichtung unserer Mandate keine Veränderung vorgenommen.



Zinsniveau

Rendite 10-Jähriger Staatsanleihen



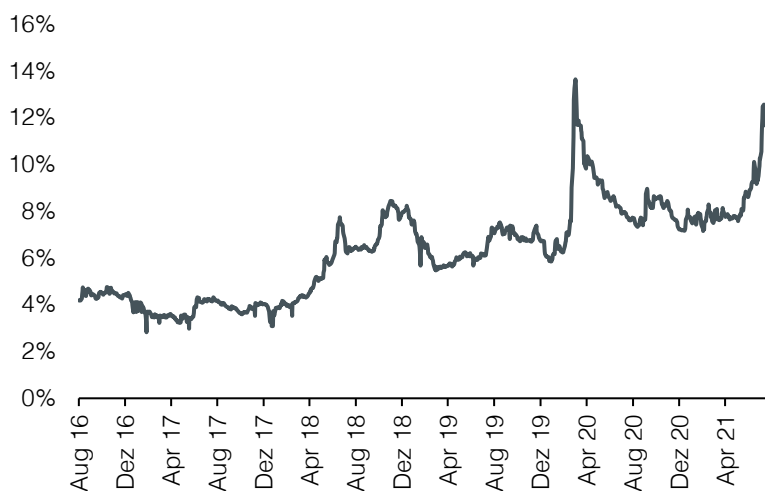
Einschätzung:



Der inflationsbedingte Anstieg der globalen Zinsen scheint vorerst vorüber. Seit dem Jahreshöchststand im März sind die 10-jährigen US-Zinsen um knapp ein Drittel gesunken. Während die Notenbanken schon seit Längerem von einer temporären Phase einer anziehenden Teuerung ausgehen, sind die weltweit steigenden COVID-19 Infektionszahlen ein weiterer Grund, weshalb die langen Zinsen, welche die Wachstumserwartungen widerspiegeln, in den letzten Wochen wieder sinken.

Risikoaufschläge

China High Yield Risikoaufschlag



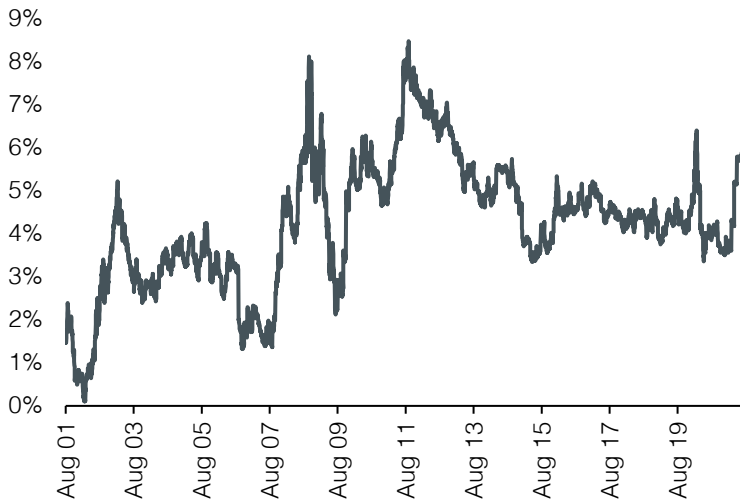
Einschätzung:



Seit Mitte Juli sind die globalen Risikoaufschläge zum ersten Mal dieses Jahr leicht gestiegen. Dennoch befinden sich die Aufschläge gerade im Qualitätsbereich noch immer auf historisch tiefem Niveau. Attraktive Renditen finden sich in den Schwellenländern, wo vor allem in China die Hochzinsanleihen zu Preisen handeln, welche zuletzt während des Ausbruchs der Pandemie zu sehen waren. Die Mischung aus politisch motivierter Intervention und Neubeurteilung der Staatsgarantie chinesischer Schuldner wirkt sich auf die ganze Region aus und bringt aus unserer Sicht neben Volatilität auch Opportunitäten mit sich.

Aktien Risikoprämie

Globale Aktienrisikoprämie



Einschätzung:



Höhere Inflationszahlen bei sinkenden Nominalzinsen liessen die Realverzinsung noch weiter sinken. Das Mandat der Zentralbanken scheint offensichtlich – die Zinsen werden für längere Zeit tief gehalten, während ein Überschreiten der Inflation in Kauf genommen wird. Ein «eleganter» Weg um sich der im Zuge der Pandemie aufgehäuften Schulden schleichend und von Sparern unbemerkt zu entledigen. In diesem Umfeld gibt es zu einer Anlage in sogenannten Realwerten (deren Werte unter der beschriebenen Inflationierung nicht leiden) tatsächlich keine Alternative. Wie unsere statistischen Untersuchungen ergeben haben, ist die Risikoprämie dabei das ideale Mass um bei der Wahl zwischen Aktien und Renten eine verlässliche Entscheidung zu fällen.

Frühindikatoren

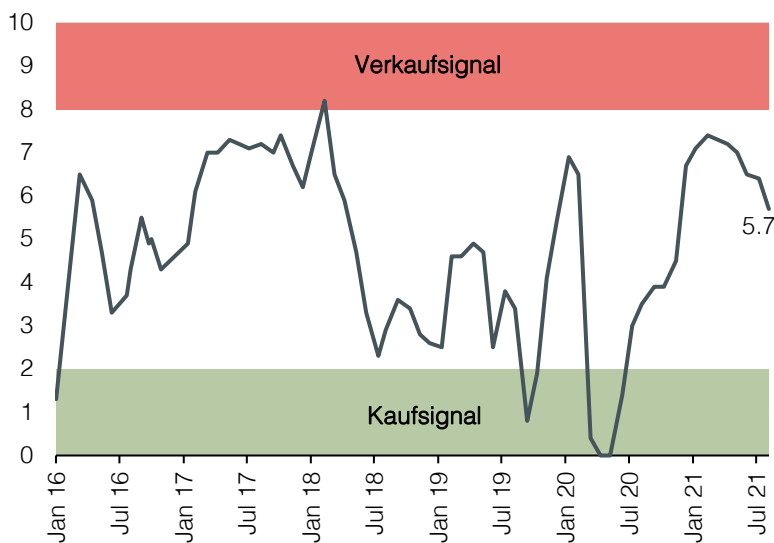
Den Frühindikatoren, allen voran den Einkaufsmanagerindizes, widmen wir aktuell einen Grossteil unserer Aufmerksamkeit. Im Zusammenhang mit den steigenden Fallzahlen in den Industrienationen und vereinzelt erneuten «Lockdowns» ist eine klar abnehmende wirtschaftliche Dynamik erkennbar. Obschon die Umfragewerte noch immer auf Wachstum hindeuten, schenken wir der möglichen Trendwende genügend Beachtung und geben eine neutrale Beurteilung.

Einschätzung:



| | Nov 19 | Dez 19 | Jan 20 | Feb 20 | Mrz 20 | Apr 20 | Mai 20 | Jun 20 | Jul 20 | Aug 20 | Sep 20 | Okt 20 | Nov 20 | Dez 20 | Jan 21 | Feb 21 | Mrz 21 | Apr 21 | Mai 21 | Jun 21 | Jul 21 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Weltweit | 51.6 | 51.9 | 52.7 | 47.1 | 36.8 | 23.7 | 35.1 | 48.1 | 50.7 | 52.0 | 52.0 | 52.9 | 52.2 | 51.8 | 51.6 | 52.8 | 54.7 | 57.0 | 59.5 | 57.5 | 56.3 |
| USA | 51.6 | 52.8 | 53.4 | 49.4 | 39.8 | 26.7 | 37.5 | 47.9 | 50.0 | 55.0 | 54.6 | 56.9 | 58.4 | 54.8 | 58.3 | 59.8 | 60.4 | 64.7 | 70.4 | 64.6 | 59.9 |
| Europa | 51.9 | 52.8 | 52.5 | 52.6 | 26.4 | 12.0 | 30.5 | 48.3 | 54.7 | 50.5 | 48.0 | 46.9 | 41.7 | 46.4 | 45.4 | 45.7 | 49.6 | 50.5 | 55.2 | 58.3 | 59.8 |
| Deutschland | 51.7 | 52.9 | 54.2 | 52.5 | 31.7 | 16.2 | 32.6 | 47.3 | 55.6 | 52.5 | 50.6 | 49.5 | 46.0 | 47.0 | 46.7 | 45.7 | 51.5 | 49.9 | 52.8 | 57.5 | 61.8 |
| UK | 49.3 | 50.0 | 53.9 | 53.2 | 34.5 | 13.4 | 29.0 | 47.1 | 56.5 | 58.8 | 56.1 | 51.4 | 47.6 | 49.4 | 39.5 | 49.5 | 56.3 | 61.0 | 62.9 | 62.4 | 59.6 |
| Frankreich | 52.2 | 52.4 | 51.0 | 52.5 | 27.4 | 10.2 | 31.1 | 50.7 | 57.3 | 51.5 | 47.5 | 46.5 | 38.8 | 49.1 | 47.3 | 45.6 | 48.2 | 50.3 | 56.6 | 57.8 | 56.8 |
| Italien | 50.4 | 51.1 | 51.4 | 52.1 | 17.4 | 10.8 | 28.9 | 46.4 | 51.6 | 47.1 | 48.8 | 46.7 | 39.4 | 39.7 | 44.7 | 48.8 | 48.6 | 47.3 | 53.1 | 56.7 | 58.0 |
| Spanien | 53.2 | 54.9 | 52.3 | 52.1 | 23.0 | 7.1 | 27.9 | 50.2 | 51.9 | 47.7 | 42.4 | 41.4 | 39.5 | 48.0 | 41.7 | 43.1 | 48.1 | 54.6 | 59.4 | 62.5 | 61.9 |
| Schweiz | 52.6 | 51.3 | 57.3 | 51.9 | 28.1 | 21.4 | 37.4 | 49.0 | 50.9 | 50.5 | 53.6 | 50.3 | 48.4 | 49.5 | 49.1 | 52.0 | 55.5 | 57.6 | 58.8 | 64.4 | 60.8 |
| China | 53.5 | 53.0 | 53.1 | 30.1 | 51.8 | 52.1 | 52.3 | 53.4 | 53.1 | 54.3 | 55.2 | 55.5 | 55.7 | 54.8 | 51.1 | 50.8 | 55.2 | 54.4 | 54.3 | 52.3 | 52.5 |
| Japan | 50.3 | 49.4 | 51.0 | 46.8 | 33.8 | 21.5 | 26.5 | 45.0 | 45.4 | 45.0 | 46.9 | 47.7 | 47.8 | 47.7 | 46.1 | 46.3 | 48.3 | 49.5 | 46.5 | 48.0 | 47.4 |

Risikoindex



Einschätzung:



Es ist untypisch, dass der antizyklisch ausgerichtete Risikoindex, trotz haussierender Aktienmärkte, seit Februar 2021 kontinuierlich sinkt. Für uns ein klares Zeichen abnehmender Euphorie und Risikobereitschaft und damit auch der Wahrscheinlichkeit eines grossen Rückschlags an der Börse.

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 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 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.

© 2021 Sound Capital AG. Datenquelle Bloomberg. Alle Rechte vorbehalten

Datenquelle: Bloomberg, BofA ML Research