

Sound Invest

November 2021

Notenbanken
beschliessen Ausstieg
aus Anleihenkäufen

Konsumentenpreise
steigen stärker als
erwartet

Neue Rekordstände am
Aktienmarkt

Unveränderte
Anlageallokation

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

Inflation vs. Inflationserwartung

Prognosen sind schwierig, vor allem, wenn sie die Zukunft betreffen (Mark Twain)

Wie erwartet, hat die amerikanische Notenbank anlässlich ihrer letzten Sitzung einen langsamen und graduellen Ausstieg aus ihrem Kaufprogramm festverzinslicher Anleihen angekündigt. Gleichzeitig erklärte die FED, die Zinsen voraussichtlich erst nach dem Auslaufen der quantitativen Lockerung anzuheben. Die Notenbank liess sich aber ein Hintertürchen offen: die Geschwindigkeit des Ausstiegs und der Zeitpunkt allfälliger Zinserhöhungen soll laufend den vorliegenden Wirtschaftsdaten angepasst werden.

Nach dem erneuten Ausreisser der US-Konsumentenpreise im Oktober mit einem Anstieg von 6.2% werden die Anleger anlässlich der nächsten FED-Sitzung wohl gebannt auf das genannte Hintertürchen achten.

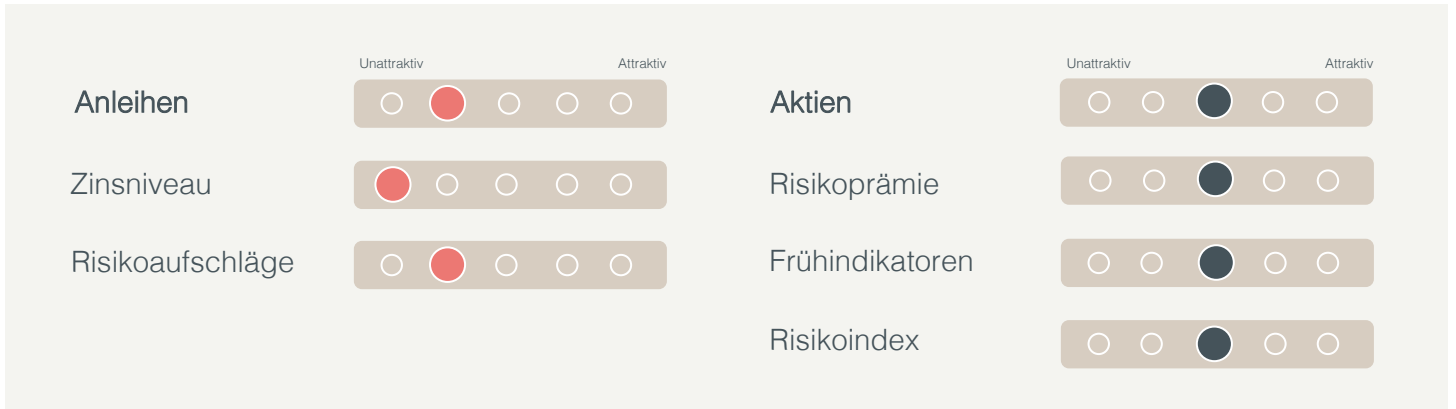
Nicht nur Taten, sondern auch Worte der FED können nämlich die Finanzmärkte bewegen. In diesem Zusammenhang sei an den Dezember 2018 erinnert: Der FED-Vorsitzende Powell konstatierte damals, dass die FED-Bilanz im Modus eines Autopiloten zurückgefahren werde. Dieser Hinweis auf eine unflexible Handhabung der Notenbankpolitik löste eine scharfe Korrektur an den Finanzmärkten aus, auf welche ein kleinlautes Zurückkriechen der Notenbank zur Stabilisierung der Märkte folgte.

Anstatt über den Ausgang der nächsten FED-Sitzung zu spekulieren beschäftigen wir uns lieber mit den gleichen Daten, die das FED zur Beurteilung des langfristigen Wirtschaftsverlaufs heranzieht. In Bezug auf die Inflation geht es der FED beispielsweise weniger um die aktuelle Entwicklung der Preise als vielmehr um deren Auswirkung auf die langfristigen Inflationserwartungen.

Steigende Inflationserwartungen sind nämlich schwer zu brechen, da sie zu sogenannten Zweitrundeneffekten wie beispielsweise einer Lohn-Preis-Spirale führen können. Am deutlichsten zeigen sich die Inflationserwartungen in der Renditedifferenz zwischen inflationsgeschützten und nominal verzinsten US-Staatsanleihen. Für die nächsten 5 Jahre lässt sich daraus eine Inflationserwartung von ungefähr 3% ablesen, während die Inflationserwartungen für den fünfjährigen Zeitraum danach mit 2,3% immer noch in der Nähe des FED-Teuerungsziels von 2% verharren.

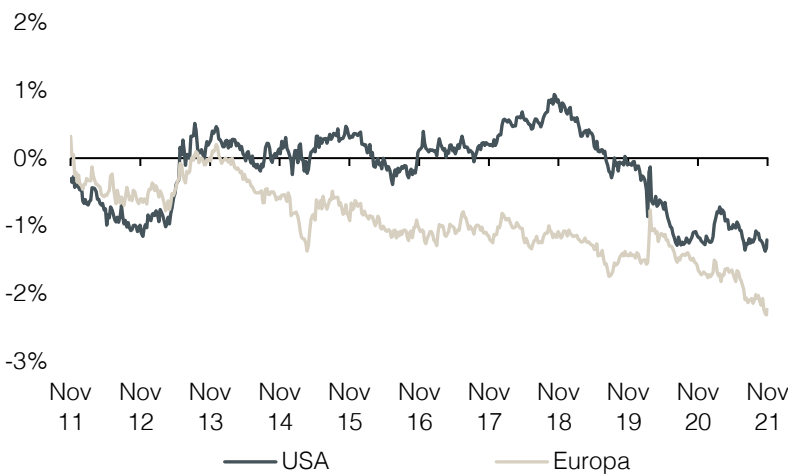
Die Notenbank dürfte dies als ausgewogenes Verhältnis von vorübergehend überschüssiger Inflation bei weiterhin gut verankerten Inflationserwartungen interpretieren. Anlässlich des Dezembertreffens ist damit wohl keine grundsätzlich andere Lagebeurteilung durch die US-Notenbank zu erwarten.

Es bleibt zu hoffen, dass auch die Wortwahl des FED-Vorsitzenden Gefallen bei den Anlegern finden wird. Kurz vor Jahresende wird es also noch einmal sehr spannend!



Zinsniveau

Erwartete Realverzinsung 10-jähriger Staatsanleihen



Source: Bloomberg

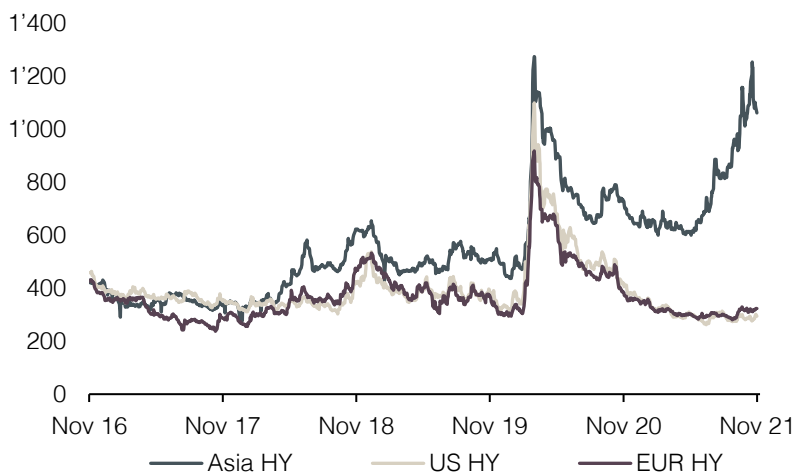
Einschätzung:



Obschon die globalen Renditen von Staatsanleihen über die letzten Monate angestiegen sind, konnten diese mit der Inflationserwartung nicht Schritt halten. Beim Blick auf die langfristigen Inflationserwartungen kann im Vergleich mit den Nominalrenditen festgestellt werden, dass die erwartete Realverzinsung über die nächsten 10 Jahre historische Tiefststände erreicht hat. Auslöser dürften vor allem die für die nächsten 12-36 Monate erwartete Inflation sein, die in diesem Bereich stark über dem Zielband der Fed liegt. In diesem Umfeld meiden wir Staatsanleihen mit langen Laufzeiten.

Risikoaufschläge

High Yield Risikoaufschlag (in bps)



Source: Bloomberg

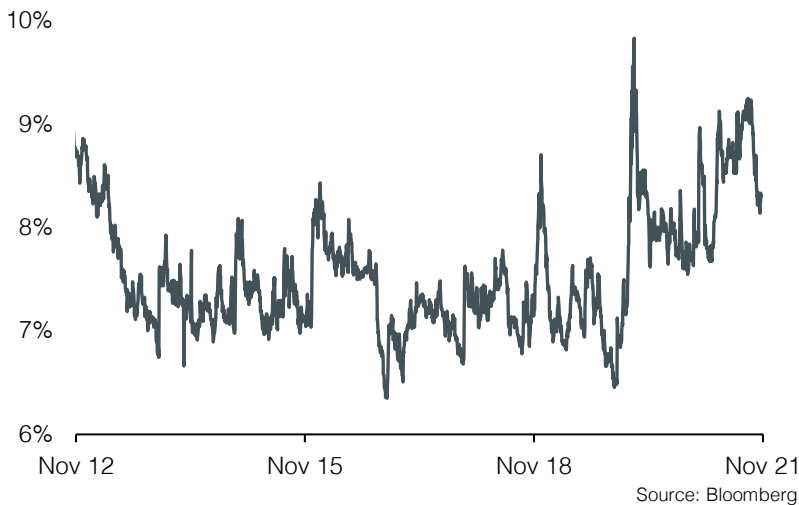
Einschätzung:



In Asien verharren die stark angestiegenen Risikoaufschläge auf historischen Rekordständen. Die stark unter Druck geratenen Anleihenpreise in China scheinen aber einen Boden gefunden zu haben. Wir gehen weiterhin von einer Normalisierung der Renditeaufschläge aus, können aber nicht ausschliessen, dass saisonale Effekte bis zum Jahresende (window-dressing) die nötigen Impulse in das nächste Jahr verschieben. In den entwickelten Märkten befinden sich die Aufschläge noch immer auf historischen Tiefstständen, weshalb wir auf globaler Basis bei einem leichten Untergewicht hochverzinslicher Anleihen bleiben.

Aktien Risikoprämie

Risikoprämie Aktien USA



Einschätzung:



Mit den steigenden Aktienmärkten ist auch die Risikoprämie auf globaler Ebene etwas gesunken und wir stufen diese nun als neutral ein. Dies hat jedoch keinen Einfluss auf unser Aktiengewicht, welches wir auf neutralem Niveau belassen. Trotz höheren Zinsen bleibt die stark negative Realverzinsung das Hauptargument für die relative Attraktivität von Aktien. Bei einem Blick auf den US Aktienmarkt zeigt vor allem die vorausblickende Risikoprämie nach wie vor ein attraktives Bild. Dabei gilt es aber auch zu berücksichtigen, dass die Analystenerwartungen, welche in das «dividenden-diskontbasierte» Modell einfließen, sehr stark gestiegen sind.

Frühindikatoren

Auf globaler Ebene haben sich die Einkaufsmanager Indizes seit Oktober positiv entwickelt und notieren stärker im expandierenden Bereich. Bei genauem Hinsehen lässt sich aber ein bereits antizipierter Trend erkennen: Nationen, welche mit einem erneuten Anstieg der Virus Fallzahlen kämpfen, zeigen eine bereits abnehmende Dynamik. Neu angekündigte Lockdowns (Österreich) oder geplante Einschränkungen (Deutschland) werden einen massgebenden Einfluss auf die weitere Entwicklung der Frühindikatoren haben. In fast allen entwickelten Ländern scheinen die Fallzahlen saisonal bedingt wieder anzusteigen. Der weiteren Entwicklung dieser Tendenzen gilt unsere volle Aufmerksamkeit.

Einschätzung:

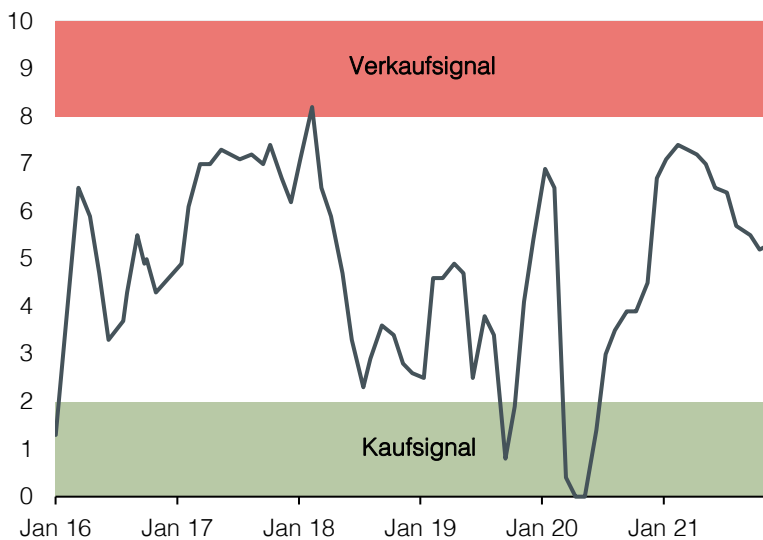


Dienstleistungs PMI

	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	Okt 21	Nov 21	
Weltweit	47.1	36.9	23.7	35.1	48.1	50.7	52.0	52.0	52.9	52.2	51.8	51.6	52.8	54.7	57.1	59.6	57.4	56.3	52.8	53.8	55.6		
USA	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	54.9	58.7	57.0	
Europa	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	56.4	54.6	56.6	
Deutschland	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	56.2	52.4	53.4	
UK	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	55.4	59.1	58.6	
Frankreich	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	56.2	56.6	58.2	
Italien	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	55.5	52.4		
Spanien	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	56.9	56.6		
Schweiz	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	62.1	59.4		
China	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	52.4	51.6		
Japan	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	47.8	50.7	52.1	

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:



Aktien verzeichneten im letzten Monat weitere aber weniger dynamische Zuflüsse. Euphorie macht sich trotz neuer Höchststände nicht breit und deutet darauf hin, dass auf breiter Ebene kein übertriebenes Risiko eingegangen wird. Der antizyklische Risikoindex sendet somit weiterhin ein neutrales Signal.

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