



# Perspektiven für Finanz- und Kapitalmärkte

## 4. Quartal 2021

Zürich, im Oktober 2021



# Vorwort

## Der Wert des Geldes

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) definiert «Geldwert» wie folgt: «Der Geldwert ist die Kaufkraft des Geldes und stellt die Gütermenge dar, die für eine Geldeinheit gekauft werden kann.» Im Inland wird die Gütermenge durch den sogenannten Warenkorb dargestellt, der sich wie folgt zusammensetzt:

31% Wohnen, Energie, Hausrat, 18% Gesundheit (ohne Krankenkassenprämien), 12% Nahrungsmittel, 10% Verkehr, 7% Freizeit und Kultur, 7% Restaurant und Hotel, 3% Alkoholische Getränke, 3% Bekleidung und Schuhe, 3% Nachrichtenübermittlung und 6% Anderes.

Der Geldwert gegenüber dem Ausland wird durch den Wechselkurs bestimmt. Somit wirkt sich ein steigendes Preisniveau des Warenkorbs bzw. eine schwache Währung immer negativ auf den Geldwert bzw. die Kaufkraft des Geldes aus. Beides wirkt inflationär.

Man kann den Wert des Geldes auch durch den Nutzen definieren, den man beim Ausgeben des Geldes gewinnt. Damit verbunden ist das Problem des abnehmenden Grenznutzens. Je mehr man von etwas besitzt, desto geringer wird der Nutzen. Dies drückt sich im Preis aus. Der Preis des Geldes ist der Zins. Eine Sache, deren Preis Null oder sogar negativ ist, hätte nach dieser Interpretation keinen Wert mehr. Wenn man den Wert des Geldes auf eine Zeitachse legt, können negative Zinsen zu einem gewissen Grad Sinn machen. Geld kann man heute konsumieren oder für späteren Konsum aufsparen. Da bei Negativzinsen in der Zukunft weniger Geld zur Verfügung steht, ist es besser, das Geld heute auszugeben. Als Konjunkturförderung gedacht, hat es wohl eher das Gegenteil erreicht, denn um zukünftige Sparziele zu erreichen, muss

mehr gespart und weniger konsumiert werden. Geld als Anlage wurde unattraktiv. Also legt man das Geld in Anlagen mit höherem Risiko an, in Aktien, hochverzinsliche Obligationen und Immobilien, um eine höhere Rendite zu erwirtschaften. Das Geld landet nicht in der Wirtschaft, sondern an den Finanzmärkten und zu immer spekulativeren Zwecken.

Dies bringt uns zum funktionalen Wert des Geldes: Tauschmittel, Wertaufbewahrungsmittel und Recheneinheit. Geld funktioniert immer noch als Tauschmittel. Die Wertaufbewahrungsfunktion ist wie dargelegt nicht mehr gegeben. Die gegenwärtig anziehende Inflation verschärft das Problem und negative Realrenditen bedeuten Enteignung der Sparer und Gläubiger.

Achten Sie auf eine solide Diversifikation im Portfolio. Gold als werterhaltendes Element spielt dabei eine wichtige Rolle.

Bank von Roll AG  
Bleicherweg 37  
CH-8027 Zürich

# Strategische Eckpunkte – Q4 2021

Für das 4. Quartal 2021 orientieren wir uns in unserer Anlagepolitik an folgenden Eckpunkten:

Wirtschaft	Die relativ solide Wirtschaftsdynamik setzt sich fort, aber die Wachstumsspitze ist vorerst erreicht. Chinas Wirtschaft zeigt derzeit die grössten Schwierigkeiten, aber auch in anderen Regionen werden angeschlagene Lieferketten, Mangel an Fabrikaten (v.a. die Halbleiter) und steigende Kosten (v.a. Energie) zu einem immer grösseren Problem für die Unternehmen. Die Folge sind immer längere Lieferzeiten und ein unter dem Potential liegendes Wachstum. Die Probleme sind angebotsseitig, während die Nachfrage sich weiterhin stark präsentiert. Zum jetzigen Zeitpunkt muss mit keinem nachhaltigen Wirtschaftsabschwung gerechnet werden.
Geldpolitik	Insgesamt haben die Notenbanken die Weichenstellungen getroffen (vor allem das «Tapering» der Obligationenkäufe). Sie lassen sich aber viele Optionen offen und sind sehr vage über den Zeitraum, bis es zu einer effektiven Normalisierung der Zins- und Geldpolitik kommen soll. Wichtigste Faktoren sind weiterhin die Entwicklung der Inflation und das Ziel der Vollbeschäftigung. Das Spannungsfeld zu den Vermögensmärkten ist enorm.
Inflation	Wir sehen uns in unserer Annahme von höherer und nachhaltigerer Inflation durch die Aussagen der Notenbanken und die Entwicklung der Preise im dritten Quartal bestätigt. Nicht zuletzt die rasant steigenden Energiepreise dürften zu weiter steigenden Inflationsraten führen. Inflation ist stark autokorreliert, d.h. eine steigende Inflation hat auch eine steigende Inflationserwartung zur Folge, die wiederum die Inflation steigen lässt.
Märkte	Wir erwarten folgende Entwicklung der Anlageklassen im vierten Quartal: <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Aktien:</b> Die erwartete Korrektur hat gegen Ende September mit den steigenden Zinsen eingesetzt. Sie war überfällig und gesund. Wir gehen davon aus, dass im laufenden Jahr noch genügend Kraft besteht, um eine Jahresendrallye zu starten. Ein Abbau der Aktienquote im Verlaufe des vierten Quartals ist ins Auge zu fassen.</li> <li>• <b>Obligationen:</b> Wir erwarten eine unattraktive Seitwärtsbewegung. Der Finanzbedarf der US-Regierung dürfte den Aufwärtsdruck auf die US-Zinsen wieder erhöhen.</li> <li>• <b>Rohstoffe</b> sollten nochmals positiv tendieren, wobei Energie im Fokus steht.</li> </ul>
Gold	Trotz der bereits länger andauernden Konsolidierung und der hohen kurzfristigen Volatilität ist der langfristige Aufwärtstrend weiter intakt. Die Nachfrage nach physischem Gold seitens Zentralbanken und dem indischen Markt ist hoch. Längerfristig gehen wir weiterhin von Unzen-Preisen deutlich über USD 2'000 aus.

# Strategische Vermögensallokation

Ausgewogen CHF									
Anlageklasse									
Liquidität	7%								
<b>Obligationen</b>				30%					
Unternehmensanleihen BBB		15%							
Inflationsgeschützte Staatsanleihen		15%							
Hochzinsanleihen		0%							
<b>Aktien</b>					49%				
Schweiz		15%							
Europa		14%							
USA		10%							
Schwellenländer		6%							
Goldminen		4%							
<b>Edelmetalle</b>		15%							
<b>Währungen</b>									
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 vierte 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 noch positiv gestimmt für die Aktienmärkte. Die relative Attraktivität zu Obligationen ist gegeben, weshalb wir Aktien übergewichten. Mit den steigenden Zinsen werden die Value- und «old economy»-Sektoren wieder attraktiver. Die laufende Korrektur dürfte überschaubar bleiben und die Basis für eine Jahresendrallye bieten. Eine Reduktion der Aktienquote ist aber ins Auge zu fassen hinsichtlich eines eher schwierigen 2022.
- Schwellenländer und Asien bleiben trotz Rückschlag die langfristigen Favoriten, da die Demographie, steigender Konsum, ein erwartet schwächerer USD und Technologie/Digitalisierung vermehrt positive Impulse liefern werden. Eine militärische Auseinandersetzung vor den Toren Chinas würde unsere Einstellung gegenüber chinesischen Aktien allenfalls ändern.
- Wir gehen davon aus, dass die Themen Infrastruktur und Nachfrage nach Rohstoffen 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. Gold ist als Inflationsschutz derzeit zu billig gepreist. Gold bringt zudem Diversifikationseffekte zur hohen Aktienallokation.

## Risikofaktoren

- Inflation
- Angespannte Lieferketten
- Cyberattacken
- Wirtschaftliche und politische Situation China
- Pandemie

# Konjunkturelles Umfeld

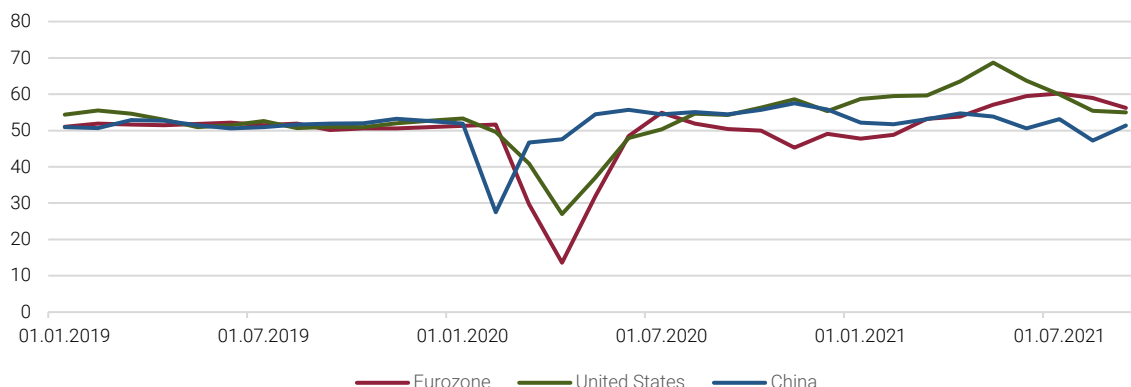
## Wachstumsspitze vorerst erreicht

### Konjunktur – Lieferengpässe und Inflation behindern kurzfristige Wachstumsperspektiven

Etwas früher als erwartet und nach beeindruckenden Wachstumswerten im ersten Semester hat die globale Wirtschaft eine Verschnaufpause eingelegt. Die Einkaufsmanager-Indizes (PMI) entwickelten sich regional sehr unterschiedlich. Nach einer Pandemie-bedingt schwierigen Phase befinden sich die Wirtschaften Indiens und Brasiliens wieder auf deutlichem Erholungskurs. Im fernen Osten, insbesondere China, wurden eine weitere Covid-Welle und knappe Energie für deutlich schwächere Wachstumswerte verantwortlich gemacht. Bremsend dürften dabei auch stark gestiegene Produzentenpreise und Massnahmen seitens der chinesischen Regierung wirken, um gewisse Exzesse in der Binnenwirtschaft in den Griff zu bekommen (u.a. auch der Immobilienmarkt). Im September stabilisierten sich der chinesische PMI bei einem Wert von 50. In Europa und in den USA machten sich die stark steigenden Input-Kos-

ten (v.a. Rohstoffe und Energie), Lieferschwierigkeiten und Kapazitätsengpässe negativ bemerkbar, ohne den positiven Wachstumstrend stoppen zu können. Ein vielbeachtetes Thema ist dabei die Knappheit an Halbleitern (Chips), die immer mehr Wirtschaftssegmente betrifft. Eine Vielzahl von Faktoren haben zu dieser Knappheit geführt, so zum Beispiel mangelnde Lager bei den Chip-Verbrauchern, zu knappe und örtlich konzentrierte Fertigungskapazitäten (Taiwan, Südkorea), eine die Stromproduktion beeinträchtigende Dürre in Taiwan, der Konflikt zwischen den USA und China sowie ein stark steigender Bedarf an Chips in Konsumgütern. Hervorzuheben ist, dass die Eintrübung vor allem angebotsseitige Gründe hatte, während die Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen sich sehr robust zeigt. Somit dürfte es sich nicht um eine nachhaltige Abschwächung der Wirtschaft handeln.

Abbildung 1 – PMI Composite Index



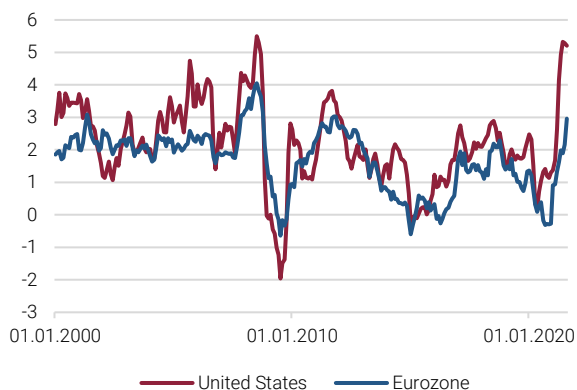
Quelle: Refinitiv / Eigene Darstellung

## Geld- und Fiskalpolitik – Weichenstellungen getroffen – Sämtliche Optionen bleiben offen

Die Notenbanken arbeiten daran, die Märkte auf weniger Unterstützung einzustimmen. Sich dieser Unterstützung entledigen zu wollen, ist grundsätzlich eine positive Nachricht und bestätigt das positive konjunkturelle Bild. Bestimmend für die Geldpolitik sind die Entwicklung der Inflation, die nachhaltig ein Niveau von 2% erreichen sollte, und das Ziel der Vollbeschäftigung. Der Vorsitzende der US-Notenbank (US-Fed) Powell äusserte sich dahingehend, dass zumindest Zwischenziele erreicht seien. Das gleiche gilt auch für die Europäische Zentralbank (EZB). Deshalb sollen in einer ersten Phase die Obligationen-Rückkaufprogramme zurückgeführt werden. Die US-Fed hat einen Zeitplan veröffentlicht und die EZB wird in der Dezember-Sitzung zumindest bezüglich der Pandemie-bedingten Programme nachziehen. Im Verlaufe des Jahres 2022 dürfte der monetäre Rückenwind aus Sicht der Rückkaufprogramme abflachen. Für Zinserhöhungen setzen die Notenbanken höhere Massstäbe an eine nachhaltige Zielerreichung bei der Inflation und der Vollbeschäftigung an. So bleiben die Notenbanken sehr

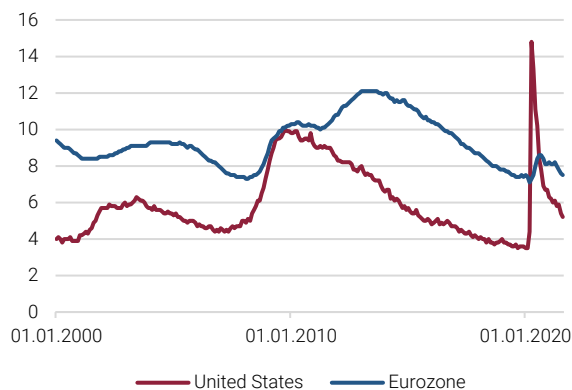
vage bei der Definition, wann die Ziele als erreicht gelten. Als Hauptrisiko geben die Notenbanken weiterhin die Pandemie an. Wir sehen das Risiko aber in den potentiell negativen Vermögenseffekten. Zinsen sind die Basis für die Bewertung zukünftiger Zahlungsströme und somit für praktisch alle Vermögenswerte. Vereinfacht bedeuten höhere Zinsen tiefere Vermögenspreise heute. Angesichts historisch hoher Bewertungen der meisten Anlageklassen (Obligationen, Aktien, Immobilien, etc.) würde ein negativer Vermögenseffekt die erreichten Fortschritte bei der Genesung der Wirtschaft wohl innert kürzester Zeit zunichtemachen. Höhere Zinsen würden zudem die Zinslast von Schuldern, allen voran den Staaten, und das Risiko von Zinsausfällen aufgrund Illiquidität erhöhen. Fiskalpolitisch dürfte wieder einmal die Diskussion um die Schuldenobergrenze («debt ceiling») in den USA im Fokus stehen. Seit 1917 wurde die Schuldenobergrenze rund 90 Mal erhöht und dürfte nach reichlich Getöse auch dieses Mal erfolgen. Die Finanzierung ist einfacher und wird über die Notenpresse erfolgen.

Abbildung 2 - Inflationsrate in %



Quelle: Refinitiv / Eigene Darstellung

Abbildung 3 - Arbeitslosenquote in %



Quelle: Refinitiv / Eigene Darstellung

# Finanz- und Kapitalmärkte

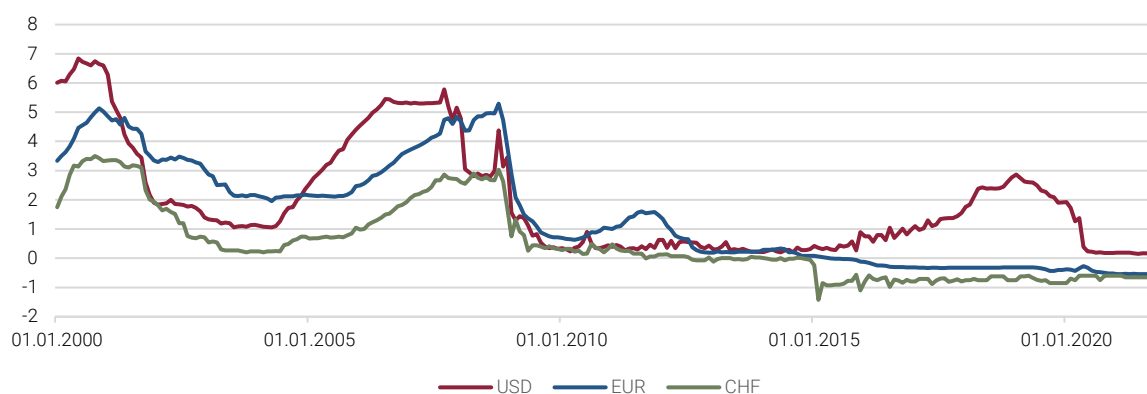
## Noch nicht am Scheidepunkt

### Zinsen und Obligationen – Zinsen nehmen leichten Aufwärtstrend wieder auf

Im Verlaufe des dritten Quartals haben die Zinsen in Europa und den USA den leichten Aufwärtstrend wieder aufgenommen. Der Anstieg erfolgte bei den US-Zinsen vor allem im Segment der mittleren bis langen Laufzeiten, während in Europa die im zweiten Quartal noch leicht inverse Kurve sich wieder normalisierte. In China kam es zu einer Parallelverschiebung der ganzen Kurve um rund -0.25%. Dies spiegelt die wirtschaftliche Entwicklung in den verschiedenen Regionen. Insgesamt erachten wir die Phase sinkender Zinsen von April bis Juli als ein Intermezzo. Angesichts der wirtschaftlichen Erholung, den aktuellen Inflationszahlen und Kennzahlen wie dem Verhältnis zwischen dem Kupfer- und dem Goldpreis müssten die Zinsen bereits jetzt schon deutlich höher stehen. Erschwerend für die Analyse ist der immer offensichtlichere Einfluss der Notenbanken. Notenbanken gehören mittlerweile zu den grössten Besitzern von Staatsobligationen. Wir sind weiterhin überzeugt, dass die nominalen Zinsen dadurch auf absehbare Zeit bewusst unterhalb der Inflation gehalten werden

sollen. Man mag dies Zinskurvenkontrolle, finanzielle Repression oder Manipulation nennen. Die Folge sind negative Realzinsen und somit eine kontinuierliche Enteignung der Sparer und Gläubiger (eine Art Steuer). Ferner sind Marktsignale aus den Zinsmärkten nur schwierig zu interpretieren. Anleger tun trotzdem gut daran, der Entwicklung der Zinsen und folglich der Obligationenpreise in den nächsten Monaten eine erhöhte Aufmerksamkeit zu schenken. In der Vergangenheit erreichten Obligationen in der Regel als erste der grossen Anlageklassen die Spitzen bzw. die Talsohlen, um danach einen neuen Trend zu beginnen. Andere Anlageklassen folgten dieser Entwicklung mit einer zeitlichen Verzögerung, wobei die Verzögerung relativ lange dauern kann. So erklärt sich, dass Aktien auch bei anfänglich steigenden Zinsen einen Aufwärtstrend beibehalten können. Wenn gröbere Unfälle ausbleiben, scheint der Boden bei den Zinsen erreicht zu sein. Um die Preisrisiken der Obligationen tief zu halten, bevorzugen wir weiterhin hohe Qualität, kurze Duration und inflationsgeschützte Obligationen.

Abbildung 4 - Leitzinsen USD, EUR und CHF



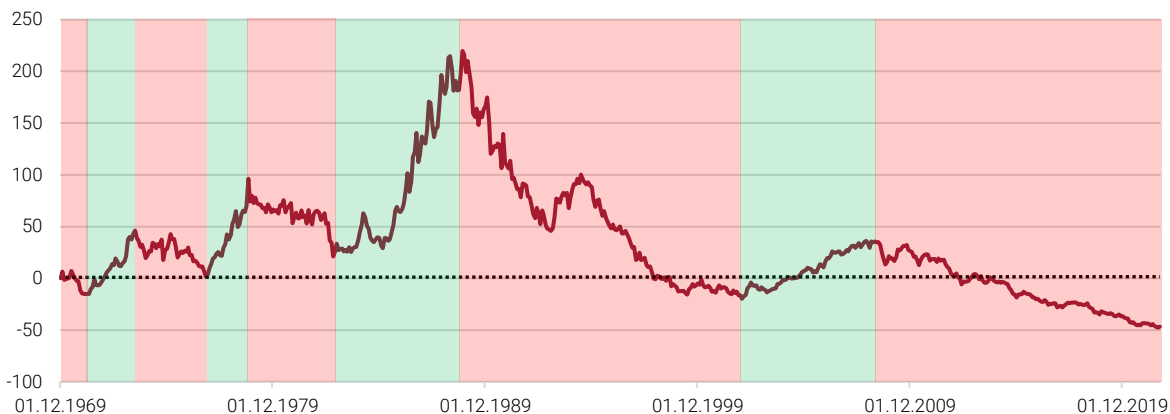
Quelle: Refinitiv / Eigene Darstellung

## Aktien – Volatiler Herbstbeginn als Basis für Fortsetzung der Rallye

Am Ende des Quartals prasselte eine gehörige Menge an eher negativ zu bewertenden Neuigkeiten auf die Aktienmärkte ein, so zum Beispiel Lieferkettenprobleme, steigende Produzentenpreise, sich abschwächendes Wachstum in China, steigende Rohstoff- und Energiepreise, die Situation um den chinesischen Immobiliengiganten Evergrande, steigende Zinsen sowie die Schuldenobergrenze in den USA. Dies führte zur ersten nennenswerten Korrektur in diesem Jahr und einem Abbruch des kurzfristigen Aufwärtstrends. Trotz der Korrektur konnten der S&P 500 und der STOXX Europe 600 bereits das 6. positive Quartal in Folge anhängen, wenn auch knapp (+0.2% bzw. +0.4%). In starken Bullenmärkten ist eine solche Anreihung von positiven Quartalen nicht ungewöhnlich. Die in diesem Zeitraum gerade im S&P 500 erreichte Performance ist hingegen aussergewöhnlich hoch. Eine Pause tut gut, denn die Performance war durch eine immer geringere Anzahl von Aktien getragen. Mit Blick auf die Sektoren entwickelten sich die Segmente Finanzen, Technologie, Gesundheit und Energie besser als Grundstoffe, Konsumgüter und Industrie. In Europa zeigte das Segment von Unternehmen aus der Reisebranche relative Stärke zum Gesamtmarkt.

Hart abgestraft wurden die im Ausland gehandelten Aktien chinesischer Unternehmen. Ebenfalls unterdurchschnittlich entwickelten sich Schweizer Aktien. Die Sektorenentwicklung lässt darauf schliessen, dass die Aktienmärkte höhere Inflation, steigende Zinsen und höhere Kosten bei den Unternehmen einpreisen. Die robuste konjunkturelle Nachfrage sollte es den Unternehmen ermöglichen, steigende Preise vorderhand weiterzugeben und die Margen zu halten. Die langfristigen positiven Aktienmarktrends (säkularer Aufwärtstrend) sind weiterhin intakt, doch stellen grosse kurz- bis mittelfristige Schwankungen in solchen Phasen nichts Ungewöhnliches dar. Die zuletzt gesehene Korrektur zieht sich wohl noch etwas hin, um dann von dieser Basis aus die Rallye an den Aktienmärkten bis Ende Jahr fortzuführen. Wir bevorzugen die Segmente der «Old-Economy», die eine Durststrecke hinter sich haben. Die Warnsignale mehren sich und zusätzliche Risikofaktoren sind hinzugekommen. Das erste Semester des US-Zwischenwahljahres 2022 könnte durch einen volatilen Seitwärtsmarkt geprägt sein. Eine Reduktion der Aktienquote gegen Ende des Quartals wird ins Auge gefasst.

Abbildung 5 - Relative Performance MSCI EAFE vs. MSCI USA



Quelle: Refinitiv / Eigene Darstellung



## Gold – Energietanken in Seitwärtsbewegung

Der Goldpreis blieb im dritten Quartal in einer relativ engen Bandbreite von USD 1730 bis USD 1830 hängen. Am 9.8.2021 kam es sogar zu einem sogenannten «Flash-Crash», als Verkaufsaufträge mit grossen Volumina in den frühen und volumenarmen Morgenhandel in Asien platziert wurden. Im Verlauf des Quartals verlor der Goldpreis in USD 3.1%, in CHF 1.4% und in EUR um 1.2%. Den Hauptgrund für diese Entwicklung sehen wir in den Abflüssen aus Gold-ETFs in den USA. Vor allem die im September wieder steigenden Zinsen (sowohl Nominal- als auch Realzinsen) und ein stärkerer USD haben die Opportunitätskosten für das Halten von Gold erhöht. Darüber hinaus herrscht beim Goldpreis ein sogenanntes negatives Momentum (negative Kursentwicklung setzt sich fort). Angesichts der Korrektur an den Aktienmärkten dürfte ein gewisser zusätzlicher Druck von der Zwangsliquidierung von Goldbeständen zwecks Deckung von Wertpapierkrediten kommen. Angebot und Nachfrage nach physischem Gold halten sich derzeit die Waage bei einem Preis von rund USD 1780, doch die Nachfrage scheint kontinuierlich zu wachsen. So haben im September die Goldimporte in Indien um 658% gegenüber dem Pandemietief zugenommen. Die importierte Menge für den Monat entsprach 91 Tonnen Gold mit einem Gegenwert von rund CHF

4.8 Mrd. Zentralbanken gehörten insgesamt immer noch zu den Nettokäufern von Gold, wobei sich die Nachfrage auf Länder aus den Schwellenländern beschränkt. Die Motivation für die Goldkäufe dürfte mehr Souveränität in der Geldpolitik und eine geringere Abhängigkeit vom USD sein. Knappe Energie beeinträchtigt momentan die Goldminenproduktion in China, wo es zu temporären Produktionsstopps kam. Dies und allgemein steigende Inputkosten auch für die Goldminen-Unternehmen könnten zu einer Beeinträchtigung der Angebotsseite führen. Insgesamt haben sich die Gewichte im vergangenen Quartal nochmals in Richtung von steigenden Goldpreisen verlagert. Der Abbau der zuvor stark überkauften Situation über die Zeit – und nicht den Preis – könnte noch eine gewisse Zeit dauern. Angesichts des Ausblicks auf längerfristig negative Realrenditen erwarten wir den Ausbruch aus der Seitwärtsbewegung in Richtung USD 2000 - 2400.

Abbildung 6 - Gold in \$/Unze



Quelle: Refinitiv / Eigene Darstellung

## Rohstoffe – Steigende Energiepreise im Fokus

An den Rohstoffmärkten standen die Energiepreise im Zentrum des Interesses. Die Preissteigerungen erfassten sämtliche Formen von Energieträgern: Erdöl, Erdgas, Kohle, Uran und die Strompreise. Die Preise dieser Substitutionsgüter sind seit je eng gekoppelt, allen voran die Preise von Öl und Gas, die international gehandelt werden und relativ einfach transportiert werden können (Pipelines, Schiffe). Energie ist nicht nur der wesentliche Treiber wirtschaftlichen Wachstums, sondern ist auch ein sehr bedeutender Einflussfaktor für die Entwicklung der Inflation. Eine Reihe von Ereignissen haben zu einer erhöhten Nachfrage vor allem von Erdgas, einer Konkurrenzsituation zwischen den grossen Verbraucherregionen Asien und Europa und somit zum starken Preisanstieg der Energiepreise geführt:

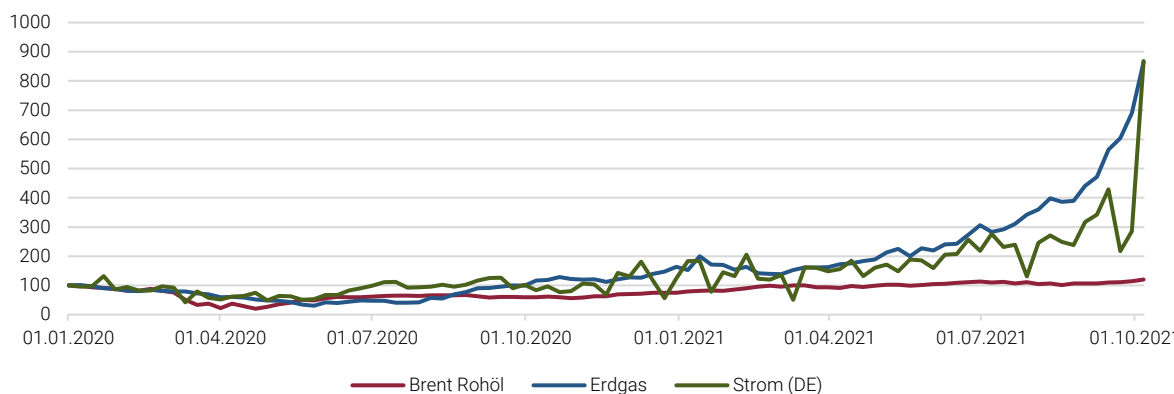
- Heisses Wetter in weiten Teilen Chinas (Klimageräte).
- Tiefe Gaslager in Europa nach einem unerwarteten Kälteeinbruch im April, die im Herbst aufgefüllt werden,
- Starker Wirtschaftsaufschwung und entsprechend stark erhöhter Energiebedarf in den meisten Regionen der Welt,
- Unterdurchschnittliche Produktion erneuerbarer Energie aufgrund eines windarmen und relativ regnerischen Sommers.
- Geopolitische Spannungen,

f) Steigende Preise für CO<sub>2</sub>-Abgaben.

Das britische Problem leerer Tankstellen ist weniger ein Mangel an Energie als ein Mangel an Kapazitäten (LKWs und Fahrer), um das Benzin an die Verbrauchspunkte transportieren zu können.

Die ergriffenen Massnahmen zur Bekämpfung der Energieknappheit waren bisher in China am härtesten. Produktionsunterbrechungen, Stromrationierung und Nachtschichten betrafen eine Vielzahl von Unternehmen. Die Folgen davon sind unter anderem steigende Metallpreise (Kupfer, Aluminium, Seltene Erden, Silicium) und weitere Produktionsverzögerungen in einem bereits von vielen Störungen der Lieferketten gezeichneten Umfeld. Wir gehen jedoch davon aus, dass die derzeitigen Probleme den Charakter von Flaschenhälsen haben, die sich auflösen werden (zum Beispiel bis sich die Temperaturen in China saisonbedingt wieder reduzieren und den Unternehmen mehr Energie zur Verfügung steht). Unseres Erachtens ist es noch zu früh von einer Energiekrise zu sprechen. Aber es ist ein zusätzlicher Risikofaktor. Die Energiewende dürfte anfällig und holprig werden und traditionelle Energieträger bleiben wichtig. Zumindest für das 4. Quartal rechnen wir mit anhaltend hohen Rohstoffpreisen.

Abbildung 7 - Energiepreise (Basis 100)



Quelle: Refinitiv / Eigene Darstellung

## Währungen / Andere Anlageklassen

Währungen: Der USD gehörte zu den Gewinnern des dritten Quartals mit einer Aufwertung von 1.9% (USD-Index). Der USD konnte insbesondere gegenüber dem EUR (rund 2/3 des USD-Index) sowie den Währungen aus den Schwellenländern an Wert gewinnen. Der Haupttreiber waren auch hier die Erwartung steigender Zinsen in den USA und gegen Ende des Quartals eine steigende Risikoaversion. Relativ stabil entwickelten sich die Währungen von Ländern mit hohen Erdölexporten (u.a. Russland, Indonesien und Norwegen). Schwächer haben im weiteren Währungen mit einem hohen Bezug zu China zur Schwäche geneigt (AUD und JPY). Der chinesische Renminbi entwickelte sich hingegen seitwärts, wie auch der CHF gegenüber dem EUR im Bereich von 1.08 pendelte. Das Handelsbilanzdefizit der USA dürfte im laufenden Jahr einen neuen Rekord von ca. USD 940 Mrd. erreichen. Zusammen mit dem aktuellen Budgetdefizit von 14.9% des Bruttosozialproduktes und einem immer höheren Anteil der neuen Staatspapiere, die durch die US-Notenbank übernommen werden, muss man sich je länger je mehr die Frage stellen, wieso der USD immer noch zur

Stärke neigt. Für den USD spricht derzeit die durch die Aufstockung der Lagerbestände und die Stützungsprogramme angetriebene Konjunkturdynamik in den USA und die Aussicht auf frühere Zinssatzerhöhungen als in anderen Regionen. Angesichts der substanziellen Defizite der USA halten wir die Stärke lediglich für temporär.

Andere Anlageklassen: Die wichtigsten Kryptowährungen, Bitcoin und Ethereum, zeigten im dritten Quartal einen Aufwärtstrend unter sehr hoher Volatilität. Der Bitcoin verzeichnete eine Performance von +25% und der «Ether» von +33%. Massnahmen seitens der chinesischen Regierung verhinderten grössere Kursfortschritte. Tagesschwankungen von +/- 10% sind nicht ungewöhnlich. Die Schweizerische Nationalbank hat in ihrer geldpolitischen Lagebeurteilung bekräftigt, dass die Verwundbarkeit des Hypotheken- und Immobilienmarktes in der Schweiz weiter zugenommen hat. Unseres Erachtens gilt dies auch für die internationalen Hypotheken- und Immobilienmärkte.

Abbildung 8 - US Dollar Index



Quelle: Refinitiv / Eigene Darstellung

Abbildung 9 - Bitcoin in USD



Quelle: Refinitiv / Eigene Darstellung

# Marktübersicht 2021

BANK VON ROLL

PRIVATBANK

Quelle: Reuters per 30.09.2021/ Aktienmärkte in Lokalwährung

<b>Volkswirtschaftliche Grössen</b>	<b>per</b>	<b>Stand</b>	<b>Stand Vj.</b>	<b>YTD</b>
US Konsumentenvertrauen Universität Michigan	30.09.2021	72.8	80.7	-7.9
ISM Verarbeitendes Gewerbe	30.09.2021	61.1	60.5	0.6
ISM Nicht-verarbeitendes Gewerbe	30.09.2021	61.9	57.7	4.2
US Leading Indicator Index	31.08.2021	117.1	109.6	7.5
ZEW Konjunkturerwartungen Eurozone	30.09.2021	31.1	54.4	-23.3
IFO Geschäftsklimaindex	30.09.2021	97.3	93.7	3.6
Case-Shiller Index Hauspreise USA	31.07.2021	272.3	240.9	31.4
<b>Währungen gg. CHF</b>	<b>per</b>	<b>Stand</b>	<b>Stand Vj.</b>	<b>YTD</b>
EUR	30.09.2021	10784	10807	-0.2%
USD	30.09.2021	0.9315	0.8851	+5.2%
GBP	30.09.2021	12550	12102	+3.7%
SEK	30.09.2021	10.6300	10.7400	-10%
JPY	30.09.2021	0.8369	0.8571	-2.4%
AUD	30.09.2021	0.6730	0.6806	-1.1%
<b>Währungen gg. EUR</b>	<b>per</b>	<b>Stand</b>	<b>Stand Vj.</b>	<b>YTD</b>
USD	30.09.2021	1.585	1.2217	-5.2%
CHF	30.09.2021	0.9270	0.9251	+0.2%
GBP	30.09.2021	1.637	1.1189	+4.0%
SEK	30.09.2021	0.0986	0.0995	-10%
JPY	30.09.2021	0.7763	0.7926	-2.1%
AUD	30.09.2021	0.6241	0.6298	-0.9%
<b>Aktienmärkte in Lokalwährung</b>	<b>per</b>	<b>Stand</b>	<b>Stand Vj.</b>	<b>YTD</b>
MSCI Industrialisierte Länder (USD)	30.09.2021	3'006.6	2'690.0	+118%
MSCI Schwellenländer (USD)	30.09.2021	1253.1	12913	-3.0%
Dow Jones (USD)	30.09.2021	33'843.9	30'606.5	+10.6%
S&P 500 (USD)	30.09.2021	4'307.5	3'756.1	+14.7%
Nasdaq Composite (USD)	30.09.2021	14'448.6	12'888.3	+12.1%
Russell 3000 (USD)	30.09.2021	2'559.7	2'248.4	+13.8%
Brasilien BOVESPA (BRL)	30.09.2021	110'979.1	119'017.2	-6.8%
DAX (EUR)	30.09.2021	15'260.7	13'718.8	+112%
Euro Stoxx50 (EUR)	30.09.2021	4'048.1	3'552.6	+13.9%
IBEX 35 (EUR)	30.09.2021	8'796.3	8'073.7	+9.0%
SPI (CHF)	30.09.2021	15'044.6	13'327.9	+12.9%
SMI (CHF)	30.09.2021	11'642.5	10'703.5	+8.8%
FTSE (GBP)	30.09.2021	7'086.4	6'460.5	+9.7%
RTS (USD)	30.09.2021	1777.7	1424.8	+24.8%
Nikkei 225 (JPY)	30.09.2021	29'452.7	27'258.4	+8.0%
China Shanghai Comp. (CNY)	30.09.2021	3'568.2	3'473.1	+2.7%
Indien BSE 30 (INR)	30.09.2021	59'126.4	47'751.3	+23.8%
Australia S&P/ASX200 (AUD)	30.09.2021	7'332.2	6'587.1	+11.3%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>	<b>per</b>	<b>Stand</b>	<b>Stand Vj.</b>	<b>YTD</b>
3-Monats Euribor	30.09.2021	-0.55%	-0.55%	0.00%
10-jährige Bunds	30.09.2021	-0.19%	-0.58%	0.38%
10-Jahres EUR Swap	30.09.2021	0.16%	-0.27%	0.43%
3-Monats USD-Libor	30.09.2021	0.13%	0.24%	-0.11%
10-jährige Treasuries	30.09.2021	1.49%	0.92%	0.58%
10-Jahres USD Swap	30.09.2021	1.49%	0.92%	0.56%
3-Monats CHF-Libor	30.09.2021	-0.76%	-0.76%	0.00%
10-jährige Eidgenossen	30.09.2021	-0.17%	-0.52%	0.35%
10-Jahres CHF Swap	30.09.2021	0.09%	-0.29%	0.38%
IBOXX Euro Government 3-5 Jahre	30.09.2021	211.1	212.5	-0.6%
REX Performance Index (Deutsche Staatsanleihen)	30.09.2021	491.8	499.2	-1.5%
IBOXX Euro Corporates 3-5 Jahre	30.09.2021	243.2	244.2	-0.4%
Swiss Bond Index AAA-BBB	30.09.2021	142.5	144.8	-1.6%
Emerging Markets Hard Currency in USD (ETF)	30.09.2021	110.1	115.9	-5.0%
Emerging Markets Local Currency in USD (ETF)	30.09.2021	42.4	45.3	-6.4%
ICE B of A US High Yield Index	30.09.2021	1568.5	1498.4	+4.7%
<b>Alternative Anlagen</b>	<b>per</b>	<b>Stand</b>	<b>Stand Vj.</b>	<b>YTD</b>
VIX-Index (Volatilität S&P 500)	30.09.2021	23.1	22.8	+1.7%
ICI Commodity Index (Total Return, USD)	30.09.2021	243.3	178.3	+36.5%
Gold in USD/Oz	30.09.2021	1756.7	1896.5	-7.4%
Gold in CHF/kg	30.09.2021	1636.0	1680.0	-2.6%
Gold in EUR/Oz	30.09.2021	1516.0	1553.7	-2.4%
Silber in USD/Oz	30.09.2021	22.2	26.4	-15.8%
Rohöl Brent USD (Future)	30.09.2021	78.5	51.8	+51.6%
Kupfer (Future)	30.09.2021	409.0	351.4	+16.4%
Baltic Dry Index	30.09.2021	5'167.0	1366.0	+278.3%
HFRX Global Hedge Fund Index (USD)	30.09.2021	1377.9	1292.5	+6.6%
LPX50 (Private Equity)	30.09.2021	4'225.6	2'913.0	+45.1%