

Anlagepolitik

3. Quartal 2021 | Juni 2021

Autor | **Gianluca Tarolli, CFA** | Chefökonom und Strategieexperte, Co-CIO

Eckdaten

Das Ende einer Ära?

Bei einer extremen staatlichen **Verschuldung**, wie wir sie derzeit in den meisten Industrieländern erleben, sind die **Glaubwürdigkeit** der (geld)politischen Instanzen und das Vertrauen der Menschen in diese Instanzen Grundvoraussetzung, um einen Zusammenbruch der Währung oder die Explosion der Kosten zur Schuldenfinanzierung zu verhindern.

Daher müssen neue Konjunkturpakete (wie das gerade in den Vereinigten Staaten in Verhandlung befindliche Infrastrukturprogramm) mit neuen Finanzierungsquellen einhergehen. Und dies geht nicht ohne **Steuererhöhungen**.

Um die Ungleichheiten in der amerikanischen Gesellschaft abzubauen, plant die Biden-Administration die Erhöhung der steuerlichen Belastung für Haushalte mit hohem Einkommen: Die vom Staat synchronisierte Umverteilungspolitik soll dort gelingen, wo die Trickle-Down- bzw. Pferdeäpfeltheorie versagt hat. Aber die grosse Revolution, die sich abzeichnet, ist die Erhöhung der Steuern auf Unternehmensgewinne.

Unter der Federführung der Vereinigten Staaten, ohne die in dieser Welt nichts geht, wurde auf dem letzten G7-Gipfel das Prinzip eines Mindeststeuersatzes von **15%** sowie für Grossunternehmen, deren Margen über **20%** betragen, die Entrichtung von Steuern in den Ländern beschlossen, in denen ihre Kunden ansässig sind. Die Umsetzung dieses Plans erfordert eine Einigung mit noch mehr Ländern, aber es scheint sich ein echter Konsens anzubahnen: Für die Gewinner der Globalisierung schlägt die Stunde ihres Beitrags zur Sanierung der Staatsfinanzen.

Die ersten **Schätzungen** der finanziellen Auswirkungen dieser Neuerung sind allerdings nicht sehr alarmierend: Die Minderung der Gewinne für 2022 würde für die S&P 500-Unternehmen nur wenige Prozent betragen, wobei die Technologie- und Gesundheitssektoren am stärksten betroffen sein könnten. In Europa dürften die Auswirkungen, die auf eine Grössenordnung von 2% geschätzt werden, gering sein.

Eine der Konsequenzen der Pandemie scheint somit **nach vierzig Jahren** das Ende der quasi ununterbrochenen Verringerung der steuerlichen Belastung der Unternehmen zu sein (**Grafik 1**).

Szenario und Schlussfolgerungen

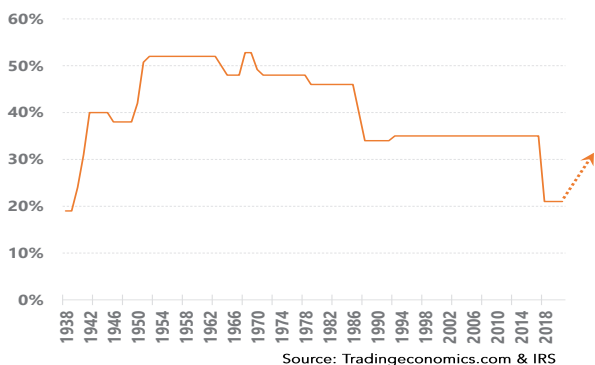
- Kräftige **Beschleunigung** des Wachstums im 2. Halbjahr ausser in China
- **Verringerung** des Beitrags von Krediten zum chinesischen Wachstum
- Wiederanstieg der **Inflation**
- Erhöhung der **Steuern** auf Unternehmensgewinne

- **Aktien:** „neutral“. Fortgesetzte Umschichtung auf stärker zyklische Werte und Value-Aktien
- **Anleihen:** Schwerpunkt auf Carry (High Yield-Bonds sowie auf USD lautende Schwellenländer-Staatsanleihen und chinesische Staatsanleihen in RMB)
- **Devisen:** unverändert
- **Liquide Mittel:** unverändert

	UW (-)	N (=)	OW (+)
Asset-Allokation			
Aktien	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Staatsanleihen	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Kreditpapiere	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Alternative Anlagen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Cash	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Aktien			
USA	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Europa	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Schweiz	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Japan	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Schwellenländer	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Anleihen			
Staatsanleihen	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Erstklassige Unternehmensanleihen (Investment Grade-Kategorie)	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
High Yield-Bonds	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Schwellenländer-Staatsanleihen (USD)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Schwellenländer-Staatsanleihen (Lokalwährung)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>

Wirtschaft: Ist die Inflation wieder da?

Grafik 1 | Vereinigte Staaten: Der Steuersatz auf Unternehmensgewinne wird steigen!



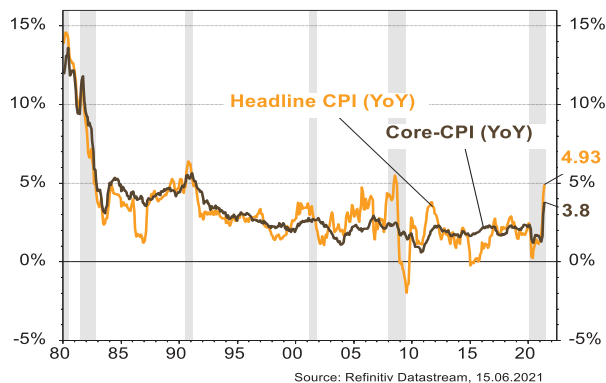
Der jährliche **Anstieg** des allgemeinen **Preisindex** betrug im Mai in den Vereinigten Staaten **5%** und war damit so stark wie seit 2008 nicht mehr; die Kerninflation (ohne Nahrungsmittel und Energie) in Höhe von **3,8%** lag auf dem höchsten Wert seit 1992. In China sind die Erzeugerpreise um **9%** ggü. Vj. gestiegen, und selbst in Deutschland waren die Verbraucherpreise im Mai um **2,4%** ggü. Vj. gestiegen, während der Preisauftrieb in der Schweiz nur **0,6%** betrug.

Kein Wunder, dass angesichts dieser Zahlen die Inflation zu einem Thema geworden ist, das ganz vorne auf der Agenda der Ökonomen steht.

Dabei stehen sich **zwei grosse Lager** gegenüber. Das **erste** Lager, das die These einer vorübergehenden Inflation vertritt, wird von niemand Geringerem als der US-amerikanischen Federal Reserve angeführt. Das **zweite** Lager vertritt die Auffassung, dass die Inflation von längerer Dauer sein wird und wir nach 40 Jahren Desinflation am Beginn einer grundlegenden Inflationswende stehen (**Grafik 2**).

Die Verfechter der **vorübergehenden Natur** der Inflation behaupten, dass die Basiseffekte, die wir derzeit beobachten und die eine Folge des Einbruchs der Preise im vergangenen Frühjahr sind, mit dem Ende der Corona-Einschränkungen allmählich weichen werden.

Grafik 2 | Vereinigte Staaten: Beschleunigung des Preisauftriebs!



Auch dürften die Spannungen in bestimmten Segmenten (Engpässe im Transport- und Halbleitersektor, bei einigen Rohstoffen und in manchen Sektoren sogar in Bezug auf Arbeitskräfte) mit der Rückkehr zur Normalität in einigen Monaten abgebaut werden. Aber vor allem vertreten die Anhänger dieser These die Auffassung, dass die Disinflationen, die in den vergangenen Jahrzehnten am Werk waren (Globalisierung, technologische Innovation, hohe Verschuldung und demografische Entwicklung) nicht verschwinden und erneut Abwärtsdruck auf die Preise ausüben werden.

Die Argumente für eine **länger anhaltende** Inflation sind genauso stichhaltig und überzeugend. So entgegnen die Verfechter der These einer grundlegenden Inflationswende auf das Argument eines Nachfrageüberhangs infolge eines – vorübergehenden – Versorgungsengpases, dass die durch staatliche Hilfen gestützte Nachfrage der privaten Haushalte sowie die durch die Investitionstätigkeit der Unternehmen angeschobene Nachfrage das verfügbare Angebot lange genug überschreiten werden, um eine dauerhafte Aufwärtsspirale der Preise zu bewirken. Die Beschleunigung des Lohnanstiegs, die seit einigen Monaten die mangelnde Bereitschaft der Amerikaner widerspiegelt, angesichts der grosszügigen,

Finanzmärkte

*) Zum 14.06.2021

Aktienmärkte	Wertentwicklung			12-Monats-KGV	Bewertung		Gewinnwachstum			
	Kurs (in Lokalwährung)	Quartal 2. Qu.*)	Seit dem 31.12.2020		Dividendenrendite	Kurs-Buchwert-Verhältnis	Gewinn je Aktie in den kommenden 12 Monaten	Gewinn je Aktie 2021	Gewinn je Aktie 2022	Gewinn je Aktie 2023
Vereinigte Staaten	4 132.56	7.20%	12.70%	21.70	1.9%	4.7	20%	36%	11%	11%
Europa	458.32	6.69%	14.90%	16.91	2.4%	2.1	25%	46%	12%	9%
Japan	1 959.75	0.29%	8.60%	15.62	2.0%	1.3	20%	25%	13%	9%
Schweiz	11 866.41	7.40%	11.00%	18.06	2.7%	3.2	9%	9%	10%	8%
Grossbritannien	4 074.57	6.40%	11.00%	13.57	3.0%	1.8	30%	67%	8%	6%
Schwellenländer (USD)	1 383.19	5.07%	7.12%	14.22	2.3%	2.1	25%	49%	11%	10%
Internationale Aktien (USD)	3 019.88	7.40%	12.30%	19.60	2.1%	3.2	21%	37%	11%	9%

Quelle: Datastream, IBES-Konsens

im Zug der Pandemie gewährten Arbeitslosenhilfen wieder zur Arbeit zu gehen, muss anhalten, damit eine solche Spirale in Gang kommt. Vor diesem Hintergrund wird die von zahlreichen Regierungen der entwickelten Welt geförderte Rückverlagerung der Herstellung von wesentlichen Gütern eine Verlangsamung der Globalisierung und somit einen Anstieg der Produktionskosten zur Folge haben. Auch erfordert der überfällige Abbau von Ungleichheiten zur Verringerung sozialer Spannungen und der politischen Polarisierung entweder eine höhere Besteuerung Gutverdienender oder eine Erhöhung niedriger Einkommen. In beiden Fällen steht unter dem Strich eine höhere Inflation.

Viel Geld ist auch für die **Energie- und Ökologiewende** zu veranschlagen, deren Kosten auf rund USD 4.000 Mrd. jährlich geschätzt werden. Ganz allgemein wird die Anhebung der Steuern, ob sie nun zu Lasten der Verbraucher oder der Produktionsunternehmen erfolgt, die Kosten steigern und das Budget der Verbraucher oder die Bilanzen der Unternehmen belasten.

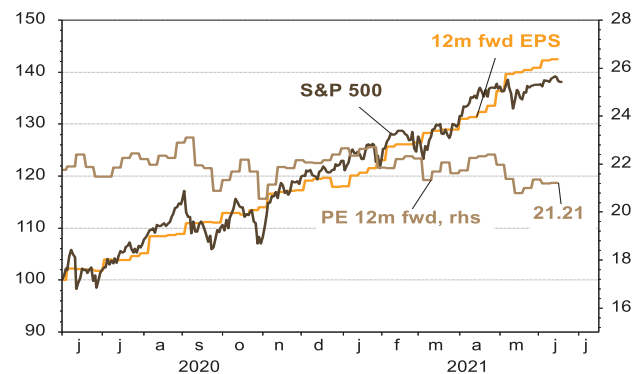
Wir glauben zwar nicht an die von vielen vorhergesagte Rückkehr der Inflation wie in den siebziger Jahren, aber wir denken, dass die sehr expansionistische Wirtschaftspolitik, die anders als 2008 die extrem entgegenkommende Geldpolitik ergänzt, die Preise **auf Dauer** in die Höhe treiben kann. In den Vereinigten Staaten entspricht der kumulierte Aufwand (Staat und Zentralbank) 30% des BIP, wie zu Zeiten des Zweiten Weltkriegs (!), und steht in keinem Verhältnis zu 2008 (weniger als 15% des BIP). Darüber hinaus hat die Fed auch kein Problem, sich mit einer Inflationsrate zu arrangieren, die höher ist als in den vergangenen Jahren (im Durchschnitt 1,8% während der letzten zehn Jahre).

Trotz der deutlich nach oben korrigierten Wachstums- und Inflationsaussichten halten die US- und die Europäische Zentralbank an ihrer sehr lockeren Geldpolitik fest. Nachdem die Märkte zu Jahresbeginn die Entschlossenheit der Zentralbanken in Form höherer langfristiger Renditen getestet hatten, scheinen sie vorerst resigniert zu haben. Sie werden reichlich Zeit zum Reagieren ha-

ben, falls sich die Inflation nicht verlangsamt und/oder die Wirtschaft noch stärker boomt als angenommen.

An der **Konjunkturfront** hält die Erholung im Takt der Corona-Lockerungen an. In den **Vereinigten Staaten** haben die Vertrauensindizes der Einkaufsmanager (ISM des Verarbeitenden und des Dienstleistungsgewerbes) wahrscheinlich bereits einen Höchststand überschritten. Die Konjunkturzahlen, vor allem hinsichtlich Konsum, bestätigen diesen Optimismus und zeigen stark nach oben. Im 1. Quartal ist das BIP um über 6,4% ggü. Vq. (annualisiert) gestiegen, das 2. Quartal dürfte noch besser ausfallen. In der **Eurozone** bestätigt sich der Rückstand; im 1. Quartal ist das BIP (um annualisierte 1,3% ggü. Vq.) leicht geschrumpft, aber nicht so ausgeprägt wie befürchtet. Gleiches gilt für die **Schweiz**, deren BIP im gleichen Zeitraum um annualisierte 2% ggü. Vq. zurückgegangen ist. Mit dem Ende der Corona-Beschränkungen wird sich im 2. Quartal die Erholung bestätigen. In **China** verlangsamt sich der Wachstumsbeitrag der Kredite: Dies ist ein Zeichen dafür, dass selbst bei anhaltend kräftiger Konjunktur die Beschleunigung der Volkswirtschaft, die im Konjunkturzyklus am weitesten fortgeschritten ist, beendet ist.

Grafik 3 | Aktien: Der Anstieg der Indizes beruht nicht auf den Bewertungen, sondern auf dem Gewinn je Aktie



Source: Refinitiv Datastream, 18.06.2021

10-jährige Staatsanleihen	Rendite zum 14.06.2021	Veränderung 2. Qu.* (in bp)	Veränderung seit dem 31.12.2020 (in bp)
USD-Rendite - Vereinigte Staaten	1.50%	-25	59
EUR-Rendite - Deutschland	-0.25%	8	32
JPY-Rendite - Japan	0.04%	-6	1
CHF-Rendite - Schweiz	-0.23%	12	32
GBP-Rendite - Grossbritannien	0.78%	-10	54
Schwellenländer (USD)	3.91%	-7	34
Schwellenländer (Lokalwährung)	6.01%	-81	-2

Rohstoffe	Preis	Quartal 2. Qu.*	Seit dem 31.12.2020
Goldpreis (USD/Unze)	1 864.56	9.4%	-1.7%
Brentpreis (USD/Barrel)	72.38	14.0%	39.0%

Devisen	Kurs zum 14.06.2021	Veränderung 2. Qu.*	Veränderung Seit dem 31.12.2020
EUR ggü. CHF	1.0901	-1.45%	0.79%
EUR ggü. USD	1.2109	3.04%	-1.36%
EUR ggü. JPY	133.3513	2.68%	5.56%
EUR ggü. NOK	10.0718	0.39%	-3.86%
GBP ggü. EUR	1.1662	-0.66%	5.41%
GBP ggü. USD	1.4120	2.34%	3.29%
USD ggü. CHF	0.8991	-4.47%	1.71%
USD ggü. CAD	1.2135	-3.45%	-4.75%
AUD ggü. USD	0.7721	1.37%	0.05%

Quelle: Datastream

Unsere Favoriten am Devisenmarkt

Rang 1 Aufwertung erwartet USD	Rang 2 Stabilisierung GBP JPY GOLD NOK	Rang 3 Abwertung erwartet CHF EUR
<ul style="list-style-type: none"> ▪ USD: Nutzniesser des Auseinanderdriftens der Geldpolitik 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ GBP: Interessante Bewertung und früher Konjunkturaufschwung (dank Impfung) ▪ JPY: Attraktive Bewertung und Fluchtwährung ▪ GOLD: Fluchtwährung und Diversifikationsinstrument ▪ NOK: Stabilisiert durch die Erholung des Rohölpreises 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ CHF: Hohe Bewertung; die Risikobereitschaft der Anleger ist von Nachteil ▪ EUR: Leidet unter der stockenden Konjunktur und der entgegenkommenderen Geldpolitik der EZB

Was bedeutet dies für unser Portfolio?

Seit Juni 2020 sind die Bewertungen von Aktien, gemessen am 12-Monats-KGV, an den US-Märkten unverändert. Dies scheint zunächst erstaunlich, aber der Anstieg der Indizes um rund +40% in diesem Zeitraum beruht ausschliesslich auf der erwarteten Steigerung des **Gewinnwachstums (Grafik 3)**.

Dieses Phänomen ist zwar positiv, denn es basiert auf der Entwicklung der Fundamentaldaten – der Gewinne –, aber es zeigt auch, dass die Anleger nicht bereit sind, mehr Geld für Aktien zu zahlen. Ein weiterer Indexanstieg wird erneute Aufwärtskorrekturen der Wachstumsperspektiven erfordern. Natürlich sind diese möglich, aber sie werden weitaus **bescheidener** als in den Vormonaten ausfallen. Das Aufwärtspotenzial ist somit stärker begrenzt. Wir sind nach wie vor an den Aktienmärkten engagiert, haben aber **Absicherungen** (Put-Optionen) für alle unsere Strategien gekauft. Damit wollen wir die seit Jahresbeginn kumulierte Performance zu einem Zeitpunkt, da positive Überraschungen seltener werden könnten, schützen, denn echte **Alternativen**

zu Aktien sind Mangelware. Der im 2. Quartal beobachtete erstaunliche Rückgang der Zinsen kommt vorsichtigen Anlegern nicht gelegen. Angesichts der mehr als guten Wachstumsperspektiven kommt der Rückgang der Zinsen trotz hoher absoluter Bewertungen auf Sicht ... Aktien zugute! Wir erwägen die Erhöhung unserer Exposure, sobald sich die Gelegenheit bietet; ansonsten bleiben wir in den verschiedenen Anlageklassen aktiv. Beispielsweise haben wir unsere Gewinne bei Industriemetallaktien mitgenommen und unsere Exposure in asiatischen Anleihen aufgestockt. Daneben haben wir neue Positionen in hybriden Unternehmensanleihen aufgebaut, deren Rendite-Risiko-Profil wir für attraktiver als das von erstklassigen Kreditpapieren halten.

Die Veränderungen bei **Devisen** halten sich im Rahmen; unsere Allokation, die eine Verankerung in der Referenzwährung befürwortet, ist unverändert, desgleichen die Gewichtung von Gold, dessen Preis sich im Quartalsverlauf deutlich erholt hat.

Redaktionsschluss | 14. Juni 2021

Dieses Dokument wurde ausschliesslich zum Zweck der allgemeinen Information erstellt und wird im Rahmen einer mit dem Empfänger vereinbarten vertraglichen Beziehung von Bordier & Cie SCmA exklusiv zur Verfügung gestellt. Die in ihm enthaltenen Meinungsäusserungen sind diejenigen von Bordier & Cie SCmA. Der Inhalt dieses Dokuments darf von nicht-autorisierten Personen weder vervielfältigt noch weitergegeben werden. Jede nicht genehmigte Vervielfältigung oder Veröffentlichung dieses Dokuments löst die Haftung des Nutzers aus und kann gerichtlich verfolgt werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben sind unverbindlich und stellen in keinem Fall eine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung für Dritte dar. Des Weiteren weisen wir ausdrücklich darauf hin, dass die Bestimmungen unseres Haftungsausschlusses vollumfänglich auf dieses Dokument Anwendung finden, insbesondere die Bestimmungen über Einschränkungen im Zusammenhang mit den jeweils gültigen Gesetzen und Vorschriften der einzelnen Länder. So erbringt die Bank Bordier weder Anlagedienstleistungen noch Anlageberatung für „US-Personen“ im Sinne der diesbezüglichen Vorschrift der US-amerikanischen Börsenaufsichtsbehörde Securities and Exchange Commission (SEC). Des Weiteren richten sich die auf unserer Website - einschliesslich dieses Dokuments - angebotenen Informationen in keinem Fall an US-amerikanische Personen oder Rechtspersönlichkeiten.

Anlagepolitik | Juni 2021

4/4
Design ClPa

Bordier & Cie SCmA | Banquiers Privés depuis 1844

Rue de Hollande 16 | case postale 5515 | CH-1211 Genève 11 | t +41 58 258 00 00 | f +41 58 258 00 40 | bordier.com