



Perspektiven für Finanz- und Kapitalmärkte

Rückblick 1. Quartal 2020 und
Ausblick 2. Quartal 2020

Zürich, 01. April 2020



Vorwort

Die wirtschaftlichen Indikatoren zu Beginn des Jahres waren insgesamt noch in Ordnung. Wir sahen aufkommende Erholungssignale in Europa und einen anhaltend soliden Dienstleistungssektor sowie eine robuste Konsumnachfrage. Diese liessen eine vorsichtig optimistische Konjunkturschätzung trotz reduzierter Wachstumserwartungen und gestiegener Rezessionsrisiken noch knapp zu.

Wir hatten in unserem letzten Quartals-Bericht eine Reihe von Risikofaktoren für die Konjunktur aufgezählt. Ebenfalls richteten wir den Blick auf einen zukünftigen Paradigmen-Wechsel aufgrund von Fehlentwicklungen in der Vergangenheit, die die Gesellschaft irgendwann einholen werden. Mit einer Pandemie und solch massiven Konsequenzen auf die globale Wirtschaft und die Finanz- und Kapitalmärkte hatten wir jedoch nicht gerechnet. Mit den ersten Fällen ausserhalb Chinas setzte eine Korrektur mit beispielloser Geschwindigkeit ein. Die Märkte stürzten von Allzeit-Hochs in einen sogenannten «Bärenmarkt». Der Goldpreis entwickelte sich trotz gewisser Volatilität stabil. Ausserordentlich sind auch die Reaktion der Notenbanken und der Staaten. Die Massnahmen übertreffen in Bezug auf Umfang und Geschwindigkeit diejenigen der Finanzkrise bereits bei weitem.

Die Welt hat in erster Linie mit einer Pandemie zu kämpfen, die die Wirtschaft stark belastet. Der Konjunkturzyklus, der einer der längsten war und der gewisse Krankheitssymptome zeigte, ist stark gefährdet. Die Angebotsseite war schon angeschlagen (Handelskrieg) und der Virus brachte dann auch die Nachfrage praktisch zum Erliegen. Die Notenbanken und die Staaten verschaffen einer teilweise stark verschul-

deten Wirtschaft den Sauerstoff zum Atmen, um einen Kollaps zu vermeiden. Die mittel- bis längerfristigen Auswirkungen sind unklar.

Solche Situationen gehören zum Leben und werden Anleger immer wieder überraschen. Doch sie eröffnen auch Chancen und Opportunitäten für den geduligen Investor.

Unsere Anlagepolitik war Anfang des Jahres bereits recht vorsichtig ausgerichtet mit einer maximal neutralen Allokation bei den Aktien, einem möglichst geringen Anteil von hochverzinslichen Obligationen und einer überdurchschnittlichen Gewichtung des physischen Goldes. Wir setzten noch bewusster als sonst auf unsere Leitlinien Qualität, Liquidität und Transparenz. Wir haben die Risiken bei den Aktien und Obligationen reduziert und die Goldallokation nochmals erhöht.

Bank von Roll AG
Bleicherweg 37
CH-8027 Zürich

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar und ersetzt nicht eine kunden- und produktgerechte Beratung. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Rückblick 1. Quartal 2020

Beispielloser Richtungswechsel

Konjunktur – Ein jäher Absturz

Zu Beginn des Jahres gingen wir von einem moderaten Wachstum für das laufende Jahr aus. Im verarbeitenden Gewerbe setzte sich eine Stabilisierung auf tiefem Niveau fort; die Situation blieb aber selbst in den USA angespannt. Der Dienstleistungssektor und die Konsumenten waren die wichtigste Stütze für die Wirtschaft. Sorge bereitete einzig die Tatsache, dass sich wichtige Konsum-Indikatoren kaum noch verbessern konnten. So notierte das Konsumentenvertrauen auf einem Rekordhoch, die Arbeitslosenrate stand rekordtief und der Mangel an qualifizierten Arbeitskräften bzw. die Anzahl unbesetzter Stellen häuften sich. Unser Rezessionsmodell für die USA zeigte an, dass sich die US-Wirtschaft nochmals näher zu einer möglichen Rezession (auf einen Zeithorizont von ca. einem Jahr) hinbewegt hatte. Anfangs Februar trat mit dem Corona-Virus ein zusätzlicher Risikofaktor für die globale Konjunktur auf. Die Vergangenheit zeigte, dass solche Ereignisse in der Regel einen limitierten und kurzfristigen Einfluss auf das Wirtschaftswachstum hatten. Die Geschwindigkeit der Verbreitung des Virus, die steigende Anzahl am Virus Verstorbener, die enormen Probleme für das Gesundheitswesen und die drakonischen Massnahmen der Regierungen zur Eindämmung der Verbreitung des Virus liessen schliesslich auch unsere Konjunkturerwartung kippen. Wenn man sich das herrschende Chaos und die Massnahmen der Staaten mit «lock-downs», Ausgangssperren, Grenzschiessungen usw. anschaut, dann wird einem klar, dass die Auswirkungen sowohl temporär als auch auf das ganze Jahr bezogen substantiell sein werden. Erste Indizien liefern uns die Konjunkturdaten aus China sowie die Blitzumfragen zum Konsumentenvertrauen und den Einkaufsmanagerindizes. Diese vermitteln ein verheerendes Bild, denn der freie Fall manifestiert sich beim verarbeitenden Gewerbe und noch viel mehr beim Dienstleistungssektor:

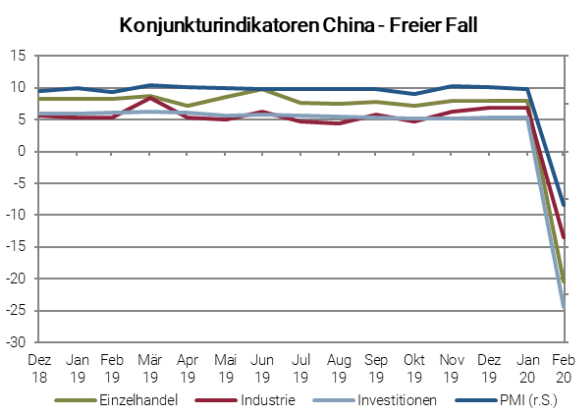


Abb. 1 Quelle: Refinitiv, eigene Darstellung

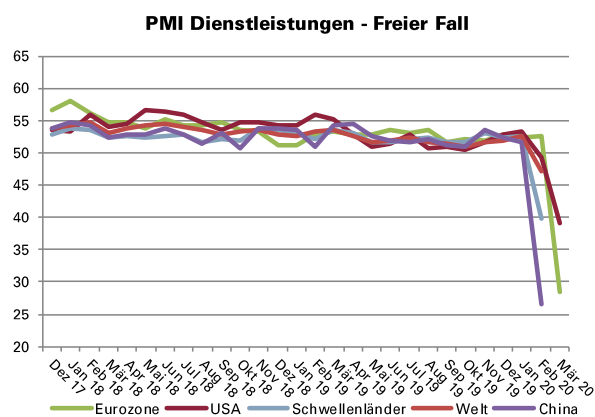


Abb. 2 Quelle: Refinitiv, eigene Darstellung

Man kann sich nur langsam an den angerichteten Schaden herantasten, da sich die Ereignisse täglich überschlagen. Das gleichzeitige Auftreten eines Angebots- und eines Nachfrageschocks ist eine immense Herausforderung für alle Wirtschaftssubjekte. Umso mehr als der Schock eine Wirtschaft trifft, die durch den von den USA angefachten Handelskonflikt angeschlagen ist und die in den USA dank immer höherer Schulden und in Europa dank rekordtiefer Zinsen über die Runden kam.

Geld- und Fiskalpolitik – Mehr als «Bazookas»

Wir waren anfangs Jahr der Ansicht, dass die Notenbanken unterstützend blieben, sich aber eher an der Seitenlinie bewegen und nur eingreifen würden, sollte sich die Konjunktur nicht wie erwartet entwickeln. Angesichts der tiefen Zinsen musste die Fiskalpolitik eine stärkere Rolle übernehmen, um die in Teilen (Autoindustrie) rezessive Wirtschaft zu stützen. Der Risikofaktor Corona-Virus führte dazu, dass sich die Notenbanken rascher von dieser Seitenlinie bewegten. Wir hatten zum Beispiel mit zwei bis drei Zinssatzreduktionen à 0.25% für die USA gerechnet. Anfangs März waren es schon sechs Reduktionen! Darüber hinaus schnürten die Regierungen in beispiellosem Tempo neue Pakete riesigen Umfangs, die selbst die Massnahmen während der Finanzkrise in den Schatten stellen. Hier eine nicht abschliessende Auflistung einiger bis dato getroffener Massnahmen:

Land	Geldpolitik	Fiskalpolitik
Schweiz	Refinanzierungsfazität, Teilnahme an international koordinierten Programmen, Währungsinterventionen	Massnahmenpaket von CHF 40 Mrd.
Europa	EZB: Aufkauf von Obligationen im Umfang von rund EUR 1000 Mrd.	Insgesamt im Bereich von EUR 1500 Mrd EU: EUR 37 Mrd Liquiditätsprogramm, Aufweichung Stabilitätspakt Deutschland: 750 Milliarden EUR Hilfspaket Frankreich: EUR 50 Mrd. Hilfspaket und Garantien von EUR 330 Mrd. Italien: EUR 30 Mrd. Hilfspaket Österreich: EUR 38 Mrd. Hilfspaket Spanien: EUR 200 Mrd. Hilfspaket
USA	Zinssatzreduktionen USD 1500 Mrd. Bankliquidität Unlimited Quantitative Easing und Käufe von Unternehmensobligationen und -krediten Weitere Fazilitäten	USD 2000 Mrd. Hilfspaket "Helikoptergeld"
England	Aufkauf von Obligationen im Umfang von USD 230 Mrd. Zinssatzreduktion	USD 37 Mrd. Stimulus Tiefere Kapitalerfordernisse für Banken, die zusätzliche Kredite im Umfang von USD 390 Mrd. erlauben
Südkorea		USD 80 Mrd Hilfspaket
Japan		USD 550 Mrd. Hilfspaket

Finanz- und Kapitalmärkte – Vom Allzeithoch zum Bärenmarkt

Im Januar zeigten sich die Finanz- und Kapitalmärkte von ihrer sonnigen Seite, nach einem bereits sehr erfreulichen Jahr 2019. «Risk-on» herrschte vor und viel Märkte zeigten gewisse überkaufte Tendenzen. Die Volatilitäten der verschiedenen Anlageklassen fielen auf Tiefstände. Als sich abzeichnete, dass sich das Virus ausserhalb Chinas verbreiten würde, die Opferzahlen in Europa exponentiell stiegen und das Problem schliesslich auch in den USA ernst genommen wurde, schlug die Stimmung in beispielloser Geschwindigkeit um. Der Ölpreis-Krieg zwischen Saudi-Arabien und Russland beunruhigte zusätzlich. In der

Folge stiegen die Volatilitäten in allen Märkten rasant an und der leichten Euphorie folgte eine Panik, die sich immer noch nicht richtig gelegt hat. Eine wasserfallartige Entwicklung

von Preisen für Finanzinstrumente war die Regel. Immer öfter waren Notverkäufe aus Margendeckungen zu beobachten, sowohl von Privatpersonen, aber auch von gehebelten börsengehandelten Indexprodukten. Die Situation und das rasante Austrocknen der Märkte wurden wohl auch durch den Computerhandel («Algos») beschleunigt. Nur der Crash im Herbst 1987 zeigte eine ähnliche Entwicklung.

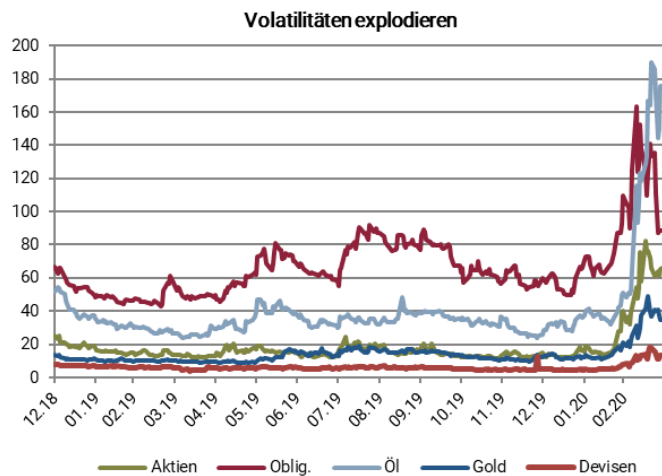


Abb. 3 Quelle: Refinitiv, eigene Darstellung

Zinsen/Obligationen

An den Zinsmärkten fielen vor allem die Entwicklungen der Zinsstrukturkurve in den USA und der Kreditrisikoprämien auf. Die Zinsstrukturkurve in den USA hatte sich zu Beginn des Jahres wieder einigermaßen normalisiert. Mit der aufkommenden Panik und der Flucht in liquide und vermeintlich sichere Häfen invertierte die Kurve bei gleichzeitig rasch sinkenden Zinsen. Nur das Eingreifen des US-Fed am kurzen Ende brachte wieder eine Normalisierung der Zinsstrukturkurve. Das ist ein starkes Zeichen für eine sehr schwache wirtschaftliche Verfassung. In Europa scheint man zum Schluss gekommen zu sein, dass noch negativere Zinsen mehr Schaden als Nutzen anrichten würden. Hier stand der Effekt der steigenden Risikoprämien im Vordergrund. Die Renditeunterschiede zwischen den Kern- und den Peripherieländern zogen mit der Epidemie deutlich an, nachdem diese wieder einmal nicht nachvollziehbare Tiefstände erreicht hatten. Schliesslich zogen die Risikoprämien auch im Bereich der Unternehmensschulden deutlich an. Die Unternehmensschulden wuchsen in den vergangenen Jahren überdurchschnittlich, angetrieben durch die Jagd nach Rendite von privaten und institutionellen Anlegern und fremdfinanzierte Aktienrückkäufe zur Optimierung der Bilanz und Gewinnrenditen vor allem in den USA. So war die Ausweitung der Kreditrisikoprämie in den USA auch wesentlich deutlicher als in der Eurozone, deren Unternehmen in der Regel eine bessere Qualität aufweisen. Insofern haben viele Obligationen entgegen der Logik, dass deren Preise bei sinkenden Zinsen steigen sollten, ebenfalls an Wert verloren. Da die Nachfrage nach Liquidität in der Realwirtschaft rasch anstieg, wirkte sich dies auch bei Ersatzprodukten für Sparkonten oder bei vermeintlich sicheren Anlagen aus und befeuerte den Verkaufsdruck bei den Obligationen, selbst von qualitativ guten Schuldnern.

Kreditrisikoprämien für BBB-Obligationen

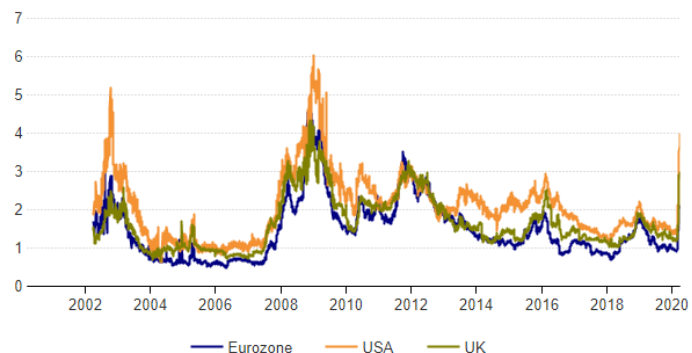


Abb. 4 Quelle: Refinitiv, eigene Darstellung

Aktien

Die Aktienmärkte waren bis zur Trendumkehr stark Momentum-getrieben. Die Aktienmärkte schienen eine frühzyklische Wiederbelebung nach einer Delle anzunehmen, was in unseren Augen im Widerspruch zum doch eher spätzyklischen Charakter der mittlerweile längsten Expansionsphase der Realwirtschaft stand. Viele Einzeltitel und gerade die US-Indizes zeigten Anzeichen einer parabolischen Kursentwicklung. Damit einhergehend hatten sich die Bewertungen deutlich erhöht und lagen wieder auf dem Niveau von Anfang 2018. Die Aktienkurse preisten unseres Erachtens relativ viel Hoffnung ein, die mit steigenden Gewinnen bestätigt werden mussten. Angesichts der hohen Margen und dem unbestimmten konjunkturellen Umfeld hatten wir gewisse Zweifel. Trotzdem boten Aktien zu diesem Zeitpunkt komparative Vorteile gegenüber den Obligationen, deren zukünftige Renditen völlig ausgereizt erschienen und die Risiken überwogen. Der Fall der Aktien von Allzeithochs in einen Bärenmarkt war brutal. Alle Sektoren wurden erfasst, aber in unterschiedlichem Umfang.

Defensive Sektoren, Qualitätsunternehmen und durch die Situation begünstigte Unternehmen aus dem Bereich Technologie verloren in diesem Umfeld weniger als Unternehmen aus dem doppelt betroffenen Bereich der Energie, der Tourismus- und Luftfahrtindustrie, der unter den tiefen Zinsen leidenden Banken oder anderer zyklisch ausgerichteter Sektoren. Aus Ländersicht überraschte das relativ gute Abschneiden der chinesischen Börsen. Der Schweizer Markt profitierte im internationalen Vergleich von den drei defensiven Schwergewichten Nestlé, Novartis und Roche und die NASDAQ vom hohen Anteil an Technologie-Unternehmen, die sich in oligopolistischen und teils monopolistischen Märkten bewegen.

Performance per 31.3.2020	seit:	31.12.2019	30.09.2019	31.03.2019
MSCI World Health Care		-11.48	0.65	0.89
MSCI World Technology		-13.16	-1.03	7.15
MSCI World Consumer Staples		-13.31	-11.07	-4.95
MSCI World Utilities		-13.83	-12.06	-4.03
MSCI World Communication Services		-17.46	-10.94	-5.73
MSCI World Consumer Discretionaries		-21.95	-16.63	-11.94
MSCI World Real Estate		-23.30	-22.40	-18.71
MSCI World Industrials		-26.13	-20.70	-17.49
MSCI World Materials		-26.35	-19.98	-18.92
MSCI World Financials		-31.82	-25.84	-21.06
MSCI World Energy		-44.79	-42.03	-46.23

Abb. 5 Quelle: Refinitiv, eigene Darstellung

Edelmetalle und Rohstoffe

Bei den Rohstoffen fiel vor allem der Kurssturz des Ölpreises auf. Die Korrektur des Ölpreises war begünstigt durch die zu Tage tretenden Auswirkungen des Corona-Virus und den eingeläuteten Preis-Krieg zwischen Saudi-Arabien und Russland. Aber auch andere Rohstoffe wie die Industriemetalle, Erdgas und Agrar-Rohstoffe litten unter der sich anbahnenden Wirtschaftsflaute.

Bei den Edelmetallen divergiert die Entwicklung des Gold- und des Silberpreises stark. Das Gold gehört zu den wenigen Anlageklassen, die im laufenden Jahr eine positive Performance vorweisen können. Die Preisentwicklung folgt mehr oder weniger derjenigen aus der Finanzkrise, aber in einem Zeitraffer: Ein kräftiger Anstieg als die Probleme langsam erkennbar wurden, gefolgt von einer Korrektur, als die Marktakteure Liquidität suchten und liquide Anlagenklassen verkauften bzw. verkaufen mussten. Mit den Ankündigungen der Massnahmen der Notenbanken (z.B. «unlimited quantitative easing») und der Regierungen begann der Goldpreis wieder kräftig anzuziehen. Neu ist, dass zunehmend Probleme im physischen Markt für Gold erkennbar werden zum Beispiel aufgrund der hohen Nachfrage von privaten Investoren und von den US-Futures-Märkten. Da ein grosser Teil des physischen Goldes in London gehandelt wird und die Kapazitäten bei den Goldscheideanstalten

und den Transportmöglichkeiten gesunken sind, kam es dabei unter anderem zu ungewöhnlich hohen Preisdifferenzen zwischen dem Preis für Gold auf dem europäischen und dem US-Markt. Aus fundamentaler Sicht dürfte der Rückgang der Nachfrage aus dem Schmuckhandel aufgrund der zu erwartenden schwachen Konjunktur mehr als kompensiert werden durch die Nachfrage von Investoren und Zentralbanken.

Beim Silber machte sich der höhere Anteil der industriellen Nutzung bemerkbar und der

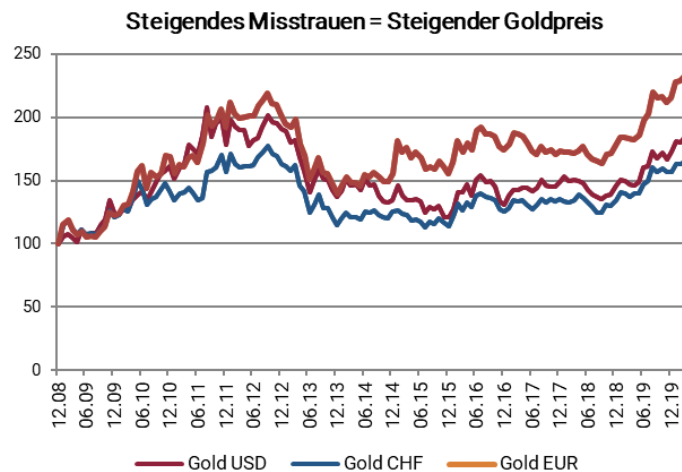


Abb.6 Quelle: Refinitiv, eigene Darstellung

Preis von Silber bewegte sich in der Folge eher wie die Industriemetalle. Aber auch hier kam es im physischen Markt zu Verwerfungen, so dass wir Preise für Silberbarren feststellten, die sehr deutlich über denjenigen an den Finanzmärkten lagen.

In diesem Zusammenhang möchten wir die Entwicklung der Goldminenaktien kurz beleuchten. Diese konnten sich trotz des starken Goldpreises nur bedingt von der Entwicklung der Aktienmärkte

entkoppeln. Zwischenzeitlich verloren sie sogar noch deutlicher als die Aktienmärkte. Zwei Gründe wurden dabei angeführt: Die Unternehmen sind stark verschuldet und Margin Calls von gehebelten Index-Produkten. Dem ersteren können wir nicht zustimmen, denn der Goldminen-Sektor hat eine Phase von Schuldenabbau und Desinvestitionen hinter sich und steht wieder bedeutend besser da. Die Margin Calls sind nur eine temporäre Entwicklung und haben nichts mit den positiven Aussichten für die Industrie zu tun. Die Notverkäufe bieten im Gegenteil die Möglichkeit, günstig Goldminenaktien zuzukaufen. Die fundamentalen Aussichten haben sich für den Sektor weiter verbessert, denn nebst dem steigenden Goldpreis sind die Energiekosten gesunken, was sich doppelt positiv auf die Margen der Unternehmen auswirken dürfte.

Währungen

Das Jahr hat für die meisten Währungen ruhig begonnen. Bewegung kam in die Märkte, als die US-Fed gegen Ende Februar begann die Zinsen zu senken. Mit der sich verkleinernden Zinsdifferenz zu anderen Währungsräumen geriet der USD stark unter Druck und verlor bis zu 6%. Als dann aber Liquidität gefragt war, erholte sich der USD und die alten Kursverhältnisse waren wiederhergestellt. Das gleiche gilt für den Wechselkurs des CHF zum EUR. Die Schweizerische Nationalbank hat die Marke EUR/CHF bei 1.06 erfolgreich verteidigt.

Ausblick 2. Quartal 2020

Globale Rezession im ersten Semester

Wie weiter?

Wir stehen vor einem ordentlichen Chaos. Eine einigermaßen intakte, aber bereits angeschlagene Wirtschaft wird durch die Pandemie hart getroffen. Die getroffenen Massnahmen zur Verminderung der Ansteckungen führen zu einem beispiellosen Absturz in der Realwirtschaft und an den Finanz- und Kapitalmärkten. Die Massnahmen seitens der Regierungen und Notenbanken erfolgen ebenso schnell und in ungesehenem Ausmass, um der Wirtschaft eine Basis für eine rasche Genesung zu erlauben, ohne sich aber über die mittel- bis längerfristigen Konsequenzen gross Gedanken zu machen. Je rascher die Ansteckungszahlen minimiert werden, desto rascher kann die Wirtschaft und das Leben der Menschen wieder normalisiert werden und desto geringer werden die Kosten sein. Dass es möglich ist, zeigt die gegenwärtige Entwicklung in China. Die Ansteckungszahlen in Europa zeigen endlich erste Ansätze einer Stabilisierung. Die USA dürften erst am Anfang der exponentiellen Entwicklung der Ansteckungen stehen.

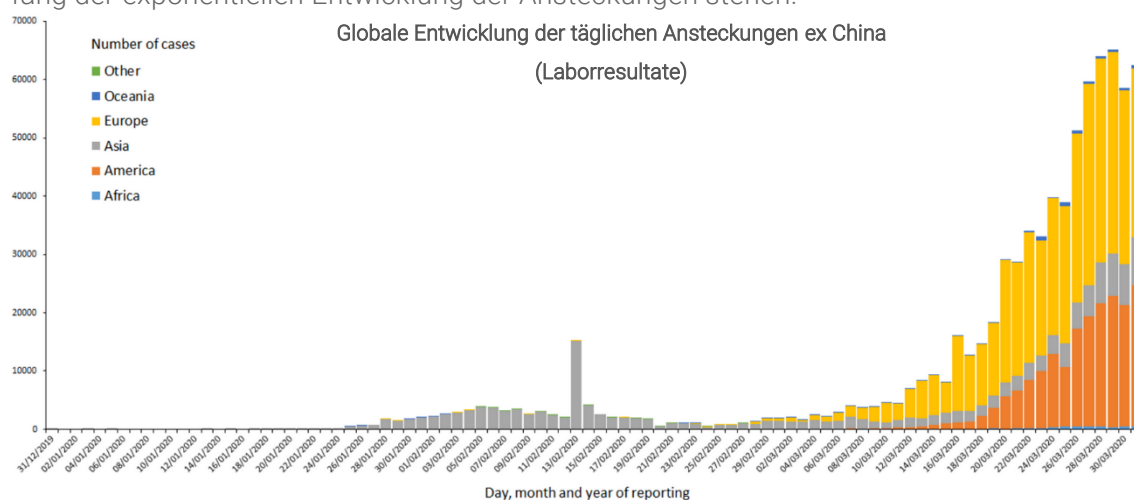


Abb.7 Quelle: European Centre for Disease Prevention and Control

Es ist eine Gratwanderung und ein gewisser Konflikt zwischen wirtschaftlichen und gesundheitspolitischen Interessen, denn eine zu frühe Lockerung der Massnahmen könnte eine neue Welle an Ansteckungen auslösen. Präsident Trump dürfte vor dem Hintergrund der Wahlen im November hoch pokern. Nicht zu vergessen sind die anderen Brennpunkte, die durch die Corona-Krise in den Hintergrund gedrängt wurden, sich in dieser Situation aber noch akzentuieren könnten, wie der Handelskonflikt, die explosive Situation im Mittleren Osten, Deglobalisierungstendenzen, Populismus und Nationalismus, Verschuldung, schwindendes Vertrauen in Geld und Institutionen.

Mögliche Szenarien für die Konjunktur

Für verlässliche Schätzungen ist es noch zu früh. Es gibt erste Szenarioanalysen, die eine Abschätzung der möglichen Konsequenzen für die Wirtschaft erlauben. So hat das ifo-Institut für die deutsche Wirtschaft und in Abhängigkeit der Dauer des Shutdowns die Konsequenzen auf die Wertschöpfung, den Abbau von Arbeitsplätzen und die Kurzarbeit erstellt (aus «Die volkswirtschaftlichen Kosten des Corona-Shutdown für Deutschland: Eine Szenarienrechnung», abgeschlossen am 22.3.2020):

«Bei einer Shutdown-Dauer von zwei Monaten erreichen die Kosten je nach Szenario zwischen 255 und 495 Mrd. Euro und reduzieren die Jahreswachstumsrate des BIP zwischen 7,2 und 11,2 Prozentpunkte; bei drei Monaten erreichen sie bereits 354 bis 729 Mrd. Euro (10,0 bis 20,6 Prozentpunkte Wachstumsverlust). Am Arbeitsmarkt könnten bis zu 1,8 Mio. sozialversicherungspflichtige Arbeitsplätze (1,35 Mio. Vollzeitäquivalente) abgebaut werden und mehr als 6 Mio. Arbeitnehmer von Kurzarbeit betroffen sein. Die öffentlichen Haushalte werden ohne Berücksichtigung der umfangreichen geplanten Bürgschaften und Kredite um bis zu 200 Mrd. Euro belastet. Von besonderer Relevanz für politische Entscheidungen ist die Frage, welche Kosten eine Verlängerung des Shutdown verursacht. Hier zeigt sich, dass eine einzige Woche Verlängerung zusätzliche Kosten in Höhe von 25 bis 57 Mrd. Euro und damit einen Rückgang des BIP-Wachstums von 0,7 bis 1,6 Prozentpunkte verursacht. Angesichts dieser Kosten ist es besonders dringlich, Strategien zu entwickeln, um die Wiederaufnahme der Wirtschaftstätigkeit mit dem Eindämmen der Corona-Epidemie vereinbar zu machen.»

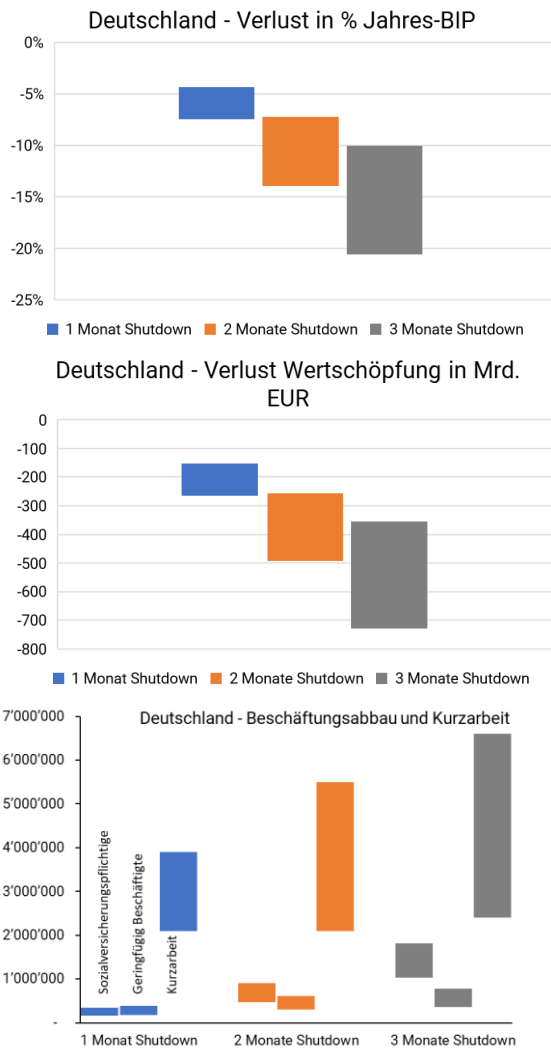


Abb.8-10 Quelle: ifo-institut, eigene Darstellung

Auch die Höhe der Rettungspakete, wie weiter oben ersichtlich, deutet darauf hin, dass die Lage prekär ist und die Verantwortlichen mit einem Lock-Down von 2-3 Monaten rechnen. Für Europa würde dies eine Normalisierung der Verhältnisse im Verlaufe des Junis bedeuten, für die USA entsprechend später. Dies alles unter der Voraussetzung, dass die Wiederaufnahme der wirtschaftlichen Tätigkeit ohne eine neue Ansteckungswelle erfolgen kann. Es ist somit gegeben, dass sich die globale Wirtschaft im ersten Halbjahr in einer Rezession befinden wird. Die letzten globalen Rezessionen datieren auf die Jahre 2009, 1991, 1982, 1975. Ob es auch im Jahr 2020 soweit kommt, ist noch nicht ganz beschlossene Sache; bis zum Jahresende sind es noch rund 9 Monate, in denen viel geschehen kann, zum Positiven wie zum Negativen. Ein Teil der verloren gegangenen Wertschöpfung wird kompensiert werden können (z.B. Investition, langlebige Konsumgüter), ein anderer Teil wird definitiv verloren sein (z.B. Restaurantbesuche, Urlaub). Angesichts der oben erwähnten Szenarien des ifo-Institut wird es nur mit Glück und einem kurzen Shutdown möglich sein, eine globale Rezession für das ganze Jahr abzuwenden. Eine sogenannte «V»-förmige Erholung wollen wir zum jetzigen Zeitpunkt nicht völlig ausschliessen, geben diesem Szenario aber nur eine sehr kleine Wahrscheinlichkeit. In der ganzen Misere gibt es denn auch erwähnenswerte positive Punkte:

- Die Zentralbanken sind extrem expansiv und werden die Liquidität im System und den Kreditfluss in die Wirtschaft sicherstellen. Die Leitzinsen werden insgesamt sehr niedrig bleiben. Die Zentralbanken scheinen international koordiniert und zielgerichtet zu arbeiten.
- Wir sehen eine sehr starke fiskalpolitische Reaktion auch von Ländern, die bisher sehr konservativ waren und über genug finanziellen Spielraum verfügen.
- Niedrige Ölpreise waren schon immer ein starker Stimulus für die Wirtschaft, insbesondere für diejenigen der ölimportierenden Regionen Asiens und Europas.
- Es ist verfrüht, jetzt schon von einem strukturellen Abschwung zu sprechen. Die Erholung der Wirtschaft ist nicht eine Frage des «ob» sondern des «wann».
- Präsidentschaftswahlen in den USA und ein US-Präsidenten, der entschlossen ist, eine gute Wirtschaft und gute Aktienmärkte zu zeigen, um wiedergewählt zu werden.
- Sollten die Notenbanken und Regierungen über das Ziel hinausgeschossen haben, dann könnte die langersehnte Inflation zur Realität werden und das uns seit der Finanzkrise begleitende Deflations-Gespenst beseitigen.

Finanz- und Kapitalmärkte bleiben vorerst in schwierigen Gewässern

Angesichts der kurzfristig sehr negativen und längerfristig unklaren Auswirkungen dieser Krise auf die volkswirtschaftlichen Faktoren und die Unternehmen sind Aussagen über die weitere Entwicklung der Finanz- und Kapitalmärkte mit entsprechender Ungewissheit behaftet.

Risikoanlagen wie Aktien und Unternehmensanleihen sind wieder deutlich günstiger zu haben und erscheinen auf den ersten Blick sogar attraktiv. Dies setzt aber eine einigermaßen rasche Rückkehr zur Normalität und das Vermeiden eines «lockdowns» und Austrocknens des Kreditmarktes voraus. In der jetzigen Situation stehen für die Wirtschaftssubjekte andere Prioritäten im Vordergrund, allen voran die Sicherung der Liquidität. Den Investoren nützt es nichts, wenn die Bewertung einer Aktie oder die Kreditrisikoprämie einer Obligation günstig ist, dem Unternehmen aber kurzfristig der Sauerstoff zum Atmen und zum unmittelbaren Überleben, die Liquidität, fehlt.

Die Marktzinsen haben sich zuletzt teilweise von der Entwicklung der Leitzinsen der Notenbanken entkoppelt. Die Marktteilnehmer verlangen höhere Risiko- und Liquiditätsprämien auch bei vermeintlich erstklassigen Schuldnern. So ist zum Beispiel die Rendite der Nestle-Obligation in CHF und mit Verfall 2028 vom 9.3.2020 bis zum 25.3.2020 von -0.4% auf +0.8% gestiegen, was einem Preisverfall der Obligation um 10% entspricht. Positiv formuliert könnte man sagen, dass die Risiken wieder adäquater entschädigt werden.

Nach dem rasanten und tiefen Taucher sehen wir aufgrund einer völlig überverkauften markttechnischen Lage vermehrt kurzfristige Kaufsignale an den Aktienmärkten. Wir stellen schon erstes «Bottom-fishing» von sogenannten Value-Investoren fest. Ob dies schon für eine nachhaltige Erholung reicht, bezweifeln wir derzeit noch, weshalb es vernünftig erscheint, vorläufig von sogenannten Bärenmarkt-Rallyes auszugehen. Mit gegebener Vorsicht (Nutzung von stop-loss Limiten) und in gewissen Sektoren können die Chancen durchaus wahrgenommen werden. Bärenmarkt-Rallyes können heftig ausfallen, wie der Sprung am 24.3.2020 in den US-Aktienmärkten zeigte, dem grössten seit 1933. Unseres Erachtens haben sich die Aktienmärkte nun in einer Zone stabilisiert, die Spielraum sowohl für ein positives als auch ein negatives Szenario offenlassen. Im besten Fall ist der Boden nun tatsächlich gefunden. Sollte es zu einer tiefen Rezession kommen, dann besteht aber analog zu früheren Rezessionen noch weiteres bedeutendes Korrekturpotential. Die impliziten Volatilitäten zeigen leider noch keine echte Beruhigung an. Gold könnte zum

grossen Profiteur der aktuellen Lage avancieren. Die getroffenen Massnahmen führen zu einer noch grösseren Welle an Geld und Schulden. Das dürfte das Vertrauen in das Geld und die Institutionen weiter schwinden lassen. Physisches Gold ist Eigentum, besitzt kein Kreditrisiko und konnte den Wert in Phasen von Deflation und Inflation erhalten.

Strategische Eckpunkte für das 2. Quartal 2020

Wenn man das Gesamtumfeld nüchtern betrachtet, dann kommt man zum Schluss, dass die nächsten Wochen und Monate turbulent bleiben dürften. Dabei werden sich Anlagechancen ergeben, die es im Leben eines Anlegers nicht allzu oft gibt. Bis dahin orientieren wir uns in unserer Anlagepolitik an folgenden strategischen Eckpunkten:

- Wir begannen das Jahr bereits mit einer recht vorsichtigen Allokation zu Aktien, einem sehr geringen Engagement in hochverzinslichen Anleihen, einer Übergewichtung in Gold und keinem Engagement in illiquiden Anlageklassen wie Hedge-Fonds, fremdfinanzierten Krediten, privaten Schuldtiteln usw. im Einklang mit unseren grundlegenden Richtlinien für Qualität, Transparenz und Liquidität.
- Im Laufe des Februars/März haben wir begonnen, die Aktienallokation weiter zu reduzieren und haben schliesslich auch die Obligationenallokation aufgrund der antizipierten Illiquidität der Obligationenmärkte reduziert.
- Wir sind nur in sehr limitierten Massen in den Sektoren Fluggesellschaften, Tourismus, Automobilhersteller, Transport, Freizeit und Banken exponiert, die zu den am stärksten betroffenen Sektoren gehören. Angesichts der nach wie vor explosiven Situation im Nahen Osten mit dem Potenzial für einen plötzlichen Anstieg des Ölpreises halten wir eine gewisse Allokation in Ölunternehmen, die wir sogar leicht aufgestockt haben.
- Wir haben die Übergewichtung in Gold auf das Maximum erhöht. Goldminenaktien als Ergänzung zum physischen Gold und nach der Korrektur erscheinen sehr attraktiv.
- Wir haben die Liquiditätsposition entsprechend erhöht, um flexibel zu bleiben.
- Unsere Vermögensallokation sieht wie folgt aus:

Liquidität:	Übergewichtung
Obligationen:	Untergewichtung, sehr geringes Engagement in Hochzinsanleihen, Inflationsgeschützte Anleihen als Kernposition
Aktien:	Untergewichtung, klarer Fokus auf Qualitätsnamen
Gold:	Deutliche Übergewichtung
Währungen:	Eher geringe Fremdwährungsquoten halten
- Wir beabsichtigen nicht, Aktien vollständig zu verkaufen, da die Situation einige positive Aspekte aufweist. So plötzlich, wie die Korrektur die Märkte getroffen hat, kann es zu einer Erholung kommen.
- Wir sind bereit, die Risiken weiter abzubauen, wenn sich die Dinge noch negativer entwickeln sollten.

Marktübersicht 2020

BANK VON ROLL

PRIVATBANK

Quelle: Reuters per 31.03.2020 / Aktienmärkte in Lokalwährung

Volkswirtschaftliche Grössen	per	Stand	Stand Vj.	YTD
US Konsumentenvertrauen Universität Michigan	31.03.2020	89.1	99.3	-10.2
ISM Verarbeitendes Gewerbe	29.02.2020	50.1	47.8	2.3
ISM Nicht-verarbeitendes Gewerbe	29.02.2020	57.3	54.9	2.4
US Leading Indicator Index	29.02.2020	112.1	111.2	0.9
ZEW Konjunkturerwartungen Eurozone	31.03.2020	-49.5	11.2	-60.7
IFO Geschäftsklimaindex	31.03.2020	79.7	93.8	-14.1
Case-Shiller Index Hauspreise USA	31.03.2020	218.6	218.7	-0.1
Währungen gg. CHF	per	Stand	Stand Vj.	YTD
EUR	31.03.2020	10603	10852	-2.3%
USD	31.03.2020	0.9608	0.9678	-0.7%
GBP	31.03.2020	1.1938	1.2828	-6.9%
SEK	31.03.2020	9.6600	10.3300	-6.5%
JPY	31.03.2020	0.8933	0.8908	+0.3%
AUD	31.03.2020	0.5896	0.6789	-13.2%
Währungen gg. EUR	per	Stand	Stand Vj.	YTD
USD	31.03.2020	1.1033	1.1215	-1.6%
CHF	31.03.2020	0.9437	0.9217	+2.4%
GBP	31.03.2020	1.1257	1.1829	-4.8%
SEK	31.03.2020	0.0914	0.0953	-4.0%
JPY	31.03.2020	0.8427	0.8208	+2.7%
AUD	31.03.2020	0.5561	0.6261	-11.2%
Aktienmärkte in Lokalwährung	per	Stand	Stand Vj.	YTD
MSCI Industrialisierte Länder (USD)	31.03.2020	1852.7	2'358.5	-21.4%
MSCI Schwellenländer (USD)	31.03.2020	848.6	1'114.7	-23.9%
Dow Jones (USD)	31.03.2020	21'917.2	28'538.4	-23.2%
S&P 500 (USD)	31.03.2020	2'584.6	3'230.8	-20.0%
Nasdaq Composite (USD)	31.03.2020	7'700.1	8'972.6	-14.2%
Russell 3000 (USD)	31.03.2020	1'489.6	1'892.2	-21.3%
Brasilien BOVESPA (BRL)	31.03.2020	73'019.8	118'573.1	-38.4%
DAX (EUR)	31.03.2020	9'935.8	13'385.9	-25.8%
Euro Stoxx50 (EUR)	31.03.2020	2'786.9	3'745.2	-25.6%
IBEX 35 (EUR)	31.03.2020	6'785.4	9'549.2	-28.9%
SPI (CHF)	31.03.2020	113'19.5	12'938.7	-12.5%
SMI (CHF)	31.03.2020	9'311.9	10'699.8	-13.0%
FTSE (GBP)	31.03.2020	5'672.0	7'542.4	-24.8%
RTS (USD)	31.03.2020	1'014.4	1'564.2	-35.1%
Nikkei 225 (JPY)	31.03.2020	18'917.0	23'204.9	-18.5%
China Shanghai Comp. (CYN)	31.03.2020	2'750.3	3'050.1	-9.8%
Indien BSE 30 (INR)	31.03.2020	29'468.5	41'253.7	-28.6%
Australia S&P/ASX200 (AUD)	31.03.2020	5'076.8	6'684.1	-24.0%
Zinsen und Rentenmärkte	per	Stand	Stand Vj.	YTD
3-Monats Euribor	30.03.2020	-0.35%	-0.38%	0.03%
10-jährige Bunds	31.03.2020	-0.46%	-0.19%	-0.27%
10-Jahres EUR Swap	31.03.2020	-0.02%	0.21%	-0.23%
3-Monats USD-Libor	30.03.2020	1.43%	1.91%	-0.48%
10-jährige Treasuries	31.03.2020	0.70%	1.91%	-1.21%
10-Jahres USD Swap	31.03.2020	0.71%	1.87%	-1.16%
3-Monats CHF-Libor	30.03.2020	-0.66%	-0.69%	0.02%
10-jährige Eidgenossen	31.03.2020	-0.35%	-0.56%	0.21%
10-Jahres CHF Swap	31.03.2020	-0.16%	-0.12%	-0.04%
IBOXX Euro Government 3-5 Jahre	31.03.2020	209.0	209.7	-0.3%
REX Performance Index (Deutsche Staatsanleihen)	31.03.2020	497.6	492.6	+1.0%
IBOXX Euro Corporates 3-5 Jahre	31.03.2020	223.0	237.7	-6.2%
Swiss Bond Index AAA-BBB	31.03.2020	140.0	144.2	-2.9%
Emerging Markets Hard Currency in USD (ETF)	31.03.2020	96.7	114.6	-15.6%
Emerging Markets Local Currency in USD (ETF)	31.03.2020	37.4	43.9	-14.7%
CS High Yield Index II	31.03.2020	1'226.2	1'411.4	-13.1%
Alternative Anlagen	per	Stand	Stand Vj.	YTD
VIX-Index (Volatilität S&P 500)	31.03.2020	53.5	13.8	+288.5%
RICI Commodity Index (Total Return, USD)	31.03.2020	129.3	196.6	-34.2%
Gold in USD/Oz	31.03.2020	1'571.1	1'517.0	+3.6%
Gold in CHF/kg	31.03.2020	1'509.8	1'468.2	+2.8%
Gold in EUR/Oz	31.03.2020	1'424.2	1'352.8	+5.3%
Silber in USD/Oz	31.03.2020	14.0	17.8	-21.6%
Rohöl Brent USD (Future)	31.03.2020	22.7	66.0	-65.5%
Kupfer (Future)	31.03.2020	224.0	279.4	-19.8%
Baltic Dry Index	31.03.2020	626.0	976.0	-35.9%
HFRX Global Hedge Fund Index (USD, ETF)	31.03.2020	94.0	96.0	-2.1%
LPX50 (Private Equity)	31.03.2020	1'995.8	2'870.7	-30.5%