



Reporting Bericht

1. Quartal 2022

Ukraine-Konflikt sorgt für tiefere Wachstumserwartungen
 Inflationsraten nochmals gestiegen
 Geldpolitische Normalisierung wird weiterverfolgt

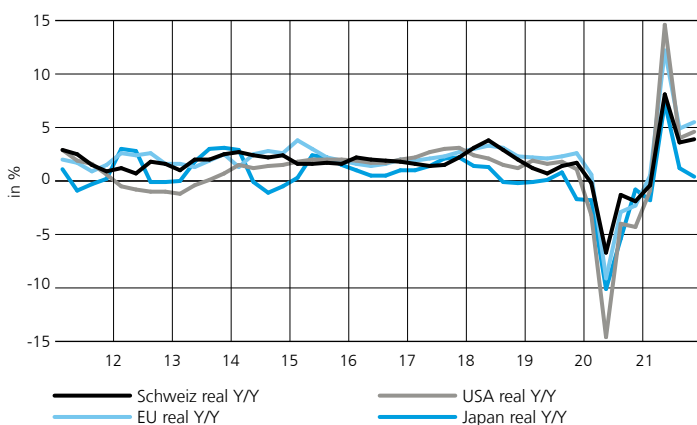
Makroökonomie Europa und Schweiz

Europa

Euro-Zone: Schwächeres Wachstum im 4. Quartal 2021

Die Wirtschaft in der Euro-Zone ist im 4. Quartal nur noch um 0,3% gegenüber dem Vorquartal gewachsen. In den beiden Quartalen zuvor hatte noch ein Wachstum von jeweils über 2% resultiert. Hauptursachen für die deutlich geringere Dynamik sind die neuerliche Pandemiewelle und die damit verbundenen erneuten Eindämmungsmassnahmen. Insgesamt erwies sich die Wirtschaft aber trotz rekordhoher Infektionszahlen als widerstandsfähig und das Bruttoinlandsprodukt erreichte wieder das Vorkrisenniveau von Ende 2019. Mit dem nun mehr und mehr voranschreitenden Abbau der coronabedingten Restriktionen dürfte sich das Wachstum in den kommenden beiden Quartalen trotz der Eskalation im Konflikt zwischen Russland und der Ukraine sogar nochmals leicht beschleunigen. Mit der kräftigen wirtschaftlichen Erholung hat sich auch die Lage am Arbeitsmarkt rasch verbessert. Die Arbeitslosenrate lag mit 6,8% im Februar auf dem tiefsten Wert in der Geschichte der Währungsunion und auch die Beschäftigung ist mittlerweile wieder höher als vor der Pandemie. Die gute Auftragslage der Firmen und die zahlreichen offenen Stellen sprechen für einen weiteren Rückgang der Arbeitslosenrate in den kommenden Monaten. Gleichzeitig wird mit den wachsenden Rekrutierungsschwierigkeiten aber auch der Lohndruck zunehmen.

Entwicklung Bruttoinlandsprodukt (Industriestaaten)



Grossbritannien: Weiterhin auf Wachstumskurs

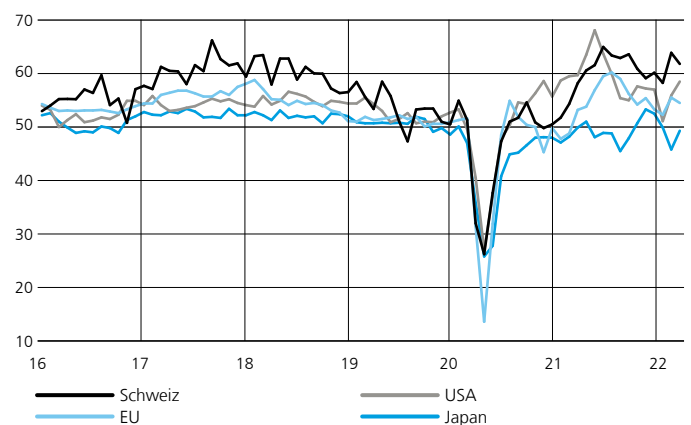
Die britische Volkswirtschaft ist im 4. Quartal im Vergleich zum Vorquartal um 1% gewachsen. Die Erholung hat sich somit trotz der heftigen Omikronwelle und erneuter Restriktionen mit unverändertem Tempo fortgesetzt. Verglichen mit den anderen grossen Volkswirtschaften Europas liegt das Inselreich damit im Mittelfeld. Für das Gesamtjahr 2021 resultierte ein starkes aufholbedingtes Wachstum von 7,5%. Für dieses Jahr rechnen wir mit einem Wachstum von 3,7%, wobei die Dynamik mit dem Abbau der Corona-restriktionen kurzfristig sogar nochmals zunehmen dürfte.

Schweiz

Offizielles Pandemieende

Der Bundesrat hat per Ende März alle Coronamassnahmen aufgehoben. Mit der Aufhebung der letzten Massnahmen gehört zwar die Pandemie noch nicht der Vergangenheit an, aber die wirtschaftlichen Bremsspurten werden von Woche zu Woche schwächer. Die Normalisierung ist somit eingeläutet, unser Konsumverhalten wird sich wieder dem Muster aus der Zeit vor der Krise annähern. Dabei dürfte sich insbesondere bei den während der Coronakrise stark nachgefragten «langlebigen» Konsumgütern (bspw. Fahrräder oder Camper Vans) ein gewisser Sättigungseffekt zeigen. Für Güter, die nicht zur Verfügung standen oder für die keine unmittelbare Verwendung in der Krisenzeit bestand, stehen hingegen Nachholeffekte an. Ähnliches gilt für die Dienstleistungen, wobei hier die Vorzieh- bzw. Nachholeffekte aufgrund ihrer schieren Unmöglichkeit zur Lagerung gedämpft ausfallen.

Entwicklung Einkaufsmanagerindex (PMI)



Inflation zieht auch in der Schweiz an

Ein Blick an die Zapfsäulen der Tankstellen zeigt uns Konsumentinnen unweigerlich, dass die Teuerung nun auch in der Schweiz angekommen ist. Während in vielen Ländern bereits ab Mitte 2021 die Inflationsraten kontinuierlich gestiegen sind und laufend neue Rekordmarken geknackt haben, kam die Schweiz nicht zuletzt dank einer geringeren Abhängigkeit von fossilen Brennstoffen und dem sich ständig aufwertenden Schweizer Franken vergleichsweise glimpflich davon. Mit einem Konsumentenpreisanstieg gegenüber dem Vorjahr um 2,4% erreichte die Inflation im März 2022 einen Stand wie letztmals 2008. Schuld dafür ist hauptsächlich der Anstieg der Preise bei den Importgütern, vor allem bei den Rohstoffpreisen. Nichtsdestotrotz liegen wir damit aber nach wie vor auf einem vergleichsweise tiefen Niveau und dies dürfte – fester Schweizer Franken sei Dank – auch in der nächsten Zukunft so bleiben.

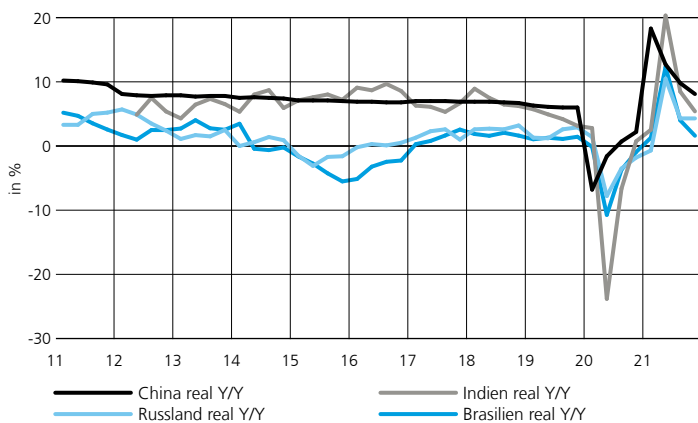
Makroökonomie Nordamerika und Asien

Nordamerika

Anhaltend positive Aussichten beim Wachstum

Im 4. Quartal 2021 verzeichnete die US-Wirtschaft mit 5,5% gegenüber dem Vorjahresquartal ein deutlich stärkeres Wachstum als noch im 3. Quartal 2021. Die Omikronwelle ist deutlich abgeflaut, während sich die Wirtschaftsaktivitäten erholen. So zeigen Kreditkartenumsätze eine rasche Zunahme der Verbraucherausgaben für Reisen, Unterhaltung und Restaurantbesuche. Ein deutliches Anziehen der Aktivitäten im Dienstleistungssektor signalisiert auch der Einkaufsmanagerindex im März mit einem Stand von über 58 Punkten. Insgesamt dürfte sich die Erholung fortsetzen, da sich das Wachstum der Konsumausgaben nur leicht abschwächen wird und der Arbeitsmarkt sich weiter verbessert. Jeden Monat entstehen mehrere Hunderttausend neue Arbeitsplätze und damit zusätzliches Einkommen. Allerdings wird ein negativer Lagereffekt dazu führen, dass das BIP-Wachstum im 1. Quartal 2022 nur rund 2% erreicht. Für das gesamte Jahr 2022 rechnen wir mit einer BIP-Zunahme von 3,5% gegenüber dem Vorjahr.

Entwicklung Bruttoinlandsprodukt (Schwellenländer)



Arbeitsmarkt und hohe Rohstoffpreise treiben Inflation

Die Teuerung fiel im Februar überraschend stark aus und erreichte mit 7,9% den höchsten Stand seit fast 40 Jahren. Für die kommenden Monate rechnen wir aber zumindest mit einer Verlangsamung des Preisauftriebs, da sich die Angebotsbeschränkungen entspannen und sich die überhitzte Güternachfrage stärker hin zu den Dienstleistungen verschieben sollte. Risikofaktoren bleiben jedoch die hohen Rohstoffpreise und der US-Arbeitsmarkt. Letzterer befindet sich in einem spürbaren Aufschwung. Die monatlichen Stellenzuwächse bewegten sich in den letzten Monaten im Mittel um die 600 000 Stellen. Insgesamt nimmt die Beschäftigung also deutlich stärker zu als noch vor der Pandemie. Der Arbeitsmarkt wird somit immer enger, was sich auch in einem zunehmenden Lohnauftrieb widerspiegelt.

Asien

Japan: Erfreuliches Jahresende

Die japanische Wirtschaft ist im Schlussquartal des vergangenen Jahres äusserst dynamisch gewachsen. Das reale Bruttoinlandsprodukt stieg um 1,3% an. Das Privatkonsumwachstum zog stärker an als erwartet und machte damit den Rückgang im 3. Quartal mehr als wett. Die Anlageinvestitionen legten ebenfalls zu, wobei die Erholung nach dem starken Dämpfer im Vorquartal schwach ausfiel. Die Exporte fielen dank einem schwachen Yen und langsam nachlassenden Versorgungsempfängen im Automobilssektor höher aus, während die Importe aufgrund des geringeren Güterkonsums rückläufig waren. Insgesamt war der Aussenhandel für einen Fünftel des Wirtschaftswachstums im Schlussquartal verantwortlich. Einzig die Inventarveränderung und der Staatskonsum verhinderten eine stärkere Erholung der japanischen Wirtschaft. Nach dem fulminanten Wachstum im Schlussquartal dürfte der nächste BIP-Ausweis einiges schwächer ausfallen, erlitt die Inselnation doch die heftigste Erkrankungswelle seit Pandemiebeginn, welche sich erst jetzt wieder abzuflachen beginnt. Wir rechnen in Japan 2022 mit einer BIP-Zunahme von 2,4%, welche sich im Folgejahr auf 1,4% verringern wird.

China: Wirtschaftsdynamik nimmt laufend ab

Im Verlauf des letzten Jahres hat sich das Wirtschaftswachstum in China stetig verlangsamt. Im 4. Quartal lag das BIP nur noch 4% über dem Vorjahresniveau. Vor der Coronakrise waren Raten zwischen 6 und 7% der Normalfall gewesen. Die chinesische Regierung setzt nun der Wirtschaft für 2022 ein Wachstumsziel von 5,5%. Dies wurde im Umfeld des Nationalen Volkskongresses Anfang März festgelegt und dürfte unter den gegebenen Umständen schwierig zu erreichen sein. Die chinesischen Behörden werden wohl die Staatsausgaben neuerlich erhöhen, um die Schwäche des Immobilienmarktes und die durch Covid verursachte Konsumzurückhaltung auszugleichen. Dabei hilft das Aufflammen neuer Covid-Herde (nun auch in wirtschaftlich wichtigen Regionen wie Shenzhen) und die damit verbundene Null-Covid-Strategie natürlich nicht. Zudem bringt auch der Krieg zwischen Russland und der Ukraine neue Unsicherheiten mit sich. Wir rechnen 2022 noch mit einem Wachstum von 4,8%, welches sich 2023 nochmals auf 4,5% verringern dürfte.

Indien: Ölpreisschock belastet die Wirtschaft

Indien importiert rund 85% seines Erdölbedarfs und leidet stark unter den kriegsbedingt gestiegenen Energiepreisen. Die Inflationsraten stiegen inzwischen auf neue Rekordmarken und dürften weiter steigen. Die Zentralbank versucht derweil, die schwächelnde Wirtschaft weiter zu unterstützen, dies trotz der steigenden Teuerungsrisiken.

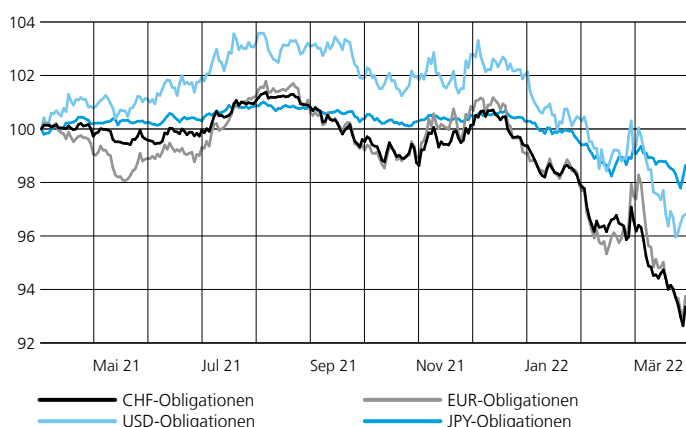
Geldmarkt und Obligationen

Geld- und Kapitalmärkte im Überblick

Ein ausserordentliches Quartal

Die Geld- und Zinsmärkte standen in den ersten drei Monaten des Jahres von verschiedensten Seiten stark unter Druck. Die Inflation beschleunigte sich trotz bereits überdurchschnittlich hohen Monatsänderungsraten im vierten Quartal 2021 nochmals signifikant. Der unverändert hohe Konsum- und Investitionsdrang von privaten Haushalten und Unternehmen traf auf ein nach wie vor limitiertes Angebot. Der Druck der Unternehmen, aufgrund der hohen Nachfrage die Lager weiter aufzustocken, führte in Kombination mit markanten Lieferengpässen zu weiter steigenden Preisen. Der Einmarsch russischer Truppen in die Ukraine befeuerte die Angst um Versorgungslücken bei Energierohstoffen zusätzlich, insbesondere auf dem europäischen Festland. Die offizielle Inflationsrate in der Euro-Zone im März erhöhte sich im Jahresvergleich um 7,5%, währenddem der Konsumentenpreisindex in den USA eine seit den 1980er-Jahren nicht mehr gesehene Jahresveränderungsrate von 7,9% im Februar erreichte. Die deutlich geringeren Preisausschläge in der Schweiz sind auf den starken Schweizer Franken und einen sehr ausgewogenen Inflationsberechnungskorb zurückzuführen. Im März wies der Landesindex der Konsumentenpreise eine Veränderungsrate von 2,4% zum Vorjahr aus.

Entwicklung Obligationenmärkte 1 Jahr (indexiert)



Restriktivere Geldpolitik

Aufgrund des nochmaligen Teuerungsschubs legten die Notenbanken ihre bisweilen gezeigte Zurückhaltung ab. Die US-Notenbank erhöhte wie prognostiziert im März den Leitzins um 0,25% und stellte aggressive Zinserhöhungen in Aussicht, sollte sich die Teuerung weiter akzentuieren. Das FED spürt mittlerweile auch den Einfluss kräftiger steigender Löhne aufgrund eines sehr robusten Arbeitsmarkts. Nichtsdestotrotz sinken aufgrund der aktuell hohen Preisteuerung die Reallöhne, was zu einem Kaufkraftverlust führt und wachstumsdämpfend wirkt. Währenddem die Bank of England

im März eine weitere Zinserhöhung tätigte, wird dies von der Europäischen Zentralbank erst gegen Ende des Jahres erwartet, nachdem die Anleihekaufprogramme eingestellt sein werden. Dennoch sind auch hier die Signale für eine restriktivere Geldpolitik erkennbar. Die Frage wird sich jedoch früher oder später stellen, ob mehrheitlich angebotsgetriebene Preisexzesse durch Leitzinserhöhungen bekämpft werden können. Jedenfalls steigt in einem solchen Szenario die Wahrscheinlichkeit einer Stagflation. Dieses Wort beschreibt einen volkswirtschaftlichen Zustand mit schwachem Wachstum und hoher Inflation. Die Zinsstrukturkurve von US-amerikanischen Staatsanleihen hat sich weiter verflacht und weist per Ende des Quartals in gewissen Laufzeiten sogar schon eine Inversion auf. Der Anleihemarkt sendet hier bereits erste Warnhinweise für eine Wachstumsabschwächung, die sich anbahnen könnte, sollten die Leitzinsen zu stark steigen.

Steigende Nominalrenditen

Die Verfallsrenditen von Anleihen sind über das gesamte erste Quartal kräftig gestiegen und bescherten weltweit überdurchschnittliche Kapitalverluste. Auch am Schweizer-Franken-Obligationenmarkt zogen die Renditen stark an und brachten tiefere Kursnotierungen mit sich. Insbesondere Obligationen mit einer langen Kapitalbindungsdauer erlitten überdurchschnittliche Verluste. Einhergehend mit der gestiegenen Volatilität an den Zinsmärkten haben sich die Kreditrisikoprämien von Unternehmensanleihen erhöht. Als Folge von steigenden Zinsen und höheren Renditeforderungen seitens der Investoren wird die zukünftige Zinslast für Kapitalmarktschuldner eher wieder steigen. Ebenso dürften die Margen in Branchen mit geringer Preissetzungsmacht unter Druck geraten, was deren Bonität nicht zuträglich ist. Das erste Quartal hat endgültig eine neue Ära in der Geldpolitik eingeleitet. Die Abkehr der ultralockeren Haltung seitens der Notenbanken ist mit der Aufhebung vieler Coronarestriktionen in den westlichen Industrienationen Tatsache geworden. Die Nervosität und die starken Tagesschwankungen an den Zinsmärkten deuten auf die Suche nach einem neuen Gleichgewicht hin, das sich unter den aktuellen Umständen nur erahnen lässt. Das zweite Quartal im Kalenderjahr dürfte daher ähnlich volatil bleiben. Die aktuellen Inflationsraten werden in der Tendenz nochmals anziehen und die Unsicherheiten unter den Haushalten und Unternehmen mit Blick auf die tragischen Ereignisse in der Ukraine und den nicht absehbaren humanitären, gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Folgen bleiben ebenfalls hoch. Ein Blick auf die längerfristig gerichteten Inflationserwartungen in den USA lässt eine gewisse optimistische Haltung zu, dass die Teuerungsraten im ersten Halbjahr ihren Zenit erreicht haben werden und sich danach zurückbilden. Eine solche Entwicklung würde auch das Vertrauen gegenüber Nominalwerten wie Obligationen stärken.

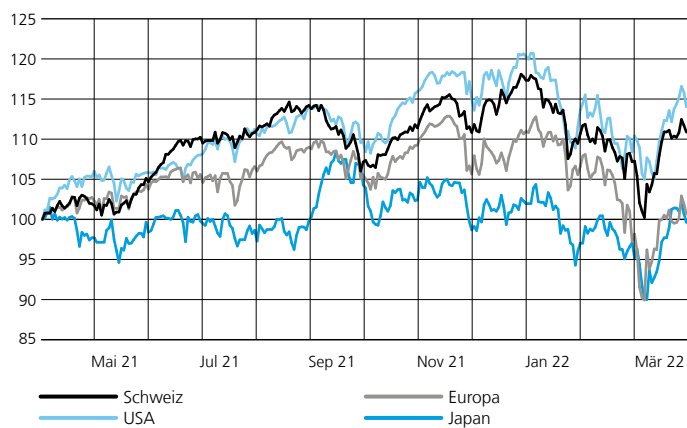
Aktien

Aktienmärkte im Überblick

Ein ruppiger Start ins Jahr

Nach den deutlichen Kursverlusten im Januar konnten sich die Aktienmärkte im Februar zunächst etwas stabilisieren. Überraschend hohe Inflationsraten führten dann aber zu erneuten Abgängen. In der EU kletterte die Teuerung im Januar auf über 7%, während sie in den USA sogar auf 7,9% anstieg. Die EZB-Chefin Christine Lagarde zeigte sich über diese Entwicklung zunehmend besorgt und erachtet eine Leitzinserhöhung in diesem Jahr nicht mehr als unwahrscheinlich. Im Protokoll der US-FED-Sitzung vom Dezember wurde ebenfalls festgehalten, dass die Straffung der Geldpolitik schneller als bisher erwartet umzusetzen und daher eine baldige Anhebung der Leitzinsen angebracht sei. Die erste Erhöhung von 25 Basispunkten wurde im März beschlossen. Das FED erwartet für dieses Jahr sechs weitere Leitzinserhöhungen und im nächsten Jahr deren vier. Ebenfalls soll in den kommenden Monaten mit der Verringerung der Bilanzsumme begonnen werden.

Entwicklung Aktienmärkte 1 Jahr (indexiert)



Eskalation im Ukraine-Konflikt

Eine stärkere Erhöhung der Leitzinsen wurde aufgrund der veränderten geopolitischen Lage verhindert. Mit dem Einmarsch russischer Truppen in die Ukraine eskalierte der seit langem schwelende Konflikt komplett, was zu einem starken Anstieg der Rohstoffpreise führte und die globalen Börsen auf eine Achterbahnfahrt schickte. In diesem Umfeld korrigierten die europäischen Märkte am stärksten aufgrund der Nähe zum Kriegsgebiet und der relativ hohen Abhängigkeit von russischen und ukrainischen Rohstoffen. Zudem waren viele Unternehmen gezwungen, ihre russischen Standorte zu schliessen und den Markt zu verlassen. Obwohl sich die Kriegslage kaum verbesserte, hat sich die Volatilität an den Aktienmärkten im Zuge der Kurserholung seit Mitte März wieder verringert. Die Frage bleibt allerdings, wie nachhaltig diese Entwicklung ist. Teilweise handelte es sich auch um Eindeckungs-

käufe von Leerverkäufern. Der weitere Kriegsverlauf ist nach wie vor nicht abschätzbar und das Risiko einer weiteren Eskalation hoch. Der Druck auf die EU, sich dem Energieembargo der USA anzuschliessen und auf russische Öl- und Gaslieferungen zu verzichten, steigt mit jedem Tag. Die ökonomischen Risiken bleiben angesichts dieser Situation hoch und dürften für eine länger anhaltende, erhöhte Volatilität sorgen.

Starke Gewinnzahlen vs. globale Unsicherheitsfaktoren

Die hohe Tagesvolatilität wurde zusätzlich durch die Gewinnberichtssaison angefeuert, wo es auf Titelebene zu grossen Schwankungen kam. In diesem garstigen Umfeld fiel auch der Schweizer Gesamtmarkt (SPI). Noch schlimmer hat es die Mid- und Small Caps (SPIEX) erwischt. Dies ist auf die generell zyklischere Ausrichtung zurückzuführen. Die Zahlen für das Jahr 2021 fielen dennoch grossmehrheitlich positiv aus und die Gewinnprognosen wurden nach oben angepasst. Der gleichzeitige Kursrückgang hat bei vielen Aktien wieder zu attraktiveren Bewertungen geführt. Die aktuellen Unsicherheitsquellen wie der Krieg in der Ukraine, Inflations- resp. Zinsängste, Lieferkettenunterbrüche und neue Lock-downs in China haben aber auch die Unternehmenslenker vorsichtig werden lassen – so lesen sich die Jahresprognosen deutlich zurückhaltender als noch Ende des letzten Jahres. Nachfrageseitig ist das Umfeld nach wie vor robust, jedoch könnten die Analysten ihre Gewinnschätzungen aufgrund der gestiegenen Kosten teilweise leicht reduzieren. Viele der grossen Unternehmen sehen sich aber nach wie vor in einer guten Position, die gestiegenen Kosten mehrheitlich durch Preiserhöhungen und Effizienzgewinne absorbieren zu können.

Dabei bleiben

Auf mittlere Sicht attestieren wir den Aktienmärkten dennoch weiterhin Steigerungspotenzial. Erstens aufgrund der angesprochenen gesunkenen Bewertungen, die eine Wachstumsabschwächung bereits einpreisen. Zweitens dürften die nächsten Aussagen der Zentralbanken (vor allem EZB) der geänderten Ausgangslage in Osteuropa Rechnung tragen und die bereits vor der Invasion der Ukraine überhöhten Zinsanpassungsprognosen einer Revision unterzogen werden. Beides dürfte für die Aktienmärkte zumindest stabilisierend wirken. Kurzfristig sind jedoch grössere Kursschwankungen nicht auszuschliessen. Daher liegt der Fokus weiterhin auf einer breiten Diversifikation auf Sektorebene mit Investitionen in Qualitätstitel mit starker Bilanz, robusten Margen und stabiler Wertgenerierung.

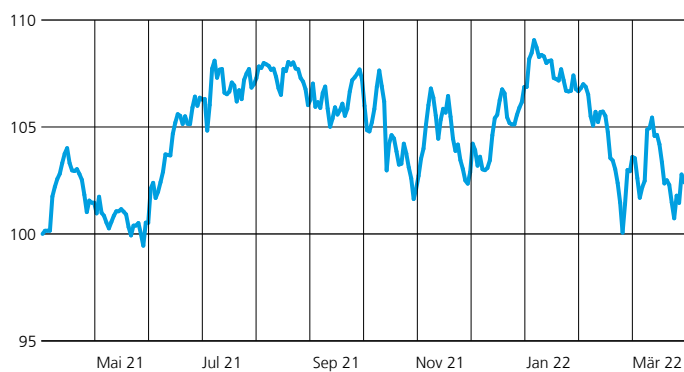
Nicht traditionelle Anlagen

Immobilien Schweiz

Sinkende Nachfrage

Die Schweizer Immobilienfonds verzeichneten im abgelaufenen Quartal tiefere Preise. Offensichtlich hat die Nachfrage institutioneller Anleger, welche hauptsächlich in diesem Segment investiert sind, nachgelassen. Schuld daran könnten die höheren Zinsen sein. Einerseits werden durch das höhere Renditeniveau Obligationen, für welche die Immobilienfonds vielfach als Alternative gelten, wieder interessanter. Andererseits reduziert sich der Barwert zukünftiger Mieteinnahmen, weil sie zu einem höheren Satz abdiskontiert werden. Die Folge ist ein sinkender NAV. Die hohe Bewertung mit einem Agio von rund 37% (Aufgeld zum inneren Wert/NAV) könnte sich angesichts des herausfordernden Marktumfeldes als zu optimistisch erweisen. Wenig überraschend hat es im bisherigen Jahresverlauf noch keine Kapitalerhöhung bestehender Gefässe gegeben. Auch die Fondsgesellschaften scheinen auf die geänderte Nachfrage zu reagieren. Positiv zu werten ist die Tatsache, dass am Realmarkt bisher kein Preisdruck spürbar ist. Im Gegenteil, die jüngste Flüchtlingswelle scheint dem Bedürfnis nach Mietwohnungen neuen Schwung zu verleihen. Die Leerstandsquote dürfte wieder sinken. Trotz allem Gegenwind darf die attraktive Ausschüttungsrendite nicht vergessen werden, welche die Anlageklasse für renditeorientierte Anleger weiterhin interessant macht.

Entwicklung Immobilienfonds Schweiz 1 Jahr (indexiert)



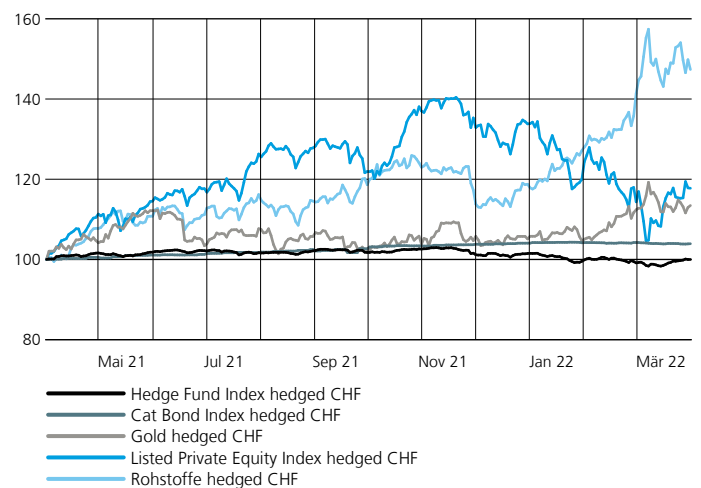
Übrige Anlagen

Viel Flexibilität beim Investieren

Anfang März stieg der Ölpreis der Sorte Brent aufgrund des russischen Angriffs auf die Ukraine erstmals seit 2014 wieder über die 100-US-Dollar-Marke je Barrel (159 Liter). Um den Kursanstieg zu bremsen, kündigten Industriestaaten an, einen Teil ihrer Ölreserven freizugeben. Trotz dieser Massnahme konnte der Höhenflug des schwarzen Goldes nicht gestoppt werden und kurzzeitig wurden rekordhohe Tagespreise von rund 130 USD je Barrel erreicht. Mitverantwortlich waren auch die Aussagen der Organisation erd-

ölexportierender Staaten und ihrer Verbündeten (OPEC+) an der moderaten schrittweisen Erhöhung der Förderquoten, wie sie auf dem Höhepunkt der Lockdowns wegen der Coronapandemie beschlossen wurden, festzuhalten. Gegen Ende des Quartals bekräftigte die OPEC+, einerseits am Bündnis mit Russland festzuhalten, andererseits weiterhin nur kleine Steigerungen der Ölförderung zuzulassen, dies erneut zum Missfallen der westlichen Welt, da eine Ausweitung der Fördermenge problemlos möglich wäre. Zumindest der erneute Ausbruch des Coronavirus in China Ende

Entwicklung Übrige Anlagen CHF 1 Jahr (indexiert)



März könnte die Nachfrage vorübergehend dämpfen, was allerdings negative Folgen für den weiteren Konjunkturverlauf haben könnte. Der Preis einer Feinunze **Gold** ist von rund 1800 USD Ende Januar auf zwischenzeitlich ca. 2050 USD (+13,9%) Anfang März gestiegen und hat dabei als Krisenschutzanlage gedient. Im Zuge der nachfolgenden Erholung der Aktienmärkte hat Gold wieder an Wert verloren. Ende Quartal beläuft sich der Kurs auf 1937 USD je Feinunze. Ob die restriktivere US-Geldpolitik und die höheren nominellen Zinsen sich negativ auswirken oder ob der Krisen- bzw. vorderhand bestehende Inflationsschutz aufgrund negativer Realrenditen den Preis positiv beeinflussen wird, ist momentan nicht absehbar. Wir rechnen aber weiterhin mit hohen Preisschwankungen. Die **flexiblen Obligationenstrategiegefässe** konnten sich dem Trend zu weltweit höheren Zinsen nicht entziehen. Die negative Performanceentwicklung ist jedoch je nach Produkt unterschiedlich ausgefallen. Die grosse Herausforderung werden die Einschätzung der weiteren Entwicklung der Finanzmärkte und die entsprechende Positionierung sein.

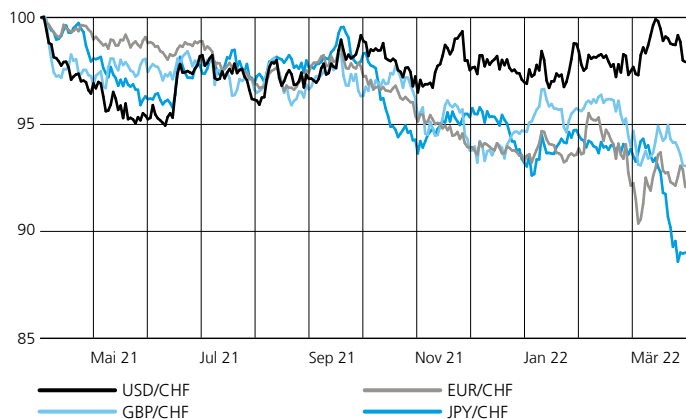
Währungen

Währungen im Überblick

Ukraine-Konflikt führt zu Euro-Schwäche

Im aktuellen durch den militärischen Konflikt in der Ukraine von viel Unsicherheit geprägten Marktumfeld profitierte der Schweizer Franken einmal mehr von seiner Rolle als sicherer Hafen. Vor allem gegenüber dem Euro war die Aufwertung sehr ausgeprägt. Der Wechselkurs EUR/CHF hat zwischenzeitlich die Parität erreicht, was dem höchsten Stand seit Aufhebung der Kursuntergrenze im Jahr 2015 entspricht. Weil sich neben dem Franken auch der US-Dollar äusserst robust entwickelte, muss einmal mehr von einer Euro-Schwäche gesprochen werden. Aufgrund der geographischen Nähe zum Konfliktgebiet sowie der Abhängigkeit von russischem Gas und Öl trifft der Ukraine-Krieg die europäische Wirtschaft besonders stark. Negative Einflüsse auf die Konjunktur und die Konsumentenstimmung zeichnen sich ab. Die Europäische Zentralbank EZB hat zwischenzeitlich einen kleinen Schwenker von ihrer ausgesprochen expansiven Geldpolitik vorgenommen. Sie entschied, die Anleihekäufe früher als bislang erwartet zu beenden. Damit

Währungsentwicklung 1 Jahr (indexiert)



ebnete auch sie den Spielraum für zukünftige Zinserhöhungen und nahm so ein wenig Druck vom Euro. Allerdings fallen die Zinserwartungen im europäischen Währungsraum weiterhin sehr bescheiden aus. Die Schweizerische Nationalbank SNB verhält sich weiterhin passiv und stemmt sich nicht offensichtlich gegen die Euro-Abwertung. Das hat einerseits mit dem inflationsdämpfenden Effekt des starken Frankens zu tun. Andererseits mit der gesamtheitlichen Betrachtung aller Währungen, innerhalb welcher sich die Frankenstärke relativiert. Zudem ist die reale Aufwertung aufgrund der grossen Inflationsunterschiede zugunsten des Frankens sehr bescheiden. Der zukünftige Kursverlauf der europäischen Gemeinschaftswährung hängt stark von der weiteren Entwicklung der Kriegshandlungen in der Ukraine ab. Die durch das Herunterfahren der coronabedingten Einschränkungen anziehende Konjunkturdynamik entfaltet ihre Wirkung wohl erst vollends nach möglichen

Annäherungen in den Verhandlungen zwischen den Kriegsparteien. Allerdings bleibt das Aufwärtspotenzial des Euros auch dann durch die hohen Inflationsdifferenzen bescheiden. Zum Ende des ersten Quartals 2022 notierte der EUR/CHF-Wechselkurs bei 1.02.

US-Notenbank bekämpft Inflation

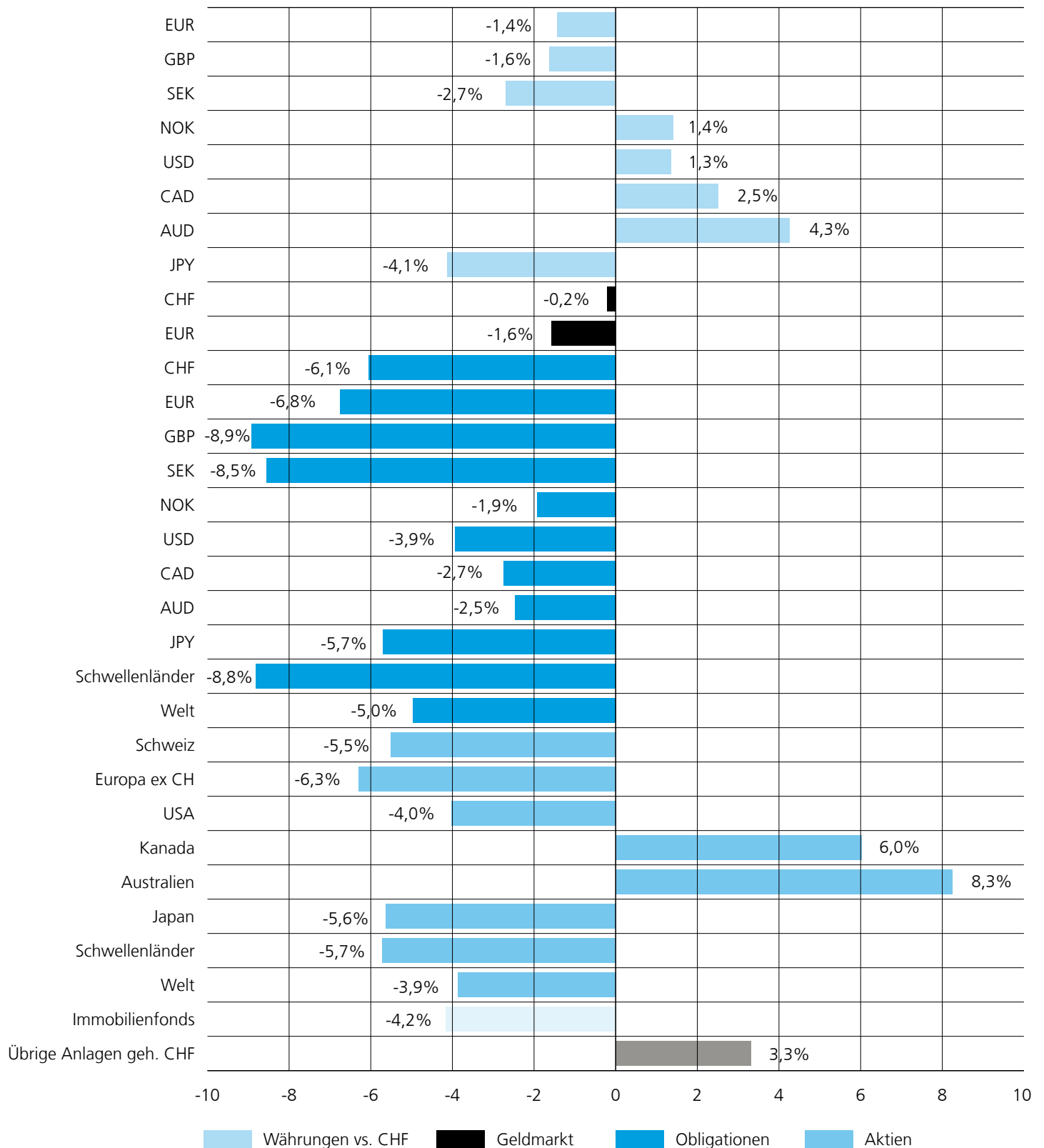
Aufgrund der jüngsten Entwicklungen und einer starken einheimischen Anlegerbasis, welche nun verstärkt im Heimmarkt Mittel anlegt, konnte der US-Dollar an Wert zulegen. Zudem locken mit den von der US-Notenbank FED in Aussicht gestellten Zinserhöhung attraktivere Renditen. Hintergrund für das Vorgehen des FED ist die weiterhin hohe und absehbar weiter steigende Inflation in den USA. Im Februar betrug diese mit knapp acht Prozent so viel wie seit vierzig Jahren nicht mehr. Der Inflationsdruck dürfte vorerst durch die Einflüsse des Ukraine-Konflikts weiter zunehmen. Die Hauptpriorität des FED scheint daher, trotz der konjunkturellen Unsicherheiten, bei der Inflationsbekämpfung zu liegen. Die aktuelle Situation begünstigt mittelfristig einen weiteren Anstieg der US-Valuta. Die strukturellen Ungleichgewichte in den USA und die hohe Bewertung des Greenback könnten jedoch längerfristig wieder zu einer Gegenbewegung führen. Ende März betrug der USD/CHF-Wechselkurs 0.92.

Bank of England bleibt weiter restriktiv

Die Konjunktur Grossbritanniens hat sich im vergangenen Quartal allen Umständen zum Trotz robust entwickelt. Das Vereinigte Königreich pflegt keine substanziellen Handelsbeziehungen zu Russland, spürt die Auswirkungen des Ukraine-Konflikts jedoch durch die von der Regierung unterstützten Sanktionen kein russisches Öl oder Ölprodukte mehr einzuführen, was sich in steigenden Energiepreisen niederschlägt. Das Hauptthema bleibt somit die hohe und weiterhin steigende Teuerung. Die britische Notenbank gehörte international betrachtet zu den ersten massgebenden Währungshütern, die bereits im Dezember die Zinswende eingeleitet haben. Und sie stemmt sich weiterhin gegen den wachsenden Inflationsdruck durch zusätzliche Leitzinserhöhungen, so zuletzt wie erwartet Mitte März. Weitere Erhöhungen wurden bereits in Aussicht gestellt. Allerdings schlug die Bank of England aufgrund der schwierigen Prognosesituation zuletzt einen moderateren Ton an. Die Gefahr das Wirtschaftswachstum durch zu hohe Zinsen abzuwürgen ist gestiegen. Die Markterwartungen an den Umfang weiterer Zinserhöhungen sind entsprechend gesunken, was sich zwischenzeitlich negativ auf das britische Pfund auswirkte. Die steigende Zinsdifferenz könnte dem britischen Pfund zusätzliche Impulse verleihen. Der Wechselkurs GBP/CHF betrug Ende März 1.21.

Marktpformance

1. Januar bis 31. März 2022 (Basis CHF)



Anlagestrategie

Konjunktur

	BIP (vs. Vorjahr)		Inflation (Jahresdurchschnitt)	
	2022	2023	2022	2023
Schweiz	2,7	1,6	1,9	0,9
Euro-Zone	3,5	2,1	4,8	2,5
USA	3,5	2,2	6,0	2,7
Japan	2,4	1,4	1,5	1,2
China	4,8	4,5	2,0	2,3
Schwellenländer	4,6	4,1	5,0	4,0

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

Rekordhohe Inflationsraten, steigende Zinsen und die geldpolitische Wende prägen momentan die Finanzmärkte. Dazu kommen die dramatischen Ereignisse in der Ukraine, welche vor allem in Form höherer Rohwarenpreise die Inflationserwartung zusätzlich befeuern. Die Wirtschaft spürt zudem, dass viele Lieferketten nach wie vor nicht wie gewünscht funktionieren, dringend benötigte Arbeitskräfte vielerorts rar sind und gewisse Güter nicht in der gewünschten Anzahl zur Verfügung stehen. Insgesamt werden damit auch die Wachstumsaussichten eingetrübt. Die einzelnen Anlageklassen reagieren sehr unterschiedlich auf das herausfordernde Marktumfeld. Die Aktienmärkte zeigen sich trotz den vorherrschenden Belastungsfaktoren bisher überraschend robust. Das wirtschaftliche Umfeld wird weiterhin als solide und das Risiko einer globalen Rezession als gering eingestuft. Das Vertrauen in die Notenbanken, die richtige Balance zwischen Inflationsbekämpfung und wirtschaftlicher Unterstützung zu finden, ist gross. Ganz andere Signale senden die Obligationenmärkte. Die steigenden Inflationsraten und die restriktivere Haltung der Notenbanken haben zu markant steigenden Zinsen geführt. Zudem haben sich die Zinskurven vielerorts deutlich verflacht, was in der Vergangenheit häufig der Vorbote einer Konjunkturflaute oder gar Rezession war.

Anleihen werden aufgrund des höheren Renditeniveaus zunehmend wieder attraktiver. Allerdings könnte ein weiterer Anstieg der Zinsen die Preisentwicklung zusätzlich belasten. Wir favorisieren deshalb weiterhin kürzere Laufzeiten und reduzieren damit die Zins-sensitivität. Bezüglich **Aktienanlagen** bleiben wir trotz oder gerade wegen der jüngsten Aufwärtsbewegung angesichts der vorherrschenden Risikofaktoren vorsichtig. Wir halten deshalb an der untergewichteten Quote fest und nehmen zusätzlich eine Teilabsicherung in Form einer Put-Option vor. **Schweizer Immobilienfonds** spüren nach wie vor den Gegenwind steigender Zinsen. Einerseits reduziert sich dadurch der Barwert der zukünftigen Mieteinnahmen und reduziert den inneren Wert (NAV), andererseits erhöhen die steigenden Renditen die Attraktivität anderer Anlageklassen wie Obligationen. Aufgrund der vorherrschenden Unsicherheiten sowie der hohen Bewertung bleiben wir in dieser Anlageklasse untergewichtet. Weiterhin für attraktiv halten wir die **Übrigen Anlagen** wie Gold, Rohstoffe, Wandelanleihen und Privatmarktanlagen, welche neben ihrem interessanten Renditepotenzial vor allem durch vorteilhafte Diversifikationseigenschaften überzeugen. Die Gewichtung liegt deshalb momentan über der strategischen Vorgabe.

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