



# Sound Invest

Oktober 2021

Stagflation in aller Munde

Hartnäckiger Anstieg der Verbraucherpreise

Basiseffekte der Pandemie klingen ab

Notenbanken spielen auf Zeit

Attraktive Renditeaufschläge für Hochzinsanleihen in Asien

Japan auf leicht übergewichten hochgestuft

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

## Repression

Inflation überschießt, während Zentralbanken weiterhin Anleihen kaufen

Der Suchbegriff «Stagflation» (stagnierende Wirtschaftsentwicklung bei steigenden Preisen) findet im Internet rekordhohe Nutzung. Die Medien beschwören einmal mehr das schlechtmöglichste Ergebnis der aktuellen Entwicklung um die Leser in ihren Bann zu ziehen. Man erinnere sich an das erste Quartal 2020, als die negative mediale Berichterstattung Überhand nahm. Erstens kommt es anders, zweitens als man denkt: beim Betrachten der EZB-Inflationsprognose fällt das starke Auseinanderklaffen der prognostizierten gegenüber der realisierten Inflationsrate auf. Bei Wirtschafts- und Finanzmarktdaten passt sich die Prognose eben häufig der Realität an. Aus diesem Grund ziehen wir eine Beschäftigung mit den vorliegenden Daten einer häufig nicht treffsicheren Zukunftsprognose vor.

In den USA steigen die Verbraucherpreise im Vergleich zum Vorjahr bereits zum fünften Mal in Folge um 5% oder mehr. Der Basiseffekt der «Lockdowns» kann damit nicht mehr als einziger Faktor für den Preisanstieg herhalten. Steigende Energie- und Rohstoffpreise, Lieferkettenprobleme und besonders eine Knappheit bei Mikrochips hemmen die Wirtschaftsentwicklung und beeinflussen die Wahrnehmung bezüglich der zukünftigen Inflationsentwicklung. Die Inflation scheint sich damit (fast) überall festgesetzt zu haben. Sogar die Befürchtung des sogenannten Zweitrundeneffekts (Teufelskreis, bei dem steigende Inflation zu steigenden Lohnforderungen führt, die sich gegenseitig befeuern) scheint sich teilweise zu manifestieren, wobei dieses Phänomen bisher vor allem bei den tiefen Einkommensklassen festzustellen ist.

Wie gehen nun aber die Notenbanken mit dieser scheinbar bedrohlichen Lage um: Sie spielen auf Zeit und halten am Narrativ der vorübergehenden Inflation fest. Diese Haltung wird nicht nur verbal, sondern bisher auch tatkräftig mit den anhalten Kaufprogrammen von Staatsanleihen (Quantitative Easing) untermauert. Obwohl man im nächsten Monat eine graduelle Reduktion des Kaufprogramms durch die FED erwartet, kann vorerst von einer zwar reduzierten, weiterhin aber substantiellen Unterstützung der Anleihenmärkte durch die Notenbanken ausgegangen werden. Es kann nicht überraschen, dass in der Folge der scheinbar laschen Notenbankpolitik die Inflationserwartungen gestiegen sind. Während die erwartete Realverzinsung von Staatsanleihen in den USA über die nächsten 10 Jahre mit ca. -1% zwar am unteren Ende des langfristigen Mittels liegt, ist diese in Europa auf rekordtiefe -2.2% gesunken. In Europa geht ganz offensichtlich die Angst um, dass der Staat beabsichtigt, sich über negative Realzinsen langfristig zu Lasten der Sparer zu entschulden. Ein gefährliches Spiel: Hat eine Notenbank erst einmal die Kontrolle über die Inflationserwartungen verloren, ist eine überproportional restriktive Geldpolitik erforderlich, um dem Inflationsgespenst wieder Herr zu werden. Um die überbordende Inflation der 70er Jahre unter Kontrolle zu bringen musste der damalige FED-Vorsitzende Paul Volcker die US-Zinsen zu Beginn der 80er Jahre bis auf 20% anheben.

Der Vergleich mit der Vergangenheit zeigt, wie gefährlich eine Verharmlosung der Inflationsgefahren sein kann. Nur unter Inkaufnahme einer ausgewachsenen Rezession konnte damals der Inflationsgeist in die Flasche zurückverbannt werden. Ist aber die heutige Situation wirklich mit den 70er Jahren vergleichbar? Wohl eher nicht!

Allein schon die Schuldenlast der entwickelten Staaten lässt erahnen, dass ein vergleichbares Zinsniveau wie vor der grossen Finanzkrise im aktuellen Umfeld kaum mehr realistisch ist. In den USA ist das Verhältnis ausstehender Staatsschulden zum Bruttoinlandprodukt seit den 70er Jahren von 33% auf heute über 125% angestiegen. Auch die wirtschaftliche Abhängigkeit vom Ölpreis hat stark abgenommen. Der Inflationsgrund ist auch weniger auf übersteigerte Nachfrage (die von der Notenbank mit restriktiver Geldpolitik gebremst werden könnte), als vielmehr auf zu geringes Angebot durch Lieferengpässe zurückzuführen. Bis jetzt kam es im Nachgang der Pandemie auch immer wieder zu einer Normalisierung der wirtschaftlichen Aktivitäten; diesem Muster folgend könnte es durchaus auch zu einer Auflösung der Lieferengpässe kommen. Es ist also durchaus realistisch, dass die Inflationsrate Mitte nächsten Jahres wieder fällt. Die deflationären Kräfte der Digitalisierung sind beispielsweise nicht ausser Kraft gesetzt. Die Lager der US-Unternehmen sind zudem weit unterdurchschnittlich gefüllt, womit sich auch der Lagerzyklus zu Gunsten der zukünftigen US-Konjunktur-entwicklung auswirken könnte. Es ist auch nicht ausgeschlossen, dass steigende Personalkosten zu Investitionen in Rationalisierungsmassnahmen führen könnten. Wie wir es vom «Schweinezyklus» her kennen, folgt auf einen Mangel an beispielsweise Mikrochips oft auch ein Überangebot mit in der Folge fallenden Preisen.

Wie soll sich ein Anleger in Anbetracht der unübersichtlichen Gemengelage in Bezug auf die verschiedenen Anlageklassen positionieren?

Festverzinsliche Anlagen von hoher Kreditqualität weisen unattraktive Nominalrenditen und in den meisten Fällen negative Realzinsen auf. Im Falle von steigenden Inflationsraten und allenfalls von den Notenbanken gedeckelten Zinsen droht die schleichende Enteignung (finanzielle Repression) oder bei steigenden Zinsen saftige Kapitalverluste.

Es gilt Zinsänderungsrisiken zu vermeiden

Dennoch können mit attraktiven Risikoaufschlägen Renditen erwirtschaftet werden, welche über den aktuellen Inflationserwartungen liegen. In den meisten entwickelten Märkten sind diese Aufschläge aber auf historische Tiefststände gesunken, weshalb wir in diesem Segment zur Vorsicht neigen. Eine Ausnahme bildet dabei Asien, wo die Aufschläge für Hochzinsanleihen historische Höchststände erreicht haben – wir haben bereits im letzten Monat darüber berichtet. Es lässt sich ein Überschwappen vom chinesischen Immobilienmarkt auf die Risikoaufschläge von Emittenten in weniger tangierten Ländern und Sektoren beobachten. Wir gehen davon aus, dass sich diese Risikoaufschläge wieder normalisieren, weshalb wir für unsere Verwaltungsmandate asiatische Hochzinsanleihen berücksichtigen.

Qualitätsführer werden gemäss unserer Einschätzung besser abschneiden als Kostenführer

Aktien weisen nicht per se einen guten Inflationsschutz auf. Nur wenn ein Unternehmen über Preissetzungsmacht verfügt können inflationsbedingte Kostensteigerungen weitergegeben und Gewinnmargen gehalten werden. Auch Verhandlungsmacht gegenüber Lieferanten ist wichtig. Ein gutes Management ist zudem Garant für Flexibilität in Beschaffung, Produktion und Vertrieb. Ein gutes Management zieht zudem gute Leute an. Der Wettbewerb um talentierte, motivierte und hochqualifizierte Mitarbeiter ist seit geraumer Zeit in vollem Gang.

Erstklassige Firmen gewinnen in schwierigen Zeiten Marktanteile, während strukturell schwache Wettbewerber verdrängt werden. Ganz allgemein dürfte in Zukunft die wirtschaftliche Realität gegenüber der wirtschaftlichen Phantasie wieder in den Vordergrund treten. Davon dürften auch relativ günstig bewertete Märkte wie Japan profitieren. Neben einer attraktiven Bewertung sind die stark gestiegenen Gewinnerwartungen und der zunehmende Erfolg der lokalen Impfkampagne, welcher sich auf die Frühindikatoren durchschlägt, die entscheidenden Faktoren für unsere leichte Übergewichtung japanischer Aktien.

Gold ist unter bestimmten Umständen ein guter Inflationsschutz.

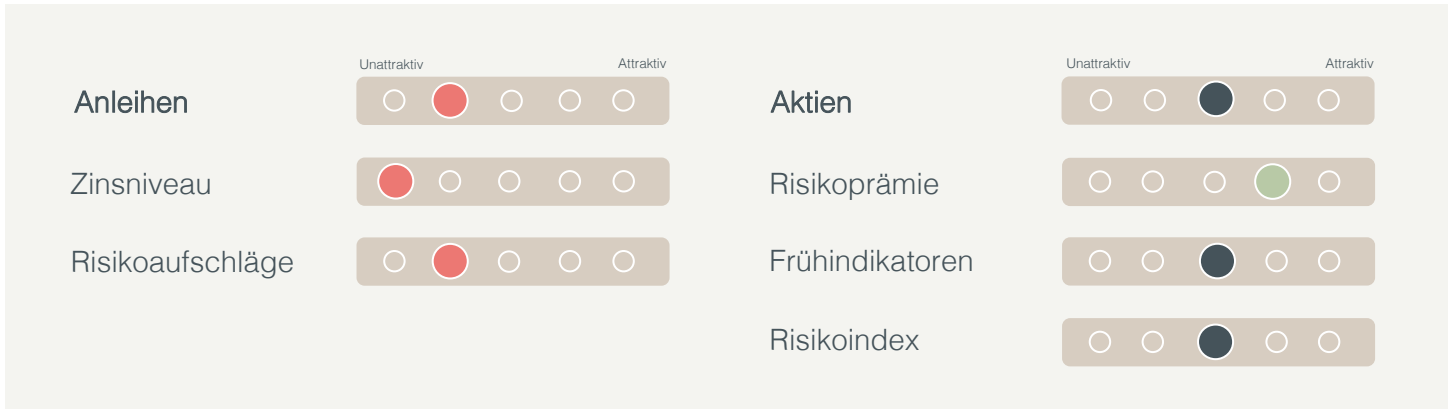
Da Gold weder Zinsen noch Dividenden ausschüttet, steht eine Anlage in Gold immer in Konkurrenz zu einer festverzinslichen Anlage oder in geringerem Masse zu Aktien. Bei tiefen nominellen und besonders negativen Realzinsen entstehen für das Halten von Gold keine Opportunitätskosten in Form entgangener Zinsen. Die von den Notenbanken angestrebte finanzielle Repression schafft diesbezüglich ideale Voraussetzungen.

Alternative Anlagen schliessen die Lücke

Alternative Anlagen, wie beispielsweise Hedgefonds, schliessen die Lücke, welche die Untergewichtung der unattraktiven festverzinslichen Anlagen hinterlässt. An dieser Stelle auch ein Wort zu Immobilien, die ja als besonders inflationsresistent gelten. Immobilien sind wie festverzinsliche Anlagen sehr zinnsensitiv, weshalb deren Wert bei steigenden Zinsen stark fallen kann. Es besteht zudem das Risiko von staatlichen Eingriffen, welche zu einer «Deckelung» der Mieten führen könnten. Inflationsbedingte Mieterhöhungen liessen sich unter diesem Regime nicht mehr ohne weiteres auf den Mieter überwälzen womit der Realwert der Mieten durch die Inflation geschmälert würde.

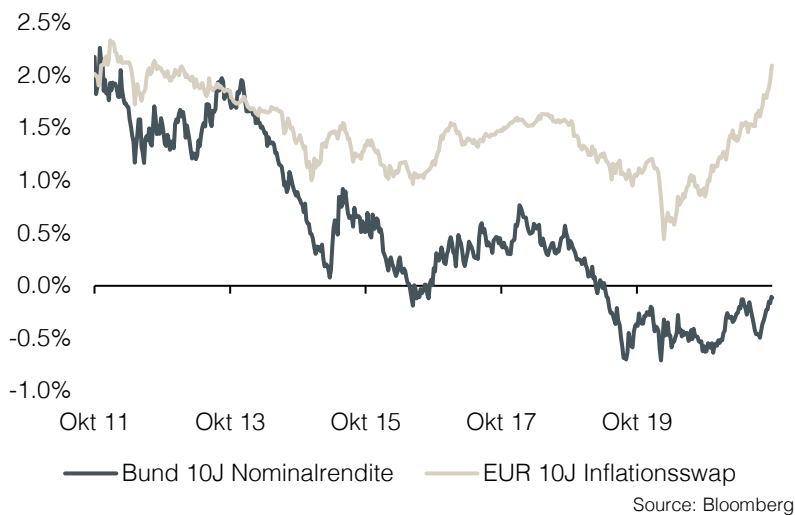
Diversifikation als Schlüsselement

Besonders unter den momentanen Gegebenheiten ist ein breit diversifiziertes und robustes Portfolio zu empfehlen, welches unabhängig vom erwarteten bzw. eintreffenden Szenario ansprechende Renditen bei überschaubarem Risiko gewährleisten kann.



## Zinsniveau

EU Nominalverzinsung gegenüber Inflationserwartungen



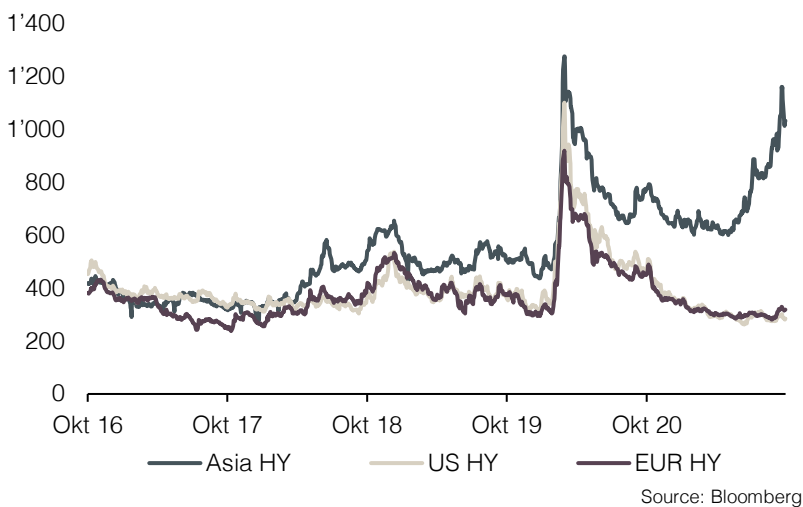
Einschätzung:



Den steigenden Inflationserwartungen konnten sich die globalen Zinsmärkte im Oktober nicht entziehen. Begleitet von ersten Zinserhöhungen seitens der Zentralbanken von Neuseeland & Norwegen ist das globale Zinsniveau angestiegen. Auffällig ist die Diskrepanz zwischen erwarteter Inflation und Nominalrenditen 10-jähriger Staatsanleihen in Europa: Während die Inflationserwartung den höchsten Stand seit 2014 erreicht, verharren die Renditen deutscher Staatsanleihen im negativen Territorium. Der Markt sieht offensichtlich ein geringes Risiko ausufernder Inflation. Die Notenbanken mit ihren Anleihenkäufen dürften maßgeblich zu dieser Verzerrung beitragen.

## Risikoaufschläge

High Yield Risikoaufschlag (in bps)



Einschätzung:



In den entwickelten Nationen befinden sich die globalen Risikoaufschläge weiterhin auf sehr tiefem Niveau, weshalb sich unsere Einschätzung für die gesamte Anlageklasse nicht geändert hat. Die bereits in der letzten Publikation erwähnten Risikoaufschläge für Hochzinsanleihen in Asien haben sich gegenüber dem letzten Monat nochmals ausgeweitet. Dabei stellen wir fest, dass auch unter Ausklammerung des chinesischen Immobilienmarktes die Aufschläge stark angestiegen sind. Wir sehen die aktuellen Aufschläge in Asien als Opportunität da wir von einer Normalisierung ausgehen. Aus diesem Grund stufen wir asiatische Hochzinsanleihen von stark untergewichten auf neutral hoch.

## Aktien Risikoprämie

### Globale Aktienrisikoprämie



### Einschätzung:



Die Risikoprämie für Aktien, welche Anleger über einen längeren Anlagehorizont für das zusätzliche Anlagerisiko gegenüber risikolosen Anleihen entschädigen soll, bleibt attraktiv. Die Marktturbulenzen im September führten diesbezüglich aber zu keiner grossen Veränderung.

## Frühindikatoren

Wir bleiben bei einer neutralen Einschätzung, welche der abnehmenden Dynamik der globalen Einkaufsmanagerindizes Rechnung trägt. In einigen Ländern konnten sich die Zahlen gegenüber dem Vormonat zwar etwas verbessern, COVID-19 erhöht aber besonders während den Wintermonaten die wirtschaftliche Ungewissheit. Dank Hochfrequenz-Datensets besteht die Möglichkeit nahe am Puls der entwickelten Wirtschaftszonen die Situation zu analysieren. Dabei schauen wir auf Passagierzahlen, Restaurantbuchungen und Pendleraufkommen um Trends früh zu erkennen.

### Einschätzung:

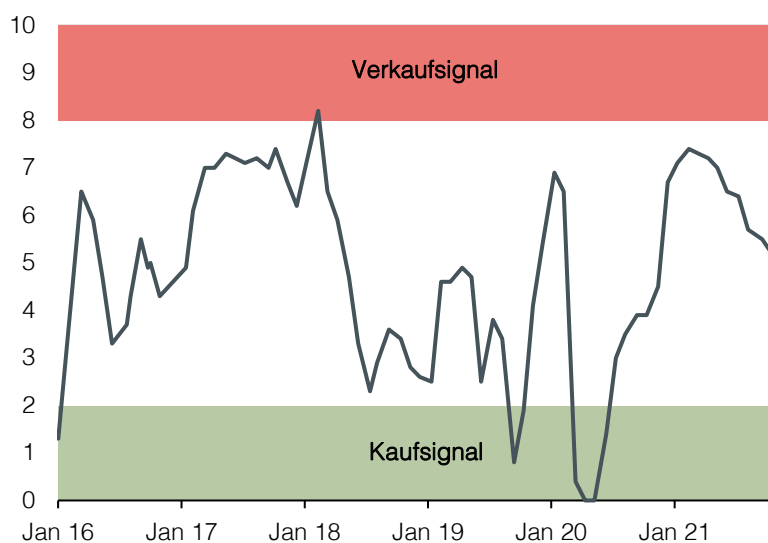


### Dienstleistungs PMI

	Jan 20	Feb 20	März 20	Apr 20	Mai 20	Jun 20	Jul 20	Aug 20	Sep 20	Okt 20	Nov 20	Dez 20	Jan 21	Feb 21	März 21	Apr 21	Mai 21	Jun 21	Jul 21	Aug 21	Sep 21	Okt 21	
Weltweit	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	57.4	56.3	52.8	53.4		
USA	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	54.9	58.2	
Europa	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	56.4	54.7	
Deutschland	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	56.2	52.4	
UK	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	55.4	58.0	
Frankreich	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	56.2	56.6	
Italien	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	55.5		
Spanien	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	56.9		
Schweiz	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	62.1		
China	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	52.4		
Japan	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	47.8	50.7	

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:



Die Marktentwicklung im September liess den Risikoindex leicht sinken. Dieser notiert nach wie vor im neutralen Bereich und widerspiegelt eine Positionierung der Anleger, welche weder euphorisch noch panisch ist. Aufgefallen sind die starken Zuflüsse in Aktien nach der Korrektur der Märkte im September. Bei den Anlegern scheint noch immer viel Geld auf der Seitenlinie auf einen Einstieg bei tieferen Kursen zu warten.

## 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