

Investment Strategie 1. Quartal 2017

- > Weiter steigende Zinsen dank US-Präsidentschaftswahl?
- > Schwellenländer wieder im Aufwind?
- > Spezialthema «Umstrittene Leerverkäufe»



Editorial

Inhaltsverzeichnis

Spezialthema «Umstrittene Leerverkäufe»	1
Makroökonomie Europa und Schweiz	2
Makroökonomie Nordamerika und Asien	3
Geldmarkt und Obligationen	4–5
Aktien	6–7
Nicht traditionelle Anlagen	8–9
Währungen	10
Marktperformance	11
Anlagepolitik und Prognosen	12
Impressum	

Sehr geehrte Leserinnen und Leser

Mittlerweile ist es mehr als ein halbes Jahr her, dass sich die Bevölkerung Grossbritanniens überraschend für einen Austritt aus der Europäischen Union ausgesprochen hat. Und die nächste Überraschung folgte im November mit der Wahl des Immobilienmilliardärs Donald Trump zum neuen Präsidenten der Vereinigten Staaten von Amerika. Seither beherrschen Themen wie «Nationalismus», «Globalisierungsverlierer», «Protektionismus», «Isolationismus» und viele andere die Schlagzeilen in den Medien.

Doch was bedeuten die Wahl Trumps und der bevorstehende Brexit für uns tatsächlich? Wird der Protektionismus wie angekündigt zunehmen? Was heisst ein möglicherweise erschwerter und reduzierter Welthandel für das globale Wachstum? Sind unsere derzeit verantwortlichen Politiker überhaupt noch in der Lage, auf die Stimmungen, Ängste und Unsicherheiten in der Bevölkerung einzugehen? Was bedeuten die aktuellen gesellschaftlichen Strömungen für die Ausgänge der kommenden Wahlen in den Niederlanden, Frankreich und Deutschland? Was kommt in der nächsten Zeit geopolitisch noch auf uns zu?

Das Jahr 2016 hat viele Fragen aufgeworfen, auf die es (noch) keine Antworten gibt. Unterschiedliche Meinungen und Ansichten spalten die Gesellschaft in einer Art, wie dies schon seit langer Zeit nicht mehr der Fall war. Die Risiken scheinen zugenommen zu haben. Die Unsicherheit bleibt hoch. Umso erstaunlicher ist es, wie vergleichsweise solide derzeit die Finanzmärkte mit all diesen Herausforderungen umgehen, zumal sich noch nicht abzeichnet, wie stark das Gewicht von der Geld- zur Fiskalpolitik verschoben wird.

Wir werden für Sie wie immer an diesen Themen dranbleiben und versuchen, Ihnen schon bald mögliche Antworten auf diese und andere Fragen zu liefern.

Die Aargauische Kantonalbank wünscht allen Leserinnen und Lesern von Herzen einen guten Start ins sicherlich spannende Jahr 2017.

Spezialthema

Umstrittene Leerverkäufe

Leerverkäufer können gezielt auf sinkende Kurse spekulieren, was in jüngster Vergangenheit oft den Unmut einiger Marktteilnehmer auf sich zog – zu Recht?

Definition und Zweck eines Leerverkaufs

Sofern ein Verkauf eines Wertpapiers stattfindet, ohne dass sich dieses im Besitz des Verkäufers befindet, spricht man von einem Leerverkauf. Dieser kann zur Spekulation auf künftige Kursrückgänge oder auch zur Absicherung (Hedging) dienen, beispielsweise über den Terminkauf eines bestimmten Gutes und über den gleichzeitigen Leerverkauf desselben Gutes. Eine weitere Absicht kann darin bestehen, Preisinkonsistenzen zwischen diesen beiden Märkten (Termin/Kassa) auszunutzen (Arbitrage).

Weshalb sind Leerverkäufer umstritten?

Leerverkäufer setzen auf den Misserfolg eines Unternehmens und können den Kurs nach unten treiben. Sie gehören deshalb nicht eben zu den beliebtesten Marktteilnehmern. Manche glauben sogar, dass Börsencrashes durch sie verursacht werden. Andererseits wirken Leerverkäufe bei Übertreibungen disziplinierend und somit antizyklisch. Zudem versorgen sie den Markt mit zusätzlicher Liquidität, was wiederum die Attraktivität einer Aktie wecken oder auch verstärken kann.

Keine Meldepflicht

In der Schweiz muss lediglich das Halten von Erwerbs- und Veräusserungspositionen gemeldet werden, jedoch nicht, wie viele Aktien im Rahmen einer einzelnen Transaktion erworben/veräussert wurden. Entsprechend sind auch Leerverkäufe nicht meldepflichtig. Das Offenlegungsrecht will lediglich die Höhe der Stimmrechtsanteile nach der Transaktion aufzeigen. Die tiefste Meldepflichtschwelle liegt bei 3%. In der EU besteht dagegen die Pflicht, signifikante Netto-Leerverkaufspositionen der zuständigen Behörde zeitnah mitzuteilen. Auch in den USA müssen die Broker den Börsen Short-Positionen melden, welche dann publiziert werden.

Gewichtige Stimmen fordern auch für die Schweiz eine solche Meldepflicht. Es gibt tatsächlich keine offensichtlichen Argumente, welche gegen eine Offenlegungspflicht von Short-Positionen sprechen würden. Die zusätzliche Transparenz in diesem Bereich wäre sicherlich zu begrüssen.

Eignung für Privatanleger

Das Chancen-Risiko-Profil einer Leerverkaufsposition entspricht genau der Gegenposition eines Käufers. Ein Unterschied besteht im maximal möglichen Gewinn und Verlust: Beim Käufer ist der maximale Verlust auf den Kaufpreis der Wertschrift beschränkt, der Kursanstieg ist theoretisch unbegrenzt. Beim Leerverkäufer verhält es sich gerade umgekehrt. Ein limitierter maximaler Erlös steht einem theoretisch unbegrenzten Verlustpotenzial gegenüber. Dies ist nur einer der Gründe, weshalb unqualifizierten Kunden von Leerverkaufstransaktionen abzuraten ist. Bei einem sogenannten Short-Squeeze, bei dem es zu massiven Deckungskäufen kommen kann, schiessen die Kosten für die Leerverkäufer aufgrund des abrupten Kursanstiegs in den Himmel. Des Weiteren muss die Hinterlage von Sicherheiten deutlich über 100% des jeweiligen Wertes der geborgten Wertschriften liegen. Auch ist die Unterzeichnung eines Securities-Borrowing-Vertrags zwingend notwendig. Der Verleiher der geborgten Aktien hat ausserdem jederzeit das Recht, die Wertschriften aus dem Verleih zu nehmen. Sofern der Leerverkäufer darauf nicht umgehend einen alternativen Verleiher findet, gilt eine Eindeckungspflicht – und dies in einem evtl. ungünstigen Marktumfeld.

Es gibt jedoch Alternativen zum Leerverkauf. Der Privataktionär kann auf derivative Instrumente (wie z.B. Put-Optionen) zurückgreifen, wenn er auf fallende Kurse setzen möchte.

Möchten Sie mehr über den Beratungs- und Anlageprozess bei der Aargauischen Kantonalbank erfahren, zögern Sie nicht, sich mit uns in Verbindung zu setzen. Unsere Beraterinnen oder Berater geben Ihnen gerne Auskunft. Informieren Sie sich bitte auch auf unserer Internetseite www.akb.ch/pm

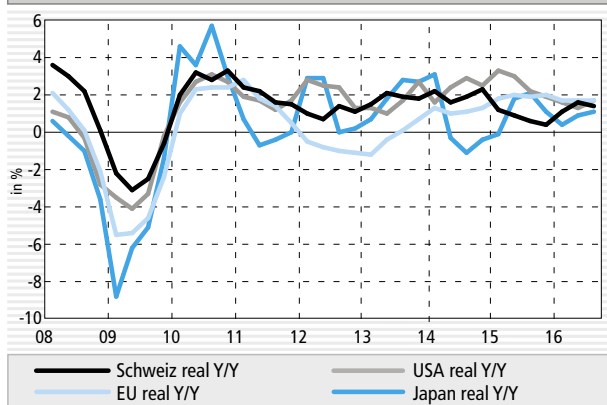
Makroökonomie Europa und Schweiz

Europa

Wachstum weiterhin solide

Die europäische Wirtschaft dürfte 2017 stärker wachsen als bisher angenommen. Erstens ist der negative «Brexit-Effekt», den viele Marktbeobachter bereits für diesen Winter erwartet hatten, vorerst ausgeblieben. Dies liegt vor allem daran, dass sich der Beginn des Austrittsprozesses mindestens bis Ende März 2017 verzögert. Weitere Gründe für ein höheres Wachstum liegen in dem wieder schwächeren Euro, der die Nettoexporte beflügeln sollte. Darüber hinaus besteht die Chance, dass sich die Investitionen in der Euro-Zone dynamischer entwickeln als in den vergangenen Jahren. Denn obwohl die Währungs-gemeinschaft im Vergleich zu früheren Erholungsphasen langsamer wächst, befindet sich die Kapazitätsauslastung mittlerweile über dem langfristigen Durchschnitt. Wenn sich die vorgenannten Entwicklungen 2017 einstellen, sollte auch der Arbeitsmarkt mehr Rückenwind erhalten und sollten sich infolgedessen die Verbraucher wieder ausgabenfreudiger zeigen. Insgesamt rechnen wir mit einem BIP-Wachstum von 1,6 % für 2017. Die politische Entwicklung bildet aber weiterhin das grösste Prognoserisiko. Wir unterstellen bei unseren Vorhersagen, dass die Ergebnisse der in den nächsten zwölf Monaten anstehenden Wahlen in Europa nicht zur erneuten Infragestellung der Währungs-gemeinschaft führen.

Entwicklung Bruttoinlandsprodukt (Industriestaaten)



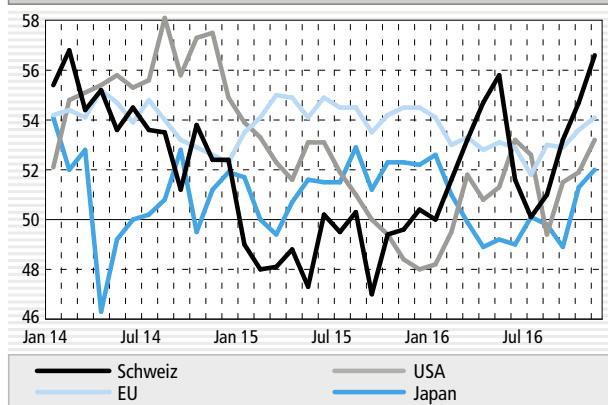
An den Finanzmärkten sind zuletzt die Inflationserwartungen auch für die Euro-Zone deutlich gestiegen. Wir rechnen ebenfalls mit einem Anstieg der Teuerungsrate im Laufe des 1. Quartals 2017. Dies ist aber im Wesentlichen auf vorübergehende Basiseffekte zurückzuführen, weil die Inflationsraten in der ersten Hälfte von 2016 zeitweise negativ waren. Wir erwarten bis Ende 2017 einen Preisanstieg von etwa 1,1 %. Die EZB hat auch noch keinen Anlass gesehen, von ihrem quantitativen Lockerungskurs substanzial abzurücken. Allerdings lässt sich mittlerweile beobachten, dass auch bei den Währungshütern die Diskussion um die negativen Effekte ihrer geldpolitischen Massnahmen zunimmt.

Schweiz

Moderat steigende Wachstumsdynamik bis 2018

Erfreulicherweise konnte sich die Schweizerische (Export-)Wirtschaft vom nun schon seit Anfang 2015 anhaltenden Frankenschock im Verlaufe des Jahres 2016 sukzessive lösen. Die Exporttätigkeit als wichtiges Wachstumsstandbein wurde wieder deutlich ausgeweitet. Dies führte insbesondere zum Jahresende zu einer spürbaren Verbesserung der Stimmung bei den inländischen Unternehmungen. So stieg bspw. der schweizerische Einkaufsmanager-Index (PMI) im November auf 56,6 Punkte, ein Wert, der normalerweise nur in Boomphasen erreicht wird. Dank eines erwarteten starken Schlussquartals 2016 dürfte das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts im vergangenen Jahr bei erfreulichen 1,3 % liegen.

Entwicklung Einkaufsmanagerindex (PMI)



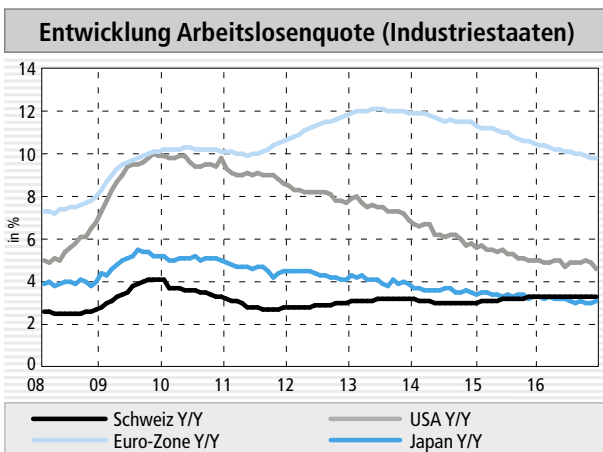
Das Wachstum wird vorderhand allerdings eher verhalten bleiben. Obwohl sich die Exportwirtschaft mit den schwierigen Rahmenbedingungen besser abgefunden hat als erwartet, dürften nicht nur Teile des Aussenhandels weiterhin unter Druck bleiben, sondern auch der Detailhandel und der Tourismus bleiben im Gegenwind. Die Investitionsbereitschaft der Unternehmungen hat sich zwar in den letzten Quartalen erhöht, diese Effekte werden aber erst mit einiger Verzögerung Wirkung zeigen. Zudem wird der private Konsum vorläufig nur schwach wachsen. Gegen eine deutliche Belebung der Konsumdynamik sprechen die aktuell tiefere Zuwanderung, eine verhaltene Konsumentenstimmung sowie kaum steigende Reallöhne. Dennoch gibt es keinen Grund, ein pessimistisches Bild für die Konjunkturlage in der Schweiz zu zeichnen. Die Konjunktur zeigt sich intakt, dürfte aber kaum über dem Potenzialwachstum wachsen. So erwarten wir für das Jahr 2017 ein leicht höheres reales BIP-Wachstum von rund 1,6 %, welches sich in der Folge weiter beschleunigen wird. Die Prognoserisiken liegen derzeit eher auf der positiven Seite. Sollte sich die aktuell nach wie vor pessimistische Konsumentenstimmung in nächster Zeit spürbar verbessern, liegen auch Wachstumswerte gegen 2 % im Bereich des Möglichen.

Makroökonomie Nordamerika und Asien

Nordamerika

Trump mit neuerlicher «Reaganomics»?

Unter Reagans Präsidentschaft von 1980 bis 1988 ging die Arbeitslosenrate von über 10 % auf 5,4 % zurück. Der S & P-Index verdoppelte sich und der US-Dollar legte handlungsgewichtet deutlich zu. Mit umfangreichen Steuersenkungen (laut Wahlversprechen in Höhe von 2 % des BIP) – allen voran bei den im internationalen Vergleich sehr hohen US-Unternehmenssteuern – sowie Investitionen à la Reagan in den Bereichen Sicherheit, Militär und Infrastruktur lehnt sich Trumps offenbar geplante Wirtschaftspolitik an die «Reaganomics» an. Ergänzt werden sollen diese Stimuli durch eine Vereinfachung des Steuersystems sowie breit angelegte Deregulierungsmassnahmen, beispielsweise im Energie- und Finanzbereich. Deregulierungen und Steuersenkungen dürften dabei wesentlich rascher verabschiedet werden können als die genaue Ausgestaltung von Staatsinvestitionen, die kaum vor dem 2. Halbjahr 2017 lanciert werden.



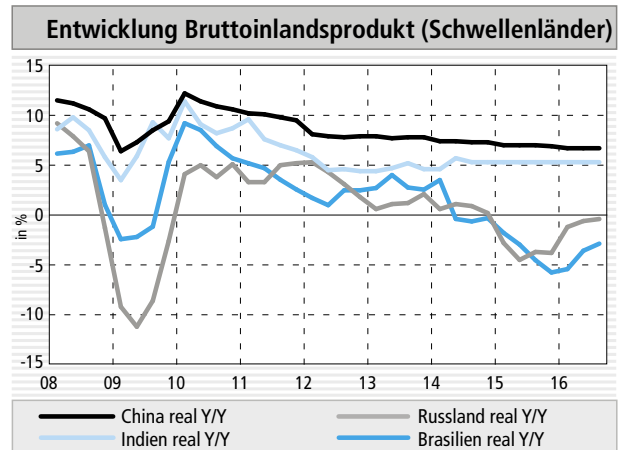
Mehr Wachstum bei moderatem Preisanstieg

Der fiskalische Expansionskurs Trumps dürfte bereits 2017 mit einer gewissen Erhöhung der Neuverschuldung einhergehen, die in den letzten Jahren auf 2 % des BIP zurückgeführt werden konnte. Insgesamt sollte die US-Konjunktur durch das noch im 1. Halbjahr 2017 lancierte Steuersenkungspaket allmählich an Fahrt gewinnen, ohne dass es in den nächsten zwölf Monaten zu Überhitzungserscheinungen kommt – zumal der erstarkende US-Dollar sowohl das Wachstum als auch die Inflation dämpft. Da Überhitzungserscheinungen bei dieser angebotsseitigen Fiskalpolitik à la Reagan zunächst kaum zu befürchten sind, sollte der Preis- und Renditeanstieg vorderhand mässig bleiben – u. a. wegen des globalen Disinflation- und Tiefzinsumfelds und des erstarkenden US-Dollars. Die US-Zentralbank FED dürfte daher 2017 angesichts des günstigen Konjunkturausblicks aus heutiger Sicht mindestens zwei Zinserhöhungen vornehmen können.

Asien

Überraschend hohes Wachstum in Japan

Im 3. Quartal 2016 ist die japanische Wirtschaft mit 0,5 % gegenüber dem Vorquartal deutlich stärker gewachsen als erwartet. Das Wachstum geht in erster Linie auf die Aussenhandeltätigkeit zurück. Allerdings wird sich der starke Anstieg der Exporte wahrscheinlich nicht wiederholen und der Rückgang der Importe weist auf eine eher schleppende Binnennachfrage hin. Zudem liegt laut jüngsten Berechnungen das aktuelle Trendwachstum wohl nur knapp im positiven Bereich. Die Inflationsrate stieg im Jahresvergleich auf +0,5 %. Dagegen lag die von der Zentralbank bevorzugte Abgrenzung ohne frische Nahrungsmittel immer noch nur bei -0,4 %. Selbst wenn man zusätzlich noch die volatilen Energiepreise herausrechnet, beträgt die Inflationsrate nur gerade +0,1 %. Das angestrebte 2 %-Ziel ist damit vorerst ausser Reichweite.



Chinas Wachstumsabschwächung vorerst gestoppt

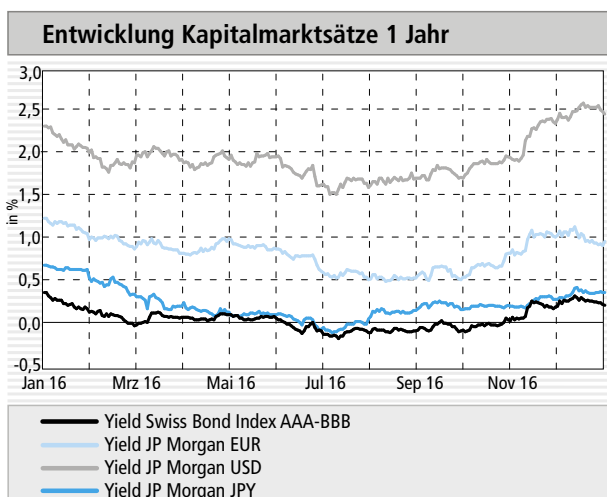
Die jüngsten Konjunkturdaten bestätigen eine Wachstumsstabilisierung und dass die Regierung ihr Wachstumsziel 2016 (6,5–7 %) erreichen wird. Einen wichtigen positiven Wachstumsbeitrag haben die Bauinvestitionen geliefert. Die in den letzten Wochen eingeführten restriktiven Massnahmen am Häusermarkt werden im 1. Semester 2017 jedoch wachstumsdämpfend wirken. Sollte dadurch das Wachstumsziel 2017 gefährdet werden, würde die Regierung wohl mit neuen Stimulierungsmassnahmen darauf reagieren. Diese würden primär fiskalpolitische Massnahmen (vor allem Infrastrukturinvestitionen) umfassen. Ein weiterer Unsicherheitsfaktor geht von der zukünftigen US-Handelspolitik aus. Obwohl bezüglich der Höhe, des Ausmasses und der Ausgestaltung allfälliger Handelsrestriktionen noch viele Fragen offen sind, können sich hier Hemmnisse aufbauen, die den gesamten Handel der beiden Nationen negativ beeinflussen. Chinas Wachstum wäre von US-Handelsrestriktionen zwar beeinträchtigt, aber dank Massnahmen zur Steigerung der Binnennachfrage wahrscheinlich kaum ernsthaft gefährdet.

Geldmarkt und Obligationen

Geld- und Kapitalmärkte im Überblick

Zinswende?

Viele Marktteilnehmer mögen sich ob dem jüngsten Anstieg der Zinsen verwundert die Augen reiben. Die Anlegergemeinde hatte sich in der Zwischenzeit daran gewöhnt, dass die Notenbanken neben der klassischen Steuerung der Geldpolitik durch den Leitzins auch das mittel- und langfristige Laufzeitenspektrum der Zinskurve aktiv auf tiefem Niveau halten würden. Ausserordentliche Massnahmen wie Anleihekäufe und verbale Zinsversprechen in noch nie dagewesenem Ausmass waren mittlerweile normal. Diese Zeit scheint nun plötzlich vorbei zu sein. Oder ist der jüngste Anstieg in erster Linie die Folge eines im ersten Halbjahr übertrieben ausgefallenen Rückgangs der Renditen? Betreibt man eine gewisse Ursachenforschung, sticht einem eine veränderte Inflationserwartung ins Auge. In der ersten Jahreshälfte dominierten global betrachtet noch Deflationsängste, ausgelöst durch rekordtiefe Energiepreise und pessimistische Konjunkturaussichten. Entsprechend sanken die Renditen auf ein vielerorts rekordtiefes Niveau. Zunehmend positiver ausfallende Wirtschaftsdaten und eine deutliche Erholung an den Rohstoffmärkten führten ab Mitte Jahr zu einer Neubeurteilung der zukünftigen Preisentwicklung für Güter und Dienstleistungen. Als Folge davon stiegen die Zinsen für mittlere und längere Laufzeiten weltweit deutlich an. Die Wahl von Donald Trump zum 45. Präsidenten der USA im November verstärkte diese Tendenz zusätzlich. Er steht für einen wirtschaftsfreundlichen Regierungskurs. Zusätzliche Staatsausgaben für Infrastrukturprojekte bei gleichzeitiger Steuerentlastung für Private und Unternehmen würden mittelfristig zu einer höheren Staatsverschuldung führen. In Kombination mit einer boomenden Wirtschaft wären höhere Zinsen eine logische Begleiterscheinung. Ob sich diese Einschätzung bewahrheiten wird, kann zum heutigen Zeitpunkt nicht abschliessend beurteilt werden.



Notenbanken liefern

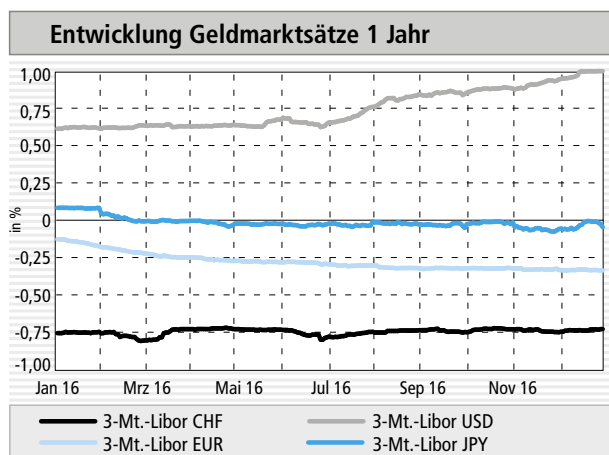
Von der Geldpolitik der Notenbanken wurden im Schlussquartal zwar durchaus richtungsweisende Entscheide getroffen. Diese entsprachen jedoch mehr oder weniger den Markterwartungen und führten deshalb nicht zu grossen Bewegungen an den internationalen Finanzmärkten. Die Europäische Zentralbank (EZB) belies den Leitzins unverändert und verlängerte gleichzeitig ihr Anleihekaufprogramm bis Ende Dezember 2017. Gleichzeitig wurde das Universum geeigneter Papiere erweitert, um der zwischenzeitlichen Knappheit zulässiger Obligationen entgegenzuwirken. Die leichte Reduktion des monatlichen Volumens ist eher von untergeordneter Bedeutung. Denn gleichzeitig wurde erwähnt, dass dieses im Bedarfsfall jederzeit wieder erhöht werden kann. EZB-Präsident Draghi war es ein spezielles Anliegen darauf hinzuweisen, dass es sich bei diesen Anpassungen nicht um ein sogenanntes Tapering handelt. Darunter wird die graduelle Rückführung ausserordentlicher geldpolitischer Massnahmen verstanden. Für die Marktteilnehmer ein wichtiges Signal, denn in der Vergangenheit sorgte nur schon der leiseste Hinweis auf eine zukünftig weniger expansive Geldpolitik jeweils für starke Verwerfungen an den internationalen Finanzmärkten.

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) sah sich nicht dazu veranlasst, ihre Geldpolitik anzupassen. Der Hauptfokus liegt weiterhin auf der Entwicklung des Wechselkurses zum Euro. Die Negativzinsen sowie punktuelle Aktivitäten am Devisenmarkt sollen die Überbewertung beim Franken mittelfristig abbauen. Neu ist der Hinweis, dass zukünftig die gesamte Währungssituation berücksichtigt wird. Damit könnte die SNB zum Ausdruck bringen, dass sie eine gewisse Aufwertung des Frankens zum Euro toleriert. Voraussetzung dafür ist allerdings eine Aufwertung anderer Währungen, wie zum Beispiel des Dollars. Damit könnte die einheimische Exportwirtschaft die Mindererträge, verursacht durch einen schwächeren Euro, zumindest teilweise kompensieren. Eine solche Aussage basiert sicher auf der Erkenntnis, dass sich die Schweizer Wirtschaft mittlerweile auf die Euro-Schwäche eingestellt hat. Längerfristig betrachtet wird die SNB allerdings die Lage erst dann grundsätzlich neu beurteilen, wenn die EZB ihre Anleihekäufe beendet und den Leitzins anhebt.

Zum zweiten Mal nach der Finanzkrise hat die amerikanische Notenbank erwartungsgemäss den Leitzins leicht angehoben. Ziemlich genau ein Jahr ist es her, dass das Federal Reserve mit einer ersten Zinserhöhung den geldpolitischen Normalisierungsprozess im Falle der USA eingeläutet hat. Allerdings agierten sie danach aufgrund der vielen wirtschaftlichen und politischen Unsicherheiten äusserst zurückhaltend und hielten sich mit weiteren Zinsschritten zurück. Mittlerweile wird das Umfeld als genügend stabil eingestuft, um eine weitere Anhebung des

Geldmarkt und Obligationen

massgebenden Leitzins vorzunehmen. Gleichzeitig betonte das FED erneut, dass die Zinsnormalisierung auch weiterhin moderat ausfallen wird und sich nicht auf einem vordefinierten Pfad befindet. Die innenpolitische und -wirtschaftliche Entwicklung sowie das internationale Umfeld bleiben damit ein wichtiger Beurteilungsfaktor kommender Zinsschritte. Aus der heutigen Optik rechnet die US-Notenbank für 2017 mit drei Erhöhungen.

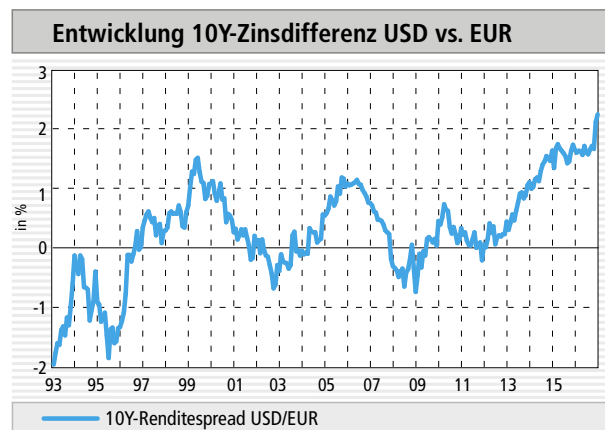


Schwellenländeranleihen im aktuellen Umfeld

Im Zusammenhang mit den stark gestiegenen US-Zinsen und einem stärkeren Dollar werden häufig die Schwellenländer als potenzielle Verlierer genannt. Erinnerungen an das Frühjahr 2013 werden wach. Damals kündigte die US-Notenbank überraschend an, die Zinspolitik sukzessive zu normalisieren, und stürzte damit die Schwellenländermärkte in eine scharfe Korrektur. Auch dieses Mal reagierten die Emerging Markets in einer ersten Phase verschupft auf die aktuelle Entwicklung in den USA. Verstärkt wurde diese Tendenz noch durch die US-Präsidentenwahl, deren Ausgang den freien Handel zu einem gewissen Teil einschränken könnte. Allerdings lässt sich die heutige Situation nicht mit derjenigen von 2013 vergleichen. Rohstoffimporteure und -exporteure haben Verbesserungen ihrer Leistungsbilanzen erzielt, die Inflationsrisiken sind gesunken, die Verschuldungssituation hat sich verbessert und die Fremdwährungsreserven fallen höher aus. Dies gilt nicht für alle Länder im gleichen Masse und bei einzelnen hat sich die Situation in einzelnen Punkten auch verschlechtert. Aber insgesamt gehen wir davon aus, dass diese aufstrebenden Volkswirtschaften die aktuelle Entwicklung an der US-Zins- und -Währungsfront deutlich besser verkraften können, als dies in früheren Jahren der Fall war.

Seitwärtstendenz am wahrscheinlichsten

Mit dem Zinsentscheid der US-Notenbank bei gleichzeitiger Fortsetzung der quantitativen Lockerung durch die EZB hat sich die Renditedifferenz zwischen den beiden Währungen Dollar und Euro nicht nur bei den Geldmarktsätzen noch einmal ausgeweitet. An den Anleihensmärkten war der Renditeunterschied bereits im Vorfeld deutlich angestiegen. Bezogen auf 10-jährige Staatsanleihen befindet sich die Differenz mittlerweile auf dem höchsten Niveau seit 30 Jahren. Dies spürt auch der Wechselkurs, welcher sich eindeutig zugunsten des Dollars entwickelt hat. Ähnliches ist auch bezogen auf das Verhältnis vom Greenback zu den anderen Währungen zu beobachten. Gemessen am gewichteten Währungsindex ist die US-Valuta auf den höchsten Stand seit 14 Jahren geklettert.

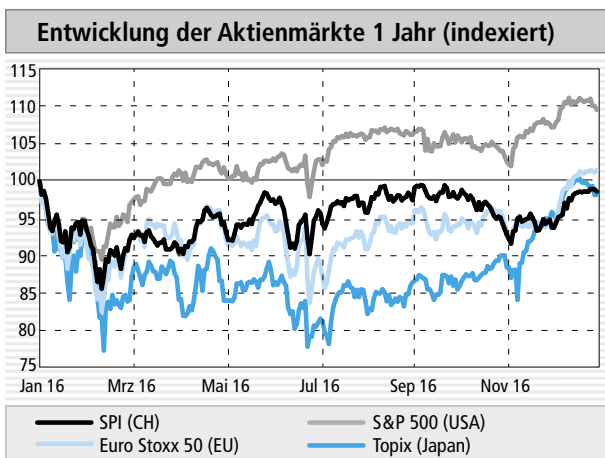


Insgesamt betrachtet gehen wir kurzfristig von einem abnehmenden Aufwärtsdrang der Zinsen aus. Diese haben sich insbesondere in den USA an die aktuelle Situation angepasst und bilden die besseren Konjunkturaussichten, die höhere Inflationserwartung sowie die Fortsetzung des geldpolitischen Normalisierungsprozesses grossenteils ab. Mittelfristig könnte sich bei einer Bestätigung dieser Treiber in Kombination mit einem zunehmenden Fokus auf die Fiskalpolitik die Tendenz zu weiter steigenden Zinsen in den USA fortsetzen. Für den Euro-Raum und die Schweiz rechnen wir für die nähere Zukunft nur noch mit einem bescheidenen Aufwärtspotenzial. Zwar zeigen sich auch hier wirtschaftliche Fortschritte und die Inflationsraten könnten sich nicht zuletzt wegen steigender Energiepreise zunehmend erhöhen. Doch die politische Unsicherheit sowie die strukturellen Herausforderungen werden in Kombination mit der anhaltend expansiv wirkenden Geldpolitik der EZB die Renditen auf tiefem Niveau halten. Und die SNB wird ihren Fokus weiterhin auf die Geldpolitik der EZB richten und deshalb ebenfalls mit einem möglichen Normalisierungsprozess zuwarten.

Schweiz

Stetige Erholung

Die Schweizer Wirtschaft befindet sich seit längerem auf dem Pfad der Erholung. Nach einigen positiven Quartalen stagnierte das Schweizer BIP im 3. Quartal zwar nahezu. Die Vorlaufindikatoren deuten jedoch auf eine erneute Wachstumsbeschleunigung hin, und seitens der Weltwirtschaft ist weiterhin mit positiven Impulsen zu rechnen. Die Schweizer Wirtschaft dürfte 2017 1,5 % und damit ungefähr gleich stark wie 2016 wachsen. Positiv fällt auf, dass der Exportsektor das Schlimmste überstanden zu haben scheint. Der (Gesamt-)Umfang der Ausfuhren wächst wieder dynamisch, und die Beschäftigung in der Exportwirtschaft dürfte einen Boden ausgebildet haben. Diese Zuwachsraten bei den Verkäufen ausserhalb der Landesgrenzen sprechen dafür, dass immer mehr Sektoren ihre Wettbewerbsfähigkeit wiederherstellen können. Wie schon früher zu beobachten war, zwingt ein starker Schweizer Franken die hiesigen Exporteure zu immer neuen Produktivitäts- und Qualitätsverbesserungen.



Die Ausfuhren der Schweiz in die USA gehören seit der Wirtschaftskrise des Jahres 2009 zu den wichtigsten Treibern des Gesamtexportwachstums. Darüber hinaus wird weiterhin davon ausgegangen, dass Pharma- und Biotechnologieunternehmen von einer Trump-Präsidentschaft profitieren werden. Dies vor allem auch im Vergleich zu einer Regierung unter Hillary Clinton, welche die aggressive Preispolitik der Pharmaunternehmen wiederholt kritisiert hatte. Wir rechnen nicht damit, dass die neue Regierung allzu stark von der bekannten republikanischen Haltung abweichen wird, die für freie Märkte und Innovation plädiert – auch wenn Präsident Trump sich auch schon mehrfach für tiefere Medikamentenpreise ausgesprochen hat. Falls die Anleger ihren Fokus wieder vermehrt auf die soliden Fundamentaldaten der Pharmatitel legen, sollte dies dem Schweizer Aktienmarkt helfen. Dieser wird nach wie vor durch den Gesundheitssektor mit einem Gewicht von über

einem Drittel dominiert. Die Schweizerische Nationalbank wird mit Devisenmarkttransaktionen weiterhin versuchen, der Schweizer Exportwirtschaft keine zusätzlichen Hürden in Form eines stärkeren Schweizer Frankens aufzuerlegen.

Europa

Erfreuliches Wachstumsumfeld

Die Aktienmärkte sind seit Anfang Dezember im Aufwind. Die Ölmultis (+ 18,7 % im 4. Quartal) profitierten dabei von einem starken Anziehen des Ölpreises, während die Finanztitel (+ 18,9 %) v. a. durch höhere Zinsen und die Hoffnung auf eine etwas weniger rigorose Regulierung (die Trump verspricht) getragen wurden. Auf der anderen Seite des Spektrums finden sich weniger überraschend die Versorger (-3,3 %), der Konsumgüter-Sektor (-4,3 %) sowie die Telekom-Titel (+ 1,1 %), welche seit jeher als Bond-Ersatz dienen und einem Anziehen der Zinsen und/oder einem erhöhten Risikosentiment entsprechend reduziert werden.

Das seit Mitte November andauernde Aktienmarkt-Rally in Europa und der parallele Ausverkauf bei den Anleihen werden von guten oder zumindest stabilen Wirtschaftsdaten gestützt. Die vom ifo-Index angezeigte, positive Unternehmensstimmung im wichtigsten Markt Deutschland steht beispielsweise im Einklang mit den Einkaufsmanagerindizes. Besonders gut bestellt ist es derzeit um die Geschäftslage, die sich so gut präsentiert wie seit über vier Jahren nicht mehr. In ihrem aktuellen Monatsbericht berichtet die Deutsche Bundesbank davon, dass die deutsche Konjunktur im Schlussquartal einen deutlich höheren Gang eingelegt hat, insbesondere getragen von einem starken Industriesektor. Für den Wirtschaftsmotor Europas darf ein entsprechend guter Start ins 2017 erwartet werden. Bemerkenswert an den europäischen Handelsbedingungen der vergangenen Monate ist die Widerstandsfähigkeit von Aktien angesichts diverser (geld)politischer und wirtschaftlicher Ereignisrisiken (US-Präsidentschaft, Brexit, Referendum in Italien, etc.). Die Wachstumsdynamik sollte aber trotz des aktuell robusten Risikosentiments Anfang des Jahres 2017 im Blick gehalten werden. Das Jahresend-Rally wurde nicht zuletzt durch gute Wirtschaftsdaten, Hoffnungen auf Konjunkturprogramme und die anhaltend hohen Liquiditätsspritzen der Europäischen Zentralbank (EZB) gestützt. Sollte diese Dynamik früher als erwartet ins Stocken geraten, wäre eine Wende des Trends wahrscheinlich.

Aktien

Amerika

Begeisterung an der Wall Street nach Präsidentenwahl

Der US-Aktienmarkt-Index S&P 500 stieg im 4. Quartal 2016 um +3,8%. Zu den Hauptgewinnern gehören die Bankaktien Goldman Sachs (+48,9%) und JP Morgan (+30,5%) sowie Boeing (+19,1%, Industrie). Zu den schwächsten Aktien gehören Procter & Gamble (-5,6%, nichtzyklische Konsumgüter), Visa (-5,5%, Technologie) und Merck (-4,9%, Gesundheit). Die Wahl von Donald Trump zum neuen Präsidenten der USA gab der Wall Street Auftrieb. Die von Trump angekündigte unternehmens- und investorenfreundliche Politik mit einer bedeutenden Senkung der Unternehmenssteuer, einer ausgedehnten Deregulierung, die besonders den Banken zugute kommen wird, einer Ankurbelung der Investitionen in die alte US-Infrastruktur sowie einer Steuerermässigung auf Auslandsguthaben der amerikanischen Unternehmen stützte bis jetzt in erster Linie die Finanztitel. Das Wahlergebnis wirkte sich auch positiv auf die nordamerikanischen Konsumenten aus. Der Index für Verbrauchervertrauen der Michigan-Universität kam im Dezember über Erwartung und so stark wie seit 2004 nicht mehr. Amazon gab dementsprechend auch ein Rekordweihnachtsgeschäft bekannt. Ein Teil der Konsumenten erwartet durch die Wahl von Donald Trump zum Präsidenten positive Effekte auf die Wirtschaft. In den vergangenen Wochen war in den USA eine bedeutende Aktien-Differenzierung abhängig von der Unternehmensgröße, Branche oder Marktausrichtung (Export oder Binnenwirtschaft) beobachtbar. Aktien kleinerer Unternehmen (Russell 2000 Index) entwickelten sich besser als die Titel der grossen, weltweit operierenden Firmen des Dow Jones Industrial Index. Damit dürfte der US-Aktienmarkt zunehmend ein «stock picker»-Markt werden mit einer sehr unterschiedlichen Entwicklung der einzelnen Titel. Die erwähnte Steuerermässigung auf Auslandsguthaben der Unternehmen könnte den Aktienrückkauf fördern und damit ein weiterer positiver Beitrag für die Wall-Street-Titel werden. Seit dem Sieg von Donald Trump scheint besonders in den USA ein Umdenken der Anleger stattzufinden. Die Aussicht auf höhere Gewinne führt zu wachsender Risikofreude, mehr Investitionen und einer besseren Konjunktur als in Europa. Davon werden die US-Aktienmärkte profitieren. Es ist anzunehmen, dass dadurch das traditionell höhere Bewertungsniveau der US-Aktienmärkte im Vergleich mit den europäischen Aktienmärkten sich noch weiter entwickelt. Allerdings wird durch das hohe Bewertungsniveau der US-Titel das Risiko für Korrekturen auch höher. In Anbetracht der vom neuen US-Präsidenten erwarteten unternehmensfreundlichen wirtschaftspolitischen Entscheidungen und des daraus resultierenden begeisterten Verhaltens der Investoren an der Wall Street, gehen wir von einer weiter ansteigenden Entwicklung der US-Aktienmärkte im ersten Quartal 2017 aus.

Japan und Emerging Markets

Positive Entwicklung in Japan und Osteuropa

Der japanische MSCI-Aktienmarkt-Index stieg in Lokalwährung im 4. Quartal 2016 um +15,0%. Zu den Hauptgewinnern gehören die Aktien Sharp (+100,0%, zyklische Konsumgüter), Nomura (+54,5%, Finanz) und Sumitomo (+52,4%, Industrie). Zu den schwächsten Aktien gehören Dena (-30,1%, Technologie), Line (-17,5%, Technologie) und Sohgo Security Services (-16,8%, nichtzyklische Konsumgüter). Die Aktienmärkte der Schwellenländer sind in derselben Periode unterschiedlich gelaufen. Der MSCI-Emerging-Markets-Index in USD schloss im Quartal um -1,9% schwächer als im Vorquartal und um -3,8%-Punkte schwächer im Vergleich mit dem MSCI-Welt-Aktienindex in USD (+2,0%). Die Finanzmärkte in Osteuropa und im Mittleren Osten stiegen um +9,6%. Die asiatischen Börsen sanken um -3,4% und die lateinamerikanischen Märkte stiegen lediglich um +0,4%. Auf Länderebene schnitten die Börsen in Saudi-Arabien (+33,3%), Russland (+12,9%) und Polen (+9,2%) am besten ab. Die schwächsten Märkte waren Indien (-5,7%), Mexiko (-4,1%) und Südafrika (-2,5%). Vom US-Wahlergebnis profitierten auch die japanischen Baumaschinenhersteller wegen der beabsichtigten Modernisierung der US-Infrastruktur und die japanische Pharmaindustrie, die während der US-Wahlkampagne mit der angekündigten Verschärfung der Pharmapreispolitik gelitten hatte. Chinas Industrieunternehmen konnten teilweise den Gewinn gegenüber dem Vorjahr erhöhen. Dies betrifft auch die Stahlhersteller. Der bedeutende Anstieg der Stahlpreise im Jahr 2016 wirkte sich auch positiv auf die Eisenerz exportierenden Länder aus, beispielsweise Brasilien. Chinas boomender Immobilienmarkt sowie grosse Infrastrukturprojekte bescheren Asiens Stahlherstellern, beispielsweise in Südkorea, florierende Geschäfte. Die Titel des Indexschwergewichts Samsung Electronics notieren nahe bei den Höchstkursen, trotz den jüngsten Problemen mit dem Galaxy Note 7. Treiber hinter der positiven Kursentwicklung sind Erwartungen, dass sich der Konzern im nächsten Jahr aufteilen wird. Die technologielastige Börse Taiwans profitierte von der generellen Zuversicht der Investoren für Technologieaktien, beispielsweise Taiwan Semiconductor. Die Investoren zogen sich aber auch teilweise auf Grund politischer Unsicherheiten aus problematischen asiatischen Regionen zurück. In Japan wird für nächstes Jahr ein moderater Aufschwung erwartet, da die Exporte an Fahrt gewonnen haben und sich die Stimmung bei den Unternehmen verbessert hat. Davon werden die exportierenden Unternehmen besonders profitieren. Die durchschnittliche Bewertung der Aktien ist sowohl in Japan als auch in Schwellenländern nach wie vor moderat. Das wirtschaftspolitische Umfeld und die überwiegend positiven Aussichten für die Unternehmen geben Spielraum dafür, dass die dortigen Aktienkurse in den kommenden Monaten insgesamt steigen.

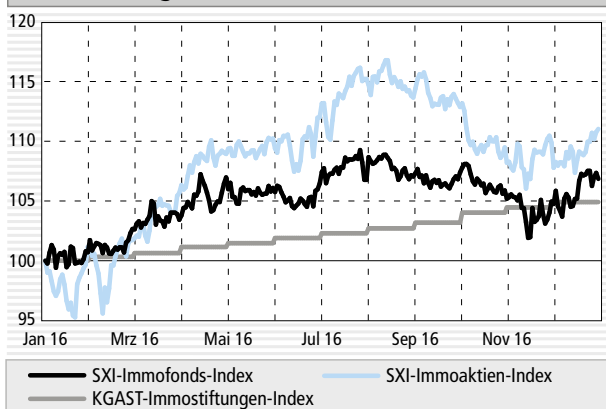
Nicht traditionelle Anlagen

Immobilien Schweiz

Schwächer als der Aktienmarkt

Im 4. Quartal 2016 sind die Preise der Schweizer Immobilienfonds durchschnittlich beinahe unverändert gegenüber dem Vorquartal geblieben (-0,5%). Damit hat der SXI Immobilienfonds Index um -1,4% schwächer als der gesamte Schweizer Aktienmarkt (SXI +0,9%) abgeschnitten. Die durchschnittliche Prämie (Agio) der Immobilienfonds betrug per Ende Dezember +25,5%. Sie liegt damit beim Wert zum Jahresbeginn und weiterhin über dem historischen Durchschnitt von rund 14%. Zu den stärksten Fonds im vergangenen Quartal zählen Polymen (+5,9%), Realstone (+4,6%) und Procimmo (+3,9%). Zu den schwächsten Titeln zählen Swisssanto Swiss Commercial (-4,6%), UBS Swiss Commercial (-4,2%) und CS Interswiss (-4,0%). Die kotierten schweizerischen Immobilienfonds beschliessen das Jahr 2016 mit der beachtlichen Jahresperformance von +6,9% und damit um 8,3-Punkte besser als der

Entwicklung Immobilien Schweiz 1 Jahr (indexiert)



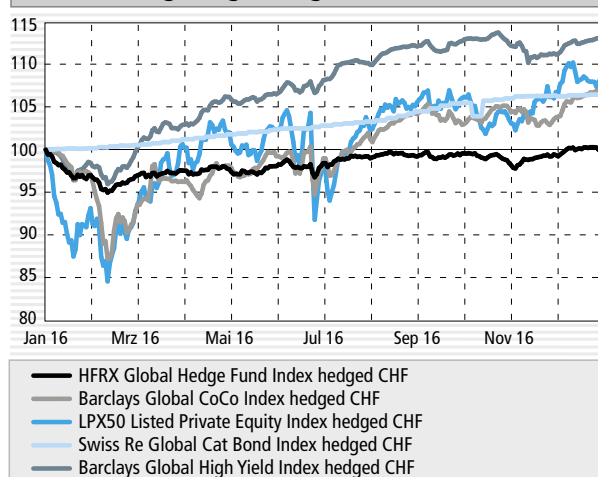
Schweizer Aktienmarkt. Die Zinsen bleiben tief und die Attraktivität von Immobilienanlagen hoch. Die überdurchschnittlichen Agios der Immobilienfonds sind aus dieser Optik gerechtfertigt. Die Wohnungsmieten in der Schweiz sind leicht gesunken. Die anhaltende Bautätigkeit führt zu einer übermässigen Angebots-erhöhung. Bei Geschäftsflächen geht die Neubautätigkeit leicht zurück. In diesem Segment bleibt der Markt weiterhin angespannt. Der Diskontsatz, der bei der Immobilienbewertung eingesetzt wird, berücksichtigt auch die Risiken von Angebot und Nachfrage sowie der Leerstandsquote. Deshalb werden in Zukunft die Wertsteigerungen der Immobilien voraussichtlich bescheidener ausfallen als in der Vergangenheit. Der Gesamtertrag wird dann in erster Linie vom Einkommensbeitrag, der den eigentlichen Kern eines Immobilien-Investments darstellt, bestimmt. Die durchschnittlich weiterhin attraktive Dividendenrendite der schweizerischen Immobilienfonds von 2,8% wird auch im neuen Jahr eine weitere Kurssteigerung ermöglichen.

Übrige Anlagen

Viel Flexibilität, um gute Ergebnisse zu erzielen

Zu den übrigen Anlagen zählen wir Investitionen, welche nicht den klassischen Kategorien (Liquidität, Obligationen, Aktien und Immobilien) zugeteilt werden können. Damit streben wir eine strikte Trennung von traditionellen Anlagen zu Produkten mit teilweise vielschichtigen und komplexen Strukturen sowie einer eingeschränkten Liquidität an. Solche Gebilde beinhalten in der Regel viel Anlagefreiraum, um Investitionsmöglichkeiten optimal ausnützen zu können. Die Risikoquellen sind zudem nicht immer sofort klar ersichtlich. Der investierbare **Global Hedge Fund Research Index (HFRX)** in USD wie auch der nicht investierbare Fund of Funds Composite Index (HFRI) in USD legten im 4. Quartal ca. 1,2% resp. in etwa 0,9% zu. Die kumulierte Jahresperformance des HFRX-Index beträgt 2,5%. Die Hedge-Fund-Industrie blickt auf ein sehr bewegtes 2016 zurück. Es bestehen grosse Unterschiede in der Performance-Entwicklung von einzelnen Fonds. Nicht alle fanden sich 2016 mit dem volatilen Jahresverlauf zurecht. Insbesondere jene Manager, die makroökonomische Trends an Aktien-, Zins- und Rohstoffmärkten oder Wechselkursveränderungen zu prognostizieren versuchten, schnitten in diesem Jahr schlecht ab. Dazu gehören auch einige namhafte Hedge-Fund-Manager. Der unerwartete Wahlsieg von Donald Trump sorgte bei einigen Hedge Funds für einen raschen Kurswechsel und bescherte manch einem Manager doch noch einen versöhnlichen Jahresabschluss.

Entwicklung übrige Anlagen CHF 1 Jahr (indexiert)



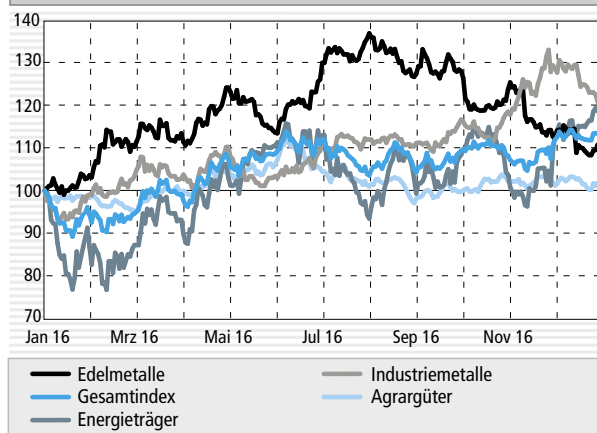
Die Emissionstätigkeit auf dem Primärmarkt für **versicherungsbasierte Anleihen (Cat-Bonds)** war im abgelaufenen Quartal bescheiden. Die Handelsaktivitäten auf dem Sekundärmarkt waren aber zu Beginn des Quartals hektisch. Hurrikan «Matthew», der über Haiti und die Bahamas und weiter über Florida und über nördlich gelegene Staaten hinwegzog, verur-

Nicht traditionelle Anlagen

sachte in den USA viel tiefere Versicherungsschäden als zuerst befürchtet. Diese belaufen sich auf rund 5–6 Mrd. USD. Die schwersten nicht versicherten Zerstörungen fanden in Haiti statt, wo zahlreiche Gebäude beschädigt und mehr als 900 Todesopfer beklagt wurden. In diesem Jahr hatte kein einzelnes Ereignis einen signifikanten Einfluss auf die Rückversicherungs- oder ILS-Industrie. Jedoch führt die grosse Anzahl von mittelgrossen Vorkommnissen dazu, dass vermehrt ein kumulierter Versicherungsschutz (Ertragsschutz) von den Versicherungsnehmern gewünscht wird. Dies wird die kommenden Vertragserneuerungen stark beeinflussen. Wir sind weiterhin davon überzeugt, dass die Fondsspezialisten diese Aufgabe meistern werden, und erachten ein diversifiziertes Engagement in dieser zu den Finanzmärkten tief korrelierten Anlageform als sehr interessant. Die Wahl von Donald Trump zum US-Präsidenten beschleunigte den seit Juli 2016 anhaltenden Zinserholungszyklus. Die **zinsensitiven Produkte** der übrigen Anlagen waren im vierten Quartal davon unterschiedlich betroffen. Der von uns eingesetzte **CoCo-Bonds-Fonds (bedingte Pflichtwandelanleihen)** legte im vierten Quartal rund 2,0% zu. Negativ wirkten die steigenden Zinsen. Einen positiven Einfluss hatten die im Vergleich zum ersten Halbjahr rückläufigen Kreditrisikoprämien. Die generell höheren Zinsen für lange Laufzeiten haben zudem einen positiven Einfluss auf die Gewinne der Banken und sollten somit die Kapitalproblematik in den Hintergrund drängen. In einem weiterhin vorherrschenden Tiefzinsumfeld beurteilen wir unser Investment bei einer attraktiven Verfallsrendite von rund 6,7% mit einer tiefen durchschnittlichen Restlaufzeit von ca. 3,7 Jahren als weiterhin positiv. Der von uns eingesetzte Fonds im Bereich **der Hochzinsanleihen** profitierte im 4. Quartal (+ 1,6%) ebenfalls vom Rückgang der Kreditrisikoprämien und vermochte die negativen Folgen des Zinsanstiegs überzukompensieren. Seit Mitte Jahr konnte er in einem Umfeld stark steigender Zinsen überraschen und rund 4,8% zulegen. Über das gesamte Jahr 2016 stieg der Wert sogar um rund 8,8%. In einem weiterhin niedrigen bis moderat steigenden Zinsumfeld und unter der Annahme einer stabilen Globalwirtschaft bietet dieses Anlagesegment eine attraktive Anlagealternative.

Bei den **Rohstoffen** lag der Fokus im vergangenen Quartal auf dem Treffen der erdölexportierenden Länder (OPEC) Ende November in Wien. Nach langem Hin und Her haben sich die Mitgliedsländer überraschend darauf geeinigt, die Fördermenge ab 2017 für sechs Monate um total 3,5% zu kürzen. Dem Deal wird besonders deshalb grosse Beachtung geschenkt, weil es sich dabei um die erste Kürzung seit acht Jahren handelt und sich auch Nicht-OPEC-Staaten wie Russland daran beteiligen. Der Erdölmarkt reagierte auf diesen Beschluss folglich mit einem Kursfeuerwerk. Obschon zur Überwachung der Quoteneinhaltung ein Komitee eingesetzt wird, darf bezweifelt werden, dass die OPEC die entsprechenden Kürzungen auch tatsächlich

Entwicklung Rohstoffe USD 1 Jahr (indexiert)



umsetzen kann. Und selbst dann würde es noch eine Weile dauern, um die aktuell sehr hohen Lagerbestände auf ein normales Niveau herunterzufahren. Zudem kann man davon ausgehen, dass die US-Schieferölproduktion bald ein grosses Comeback feiern wird. Angesichts des höheren Ölpreises werden die US-Produzenten alles daransetzen, ihre kostenintensive Produktion weiter zu erhöhen. Von der Reduktion der OPEC-Begrenzung könnten somit letztlich vor allem die USA profitieren. Die Wahl von Donald Trump hat sich auch auf die Preise der Industriemetalle ausgewirkt. Kupfer und vor allem Zink, das sich im bisherigen Jahresverlauf ohnehin schon an Kurszuwächsen erfreuen durfte, erfuhren nach der Präsidentschaftswahl nochmals einen kräftigen Preisschub. Grund dafür ist die Hoffnung, dass sich das angekündigte Infrastrukturprogramm der neuen US-Regierung stimulierend auf die Nachfrage nach Basismetallen auswirken wird. Demgegenüber setzten die Edelmetalle, allen voran das Gold, ihren seit Mitte des Jahres anhaltenden Abwärtstrend fort. Die angezogenen US-Renditen seit der US-Präsidentschaftswahl sowie der erstarkte Dollar liegen dem Goldpreis schwer auf dem Magen. Zusätzlich minderte die allgemein aufgehellte Anlegerstimmung das Interesse der Investoren an Edelmetallen als Absicherungsinvestments. Sollten die Unsicherheiten an den Finanzmärkten jedoch zurückkehren, so könnte dem Edelmetall durchaus wieder eine wichtigere Rolle zukommen. Unabhängig von politischen Ereignissen standen die Preise an den Getreidemärkten auch die letzten Monate unter dem Einfluss der realisierten und erwarteten Ernteergebnisse. Der internationale Weizenmarkt wurde diese Saison durch gigantische Ernten in Nord- und Südamerika überschattet, was sich in tieferen Preisen manifestierte.

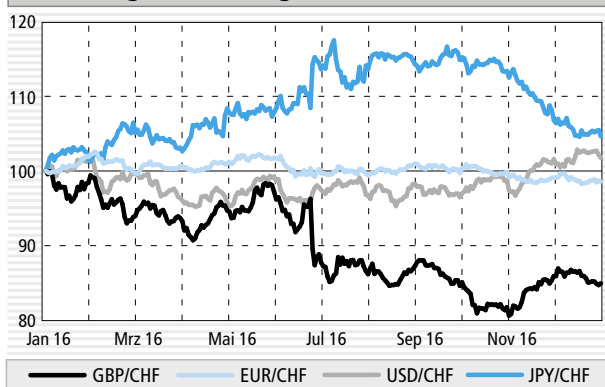
Währungen

Währungen im Überblick

Dollar im Aufwind

Die Devisenmärkte wurden dieses Jahr durch eine Serie von Schocks getroffen. Die meisten davon kamen nicht aus dem wirtschaftlichen, sondern vielmehr aus dem politischen Umfeld. Die jüngste grosse Überraschung lieferte die Wahl von Donald Trump zum Präsidenten der Vereinigten Staaten. Die Volatilität der Devisenmärkte hat sich im Zuge der Präsidentschaftswahl erhöht und wird wohl in den ersten Monaten des neuen Jahres erhöht bleiben, da unklar bleibt, wie schnell und wie viel von den Wahlversprechen effektiv umgesetzt werden kann. Die Märkte attestieren der neuen US-Administration durch die geplanten Steuersenkungen und Infrastrukturinvestitionen einen

Währungsentwicklung 1 Jahr (indexiert)



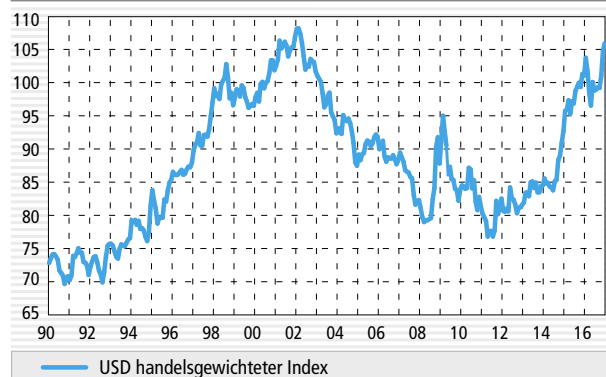
wachstumsfördernden Einfluss und ignorieren die möglichen Auswirkungen des zunehmenden Protektionismus. Auch das Vertrauen der US-Notenbank (FED) in das US-Wachstum hat gemessen an deren Entscheiden im Dezember stark zugenommen. Die möglicherweise schneller als erwartet stattfindende geldpolitische Straffung sorgte für einen Höhenflug des US-Dollars (USD). Aufgrund der gestiegenen Zinsdifferenz zu den anderen Hauptwährungen und als Konsequenz der vom Markt wahrgenommenen Wachstumsaussichten könnte sich dieser Trend auch im kommenden Jahr fortsetzen. Ende Jahr betrug der USD/CHF-Wechselkurs 1.02, zum Euro (EUR) stand der USD bei 1.05.

SNB senkt Verteidigungslinie

Während die Euphorie der Finanzmärkte über die zukünftige Entwicklung der USA grenzenlos scheint, nimmt die Skepsis gegenüber der europäischen Währungsunion spürbar zu. Das Wachstum der Euro-Zone konnte bislang nicht überzeugen und die Inflationsrate zeigt nur eine bedingte Reaktion auf die durch die Notenbank bislang getroffenen Massnahmen. Zudem sind vermehrt politische Risiken am Horizont erkennbar. Die beschlossene Ablehnung der italienischen Verfassungsreform sowie die bevorstehenden Parlamentswahlen mit unsicherem

Ausgang in Holland, Frankreich und Deutschland tragen zu den momentanen Bedenken bei. So sorgen denn auch allen voran die politischen Herausforderungen für Druck auf die euro-

USD handelsgewichteter Index



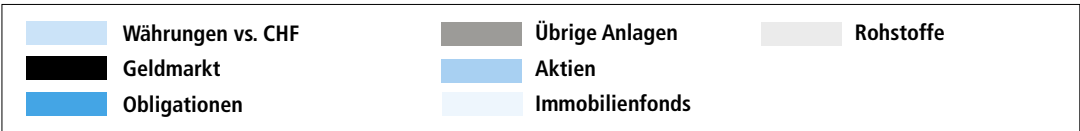
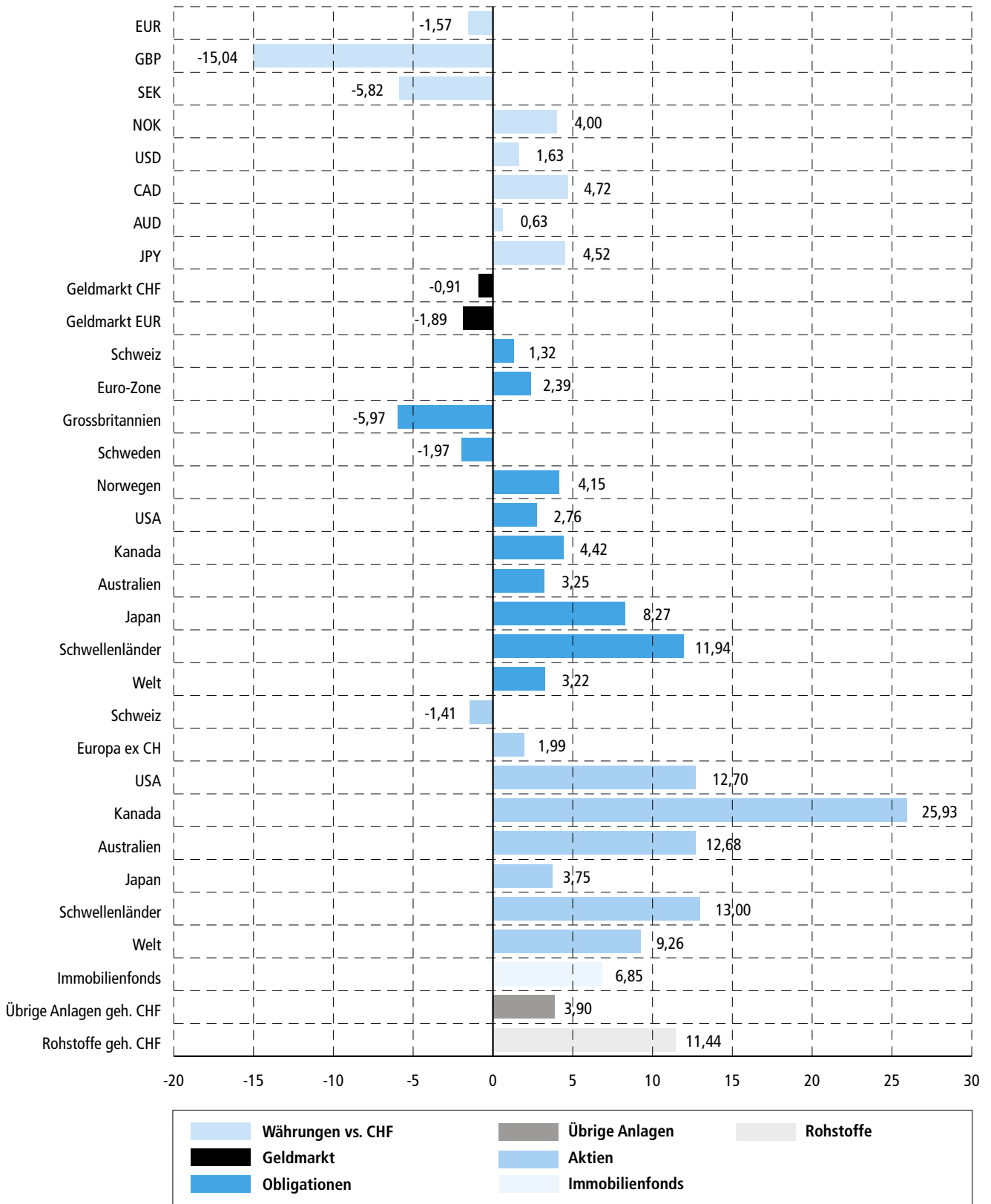
päische Gemeinschaftswährung. Das Auseinanderdriften der Währungsentwicklungen des USD und des EUR verlangt auch von der Schweizerischen Nationalbank (SNB) eine gewisse Flexibilität. Die SNB liess bei ihrer letzten Lagebeurteilung verlauten, dass sie nunmehr die Gesamtlage am Devisenmarkt in ihre Entscheidungen einfließen lässt. Für den Wechselkurs EUR/CHF würde sich damit aufgrund des erstarkten US-Dollars etwas mehr Spielraum nach unten ergeben. Die inoffizielle Verteidigungslinie zum EUR scheint aktuell auf 1.07 reduziert worden zu sein. Es ist davon auszugehen, dass die SNB lediglich graduelle Anpassungen bei der Interventionsgrenze vornehmen wird, um nicht ihre Glaubwürdigkeit aufs Spiel zu setzen. In der Folge kann mit einer Fortsetzung des Seitwärtstrends im EUR/CHF-Wechselkurs gerechnet werden. Im letzten Quartal des Jahres betrug der EUR/CHF-Wechselkurs 1.07.

Brexit-Prozess lastet weiterhin auf dem Pfund

Es scheint als hätte das britische Pfund (GBP) den ersten Schrecken des «Brexit» verdaut, was in erster Linie mit der positiven britischen Konjunktorentwicklung zusammenhängt. Doch das Schicksal des GBP ist weiterhin verbunden mit dem formalen Austrittsprozess der Briten aus der Europäischen Union und den entsprechenden realwirtschaftlichen Rückkoppelungen daraus. Zuweilen ist die Regierung tief gespalten, was die Verhandlungsposition bezüglich des zukünftigen Zugangs zum EU-Binnenmarkt angeht. Solange der Austrittsmechanismus nicht klar definiert ist, bleibt das GBP ein Spielball der Spekulationen und die Volatilität wird dementsprechend hoch bleiben. Der GBP/CHF-Wechselkurs betrug Ende Jahr 1.26.

Marktpformance

1. Januar bis 31. Dezember 2016 (Basis CHF)



Anlagestrategie

Konjunktur

	BIP (vs. Vorjahr)		Inflation (Jahresdurchschnitt)	
	2017	2018	2017	2018
Schweiz	1,6	1,8	0,2	0,7
Euro-Zone	1,6	1,7	1,1	1,5
USA	2,4	2,7	2,6	3,0
Japan	1,1	0,8	0,6	0,8
Schwellenl.	4,6	4,7	3,7	3,8
Welt	3,0	3,3	3,4	3,5

Währungen und Zinsen

Zinsen	Trend (3 Monate)			
	Geldm.	Kapitalm.	Währungen	
CHF	→	→	EUR / CHF	→
EUR	→	→	USD / CHF	↗
USD	↗	↗	JPY / CHF	→
JPY	→	→	GBP / CHF	→

Aktien

	Trend (3 Monate)
Schweiz	→
Europa	→
USA	↗
Japan	↗
Schwellenländer	↗

Nicht traditionelle Anlagen

	Trend (3 Monate)
Immobilien Schweiz	↗

Anlagepolitik aktuell

Die Finanzmärkte befinden sich in einer Art Ausnahmezustand. Die Aktienmärkte boomen trotz steigender Zinsen, politischer Überraschungen und geldpolitischer Straffung in den USA. Die Wahl von Donald Trump zum neuen US-Präsidenten hat diese Entwicklung noch verstärkt. Es macht den Eindruck, als würden die Marktteilnehmer momentan nur das Gute sehen und offensichtliche politische und wirtschaftliche Risiken grosszügig ausblenden. Anders kann das aktuelle Geschehen nicht erklärt werden. Zumindest scheinen sich die wirtschaftlichen Fortschritte rund um den Globus zu festigen. Und die Erwartung einer wirtschaftsfreundlichen Politik durch die neue US-Regierung könnte diese Tendenz zusätzlich stützen.

Eine Kombination aus erfreulichen Konjunkturdaten und höherer Inflationserwartung aufgrund steigender Energiepreise sorgte bei den Renditen für einen deutlichen Anstieg. Spiegelbildlich ist es bei den Obligationen flächendeckend zu empfindlichen Verlusten gekommen. Mittlerweile scheinen sich die Zinsen auf dem nun höheren Niveau zu stabilisieren. Für die kommenden Monate erwarten wir eine seitwärts gerichtete Entwicklung auf dem nun leicht höheren Niveau. Einem leicht erhöhten Inflationsdruck aufgrund gestiegener Energiepreise steht eine weiterhin äusserst expansive Geldpolitik der meisten Notenbanken gegenüber. Unter Berücksichtigung sämtlicher Faktoren bleibt die Anleihsquote im Vergleich zu ihrem Sollwert untergewichtet.

Die Aktienkurse sind trotz höheren Zinsen und politischem Gegenwind weiter gestiegen. Es herrscht mittlerweile ein vermehrter globaler Konjunkturoptimismus, was die höheren Preise zumindest aus fundamentaler Optik teilweise erklärt. Zudem bleibt das geldpolitische Umfeld für die Beteiligungspapiere weiterhin attraktiv. Tiefe Zinsen sorgen für günstige Finanzierungsbedingungen und reduzieren die Attraktivität von festverzinslichen Anlagen. Wir belassen deshalb die aktuelle Übergewichtung.

Schweizer Immobilienfonds stellen trotz überdurchschnittlicher Bewertung weiterhin eine interessante Anlagealternative dar. Das aktuelle Tiefzinsumfeld sowie eine stabile Entwicklung des Realmarktes sorgen für ein gutes Fundament. Wir halten an der übergewichteten Quote fest. Die unterschiedlich gelagerten Renditequellen der «Übrigen Anlagen» sorgen für eine solide Performance-Entwicklung dieser Anlageklasse. Zudem gefällt uns der aus Portfoliosicht stabilisierende Charakter dieser Anlagen. Wir halten ihre Gewichtung weiterhin neutral.

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

Impressum

Ihre Ansprechpartner in den Regionen

Region Aarau
Dieter Bruttel

Region Baden/Wettingen
Marc Hunsperger

Region Brugg
Andreas Schreiber

Region Olten
Jörg Sutter

Region Rheinfelden
Lukas Fässler

Region Wohlen
Michael Wertli

Region Zofingen
Jörg Meier

Aargauische Kantonalbank
Bahnhofplatz 1, CH–5001 Aarau
Telefon: ++41 62 835 77 77
Telefax: ++41 62 835 77 78
E-Mail: akb@akb.ch
Internet: www.akb.ch

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen wurden öffentlich zugänglichen Quellen entnommen, die wir für zuverlässig halten. Eine Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen. Bei allen in der Veröffentlichung wiedergegebenen Meinungen handelt es sich um die aktuelle Einschätzung der Aargauischen Kantonalbank. Diese Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Daher müssen wir Sie um Verständnis dafür bitten, dass damit weder ausdrücklich noch stillschweigend eine Zusicherung oder Garantie in Bezug auf die Richtigkeit oder die Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Informationen zu Entwicklungen, Märkten oder Wertpapieren verbunden sein kann.

Ihre Ansprechpartner in der Direktion

Private Banking Aarau
Markus Bucher

Private Banking Olten
Christian Wüthrich

Institutionelle Kunden
Roman Kuhn

Portfolio Management
Sascha Haudenschild

Finanzplanung
Stéphane Curchod

Nachfolgeregelung
André Kühni

Fondsanlagen und Anlageprodukte Kunden
Andreas Zollinger

Investment Research
Marcel Koller

Devisenhandel/Wertschriftenverkauf
Andreas Mühlemann

Zinsen- und Aktienhandel
Peter Pastor

Redaktion

Marcel Koller, Chefredaktor, Investment Research
Sascha Haudenschild, Portfolio Management
Raphael Donati, Portfolio Management
Daniel Pfister, Portfolio Management
Thomas Roth, Portfolio Management
Hernani De Faria, Titelresearch
Martin Schwab, Titelresearch

Redaktionsschluss: 30. Dezember 2016

Datenmaterial für Charts by Bloomberg®

Diese Publikation steht Ihnen auch in elektronischer Form (PDF-Format) zur Verfügung. Abonnieren Sie sich einen Mail-Hinweis bei Neuerscheinungen unter www.akb.ch/e-news.

