



Reporting Bericht

1. Quartal 2019

Stärkere globale Wachstumsabschwächung als erwartet
 Neuerlich tiefere Inflationserwartungen
 Anhaltend expansive Geldpolitik

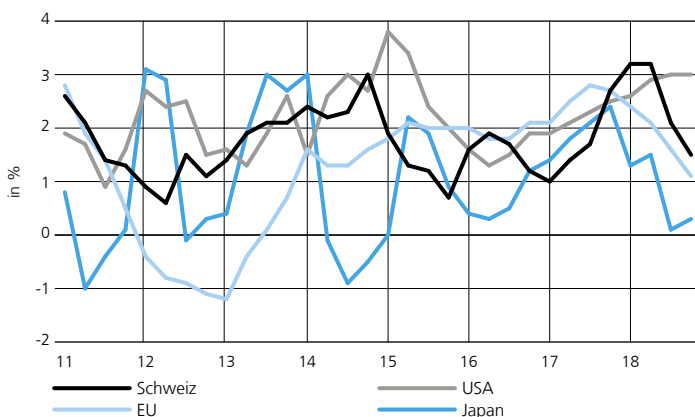
Makroökonomie Europa und Schweiz

Europa

Industriesektor weiterhin auf Talfahrt

Das Wirtschaftswachstum im Euro-Raum hat sich im zweiten Halbjahr 2018 spürbar abgeschwächt. So ist das reale Bruttoinlandsprodukt auch im Schlussquartal gegenüber dem dritten Quartal nur um magere 0,2% gestiegen. In Italien ist die Wirtschaft sogar das zweite Quartal in Folge geschrumpft, womit sich das Land technisch gesehen in einer Rezession befindet. Auch zu Beginn des neuen Jahres enttäuschten die Daten aus den meisten Wirtschaftsbereichen. Immerhin hat sich der wirtschaftliche Ausblick im März nicht mehr weiter eingetrübt. Die meisten Früh- und Stimmungsindikatoren haben sich stabilisiert. Zudem gab es auch vereinzelte Lichtblicke. So hat das Konsumentenvertrauen in der Euro-Zone drei Monate in Folge leicht zugenommen und der wichtigste Konjunkturindikator für Deutschland, der ifo-Geschäftsklimaindex, ist nach einem sechsmonatigen Abwärtstrend erstmals wieder angestiegen. Darüber hinaus tendieren auch die umfragebasierten ZEW- und Sentix-Konjunkturerwartungen von Investoren und Finanzexperten wieder nach oben. Wir erwarten daher für das 2. Semester 2019 eine leichte Wachstumsbelebung. Die Anzeichen dafür sind jedoch nicht eindeutig und müssen sich in den kommenden Wochen erst noch verstärkt in besseren realwirtschaftlichen Daten niederschlagen. So befindet sich bspw. die Industrie in der Euro-Zone in einer tiefen Rezession und die Aufträge sind weiter stark rückläufig.

Entwicklung Bruttoinlandsprodukt (Industriestaaten)



Rezession eher unwahrscheinlich

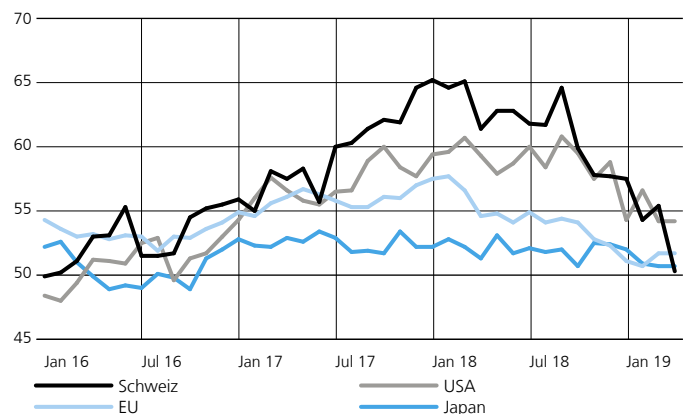
Ein Abgleiten der gesamten Wirtschaft in eine Rezession halten wir jedoch weiterhin für wenig wahrscheinlich, sofern der Handelsstreit mit den USA nicht eskaliert und es nicht zu einem harten Brexit kommt. Denn die expansive Geldpolitik der EZB schiebt die Binnenfrage weiter an. Die niedrigen Zinsen machen die noch immer hohe Verschuldung für Unternehmen und die privaten Haushalte tragbar und lassen Konsum und Investitionen tendenziell wieder steigen.

Schweiz

Leicht eingetrübte Wachstumsaussichten

In der zweiten Jahreshälfte 2018 kühlte sich die Schweizer Konjunktur überraschend deutlich ab. In der Folge revidierten viele Konjunkturauguren ihre Prognosen nach unten. So rechnet beispielsweise die Expertengruppe des Bundes neu nur noch mit einem BIP-Wachstum von 1,1% (bisher 1,5%) für 2019. Zu überraschen vermochte hingegen die Schweizerische Nationalbank. Zwar erwähnte sie in ihrer geldpolitischen Lagebeurteilung von Mitte März, dass sich die globale Wirtschaftsaktivität stärker als erwartet abgeschwächt habe. Aber sie beließ ihre BIP-Prognose für dieses Jahr bei 1,5%. Die konjunkturellen Vorlaufindikatoren der Schweiz deuten allerdings weiterhin auf eine anhaltende Abschwächung hin. Zwar sind die Produktionskapazitäten der Unternehmen immer noch gut ausgelastet und der Arbeitsmarkt ist in gesunder Verfassung. Die konjunkturelle Eintrübung im europäischen Ausland wird sich aber unserer Ansicht nach in den nächsten Monaten stärker bemerkbar machen. Darauf deutet auch der enttäuschende Schweizer Einkaufsmanagerindex hin, der im März mit 50,3 Punkten einen Drei-Jahres-Tiefstand erreichte. Wir rechnen noch mit einem BIP-Wachstum 2019 von 1,3%.

Entwicklung Einkaufsmanagerindex (PMI)



Warenexporte vor der Abschwächung

In den nächsten Monaten dürfte es zu einer merklichen Abflachung des Exportwachstums kommen, wurden doch die konjunkturellen Aussichten der wichtigsten Exportländer in den letzten Monaten deutlich nach unten korrigiert. So haben die sogenannten Wirtschaftsweisen ihre Prognose für Deutschland jüngst halbiert. Die gute Nachricht für die Schweizer Unternehmen ist, dass ihre Exporte heute gleichmässiger über verschiedene Länder verteilt sind. Betrug der Anteil des nach wie vor wichtigsten Absatzmarktes, des Euro-Raums, 1995 noch 55%, so sind es heute 44%. Diese Länderdiversifikation hilft, die Auswirkungen des europäischen Abschwungs zu dämpfen.

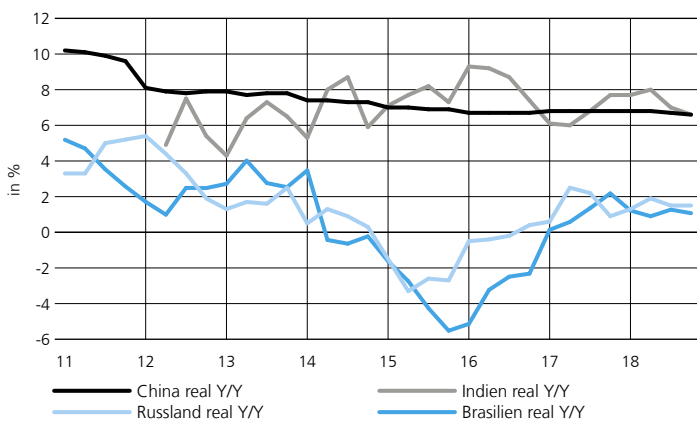
Makroökonomie Nordamerika und Asien

Nordamerika

Langsamere Dynamik im 1. Quartal 2019

Die US-Wirtschaft ist mit angezogener Handbremse ins neue Jahr gestartet. Die Konsumausgaben und die Industrieproduktion blieben hinter den Erwartungen zurück. Das 1. Quartal wird hinsichtlich Wachstum wohl den Tiefpunkt in diesem Jahr markieren. Einen Grossteil der Schwäche widerspiegeln temporäre Faktoren wie der Government Shutdown oder der Kälteeinbruch im Februar. Sorgen vor einem schärferen Einbruch der US-Wirtschaft erscheinen uns aber übertrieben. Schliesslich haben sich die harten Wirtschaftsdaten in den letzten Monaten grundsätzlich gut gehalten. So präsentiert sich der Arbeitsmarkt trotz des geringen Stellenzuwachses im Februar weiter in guter Verfassung. Die Firmen halten sich wegen des Mangels an Fachkräften mit Entlassungen zurück und heben die Löhne an. Dies stützt den privaten Konsum. Wir erwarten daher im 2. Quartal eine Gegenbewegung. Für das ganze Jahr rechnen wir mit einer BIP-Zunahme von 2,2%.

Entwicklung Bruttoinlandsprodukt (Schwellenländer)



Handelsgespräche dauern an

Im Handelskonflikt zwischen den USA und China meldeten zuletzt beide Seiten wesentliche Fortschritte. Ein Abkommen dürfte aber nicht vor Ende April zustande kommen. Es wird Zusagen Chinas enthalten, zusätzliche US-Güter zu kaufen, um die bilateralen Handelsungleichgewichte zu reduzieren. China dürfte zudem Versprechen zum Schutz von geistigem Eigentum, zur Unterlassung von erzwungenem Technologietransfer sowie zur Marktöffnung abgeben. Erwartet wird auch ein Mechanismus zur Sanktionierung bei Nichteinhalten der Zusagen. Die bestehenden Zölle werden nur langsam zurückgerollt und dienen als Druckmittel zur Durchsetzung des Abkommens. Hingegen ist der Konflikt mit der EU noch keineswegs gelöst, die Verhandlungen stecken fest. Insbesondere Autozölle können nicht ausgeschlossen werden.

Asien

Japan: Wie hoch ist das Rezessionsrisiko?

Das BIP-Wachstum im 4. Quartal 2018 wurde in der zweiten Lesung auf annualisiert 1,9% gegenüber dem Vorquartal nach oben revidiert. Zu Beginn des Jahres 2019 fielen aber die meisten Konjunkturindikatoren enttäuschend aus. Die Industrieproduktion verlangsamte sich im Februar um 1,1% gegenüber dem Vorjahr und die realen Exporte liegen im Januar/Februar-Durchschnitt um 2,8% unter dem 4.-Quartals-Durchschnitt. Die Wirtschaftsaktivität im 1. Quartal 2019 dürfte somit mehr oder weniger stagnieren; einige Auguren gehen gar von einer leichten Schrumpfung aus. Da wir aber im 2. Quartal eine leichte Belebung erwarten, dürfte im 1. Halbjahr eine technische Rezession vermieden werden. Ein gewisses Risiko für eine Rezession besteht auch im Winterhalbjahr 2019/20. Angesichts der Mehrwertsteuerhöhung per 1. Oktober 2019 ist mit einem Rückgang der Wirtschaftsleistung im Schlussquartal zu rechnen.

China: Tieferes Wachstumsziel

Am kürzlich durchgeführten Nationalen Volkskongress wurde das BIP-Wachstumsziel für 2019 auf 6 bis 6,5% festgelegt (2018: «rund» 6,5%). Um dieses Ziel trotz der diversen wachstumsdämpfenden Faktoren zu erreichen, soll wie bereits früher angekündigt vor allem die Fiskalpolitik expansiver gestaltet werden. Im laufenden Jahr soll zudem die Konjunktur mit Senkungen der Steuern und Sozialabgaben im Umfang von CNY 2 Bio. (ca. 2% des BIP) unterstützt werden. Insbesondere wurde eine Senkung der Mehrwertsteuersätze um 3 bzw. 1 Prozentpunkt bekannt gegeben. Dazu kommen teilweise schon früher angekündigte Steuersenkungen und die Reduktion der Sozialabgaben von 20 auf 16%. Ein wichtiges Anliegen ist der Regierung zudem, die Finanzierungsbedingungen für private KMUs zu erleichtern. Die grossen Staatsbanken wurden angewiesen, ihre Kredite an diese Unternehmensgruppe um mindestens 30% zu steigern.

Indien: Leicht sinkende Wachstumsdynamik

Die indische Volkswirtschaft hat in den vergangenen Wochen wie erwartet etwas an Dynamik eingebüsst. Das Wirtschaftswachstum ist Ende 2018 erstmals seit fünf Quartalen mit 6,6% wieder unter 7% gefallen. Die Industrie hat deutlich an Schwung verloren und die politische Unsicherheit hat wegen der bevorstehenden Parlamentswahlen im April und Mai zugenommen. Umfragen zufolge könnte die von Premierminister Narendra Modi angeführte Nationale Demokratische Allianz nicht nur zahlreiche Sitze, sondern auch die Mehrheit im Parlament verlieren. Wir gehen für das laufende Jahr von einer unveränderten BIP-Expansion um 7,3% aus. Damit liegt die Wachstumsdynamik nach wie vor höher als in China.

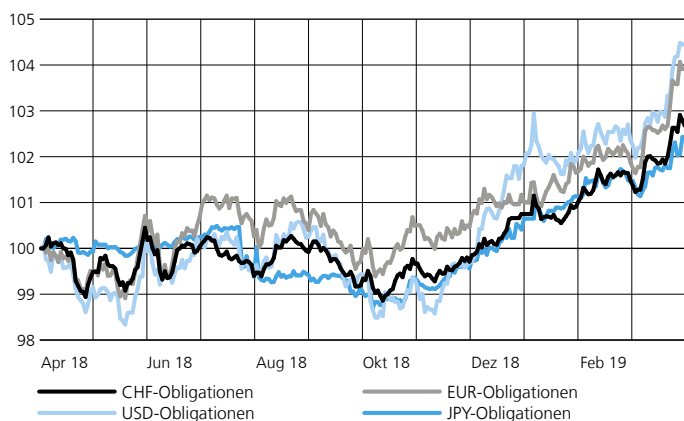
Geldmarkt und Obligationen

Geld- und Kapitalmärkte im Überblick

Positive Preisentwicklung

Trotz einer spürbaren Beruhigung der Finanzmärkte zu Beginn des Jahres konnten die Obligationenmärkte ihre Kurssteigerungen weiter ausbauen. Vor allem im Monat März sorgten stark sinkende Zinsen für höhere Anleienspreise. Verantwortlich dafür war der Meinungsumschwung der Notenbanken bezüglich der zukünftigen Ausrichtung ihrer Geldpolitik. Der angestrebte Normalisierungsprozess und damit verbunden höhere Zinsen rückten plötzlich in weite Ferne. Zudem schienen nicht alle Anleger der aufgekommenen Euphorie an den Aktienmärkten zu trauen. Sie verharrten in ihren Obligationenpositionen, welche sie während der Marktturbulenzen im Dezember des letzten Jahres als sicheren Hafen ausgebaut hatten. Zusätzlich Nahrung haben die Pessimisten unter den Anlegern durch die jüngst eingetretene Inversion der USD-Zinskurve erhalten. Das erste Mal seit 2007 tendierte die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen unter dem Wert für kurzfristige Geldanlagen. In der Vergangenheit war diese Konstellation häufig ein zuverlässiger Vorbote für eine kommende Rezession. Angesichts der geldpolitischen Verzerrungen wären wir allerdings vorsichtig mit dieser Interpretation. Die Kreditrisikoprämien für Schuldner mit tieferer Bonität sind seit Anfang des Jahres spürbar gesunken. Sie waren im letzten Jahr aufgrund der aufgekommenen Wachstumsängste deutlich angestiegen. Der zurückgekehrte Risikoappetit der Anleger sowie die Aussichten auf ein anhaltendes Tiefzinsumfeld liess die Nachfrage nach Anleihen mit höherer Verzinsung wieder deutlich steigen.

Entwicklung Obligationenmärkte 1 Jahr (indexiert)



Anhaltendes Tiefzinsumfeld

Hauptverantwortlich für den Meinungsumschwung der Notenbanken sind die rückläufigen Wachstumsraten der Wirtschaft, die gestiegenen politischen Risiken sowie die rückläufigen Inflationsprognosen. Zudem scheinen die Turbulenzen an den Finanzmärkten vom Dezember nicht spurlos an den jeweiligen Entscheidungsträ-

gern vorübergegangen zu sein. Im Fall der amerikanischen Notenbank äussert sich die neue Ausrichtung im Aufschub weiterer Zinserhöhungen. Ergänzend soll der Abbau der Notenbankbilanz zunehmend gestoppt werden. In der Euro-Zone wurde die für dieses Jahr in Aussicht gestellte Zinserhöhung bereits auf das nächste Jahr verschoben. Und eine neue Runde von Langfriskrediten soll den Geschäftsbanken günstiges Geld zur Verfügung stellen. Ein zinspolitischer Normalisierungsprozess sieht definitiv anders aus. Von diesem Umstand ist auch die Schweizerische Nationalbank SNB betroffen. Um keine Aufwertung des Frankens zu riskieren, muss die Zinsdifferenz zum Euro unverändert belassen werden. An eine erste Zinserhöhung ist vorderhand nicht zu denken, was nicht unbedingt dem Wunschscenario der SNB entspricht. Um die Folgen der Negativzinsen auf Banken und Vorsorgeinstitute sowie auf den Immobilienmarkt zu mildern respektive verhindern, möchten die Währungshüter lieber gestern als morgen die Zinsen wieder über die Nulllinie heben. Selbst wenn konjunkturelle Wachstumsunterschiede einen Zinsschritt der SNB rechtfertigen würden, dominiert die Franken-Entwicklung die weitere geldpolitische Ausrichtung. Skeptiker haben darauf hingewiesen, dass im Fall einer übermässigen wirtschaftlichen Abkühlung oder gar Rezession den Notenbanken die Munition für zusätzliche Stimulierungen fehlt. Zwar können die Zinsen wo nötig noch stärker in den negativen Bereich gedrückt werden oder die Notenbank-Bilanzen durch erneute Wertpapierkäufe zusätzlich aufgebläht werden, der Grenznutzen nimmt jedoch immer weiter ab. Zudem würde eine weitere Verlängerung der extrem lockeren Geldpolitik die daraus entstehenden negativen Folgen wie spekulative Auswüchse und Fehlinvestitionen noch verstärken. Die Notenbanken müssen deshalb bemüht sein, so rasch als möglich aus dieser Zwickmühle zu finden.

Geringer Preisdruck

Die Obligationenmärkte profitieren voraussichtlich weiterhin von zurückhaltenden Notenbanken und vorsichtigen Anlegern. Die jüngste Einschätzung der Zinshüter verspricht ein anhaltendes Tiefzinsumfeld und damit einen guten Schutz für Obligationen gegen sinkende Preise. Zudem bleiben sie bei den Anlegern immer dann gefragt, wenn der Nachrichtenfluss wieder negativer wird. Angesichts der ungelösten politischen Probleme sowie der unklaren wirtschaftlichen Aussichten dürfte die Funktion des sicheren Hafens auch zukünftig punktuell gefragt sein. Auf der Gegenseite sind die Treiber für steigende Zinsen geringer geworden. Der Inflationsdruck ist nach wie vor gering und das globale Wirtschaftswachstum fällt bescheidener aus. Weiterhin fokussiert bleiben wir bei der Schuldnerauswahl auf den qualitativen Aspekt. Aufgrund der unsicheren wirtschaftlichen Lage gilt es Unternehmen mit soliden Bilanzen, stabilem Cashflow und krisenresistentem Geschäftsmodell zu favorisieren. Zwar fällt dadurch der Zinsertrag etwas bescheidener aus, doch ist die Wahrscheinlichkeit eines möglichen Zahlungsausfalls sehr gering.

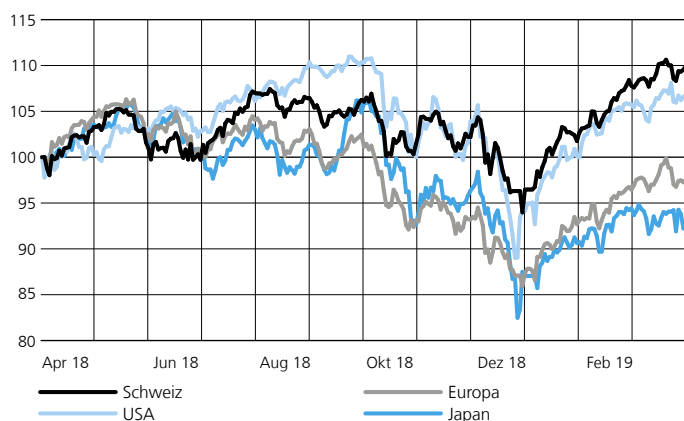
Aktien

Aktienmärkte im Überblick

Traumstart ins Jahr 2019

Das Börsenjahr 2019 hat einen Traumstart hingelegt. Die weltweiten Indizes stehen nach drei Monaten markant höher als Ende 2018 (in Lokalwährung: SPI: +14%, Euro Stoxx 50: +12%, Dow Jones: +11%, Nikkei: 6%). Hauptverantwortlich für diese Entwicklung waren aber nicht so sehr positive Überraschungen aus der laufenden Unternehmensberichtssaison, als vielmehr zurückhaltende Notenbanken und die Hoffnung auf eine baldige Einigung im Handelskonflikt zwischen den USA und China. Vor allem die Kehrtwende der US-Notenbank FED bezüglich weiterer Zinserhöhungen war hauptverantwortlich für den herrschenden Optimismus. Auch andere wichtige Notenbanken haben daraufhin ihre Geldpolitik expansiver oder zumindest länger expansiv ausgestaltet als bislang angenommen. Frei nach dem Motto «Don't Fight the FED» haben die Aktienmärkte die neu artikulierte Geldpolitik mit viel Wohlwollen aufgenommen. Für die Aktienmärkte eröffnet sich die Perspektive, dass die Bondrenditen länger tief bleiben und so die Investoren, auf der Suche nach Rendite, noch mehr auf die Aktienmärkte setzen müssen. Auch die guten Neuigkeiten vom Handelsstreit zwischen den USA und China haben dazu beigetragen, der Stimmung an den weltweiten Börsen Auftrieb zu verleihen. Präsident Trump verkündete, dass er entgegen seinen ursprünglichen Plänen am 1. März keine weiteren Zölle gegen China verhängen wird. Der chinesische Aktienmarkt legte darauf innerhalb eines Tages um gut 6 Prozent zu.

Entwicklung Aktienmärkte 1 Jahr (indexiert)



Ordentliche Berichtssaison

Die Berichtssaison zum 4. Quartal hat die Anleger beruhigt. Der Kursrückgang, der ab Oktober zu beobachten war, hat sich als (vorerst) ungerechtfertigt herausgestellt. Da die Schätzungen der Analysten im Vorfeld der Publikationen der Zahlen leicht zurückgekommen sind, konnte der grösste Teil der Unternehmen die Erwartungen erfüllen oder übertreffen. Ausnahmen waren Unter-

nehmen, die einen hohen Chinaanteil aufweisen und dadurch zum Teil ein rückläufiges Wachstum aufwiesen. Auch die Zahlen der Grossbanken legten offen, dass das Handelsergebnis (v. a. Zinsen und Obligationen) aufgrund von Rezessionsängsten im 4. Quartal stark eingebrochen ist und sich die Risikoaufschläge erhöht haben. Die übrigen Geschäftsfelder haben sich aber weiterhin positiv entwickelt und keinen Anlass zur Beunruhigung geliefert. Zur Entspannung an den Finanzmärkten haben neben den Fortschritten im Handelskrieg und der geldpolitischen Kehrtwende des FED zusätzlich die soliden Ausblicke beigetragen. Es wird zwar vermehrt von Unsicherheiten bezüglich der Entwicklung der Weltwirtschaft gesprochen, jedoch sind die meisten Unternehmen der Meinung, dass sich ihr Absatzmarkt gut entwickeln werde und sie gut aufgestellt seien.

Vor dem Hintergrund des sich abschwächenden globalen Wachstums werden sich die Zuwachsraten der Unternehmen auf einem tieferen Niveau normalisieren. Wachstumsunternehmen müssen den Spagat zwischen steigenden Investitionen und rückläufigen, zumeist aber immer noch zweistelligen Wachstumsraten bewältigen können. Vor allem Internetkonzerne haben anlässlich der Quartalsergebnisse vor höherem Investitionsbedarf gewarnt. Da sich diese Firmen in strukturellen Wachstumsmärkten (e-commerce, cloud business, social media, cyber security) bewegen, lohnen sich diese Auslagen aber für einen späteren überdurchschnittlichen Ertrag. Die Analysten haben die tieferen Wachstumsraten in ihren Schätzungen bereits berücksichtigt, wodurch in einem normalen Wirtschaftsumfeld negative Überraschungen ausbleiben sollten.

Weiterhin robustes Aktienumfeld

Insgesamt befinden sich die Bewertungen aufgrund der soliden Gewinnaussichten und trotz der Kursanstiege der letzten drei Monate in einem vernünftigen Rahmen. Die Firmen können sich auch wieder vermehrt auf operative Verbesserungen fokussieren, um die gestiegenen Kosten zu kompensieren und die Margen zu halten. Zudem wirken die hohen Aktienrückkaufprogramme sowie der Umstand, dass es aufgrund der tiefen Zinsen wenig attraktive Alternativen zu den Beteiligungspapieren gibt, unterstützend. An den Aktienmärkten dürfte deshalb die gute Stimmung vorerst erhalten und das Rückschlagsrisiko relativ gering bleiben. Aufgrund der kräftigen Kursgewinne und der mittlerweile wieder sehr tiefen Volatilität erachten wir eine Konsolidierungsphase aber als wahrscheinlich.

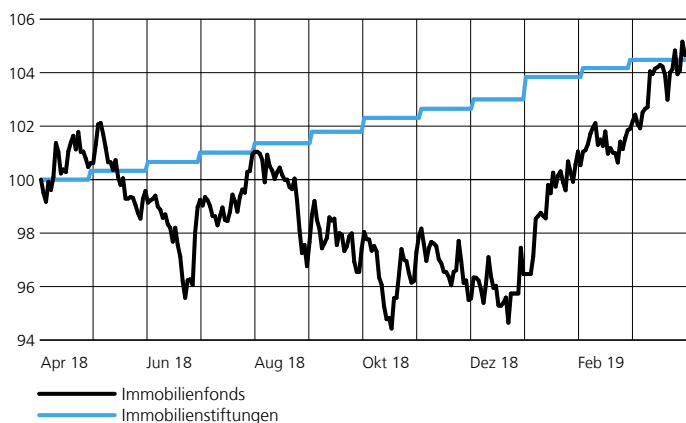
Nicht traditionelle Anlagen

Immobilien Schweiz

Fulminanter Jahresauftrag

Die Schweizer Immobilienfonds haben das Jahr mit einem fulminanten Höhenflug begonnen und die Verluste aus dem Jahr 2018 mehr als wettgemacht. Der SXI Real Estate Funds Broad Index stieg im 1. Quartal 2019 um 8,46%, dies ist die drittbeste Quartalsperformance seit Bestehen des Indexes (1995). Die durchschnittliche Prämie (Agio) der Immobilienfonds beträgt per Ende März +24,16%. Sie liegt damit über dem historischen Durchschnitt von rund 15%. Haupttreiber dieser erfreulichen Kursentwicklung sind die sehr zurückhaltenden Notenbanken, welche die Zinserhöhungen weiter in die Zukunft verschoben haben. Das Zinsniveau weltweit ist aufgrund dieser Aussagen kräftig gesunken, wovon die Schweizer Immobilienfonds mit einer Dividendenrendite von 2,73% p. a. profitieren konnten. Die sehr gute Performance des 1. Quartals dürfte in den nächsten Monaten sehr schwer zu wiederholen sein. Im aktuellen Marktumfeld erwarten wir eine seitwärts gerichtete Entwicklung der Immobilienfonds. Wir stufen diese Anlageklasse aber weiterhin als solide Anlage mit attraktiver Ausschüttungsrendite ein.

Entwicklung indirekte Immobilien Schweiz 1 Jahr (indexiert)



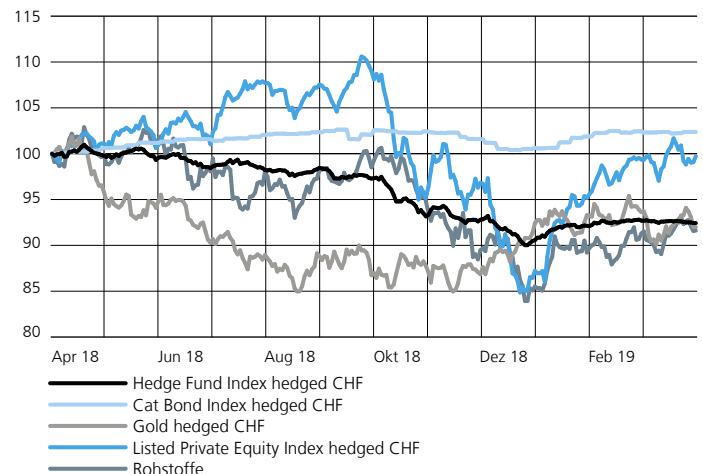
Übrige Anlagen

Die passende Mischung, um gute Ergebnisse zu erzielen

Zu den Übrigen Anlagen zählen wir Investitionen, welche nicht den Kategorien Liquidität, Obligationen, Aktien und Immobilien zugeordnet werden können. Damit streben wir eine strikte Trennung von herkömmlichen Investitionen zu Produkten mit teilweise vielschichtigen, komplexen Strukturen sowie einer möglicherweise eingeschränkten Liquidität an. Unter anderem zählen Anlagen in Rohstoffe zu dieser Gruppe. Gemessen an den gemischten Rohwarenindizes, abgesichert gegen Schweizer Franken, legten diese im 1. Quartal 2019 um 8,4% zu und konnten somit einen grossen

Teil des Verlustes aus dem Jahr 2018 von -11,9% wettmachen. Hauptverantwortlich für den Aufwärtstrend war die starke Zunahme des Erdölpreises. Ein Fass Rohöl der Sorte Brent legte im 1. Quartal 2019 um rund 27,1% von 53.8 USD auf ca. 68.4 USD zu. Hatten im 4. Quartal 2018 noch Konjunktürrängste und ein Überangebot bzw. eine tiefere Nachfrage nach Rohöl für rückläufige Preise gesorgt, scheinen im 1. Quartal 2019 die Bedenken wenigstens vorübergehend verflogen zu sein. Die Meldung der US-Regierung über einen kräftigen Rückgang der Lagerbestände gegen Ende des Quartals stützte zudem den Wert des schwarzen Goldes. Tiefere Ölreserven sind oft ein Indiz für eine stärkere Nachfrage oder ein geringeres Angebot und stärken in der Regel den Preis. Ebenso scheint gemäss Expertenangaben die Anzahl aktiver US-Ölbohrungen zum wiederholten Mal in Folge gefallen zu sein und liegt auf dem niedrigsten Stand seit April 2018. Beim Treffen der Organisation erdölexportierender Länder (OPEC) mit verbündeten Förderstaaten wie Russland wurde bekräftigt, an den im vergangenen Jahr beschlossenen Förderkürzungen festzuhalten. Die Drosselungen laufen jedoch nur bis Juni 2019 und eine weitere Zusammenkunft im April, bei der über eine Verlängerung hätte debattiert werden sollen, wurde mit der Begründung abgesagt, dass der Termin noch zu früh sei. Wir gehen davon aus, dass sich die Entwicklung des Rohölpreises weiterhin volatil gestalten wird. Das **Gold**, abgesichert gegen den Schweizer Franken, konnte im 1. Quartal um 0,6% zulegen. Die weiterhin rückläufigen Zinsen und damit die tieferen Opportunitätskosten (Zinsverzicht) sowie der rückläufige US-Dollar stützen das Gold weiter. Wir gehen davon aus, dass der Goldpreis noch weiter zulegen könnte. **Die zins-sensitiven und flexiblen Fonds** innerhalb der übrigen Anlagen konnten von den tieferen Zinsen und vom Rückgang der Kreditrisikoprämien seit den zwischenzeitlichen Höchstständen von Dezember 2018 profitieren. Spiegelbildlich verteuerten sich die Obligationenpreise, was zu Zugewinnen in den einzelnen Fonds führte.

Entwicklung Übrige Anlagen CHF 1 Jahr (indexiert)



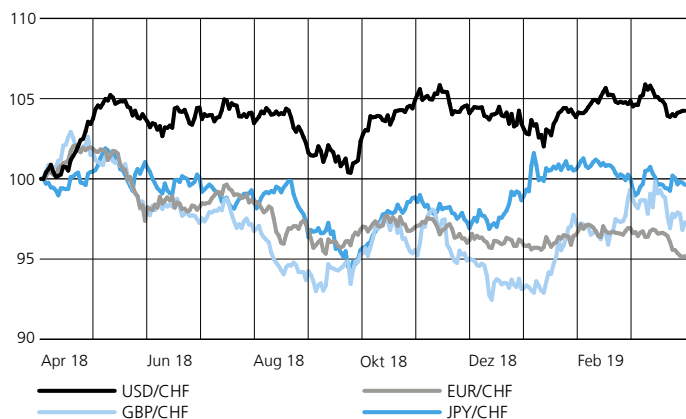
Währungen

Währungen im Überblick

Schweizer Franken unter Aufwertungsdruck

Die Entwicklung der Devisenmärkte war im vergangenen Quartal hauptsächlich durch die Entscheidungen der Notenbanken geprägt. So sah sich die Europäische Zentralbank EZB gezwungen, aufgrund des gedämpften Wirtschaftswachstums die erwartete Zinswende weiter in die Zukunft zu verschieben und die Leitzinsen bei null zu belassen. Dieser Entscheid und die politischen Unsicherheiten im Zusammenhang mit dem Brexit lasteten auf dem Euro. Der Schweizer Franken profitierte in der Folge von der schwindenden Anlegergunst der europäischen Gemeinschaftswährung und stand unter Aufwertungsdruck. Die Hoffnung auf eine Abschwächung der helvetischen Valuta musste die Schweizerische Nationalbank SNB somit vorderhand begraben. In ihrer jüngsten Lagebeurteilung hat sie weiterhin bekräftigt, falls notwendig an den Devisenmärkten zu intervenieren. Auf welchem Niveau sie eingreift, bleibt jedoch offen. Analysten sehen ein Wechselkursniveau von 1.10 EUR/CHF als Interventionsgrenze. Ende Quartal notierte der Euro bei CHF 1.11.

Währungsentwicklung 1 Jahr (indexiert)

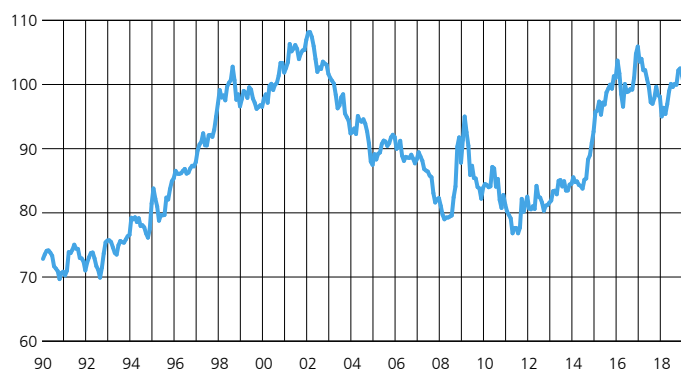


US-Notenbank legt Zinspause ein

Angesichts der unsicheren Konjunkturaussichten und des weiterhin schwelenden Handelsstreits mit China hat auch die US-Notenbank FED das Ruder herumgerissen. Sie legt vorerst eine Pause im Zinserhöhungszyklus ein und beendet damit die Ära der aggressiven Zinserhöhungen. Die Abkehr der expansiven Geldpolitik und damit die Zerschlagung der Zinsfantasiën bescherte dem US-Dollar einen leichten Schwächeanfall. Er musste die zuvor erreichte Parität zum CHF wieder preisgeben und stand am Ende des ersten Quartals bei 0.99 CHF. Relativ zum Euro konnte der Greenback seit Anfang Jahr Terrain gutmachen. Für den Kauf eines US-Dollars mussten Ende März 0.89 Euro aufgewendet werden. Das Wachstum der US-Wirtschaft hat sich jenem der übrigen Volkswirtschaften angenähert und die Zinsdifferenz wird sich nicht mehr weiter ausdehnen. Zwei

wichtige Vorteile gegenüber den anderen Währungen fallen somit weg. In den nächsten Monaten kann daher von einer Seitwärtsbewegung des USD/CHF-Wechselkurs ausgegangen werden.

USD handelsgewichteter Index

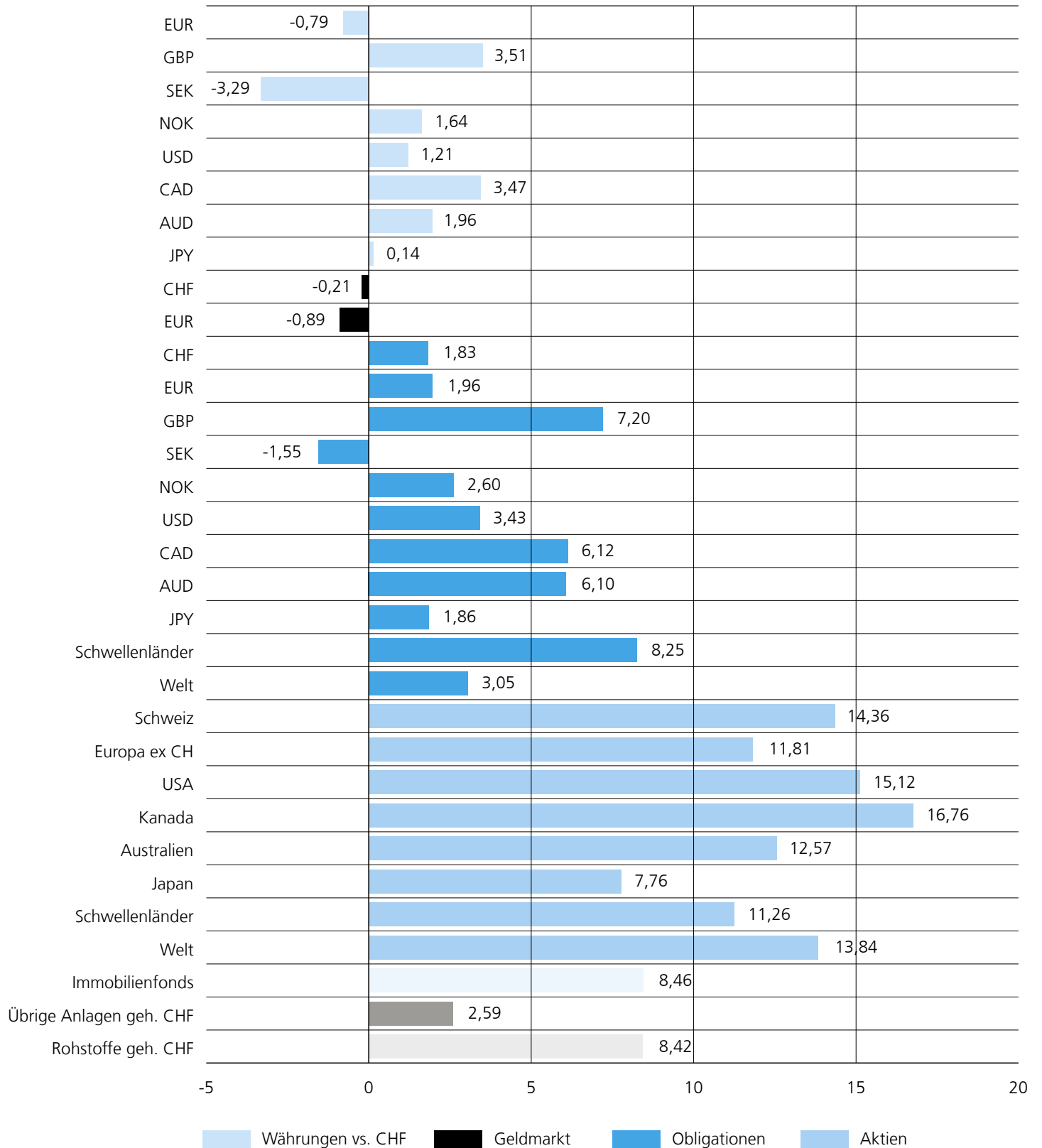


Pfund legt trotz Brexit-Chaos zu

Die Entwicklungen in der Brexit-Frage waren in den vergangenen Wochen und Monaten von vielen unerwarteten Wendungen und Ereignissen geprägt. Die Situation bleibt weiterhin verworren. Das Austrittsabkommen wurde durch das britische Parlament abgelehnt. Die Staats- und Regierungschefs der übrigen 27 EU-Länder haben beschlossen, Grossbritannien eine Fristverlängerung bis zum 12. April zu gewähren. Das Parlament ist mehrheitlich gegen einen unregelmäßig und somit chaotischen Brexit und sucht nun gegen den Willen der Regierung eine Alternative für das abgelehnte Austrittsabkommen. Die Wirren um den EU-Austritt des Inselstaates rissen auch das britische Pfund mit sich. Seit dem Referendum im Juni 2016 dient das Pfund als Seismograph für die Stimmung der Anleger in Bezug auf den Brexit. In den ersten drei Monaten des Jahres vermochte die britische Valuta gegenüber dem Schweizer Franken rund 3,6% zuzulegen, was wohl in erster Linie den gestiegenen Optimismus der Investoren für eine geregelte Lösung widerspiegelt. Der Weg dorthin war jedoch durch eine hohe Volatilität geprägt und hing jeweils davon ab, wie die politischen Manöver eingeschätzt wurden. Durch die Fristverlängerung bleibt die politische Unsicherheit bestehen und erschwert eine Prognose über den zukünftigen Verlauf des Sterlings. Der erklärte Wille des Parlaments, einen No-Deal-Brexit zu verhindern, dürfte jedoch zu einer Stabilisierung der Situation beitragen.

Marktpformance

1. Januar bis 29. März 2019 (Basis CHF)



Anlagestrategie

Konjunktur

	BIP (vs. Vorjahr)		Inflation (Jahresdurchschnitt)	
	2019	2020	2019	2020
Schweiz	1,3	1,5	0,5	1,0
Euro-Zone	1,0	1,2	1,5	1,4
USA	2,2	1,9	2,0	2,1
Japan	0,8	0,5	1,1	1,7
China	6,2	6,0	2,4	2,4
Schwellenländer	4,6	4,7	3,5	3,3

Währungen und Zinsen

Trend (3 Monate)

Zinsen	Geldmarkt	Kapitalmarkt
CHF	→	→
EUR	→	→
USD	→	→
JPY	→	→

Währungen	
EUR / CHF	→
USD / CHF	→
JPY / CHF	→
GBP / CHF	→

Aktien

Trend (3 Monate)

Schweiz	→
Europa	→
USA	→
Japan	→
Schwellenländer	→

Nicht traditionelle Anlagen

Trend (3 Monate)

Immobilien Schweiz	→
--------------------	---

Anlagepolitik aktuell

Die von den Notenbanken angekündigte Zurückhaltung bezüglich der zukünftigen Straffung der Geldpolitik hat eine Neueinschätzung der Marktlage ausgelöst. Risikoreiche Anlagen wie Aktien und Rohstoffe profitieren davon. Aber auch die Obligationenmärkte werden durch sinkende Zinsen positiv stimuliert. Weiterhin zur Vorsicht mahnt allerdings das rückläufige Wirtschaftswachstum. Schliesslich sind die konjunkturellen Risiken einer der Hauptauslöser, weshalb sich die Notenbanken mit Zinserhöhungen zurückhalten wollen. Momentan geht eine Mehrheit der Ökonomen von einem Softlanding der wichtigsten Wirtschaftsräume aus. Im zweiten Halbjahr soll die globale Konjunktur dann wieder Schwung aufnehmen. Weil gleichzeitig die Inflationserwartung sogar leicht rückläufig ist, spricht man diesbezüglich vom besten aller Szenarien. Gerade der richtige Wachstumsgrad, um die Unternehmensgewinne positiv zu beeinflussen, aber keine restriktivere Geldpolitik auszulösen.

In diesem Umfeld rücken vor allem die Aktien wieder in den Fokus der Anleger. Sie profitieren am meisten von einem positiven Wirtschaftsumfeld und anhaltend tiefen Zinsen. Zudem können sich die Investoren weiterhin auf die Unterstützung durch die Notenbanken verlassen. Allerdings bleiben politische und wirtschaftliche Unsicherheiten bestehen. Der Handelsstreit zwischen den USA und China ist nach wie vor ungelöst und die Euro-Zone bleibt eine politische Baustelle. Zudem zeigen die konjunkturellen Vorlaufindikatoren noch keine eindeutige Stabilisierung, weshalb ein gewisses Rezessionsrisiko bleibt. Die Pessimisten unter den Anlegern fühlen sich unter anderem durch die jüngste Inversion der USD-Zinskurve in ihrer vorsichtigen Haltung bestätigt. Das erste Mal seit 2007 tendieren die langfristigen Zinsen in den USA tiefer als der kurzfristige Geldmarktsatz. In der Vergangenheit war diese Konstellation jeweils ein Vorbote für eine zukünftige Rezession. Angesichts der nach wie vor starken geldpolitischen Verzerrung wären wir allerdings vorsichtig mit dieser Interpretation. Nach Abschätzung von Chancen und Risiken bleiben wir in der Aktienquote neutral gewichtet. Für die Obligationenmärkte fällt ein grosser Belastungsfaktor weg. Das Zinsumfeld wird den jüngsten geldpolitischen Aussagen zufolge weiterhin auf tiefem Niveau verharren. Allerdings sind wir hinsichtlich der wirtschaftlichen Unsicherheit vorsichtig, was die Schuldnerauswahl anbelangt. Der qualitative Fokus sollte das reine Renditedenken wieder verstärkt dominieren. Zudem bleiben die Renditeaussichten für festverzinsliche Papiere aufgrund der tiefen Zinsen weiterhin bescheiden. Insgesamt halten wir am Untergewicht für Obligationen fest. Für Schweizer Immobilienfonds und Übrige Anlagen sind wir grundsätzlich positiv gestimmt. Die jüngste Erholung ist jedoch übermässig stark ausgefallen, weshalb wir die Gewichtung in unserer Anlagestrategie trotz allem Optimismus ebenfalls neutral halten.

Nähere Informationen zur aktuellen Anlagestrategie finden Sie monatlich unter www.akb.ch/pm.