



Perspektiven für Finanz- und Kapitalmärkte

4. Quartal 2020

Zürich, 1. Oktober 2020



Vorwort

Als Gesellschaft befinden wir uns in einer experimentellen Phase, die Grenzen auslotet, sei es in der Geldpolitik, der globalen Verschuldung, der Fiskalpolitik, der Finanzierbarkeit von Vorsorgesystemen, aber auch des Zusammenlebens, der bisherigen Dominanz der USA und von politischen Systemen und nicht zuletzt dem Vertrauen in diese Institutionen.

Nach dem sehr ereignisreichen zweiten Quartal folgte wie erwartet ein von Erholung geprägtes drittes Quartal. Die Covid-19 Pandemie war bis etwa Mitte September mehrheitlich unter Kontrolle und erreichte auf globaler Ebene ein Plateau mit wechselnden regionalen Hot Spots. Die Wirtschaft erholte sich in vielen Regionen relativ stabil und etliche Arbeitnehmer fanden den Weg zurück zum Arbeitsplatz. Die Wirtschaftsdaten aus China deuten auf eine rasche Rückkehr zum Vorkrisen-Niveau hin, während die Signale aus den USA und Europa etwas diffuser sind. Viele Volkswirte haben die sehr pessimistischen Wachstumsschätzung zuletzt zum besseren hin revidieren können. Unternehmen schauen im Allgemeinen mit einer gesunden Portion Optimismus auf die nächsten 12 Monate.

Doch die letzten beiden September-Wochen haben gezeigt, dass der Weg zur vollständigen Genesung holprig bleibt und mit Rückschlägen gerechnet werden muss. Wieder steigende Covid-19 Zahlen haben Befürchtungen erneuter «Lock-downs» aufkommen lassen. Die wirtschaftliche Erholung hat sich – für uns nicht unerwartet – bereits wieder abgeschwächt und das vierte Quartal bietet eine Reihe von Anlässen, die je nach Ausgang einen negativen Effekt auf die Wirtschaft haben könnten. Die Entwicklung und Genehmigung eines wirksamen Impfstoffes dauern an. Wir

bleiben bei unserer Annahme, dass den Anlegern ein «heisser Herbst» bevorsteht, der alles offenlässt.

Auch die Finanz- und Kapitalmärkte wägen die eher mittelfristig orientierten Hoffnungen und die kurzfristigen Risiken gegeneinander ab. Dies drückt sich zum Beispiel in einer anhaltenden Seitwärtsbewegung der Aktienmärkte oder dem tiefen Zinsniveau aus. Insgesamt sind die Anleger aber doch wieder vorsichtiger geworden, was sich an den Volatilitätsindizes für Aktien oder der jüngsten Korrektur im zuvor etwas heiss gelaufenen Technologie-Sektor ablesen lässt.

Die Wahlen in den USA besitzen für uns in mancherlei Hinsicht einen richtungsweisenden Charakter. Der Ausgang ist offen, denn die Fehlerquoten bei den Umfragen lassen praktisch alle Resultate zu. Wir rechnen damit, dass es nach dem 3.11.2020 noch einige Zeit dauern wird, bis das finale Resultat feststeht und damit verbunden viel Potential für Lärm und Unruhe besteht.

Eine wieder etwas vorsichtigere Portfolioausrichtung, die Fokussierung auf liquide und transparente Qualitätsanlagen sowie eine ausreichende Diversifikation sollten helfen über eine wieder etwas schwierigere Marktphase hinwegzukommen, ohne dabei die Opportunitäten aus dem Auge zu verlieren. Auf längere Frist steht für uns die Herausforderung der Erhaltung der realen Kaufkraft des Vermögens im Vordergrund.

Bank von Roll AG
Bleicherweg 37
CH-8027 Zürich

Strategische Eckpunkte – 4. Quartal

Für das vierte Quartal orientieren wir uns in unserer Anlagepolitik an folgenden strategischen Eckpunkten:

Wirtschaft	Die globale Wirtschaft hat im dritten Quartal eine signifikante Verbesserung erreicht. Der Weg zur Genesung bleibt aber holprig und dürfte sich in die Länge ziehen. Je nach Entwicklung der Covid-19 Zahlen und dem Ausgang der US-Wahlen sowie anderer Risikofaktoren (u.a. Brexit) könnte es zu einer Stagnation oder sogar einem Rückschlag im vierten Quartal kommen. Der mittelfristige Ausblick bleibt insgesamt einigermaßen hoffnungsvoll, auch wenn mit einer Rückkehr zur Wirtschaftsleistung von 2019 erst im Jahr 2022 gerechnet werden kann. Einzig ein wirksamer Impfstoff dürfte zu einer echten Rückkehr zu starkem Wachstum führen.
Geldpolitik	Die Liquiditäts- und Kreditschwemme ist enorm und ein massgeblicher Faktor für die zuletzt positive Entwicklung der Wirtschaft und der Finanz- und Kapitalmärkte. Die Notenbanken bleiben expansiv und werden bei Bedarf sofort eingreifen. Doch je länger je weniger scheint die ultra-expansive Geldpolitik zu wirken und der Nutzen muss hinterfragt werden. Dies dürfte den Druck auf die Fiskalpolitik (Infrastrukturprogramme) erhöhen.
Inflation	Die Produzenten- und Konsumentenpreise verzeichneten bisher keinen bedeutenden Anstieg. Aktuell sind sogar leicht disinflationäre Tendenzen spürbar. Das Inflationspotential ist aufgrund der ultra-expansiven Geldpolitik und der rekordhohen Verschuldung enorm. Ein Anziehen der Inflation kommt überraschend. Bei den Vermögenswerten ist Inflationierung bereits voll im Gang.
Märkte	Die Volatilität an den Finanz- und Kapitalmärkten wird im vierten Quartal hoch bleiben. Wir rechnen mit einer fortgesetzten Seitwärtsbewegung insbesondere der Aktienmärkte, da sich mittelfristige Hoffnung und kurzfristige Risiken die Waage halten. Die Materialisierung eines Risikofaktors kann die Märkte in die eine oder andere Richtung ausbrechen lassen.
Gold	Gold ist seinem Ruf einer volatilen Anlageklasse zuletzt wieder gerecht geworden. Dies kann man durchaus als Kaufchance betrachten, da die langfristigen Treiber intakt sind, die zu deutlich höheren Notierungen führen dürften. Gold gewinnt an Attraktivität für neue Investorengruppen.

Anlagestrategie	<p>Zuletzt haben wir die Aktienallokation leicht zugunsten der Liquidität reduziert, aufgrund der kurzfristigen Risiken und um flexibel zu bleiben.</p> <p>An der Übergewichtung von Gold halten wir mit Überzeugung fest, da wir die Korrektur als nur von kurzer Dauer erachten.</p> <p>Obligationen bieten kaum Ertragsperspektiven. Wir bleiben untergewichtet.</p> <p>Fremdwährungsrisiken belassen wir auf einem relativ geringen Niveau.</p>
------------------------	---

Strategische Vermögensallokation

Ausgewogen CHF											
Anlageklasse											
Liquidität		16%									
Obligationen				31%							
Unternehmensanleihen IG		16%									
Inflationsgeschützte Staatsanleihen		15%									
Hochzinsanleihen		0%									
Aktien				38%							
Schweiz		13%									
Europa		10%									
USA		8%									
Schwellenländer		0%									
Goldminen		7%									
Edelmetalle		15%									
Währungen											
CHF								85%			
EUR		10%									
USD		5%									
	in Prozent %	10	20	30	40	50	60	70	80	90	100

Anlagestrategie

Wir erwarten im Vorfeld der US Präsidentschaftswahlen eine erhöhte Volatilität an den Aktienmärkten. Aufgrund dieser kurzfristigen Risiken, haben wir die Aktienallokation zugunsten der Liquidität leicht reduziert. Dies gibt uns zusätzliche Flexibilität, um bei Opportunitäten wieder Zukäufe zu tätigen. Fundamental spricht weiterhin viel für höhere Goldpreise, weshalb wir an der Übergewichtung von Gold nach wie vor mit Überzeugung festhalten. Die Obligationen bieten aufgrund der geldpolitischen Situation kaum Ertragsperspektiven. Wir bleiben bei dieser Anlageklasse deshalb strategisch Untergewichtet. Die Fremdwährungen belassen wir auf einem relativ geringen Niveau und setzen aufgrund der tiefen Zinsdifferenzen vermehrt auf Absicherung der Fremdwährungsrisiken.

Unsere Schwerpunkte

Der Ausgang der US-Wahlen ist offen. Infrastruktur dürfte von beiden Kandidaten profitieren. Wir rechnen mit langfristig steigender Inflation, weshalb wir diesen Risikofaktor bereits jetzt schon in der Auswahl der Anlagen berücksichtigen:

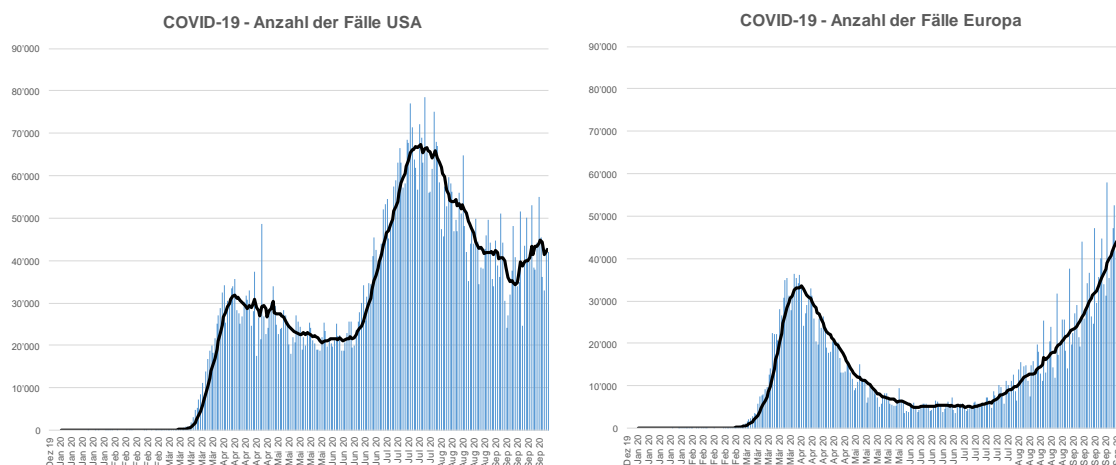
- Liquide und transparente Qualitätsanlagen insbesondere bei den Aktien
- Gold ergänzt mit Goldminenaktien zur Erhaltung der langfristigen Kaufkraft
- Bevorzugung von inflationsgeschützten gegenüber nominellen Obligationen

Rückblick 3. Quartal 2020

Wirtschaftliche Erholung und Seitwärtsmärkte

Konjunktur – Erholung nach Einbruch: Die Talsohle ist durchschritten

Nachdem sich bereits im zweiten Quartal eine Erholung der Wirtschaft abgezeichnet hat, ist diese im dritten Quartal weiter vorangeschritten. Die meisten Länder und Regionen hatten die Covid-19 Ansteckungen über die Sommermonate weitgehend unter Kontrolle, so dass der eingeschlagene Öffnungskurs der Wirtschaft fortgeführt werden konnte. Global konnte erstmals eine Plateauphase beobachtet werden. Ergriffene Massnahmen wie lokale Beschränkungen, Maskenpflicht und konsequentes «Contact tracing» verhinderten in Europa lange ein Wiederaufblühen der Infektionszahlen und in den USA konnte endlich eine kontinuierliche Abnahme der täglichen Fallzahlen gemessen werden. Zum Hot Spot mutierte zuletzt der indische Subkontinent. Nach Ende der Urlaubszeit mussten dann erste Rückschläge hingenommen werden. In Europa traf es erneut Spanien, Frankreich und Grossbritannien, während in die USA sich der

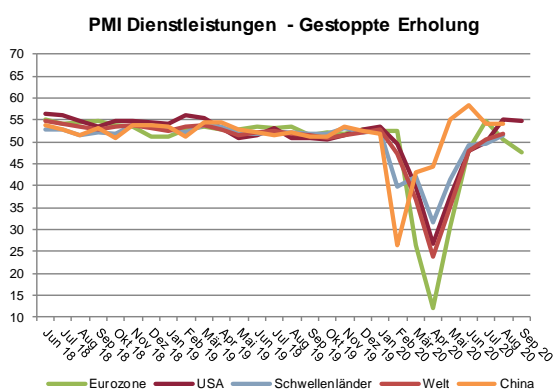
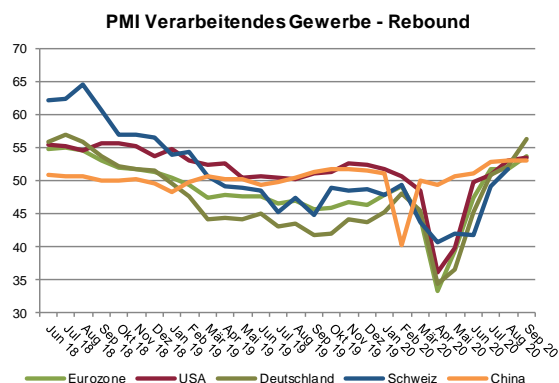


Quelle: European Centre for Disease Prevention and Control / Eigene Darstellung

positive Trend abschwächte und wieder ins Negative drehte. Obschon sich nun viele Länder wieder mit steigenden Infektionszahlen konfrontiert sehen und bereits von einer zweiten Welle gesprochen werden könnte, gibt es zumindest in Europa keine echte Überlastung des Gesundheitssystem. Die Todesfallrate ist zudem weiter gesunken, was vor allem auf die höhere Anzahl von Tests und eine bessere Erfassung der Infizierten zurückzuführen ist. Pharmaunternehmen aus einer Vielzahl von Ländern beschäftigen sich derzeit intensiv und im Wettbewerb zueinander mit der Entwicklung eines Impfstoffes. Einige hoffnungsvolle Produkte befinden sich in unterschiedlichen Testphasen bzw. konnten Meilensteine erreichen.

Die Erholung der Konjunktur wird weiter von China angeführt, welche die Talsohle der Krise als erste grosse Volkswirtschaft durchschritten hat. Die Einkaufsmangerindizes, als eine der wichtigsten Vorlaufindikatoren, liegen auch für die Eurozone, die Schweiz und die USA weiter über der Wachstumsschwelle. Die schlimmsten Befürchtungen der Ökonomen sind nicht eingetre-

ten. Erfreulich präsentierten sich zuletzt die Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe, die unter anderem von der Erholung in China profitieren können. Mit den sich verbessernden Wirtschaftsdaten sind auch die Arbeitslosenzahlen wieder zurückgekommen. In den USA, welche die höchste Arbeitslosenquote seit dem zweiten Weltkrieg verzeichnen musste, wurden vor allem viele Jobs aus dem Tieflohnsegment wiederbesetzt. Trotzdem ist es noch zu



Quelle: Refinitiv Datastream / Eigene Darstellung

Trotz den erreichten Fortschritten gehen die Volkswirte immer noch davon aus, dass das Vorkrisenniveau erst im Verlaufe des Jahres 2022 wieder erreicht sein wird und man kann man für die Wirtschaft als Ganzes weiterhin von einer «U»-förmigen Erholung sprechen, die Geduld verlangt. Gelegentlich spricht man auch von einer sogenannten «K»-förmigen Erholung. Dieser Begriff wird verwendet, da die wirtschaftliche Entwicklung zwischen den verschiedenen Branchen teilweise stark divergiert und es nebst vielen Verlierern auch Profiteure gibt.

Geld- und Fiskalpolitik – Bemerkenswerter Politikwechsel bei der US-Fed

Die exzessive Geld- und Fiskalpolitik vom ersten Halbjahr wurde im dritten Quartal nicht mehr mit dem gleichen Tempo fortgesetzt, bleibt aber expansiv. Nachdem die US-Notenbank FED die Bilanzsumme zwischen Anfang März und Juni von 4.25 auf fast 7.2 Billionen ausgeweitet hat, verhartete diese im dritten Quartal auf einem hohen Niveau. Diese Stabilisierung der Bilanz auf den erreichten Niveaus konnte man auch bei der Europäischen Zentralbank EZB beobachten. Die Kommunikation der Notenbanken war eindeutig: Die Geldpolitik wird angesichts anhaltender disinflationärer Tendenzen aber weiterhin expansiv und die Zinsen nahe bei oder unter 0% blei-

ben. Zudem werden die Notenbanken bei Liquiditätsengpässen sofort eingreifen. Die Währungshüter in den USA haben dabei eine bemerkenswerte Richtungsänderung in ihrer geldpolitischen Strategie vorgenommen, der andere Notenbanken vielleicht folgen werden.

«Average Inflation Targeting», so nennt sich der neue geldpolitische Kurs der US-Notenbank, welcher eine neue Ära in der amerikanischen Geldpolitik einläuten soll. Am diesjährigen Jackson Hole Meeting, wo sich jährlich die US-Zentralbanker über die Zukunft der Geldpolitik beraten, wurde das Konzept vom FED-Vorsitzenden Jerome Powell vorgestellt. In den USA möchte man sich vom «Inflation Targeting» von knapp unter 2% verabschieden und flexiblere Inflationsziele einführen. Dabei wird die Inflation nicht mehr auf Jahresbasis sondern über einen längeren Zeitraum betrachtet. Dies bedeutet, wenn die Inflation wie in den letzten Jahren länger unter dem angestrebten Niveau von 2% liegt, wird ein Überschreiten der Inflation toleriert. Dies erlaubt selbst bei einem deutlichen Preisanstieg eine anhaltende expansive Geldpolitik, bis die durchschnittliche Inflationsrate erreicht ist. Das neue System erlaubt der Notenbank eine flexiblere Anwendung ihrer geldpolitischen Instrumente. Das Bemerkenswerte daran ist, dass die US-Fed das Ziel der Vollbeschäftigung ab sofort höher gewichtet als die Geldwertstabilität.

Grosse Herausforderungen für den Vorsitzenden der US-Fed



Quelle: Forbes

Finanz- und Kapitalmärkte – Nach starken Sommermonaten lässt die Dynamik nach

Wir haben bereits im letzten Quartalsbericht erwähnt, dass sich der bereits akute Anlagenotstand nochmals verschärfen wird. Die Finanzrepression wirkt und hat die Jagd nach Rendite und den Optimismus an den Märkten für Risikoanlagen befeuert. So dürfte vor allem die positive Entwicklung an den Aktienmärkten zu einem nicht unwesentlichen Grad auf der Alternativlosigkeit der Aktien gegenüber Anlagen aus dem festverzinslichen Bereich beruhen, denn die Aktienbewertungen haben sich trotz einiger positiver Revisionen der Gewinnschätzungen weiter erhöht.

Auffallend ist, dass die Volatilität an den Aktienmärkten sich immer noch recht deutlich über den Werten vor der Krise bewegt, während die Volatilität bei den Obligationen (gemessen an den US-Staatsanleihen) sich auf rekordtiefen Niveaus hält. Dies zeigt erstens, dass die Massnahmen der Notenbanken vor allem auf eine Beruhigung der Kreditmärkte abzielen, und zweitens, dass (geo-)politische Faktoren und der Zufluss vor allem von spekulativem Geld eine erhöhte Wachstumsanforderung an den Aktienmärkten verlangen. Auch die sehr schwache Entwicklung der Banktitel empfinden wir als beunruhigend. Die tiefen Zinsen und die Gefahr einer Konkurswelle mit Verzögerung erscheinen als die plausibelsten Gründe für diese negative Performance.

Zinsen/Obligationen

Die Zinsmärkte verharrten im vergangenen Quartal weiter auf einem sehr tiefen Niveau. In allen grossen Währungsräumen tendieren die Zinssätze nahe bei 0% oder sogar darunter. An diesem Zinsumfeld dürfte sich so schnell nichts ändern, da die Notenbanken auch jüngst wieder uner müdlich betonten, wie wichtig die tiefen Zinsen für die Wirtschaft und die Preisstabilität sind. Die Anleger und die Notenbanken rechnen deshalb weiter mit auf Jahre hinaus tiefen Zinsen. In den USA sind die Zinsen für 10-jährige Staatspapiere zwischenzeitlich bis auf ein Rekordtief von 0.51% gefallen und notieren mittlerweile bei 0.66%. Selbst für Anleihen mit einer Laufzeit von 30 Jahren werden aktuell nur Renditen von knapp 1.4% bezahlt. Für Europa zeichnet sich ein ähnliches Bild. Die kurzfristigen Zinsen im Euroraum verharrten bei -0.5%. Die schweizerische Nationalbank hat in ihrer geldpolitischen Lagebeurteilung vom September 2020 ebenfalls entschieden, die Leitzinsen unverändert bei -0.75% zu belassen.

Aktien

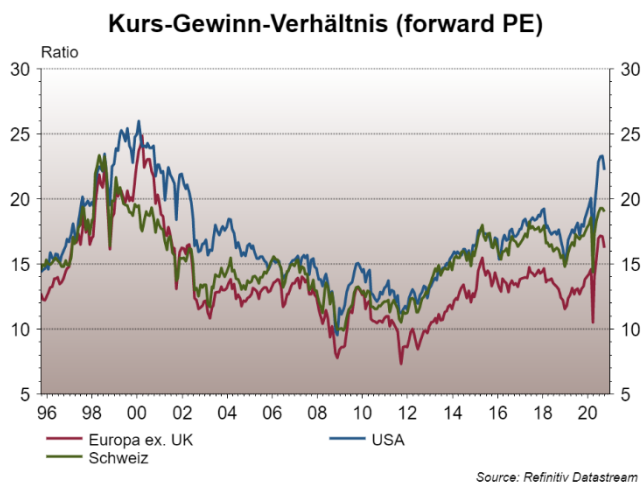
Bis Mitte September verzeichneten die Aktienmärkte eine sehr erfreuliche Entwicklung im 3. Quartal. Selbst im Monat August, der sonst für Kurskapriolen bekannt ist, konnten sehr sehenswerte Preisaufschläge beobachtet werden. Dass die Erholung der Finanzmärkte ungewöhnlich schnell voranschritt, zeigt sich auch im Vergleich mit vorangegangenen Bärenmärkten, welche durch den aktuellen Lauf allesamt in den Schatten gestellt werden.



In den USA wurde die Hausse vor allem von den grossen Technologiewerten getrieben, welche bisher als Gewinner aus der Coronakrise herausgehen. Die Wachstumsaussichten dieser Unternehmen für das laufende Jahr haben sich aufgrund dem veränderten Konsumverhalten und dem schnelleren voranschreiten der Digitalisierung nochmals verbessert. Die höhere Nachfrage nach diesen Aktien liessen den US Leitindex S&P 500 sowie den Nasdaq 100 neue Höchststände erklimmen, welche

Ende August ihren Höhepunkt erreicht haben. Die steigenden Preise führten dazu, dass auch die Bewertungen deutlich zugenommen haben und im historischen Vergleich Extremwerte erreicht haben. Für Unternehmen aus der Informationstechnologiebranche lagen diese nur während der massiven Übertreibung der Dot-Com-Ära auf einem vergleichbaren Niveau. Diese und andere Gründe führten dazu, dass Marktteilnehmer im September vermehrt Gewinne realisiert haben und Risiken im Portfolio reduzierten. Die Rallye wurde nicht zuletzt von viel spekulativem und kreditfinanziertem Geld getrieben. Anfang September wurde zudem bekannt, dass das japanische Investitionskonglomerat «SoftBank» hinter einem Grossteil der Kursgewinne stehen könnte. Die Financial Times hatte enthüllt, dass der sogenannte «Nasdaq whale» über Derivate eine riesige Wette auf US-Technologieaktien im Umfang von mehreren Milliarden aufgebaut hat. Dank diesem Marktsegment gehören die US-Aktienmärkte trotz der laufenden Korrektur immer

noch zu den besten weltweit. Ohne die Technologiewerte liegt die Entwicklung im Rahmen der anderen Regionen.

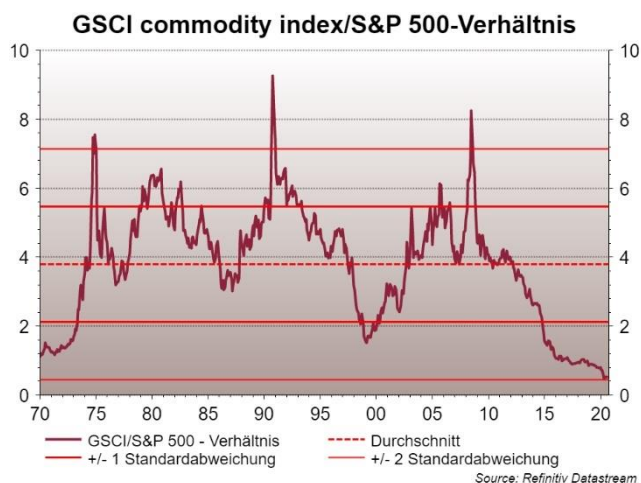


In Europa zeigte sich ein durchmisches Bild. Die meisten Aktienmärkte konnten ihre Erholung im dritten Quartal nur noch zögerlich fortsetzen, tendierten seit Juni seitwärts und liegen im laufenden Jahr immer noch recht deutlich im Minus. Am schlechtesten haben dabei Aktien von Banken und Fluggesellschaften sowie Titel aus dem Energiesektor abgeschnitten. Ein Malus ist, dass sich europäische Unternehmen bei der Weitergabe von höheren Inputpreisen an die Konsumenten

schwerer tun als die US-Unternehmen. Der Schweizer Aktienmarkt hatte sich zuletzt eher schleppend entwickelt und konnte nur wenig zulegen. Im Vergleich zum Jahresbeginn resultiert ein leicht negatives Ergebnis, womit er zu den besten Aktienmärkten in Europa gehört. Dafür sind vor allem die defensiven Schwergewichte Nestlé, Novartis und Roche verantwortlich.

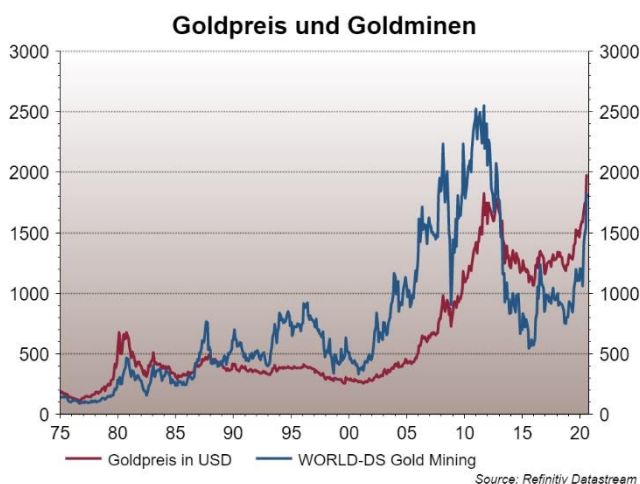
Edelmetalle und Rohstoffe

Rohstoffe gehörten in den letzten Jahren zu den schlechtesten Anlageklassen und haben auch in diesem Jahr bis jetzt enttäuscht. Der Rohstoffindex S&P GSCI, welcher aus 24 verschiedenen Rohstoffen berechnet wird, hatte bis Mitte April über 50% an Wert eingebüsst. Die starke Korrektur ist auf den durch die Pandemie verursachten Nachfrageschock zurückzuführen. Dass die Rohstoffpreise historisch auf einem sehr tiefen Niveau notieren, zeigt sich am Verhältnis des GSCI Commodity Index und dem S&P 500. Dieser hatte im laufenden Jahr ein Rekordtief erreicht.



Die Rohstoffpreise haben anschließend zu einer breiten Erholung angesetzt und konnten auch im vergangenen Quartal zulegen. Weiter Mühe bekunden Energierohstoffe, welche in den letzten drei Monate wieder leicht verloren haben. Besser haben Industriemetalle abgeschnitten, welche von der höheren Nachfrage aus dem verarbeitenden Gewerbe profitieren konnten.

Die Edelmetalle haben im Juli ihre fulminante Kursentwicklung fortgesetzt und Anfang August neue Höchststände erreicht. Der Goldpreis konnte erstmals in seiner Geschichte die historische Marke von 2'000 USD pro Unze überschreiten und der Silberpreis hatte seit Jahresbeginn zwischenzeitlich sogar mehr als 60% zugelegt. Dass sich Investoren in Zeiten von «Gratisgeld» und globalen Unsicherheiten einer werterhaltenden Anlageklasse zuwenden verwundert nicht. Nebst der wieder steigenden Nachfrage aus dem Schmucksegment, konnten vor allem börsengehandelte



delte Goldfonds rekordhohe Zuflüsse verzeichnen. Dies führte dazu, dass die Preise aus technischer Sicht kurzzeitig extrem überkauft waren und Investoren daraufhin mit Gewinnmitnahmen reagierten. Trotz den jüngsten Kursrückgängen gehören die Edelmetalle – und damit verbunden die Goldminenaktien – immer noch zu den besten Anlageklassen im laufenden Jahr, selbst im Vergleich zur starken Performance der Technologieaktien.

Währungen

An den Währungsmärkten gab es im dritten Quartal viel Bewegung. Die Schwäche des US-Dollar hielt nicht überraschend weiter an. Die tieferen Zinsen und das steigende Doppeldefizit in den USA werden als Hauptgründe für die enttäuschende Entwicklung angeführt. Der US-Dollar hat im August seinen zwischenzeitlichen Tiefpunkt erreicht und konnte sich anschliessend auf einem tiefen Niveau stabilisieren. Das technische Bild hat sich deshalb wieder leicht verbessert, jedoch spricht aus fundamentaler Sicht immer noch wenig für einen stärkeren US-Dollar. Der Schweizer Franken hingegen konnte von seiner Funktion als «Safe Haven» profitieren und war weiter gefragt. Gegenüber dem ebenfalls starken Euro hat er im vergangenen Quartal zwar verloren, dies dürfte aber vor allem auf die Stützungskäufe der Schweizer Nationalbank zurückzuführen sein. Diese hat auch in der aktuellen Geldpolitischen Lagebeurteilung wieder erwähnt, dass sie zu weiteren Interventionen am Devisenmarkt bereit ist, um so einem zu starken Franken entgegenzuwirken.

Ausblick 4. Quartal 2020

US-Wahlen und Covid-19 im Fokus

Aktuelle Wirtschaftseinschätzungen

Wie beschrieben befindet sich die globale Wirtschaft im Erholungsmodus und kann auf ein gutes drittes Quartal zurückblicken. Der Weg zur Genesung wird nun aber deutlich holpriger. Die letzten gemeldeten Wirtschaftszahlen konnten nicht immer wirklich überzeugen und Kommentare im Rahmen der Erhebung der letzten Einkaufsmanagerindizes deuten auf steigende Unsicherheiten, ein sich verlangsamendes Wachstum bzw. eine Stagnation im vierten Quartal sowie eine wachsende Divergenz zwischen dem eher positiv beurteilten verarbeitenden Gewerbe und dem Covid-19-bedingt eher negativ eingeschätzten Dienstleistungssektor hin. In den Sommermonaten präsentierte sich die Dynamik noch umgekehrt. Im Weiteren gibt es in Europa Indikationen, dass die Gewinnmargen der Unternehmen unter Druck kommen könnten, da die Umsätze anscheinend vor allem mittels Preisnachlässe angekurbelt und bei den Inputkosten steigende Preise verzeichnet werden (u.a. höhere Rohstoffpreise). Den US-Unternehmen scheint die Weitergabe höherer Preise derzeit besser zu gelingen. Ermutigend ist, dass sich der Ausblick der Firmenchefs auf die nächsten 12 Monate weiter aufgehellt hat, was eine fortgesetzte Erholung voraussetzt und als nicht unrealistisch eingestuft werden kann auf diesen Zeithorizont.

Der wichtigste Faktor für die kurzfristige Konjunktorentwicklung bleibt die Covid-19-Situation. Erste Länder, wie zum Beispiel Israel, sind wieder zu einem harten Lock-Down zurückgekehrt oder haben punktuelle Verschärfungen (Grossbritannien) eingeführt. Unsere Annahme bleibt, dass in den grossen Volkswirtschaften vom Ergreifen strikter Lock-Down Massnahmen abgesehen wird, da man es sich nicht mehr erlauben kann. Doch nur schon die Erwartung von eventuell schärferen Massnahmen könnte die Wirtschaftssubjekte wieder vorsichtiger werden lassen und nach der Erholung im dritten Quartal zu einer zweiten Phase mit negativem Wachstum führen.

Es sieht also nicht nach einer raschen vollständigen Normalisierung und kurzfristigen Rückkehr zur Wirtschaftsleistung des Jahres 2019 aus. Wir bleiben bei unserer Einschätzung einer «U»-förmigen Erholung der Gesamtwirtschaft mit einer Rückkehr zum Vorkrisen-Niveau frühestens im Jahr 2022. Dabei gibt es Ausnahmen wie einzelne Wirtschaftssegmente oder Länder (insbesondere China), die diese Marke schon eher erreichen werden. Eine raschere Erholung würde wohl einzig ein wirksamer Impfstoff bringen, der der breiten Bevölkerung zur Verfügung steht. Für einen Einsatz zur Vermeidung einer allfälligen zweiten Welle in den kommenden Monaten ist es wohl zu spät, da a) noch kein Wirkstoff durch die Zulassungsbehörden in den USA und in Europa genehmigt ist und b) die Verteilung logistisch eine sehr grosse Herausforderung darstellen dürfte. Die erhöhten Risiken für den Rest des Jahres 2020 haben sich auch in wieder sinkenden Inflationserwartungen manifestiert.

Schätzungen zur weiteren wirtschaftlichen Entwicklung bleiben deshalb mit vielen Unsicherheiten behaftet. Sie präsentieren sich wie folgt:

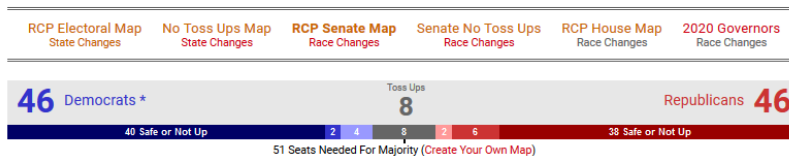
	Wachstum	Inflation	Zinsprognose	
Eurozone	-8.0%	0.5%	EZB-Hauptref.	0%
USA	-4.4%	1,1%	Fed-Funds Rate	0.25%
Industrieländer	-6,5%		10-j. Bund	-0.6%
Schwellenländer	-2,5%		10-j. US-Tr.	0.5%
Welt	-4.9%		10-j. Eidgen.	-0.5%
Schweiz	-5.1%	-0.6%		
Deutschland	-5.8%			

Quelle: IWF, M.M.Warburg, KOF, SECO, US-Fed, EZB, OECD

Präsidentenwahlen in den USA

Die Präsidenten- und Parlamentswahlen kommen mit etwas Verzögerung nun richtig in Fahrt. Es verspricht ein sehr schmutziger Wahlkampf zu werden und es wird spekuliert, ob der Verlierer den Ausgang der Wahl auch tatsächlich akzeptieren wird. Über den mittel- bis längerfristigen Einfluss der Politik auf die Wirtschaft und die Finanz- und Kapitalmärkte kann man streiten, er erscheint eher vernachlässigbar. Unseres Erachtens werden die diesjährigen Wahlen aber einen richtungsweisenden Charakter haben hinsichtlich der Frage, wie Unternehmensgewinne auf die Interessengruppen Kapitalgeber (Gewinne, Dividenden, Zinsen), Arbeiter (Löhne) und Staat (Steuern) in Zukunft verteilt werden. Nebst der Wahl des US-Präsidenten werden auch die Mitglieder der beiden Parlamentskammern neu gewählt. Das derzeit demokratisch beherrschte Repräsentantenhaus steht sehr wahrscheinlich nicht zur Disposition. Hingegen ist das Rennen um den Senat mindestens so eng wie dasjenige um die

Battle for the Senate 2020



Quelle: realclearpolitics.com / Stand 28.9.2020

Präsidentenschaft. Für uns ist deshalb der Ausgang der Senatswahl für die US-Politik der nächsten vier Jahre und die oben erwähnte Fragestellung von entscheidender Bedeutung. Für zusätzlichen Zündstoff sorgt die anstehende Neubesetzung einer Richterin im obersten Gericht.

Die meisten Umfragen sehen derzeit Biden im Vorsprung, mit einer Marge, die diejenige von Clinton vor vier Jahren recht deutlich übertrifft. Biden scheint die grössten Fortschritte bei dem

Teil der Wahlberechtigten zu machen, die 2016 nicht oder einen anderen Kandidaten (Drittkandidaten) gewählt hatten. Im Jahr 2020 gibt es de-facto nur Trump oder Biden und diese Wähler fühlen sich wohl eher zu Biden hingezogen. Dies ist ein signifikanter Unterschied zur Wahl im Jahr 2016. Doch Trump steht wohl nicht so schlecht da, wie die Umfragen zeigen. Seine Basis weiss er immer noch hinter sich und trotz dem sehr schwierigen Umfeld einer Pandemie, Rezession und hoher Arbeitslosigkeit hat er nicht dramatisch an Wähleranteilen verloren. Ob seine Strategie von «Law and Order» wirklich bei den Wählern ankommt, ist offen. Darüber hinaus ist mit einer sehr hohen Wahlbeteiligung zu rechnen, die viele neue Wähler an die Urne bringen wird, weshalb die Umfragen mit einer gehörigen Portion Vorsicht genossen werden sollten. Trotz Bidens Vorsprung herrscht bei den Demokraten keine Euphorie: Die Verunsicherung bleibt nach den Erfahrungen von 2016 hoch.

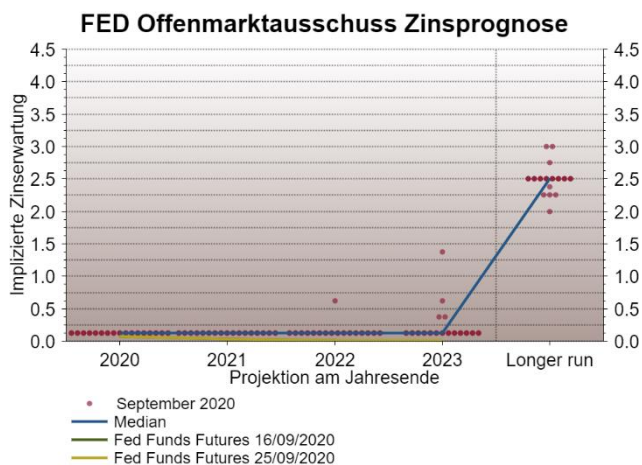
Interessant wird auch die Auswirkung der von Trump attackierten Briefwahl sein. Demokraten bevorzugen diese Art der Stimmabgabe, während Republikaner lieber direkt an der Urne wählen. Für viele Staaten der USA sind Briefwahlen (vor allem in diesem Umfang) etwas Neues und in einigen Staaten dürfen Briefstimmen nicht vor dem Wahltag gezählt werden. Deshalb ist mit verlässlichen Resultaten erst nach dem Wahltag zu rechnen. Die ersten Auszählungen dürften deshalb die Republikaner im Vorsprung zeigen, wobei es nach Auszählungen der Briefstimmen zu signifikanten Anpassungen kommt. Wir gehen derzeit nicht davon aus, dass die Wahlen in einer Verfassungskrise enden, aber es wird wohl Tage (wenn nicht Wochen) eines Informationsvakuums geben mit vielen Spekulationen und Beeinflussungsversuchen (und eventuellen Ausschreitungen, gerichtlichen Einsprachen, etc.).

Derzeit bewegen sich praktisch alle möglichen Szenarien im Rahmen der Fehlerquoten, weshalb das Rennen noch völlig offen ist. Das beinhaltet auch die Möglichkeit einer sogenannten «blauen Welle» (Präsident und beide Parlamentskammern in demokratischer Hand), was insbesondere von den Aktienmärkten kurzfristig wohl negativ aufgenommen werden könnte, da man dann ernsthaft mit Steuererhöhungen für Unternehmen und Reiche rechnen müsste. Die allgemeine Erwartung ist, dass Biden die Wahl zum Präsidenten schafft, der Senat aber in Republikanischer Hand bleibt. Dies würde zu einer für die Börsen nicht unattraktiven Patt-Situation führen und tendenziell europäische Aktien wieder attraktiver machen. Die erste TV-Debatte führte zu keinen neuen Erkenntnissen.

Was kann man von der Geld- und der Fiskalpolitik erwarten?

Der wirtschaftliche Aufschwung steht immer noch auf tönernen Füßen und wird bis auf weiteres auf die Unterstützung durch die Geld- und der Fiskalpolitik angewiesen sein. Es bedarf aber einer immer grösseren Geldschöpfung, um einen Effekt in der Realwirtschaft zu erzielen. Selbst Zinsen bei Null oder unter Null haben in den letzten Jahren zu keinem bedeutenden Wachstumsschub geführt und von den sich gesetzten Inflationszielen bleibt man relativ weit entfernt. Im Gegenteil: Die Sicht, dass die Notenbanken selber für gewisse disinflationäre Entwicklungen verantwortlich sind, gewinnt immer mehr Anhänger. Hinzu kommt, dass die Fehlallokation von Kapital zu einem immer grösseren Problem wird und Blasenbildungen an den Finanz- und Kapitalmärkten oder an den Immobilienmärkten dadurch befeuert werden. Deshalb mag die zuletzt recht konsistente Kommunikation der EZB und der US-Fed nicht erstaunen, die beide die Fiskalpolitik noch stärker in die Pflicht nehmen wollen.

Aber auch die Fiskalpolitik scheint langsam an ihre Grenzen zu stossen, denn der Grad der Verschuldung vieler Staaten war schon vor der Krise hoch. Wir gehen davon aus, dass die Fiskalpolitik mittels Investitionsprogramme deutlich an Bedeutung gewinnen wird und dass die Staatsschulden deshalb weiter steigen werden. Die Notenbanken werden die Politik dabei unterstützen und expansiv bleiben. Es scheint, dass Inflation erzwungen werden will, was die Möglichkeit von Fehlern der Geldpolitik und/oder der Fiskalpolitik weiter erhöht. Unbestritten bleibt, dass die Notenbanken substantiell und über eine lediglich unterstützende Wirkung hinaus einschreiten werden, sollten insbesondere die Kreditmärkte unter Liquiditätsmangel leiden.



Anlageklassen – Mit einer erhöhten Volatilität im vierten Quartal ist zu rechnen

Wir gehen weiterhin von einem «heissen» Herbst an den Finanz- und Kapitalmärkten aus. Nebst Covid-19, dem Konflikt zwischen den USA und China, den Spannungen im mittleren Osten und dem ungewissen Ausgang des Brexits werden die Präsidentschaftswahlen in den USA als bedeutendster Risikofaktor für das vierte Quartal genannt. Insgesamt haben sich die kurzfristigen Risiken deshalb recht deutlich erhöht, während auf mittlere Sicht das Umfeld als eher konstruktiv einhergehend mit einer kontinuierlichen Verbesserung eingeschätzt werden darf. Investoren sollten deshalb mit einer erhöhten Volatilität im vierten Quartal rechnen.

Aktien

Aktienanleger sind hin- und hergerissen zwischen positiven Einflussfaktoren und den Risikofaktoren mit ungewissem Ausgang. Sollte sich der Stand der Umfragen betreffend der US-Wahlen bis zum 3.11.2020 nicht mehr wesentlich verändern oder die Covid-19-Situation sich nochmals verschärfen, dürften Aktienanleger wohl noch vorsichtiger werden. Hingegen würden die breite Zulassung eines wirksamen Impfstoffes und ein echter Wirtschaftsboom viele Nachzügler-Sektoren (Konsum, Tourismus, Industrie, Energie) beflügeln, während die bisherigen Favoriten sich wohl unterdurchschnittlich entwickeln würden. Angesichts dieser Orientierungslosigkeit und Ungewissheit rechnen wir mit einer fortgesetzten Seitwärtsbewegung an den Märkten, bis sich ein oder mehrere Risiken materialisieren bzw. verflüchtigen.

Als Ergänzung zum physischen Gold halten wir in unserer Aktienquote Goldminenaktien, die im laufenden Jahr einen mehr als erfreulichen Performancebeitrag lieferten. Warren Buffet, bisher nicht als Freund von Gold bekannt, hat im August mit einer Reallokation aus Bankaktien in den Goldminensektor überrascht. Anscheinend sieht der bekannte «Value»-Investor eine bedeutende Unterbewertung im Bereich der Goldminenaktien, was mit unserer Einschätzung übereinstimmt. Die Unterbewertung relativ zu anderen Sektoren, vor allem zum Technologie-Sektor, ist

immer noch enorm, und Goldminenaktien bieten eindeutig mehr Realwert als zum Beispiel Bankaktien. Wir gehen davon aus, dass sich die Ertrags- und Cash-Flow-Zahlen der Goldminen-Aktien über die nächsten Quartale kontinuierlich verbessern werden und deshalb weitere Käuferschichten ansprechen.

Obligationen

Es ist schon eine starke Aussage, wenn selbst ausgewiesene Obligationen-Profis wie Jeffrey Gundlach diese Anlageklasse im Prinzip nicht mehr attraktiv finden. Angesichts der auf die nächsten Jahre hinaus bei oder unter 0% zementierten Zinsen sind die Ertragsperspektiven sowohl aus den aktuellen Marktrenditen, den Kreditrisikoprämien und der Duration sehr trübe. Hinzu kommt, dass in vielen Regionen die Realverzinsung im negativen Bereich liegt. Nur ein deutlich deflationäres Umfeld begleitet von weiter sinkenden Zinsen brächte Unterstützung für die Obligationenmärkte. Mehr Rendite erreicht man nur durch Inkaufnahme (noch) höherer Risiken wie schlechte Kreditnehmer oder sehr lange Laufzeiten. Eine verzögerte Konkurswelle ist möglich, weshalb wir von den sogenannten hochverzinslichen Obligationen von schlechten Schuldnern abraten. Angesichts der sich stetig auftürmenden Inflationsrisiken erachten wir Inflationsgeschützte Obligationen weiter als eine sinnvolle Anlage, auch wenn die derzeitige Covid-19 Situation Druck auf die kurzfristigen Inflationserwartungen ausübt.

Rohstoffe und Edelmetalle

Auch das Gold erlitt im dritten Quartal einen Rücksetzer. Dies hat an unserer konstruktiven Sicht auf einen mittel- bis längerfristigen Zeithorizont nichts geändert. Die Problemstellungen für die Regierungen und Zentralbanken – und entsprechend die Fehlerquote – sind enorm. Die Geldschwemme der Notenbanken wird anhalten und die Realzinsen dürften in der Tendenz weiter sinken. Dies sind optimale Faktoren, welche Edelmetalle als Anlage nach wie vor attraktiv erscheinen lassen. So prognostizieren wir weiterhin ein inflationäres Szenario zur Lösung der Probleme, doch kann man eine stark deflationäre Entwicklung mit einer breiten Pleitewelle nicht ausschliessen. Gold als von Notenbanken unabhängiges Zahlungsmittel ohne Kreditrisiken sollte in beiden von einem Vertrauensverlust in Institutionen und Papiergeld begleiteten Szenarien erlauben, die Kaufkraft zu erhalten. Dies ruft vermehrt neue Käuferschichten insbesondere aus der institutionellen Welt (z.B. Pensionskassen) auf den Plan, ihre Anlagepolitik entsprechend anzupassen. Nur schon eine geringe Allokation in physisches Gold wird zu einer enormen Nachfrage führen. Silber ist nochmals deutlich volatil als Gold, doch sprechen im Grunde die gleichen Argumente dafür. Auch gegenüber anderen Rohstoffen sind wir weiterhin positiv gestimmt, bevorzugen aber Aktien von führenden Unternehmen in diesem Segment.

Marktübersicht 2020

BANK VON ROLL

PRIVATBANK

Quelle: Reuters per 30.09.2020 / Aktienmärkte in Lokalwährung

Volkswirtschaftliche Grössen	per	Stand	Stand Vj.	YTD
US Konsumentenvertrauen Universität Michigan	30.09.2020	79.0	99.3	-20.3
ISM Verarbeitendes Gewerbe	30.09.2020	55.4	47.8	7.6
ISM Nicht-verarbeitendes Gewerbe	31.08.2020	56.9	54.9	2.0
US Leading Indicator Index	31.08.2020	106.5	111.4	-4.9
ZEW Konjunkturerwartungen Eurozone	30.09.2020	73.9	11.2	62.7
IFO Geschäftsklimaindex	30.09.2020	97.7	93.1	4.6
Case-Shiller Index Hauspreise USA	31.07.2020	226.6	218.7	7.9
Währungen gg. CHF	per	Stand	Stand Vj.	YTD
EUR	30.09.2020	10791	10852	-0.6%
USD	30.09.2020	0.9207	0.9678	-4.9%
GBP	30.09.2020	11895	12828	-7.3%
SEK	30.09.2020	10.2800	10.3300	-0.5%
JPY	30.09.2020	0.8733	0.8908	-2.0%
AUD	30.09.2020	0.6596	0.6789	-2.8%
Währungen gg. EUR	per	Stand	Stand Vj.	YTD
USD	30.09.2020	1.1722	1.1215	+4.5%
CHF	30.09.2020	0.9268	0.9217	+0.5%
GBP	30.09.2020	1.1024	1.1829	-6.8%
SEK	30.09.2020	0.0953	0.0953	-0.0%
JPY	30.09.2020	0.8093	0.8208	-1.4%
AUD	30.09.2020	0.6112	0.6261	-2.4%
Aktienmärkte in Lokalwährung	per	Stand	Stand Vj.	YTD
MSCI Industrialisierte Länder (USD)	30.09.2020	2'367.3	2'358.5	+0.4%
MSCI Schwellenländer (USD)	30.09.2020	1082.0	1114.7	-2.9%
Dow Jones (USD)	30.09.2020	27'781.7	28'538.4	-2.7%
S&P 500 (USD)	30.09.2020	3'363.0	3'230.8	+4.1%
Nasdaq Composite (USD)	30.09.2020	11'167.5	8'972.6	+24.5%
Russell 3000 (USD)	30.09.2020	1968.1	1892.2	+4.0%
Brasilien BOVESPA (BRL)	30.09.2020	94'603.4	118'573.1	-20.2%
DAX (EUR)	30.09.2020	12'760.7	13'385.9	-4.7%
Euro Stoxx50 (EUR)	30.09.2020	3'193.6	3'745.2	-14.7%
IBEX 35 (EUR)	30.09.2020	6'716.6	9'549.2	-29.7%
SPI (CHF)	30.09.2020	12'724.7	12'938.7	-1.7%
SMI (CHF)	30.09.2020	10'187.0	10'699.8	-4.8%
FTSE (GBP)	30.09.2020	5'866.1	7'542.4	-22.2%
RTS (USD)	30.09.2020	1'178.5	1564.2	-24.7%
Nikkei 225 (JPY)	30.09.2020	23'185.1	23'204.9	-0.1%
China Shanghai Comp. (CNY)	30.09.2020	3'218.1	3'050.1	+5.5%
Indien BSE 30 (INR)	30.09.2020	38'067.9	41253.7	-7.7%
Australia S&P/ASX200 (AUD)	30.09.2020	5'815.9	6'684.1	-13.0%
Zinsen und Rentenmärkte	per	Stand	Stand Vj.	YTD
3-Monats Euribor	30.09.2020	-0.50%	-0.38%	-0.12%
10-jährige Bunds	30.09.2020	-0.52%	-0.19%	-0.33%
10-Jahres EUR Swap	30.09.2020	-0.23%	0.21%	-0.44%
3-Monats USD-Libor	29.09.2020	0.23%	1.91%	-1.68%
10-jährige Treasuries	30.09.2020	0.68%	1.91%	-1.23%
10-Jahres USD Swap	30.09.2020	0.69%	1.87%	-1.18%
3-Monats CHF-Libor	29.09.2020	-0.77%	-0.69%	-0.09%
10-jährige Eidgenossen	30.09.2020	-0.49%	-0.56%	0.07%
10-Jahres CHF Swap	30.09.2020	-0.36%	-0.12%	-0.25%
IBOXX Euro Government 3-5 Jahre	30.09.2020	2116	209.7	+0.9%
REX Performance Index (Deutsche Staatsanleihen)	30.09.2020	499.3	492.6	+1.4%
IBOXX Euro Corporates 3-5 Jahre	30.09.2020	239.4	237.7	+0.7%
Swiss Bond Index AAA-BBB	30.09.2020	143.8	144.2	-0.3%
Emerging Markets Hard Currency in USD (ETF)	30.09.2020	110.9	114.6	-3.2%
Emerging Markets Local Currency in USD (ETF)	30.09.2020	418	43.9	-4.7%
CS High Yield Index II	30.09.2020	1407.2	1411.4	-0.3%
Alternative Anlagen	per	Stand	Stand Vj.	YTD
VIX-Index (Volatilität S&P500)	30.09.2020	26.4	13.8	+91.4%
ICI Commodity Index (Total Return, USD)	30.09.2020	157.8	196.6	-19.8%
Gold in USD/Oz	30.09.2020	1885.4	1517.0	+24.3%
Gold in CHF/kg	30.09.2020	1736.2	1468.2	+18.3%
Gold in EUR/Oz	30.09.2020	1608.6	1352.8	+18.9%
Silber in USD/Oz	30.09.2020	23.2	17.8	+30.2%
Rohöl Brent USD (Future)	30.09.2020	41.0	66.0	-38.0%
Kupfer (Future)	30.09.2020	302.9	279.4	+8.4%
Baltic Dry Index	30.09.2020	1725.0	976.0	+76.7%
HFRX Global Hedge Fund Index (USD, ETF)	30.09.2020	94.0	96.0	-2.1%
LPX50 (Private Equity)	30.09.2020	2'437.3	2'870.7	-15.1%