

Sound Invest

Oktober 2022

Grösste Anleihenverluste seit Aufzeichnungsbeginn

US Leitzinsen steigen auf das höchste Niveau seit der Finanzkrise

Sukzessive Erhöhung der aktuell neutralen Anleihenquote

Weiterhin defensive Ausrichtung der Aktienpositionierung

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 perfekte Sturm

Anleihen verzeichnen rekordhohe Verluste. Während die Nervosität der Anleger steigt, lohnt sich ein Blick auf aktuelle Opportunitäten und Risiken.

Die rekordhohe Inflation, stark steigende Zinsen und geopolitische Verwerfungen stellen Anleger dieses Jahr vor grosse Herausforderungen. Seit Jahresbeginn haben Unternehmensanleihen in den USA rund 21% verloren, in Europa sind es fast 18%. Zeitgleich haben auch die globalen Aktienindizes neue Tiefstände erreicht. Stellt man die diesjährigen Verluste der Anleihen in einen historischen Kontext, offenbart sich das bisher unerreichte Ausmass.

Die Entwicklung der Staats- und Unternehmensanleihen von hoher Qualität übersteigt deutlich jeden bisher verzeichneten Kursverlust seit Messbeginn in den 1970er Jahren. Selbst zu Beginn der 80er Jahre und der höchsten Inflation der Nachkriegszeit, verzeichneten Anleihen eine bessere Wertentwicklung als im Jahr 2022.

Dies wirkt erstaunlich, da der US-Leitzins damals auf den historischen Höchststand von 20% und somit viel stärker angehoben wurde als im aktuellen Straffungszyklus. Der Hauptgrund liegt darin, dass die Zinsen im aktuellen Jahr von sehr tiefen Niveaus angestiegen sind. So haben die tiefen Zinszahlungen Anleger praktisch nicht für die hohen Kursverluste der Anleihen entschädigt. Als Beispiel: Der durchschnittliche Coupon für EUR-Anleihen sank seit der Finanzkrise und dem daraus resultierenden Nullzinsumfeld von über 5% auf unter 1.5%. Im gleichen Zeitraum sind auf globaler Ebene die Laufzeiten von Anleihen um etwa 50% angestiegen, womit die Zinssensitivität generell stark zugenommen hat.

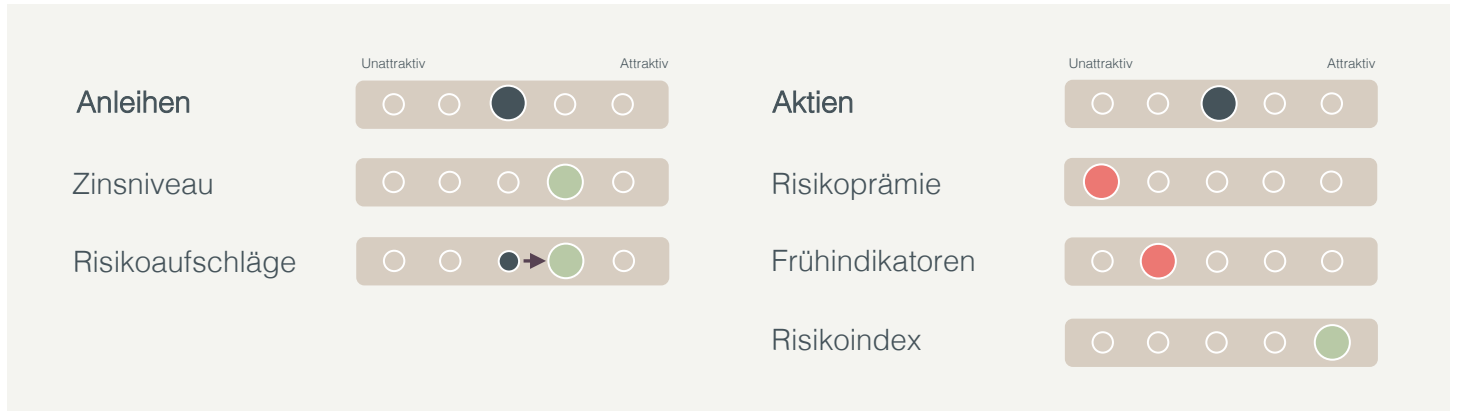
Als Resultat davon konnten Anleihen in der aktuellen Korrektur ihre diversifizierende Wirkung nicht entfalten, vor allem weil die Korrelation zu Aktien positiv war – im Gegenteil zu vergangenen Krisen. So resultieren für Unternehmensanleihen in EUR und USD aktuell höhere Verluste als für die lokalen Aktienmärkte. Anleger aller Risikoprofile haben somit dieses Jahr den vielbesagten «perfekten Sturm» erlebt.

Das aktuelle Zinsumfeld bietet Anlegern aber auch Chancen. Die Verfallsrendite von US-Unternehmensanleihen mit hoher Qualität ist auf über 6%, den höchsten Wert seit der globalen Finanzkrise, angestiegen. Insbesondere dürften Staatsanleihen mit längeren Laufzeiten wieder deutlich besser zur Portfoliodiversifikation beitragen, da die Notenbanken im Falle einer starken Rezession wieder mehr Spielraum für Zinssenkungen haben. Zusammengefasst: Die zukünftigen Renditeerwartungen sind gestiegen.

Dennoch hinterlässt das hohe Zinsniveau Spuren in der Realwirtschaft. Die 30-jährigen US-Hypothekarzinsen sind mit 7.3% so hoch wie zuletzt im Jahr 2000. Dies hat zu einem starken Einbruch der Nachfrage nach Wohneigentum geführt. Unternehmen mit tiefer Bonität bezahlen knapp 10% Zinsen auf neu begebenen Anleihen und nicht zuletzt steigt auch die Zinsbelastung der Staaten deutlich an. So zeigen Schätzungen, dass dieses Jahr die Zinszahlungen der US-Regierung um über 45% ansteigen dürften. Diese Effekte schlagen sich nicht sofort auf die Realwirtschaft nieder, deren Auswirkungen dürften jedoch im nächsten Jahr deutlich zu spüren sein.

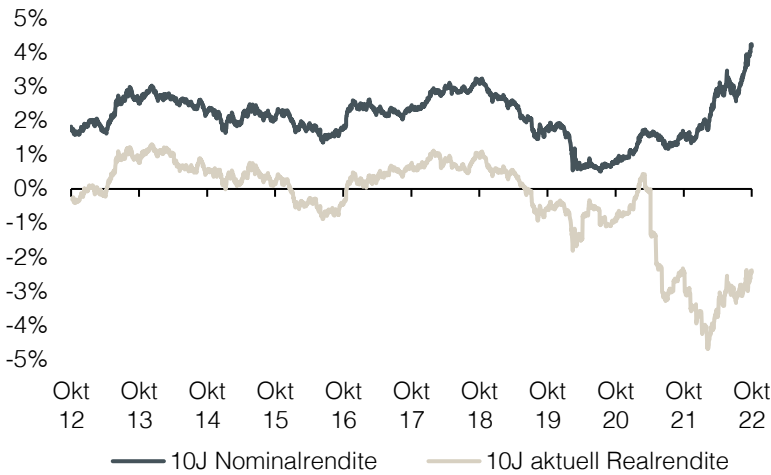
Die Positionierung bei den Festverzinslichen steht somit im Zentrum. Unser Indikatorenmodell zeigt neu eine attraktive Beurteilung von Anleihen an, was generell eine Übergewichtung im Portfolio-kontext zur Folge hätte. Es resultieren jedoch enorme Unterschiede zwischen den einzelnen Währungsmärkten. Gerade im EUR und CHF Raum waren die Zentralbanken im Vergleich mit der US-Notenbank bisher zurückhaltend. Mit den getrübten Konjunkturaussichten wird eine Rezession immer wahrscheinlicher, was die Risikoaufschläge aus unserer Sicht aber noch nicht reflektieren. Dies ist in der Umsetzung der Portfolioallokation entsprechend zu berücksichtigen. So bleibt aus Sicht des Anlagekomitees Zeit für die Erhöhung der Anleihenquote. Wir bleiben bei einem Übergewicht von Staatsanleihen und meiden hohe Kreditrisiken.

Im Aktienbereich nehmen wir keine Änderungen vor. Wir bleiben neutral gewichtet und favorisieren eine defensive Positionierung mit Schweizer Aktien, dividendenstarke Qualitätsaktien und Unternehmen aus dem Gesundheitssektor.



Zinsniveau

US Nominalverzinsung gegenüber aktueller Realverzinsung



Source: Bloomberg

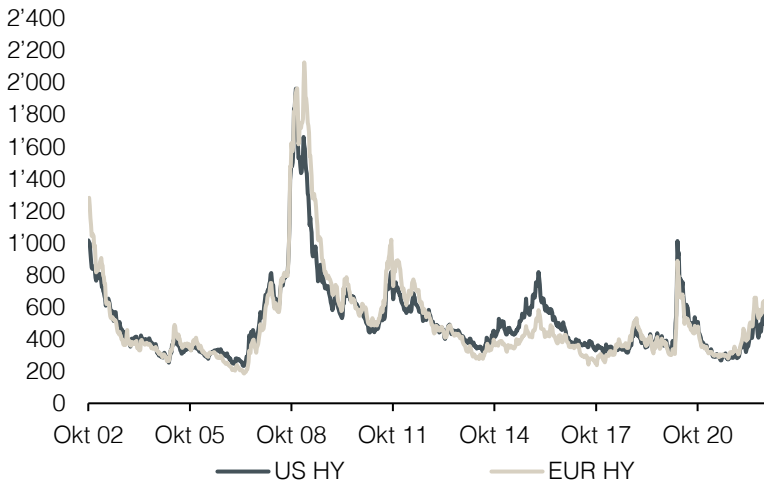
Einschätzung:



Das globale Zinsniveau nähert sich dem höchsten Stand seit der globalen Finanzkrise. Mit der Ausnahme Japans haben sich sämtliche Zentralbanken von der Negativzinspolitik verabschiedet. Während die Nominalrenditen somit auf ein attraktives Niveau gestiegen sind, verharren die Realrenditen noch immer auf rekordtiefem Niveau. Auf Grund deutlicher Signale, welche auf eine sich abkühlende Inflation hinweisen, favorisieren wir Staatsanleihen, deren Quote und Laufzeiten wir sukzessive erhöhen möchten.

Risikoaufschläge

High Yield Risikoaufschlag (in bps)



Source: Bloomberg

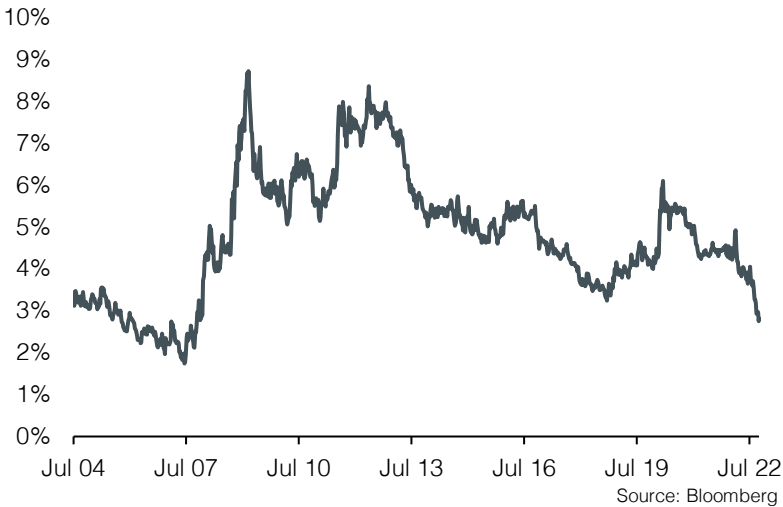
Einschätzung:



Knapp 5% beträgt in den USA aktuell der Risikoaufschlag für Hochzinsanleihen gegenüber Staatsanleihen. Der Durchschnittswert der letzten 20 Jahre betrug 5.28%, womit trotz steigender Rezessionswahrscheinlichkeit und generell höherem Zinsniveau die Ausfallwahrscheinlichkeit für Unternehmensanleihen mit tiefer Bonität wohl noch nicht ausreichend reflektiert ist. Während in Europa die Risikoaufschläge stärker angestiegen sind, bleiben wir der Meinung, dass Kreditrisiken aktuell noch nicht die gewünschten Einstiegsniveaus erreicht haben. Stark über die Durchschnittswerte steigende Risikoaufschläge dürften jedoch eine Opportunität darstellen und hätten eine schrittweise Erhöhung deren Gewichtung zur Folge.

Aktien Risikoprämie

Globale Shiller Aktienrisikoprämie



Einschätzung:



Keine Veränderung gab es im Bereich der Risikoprämien, welche im stark negativen Bereich verharren. Aufgrund der stark gestiegenen Renditen bleiben Aktien somit gegenüber Anleihen weiterhin unattraktiv. Ohne eine markante Änderung der Inflationserwartung oder des Zinsniveaus dürfte die Einschätzung der Risikoprämien vorerst unverändert unattraktiv bleiben.

Frühindikatoren

Die Entwicklung der Frühindikatoren spricht eindeutig für eine Abschwächung der Wirtschaft. Die Folgen der höheren Zinsen zeigt sich vorerst nur an wenigen Stellen, deren Effekte dürften im nächsten Jahr aber verstärkt zu Tage treten. Die Wahrscheinlichkeit einer US-Rezession über die nächsten 12 Monate ist im Oktober auf 60% gestiegen.

Einschätzung:

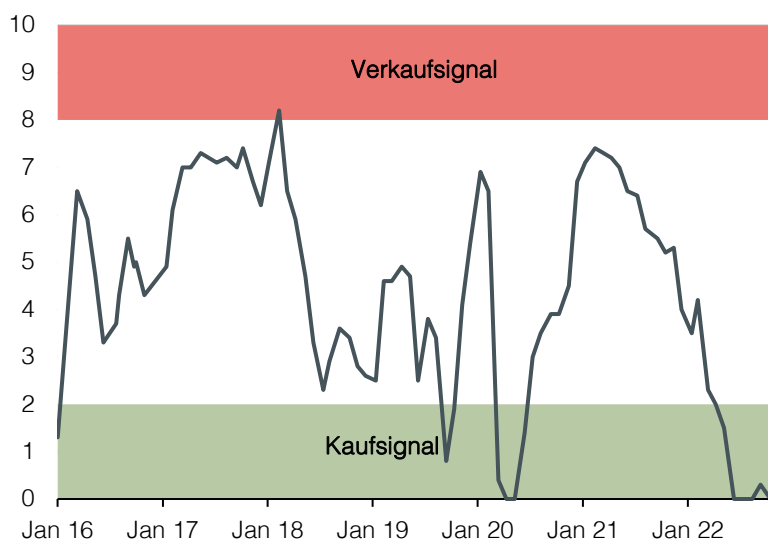


Dienstleistungs PMI

	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	Mai 22	Jun 22	Jul 22	Aug 22	Sep 22	Okt 22	
Weltweit	51.6	52.8	54.7	57.1	59.5	57.4	56.3	52.7	53.8	55.6	55.6	54.7	51.0	54.0	53.4	52.2	51.9	53.9	51.1	49.3	50.0		
USA	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	53.4	52.7	47.3	43.7	49.3	46.6	
Europa	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	56.1	53.0	51.2	49.8	48.8	48.2	
Deutschland	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	55.0	52.4	49.7	47.7	45.0	44.9	
UK	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	53.4	54.3	52.6	50.9	50.0	47.5	
Frankreich	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	58.3	53.9	53.2	51.2	52.9	51.3	
Italien	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	53.7	51.6	48.4	50.5	48.8		
Spanien	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	56.5	54.0	53.8	50.6	48.5		
Schweiz	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	60.2	59.0	55.2	56.9	52.3		
China	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	47.1	54.3	52.8	51.9	48.9		
Japan	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	52.6	54.0	50.3	49.5	52.2	53.0	

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:



Keine Veränderung gab es in der Positionierung der Anleger. Noch immer überwiegen eine pessimistische Stimmung und Positionierung. Eine Umfrage bei Fondsmanagern deutete auf die höchsten Barbestände und das grösste Untergewicht von Aktien seit 2001 hin. Ein Signal für eine gewisse Kapitulation und Hinweis darauf, dass starke Gegenbewegungen jederzeit möglich sind.

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, (WP).