



Reporting Bericht

4. Quartal 2019

Schwächere Dynamik der Weltwirtschaftsentwicklung
 Zunehmende handelspolitische Streitigkeiten
 Spezialthema «Der Konjunkturzyklus»

Makroökonomie Europa und Schweiz

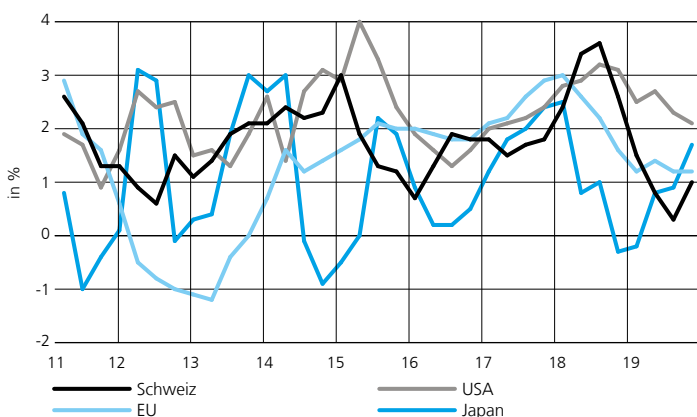
Europa

Stimmung wird wieder besser

Die Konjunkturdaten der vergangenen Woche sind teilweise überraschend positiv ausgefallen. Insbesondere die Stimmungsindikatoren haben sich im Dezember erneut aufgehellt. Die vorläufige Einigung im Handelskonflikt zwischen den USA und China sowie das klare Ergebnis der Parlamentswahlen in Grossbritannien sind dabei erst teilweise in die Umfragewerte eingeflossen und lassen in den kommenden Monaten eine weitere Verbesserung der Stimmungslage erwarten.

Realwirtschaftlich gibt es hingegen noch kaum Anzeichen einer konjunkturellen Belebung. So nehmen die Auftragsbestände der Firmen immer noch ab und das Beschäftigungswachstum ist nahezu zum Erliegen gekommen. In der Industrie lässt die Erholung zudem weiter auf sich warten.

Entwicklung Bruttoinlandsprodukt (Industriestaaten)



Bislang hat der Dienstleistungssektor verhindert, dass die Talfahrt in der Industrie die Wirtschaft im Euro-Raum in eine Rezession reisst. Die seit Anfang 2019 zu verzeichnende Abkoppelung des Dienstleistungssektors von der schwächelnden Industrie dürfte vor allem der ultra-expansiven Geldpolitik der EZB zu verdanken sein. Denn von der hierdurch angefachten Binnennachfrage profitiert neben der Bauwirtschaft vor allem der Dienstleistungssektor. Doch mittlerweile mehren sich die Anzeichen, dass auch die Dienstleistungen schwächer wachsen. So lag der Einkaufsmanagerindex für diesen Sektor in den Monaten September bis November rund 1 Punkt unter dem Durchschnitt des ersten Halbjahrs 2019.

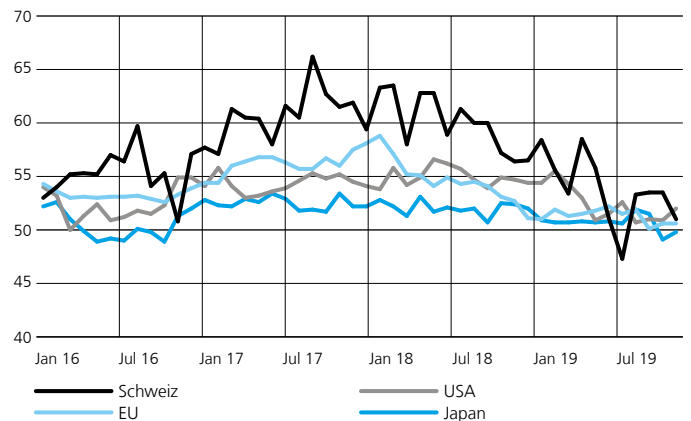
Die Inflationsrate im Euro-Raum lag im November mit 1% deutlich unter dem EZB-Zielwert von 2%. Gedämpft wird die Inflation aktuell von der günstigen Entwicklung der Energiepreise. Die Kernteuerrate – also die Vorjahresveränderung des Verbraucherpreisindex ohne Energie, Nahrungs- und Genussmittel – ist im November hingegen auf 1,3% geklettert. Diese dürfte aber aufgrund einer erfolgten Neuberechnung in den kommenden Monaten trendmässig ebenfalls wieder sinken.

Schweiz

Schwächephase der Schweizer Industrie hält an

Da es in der Euro-Zone bis jetzt noch kaum Anzeichen einer konjunkturellen Belebung gibt, wird auch die europäische Nachfrage nach Schweizer Gütern vorerst kraftlos bleiben. Die Schwächephase der Schweizer Investitionsgüterindustrie wird somit auch in den nächsten Quartalen anhalten. Getragen wird das Schweizer Wachstum hingegen zum einen von der boomenden Pharmaindustrie, zum anderen von den privaten Haushalten, die nach wie vor in prächtiger Konsumlaune sind. Der robuste Arbeitsmarkt wird auch 2020 eine wichtige Wachstumsstütze sein. Die Beschäftigung indes wird weniger dynamisch zunehmen und die Reallöhne werden nicht überdurchschnittlich wachsen. Wir erwarten folglich keine Wachstumsbeschleunigung, wenngleich unsere Prognosen dies zu suggerieren scheinen. Wichtigster Grund für die höhere Wachstumsprognose 2020 gegenüber 2019 sind die Olympischen Sommerspiele in Tokio und die Fussball-Europameisterschaft. Da die internationalen Sportverbände (IOC und UEFA) ihren Sitz in der Schweiz haben,

Entwicklung Einkaufsmanagerindex (PMI)



werden deren Lizenzentnahmen dem Schweizer Bruttoinlandsprodukt (BIP) zugerechnet, obwohl die eigentlichen Aktivitäten ausserhalb unseres Landes stattfinden. Je nach Berechnungsweise liegt die so generierte «Wachstumsbeschleunigung» bei 0,2 bis 0,3 BIP-Prozentpunkten. Das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts im abgelaufenen Jahr dürfte rund 0,8% betragen haben. Wir rechnen im laufenden Jahr mit einer Beschleunigung auf 1,2%. Unter Ausklammerung der zuvor erwähnten «Sporteffekte» rechnen wir für 2020 somit mit einem ähnlichen BIP-Wachstum wie 2019. Die aktuellen Teuerungsraten liegen, gemessen am Konsumentenpreisindex, im negativen Bereich. Faktisch herrscht in der Schweiz aktuell Deflation. Dies liegt primär am anhaltend festen Franken und den jüngst rückläufigen Energiepreisen. Bis zum Ende des laufenden Jahres rechnen wir nur mit einem minimalen Anstieg der Teuerung auf rund 0,4% gegenüber dem Vorjahresmonat.

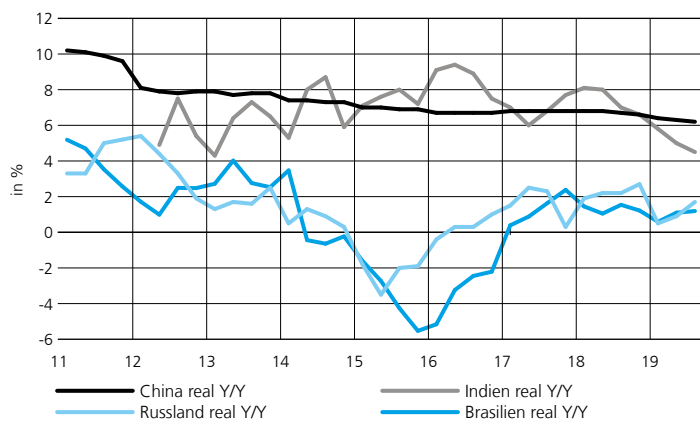
Makroökonomie Nordamerika und Asien

Nordamerika

Wachstum dürfte weiterhin stabil verlaufen

Die solide Zunahme der Konsumausgaben im November deutet darauf hin, dass die US-Wirtschaft im 4. Quartal 2019 annualisiert erneut mit rund 2% gewachsen ist. Auch 2020 wird sich das Wachstum um 2% bewegen. Dabei bleibt der Konsum die Hauptstütze der inländischen Nachfrage und wird durch ein kräftiges Beschäftigungs- und Lohnwachstum angetrieben. Ebenfalls stützend wirkt die Beschleunigung beim Wohnungsbau, welche durch die geldpolitische Wende der amerikanischen Zentralbank FED im vergangenen Jahr ausgelöst wurde. Die Bedeutung des Wohnungsbaus geht über die reine Bautätigkeit hinaus. Denn bei einem Einzug in eine neue Wohnung werden typischerweise neue Einrichtungsgegenstände erworben. Zudem gibt es Potenzial für eine stärkere Unterstützung durch die Unternehmensinvestitionen als im Vorjahr. Mit dem vorläufigen Abkommen zwischen den USA und China ist ein wichtiger Belastungsfaktor weggefallen. Die Präsidenten-

Entwicklung Bruttoinlandsprodukt (Schwellenländer)



schaftswahlen 2020 dürften allerdings neue Unsicherheit bringen, schliesslich kann der Wahlausgang die Aussen-, Handels- und Wirtschaftspolitik nachhaltig beeinflussen. Die Unsicherheit wird durch die unterschiedlichen politischen und marktfreundlichen Prägungen der demokratischen Präsidentschaftskandidaten zusätzlich erhöht. Daher wird bereits die Nominierung des demokratischen Herausforderers für Volatilität sorgen. Gleichwohl ist nicht davon auszugehen, dass die US-Wirtschaft in eine Rezession abgleitet. Denn weder dürfte der Konsum deutlich nachlassen, noch ist mit einer Einschränkung bei den staatlichen Ausgaben zu rechnen. Die Kerninflation wird sich 2020 der Zielmarke von 2% weiter annähern. Allerdings dürfte sie niedrig genug bleiben, um keine Bedenken einer signifikanten und anhaltenden Zielüberschreitung zu wecken. Das FED selbst erwartet daher bis 2021 auch keine Leitzinsanpassungen, weder in die eine noch die andere Richtung.

Asien

Japan: Wachstumsdynamik bleibt auf tiefem Niveau

Gemäss neuesten Schätzungen ist die japanische Wirtschaft im 3. Quartal 2019 deutlich dynamischer gewachsen als ursprünglich angenommen. Die Anlageinvestitionen legten am stärksten zu und waren die wichtigste Wachstumsstütze für Japans Wirtschaft. Der Privatkonsum stieg im Vorfeld der Mehrwertsteuererhöhung mit 0,5% ebenfalls überdurchschnittlich stark, dürfte im 4. Quartal 2019 allerdings einen signifikant negativen Effekt auf die Gesamtwirtschaft ausgeübt haben. So lagen die Detailhandelsumsätze im Oktober 2019 schon 7% unter dem Vorjahreswert. Die negativen Auswirkungen der Mehrwertsteuererhöhung werden allerdings nicht ganz so stark ausfallen wie vor fünf Jahren, da die Detailhändler die Belastung durch die höhere Steuer nicht vollumfänglich an die Konsumenten weitergegeben haben.

China: Weitere Wachstumsverlangsamung erwartet

Die Wirtschaft Chinas hat 2019 deutlich an Schwung verloren. Die Entspannung im Handelskonflikt mit den USA lässt daher etwas aufatmen. Doch der positive Effekt des vorläufigen Abkommens auf die chinesische Wirtschaft wird relativ gering ausfallen. Hoffnungen auf eine baldige Stabilisierung nährten jüngst eher die harten Daten. Nicht nur die Industrieproduktion, sondern auch die Detailhandelsumsätze überraschten positiv. Bei näherer Betrachtung der Detailhandelsumsätze zeigt sich jedoch, dass das Plus nicht zuletzt vom umsatzstarken Single's Day beeinflusst war. Und auch die Anlageinvestitionen stimmen vorerst wenig optimistisch. Es wäre also verfrüht, von einer Wachstumsstabilisierung der Gesamtwirtschaft zu sprechen. Wir gehen allerdings davon aus, dass die Zentralbank 2020 die geldpolitischen Schrauben weiter behutsam lockern wird. Dies dürfte den Konjunkturabschwung bremsen, aber nicht aufhalten. Im laufenden Jahr rechnen wir mit einer Wachstumsverlangsamung von 6,2% auf rund 5,9%.

Indien: Konjunkturrückgang setzt sich fort

Die indische Wirtschaft hat sich in diesem Jahr rasant abgekühlt und die vorliegenden Konjunkturdaten deuten darauf hin, dass eine Besserung vorerst auf sich warten lassen wird. Seit Februar dieses Jahres hat die Zentralbank den Leitzins bereits fünf Mal um insgesamt 135 Basispunkte gesenkt. Das Kreditwachstum nimmt dennoch weiter ab, da die Banken bei der Kreditvergabe eher zurückhaltend sind. Ebenso verzögert die mangelnde Kreditnachfrage die Konjunkturstabilisierung, da Unternehmen unter dem Schuldenberg leiden. Sorgen über eine Fortsetzung der expansiven Geldpolitik hat der kürzliche Anstieg der Konsumentenpreise entfacht. Die starken Regenfälle haben zu Ernteausschlägen geführt und die Nahrungsmittelpreise in die Höhe schiessen lassen.

Geldmarkt und Obligationen

Geld- und Kapitalmärkte im Überblick

Sinkende Nachfrage nach sicheren Häfen

Die Obligationenmärkte entwickelten sich im Schlussquartal des letzten Jahres insgesamt schwächer. Nach den ausserordentlichen Gewinnen im Sommer war eine deutliche Gegenbewegung zu beobachten. Spiegelbildlich dazu haben sich die Zinsen von ihren zwischenzeitlichen Tiefständen Mitte des Jahres nach oben bewegt. Der Auslöser war weniger ein einzelnes Ereignis, sondern vielmehr die Summe verschiedener Faktoren. Einerseits signalisieren die konjunkturellen Stimmungsindikatoren vielerorts eine freundlichere Entwicklung der Wirtschaft. Die insbesondere in den USA vom Konjunkturpessimismus geprägte inverse Struktur der Zinskurve hat sich mittlerweile wieder normalisiert. Daraus kann auf eine abnehmende Rezessionsangst der Anleger geschlossen werden. Noch Mitte des Jahres wurde die negative Renditedifferenz zwischen langen und kurzen Zinsen von vielen Marktteilnehmern als Vorbote einer möglichen Rezession interpretiert. Andererseits zeichnet sich im Handelsstreit zwischen den USA und China eine erste Einigung ab. Als Folge davon hat die Risikoscheue der Anleger abgenommen und es waren vermehrt Umschichtungen aus Obligationen in Aktien zu beobachten. Zudem hat sich die Erkenntnis durchgesetzt, dass die Notenbanken vorderhand keine zusätzlichen Lockerungsmassnahmen mehr vornehmen werden. Die steigende Zuversicht der Anleger hat sich auch bei den Risikozuschlägen für Schuldner mit tieferer Bonitätseinstufung bemerkbar gemacht. Die sinkenden Kreditrisikoprämien haben wie eine Zinsreduktion gewirkt und den Preisrückgang vor allem bei Unternehmensanleihen teilweise abgefedert.

Notenbanken warten ab

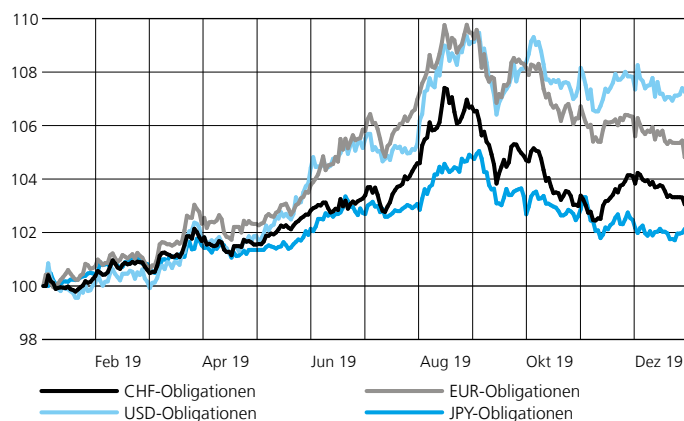
Zum Jahresabschluss haben verschiedene Notenbanken ihre expansive Geldpolitik noch einmal bestärkt. Überraschungen sind dabei ausgeblieben. Eine klare Botschaft hat sich herauskristallisiert: Die Zinswende wird noch längere Zeit auf sich warten lassen. Die US-Notenbank FED liess durchblicken, dass sie für das nächste Jahr keine Zinsänderungen vorsieht. Sie bestätigte damit ihre bereits zuvor geäusserte Absicht einer Zinspause. Zudem bekräftigte sie den Umstand, dass es sich bei den im Jahr 2019 vorgenommenen Zinssenkungen nicht um einen neuen Zyklus handelt. Es wurde lediglich auf die zwischenzeitlich aufgekommenen Rezessionsängste, ausgelöst durch die handelspolitischen Unsicherheiten, reagiert. Die Inflationsentwicklung liegt stabil im Bereich der vom FED angestrebten Zielmarke von 2%.

Auch die Europäische Zentralbank EZB hat an ihrer letzten Sitzung in diesem Jahr keine Veränderung der geldpolitischen Ausrichtung vorgenommen. Der Leitzins bleibt negativ und die Anfang November reaktivierten Wertpapierkäufe werden ohne absehbares Ende fortgesetzt. Trotz Anzeichen einer wirtschaftlichen Stabilisierung würden die Abwärtsrisiken weiterhin den eingeschlagenen Locke-

rungskurs nötig machen. Erneut wurde auf längst fällige Struktur-reformen sowie die Notwendigkeit einer fiskalpolitischen Unterstützung aufmerksam gemacht. Die Prognosen für die Wirtschafts- und Inflationsentwicklung bleiben gedämpft.

In ihrer jüngsten Lagebeurteilung hat auch die Schweizerische Nationalbank SNB ihren bisherigen geldpolitischen Kurs bestätigt. Angesichts der bescheidenen Konjunkturaussichten sowie der anhaltend tiefen Inflationsentwicklung verbleibt der Leitzins unverändert im negativen Bereich. Aufgrund der verstärkten Lockerungspolitik der anderen Notenbanken hat sich die Zinsdifferenz zum Franken verringert. Um einem möglichen Aufwertungsdruck entgegenzuwirken, wird die SNB im Bedarfsfall weiterhin am Devisenmarkt intervenieren.

Entwicklung Obligationenmärkte 1 Jahr (indexiert)



Anhaltendes Tiefzinsumfeld

Was bedeutet diese Ausgangslage für die weitere Entwicklung der Obligationenmärkte? Die heutigen Preise bilden einen Grossteil der bekannten Fakten ab. Dies betrifft die weitere Gestaltung der Geldpolitik sowie die Erwartung einer bescheidenen Inflationsentwicklung. Seitwärtstendierende Anleihenpreise und Zinsen sind deshalb das wahrscheinlichste Szenario. Bewegung an der Zinsfront könnten entweder eine deutliche Belebung der Wirtschaft oder ein verstärktes Sicherheitsbedürfnis der Anleger auslösen. Wenn sich die Aussichten für die Realwirtschaft tatsächlich aufhellen, würde bei den Zinsen ein gewisser Aufwärtsdruck entstehen. Ein besseres Konjunkturmilieu in Kombination mit steigenden Inflationsraten reduziert zudem die Wahrscheinlichkeit weiter sinkender Leitzinsen. Auf der anderen Seite könnte eine Zunahme politischer oder wirtschaftlicher Risiken die Nachfrage nach sicheren Anlagen ankurbeln. Dazu gehören trotz bescheidener Renditeaussichten weiterhin auch Obligationen. Zwischenzeitlich steigende Preise wären die Folge. Unabhängig von diesen beiden möglichen Preistreibern wird das aktuelle Tiefzinsumfeld in jedem Fall noch lange Zeit bestehen bleiben.

Aktien

Aktienmärkte im Überblick

Aktienmärkte befinden sich auf historischen Höchstständen – doch die Börsenparty geht (vorerst) weiter

2019 war ein für die Finanzmärkte herausragendes Jahr! Nahezu alle Märkte erzielten absolut betrachtet positive Erträge, die vielfach deutlich über den langfristigen Durchschnittsrenditen lagen. Diese Entwicklung war umso erstaunlicher, da die Umsätze und Gewinne der Unternehmen grösstenteils stagnierten. Ende 2018 bot sich noch ein deutlich anderes Bild: Die Finanzmärkte standen erheblich unter Druck und Rezessionsängste griffen um sich. Für den Richtungswechsel in diesem Jahr sind die Zentralbanken mit ihrer unterstützenden Geldpolitik massgeblich verantwortlich. Vor allem die US-Notenbank FED hat mit drei Zinssenkungen ein starkes Zeichen gesetzt. Sowohl die Europäische Zentralbank EZB als auch die Schweizerische Nationalbank SNB werden mit grosser Wahrscheinlichkeit auch 2020 ihre Negativzinsen beibehalten. In den USA erwarten die Marktteilnehmer eine weitere Zinssenkung, wobei das FED selbst aktuell eine solche nicht für nötig befindet. Sollte sich das Wirtschaftswachstum aber nicht wie gewünscht entwickeln, dürfte ein verstärkter Einsatz der Fiskalpolitik zu beobachten sein.

Positive Interpretation der Marktteilnehmer

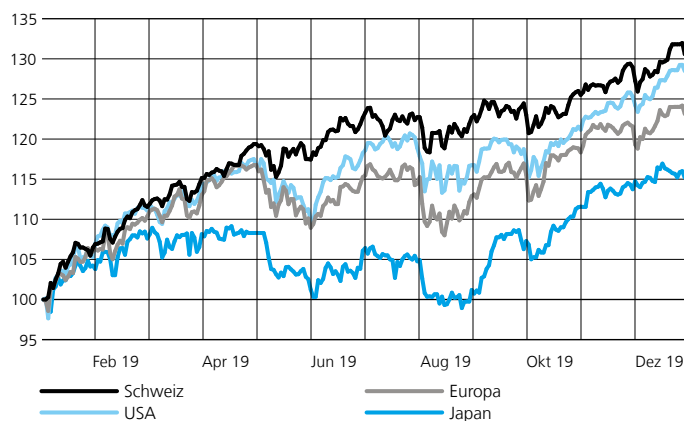
Die Aktienkurse nehmen einen sehr positiven Ausgang des Phase-1-Handelsabkommens zwischen den USA und China vorweg, obwohl weder Details bekannt sind noch der Vertrag unterschrieben wurde. Solange die Gespräche nicht zu scheitern drohen, dürfte der Optimismus kaum gebrochen werden. Die Hoffnung beruht diesbezüglich auch auf den US-Präsidentschaftswahlen, welche 2020 stattfinden. Ähnlich verhält es sich mit den Wirren um den Brexit. Nach dem deutlichen Wahlerfolg der Konservativen um Boris Johnson erfolgte eine Rallye, welche bereits einen geordneten Brexit vorwegnimmt. Die schwierigen Loslösungsverhandlungen stehen aber noch an und die Zeit ist eher knapp bemessen. Deshalb ist nach wie vor ein harter Brexit möglich, der die Märkte empfindlich treffen würde.

Weitere Bewertungsexpansion

Die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen für Unternehmen (v.a. im produzierenden Bereich) bleiben anspruchsvoll. Das Umfeld hat sich zwar stabilisiert, der Auftragseingang bleibt jedoch volatil und die Visibilität ist gering. Die anhaltende Hoffnung auf einen Handelsdeal, das Abwenden einer Rezession und der Glaube an eine wirtschaftliche Erholung liessen den Risikoappetit der Investoren in jüngster Zeit wieder deutlich ansteigen. Zudem stützten starke Arbeits- und Häusermarktzahlen in den USA das Vertrauen der Konsumenten in die Wirtschaft. Deshalb ging die im September begonnene Sektorrotation weiter und es wurden insbesondere Aktien aus zyklischen Branchen nachgefragt. Der Aktienmarkt scheint sich dabei in einem länger anhaltenden Umfeld von sehr

tiefen und zum Teil negativen Zinsen von der Realwirtschaft zu entkoppeln, denn die Unterstützung von der Gewinnseite fehlt. Die Schätzungen der Analysten werden laufend reduziert. Zusammengefasst bedeutet dies, dass Aktien stetig teurer werden. Die Bewertung auf Basis des KGV (Kurs-Gewinn-Verhältnis) liegt in der Schweiz und den USA am oberen Ende des historischen Durchschnitts – in Europa ungefähr auf dem langjährigen Mittelwert. Allerdings ist auch das anhaltend tiefe bis negative Zinsumfeld zu beachten. Die Risikoprämien befinden sich aufgrund der rückläufigen Zinsen auf Vorjahresniveau und zeigen weiterhin eine unterdurchschnittliche Bewertung an. Das tiefe Zinsniveau relativiert damit das überdurchschnittliche KGV. Dieser Umstand erhöht jedoch naturgemäss die Fallhöhe, falls die bereits eingepreisten Erwartungen in naher Zukunft nicht erfüllt werden sollten.

Entwicklung Aktienmärkte 1 Jahr (indexiert)



Ausblick

Die Börsenentwicklung wird in den kommenden Wochen primär von den Geschehnissen auf dem politischen Parkett dominiert. Im weiteren Verlauf des Jahres wird sich der Fokus auf die Wirtschaftsdaten und die Quartalszahlen der Unternehmen sowie auf die Präsidentschaftswahlen in den USA im November verschieben. Trotz des aktuell grossartigen Sentiments sind Rücksetzer durchaus möglich. Wir werden uns weiterhin an den Fundamentaldaten orientieren und bleiben deshalb unserer Anlagephilosophie treu. Wir investieren in solide Qualitätsunternehmen, die kontinuierliches Umsatz- und Gewinnwachstum aufweisen und sich in verschiedenen Marktszenarien gut entwickeln können.

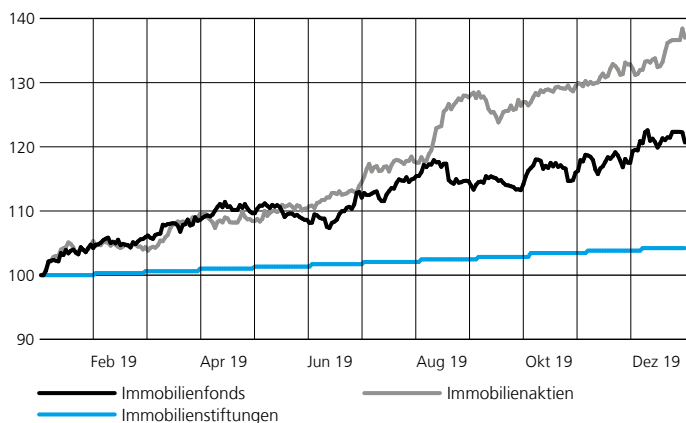
Nicht traditionelle Anlagen

Immobilienfonds Schweiz

Rekordjagd

Die Schweizer Immobilienfonds haben sich im Verlauf des Jahres 2019 von einem Hoch zum nächsten vorgearbeitet. Die Immobilienfonds waren gegen Ende 2018 deutlich unter Druck geraten. Zinsängste und Befürchtungen eines Überangebotes dominierten. Die Verluste waren jedoch bereits Ende Januar 2019 wettgemacht und die Jagd nach neuen Rekordständen startete. Das vergangene Jahr schlossen die Immobilienfonds nahe dem Allzeithoch mit einer Jahresperformance von +20,7%. Das ist das zweitbeste Jahresergebnis des Immobilienfondsindex seit dem Bestehen (1995). Die Anleger gehen nach wie vor von einem langanhaltenden Tiefzinsumfeld aus, wodurch Immobilieninvestments weiterhin attraktiv erscheinen. Dies führte zu einem deutlich höheren Bewertungsniveau der Immobilienfonds. Das Agio (Aufgeld zum inneren Wert NAV) lag per Ende Jahr bei 32,5%. Per Ende 2018 lag diese Kennzahl noch bei 15,7%. Eine Wiederholung der Performance 2019 erachten wir für das Jahr 2020 als eher unwahrscheinlich. Angesichts der anhaltend tiefen Zinsen, der attraktiven Ausschüttungsrendite sowie der Stabilität des Realmarktes stellen die Schweizer Immobilienfonds aber weiterhin eine solide Anlageklasse dar.

Entwicklung indirekte Immobilien Schweiz 1 Jahr (indexiert)

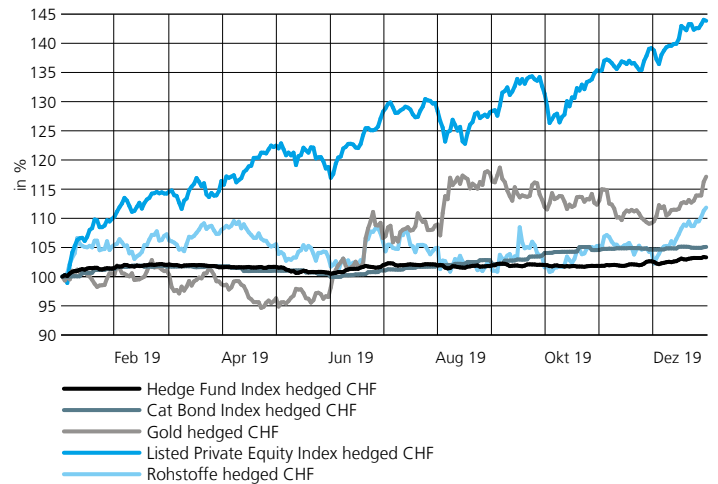


Übrige Anlagen

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 gemischte **Rohwaren** zu dieser Gruppe. Ein wesentlicher Bestandteil der Rohstoffe sind Energiewerte wie bspw. Rohöl. Zu Beginn

Entwicklung Übrige Anlagen CHF 1 Jahr (indexiert)



des Quartals lag der Preis für ein Barrel Rohöl der Sorte Brent bei 60.78 USD. In den ersten zwei Quartalsmonaten erhöhte sich der Preis um rund 2,7% auf 62.43 USD. Im unmittelbaren Vorfeld des mit Spannung erwartenden «Opec+»-Länder-Treffens vom 6. Dezember in Wien fiel der Preis dann gegen rund 60.50 USD. Nach Bekanntgabe weiterer Förderbeschränkungen um 500 000 Barrel (je 159 Liter) Öl ab dem 1. Januar 2020 erhöhte sich der Preis des schwarzen Goldes bis Quartalsende wieder auf 66.00 USD. Die Aufwärtsbewegung könnte aber aufgrund des neuesten Berichtes der Internationalen Energieagentur IEA, welcher die anhaltende Sorge der Nachfrageentwicklung ins Zentrum stellt, zunehmend auslaufen. Der Preis für **Gold**, abgesichert gegen Schweizer Franken, ist in diesem Jahr deutlich gestiegen (+14,1%). Das Interesse von Investoren wie auch die Nachfrage von Zentralbanken ist ungehindert gross. Die Schmuckindustrie hingegen beklagt sich über die Höhe des Preises und steht einer sinkenden Nachfrage gegenüber. Auf dem Markt für **versicherungs-basierte Verträge und Anleihen (Cat Bonds)** werden aktuell mehr Schadensdeckungen mit höheren Prämien abgeschlossen. An den beiden grössten Rückversicherungskonferenzen im Oktober wurden insbesondere die diesjährigen Katastrophenergebnisse, nach dem dritten Jahr in Folge mit überdurchschnittlicher Schadensaktivität, diskutiert und als Auslöser höherer Prämien identifiziert. Dies dürfte sich grundsätzlich positiv auf die Performance der spezialisierten Fonds in diesem Bereich auswirken, solange keine übermässigen Schäden eintreffen. Der **CoCo-Markt (bedingte Wandelanleihen)** profitierte im vierten Quartal vom Nachlassen der geopolitischen Risiken und der weiterhin expansiven Geldpolitik der Notenbanken. Die Quartalsperformance liegt bei rund +4,5% und die Jahresperformance beläuft sich auf erfreuliche 18,1%.

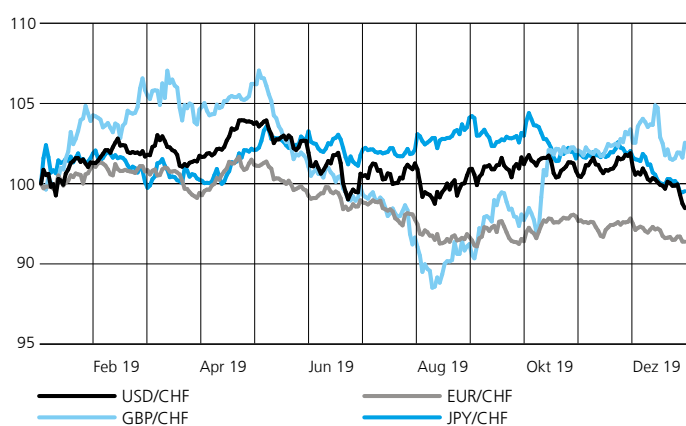
Währungen

Währungen im Überblick

Schweizer Franken weniger nachgefragt

Die zunehmende Entspannung der politischen Konflikte reduzierte im letzten Quartal des Jahres die Nachfrage nach dem sicheren Anlagehafen Schweizer Franken (CHF) und sorgte unter anderem dafür, dass zum Euro (EUR) zeitweise Wechselkurse um die 1.10 erreicht wurden. Generell hat sich die Volatilität an den Devisenmärkten stark zurückgebildet. Die Investoren bauen vermehrt auf die stabilisierende Einflussnahme der Zentralbanken und scheinen immer weniger gewillt, gegen diese zu wetten. Der Schweizerischen Nationalbank SNB kam diese Entwicklung sicher entgegen. Sie musste sich nicht mehr so stark mit Interventionen gegen die Aufwertung unserer Heimwährung stemmen. Die Abhängigkeit von der schwachen Erholung der Wachstumsdynamik in der Euro-Zone und der tiefen Inflation in der Schweiz könnte jedoch den Druck auf die SNB zunehmend erhöhen, die Negativzinsen weiter zu verschärfen. Die Hürde hierfür scheint allerdings momentan noch zu hoch zu sein. Der Europäischen Zentralbank selbst sind angesichts der hartnäckig schwachen Inflationsentwicklung und des bescheidenen Wirtschaftswachstums ebenfalls die Hände gebunden. Daher kann auch hier von einer Weiterführung der bisher eingeschlagenen Geldpolitik ausgegangen werden. Bis auf weiteres kann deshalb beim Wechselkurs des Schweizer Franken zum Euro ein um die 1.10 oszillierender Kurs erwartet werden. Ende Dezember betrug der Wechselkurs 1.09.

Währungsentwicklung 1 Jahr (indexiert)

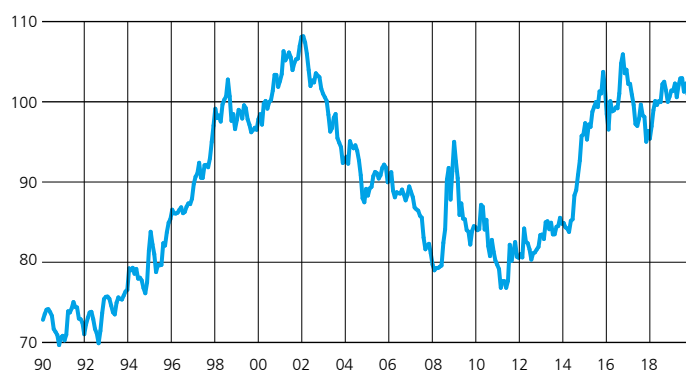


US-Dollar hält Kursniveau

Dank freundlicher Konjunkturdaten konnte der US-Dollar, trotz rückläufiger Zinsdifferenz zu vielen Währungsräumen, das Kursniveau im letzten Quartal halten. Ende November erreichte der Greenback sogar wieder die Parität zum CHF. Die geldpolitische Anpassung der US-Notenbank Federal Reserve FED scheint vorerst abgeschlossen. Unter den wichtigsten Zentralbanken verfügt das FED zwar über den grössten Spielraum für weitere Zinslockerungen.

Die US-Notenbank sieht sich jedoch nach der dritten Senkung in Folge in diesem Jahr momentan gut positioniert und dürfte daher eine längere Pause einlegen. Die geopolitischen Spannungen haben sich etwas gelegt und die globale Konjunktur hat sich stabilisiert. Auch vom Inflationsumfeld geht derzeit kein Druck aus. Das weitere Aufwärtspotenzial des USD erachten wir deshalb als erschöpft. Zudem ist die Bewertung des Greenbacks gemessen an der Kaufkraftparität hoch und viele Anleger sind bereits in der amerikanischen Währung positioniert. Aktuell sind aber auch keine negativen Einflüsse auszumachen, was insgesamt auf eine stabile weitere Kursentwicklung schliessen lässt. Ende Quartal betrug der Wechselkurs des CHF zum USD 0.97.

USD handelsgewichteter Index

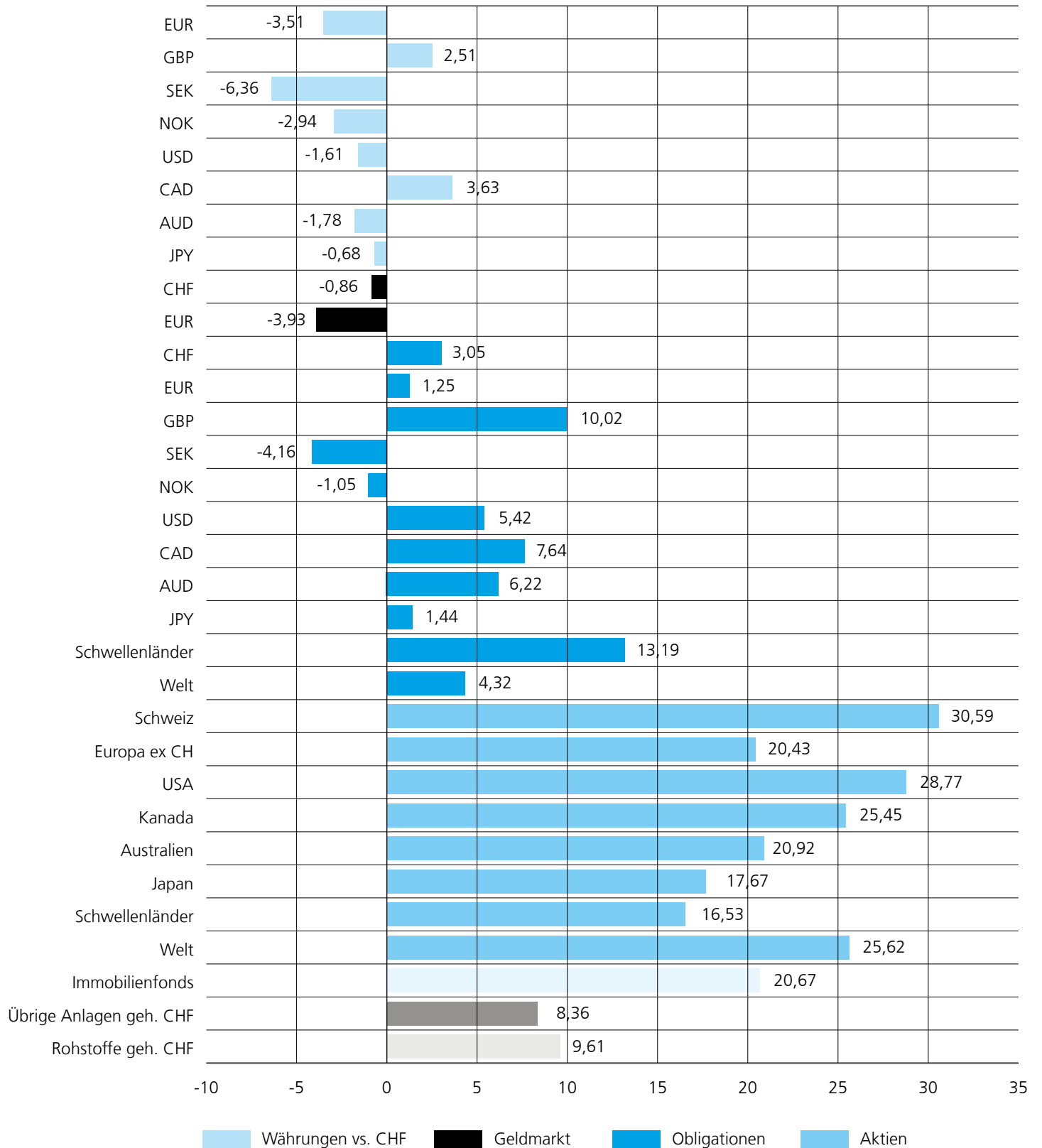


Brexit in Sicht

Das britische Pfund (GBP) profitierte gegen Ende des Quartals vom Wahlsieg der konservativen Partei in Grossbritannien. Die gewonnenen Parlamentswahlen ebneten Premierminister Boris Johnson den Weg für einen geordneten Austritt des Inselstaates aus der europäischen Union (EU) per Ende Januar 2020. Die schwierigen Verhandlungen mit der EU über die Ausgestaltung der zukünftigen wirtschaftlichen Beziehungen sind jedoch weiterhin ausstehend. Die politische Unsicherheit bleibt somit auch nach wie vor bestehen und wird weiterhin auf der britischen Währung lasten. Nach der jüngsten GBP-Aufwertung scheint das zusätzliche Aufwärtspotenzial beschränkt zu sein. Daher kann bis auf weiteres von einer Seitwärtsbewegung um das aktuelle Niveau ausgegangen werden. Der Wechselkurs des Pfund Sterling zum Schweizer Franken betrug Ende Jahr 1.28.

Marktpformance

1. Januar bis 31. Dezember 2019 (Basis CHF)



Anlagestrategie

Konjunktur

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

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 Finanzmärkte stehen weiterhin in einem freundlichen Licht. Zusätzlich zur anhaltenden geldpolitischen Unterstützung haben die konjunkturellen und politischen Risiken abgenommen. Glaubt man den jüngsten Stimmungsindikatoren, wird sich das wirtschaftliche Umfeld 2020 aufhellen. Das sind guten Nachrichten für die Gewinnentwicklung der Unternehmen. Insbesondere der Wachstumsrückgang im Industriebereich könnte sich stabilisieren. Zusammen mit der positiven Entwicklung im Dienstleistungssektor sowie den öffentlichen und privaten Ausgaben sollte dies zu einer Belebung des Konjunkturwachstums führen. Gleichzeitig haben sich die politischen Belastungsfaktoren wie der US-Handelsstreit oder der Brexit deutlich entspannt. Der Risikoappetit der Anleger ist aufgrund dieser freundlicheren Aussichten wieder gestiegen. Sie investieren weiterhin in risikoreiche Anlagen wie Aktien und Immobilien. Sichere Häfen wie Staatsanleihen oder Gold sind in dieser Phase weniger gefragt. Allerdings bleibt das Marktumfeld fragil. Eine erneute Zuspitzung der politischen oder wirtschaftlichen Lage ist jederzeit möglich. Deshalb gilt es auch weiterhin das eigene Portfolio breit auszurichten.

Unsere aktuelle Einschätzung basiert auf leicht besseren Konjunkturaussichten sowie einer anhaltenden geldpolitischen Unterstützung. Zudem gehen wir vorderhand nicht von einer weiteren politischen Eskalation aus. Diese positive Sichtweise stellt heute den Marktkonsens dar und ist zu einem grossen Teil in den Wertpapierpreisen abgebildet. Insbesondere die Aktien haben im letzten Jahr eine deutliche Erwartungsprämie aufgebaut, weil die Gewinnentwicklung nicht mit den Kurssteigerungen mithalten konnte. Die Aktienquote wird deshalb von uns trotz positivem Marktumfeld neutral gewichtet. An der Zinsfront gehen wir mittelfristig von seitwärts tendierenden Renditen aus. Die Notenbanken belassen vorderhand die Geldpolitik unverändert und die Inflationsraten verharren auf tiefem Niveau. Die bescheidenen Renditeaussichten veranlassen uns, die bestehende Untergewichtung bei den Obligationen beizubehalten. Die Immobilienfonds stellen weiterhin eine attraktive Ergänzung in unseren breit ausgerichteten Anlagestrategien dar. Die Kurssteigerung des letzten Jahres hat die Bewertung allerdings deutlich ansteigen lassen. Deshalb liegt der zukünftige Fokus vor allem auf der hohen Ausschüttungsrendite und weniger auf weiteren Kurssteigerungen. Die Quote der Übrigen Anlagen ist leicht übergewichtet. Neben verschiedenen zu den klassischen Anlageklassen tief korrelierten Investitionen halten wir eine prominente Goldquote. Diese soll unser Portfolio dann stabilisieren, wenn das Marktumfeld wider Erwarten rauer wird.

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