

Anlagepolitik

4. Quartal 2021 | September 2021

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

Eckdaten

Die Zentralbanken in Jackson Hole

Ende August haben die Investoren wie jedes Jahr mit grosser Aufmerksamkeit das traditionelle Symposium der Zentralbanker in **Jackson Hole** verfolgt, um anhand noch so nebensächlicher Kommentare Details zur künftigen Geldpolitik, insbesondere aber der US-amerikanischen Federal Reserve in Erfahrung zu bringen.

Letztendlich haben die Verlautbarungen **nicht wirklich überrascht**. Obwohl Federal Reserve-Chef Jerome Powell einen überraschend starken Anstieg der Inflation einräumte, bekräftigte er, dass die Zentralbank die höhere Inflation für ein vorübergehendes Phänomen halte. Auch relativierte er die positive Nachricht von der unerwartet kräftigen Erholung, indem er auf die Unsicherheit verwies, die mit der Aufhebung sämtlicher pandemiebedingter Einschränkungen für die Wirtschaft einhergeht. Somit sind die Elemente, die eine baldige geldpolitische Straffung hätten bewirken können, d.h. mehr Wachstum und mehr Inflation, vorerst wieder irrelevant. Dennoch dürfte bis Jahresende eine schrittweise Verringerung der Anleihekäufe (derzeit USD 120 Mrd./Monat), das so genannte **Tapering**, angekündigt werden. Eine Anhebung der Leitzinsen scheint derzeit wenig wahrscheinlich und dürfte nicht vor Anfang 2023 erfolgen.

Das Ausbleiben einer echten Reaktion der Märkte zeigt, dass die Botschaft angekommen ist: Die Fed bleibt bei ihrem entgegenkommendem Kurs, welcher der Risikobereitschaft der Anleger zuträglich ist.

Mit der Anhebung ihrer Wachstums- und Inflationsprognosen im September gegenüber den Werten vom Juni hat die **EZB** beschlossen, ihre Anleihekäufe im Rahmen des PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme), dessen Auslaufen noch immer für März 2022 geplant ist, von EUR 80 Mrd./Monat auf rund EUR 65 Mrd./Monat zu verringern. Das herkömmliche Ankaufprogramm (APP) wird fortgesetzt und je nach Bedarf angepasst.

Obwohl diese Veränderungen derzeit eher Anpassungen und die **Finanzierungskonditionen** nach wie vor sehr entgegenkommend sind, erkennen wir, dass die Zentralbanken ihren allmählichen Rückzug aus ihrer expansiven Geldpolitik beginnen. Dieser Prozess wird sehr graduell erfolgen, aber er zeigt, dass die pandemiebedingten Dringlichkeitsmassnahmen auslaufen. Dies ist in der Tat eine gute Nachricht.

Szenario und Schlussfolgerungen

- Der Konjunkturzyklus hat seinen Wachstumshöhepunkt überschritten.
- **Die Kommunistische Partei Chinas nimmt das Land wieder an die Kandare**
- Die **inflationären Spannungen halten an**
- Das **Tapering** wird gegen Jahresende einsetzen

- **Aktien:** „Neutral“ mit Put-Absicherungen: Erratische Zuwächse erwartet
- **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 checked="" type="checkbox"/>	<input 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"/>

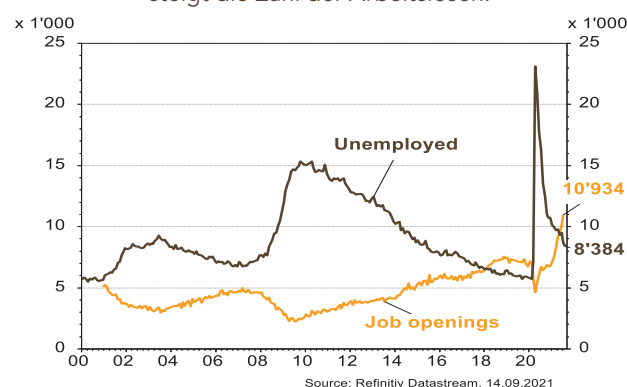
Wirtschaft: Steht ein Stagflationsrisiko zu befürchten?

„**Gleichheit und Wohlstand** können nicht nur, sondern müssen Hand in Hand gehen“: Diese Forderung stammt nicht etwa von der Kommunistischen Partei Chinas, sondern von Heather Boushey, Mitglied des *Council of Economic Advisers* des Weissen Hauses. Sie ist Teil der Denkrichtung von Professor J. Stiglitz, Wirtschaftsnobelpreisträger, oder auch der US-amerikanischen Finanzministerin J. Yellen, jedenfalls aber weit entfernt von dem Liberalismus der Chicagoer Schule, der bis vor kurzem dominierte. Ausgangspunkt ist, dass der Markt die Vielzahl der Probleme nicht alleine lösen kann und dass Ausreisser ohne hinreichende Interventionen zu zahlreich und gefährlich sind. Insbesondere stellt die Zunahme **der Ungleichheiten** über jegliche politische Erwägungen hinaus eine Bremse für das Wirtschaftswachstum sowie eine Quelle für soziale und politische Spannungen dar. Die Konjunkturpakete der Biden-Administration sollen diese Ungleichheiten reduzieren, aber einige Hindernisse werden bestehen bleiben. Auch wenn der Infrastrukturplan (Build Back Better) mit einem Gesamtbudget von über tausend Milliarden Dollar die erste Hürde im US-Senat genommen hat, so steht die wahre Nagelprobe in Form der Verabschiedung des 3.500 Milliarden USD schweren Pakets für „humane“ Infrastrukturen (Gesundheit, Bildung) im Kongress noch bevor. Die Verabschiedung wird unweigerlich mit einer Umverteilung der Vergütung und/oder der Besteuerung der wichtigsten Produktionsfaktoren, d.h. der Arbeit und des Kapitals, einhergehen.

Auf kürzere Sicht sorgten die jüngsten Statistiken für Enttäuschung, sowohl was das Vertrauen der Wirtschaftsakteure (private Haushalte und Unternehmen) als auch die Aktivität (Einzelhandelsumsätze) angeht. Das **BIP-Wachstum des 3. Quartals** könnte sich nach dem kräftigen Wachstum im 1. Quartal (annualisierte +6,3% ggü. Vq.) und im 2. Quartal (annualisierte +6,6% ggü. Vq.) verlangsamen. Dennoch blicken wir aufgrund der fortgesetzten Verbesserung am **Arbeitsmarkt** mit Zuversicht in das letzte Quartal. Mit dem Auslaufen des aufgestockten Arbeitslosengeldes, dank dessen manche Arbeitslose mehr Einkünfte als in einem Be-

schäftungsverhältnis hatten, steigt der Anreiz, sich um einen Arbeitsplatz zu bemühen. Da die Zahl der freien Stellen (10,9 Mio.) die Zahl der Arbeitslosen (8,4 Mio.) übersteigt, dürfte die Arbeitslosenquote weiter rasch sinken (**Grafik 1**). Es fehlen noch 5,3 Mio. Arbeitsplätze, um wieder das Vor-Pandemie-Niveau zu erreichen.

Grafik 1 | Der Bestand an freien Arbeitsstellen übersteigt die Zahl der Arbeitslosen!



Die vorübergehende Verlangsamung der Wirtschaftsaktivität geht einher mit **inflationären Spannungen** (der Preisaufrtrieb betrug im August 5,3% ggü. Vj.), die ein **Stagflationsrisiko** (schwaches Wachstum, hohe Inflation, **Grafik 2**) befürchten lassen. Wenn das Wachstum der Arbeitseinkommen nicht mindestens den Preisaufrtrieb kompensiert, so würde der Kaufkraftverlust der privaten Haushalte den Konsum und somit die Fortsetzung des Konjunkturzyklus ernsthaft belasten. Zwar sind wir noch nicht so weit, aber die Ungewissheit steigt.

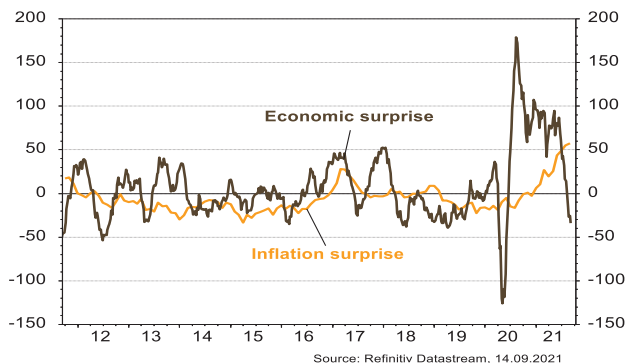
Der Aufschwung in der **Eurozone** bestätigt sich. Im 2. Quartal war mit einem BIP-Wachstum von annualisierten 9,2% ggü. Vq. eine Beschleunigung zu verzeichnen, so dass das BIP fast so hoch war wie Ende 2019. Im August lagen die Einzelhandelsumsätze um 5% über dem Wert vom Februar 2020, die Industrieproduktion nähert sich diesem Wert allmählich an. Die ersten europäischen Hilfgelder („Next Generation“) kommen in den verschiedenen EU-Ländern an und werden dort die Konjunktur beleben. Obwohl die Eurozone noch etwas

Finanzmärkte

*) Zum 21.09.2021	Wertentwicklung			Bewertung			Gewinnwachstum			
	Kurs (in Lokalwährung)	Quartal 3. Qu. *)	Seit dem 31.12.2020	12-Monats- KGV	Dividenden- rendite	Kurs- Buchwert- Verhältnis	Gewinn je Aktie in den kommenden 12 Monaten	Gewinn je Aktie 2021	Gewinn je Aktie 2022	Gewinn je Aktie 2023
Aktienmärkte										
Vereinigte Staaten	4 240.97	1.37%	15.60%	22.02	1.8%	5.1	14%	46%	8%	10%
Europa	454.12	0.28%	13.80%	16.33	2.5%	2.2	17%	57%	9%	8%
Japan	2 100.17	8.10%	16.00%	15.05	1.8%	1.4	19%	39%	8%	8%
Schweiz	11 766.42	-1.50%	9.90%	18.54	2.5%	3.3	9%	11%	9%	8%
Grossbritannien	3 986.90	-0.69%	8.50%	12.52	3.6%	1.9	16%	81%	5%	3%
Schwellenländer (USD)	1 258.23	-8.47%	-2.56%	13.18	2.5%	2.1	16%	54%	8%	8%
Internationale Aktien (USD)	3 046.20	0.96%	13.20%	19.57	2.1%	3.4	15%	47%	8%	9%

Quelle: Datastream, IBES-Konsens

Grafik 2 | G10: Überraschend hohe Inflation, Wachstum eher rückläufig!



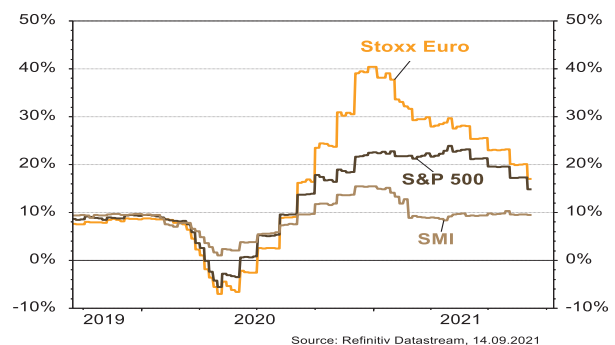
im Rückstand auf den US- oder den chinesischen Konjunkturzyklus liegt, ist der Aufwärtsdruck auf die Preise auch hier spürbar (der Verbraucherpreisindex steigt mit +3% ggü. Vj. so stark wie seit zehn Jahren nicht mehr). Zudem können die gewerkschaftlichen Forderungen nach Lohnerhöhungen (beispielsweise verlangt der öffentliche Dienst in Deutschland eine Erhöhung von 6%), – sofern diese Schule machen – die Preisspirale weiter in die Höhe treiben.

Zwar stellen einige Exzesse des Kapitalismus grosse politische Herausforderungen dar und heizen die Debatten innerhalb der liberalen Volkswirtschaften an, doch kommen die jüngsten Beschlüsse der **chinesischen Regierung** mitnichten überraschend. Um „Wohlergehen für alle“ zu sichern - was die Daseinsberechtigung der Kommunistischen Partei Chinas ist –, wurden Einschränkungen bei der (privaten) Bildung und Erziehung sowie der Erhebung privater Daten durch die Digitalkonzerne und eine höhere Besteuerung der Reichsten des Landes angekündigt. Die Zukunft wird es weisen, ob diese Massnahmen die Innovationskraft oder Kreativität der Unternehmen zügeln werden. Sie stellen ein Risiko dar, aber dies ist der Preis, der zu zahlen ist, um die Kontrolle über die Wirtschaft und die Gesellschaft sowie ganz allgemein über den „kommunistischen Kapitalismus“ zu behalten. Um der gegenwärtigen Verlangsamung entgegen zu wirken und um die Kreditvergabe zu stimulieren, hat die PBoC (die chinesische Zentralbank)

die Anforderungen für die Mindestreserven der Banken gesenkt. Weitere Massnahmen zur Wiederankurbelung der Wirtschaft sind denkbar, vor allem bei einem Übergreifen eines möglichen Ausfalls des chinesischen Immobilien-Riesen Evergrande auf den gesamten Sektor. Aber vorerst stimmt die Erholung des Aussenhandels (Exporte: +25,6% ggü. Vj., Importe: +33,1% ggü. Vj. im August) zuversichtlich.

Nach einer leichten Schrumpfung im 1. Quartal verbuchte die **Schweizer Wirtschaft** im 2. Quartal wieder ein solides BIP-Wachstum von +1,8% ggü. Vq. (+7,7% ggü. Vj.). Die Aufhebung zahlreicher Einschränkungen hat dem privaten Konsum (+4,1% ggü. Vq.) neuen Schwung gegeben, wobei das fortgesetzte Engagement der öffentlichen Hand (+5,5% ggü. Vq.) bei der Bekämpfung der Pandemie (Impfungen, Tests) den höchsten Beitrag leistete. Nebenbei sei bemerkt, dass 0,2% des Wachstums den Olympischen Spielen von Tokio und der Fussball-Europameisterschaft zuzuschreiben sind, deren Dachorganisationen in der Schweiz ansässig sind. Die durch die Pandemie verursachte „Delle“ wird gerade wieder geglättet: Das BIP des Berichtsquartals liegt nur noch 0,5% unter dem Vor-Pandemie-Niveau (4. Quartal 2019). Die für das 3. Quartal verfügbaren Daten weisen auf ein solides Wachstum vor einem logischen Rückgang im 4. Quartal hin. Wie überall auf der Welt steigen auch in der Schweiz die Preise (+0,9% ggü. Vj.), stellen jedoch für die Wirtschaft und noch weniger für die SNB einen wirklichen Grund zu dauerhafter Sorge dar.

Grafik 3 | Aktien: Wachstum des Gewinns je Aktie in den kommenden 12 Monaten (IBES-Konsens)



10-jährige Staatsanleihen	Rendite zum 21.09.2021	Veränderung 3. Qu.* (in bp)	Veränderung seit dem 31.12.2020 (in bp)
USD-Rendite - Vereinigte Staaten	1.31%	-14	40
EUR-Rendite - Deutschland	-0.32%	-7	26
JPY-Rendite - Japan	0.05%	-1	2
CHF-Rendite - Schweiz	-0.23%	1	32
GBP-Rendite - Grossbritannien	0.80%	5	56
Schwellenländer (USD)	3.97%	2	40
Schwellenländer (Lokalwährung)	6.34%	9	31

Rohstoffe	Preis	Quartal 3. Qu.*	Seit dem 31.12.2020
Goldpreis (USD/Unze)	1 764.60	0.0%	-7.0%
Brentpreis (USD/Barrel)	73.45	-1.4%	41.0%

Devisen	Kurs zum 21.09.2021	Veränderung 3. Qu.*	Veränderung Seit dem 31.12.2020
EUR ggü. CHF	1.0882	-0.73%	0.61%
EUR ggü. USD	1.1736	-1.07%	-4.40%
EUR ggü. JPY	128.4064	-2.44%	1.65%
EUR ggü. NOK	10.2245	0.19%	-2.40%
GBP ggü. EUR	1.1715	0.56%	5.89%
GBP ggü. USD	1.3670	-1.05%	0.00%
USD ggü. CHF	0.9281	0.41%	4.99%
USD ggü. CAD	1.2817	3.50%	0.60%
AUD ggü. USD	0.7254	-3.38%	-6.00%

Quelle: Datastream

Unsere Favoriten am Devisenmarkt

Rang 1 Aufwertung erwartet	Rang 2 Stabilisierung	Rang 3 Abwertung erwartet
USD	GBP JPY GOLD NOK	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?

Die Aufwärtsdynamik der **Aktienindizes** hat sich gegenüber dem ersten Halbjahr verlangsamt. Der wichtigste Hausse-Treiber, d.h. die Dynamik des Gewinnwachstums, das sich deutlich erholt hatte, weist logischerweise eine allmähliche Verlangsamung auf. Des Weiteren wird der absehbare geldpolitische Kurswechsel der grossen Zentralbanken, auch wenn er langsam erfolgen wird, die **Liquiditätsüberschüsse**, die der Risikobereitschaft der Anleger immer neue Nahrung gaben, verringern.

Somit trübt sich das Bild allmählich etwas ein, das Rendite-Risiko-Profil der Anlageklasse verschlechtert sich. Dennoch bleiben die finanziellen Konditionen sehr entgegenkommend, und das Wachstum der Unternehmensgewinne wird sich, wenn auch etwas verhaltener, fortsetzen (**Grafik 3**).

Daher behalten wir unsere Aktien-Allokation (neutral) bei, nutzen jedoch die schwache **Volatilität** zum Kauf von **Absicherungen** (Put-Optionen), um der Erhöhung des Risikoniveaus Rechnung zu tragen.

Bei **Anleihen** halten wir uns vom Durationsrisiko (lange Laufzeit von Staats- oder erstklassigen Unternehmensanleihen) fern und bevorzugen das Kreditrisiko (einschliesslich High Yield-Bonds) sowie das Segment der Hybridanleihen und der „Rising Stars“ (Anleihen, deren Rating zu Beginn der Pandemie herabgesetzt wurde, bei denen jedoch die rasche Verbesserung ihrer Fundamentaldaten eine Wiedereinsetzung in den vorherigen Status gestatten dürfte). Chinesische Staatsanleihen in Lokalwährung bieten noch immer einen attraktiven Renditeaufschlag.

Auch wenn **Gold** isoliert betrachtet nur mässig interessant ist (Anstieg der Zinsen und Festigung des US-Dollars), so ist und bleibt es innerhalb eines Multi-Asset-Portfolios das einzige Asset mit Schutz- und Diversifikationseffekt. Des Weiteren kann man mit strukturierten Produkten aus seiner Volatilität, die für einen defensiven Vermögenswert sehr hoch ist, interessante Renditen generieren.

Redaktionsschluss | 15. September 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 Rechtspersonlichkeiten.

Anlagepolitik | September 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