

Sound Invest

Mai 2022

Schlechtester Jahresstart
für Anleihen seit 1842

Aktien erscheinen nicht
mehr alternativlos

Geldpolitik normalisiert
exzessive Bewertungen

Längere Laufzeiten für
USD Anleihen

Aktien bleiben neutral
gewichtet

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

Der Abschied von TINA

Höhere Zinsen & Risikoaufschläge lassen den USD-Anleihenmarkt attraktiver erscheinen.

Das Akronym TINA («there is no alternative») hat für einen langen Zeitraum das Umfeld für Anleger massgebend geprägt. Das zinslose oder auch negativ verzinste Marktumfeld, welches in den vergangenen 10 Jahren vorherrschte, zwang Investoren auf der Jagd nach Rendite zunehmend in den Aktienbereich.

Das weltweite Zinsumfeld wurde seit dem Ende der Finanzkrise von einer expansiven Geldpolitik historischen Ausmasses geprägt. Eine Ausnahme war die US Federal Reserve, welche von 2015 – 2018 einen erfolglosen Versuch startete, die Leitzinsen zu normalisieren. Mit dem Ausbruch von COVID und den darauffolgenden geldpolitischen Massnahmen wurde letztendlich der Höhepunkt der marktunterstützenden Geldpolitik erreicht.

Mit dem Ausbruch der Inflation hat sich die Gemengelage stark verändert. Für über ein Jahrzehnt stiegen die Konsumentenpreise durchschnittlich um ca. 2% pro Jahr. Nun lässt die Kombination von Lockdown, Lieferkettenproblemen und dem Krieg in der Ostukraine die weltweiten Preise um ein Vielfaches – aktuell über 8.5% - steigen.

Einen derartigen Anstieg der Konsumentenpreise gab es seit über 40 Jahren nicht mehr. Ein Grossteil der heute aktiven Marktteilnehmer hat noch nie eine vergleichbare Situation erlebt. Mit anderen Worten, wer damals schon zur arbeitenden Bevölkerung zählte, ist heute 60 oder älter.

Um die Teuerung unter Kontrolle zu bringen haben die Zentralbanken weltweit einen restriktiveren Kurs eingeschlagen und sind auf dem Weg dazu, die Leitzinsen teils massiv zu erhöhen. Die Anleger bekommen diese Effekte in voller Härte zu spüren. Der «Crash» des Anleihenmarktes hat ein historisches Ausmass angenommen. Gemäss Wall Street Journal gab es seit 1842 kein schlechteres Jahr für Anleihen. Auch bei den Aktien löste die restriktive Geldpolitik eine starke Bewertungskorrektur aus.

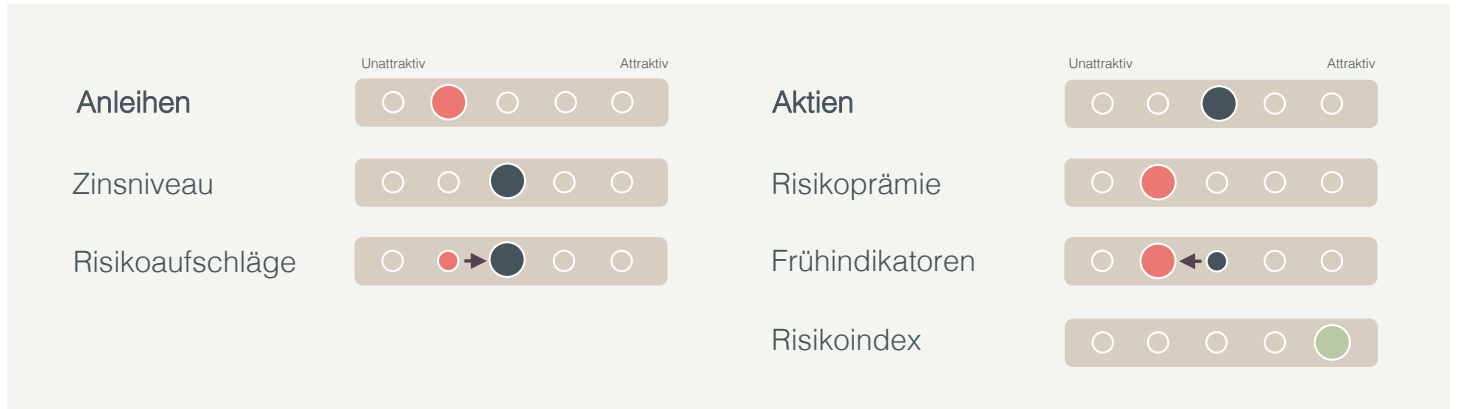
Damit gab es im aktuellen Jahr, mit der Ausnahme von alternativen Anlagen, fast keine Möglichkeit, positive Renditen zu erzielen. Die kombinierte Betrachtung der Hauptanlageklassen Aktien und Anleihen offenbart das Ausmass der Zeitenwende: Ein ausgewogenes Portfolio hat inflationsadjustiert seit über 100 Jahren keinen vergleichbar schlechten Jahresstart hingelegt.

Beim Blick in die Zukunft zeigen sich aber auch durchaus positive Aspekte: Gerade im USD-Kapitalmarkt kann man sich vom TINA Slogan verabschieden. Der Markt für Unternehmensanleihen mit Anlagequalität hat in den USA eine Rendite von 4.5% erreicht – darauf mussten Anleger über 10 Jahre warten. Es ist unklar, ob das Ende der Fahnenstange bereits erreicht ist – klar ist jedoch für USD Anleger: «there is an alternative». Dies dürfte den Anleihen einerseits Unterstützung verleihen andererseits aber dem Aktienmarkt aber auch weiterhin zusetzen.

Dies bedeutet, dass sich die über die letzten Jahre etablierten Preisverzerrungen am Aktienmarkt normalisieren. Deutlich wird dies beim Blick auf Werte im Technologiesektor und Unternehmen mit hoher Bewertung und tiefer Profitabilität. Trotz aktuell unangenehm hoher Marktvolatilität darf aber auch von einer gesunden Entwicklung gesprochen werden, da voraussichtlich auch in Europa die Ära negativer Zinspolitik dieses Jahr enden dürfte.

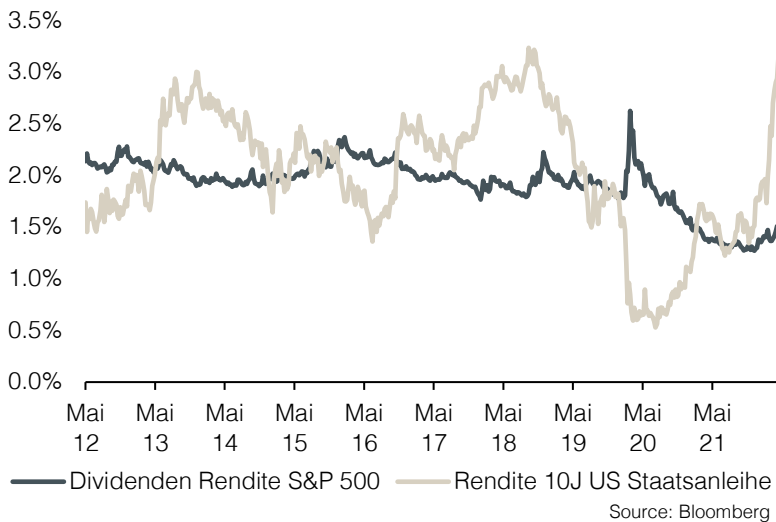
Die steigenden Zinsen in Kombination mit höheren Risikoaufschlägen lassen unsere Indikatoren bei Anleihen in den neutralen Bereich steigen: Die bereits im Markt enthaltenen Zinsschritte dürfen vor allem bei USD Anlegern dazu genutzt werden, das Laufzeitenrisiko vom kurzen Ende auf mittlere Laufzeiten von 5-7 Jahren zu erhöhen. Von einer Erhöhung der Gesamtquote bei den Anleihen sehen wir jedoch ab, da vor allem im EUR und CHF Raum die Renditen weiter steigen dürften.

Im Aktienbereich bleiben wir bei einer neutralen Bewertung. Das aktuelle Umfeld verlangt jedoch einen klaren Fokus auf qualitativ hochwertige Unternehmen. Hier ergeben sich mit der aktuellen Volatilität langfristig solide Renditechancen, für welche wir entsprechend positioniert sind.



Zinsniveau

S&P 500 Dividendenrendite gegenüber 10J US Staatsanleihen



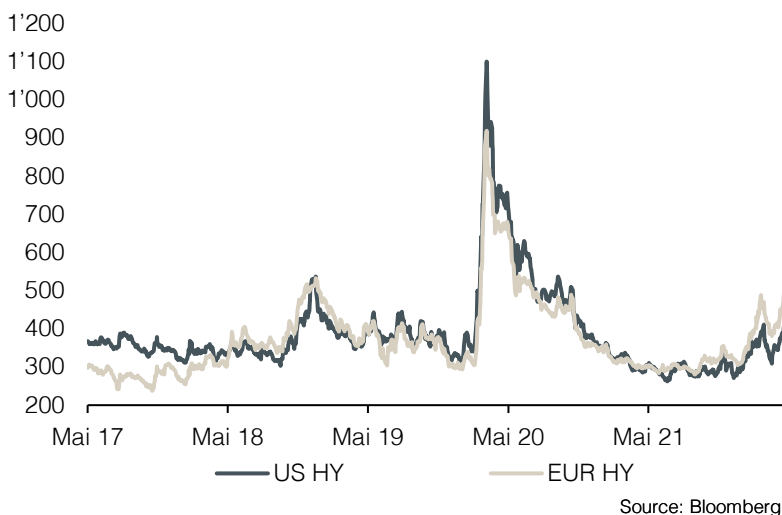
Einschätzung:



Ein Blick auf die Renditedifferenz zwischen der Dividendenrendite des S&P 500 und den 10-jährigen US Staatsanleihen zeigt überdeutlich: Die Zeit der «Alternativlosigkeit» ist vorbei. Staatsanleihen warfen zeitweise knapp das Doppelte der S&P 500 Dividendenrendite ab. Während Aktien zwar den tendenziell den besseren Inflationsschutz bieten, werden sich Investoren mit klaren Renditevorstellungen gerade im USD wieder vermehrt in Anleihen engagieren.

Risikoaufschläge

High Yield Risikoaufschlag (in bps)



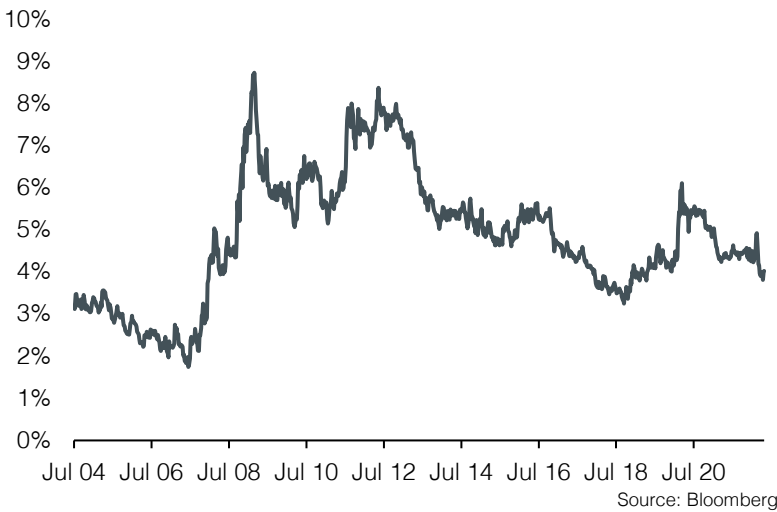
Einschätzung:



Die gestiegenen Risikoaufschläge führen zu einer neutralen Bewertung unserer Einschätzung. Ein Blick auf die Hochzinsanleihen widerspiegelt einen klaren Trend. In einem Umfeld von hoher Unsicherheit, Inflation und Krieg bleiben wir trotz neutraler Einschätzung des Indikators auf der vorsichtigen Seite und raten aktuell zur Zurückhaltung bei Investitionen in Hochzinsanleihen. Ein weiterer Anstieg könnte die Anlageklasse jedoch wieder zunehmend interessant erscheinen lassen.

Aktien Risikoprämie

Globale Aktienrisikoprämie



Einschätzung:



Die Risikoprämien haben sich in den Hauptmärkten über den letzten Monat nur wenig verändert. Zum aktuellen Zeitpunkt sehen die Risikoprämien für Aktien leicht unattraktiv aus und notieren unter dem langjährigen Durchschnitt.

Frühindikatoren

Was die Aktienmärkte bereits einpreisen, zeigt sich in den Frühindikatoren: Die Einkaufsmanagerindizes fallen, befinden sich aber noch immer im expansiven Bereich (über 50). Klar ersichtlich ist der «Lockdown» in China, welcher das Umfeld stark verschlechtert hat. Als Konsum- und Produktionsmotor der Welt dürfte dies auch negative Folgen für die restlichen Länder haben. Wir berücksichtigen den sinkenden Trend bereits in unserem Modell, womit der Indikator auf eine leicht unattraktive Einschätzung fällt.

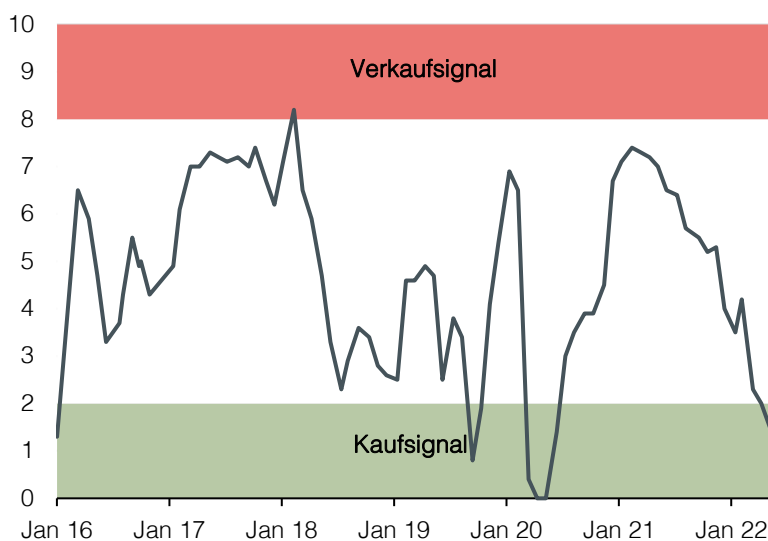
Einschätzung:



Dienstleistungs PMI

	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	Apr 22
Weltweit	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	51.9
USA	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	55.6
Europa	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	57.7
Deutschland	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	57.6
UK	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	58.9
Frankreich	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	58.9
Italien	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	55.7
Spanien	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	57.1
Schweiz	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	56.2
China	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	40.0
Japan	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	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.



Einschätzung:



Der Risikoindex bleibt bei einem Kaufsignal und signalisiert die anhaltend defensive Positionierung der Investoren. Bei genauer Betrachtung ist aber noch keine vollständige Kapitulation der Marktteilnehmer, besonders im Aktienbereich, zu beobachten.

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, [WSJ](#)