

## Wirtschaft

### Global

Die Weltwirtschaft wuchs im 4. Quartal 2017 solide und auf breiter Basis. Auch der internationale Handel blieb dynamisch. Der Beschäftigungsaufbau setzte sich in den Industrieländern fort, was zu einer guten Stimmung bei den privaten Haushalten beitrug. Die Konjunktursignale für die kommenden Monate sind positiv. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) geht davon aus, dass die Weltwirtschaft weiterhin stärker als ihr Potenzial wächst. Sie hat für die meisten Länder ihre Prognose leicht angehoben. Das günstige Szenario für die Weltwirtschaft ist jedoch Risiken ausgesetzt, wie beispielsweise protektionistischen Bestrebungen oder der graduellen Straffung der Geldpolitik.

### USA

Die US-Konjunktur zeigt sich weiterhin von ihrer besten Seite. So hat sich die Lage am Arbeitsmarkt weiter verbessert. Die Arbeitslosigkeit lag im Februar bereits den fünften Monat in Folge auf dem Mehrjahrestief von 4,1 Prozent. Die Erwartung der Währungshüter an das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) 2018 ist denn auch noch einmal deutlich gestiegen. Die Prognose der US-Notenbanker liegt neu bei einem Wachstum von 2,7 Prozent (Dezemberwert: 2,5 Prozent). Und auch für das kommende Jahr hat die Fed ihre Wachstumserwartungen um 0,3 Prozent auf 2,4 Prozent nach oben revidiert.

### EU

Die Konjunkturdaten aus der Eurozone sind in den letzten Wochen mehrheitlich schlechter ausgefallen als erwartet. Vorlaufende Indikatoren wie die Einkaufsmangerindizes verzeichneten beispielsweise einen deutlichen Rückgang. Die Indikatoren deuten zwar immer noch auf ein sehr robustes und überdurchschnittliches Wirtschaftswachstum hin, jedoch vermehren sich die Anzeichen dafür, dass der konjunkturelle Höhepunkt in der Eurozone mittlerweile

überschritten ist. Trotz des hohen Wirtschaftswachstums und der unverändert positiven Konjunkturaussichten bleibt die Inflation in der Eurozone tief. Ein wesentlicher Grund dafür ist die in den letzten Monaten erfolgte Aufwertung des Euro, die über die Importpreise einen dämpfenden Einfluss auf die Inflation hat.

### Schweiz

In der Schweiz setzt sich die wirtschaftliche Erholung wie erwartet fort und wird vor allem von der verarbeitenden Industrie getrieben, die von der guten Konjunkturlage im Ausland profitiert. Im Zuge der robusten Entwicklung hat sich die Auslastung der gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten weiter erholt. Auch die Arbeitslosenquote ging weiter zurück. Die vorlaufenden Indikatoren deuten auf eine Fortsetzung des Wirtschaftswachstums hin. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) rechnet auch für das laufende Jahr unverändert mit einem BIP-Wachstum von rund 2 Prozent und mit einer weiteren allmählichen Abnahme der Arbeitslosigkeit.

### Asien / Schwellenländer

Das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) der Schwellenländer hat sich von der Schwäche der Jahre 2015 und 2016 erholt. Haupttreiber dieser Erholung waren die Rohstoffexporte. Die Wachstumsrate konnte sich im 4. Quartal 2017 bei etwa 5,5 Prozent stabilisieren. Mit 52 Punkten ist der Einkaufsmangerindex deutlich in der expansiven Zone.

Liquidität      Gewichtung neu: →      Gewichtung alt: →

Die Hängepartie zwischen Ausverkauf und Erholungsversuchen fand auch in den letzten Wochen ihren Anschluss. Für einmal waren nicht geopolitische Gründe oder akute volkswirtschaftliche Sorgen ausschlaggebend, sondern der drohende Handelskrieg zwischen den USA und dem Rest der Welt. Verschärft wurde der Abwärtsdruck an den Märkten durch Sicherheitsbedenken im Umgang mit Kundendaten bei einem Internetkonzern aus dem Silicon Valley. Aufgrund der starken Gewichtung des IT-Sektors in den USA, verwunderte es wenig, dass der Leitindex S&P 500 den Monat März mit einem Verlust von rund 2,7 Prozent beendete. Natürlich konnten sich auch die Finanzmärkte in Europa und Asien nicht schadlos halten und gaben entsprechend nach. Vor diesem Hintergrund kann festgehalten werden, dass die jüngsten Entwicklungen rund um den Globus zu einem deutlichen Anstieg der Risikoaversion unter den Investoren führten. Es stellt sich nun die Frage, in welchem Umfang die

vorlaufenden Konjunkturindikatoren beeinflusst werden.

Die zuletzt veröffentlichten Wirtschaftsbarometer in den USA deuten darauf hin, dass die Stimmung im verarbeitenden Gewerbe und bei den Konsumenten im März gelitten hat. Auch in der Eurozone haben sich die Stimmungsindikatoren eingetrübt. Angesichts der immer noch sehr ordentlichen Niveaus der Indikatoren sind Konjunktursorgen sowohl in den USA als auch im Euroraum aber weiterhin nicht angebracht. Im Euroraum bleibt zudem der inflationäre Druck bescheiden. Dies verringert den Druck auf die Europäische Zentralbank (EZB), den Ausstieg aus der grosszügigen Liquiditätsversorgung zu forcieren.

Insgesamt hat die Marktkorrektur im ersten Quartal für realistischere Bewertungslevels gesorgt. Auch wenn wir in naher Zukunft von einer erhöhten Volatilität ausgehen, halten wir an unserer verhalten optimistischen Einschätzung für Risikopapiere fest.

Obligationen      Gewichtung neu: ↓      Gewichtung alt: ↓

## Schweiz

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) belässt ihre Geldpolitik unverändert expansiv, mit dem Ziel, die Preisentwicklung zu stabilisieren und die Wirtschaftsaktivität zu unterstützen. Sie richtet sich weiterhin an der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) aus und wartet den ersten Zinsschritt der EZB ab. Es wird erwartet, dass die Leitzinserhöhung nicht vor Sommer 2019 erfolgt. Wir bestätigen unsere Untergewichtung in CHF-Obligationen.

## Euroland

Die Inflation in der Eurozone notierte jüngst auf dem tiefsten Stand seit 15 Monaten. Zudem konnten die konjunkturellen Vorlaufindikatoren die zuletzt hohen Erwartungen nicht mehr erfüllen. Die Anzeichen einer schwächeren Wirtschaftsdynamik sollten jedoch noch nicht den Abschwung einläuten, weshalb die Inflation in der Eurozone in Zukunft wieder leicht höher notieren dürfte. Ein spürbarer, nachhaltiger

Renditeanstieg ist im aktuellen wirtschaftlichen und politischen Umfeld hingegen nicht auszumachen. Wir halten vorläufig an der Untergewichtung in EUR-Anleihen fest.

## Europa Ex Euroland

Wie erwartet beschloss die Bank of England (BoE) an ihrer März Sitzung, den Leitzins unverändert bei 0,5 Prozent zu belassen. Mit 7:2 Stimmen war der Entscheid im Gegensatz zum Februar nicht einstimmig. Die beiden Mitglieder, die dagegen stimmten den Zins unverändert zu lassen, verwiesen auf das anziehende Lohnwachstum und dem sich daraus ergebenden Aufwärtsdruck auf die Inflation. Im Februar fiel die Inflationsrate von 3 auf 2,7 Prozent, blieb aber immer noch deutlich über dem Zielwert der BoE von 2 Prozent. Auch für die kommenden 3 Jahre zeigen die Prognosen, dass die Inflation nicht unter 2 Prozent liegen wird. Die Wahrscheinlichkeit,

dass die britische Notenbank die Zinsen bald erhöhen wird, ist aufgrund abnehmender Arbeitslosigkeit, anziehendem Lohnwachstum und stark steigender Beschäftigung gross. Experten rechnen damit, dass die Zinserhöhung von 0,5 auf 0,75 Prozent im Mai vollzogen wird.

## Nordamerika

Die Sorge, dass die Inflation in den USA schneller ansteigen könnte als ursprünglich erwartet, trieb die US-Langfristzinsen an und man erwartete, dass diese über die 3 Prozent Schwelle steigen würden. Die Bedenken erwiesen sich allerdings als übertrieben und im März stabilisierten sich die Renditen der 10-jährigen US-Treasuries bei einer Bandbreite von 2,8 bis 2,9 Prozent. Laut Prognosen der US-Notenbank wird sich die Inflationsrate im Laufe des nächsten Jahres der 2 Prozent-Marke annähern. Die Währungshüter gehen denn auch von zwei weiteren Zinserhöhungen für 2018 aus. Vor diesem

Hintergrund rechnen wir damit, dass sich die Renditen stabilisieren bis leicht ansteigen werden.

## Asien / Pazifik

Japans Notenbank hat sich ein weiteres Mal gegen Spekulationen auf eine baldige Straffung der Geldpolitik gestemmt. Japans Notenbankchef Haruhiko Kuroda hatte klargestellt, dass die BoJ die Geldpolitik nicht strafft, bevor die Inflation nicht das Ziel der Notenbank von 2 Prozent erreicht hat. Anfang Februar kündigte die Bank of Japan (BoJ) eine Auktion an, in der sie unbegrenzt japanische Staatsanleihen zu einem Zinssatz von 0,11 Prozent kaufen will. Ein Termin steht aber noch nicht fest. Ausserdem hat die BoJ erneut ihr bestehendes Kaufprogramm von Anleihen ausgeweitet. Mit den Massnahmen soll der Renditeanstieg japanischer Staatspapiere gebremst werden. Trotz der extrem lockeren Geldpolitik waren die Renditen japanischer Anleihen zuletzt tendenziell gestiegen.

Aktien

Gewichtung neu: ↑

Gewichtung alt: ↑

## Schweiz

Die robuste globale Nachfrage und die Euro-Stärke stützen das Schweizer Wirtschaftswachstum nach wie vor. Das Bruttoinlandprodukt (BIP) legte im 4. Quartal 2017 mehr als erwartet zu und das Wachstum ist breit abgestützt. Aufgrund der hohen Konjunkturdaten in der Schweiz bleiben die Auftragsbücher der Schweizer Unternehmen gut gefüllt und das Gewinnwachstum dürfte sich weiter fortsetzen. Die jüngsten Unternehmenszahlen bestätigen die fundamental solide Verfassung der Wirtschaft.

## Euroland

Die Konjunkturdaten der vergangenen Wochen für die Eurozone signalisieren weiterhin ein solides Wirtschaftswachstum. Zwar vermochten die Indikatoren nicht mehr vollumfänglich zu überzeugen. Dies liegt einerseits daran, dass die Erwartungen der Volkswirte sehr hoch und kaum noch zu schlagen waren. Andererseits deutet sich an, dass die Währungsgemeinschaft ihren Wachstumszenit überschritten hat und die Konjunkturdaten in den

kommenden Monaten nachlassen dürfte. Als zusätzlichen Belastungsfaktor für exportorientierte Unternehmen erweist sich unserer Ansicht nach vermehrt der starke Euro. Infolge dessen reduzieren wir unser Übergewicht im Währungsraum und nehmen eine neutrale Positionierung ein.

## Europa Ex Euroland

Die Arbeitslosenquote in Grossbritannien ist zuletzt auf den tiefsten Stand seit über vierzig Jahren gefallen. Derzeit liegt die Quote bei 4,3 Prozent, während sie sich in der Eurozone auf 8,7 Prozent beläuft. Gleichzeitig hat sich das Lohnwachstum zum Jahresauftakt weiter verstärkt. Grossbritannien und die Europäische Union konnten eine Übergangseignung vereinbaren, welche vorsieht, dass England bis Ende 2020 EU-Mitglied bleibt. Dies gibt den Unternehmen ein gewisses Mass an Planungssicherheit und reduziert die Wahrscheinlichkeit eines harten Brexits. Die Sorgen über Verlagerungen nach Kontinentaleuropa bleiben allerdings bestehen und angesichts der Unsicherheiten im Zuge der US-

Handelspolitik, könnten sich Firmen mit Investitionen in Grossbritannien weiterhin zurückhalten. Auch von der Geldpolitik her dürfte die Unterstützung für die Wirtschaft langsam nachlassen. Experten erwarten bald eine Zinserhöhung. Auch der Rückenwind durch steigende Rohstoffpreise fällt vorerst weg. Wir halten daher unsere Untergewichtung in dieser Region bei.

## Nordamerika

Die jüngst veröffentlichten Sentimentindikatoren deuten auf eine weiterhin hohe Expansionsdynamik der Wirtschaft hin. Die Einkaufsmanagerindizes des Institute for Supply Management für das verarbeitende Gewerbe und die übrigen Wirtschaftsbereiche signalisieren einen starken Produktionsanstieg. Sie befinden sich weiterhin auf zyklischen Hochs. Auch die Stimmung unter den Verbrauchern ist laut Erhebung des Conference Board ausgesprochen gut. Derweil hält US-Präsident Donald Trump sein Wahlversprechen ein und erhöht die Zollgebühren für Stahl- und Aluminiumerzeugnisse aus dem Ausland. Von diesen Massnahmen verschont bleiben Länder wie Kanada, Mexiko sowie die Europäische Union (EU). Wenig später doppelt Trump nach und kündigt Strafzölle auf chinesische Importe für Waren im Wert von USD 50 bis 60 Mrd. an. Daraufhin kontert China mit eigenen Sonderabgaben. Angesichts eines eskalierenden Handelsstreits mit China setzt sich die Ende Januar eingesetzte Korrektur an den Finanzmärkten fort.

## Asien / Pazifik

Die japanische Wirtschaft zeigt ein starkes Wachstum und befindet sich in der längsten Expansionsperiode seit Ende der 80er-Jahre. Der konjunkturelle Aufschwung heizt auch den japanischen Arbeitsmarkt an. Die Arbeitslosenquote erreichte im Januar 2018 mit 2,4 Prozent den tiefsten Stand seit März 1993. Zudem ist die Anzahl offener Stellen im Vergleich zu den verfügbaren Arbeitskräften nach wie vor deutlich erhöht. Da die expansive Geldpolitik weiter fortgeführt wird, dürfte die Wirtschaft auch in diesem Jahr auf Expansionskurs bleiben.

## Schwellenländer

Das Jahr begann mit einem abrupten Anstieg der langfristigen US-Zinsen, was für die Emerging Markets eine Zunahme ihrer Finanzierungskosten bedeutet hat. Der Zinsanstieg konnte jedoch gut verkraftet werden und die Schwellenländer wurden inzwischen auf breiter Ebene von der wirtschaftlichen Erholung erfasst. Im Vergleich zu früheren Jahren sind die Schwellenländer mittlerweile aufgrund eines positiven Strukturwandels weniger abhängig von Rohstoffen und weisen damit eine stärkere Diversifikation aus. Positiv stimmen uns zudem die anhaltend positiven Revisionen der Unternehmensgewinne sowie die relativ attraktiven Bewertungslevels im globalen Kontext. Folglich erhöhen wir unsere Position in dieser Kategorie und favorisieren dabei insbesondere Schwellenländer aus dem asiatischen Raum.

Immobilien

Gewichtung neu: →

Gewichtung alt: →

Erstmals seit 2013 mussten sich die Immobilienaktien und -fonds im vergangenen Jahr von der Performance des Gesamtaktienmarkts geschlagen geben. Nach einem guten Jahresstart liessen Gewinnmitnahmen, zunehmende Sorgen um Leerstände und sinkende Mieten, eine steigende Präferenz für zyklische Aktien sowie beträchtliche Neuemissionen und Kapitalerhöhungen bei den Immobilienfonds die Gesamttrendite des ersten Halbjahres dahinschmelzen. Nach einer Erholung im Dezember verzeichneten per Ende 2017 die Immobilienfonds

dennoch ein Plus von fast 7 Prozent und die Immobilienaktien ein Wachstum von 10 Prozent. Demgegenüber konnte der Swiss Performance Index (SPI) allerdings einen Gewinn von 20 Prozent ausweisen. Mit einer durchschnittlichen Prämie von 29 Prozent sind Immobilienaktien im historischen Vergleich eher teuer bewertet ins laufende Jahr gestartet. Zudem ist das weitere Aufwertungspotential der zugrundeliegenden Immobilienwerte im aktuellen Tiefzinsumfeld begrenzt. Aus diesen Gründen wird für 2018 bei den Immobilienaktien eine Gesamttrendite, die nicht wesentlich über ihrer Dividendenrendite

von rund 4 Prozent liegt, erwartet. Eine ähnliche Entwicklung erwarten wir bei den Immobilienfonds, wo sich das Agio (Aufpreis zum Nettoinventarwert) nach der erfolgten Korrektur mittlerweile wieder in der Nähe des langfristigen Durchschnittswerts befindet. Dennoch bieten Immobilienfonds – gerade

im Vergleich zu Schweizer Obligationen - eine ansprechende Ausschüttungsrendite von 2,6 Prozent sowie Diversifikation, sollten am Aktienmarkt die Kurse auf breiter Front unter Druck geraten.

Alternative Anlagen

Gewichtung neu:



Gewichtung alt:



Gold handelt seit Jahresbeginn in einer engen Preisspanne. So hat der Goldpreis im Januar und Februar das Jahreshöchst von 2016 bei 1'366 US-Dollar pro Unze ins Visier genommen, scheiterte aber beide Male beim Versuch, diese Schwelle zu überwinden. Inzwischen kostet die Feinunze um die 1'335 US-Dollar, was einem Plus von rund 2,5 Prozent seit Anfang Jahr entspricht. Für einen erneuten Anstieg des Goldpreises auf mittlere bis lange Sicht spräche eine anhaltende Dollar-Schwäche. Mit einer solchen rechnen etliche Marktbeobachter aufgrund der jüngsten Haushaltspolitik. Die beschlossene Steuerreform und die Erhöhung der Staatsausgaben lassen eine deutliche Ausweitung des

Haushaltdefizits erwarten, was eine schwere Bürde für den Dollar bedeuten würde. Im Falle von steigenden Realzinsen in den USA erhöhen sich hingegen die Opportunitätskosten der Goldhaltung, was sich negativ auf die Preisentwicklung auswirken würde.

Beim Erdöl verhindert eine zunehmende Produktion der USA – trotz intakter weltweiter Nachfrage – einen substanziellen Preisanstieg. Im Fokus steht momentan allerdings ein wahrscheinlicher Militärschlag im Syrien-Konflikt. Die damit verbundene Angst vor einer verschärften Nahost-Politik unterstützen die Notierungen des schwarzen Goldes.

## Währungen

### EUR/CHF

Spekulationen über eine Normalisierung der Geldpolitik durch die Schweizer Nationalbank (SNB) bevor die Europäischen Zentralbank (EZB) die Zügel strafft, liess den Schweizer Franken gegenüber dem Euro aufwerten. Auch wenn der Höhepunkt der Wachstumsdynamik in der Eurozone überschritten zu sein scheint, gehen wir davon aus, dass die Gemeinschaftswährung gegenüber dem Franken dennoch zulegen kann.

### USD/CHF

Eigentlich müssten die regelmässigen Zinserhöhungen der US-Notenbank (Fed) den US-Dollar stärker werden lassen. Die Unsicherheit über die protektionistischen Pläne der US-Regierung lässt dies jedoch nicht zu. Nach dem Sturz im Januar stabilisierte sich der Greenback wieder. Einerseits bringen Diskussionen über die Anzahl der Zinsschritte

der Fed in diesem Jahr die Fantasie in den US-Dollar zurück, andererseits verunsichert der vom Weissen Haus angedrohte Handelskrieg mit China und der EU die Deviseninvestoren. Wir gehen davon aus, dass diese Tatsachen für das Währungspaar eine Seitwärtsbewegung in einem engen Band zur Folge hat.

### GBP/CHF

Die Übergangseinigung zwischen der Europäischen Union (EU) und Grossbritannien darf als eine unerwartet positive Entwicklung gewertet werden und stützt den Aussenwert des britischen Pfundes. Dennoch stellen die abnehmende Wirtschaftsdynamik sowie die anhaltenden Unsicherheiten hinsichtlich Brexit eine Belastung für das Pfund dar. Wir erwarten deshalb keine grosse Bewegung der Währung.

## **AUD/CHF**

Die australische Zentralbank (RBA) hat den Leitzins am letzten Treffen Anfang März erwartungsgemäss bei 1,5 Prozent belassen, jedoch darauf hingewiesen, dass das Lohnwachstum nun den Tiefpunkt durchschritten habe. Experten gehen davon aus, dass es im laufenden Jahr nur zu einem graduellen Anstieg der Inflationsraten kommen wird und rechnen mit einer erstmaligen Erhöhung des Leitzinssatzes durch die Zentralbank Ende 2018 / Anfang 2019. Mittelfristig dürfte sich eine restriktivere Geldpolitik der RBA zugunsten des AUD auswirken.

## **JPY/CHF**

Im Zuge der gestiegenen protektionistischen Massnahmen legte der Yen in letzter Zeit zu. Angesichts der anhaltend lockeren Geldpolitik der japanischen Notenbank, dürfte sich die Aufwertung jedoch in Grenzen halten.

## **NOK/CHF**

Norwegens Notenbank signalisierte, dass die nächste Zinsanhebung nicht weit entfernt sei. Dies bewirkte eine Aufwertung der norwegischen Krone. Die Währungshüter werden voraussichtlich im Rahmen der Zinssitzung im September 2018 eine Zinserhöhung durchführen. Die Aussicht auf eine anhaltende Konjunkturbelebung in Norwegen und anstehende Leitzinsanhebungen könnte eine weitere Aufwertung der NOK in nächster Zeit mit sich bringen.

# Unsere Anlagestrategie auf einen Blick (Referenzwährung CHF, seit April 2018)

Anlageklassen	Positionierung		Wir favorisieren	Wir meiden
Liquidität	Neutral			
Obligationen	Untergewichtet	Duration: kurzfristig	AUD, NZD	CHF, EUR, JPY
		Segmente	Unternehmensanleihen	Staatsanleihen
Aktien	Übergewichtet	Regionen	Asien / Pazifik (insbesondere Japan), Emerging Markets	
		Sektoren (global)		
		Stil	Kein Fokus auf spezifischen Stil	Kein Fokus auf spezifischen Stil
Immobilien	Neutral		CH Immobilien (Fokus Wohnen)	
Alternative Anlagen	Übergewichtet	Rohstoffe		
		Hedge Funds	Multi Strategy	
Währungen			NOK, SEK	