

Sound Invest

September 2021

Risikoaufschläge steigen
im chinesischen
Immobilienktor

Sinkende
Ausfallwahrscheinlichkeit bei
Qualitätsanleihen

Unveränderte
Inflationserwartung

Abnehmende Dynamik der
globalen PMI Zahlen

Keine Änderung der
Anlageklassen

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

Schlechte Nachrichten aus China

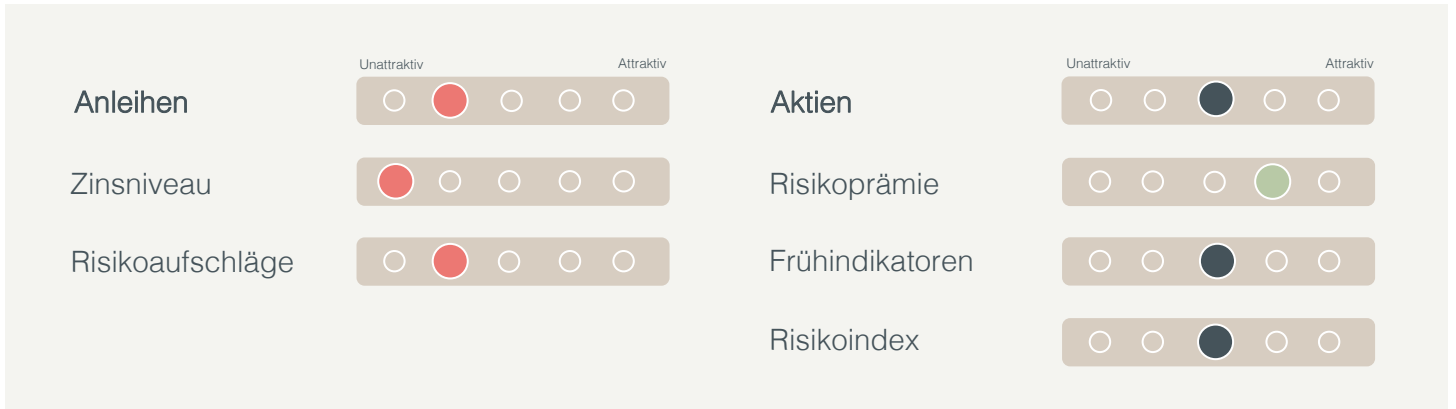
Der Markt rechnet mit geringem Ansteckungsrisiko durch den chinesischen Immobiliensektor

Der zweitgrösste chinesische Immobilienentwickler Evergrande steckt mit ca. 300 Mrd. USD im «Schuldensumpf» fest und könnte durchaus zahlungsunfähig werden. Es stellt sich nun die berechtigte Frage, ob Evergrande für die chinesischen und damit auch die globalen Finanzmärkte zum «Lehman-Moment» werden könnte. Zuerst muss man feststellen, dass die Probleme des weltweit am höchsten verschuldeten Immobilienentwicklers bereits seit längerem bekannt waren. Unbesicherte Anleihen von Evergrande wurden bereits vor Ausbruch der aktuellen Krise mit der Hochrisikonote «B-» bewertet. Das Ausfallrisiko stellt also keine Überraschung für Anleger, Banken aber auch die chinesischen Behörden dar. Evergrande ist zudem keine Investment Bank und hat am Markt für die Entwicklung und den Vertrieb von neuen Wohnungen einen Marktanteil von gerade einmal 4%. Ein Blick in den vielschichtigen chinesischen Markt für festverzinsliche Anleihen zeigt denn auch fast keinerlei Anzeichen von Ansteckung oder Stress. Die Risikoaufschläge für Hochverzinsliche Anleihen sind fast ausschliesslich im Immobilienbereich angestiegen, während die übrigen Sektoren mit praktisch unveränderten Aufschlägen verkehren. Bemerkenswert ist zudem, dass die steigende Ausfallwahrscheinlichkeit auch im Immobiliensektor vor allem auf die tieferen Qualitäten zurückzuführen ist. Die Schwierigkeiten im Immobiliensektor dürften somit keine systemischen Risiken nach sich ziehen.

Die zweite Frage, die in diesem Zusammenhang interessiert, ist, wie sich die in der Folge der Krise sehr wahrscheinlich fallenden Immobilienpreise auf das Wachstum der chinesischen Wirtschaft auswirken werden. Der Immobiliensektor hat einen Anteil von ca. 10% am Bruttoinlandprodukt und von fast 20% an den Bankbilanzen.

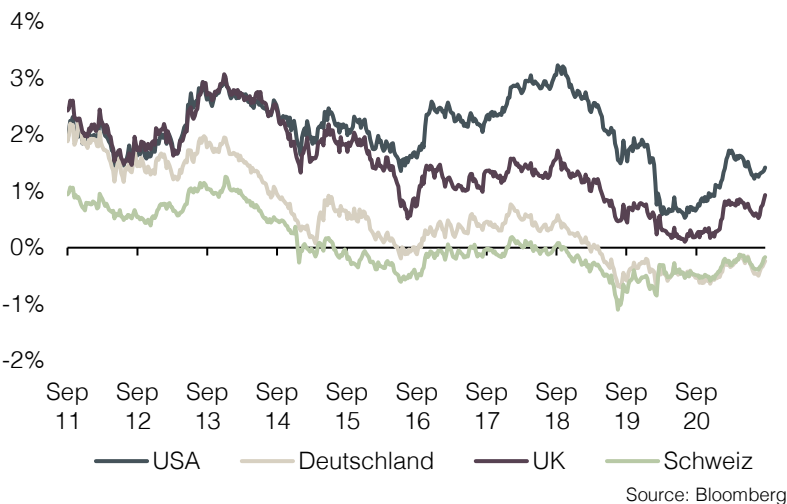
Das durchschnittliche Haushaltsvermögen besteht zu ca. 80% aus Immobilien. In der letzten «Immobilienkrise» der Jahre 2014/15 war der Bestandsüberhang neu gebauter Wohnungen deutlich grösser wie heute, was zu einer Preiskorrektur bei Immobilien von knapp 5% und einem Rückgang des BIP von ca. 1% führte. Die aktuellen Verwerfungen im Immobiliensektor dürften damit auch nicht zu einer Destabilisierung der grundsätzlich soliden chinesischen Wirtschaftsentwicklung führen. Bei dieser Gelegenheit möchten wir in Erinnerung rufen, dass China einen Leistungsbilanzüberschuss von ca. 3% des BIP erzielt und über beträchtliches Nettoauslandsvermögen verfügt. Unter diesen Umständen kann China in Bezug auf Steuerung der Wirtschaft auch weiterhin mit grosser Flexibilität agieren.

Die dritte Frage die sich aufdrängt, ist, wie es an den chinesischen Aktienmärkten weitergeht. Nach dem extrem starken Rückgang der PMI Daten im Dienstleistungssektor deutlich unter 50 aber auch dem Rückgang im Verarbeitungssektor gegen 50 dürften die chinesischen Behörden Gegensteuer geben, um den rezessiven Tendenzen entgegen zu wirken. Die Kreditvergabe in China, die der PMI Entwicklung normalerweise vorausieht, hat übrigens bereits angezogen. Da die chinesische Börse eine hohe Korrelation mit der Entwicklung der PMI Daten aufweist, dürfte aus unserer Sicht das Schlimmste hinter uns liegen. Chinesische Aktien haben sich relativ zum Weltmarkt extrem schlecht entwickelt und befinden sich aktuell, ähnlich wie die Revision der Gewinnsschätzungen der Analysten, an einem potentiellen Wendepunkt. In der Summe kann der chinesische Aktienmarkt als günstig, der chinesische Technologiesektor sogar als sehr günstig bezeichnet werden. Natürlich hängt die kurzfristige Entwicklung der chinesischen Aktienmärkte vor allem von den Ambitionen der chinesischen Regulierungsbehörden ab. Antizyklisch agierende und geduldige Anleger können eine Anlage in chinesische Aktien zum heutigen Zeitpunkt aber dennoch in Erwägung ziehen.



Zinsniveau

10-Jährige Staatsanleihen



Einschätzung:



Die globalen Zinsen sind seit dem letzten Monat wieder etwas angestiegen, verharren jedoch weiterhin auf tiefem Niveau. Haupttreiber dafür war eine leichte Anpassung der Einschätzung der Zentralbanken zur wirtschaftlichen Lage. Sowohl die FED als auch die EZB sind weiterhin der Meinung, dass der Anstieg der Inflation temporär sein wird. Beide erkennen jedoch an, dass die wirtschaftliche Erholung schnell voranschreitet. Es wird nun erwartet, dass die FED im November mit dem stufenweisen Abbau des während der Corona-Krise etablierten Anleihenkaufprogramms starten wird und erste Zinserhöhungen bereits nächstes Jahr folgen könnten.

Risikoaufschläge

High Yield Risikoaufschlag (in bps)



Einschätzung:



Die globalen Risikoaufschläge befinden sich weiterhin auf sehr tiefem Niveau, speziell auch für hochverzinsliche Unternehmensanleihen. Eine Ausnahme stellt Asien dar, wo die Risikoaufschläge für Hochzinsanleihen stark angestiegen sind. Eine genauere Analyse zeigt jedoch, dass dieser Anstieg stark durch die Unruhen rund um die bereits angesprochenen chinesischen Immobilienentwickler getrieben ist, welche rund 30% des abgebildeten Index ausmachen. In anderen Sektoren haben sich die Risikoaufschläge nur wenig verändert. Die Aufschläge von US-Hochzinsanleihen notieren derzeit tiefer als jene von USD denominierten Schwellenländeranleihen, welche im Durchschnitt eine deutlich höhere Qualität aufweisen. Deswegen erachten wir diese weiterhin als attraktiv.

Aktien Risikoprämie

Globale Aktienrisikoprämie



Einschätzung:



Die globale Aktienrisikoprämie zeigt weiterhin ein attraktives Bild für Aktien, da die Realzinsen auf rekordtiefem Niveau verharren und sich die Unternehmensgewinne erholt haben. Dies führt dazu, dass viele Anleger keine andere Alternative sehen, als in Aktien investiert zu bleiben, da diese gegenüber Anleihen auch einen gewissen Inflationsschutz bieten. Diese Alternativlosigkeit relativiert die hohen absoluten Bewertungen, welche bei unserer Beurteilung nur noch eine untergeordnete Rolle spielen.

Frühindikatoren

Den Frühindikatoren, allen voran den Einkaufsmanagerindizes, widmen wir aktuell einen Grossteil unserer Aufmerksamkeit. Die Umfragewerte sind mit der Ausnahme von China und Japan weiterhin auf einem expansiven Niveau (>50), es ist jedoch eine klar abnehmende Dynamik erkennbar. Gerade im Dienstleistungsbereich können schärfere COVID-19 Restriktionen im Hinblick auf die kälteren Wintermonate zu weiteren Rückgängen führen. Aktuell zeigt die Einschätzung noch ein neutrales Bild, der abnehmenden Dynamik haben wir bereits entsprechend Rechnung getragen.

Einschätzung:

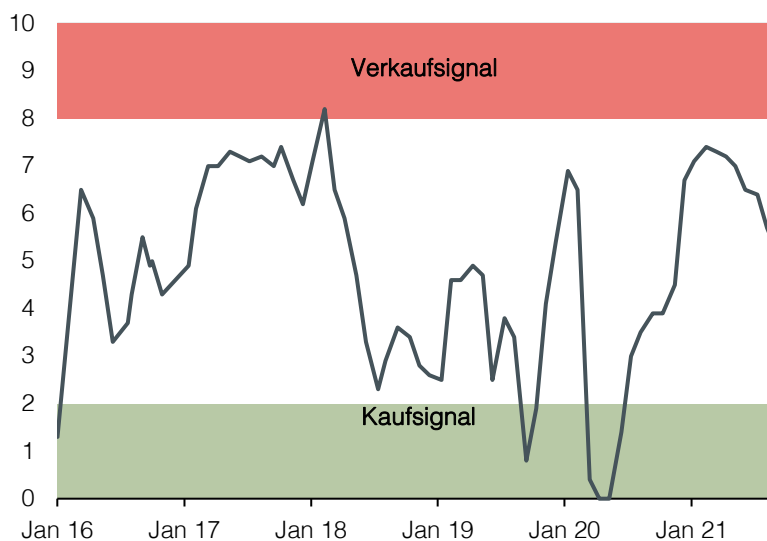


Dienstleistungs PMI

	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	Aug 21	Sep 21	
Weltweit	51.9	52.7	47.1	36.8	23.7	35.2	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	52.9		
USA	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	55.1	54.4	
Europa	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	59.0	56.3	
Deutschland	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	60.8	56.0	
UK	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	55.0	54.6	
Frankreich	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	56.3	56.0	
Italien	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	58.0		
Spanien	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	60.1		
Schweiz	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	61.3		
China	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	45.2		
Japan	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	42.9	47.4	

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 ist erneut gefallen und notiert zurzeit auf einem Wert von 5.5. Für uns weiterhin ein klares Zeichen abnehmender Euphorie und Risikobereitschaft. Wenn auch die nächsten Wochen volatil bleiben dürften, denken wir, dass die Wahrscheinlichkeit eines grossen Rückschlags eher gering ist.

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, Credit Suisse Research