



Perspektiven für Finanz- und Kapitalmärkte

3. Quartal 2021

Zürich, im Juli 2021



Vorwort

«Wenn jemand eine Reise tut, so kann er was erzählen.» heisst ein bekanntes deutsches Wanderlied von Friedrich Zelter (Melodie) und Matthias Claudius (Text).

Die Lockerung der Pandemierestriktionen ermöglicht endlich wieder das Reisen. Reisen ist Freiheit, Abenteuer, Erleben, Ausprobieren, Erforschen, Unbekanntem und Unerwartetem begegnen und zu einem gewissen Masse Risiken eingehen, für viele der Inbegriff des Lebens. Man kehrt heim mit neuen Eindrücken, Erinnerungen und Schätzen. Man lernt andere Menschen kennen, und oft auch sich selbst etwas besser. Reisen kann herausfordern sein und man muss sich überwinden. Alle haben sich das Reisen nach einschneidenden und ungewohnten bald 18 Monaten verdient.

Investieren beginnt mit dem Festlegen eines Zieles und um zum Ziel zu gelangen, muss man einen Weg beschreiten bzw. eine Reise tun. Die Reise an den Finanz- und Kapitalmärkten ist von Berg- und Talfahrten, unerwarteten Biegungen, Risiken und schönen und weniger schönen Erfahrungen geprägt. Da sich die Landschaft an den Finanz- und Kapitalmärkten ständig ändert, sind Pausen und Zwischenstopps notwendig, um sich neu zu orientieren, neue Wege zu identifizieren, die zum Ziel führen sollen, und allenfalls die Schwerpunkte im Portfolio anzupassen.

Nach der liquiditätsgetriebenen Rally im Nachgang zur Pandemiekrise und einer sich zusehends verbessernden Konjunktur sind wir wohl wieder an einem solchen Punkt angelangt. Fragen, die sich Investoren jetzt stellen sollten, lauten:

- Ist die Pandemie tatsächlich beendet?
- Ist die wirtschaftliche Erholung schon wieder vorbei?

- Kommt die Inflation? Was bedeutet das für mich und meine Finanzanlagen?
- Können die Aktienmärkte weiter steigen?
- Kommt der Crash?
- Was macht man mit Obligationen angesichts der Tiefzinsen?
- Macht Gold im aktuellen positiven Umfeld als Portfoliobaustein noch Sinn?

Das sind nur einige Fragen, die sich Anleger stellen. Gerne wollen wir auf den folgenden Seiten versuchen, nach bestem Wissen und Gewissen Antworten zu finden. Die individuelle Situation eines jeden Anlegers muss dabei berücksichtigt werden.

Wir wünschen Ihnen viele Erkenntnisse und freuen uns Sie auf der Reise an den Finanz- und Kapitalmärkten zu begleiten. Kontaktieren Sie uns, wenn Sie Antworten auf weitere Fragen suchen.

Bank von Roll AG
Bleicherweg 37
CH-8027 Zürich

Strategische Eckpunkte – Q3 2021

Für das 3. Quartal 2021 orientieren wir uns in unserer Anlagepolitik an folgenden Eckpunkten:

| | |
|-------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Wirtschaft | Die positive Wirtschaftsdynamik setzt sich fort. Mit den Lockerungen hat sich nun auch in Europa die Erholung in praktisch allen Segmenten manifestieren können. Wir sind positiv, dass sich das Momentum in das dritte Quartal übertragen und der Aufschwung synchroner wird. Die grossen asiatischen Volkswirtschaften China und Indien kämpfen mit den weiterhin angeschlagenen Lieferketten und einer Zunahme von Covid-19 Infektionen. Bisher ist deren solides Wachstum aber nicht gefährdet. Unterdurchschnittlich entwickelt sich derzeit Japan. Lieferketten und Pandemie (bzw. eine Kombination davon) bleiben die wichtigsten Risikofaktoren im neuen Quartal. Trotz steigendem Kostendruck dürften die Unternehmen erneut gute bis sehr gute Zahlen für das zweite Quartal präsentieren. |
| Geldpolitik | Das dritte Quartal dürfte aus geldpolitischer Sicht wieder aktiver werden und wir erwarten anfangs September neue Impulse anlässlich der stattfindenden Notenbank-Sitzungen. Bis dahin werden auch die aktualisierten Zahlen zum Wachstum, zur Inflation und zur möglichen Pandemieentwicklung im Herbst vorliegen. Wir bleiben dabei, dass die Notenbanken vor allem den Arbeitsmarkt im Fokus haben und solange expansiv bleiben, bis die Vollbeschäftigung wiederhergestellt ist. Auf keinen Fall soll die Wirtschaft zu früh gebremst werden. Doch das Spannungsfeld zu den heisslaufenden Vermögensmärkten wächst. Die ausgabenfreudige Fiskalpolitik dürfte sich fortsetzen, wobei die Diskussion über höhere Steuern zur Finanzierung an Dynamik gewinnt. |
| Inflation | Die Kommunikation der US-Fed im Juni war das Eingeständnis, dass Inflation je länger je mehr ein Problem darstellt, auch wenn sie weiterhin als «transitorisch» bezeichnet wird. Das Inflationspotential bleibt aufgrund der ultra-expansiven Geldpolitik und der rekordhohen Verschuldung enorm. Zudem sehen wir steigende Preise in der Realwirtschaft unter anderem aufgrund der anhaltend angeschlagenen Lieferketten. Im dritten Quartal werden Anleger die ersten Signale erhalten, ob die Inflation in der Tat höher und nachhaltiger ausfallen wird. Unser Basisszenario geht weiterhin davon aus. Das grösste Inflationsrisiko orten wir in den USA, da der dortige Arbeitsmarkt am stärksten von der Pandemie betroffen war und die höchsten Hilfsprogramme gesprochen wurden. |
| Märkte | Wir erwarten folgende Entwicklung der Anlageklassen im dritten Quartal: <ul style="list-style-type: none"> • Aktien: Nach 5 positiven Quartalen in Folge wird die Luft dünner, aber ein weiteres positives Quartal ist möglich. Entscheidend wird die Entwicklung der Inflation und Zinsen sein. Nach der liquiditätsgetriebenen Rally wird die Entwicklung der Gewinne wichtiger und entsprechend dürften Qualitätsunternehmen wieder stärker nachgefragt werden. Eine allfällige Korrektur an den Aktienmärkten ist möglich, sollte aber nur begrenzte Ausmasse annehmen. • Obligationen: Wir erwarten eine unattraktive Seitwärtsbewegung. Der Finanzbedarf der US-Regierung dürfte den Aufwärtsdruck auf die US-Zinsen wieder erhöhen. • Rohstoffe sollten weiterhin positiv tendieren, wobei Energie im Fokus steht. |
| Gold | Trotz der bereits länger andauernden Konsolidierung und der hohen kurzfristigen Volatilität ist der langfristige Aufwärtstrend weiter intakt. Im dritten Quartal spricht die Saisonalität für Gold. Längerfristig gehen wir weiterhin von deutlich über USD 2'000 pro Unze liegenden Preisen aus. |

Strategische Vermögensallokation

| Ausgewogen CHF | | | | | | | | | | |
|-------------------------------------|--------------|-----|----|-----|-----|----|----|----|-----|--------|
| Anlageklasse | | | | | | | | | | |
| Liquidität | 7% | | | | | | | | | |
| Obligationen | | | | 30% | | | | | | |
| Unternehmensanleihen BBB | | 15% | | | | | | | | |
| Inflationsgeschützte Staatsanleihen | | 15% | | | | | | | | |
| Hochzinsanleihen | | 0% | | | | | | | | |
| Aktien | | | | | 48% | | | | | |
| Schweiz | | 15% | | | | | | | | |
| Europa | | 14% | | | | | | | | |
| USA | | 10% | | | | | | | | |
| Schwellenländer | | 6% | | | | | | | | |
| Goldminen | | 4% | | | | | | | | |
| Edelmetalle | | 15% | | | | | | | | |
| Währungen | | | | | | | | | | |
| CHF | | | | | | | | | 80% | |
| EUR | | 10% | | | | | | | | |
| USD | | 5% | | | | | | | | |
| Andere Währungen | | 5% | | | | | | | | |
| | in Prozent % | 10 | 20 | 30 | 40 | 50 | 60 | 70 | 80 | 90 100 |

Unsere Schwerpunkte für das dritte Quartal 2021

- Obligationen bieten angesichts der tiefen und tendenziell steigenden Zinsen wenig Perspektiven, weshalb wir dieses Segment zugunsten von Gold untergewichten. Solide Qualität und inflationsgeschützte Obligationen sind bevorzugt. Wir wollen keine Qualität und Liquidität zugunsten einer nur noch bescheidenen Zusatzrendite opfern.
- Wir sind weiter positiv gestimmt für die Aktienmärkte. Die relative Attraktivität zu Obligationen ist gegeben, weshalb wir Aktien übergewichten. Die Performance der Anlagestile dürfte homogener werden, wobei wir Qualität wieder im Vorteil sehen. Eine allfällige Korrektur dürfte sich in einem überschaubaren Rahmen bewegen. Das erwartete positive Gewinnwachstum dürfte nochmals etwas Druck von den Bewertungen nehmen.
- Schwellenländer und Asien bleiben trotz Rückschlag die Favoriten, da die Demographie, steigender Konsum, ein erwartet schwächerer USD und Technologie/Digitalisierung vermehrt positive Impulse liefern werden. Chinesische Aktien sollten sich deshalb nach einer Phase relativer Schwäche besser entwickeln können.
- Wir gehen davon aus, dass die Themen Infrastruktur und Nachfrage nach Rohstoffen an den Märkten weiterhin gesucht sein werden. Dazu zählen: Grundstoffe, Industriemetalle, Maschinenbau und Kapitalgüter sowie Energie- und Dateninfrastruktur («Cybersecurity»).
- An unserer Übergewichtung in Gold und Goldminenaktien halten wir fest. Dieses Jahr dürften saisonale Effekte wieder etwas normaler ausfallen, weshalb wir von einer insgesamt positiven Entwicklung für das Gold im dritten Quartal ausgehen. Gold bringt zudem Diversifikationseffekte zur hohen Aktienallokation.

Risikofaktoren

- Angespannte Lieferketten
- Inflation
- Pandemie
- Cyberattacken

Konjunkturelles Umfeld

Akzentuierte Erholung

Konjunktur – Pandemie-Delle könnte bereits im aktuellen Jahr überwunden sein

Die Erholung erfasst alle Wirtschaftssegmente. Entsprechend steigen die Wachstumserwartungen. Auch die Investitionen zeigen ein positives Wachstum. Covid-19 rückt in den Hintergrund, bleibt aber ein Risikofaktor.

Angesichts der fortschreitenden Impfkampagnen hatten wir eine positive konjunkturelle Entwicklung für das zweite Quartal erwartet. Die Geschwindigkeit, Breite und Energie des Aufschwungs überraschen nicht nur uns positiv. Die neuesten Einkaufsmanager-Indizes (PMI) deuten auf das stärkste Wachstum in der Eurozone seit 15 Jahren hin. Die Unternehmen können die starke Nachfrage nach Gütern kaum bewältigen und die Wa-

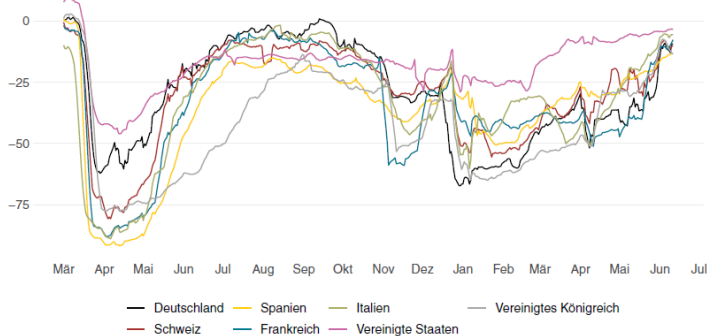
renlager werden sukzessive geräumt. Die Auftragsbestände in der Eurozone notieren aktuell auf dem höchsten Stand seit Beginn der Datenmessung im Jahr 2002, wobei das Wachstum der Aufträge im verarbeitenden Gewerbe mit «besonders kräftig» und im Dienstleistungssektor sogar mit «drastisch» bezeichnet werden (IHS Markit). In den USA setzt sich der bereits etwas früher eingetretene positive Trend weiter fort und in der Schweiz dürfte die Wirtschaftsleistung bereits im Verlaufe des zweiten bzw. dritten Quartals ihr Vorkrisenniveau überschreiten. Somit dürfte das Wachstum auch im zweiten Quartal vielerorts die Erwartungen übertreffen. Es erstaunt deshalb nicht, dass sowohl der Güter- als auch der Dienstleistungssektor die grössten

Preissteigerungsraten seit knapp zwanzig Jahren vermeldeten. Die Aussicht auf eine Normalisierung bringt den Unternehmen eine Planungssicherheit zurück, was die Investitionen ankurbelt und den Aufschwung verlängern dürfte. Der Arbeitsmarkt erholt sich ebenfalls, liegt aber noch ein gutes Stück vom Ziel der Vollbeschäftigung entfernt. Vereinzelt scheint es trotzdem bereits an Fachkräften zu mangeln. Einige Beispiele zeigen aber, dass der Aufschwung keine Einbahnstrasse ist. So büssten

die PMI für Australien auf sehr hohem Niveau an Dynamik ein und deckten dabei die grössten Risikofaktoren für den Aufschwung auf: Angebotsrestriktionen und aufflammende Virus-Endemien, d.h. im Gegensatz zu einer Pandemie treten gehäufte Viruserkrankungen lediglich in einer begrenzten Region auf. Angesichts der Impffortschritte erachten wir das Risiko einer erneuten globalen Pandemie aufgrund von Virus-Mutationen als nur noch gering. Zudem hat sich die Wirtschaft an die bekannten Massnahmen gewöhnt und ist entsprechend eingerichtet. Die japanische Wirtschaft bleibt bisher hinter der Entwicklung anderer Regionen zurück. Positiv zu werten ist, dass japanische Unternehmen trotz einer abnehmenden Dynamik weiter Leute anstellen und somit einen nachhaltigen Aufschwung erwarten. Die chinesische Wirtschaft verläuft derzeit

Starke Erholung des Dienstleistungssektors

G 10: Google Mobility Indikator
(Besuche in Non-Food-Detailhandelsgeschäften und Erholungseinrichtungen, in %, 7-Tages-Durchschnitt, 0 = Median von 03.01 – 06.02.2020)



Quelle: KOF-Bulletin Juli 2021

recht solide und unspektakulär, doch nimmt der Regulierungsdruck auf grosse Technologie-Unternehmen zu.

Vieles deutet darauf hin, dass sich das positive konjunkturelle Momentum auf das dritte Quartal übertragen wird, bevor es allenfalls zu einer Verschnaufpause kommt. Während die Relevanz der Pandemie als Risikofaktor sukzessive abnehmen dürfte, werden sich die Lieferengpässe und steigenden Kosten (z.B. Frachtraten) im dritten Quartal akzentuieren. So hat ein Corona-Ausbruch im Süden Chinas zu einem Container-Stau auf einem auch für die internationale Schifffahrt wichtigen Hafen geführt. Die Arbeitslosenzahlen dürften sich sukzessive verbessern, aber mit abnehmender Dynamik. Auf mittel- bis längerfristige Sicht zeichnet sich folgendes optimistisches Szenario ab: Rund CHF 25 Billionen an fiskal- und geldpolitischen Mitteln (was ca 30% der jährlichen globalen Wirtschaftsleistung entspricht) und der vorhandene politische Wille zur Umgestaltung der Wirtschaft («green new deal», Infrastruktur-Investitionen, etc.) in den USA, Europa und China gleichzeitig könnten den Weg zu überdurchschnittlich starkem Wachstum über die nächsten Jahre ebnen. Die Chancen stehen gut, dass die grösste Investitionswelle seit dem Zweiten Weltkrieg ausgelöst worden ist. Im Gegensatz zu den «Goldenen 20ern», als Europa und die USA im Zentrum des ebenfalls kreditfinanzierten Booms standen, könnten nun weite Teile der globalen Wirtschaft davon erfasst werden. Dieses optimistische Szenario entspricht nicht den Erwartungen insbesondere der Zentralbanken, die derzeit von einer temporären Spitze im zweiten Quartal aufgrund von Aufholeffekten und einer anschliessenden Normalisierung ausgehen. Das zweite Semester sollte weitere Hinweise liefern können, wohin die Reise gehen wird. Die Schätzungen für die wichtigsten Konjunkturgrössen lauten wie folgt:

| | Wachstum 2021 | Inflation 2021 | Zinsprognose 2021 |
|-----------------|--------------------------|---------------------------|------------------------------|
| Eurozone | +5.0% | 1.8% | EZB-Hauptref. 0% |
| USA | +6.6% | 3.3% | Fed-Funds Rate 0.25% |
| China | +7.0-8.0% | 2.2% | |
| Industrieländer | +5.2% | | 10-j. US-Tsy. 1.5% |
| Schwellenländer | +6.8% | | |
| Welt | +6.1% | | |
| Schweiz | +4.0% | 0.5% | 10-j. Eidgen. 0% |
| Deutschland | +4.0% | | 10-j. Bund 0% |

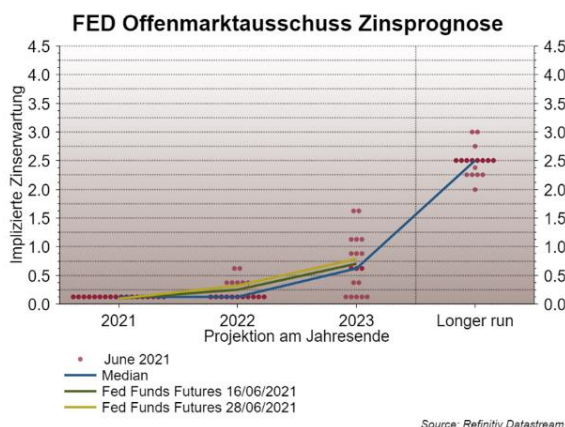
Quelle: IWF, M.M.Warburg, KOF, SECO

Geld- und Fiskalpolitik – Die Inflationsentwicklung holt die Notenbanken ein

Im Juni Meeting anerkannte das US-Fed erstmals, dass Inflation ein Thema ist. Globaler Mindeststeuersatz als Indikator, wie die Fiskalpolitik in Zukunft aussehen könnte.

Im zweiten Quartal gab es wenig substantielle Neuigkeiten aus der Geld- und Fiskalpolitik. Am G7-Finanzminister-Treffen von Anfangs Juni einigte man sich auf einen Mindeststeuersatz von 15% und den Grundsatz, dass die Unternehmen dort steuerpflichtig sein sollen, wo die Umsätze erzielt werden. Auch die OECD vermeldete, dass 130 Länder einer globalen Minimalsteuer von

15% zugestimmt hätten. Grosser Profiteur von diesen Anpassungen sind die USA, da die Steuereinnahmen steigen und deren Unternehmen selbst nach der Harmonisierung noch immer vergleichsweise tiefe Steuern bezahlen würden. Am G20-Treffen von Ende Oktober nimmt man das Thema auf und es wird sich zeigen, wie hoch die weiteren Hürden sind. Insgesamt ist damit zu rechnen, dass die Steuerlast für Unternehmen in Zukunft steigen wird und die Margen schmälern könnten.



Die Notenbanken sind weiterhin im Beobachtungsmodus. Trotz der robusten wirtschaftlichen Entwicklung und steigender Inflationsraten gehen diese immer noch davon aus, dass die Inflation lediglich «transitorisch» ist, d.h. die erhöhte Inflation wird im Einklang mit einer wirtschaftlichen Normalisierung wieder abklingen und nach dem Verschwinden des Basiseffekts auf das allgemein vertretene Ziel von 2 % zurückkehren. Die US-Fed und der sogenannte «Dot-Plot» (Darstellung der Zinserwartungen der einzelnen Mitglieder des US-Fed Offenmarktausschusses)

sowie die Kommentare des US-Fed-Vorsitzenden Powell haben an den Finanz- und Kapitalmärkten die Erwartungen geschürt, dass die Zinsen doch früher als bisher erwartet steigen könnten. Entsprechend heftig waren die Marktreaktionen, wobei es zeitweise unmöglich war, den Einfluss vom vierfachen Derivate-Verfall trennen zu können. Wir denken, dass die US-Fed folgende Ziele erreichen wollte:

- Bekräftigen, dass die Wirtschaft und der Arbeitsmarkt auf Kurs sind.
- Aufrechterhaltung des Eindrucks, dass die Fed alles unter Kontrolle hat, einschließlich des richtigen Timings von Zinserhöhungen und der Vermeidung von geldpolitischen Fehlern.
- Vorbereiten und Testen der Märkte im Hinblick auf etwaige Zinserhöhungen in der Zukunft.
- Versuch, die überhitzten Immobilien- und Finanzmärkte abzukühlen.

Unserer Meinung nach hat die US-Fed im Juni endlich anerkannt, dass Inflation zu einem ernstzunehmenden Thema mutiert. Wir sind aber auch der Meinung, dass die Angst vor einer verfrühten Zinserhöhung übertrieben ist und dass man sich nicht auf das "Dot-Plot" verlassen soll. Powell selbst erwähnte, dass dieses Instrument nur eine sehr begrenzte Vorhersagekraft besitzt und mit einer Prise Salz genossen werden muss.

Die «transitorische» Inflation entspricht der Meinung der wichtigen Notenbanken und dem breiten Marktkonsens und wird derzeit in den Zinsen auch so dargestellt. Dies ist zu respektieren. Trotzdem tun sich Anleger unseres Erachtens gut darin, sich auf eine höhere und nachhaltigere Inflation einzustellen. Länder mit traditionell tiefer Inflation wie die Schweiz dürften weniger stark betroffen sein, während die USA oder Grossbritannien eher bereit sind, eine hohe Inflation zu akzeptieren. Das zweite Semester wird den Weg weisen, auf welchem sich die Inflation mittelfristig fortsetzen wird. Aus unserer Sicht sprechen folgende Punkte weiterhin für eine höhere Inflation, als es die Notenbanken und Märkte einpreisen:

- Rohstoffpreiszyklen sind von längerer Dauer.
- Lieferketten könnten bis Ende Jahr angeschlagen bleiben, was eine Verknappung des Angebots, langsamere Lieferzeiten und somit höhere Preise zur Folge hat.
- Stärke der wirtschaftlichen Erholung wird unterschätzt. Probleme von makroökonomischen Modellen mit dem zu erwartenden massiven Investitionsschub. Daraus abgeleitet die erhöhte Möglichkeit von Prognosefehlern und verspäteten Reaktionen.
- Steigende Hauskosten, als wichtige Komponenten von Preisindizes.
- Vermögenspreisinflation schwappt in Realwirtschaft über.
- Der politische Wille neigt dazu, die Wirtschaft für eine längere Zeit heisslaufen zu lassen.
- Immer noch expansive Notenbanken, tiefe Zinsen, sehr hohe globale Verschuldung.
- China wechselt von einem Exporteur von Deflation zu einem Exporteur von Inflation.
- Knapper werdende Fachkräfte.

Die möglichen Szenarien für den weiteren wirtschaftlichen Verlauf sind vielfältig und reichen von unserem Basisszenario von (stark) erhöhter Inflation, über einen Rückfall in das bekannte disinflationäre Umfeld bis hin zu einer von Stagflation geprägten Konjunktur ähnlich der 1970er-Jahre. Deshalb gilt es das makroökonomische Basisszenario der effektiven Entwicklung dynamisch anzupassen und dies in der Vermögensallokation entsprechend zu berücksichtigen.

Finanz- und Kapitalmärkte

Wann endet die Gipfelfahrt?

Finanz- und Kapitalmärkte – Nach Mai-Konsolidierung wieder anziehende Vermögenspreise

Nach den Kursfortschritten in den Vorquartalen kann das zweite Quartal insgesamt als Konsolidierungsquartal betrachtet werden. Nichts scheint derzeit die Aktienmärkte stoppen zu können.

Zinsen/Obligationen

Im zweiten Quartal kam es zu keinen materiellen Veränderungen im Umfeld der Zinsen. Zinsniveau, die Steilheit der Zinsstrukturkurve und die Kreditrisikoprämien bewegten sich in recht engen Bahnen. Trotzdem lassen sich in den Nuancen einige interessante Veränderungen

erkennen. Während die Zinsen in den USA leicht nachgaben, verzeichneten diejenigen in Europa leichte Aufschläge. Dies schlug sich in einer steileren europäischen Zinsstrukturkurve nieder, nachdem sie sich im ersten Quartal noch leicht invers präsentierte. Die Lockerungsschritte und

die rasche wirtschaftliche Erholung in Europa werden dadurch bestätigt. Nach dem Juni-Meeting der US-Fed reduzierten sich die Inflationserwartungen recht deutlich, was zu leicht steigenden Realzinsen führte. Der Effekt erwies sich jedoch nur von relativ kurzer Dauer, denn die Delle wurde im Verlaufe des Junis wieder mehrheitlich ausgebügelt.

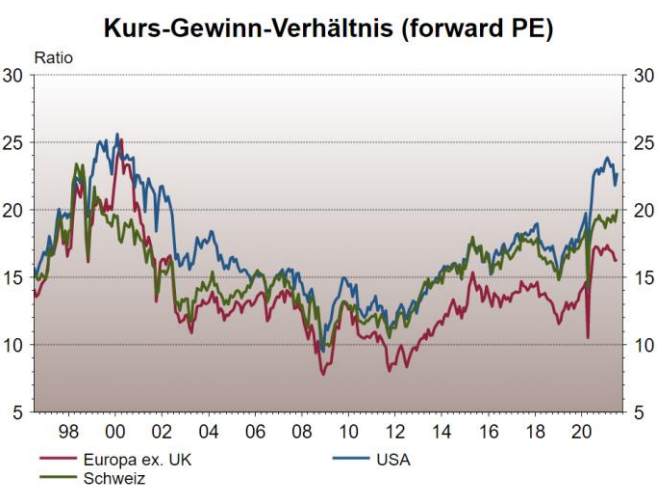
Das tiefe Zinsniveau bleibt den Märkten erhalten. Angesichts des wirtschaftlichen Aufschwungs erscheint uns die Steilheit der Zinsstrukturkurven aber immer noch zu flach. Nach der Konsolidierung im zweiten Quartal rechnen wir deshalb mit wieder zumindest leicht steigenden Zinsen im dritten Quartal insbesondere in den USA. Dort dürfte der enorme Finanzbedarf der US-Regierung die Nachfrage nach Geld zusätzlich erhöhen und einen Aufwärtsdruck auf die Zinsen ausüben. Spannend wird sein, ob sich die US-Regierung erneut auf die US-Fed verlassen muss, da ausländische Investoren US-Treasuries zurückhaltend nachfragen. Wir bleiben dabei, dass die Zinsen erst dann substantiell erhöht werden, wenn sich der Arbeitsmarkt vollständig erholt hat, denn das Risiko eines Abklemmens des Aufschwungs (wie es z.B. 1937 oder 2015 geschah) ist zu gross und nicht gewollt. Inflationsgeschützte Obligationen sind nach einer gewissen Korrektur im zweiten Quartal wieder etwas günstiger zu haben. Wir bevorzugen weiterhin eine solide Qualität bei den Obligationen bei einer eher kurzen Duration.

Aktien

Die positive Quartalsperformance an den Aktienmärkten ist auf die Performance zu Beginn und am Ende des Quartals zurückzuführen. Angetrieben wurde die Entwicklung anfangs durch die sehr gute Berichtssaison gefolgt von anhaltend positiven Konjunkturdaten, etwas nachlassenden Inflationserwartungen und in der Folge wieder leicht sinkenden Zinsen. Die US-Aktienmärkte haben somit das fünfte Quartal in Folge eine positive Performance erreicht. Der nicht ganz repräsentative Dow Jones Industrial erreicht in dieser Zeit eine

Performance von +57.4%, was seit den 1930er Jahren in dieser Höhe und in der selben Zeitspanne nicht mehr vorkam. Die Geschwindigkeit und das Ausmass des Anstiegs des breiteren S&P 500 passt hingegen sehr gut in den Durchschnitt vergleichbarer wirtschaftlicher Aufschwungphasen. Die europäischen Aktienindizes konnten die bisherigen Höchststände überwinden und es scheint sich endlich um eine nachhaltige Entwicklung zu handeln. Der Schweizer Aktienmarkt konnte im zweiten Quartal positiv überraschen. Nach einer Phase der Unterperformance gehörte er wieder einmal zu den stärkeren. Dies kann dahingehend interpretiert werden, dass im Rahmen des Aktienzyklus nach der liquiditäts- und hoffnungsgetriebenen Aufwärtsbewegung nun wieder die Unternehmensergebnisse und -qualität in den Vordergrund rücken. In dieser Beziehung hat der Schweizer Aktienmarkt letztlich viel zu bieten. Was für die Schweiz zutrifft, gilt auch für die US-Märkte, wo insbesondere der Technologie-Sektor Boden gut machen konnte nach einer deutlich unterdurchschnittlichen Performance aufgrund der Rotation in die Substanzwerte. Dies steht in Kontrast zur Entwicklung des

Hohe Bewertungen trotz positiver Resultate



chinesischen Technologiesektors, der unter der politischen Einflussnahme litt. Die Unternehmensergebnisse für das erste Quartal fielen hervorragend aus und nahmen etwas Druck von den hohen Bewertungen, ohne das Gesamtbild aber deutlich ändern zu können.

Wie lange kann das noch gutgehen? Eine Frage, die wir oft hören. Ein Blick auf die Statistik zeigt, dass die Luft nach einer Serie von nun fünf positiven Quartalen dünner wird, aber nicht das Ende der Fahnenstange bedeuten muss. Die Chancen stehen nicht schlecht, dass wenn auch das dritte Quartal positiv enden sollte, die Hausse sich nochmals um einige weitere Quartale verlängern kann. Für eine Fortsetzung des Aufwärtstrends sprechen unter anderem:

- Boomende Konjunktur und neuer Investitionszyklus
- Anhaltend tiefes Zinsumfeld
- Arbeitslosenzahlen sind zu hoch und somit limitiertes Zinserhöhungsrisiko
- Bisher weder zu tiefe noch zu hohe Inflation; Unternehmen gelingt es, die höheren Preise weiterzugeben
- Unternehmensgewinne entwickeln sich überraschend gut und die Ergebnisse für das zweite Quartal dürften nochmals gut bis sehr gut ausfallen
- (Noch) kein überschwänglicher Börsenoptimismus
- Liquidität sucht weiter den Weg in den Markt
- Aktien bleiben in diesem Umfeld bevorzugte Anlageklasse

Was sind die Risiken für die Aktienmärkte:

- Überbordende Inflation und steigende Zinsen
- Besteuerung
- Virusmutanten
- Abruptes Abbrechen der rekordhohen Zuflüsse in die Aktienmärkte

Wie oben erwähnt dürfte wir mehr Aufschluss über die abzusehende Entwicklung dieser Risikofaktoren im Verlaufe des dritten bzw. vierten Quartals erhalten. Deshalb könnte uns in der Tat eine etwas heissere Phase an den Aktienmärkten bevorstehen. Der Monat Juli ist in der Regel ein von tiefen Handelsvolumen und Zufallspreisen geprägter Monat. Im Monat August, wenn die Anleger zurückkehren, dürfte etwas mehr Licht ins Dunkel kommen, während der September traditionell zu den schwierigeren Monaten gehört. Dies könnte sich dieses Jahr noch akzentuieren, denn im Verlaufe des Septembers finden die nächsten relevanten geldpolitischen Sitzungen statt (EZB 9.9.2021, Chinesische Zentralbank (PBoC) 20.9.2021, US-Fed 22.9.2021 und SNB 23.9.2021). Zu diesem Zeitpunkt sollten auch neue Erkenntnisse über die Entwicklung der Konjunktur und der Inflation vorliegen. Von den Juli-Meetings der EZB, der USD-Fed und der PBoC erwarten wir keine wesentlichen Impulse auf die Finanz- und Kapitalmärkte.

Die von uns favorisierten Unternehmen aus der «Old Economy» mit Bezug zu Grundstoffen und Infrastruktur dürften nach einer etwas ruhigeren Phase durchaus nochmals zulegen können. Der Anteil von Unternehmen aus den Segmenten Gesundheit, Konsum und allenfalls Technologie kann wieder etwas erhöht werden, da diese Segmente viel Qualität bieten. Qualitätsunternehmen zeichnen sich dadurch aus, dass sie in von Unternehmensergebnissen getriebenen Marktphasen outperformen können, in der Regel über Geschäftsmodelle und Produkte verfügen, die die Weitergabe von höheren Preisen einfacher machen, sie solide Bilanzen und entsprechende Flexibilität besitzen und eine hohe Ergebnisqualität vorweisen können. Auf den Rader

nehmen kann man sich durchaus auch den Biotechnologie-Sektor, der nach einer sehr schwachen Marktphase wieder von Übernahmephantasien profitieren könnte. Nach dem unterdurchschnittlichen zweiten Quartal trauen wir den asiatischen Märkten – insbesondere China – Aufholpotential im dritten Quartal zu.

Edelmetalle und Rohstoffe

Die Rohstoffpreise verzeichneten eine insgesamt ähnliche Entwicklung, wobei diejenigen Güter und Edelmetalle mit einer hohen Sensitivität zu Inflation die stärksten Kursrückschläge im Verlaufe des Quartals hinnehmen mussten, wohingegen der Ölpreis unbeirrt weiter stieg. Für die Konsolidierung bei den Rohstoffen verantwortlich sind saisonale Faktoren, eine aktive Einflussnahme durch die chinesische Regierung (z.B. bei Kupfer) und Gewinnmitnahmen. Im Kontrast dazu steht der von der Öffnung profitierende Ölpreis und damit zusammenhängend die Preise für Energie (u.a. Elektrizität), die weiterhin einen recht starken Aufwärtstrend vorweisen. Zudem konnten sich die Mitglieder der OPEC+ an ihrer Juli-Sitzung nicht auf höhere Förderquoten einigen, weshalb die alte Vereinbarung mit deutlich tieferen Quoten über die nächsten 9 Monate gültig bleibt. Dies wird sich positiv auf den Ölpreis auswirken.

Der Goldpreis entwickelte sich bis Anfangs Juni sehr positiv. Die relativ lange Korrekturphase, die auf den starken Anstieg bis zu erreichten Höchstständen bei USD 2050 folgte und den Goldpreis in der Folge in den Bereich von USD 1680 fallen liess, war unseres Erachtens abgeschlossen. Der Preis tendierte in einer stabilen Aufwärtsbewegung wieder Richtung USD 1910. Die Aussagen der US-Fed Mitte Juni versetzten dem Goldpreis aber erneut einen Dämpfer, was ihn in die bekannte Unterstützungszone von USD 1750 bis USD 1780 fallen liess. Positiv ist, dass sich die zuvor überkaufte Marktsituation rasch in eine überverkaufte drehte und somit den Goldbullenden wieder Sauerstoff zur Verfügung stellt. Silber folgte mehrheitlich dem Kursverlauf des Goldes, kann sich auf Jahressicht aber relativ deutlich aufgrund der stärkeren industriellen Nutzung abkoppeln.

Saisonal dürften die meisten Rohstoffe nun seitwärts tendieren. Hingegen könnte der Bereich der Energierohstoffe (vor allem Erdöl) seinen Aufwärtstrend noch eine Weile fortsetzen. Aus mittelfristiger Optik sind wir weiterhin überzeugt, dass Rohstoffe einige gute Jahre vor sich haben. Die «grüne Investitionswelle» wird die Nachfrage nach Metallen, Rohstoffen und traditioneller Energie über Jahre hinweg hochhalten und die relative Preisentwicklung zu anderen Anlageklassen lässt deutliches Aufholpotential durchblicken.

Gold: Langfristiger Trend ist intakt



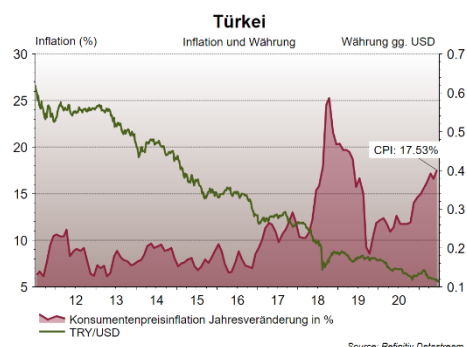
Quelle: Refinitiv / Eigene Darstellung

Deshalb kann man in diesem Bereich entweder direkt oder indirekt (Rohstoffaktien) investiert bleiben und bei Korrekturen sogar die Positionen erhöhen. Bei Gold (und Silber) erachten wir den langfristigen positiven Primärtrend als weiterhin gegeben, weshalb wir der derzeit

hohen Volatilität nur eine untergeordnete Wichtigkeit beimessen. Gerade Gold spielt als wertbeständige, jederzeit liquide und ohne Kreditrisiken behaftete Portfolioversicherung eine sehr entscheidende Rolle. Den Goldpreis im Hinblick auf den Schutz gegen eine überbordende Inflation bzw. eine Stagflation erachten wir als günstig, sowohl aus absoluter als auch aus relativer Optik zu anderen Anlagen. Notenbanken in verschiedenen Ländern (unter anderem diejenigen Serbiens, Thailands oder Ghanas) sind zuletzt wieder vermehrt als Käufer von Gold aufgetreten, um ihre Devisenreserven zu diversifizieren und den entsprechenden Anteil des USD zu reduzieren. Notenbanken sind eine bedeutende Käuferschicht und haben einen entsprechend hohen Einfluss auf die Entwicklung des Goldpreises.

Währungen

Der USD notiert auf Quartalsbasis erneut leicht tiefer, konnte aber die zwischenzeitlich deutlichen Verluste wieder verkleinern. Die Aussicht auf früher als erwartete Zinserhöhungen der US-Fed wirkte sich positiv auf den USD aus, bzw. dürfte vor allem bewirkt haben, dass die erheblichen spekulativen Leerverkaufspositionen geschlossen wurden. Die Nettopositionierung scheint sich wieder in einem neutralen Bereich zu bewegen. Die Türkische Lira hatte zuletzt wieder eine hohe Aufmerksamkeit genossen. Sie steht weiterhin unter grossem Abwertungsdruck und spiegelt die immensen Schwierigkeiten der türkischen Wirtschaft. Die Türkei leidet ähnlich wie die USA unter einem Doppeldefizit, wobei das Budgetdefizit (wie auch die Gesamtverschuldung) deutlich geringer sind als in den USA. Der Privatsektor wird durch eine relativ hohe Verschuldung in Fremdwährung geplagt und entsprechend hoch fielen die Kreditausfälle aus. Hinzu kamen Sanktionen durch die USA und geldpolitische Fehleinschätzungen, die dann zu einem von Stagflation geprägten Umfeld und einer klassischen Währungs- und Schuldenkrise führten. Die Inflation erreichte zuletzt wieder einen Wert von über 17%! Der global festzustellende inflationäre Druck verschärft die Entwicklung zusätzlich. Einerseits ist es die geopolitische wichtige Lage an der Schnittstelle zwischen Westeuropa und dem mittleren Osten, andererseits gehören zu den grössten ausländischen Kreditgebern immer noch namhafte europäische Banken, die dieser Entwicklung eine internationale Sprengkraft verleihen. Man könnte die Situation in der Türkei durchaus auch als Wink mit dem Zaunpfahl deuten.



Die Währungen dürften sich weiter in den bekannten Bahnen bewegen. Auf mittlere bis längere Frist ist trotz der temporären USD-Stärke mit sinkenden Kursen für den «Greenback» zu rechnen. Das Doppeldefizit lastet zu stark auf der Währung.

Andere Anlageklassen

Die steigenden Immobilienpreise – und vermehrt die steigenden Mietpreise – scheinen die Aufmerksamkeit der Notenbanken zurückzugewinnen. Der Immobilienboom angetrieben durch tiefe Zinsen und dem Wunsch nach Eigenheim aufgrund der Pandemie könnte irgendwann durchaus platzen. Die Zeichen stehen vorerst noch auf erhöhtes Risiko, ohne bereits im Bereich einer Blase zu sein. Darüber hinaus liegt das Verhältnis der Immobilienpreise zum verfügbaren Einkommen auch dank tiefen Zinsen vielerorts noch in einem akzeptablen Rahmen. Doch die

Notenbanken scheinen gewillt zu sein, dieses Mal eher frühzeitig einzugreifen, um negative Konsequenzen auf die Finanz- und Kapitalmärkte zu vermeiden (vermeiden eines «boom-and-bust» Zyklus wie 2006). Das beisst sich aber mit der Unterstützung des wirtschaftlichen Aufschwungs und Normalisierung am Arbeitsmarkt, ein nicht einfach zu lösendes Dilemma. Das Kurspotential für Immobilien erscheint uns deshalb eher eingeschränkt, doch locken immer noch der Sachwert und Inflationsschutz bzw. eine Rendite, die über derjenigen von Obligationen liegt.

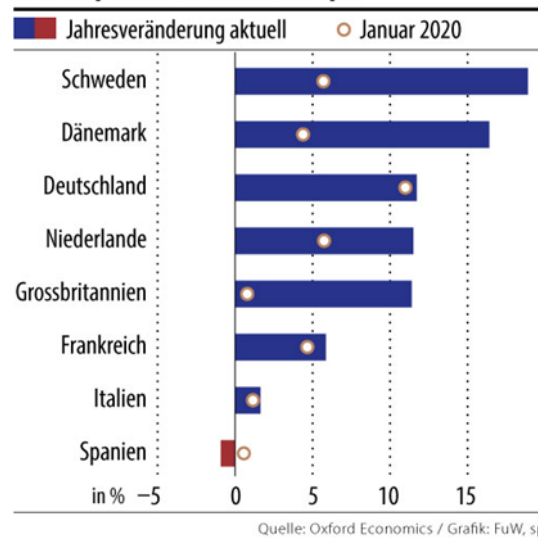
Grafiken und Tabellen

Immobilienpreisentwicklung – Überhitzungserscheinungen

1 Verkaufspreis bestehender Häuser in den USA



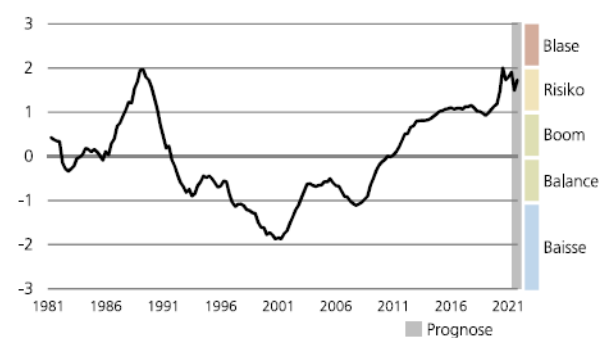
2 Hauspreisinfation in Europa



NEW ZEALAND HOUSE PRICE INDICIES



UBS Swiss Real Estate Bubble Index



Globale Aktienfonds verzeichnen Rekordzuflüsse im ersten Semester 2021

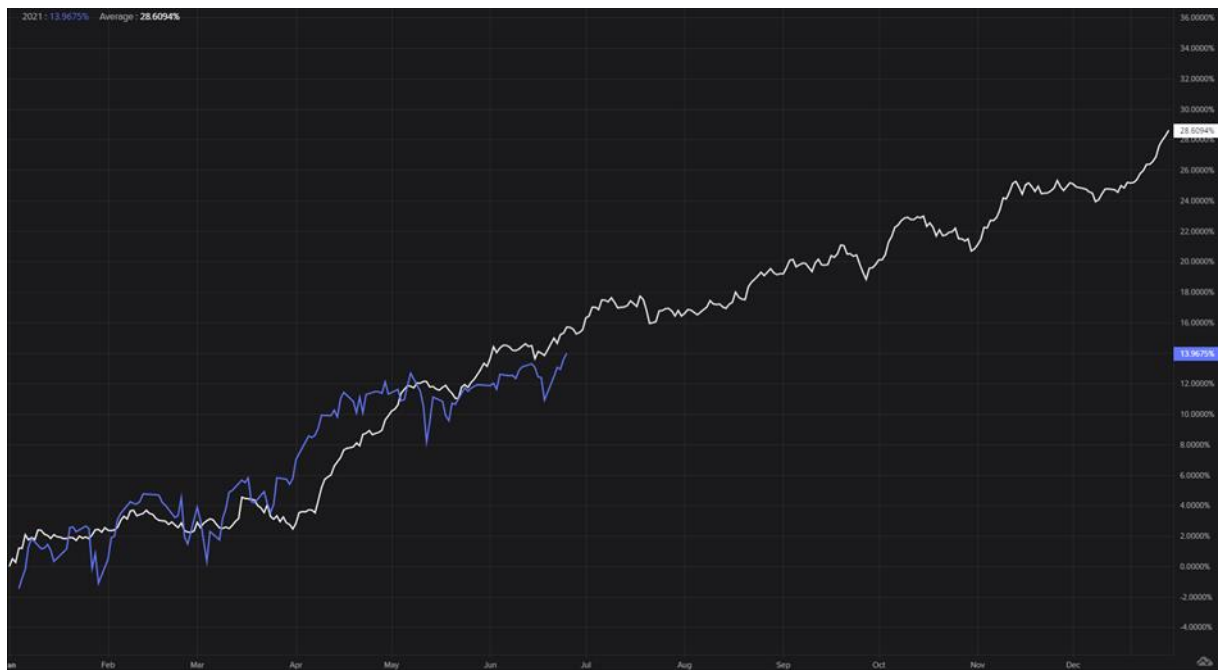


Aktienkursentwicklung des S&P 500 in Jahren nach Rezessionen – Frappante Parallelität

Weiss = Durchschnitt der Jahre 2009, 2003, 1991, 1983, 1980, 1975, 1971, 1961, 1958, 1954, 1950, 1945, 1938, 1933, 1928

Blau = aktuelles Jahr

Quelle: Refinitiv, eigene Darstellung



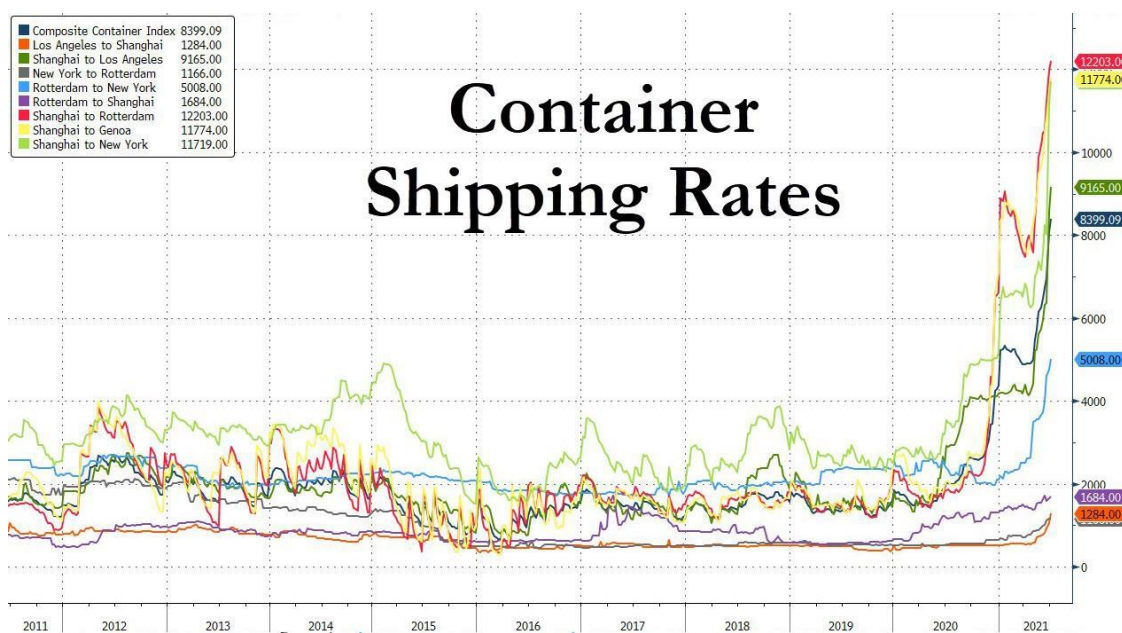
Hohe Verschuldung, Zinsen und illiquide Anlagen – Europäische Risikowächter warnen (ESRB = Europäischer Systemrisikorat)

Die Risikowächter wiesen in diesem Zusammenhang auch auf die Gefahr hin, dass weiter ansteigende Renditen der US-Staatsanleihen auch in Europa die Kreditkosten nach oben treiben könnten. Die Wirtschaftsaktivität in der EU könne dadurch gebremst werden. In der Folge sei es möglich, dass auch die Renditen von Unternehmensanleihen anziehen. Die Finanzierungsbedingungen für Firmen würden sich dann womöglich verschärfen.

Sorgen bereitet dem ESRB zudem, dass Finanzgesellschaften abseits der Banken aufgrund der ultratiefen Zinsen zunehmend riskantere Investments eingehen, um höhere Erträge zu erzielen. Investmentfonds beispielsweise hätten ihr Engagement in nicht-liquiden Anlagewerten ausgebaut. Sie seien verwundbar, sollten Kundengelder im Zuge von Börsenturbulenzen abgezogen werden. Die Risikowächter wiesen zudem auf die Gefahr abrupter Kurskorrekturen an den Börsen hin. In einigen Marktsegmenten spiegeln die Kurse aus Sicht des ESRB nicht angemessen wider, dass die Verschuldung von Unternehmen im Zuge der Virus-Krise gestiegen sei.

Quelle: onvista.de

Steigende Frachtraten – Lieferengpässe und steigende Nachfrage vervielfachen Frachtpreise



Quelle: Zerohedge

Marktübersicht 2021

BANK VON ROLL

PRIVATBANK

Quelle: Reuters per 30.06.2021/ Aktienmärkte in Lokalwährung

| Volkswirtschaftliche Grössen | per | Stand | Stand Vj. | YTD |
|-------------------------------------------------|------------|--------------|------------------|------------|
| US Konsumentenvertrauen Universität Michigan | 30.06.2021 | 85.5 | 80.7 | 4.8 |
| ISM Verarbeitendes Gewerbe | 30.06.2021 | 60.6 | 60.5 | 0.1 |
| ISM Nicht-verarbeitendes Gewerbe | 31.05.2021 | 64.0 | 57.7 | 6.3 |
| US Leading Indicator Index | 31.05.2021 | 114.5 | 109.6 | 4.9 |
| ZEW Konjunkturerwartungen Eurozone | 31.07.2021 | 612 | 54.4 | 6.8 |
| IFO Geschäftsklimaindex | 30.06.2021 | 104.0 | 93.5 | 10.5 |
| Case-Shiller Index Hauspreise USA | 30.04.2021 | 257.1 | 240.9 | 16.2 |
| Währungen gg. CHF | per | Stand | Stand Vj. | YTD |
| EUR | 30.06.2021 | 10962 | 10807 | +14% |
| USD | 30.06.2021 | 0.9249 | 0.8851 | +4.5% |
| GBP | 30.06.2021 | 12789 | 12102 | +5.7% |
| SEK | 30.06.2021 | 10.8100 | 10.7400 | +0.7% |
| JPY | 30.06.2021 | 0.8323 | 0.8571 | -2.9% |
| AUD | 30.06.2021 | 0.6937 | 0.6806 | +19% |
| Währungen gg. EUR | per | Stand | Stand Vj. | YTD |
| USD | 30.06.2021 | 1.1858 | 1.2217 | -2.9% |
| CHF | 30.06.2021 | 0.9120 | 0.9251 | -14% |
| GBP | 30.06.2021 | 1.1669 | 1.1189 | +4.3% |
| SEK | 30.06.2021 | 0.0986 | 0.0995 | -0.9% |
| JPY | 30.06.2021 | 0.7591 | 0.7926 | -4.2% |
| AUD | 30.06.2021 | 0.6323 | 0.6298 | +0.4% |
| Aktienmärkte in Lokalwährung | per | Stand | Stand Vj. | YTD |
| MSCI Industrialisierte Länder (USD) | 30.06.2021 | 3'017.2 | 2'690.0 | +12.2% |
| MSCI Schwellenländer (USD) | 30.06.2021 | 1374.6 | 1291.3 | +6.5% |
| Dow Jones (USD) | 30.06.2021 | 34'502.5 | 30'606.5 | +12.7% |
| S&P 500 (USD) | 30.06.2021 | 4'297.5 | 3'756.1 | +14.4% |
| Nasdaq Composite (USD) | 30.06.2021 | 14'504.0 | 12'888.3 | +12.5% |
| Russell 3000 (USD) | 30.06.2021 | 2'570.7 | 2'248.4 | +14.3% |
| Brasilien BOVESPA (BRL) | 30.06.2021 | 126'801.7 | 119'017.2 | +6.5% |
| DAX (EUR) | 30.06.2021 | 15'531.0 | 13'718.8 | +13.2% |
| Euro Stoxx50 (EUR) | 30.06.2021 | 4'064.3 | 3'552.6 | +14.4% |
| IBEX 35 (EUR) | 30.06.2021 | 8'821.2 | 8'073.7 | +9.3% |
| SPI (CHF) | 30.06.2021 | 15'347.1 | 13'327.9 | +15.1% |
| SMI (CHF) | 30.06.2021 | 11'942.7 | 10'703.5 | +11.6% |
| FTSE (GBP) | 30.06.2021 | 7'037.5 | 6'460.5 | +8.9% |
| RTS (USD) | 30.06.2021 | 1653.8 | 1424.8 | +16.1% |
| Nikkei 225 (JPY) | 30.06.2021 | 28'791.5 | 27'258.4 | +5.6% |
| China Shanghai Comp. (CYN) | 30.06.2021 | 3'591.2 | 3'473.1 | +3.4% |
| Indien BSE 30 (INR) | 30.06.2021 | 52'482.7 | 47'751.3 | +9.9% |
| Australia S&P/ASX200 (AUD) | 30.06.2021 | 7'313.0 | 6'587.1 | +11.0% |
| Zinsen und Rentenmärkte | per | Stand | Stand Vj. | YTD |
| 3-Monats Euribor | 30.06.2021 | -0.54% | -0.55% | 0.00% |
| 10-jährige Bunds | 30.06.2021 | -0.20% | -0.58% | 0.37% |
| 10-Jahres EUR Swap | 30.06.2021 | 0.10% | -0.27% | 0.37% |
| 3-Monats USD-Libor | 30.06.2021 | 0.15% | 0.24% | -0.09% |
| 10-jährige Treasuries | 30.06.2021 | 1.47% | 0.92% | 0.55% |
| 10-Jahres USD Swap | 30.06.2021 | 1.44% | 0.92% | 0.52% |
| 3-Monats CHF-Libor | 30.06.2021 | -0.75% | -0.76% | 0.01% |
| 10-jährige Eidgenossen | 30.06.2021 | -0.24% | -0.52% | 0.28% |
| 10-Jahres CHF Swap | 30.06.2021 | 0.04% | -0.29% | 0.32% |
| IBOXX Euro Government 3-5 Jahre | 30.06.2021 | 211.2 | 212.5 | -0.6% |
| REX Performance Index (Deutsche Staatsanleihen) | 30.06.2021 | 493.6 | 499.2 | -1.1% |
| IBOXX Euro Corporates 3-5 Jahre | 30.06.2021 | 243.0 | 244.2 | -0.5% |
| Swiss Bond Index AAA-BBB | 30.06.2021 | 143.3 | 144.8 | -1.0% |
| Emerging Markets Hard Currency in USD (ETF) | 30.06.2021 | 112.5 | 115.9 | -3.0% |
| Emerging Markets Local Currency in USD (ETF) | 30.06.2021 | 43.7 | 45.3 | -3.5% |
| ICE BofA US High Yield Index | 30.06.2021 | 1553.9 | 1498.4 | +3.7% |
| Alternative Anlagen | per | Stand | Stand Vj. | YTD |
| VIX-Index (Volatilität S&P500) | 30.06.2021 | 15.8 | 22.8 | -30.4% |
| ICI Commodity Index (Total Return, USD) | 30.06.2021 | 226.8 | 178.3 | +27.2% |
| Gold in USD/Oz | 30.06.2021 | 1769.8 | 1896.5 | -6.7% |
| Gold in CHF/kg | 30.06.2021 | 1636.8 | 1680.0 | -2.6% |
| Gold in EUR/Oz | 30.06.2021 | 1492.4 | 1553.7 | -3.9% |
| Silber in USD/Oz | 30.06.2021 | 26.1 | 26.4 | -1.0% |
| Rohöl Brent USD (Future) | 30.06.2021 | 75.1 | 51.8 | +45.0% |
| Kupfer (Future) | 30.06.2021 | 429.7 | 351.4 | +22.3% |
| Baltic Dry Index | 30.06.2021 | 3'383.0 | 1366.0 | +147.7% |
| HFRX Global Hedge Fund Index (USD) | 30.06.2021 | 1377.9 | 1292.5 | +6.6% |
| LPX50 (Private Equity) | 30.06.2021 | 3'956.2 | 2'913.0 | +35.8% |