

Sound Invest

April 2022

Inflationserwartungen in Europa übersteigen jene der USA

Die EZB gerät zunehmend unter Druck

Positive Überraschungen bei den Unternehmensergebnissen

Pessimistische Positionierung der Anleger

Anlagekategorien unverändert

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

Sentiment vs. Realität

Krieg, Inflation & steigende Rezessionsängste trüben den Ausblick

Der Druck auf die Notenbanken hat seit dem letzten Monat nochmals zugenommen. Ganze 10 Zinsschritte werden von der Fed (zu jeweils 0.25%) und 8 Zinsschritte der EZB (zu 0.10%) bis zum Jahresende erwartet. Damit sollte in Europa die Negativzinspolitik enden. In den USA steigt der Referenzzins auf knapp 3%, wenn man den Einschätzungen der Marktteilnehmer glaubt.

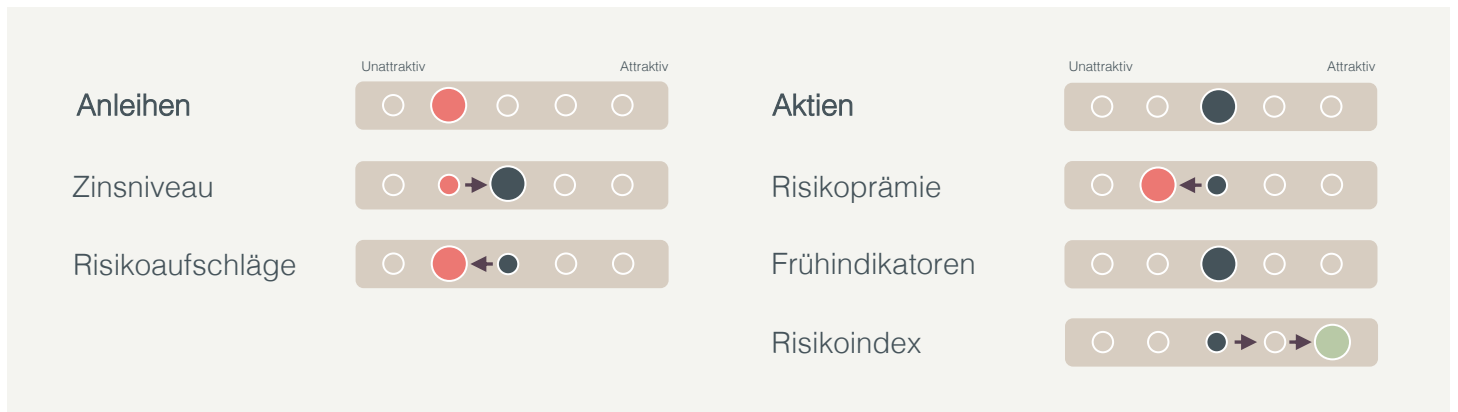
Es überrascht somit nicht weiter, dass auch die langfristigen Zinsen weiter angestiegen sind. Während in den USA eine aggressive Drosselung der Geldpolitik sowohl von Vertretern der Notenbank kommuniziert als auch im Markt eingepreist ist, deutet in Europa nur der Markt auf einen starken Anstieg der Leitzinsen hin. Die EZB Präsidentin Christine Lagarde hält anlässlich der letzten Pressekonferenz an der expansiven Geldpolitik fest, was bei der höchsten Inflation in Europa seit 40 Jahren vielerorts für Kopfschütteln sorgte. Der Markt lässt den Druck auf die EZB jedoch steigen: Die kurzfristigen Inflationserwartungen in Europa übersteigen aktuell jene der USA und seit der Pressekonferenz wurden 3 zusätzliche Zinsschritte der EZB bis zum Jahresende eingepreist.

Die global angestiegenen Zinsen lassen unsere Einschätzung bezüglich des Zinsniveaus auf eine neutrale Bewertung steigen. Es gilt jedoch klar die regionalen Unterschiede zu beachten: In den USA rentiert der Markt für Unternehmensanleihen mit Anlagequalität im Schnitt wieder 4.2% - über der langfristig erwarteten Inflation. In Europa rentieren gleichwertige Unternehmensanleihen aktuell 2.2% und liegen markant unter dem Inflationsniveau. Zudem steigen in den USA die Zinsen stärker als die Inflationserwartung – in Europa ist das Gegenteil der Fall. Aufgrund der sinkenden Risikoaufschläge und immer noch steigenden Inflationserwartungen bleiben wir jedoch bei einem Untergewicht der Anlagekategorie Anleihen.

Bei den Aktien drücken die steigenden Zinsen zunehmend auf die Risikoprämien womit dieser Indikator neu unattraktiv bewertet wird. Vor allem in den USA führen die steigenden Realzinsen zu tieferen Risikoprämien – sowohl bei historischer als auch bei zukünftiger Betrachtung.

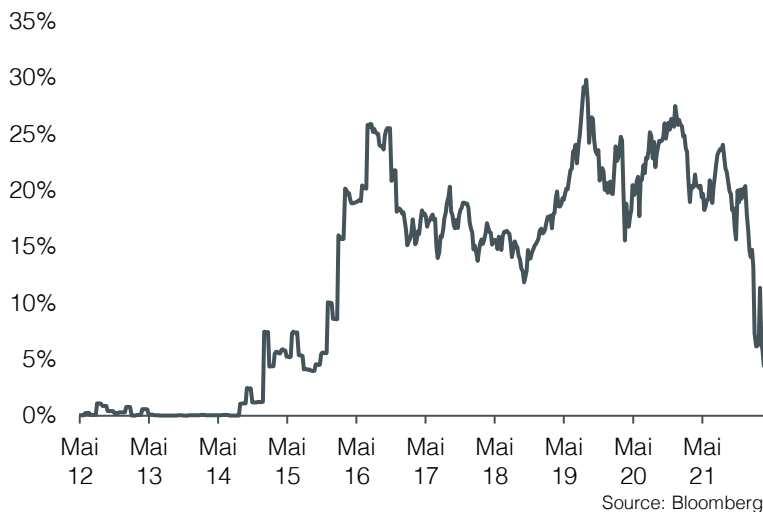
Die Frühindikatoren bleiben neutral bewertet, die Stossrichtung ist jedoch klar erkennbar: Der erneute «Lockdown» in China, die steigenden Rohstoffpreise und auch die gestörten Lieferketten beeinflussen das Umfeld negativ. Die Kombination von abnehmender Wirtschaftsdynamik und sinkenden Risikoprämien hat sich jedoch bereits in hohem Mass in der defensiven Positionierung der Anleger niedergeschlagen: Der antizyklische Risikoindex ist auf ein extrem pessimistisches Niveau gefallen und steht damit auf einem Kaufsignal. Die gegensätzlichen Signale zwischen Realwirtschaft und Sentiment lassen uns deshalb an einer neutralen Aktienquote festhalten.

Die laufenden Unternehmensergebnisse für das erste Quartal sind zwar zu einem grossen Teil schon wieder Vergangenheitsbewältigung, gerade die Prognosen und Margen bieten aber einen interessanten Einblick. Bis zum jetzigen Zeitpunkt konnten im S&P 500 von 91 Unternehmen über 80% die Erwartungen übertreffen. Trotz starken Preisanstiegen scheinen die Unternehmen zum jetzigen Zeitpunkt in den meisten Sektoren ihre Gewinnmargen erfolgreich zu verteidigen, was eine klare Sprache für die Anleger spricht: Aktien bleiben in einem inflationären Umfeld gegenüber Anleihen die bevorzugte Wahl. Eine aktive Selektion unter besonderer Berücksichtigung von Qualität und Bewertung bleibt jedoch der Schlüssel für den Anlageerfolg.



Zinsniveau

Globaler Anteil von Anleihen mit negativer Rendite



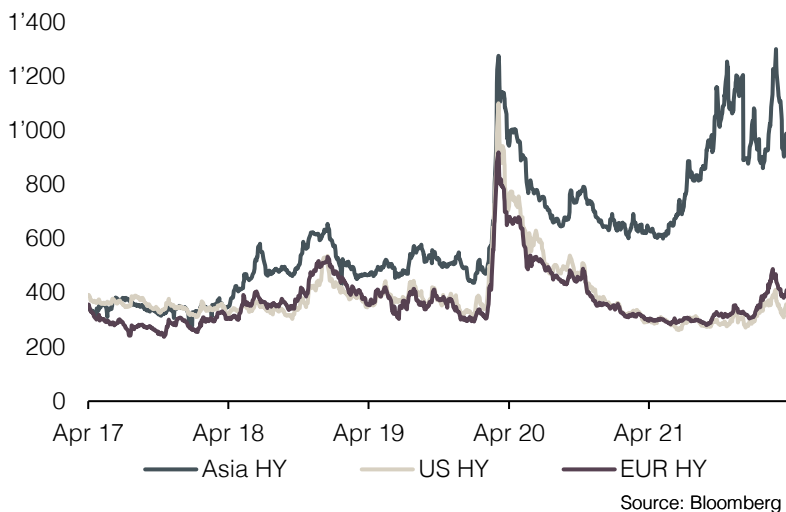
Einschätzung:



Die Ära der negativen Zinspolitik neigt sich langsam aber sicher dem Ende zu. Im Jahr 2019 handelten fast ein Drittel aller weltweiten Anleihen (gemessen an der Kapitalisierung) mit einer negativen Rendite. Aktuell sind es noch ungefähr 4% mit einer klar abnehmenden Tendenz. Ein Blick auf die Realverzinsung würde jedoch ein ganz anderes Bild zeichnen. Unter Abzug der aktuellen Inflationszahlen wäre der grösste Teil des Anleihen-Universums negativ verzinst.

Risikoaufschläge

High Yield Risikoaufschlag (in bps)



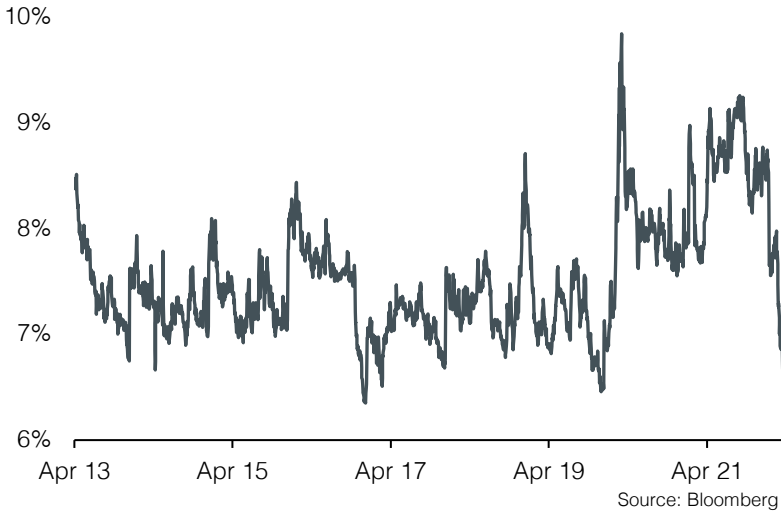
Einschätzung:



Gegenüber dem letzten Monat sind die Risikoaufschläge bei den Anleihen in fast allen Märkten leicht gesunken. Die regionalen Unterschiede bleiben relativ gross und lassen die entwickelten Märkte unattraktiv erscheinen. Unsere Aufmerksamkeit gilt dem generell steigenden Zinsniveau, welches längerfristig nachrangige Schuldner zunehmend unter Druck bringen könnte. Bereits in den letzten Wochen konnte eine abnehmende Dynamik für Neuemissionen festgestellt werden da sich das Umfeld für die Aufnahme von frischem Kapital gerade für Schuldner von niedriger Bonität verschlechtert hat. In den Risikoaufschlägen ist aktuell noch nicht viel zu sehen, weshalb wir im Bereich von Hochzinsanleihen in entwickelten Märkten zur Vorsicht raten.

Aktien Risikoprämie

Risikoprämie Aktien USA



Einschätzung:



In fast allen Märkten fielen die Risikoprämien der Aktien auf Grund steigender Zinsen. Gerade in den USA zeigt sich dies deutlich: Das höhere Zinsniveau lässt die Renditeerwartungen sinken und die Risikoprämien fallen auf ein unattraktives Niveau.

Frühindikatoren

Erwartungsgemäss haben sich die Frühindikatoren im Verlauf des letzten Monats abgeschwächt. In China und Japan liegen die Einkaufsmanagerindizes im negativen Bereich, was in Anbetracht des «Lockdowns» in China nicht überrascht. Dennoch stellt die Region über 20% der globalen Wirtschaftsleistung, was eine klare Signalwirkung hat. Trotz weiterhin expansiver Einkaufsmanagerindizes bleiben wir aus diesem Grund bei einer neutralen Einschätzung.

Einschätzung:

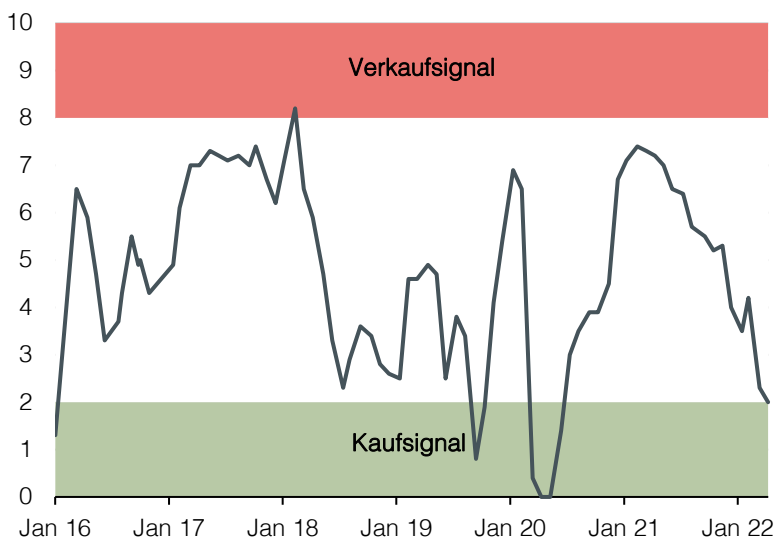


Dienstleistungs PMI

	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	Dez 21	Jan 22	Feb 22	Mrz 22
Weltweit	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	52.8	53.8	55.6	55.6	54.7	51.0	54.0	53.4
USA	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	58.0	57.6	51.2	56.5	58.0
Europa	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	55.9	53.1	51.1	55.5	55.6
Deutschland	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	52.7	48.7	52.2	55.8	56.1
UK	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	58.5	53.6	54.1	60.5	62.6
Frankreich	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	57.4	57.0	53.1	55.5	57.4
Italien	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	55.9	53.0	48.5	52.8	52.1
Spanien	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	59.8	55.8	46.6	56.6	53.4
Schweiz	50.9	50.5	53.6	50.3	48.4	49.5	49.1	52.0	55.5	57.6	58.1	62.7	60.4	60.2	60.9	59.3	59.2	59.9	56.4	64.3	61.1
China	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	51.1	52.0	50.3	50.5	46.7
Japan	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	53.0	52.1	47.6	44.2	49.4

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:



Mit der zunehmend defensiven Anlegerpositionierung sendet der antizyklische Risikoindex aktuell ein Kaufsignal. Ein Grossteil der Anleger rechnet bereits mit den negativen Folgen der Inflation und ist entsprechend positioniert. In Kombination mit tieferen Risikoaufschlägen und sinkenden Risikoprämien bleiben wir bei einer neutralen Aktienquote.

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 stellt Werbung dar und dient ausschliesslich zu Informationszwecken sowie der ausschliesslichen Nutzung 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.

© 2022 Sound Capital AG. Datenquelle Bloomberg. Alle Rechte vorbehalten

Datenquelle: Bloomberg, BofA ML Research, Credit Suisse Research