

Investment Strategie 2. Quartal 2017

- > Beschleunigte Zinserhöhungen in den USA
- > Europa im Zeichen politischer Entscheidungen
- > Spezialthema «Alternative Anlagen»



Editorial

Inhaltsverzeichnis

Spezialthema «Alternative Anlagen»	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

Der Start ins Jahr 2017 hat uns gezeigt, dass es an der politischen Front ganz sicher nicht langweilig werden wird.

US-Präsident Trump trat sein neues Amt so an, wie er bereits während des Wahlkampfes aufgetreten war: ohne Rücksicht auf Fakten und die Wirklichkeit. Mittlerweile dürfte aber auch Donald Trump erkannt haben, dass es einige Unterschiede zwischen der Lenkung einer einzelnen Firma und der Steuerung der gesamten Vereinigten Staaten von Amerika gibt. So gab es bereits beim Besetzen wichtiger Ministerämter zahlreiche Unstimmigkeiten, zwei Einreiseverbote für bestimmte Personengruppen wurden zwischenzeitlich durch Gerichte auf Eis gelegt und es scheint auch nicht so, dass Mexiko bereit ist, einen Beitrag zum geplanten Mauerbau zu leisten. Jüngst scheiterte auch die im Wahlkampf versprochene Abschaffung von «Obamacare» ... und das ausgerechnet an der eigenen Partei, welche ganz offensichtlich gespalten ist und nicht vollständig hinter ihrem Präsidenten steht. Hier dürfte in den nächsten Monaten und Jahren noch einiges auf die übrige Welt zukommen.

Auch für Grossbritannien fängt eine neue Zeitrechnung an. Nach über 40 Jahren Zugehörigkeit zur Europäischen Gemeinschaft beginnen nun die vom Vereinigten Königreich gewünschten Austrittsverhandlungen aus der EU und damit aus dem Europäischen Binnenmarkt. Dass die Verhandlungen tatsächlich innerhalb der Frist von 2 Jahren erfolgreich abgeschlossen werden können, darf zumindest bezweifelt werden.

Und dann stehen uns in Europa auch noch wichtige Wahlen bevor. In den Niederlanden endeten diese überraschenderweise mit einer Niederlage des Rechtspopulisten Gert Wilders. Wie nachhaltig dieser Trend ist, wird sich schon mit den Wahlen in Frankreich zeigen: Es sieht danach aus, als ob sich Wähler Frankreichs zwischen einer Befürworterin für einen Austritt Frankreichs aus der EU und einem pro-europäischen Unabhängigen entscheiden können.

Neben diesen Themen zeigen wir Ihnen zudem interessante Anlagealternativen in unserem Spezialthema auf.

Die Aargauische Kantonalbank wünscht allen Leserinnen und Lesern eine spannende Lektüre.

Spezialthema

Alternative Anlagen: Eine attraktive Anlageklasse in einem anspruchsvollen Marktumfeld.

Die Aktienmärkte legten in den vergangenen Monaten noch einmal kräftig zu und sind definitiv nicht mehr günstig bewertet. Die Zinsen verharren trotz der jüngsten Aufwärtsbewegung weiterhin auf bescheidenem Niveau und liefern den Obligationen einen tiefen Coupon. Welche Anlageklasse verspricht in diesem Umfeld auch in der Zukunft Aussicht auf eine ansprechende Rendite?

Übrige bzw. alternative Anlagen

Als Ergänzung zu den klassischen Anlageformen eignen sich übrige Anlagen. Zu dieser Anlagegruppe zählt die Aargauische Kantonalbank (AKB) Investitionen, welche primär 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 vereinzelt eingeschränkten Liquidität an. Zudem ordnen wir in einigen Fällen auch herkömmliche Produkte mit versteckten Risiken den übrigen Anlagen zu. Die Fonds beinhalten in der Regel viel Anlagefreiraum, um Investitionsmöglichkeiten optimal ausnützen zu können, wobei die Risikoquellen nicht immer offensichtlich sind. Oft weisen solche Investments stetige Renditen mit asymmetrischer Verteilung auf. Das heisst, es werden mehr positive als negative Renditen erzielt. Mit den ausgewählten Produkten versuchen wir langfristig eine stabile Rendite mit hohem Diversifikationseffekt im Portfoliokontext zu erzielen.

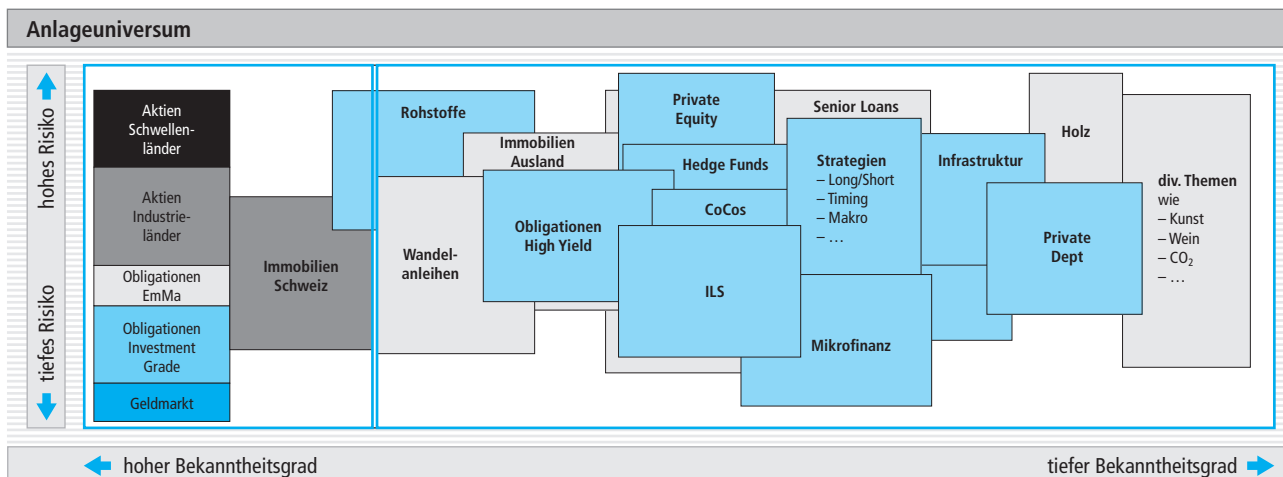
Anlagethemen

Die Palette der übrigen bzw. alternativen Anlagen ist sehr vielfältig und geht weit über das Universum von diesbezüglich oft genannten Hedge-Fonds hinaus. Um dem aktuell tiefen Zins-

umfeld zu begegnen, investiert die AKB beispielsweise in besicherte Hochzinsanleihen. Der dazu eingesetzte Fonds investiert zum grossen Teil in amerikanische und europäische Papiere, die durch Vermögenswerte des Schuldners besichert sind. Im Konkursfall dienen die Sicherheiten als Pfand, um die Forderungen der Anleger zu begleichen. Der entsprechende Fonds bietet aktuell ein attraktives Rendite/Risiko-Verhältnis. Die kapitalgewichtete Restlaufzeit der Anlagen beträgt rund 2,7 Jahre und liefert in USD eine Verfallsrendite von ca. 5%. Mikrofinanz ist ein weiteres interessantes Anlagethema. Der von uns ausgewählte Mikrofinanz-Fonds investiert in Entwicklungs- und Schwellenländer in breit diversifizierte Mikrofinanzinstitutionen, die wirtschaftlich aktiven Menschen erschwingliche Finanzdienstleistungen anbieten. Diese interessante Anlagemöglichkeit verspricht in ihrer Entwicklung eine geringe Abhängigkeit zu traditionellen Anlageklassen, eine regelmässige Dividendenausschüttung und leistet einen nachhaltigen Beitrag zur Finanzsektorentwicklung in aufstrebenden Märkten. Ein weiteres Produkt aus der Gruppe der übrigen Anlagen nutzt vielfältige Anlagefreiheiten und investiert in langfristige Makro-Anlageideen. Dabei kann auf Investitionen in allen Märkten der Welt und auf alle Anlagetypen zurückgegriffen werden.

Umsetzung in den Vermögensverwaltungsmandaten

Das Portfolio-Management der Aargauischen Kantonalbank setzt seit dem Jahre 2002 im Rahmen seiner breit diversifizierten Anlagepolitik auch auf die Vorteile von übrigen bzw. alternativen Anlagen. Sie sind ein wichtiger Baustein in der Portfoliozusammensetzung. Zu Beginn des Jahres 2016 wurde die strategische Quote der übrigen Anlagen deshalb deutlich erhöht. Das AKB-Portfolio-Management analysiert laufend das Angebot an interessanten Fonds, die erfolversprechende Anlageideen verfolgen. In den Auswahlprozess fliesst sowohl die Beurteilung des aktuellen Marktumfelds als auch die mögliche zukünftige Entwicklung mit ein. Das Währungsrisiko wird grundsätzlich gegen CHF abgesichert.

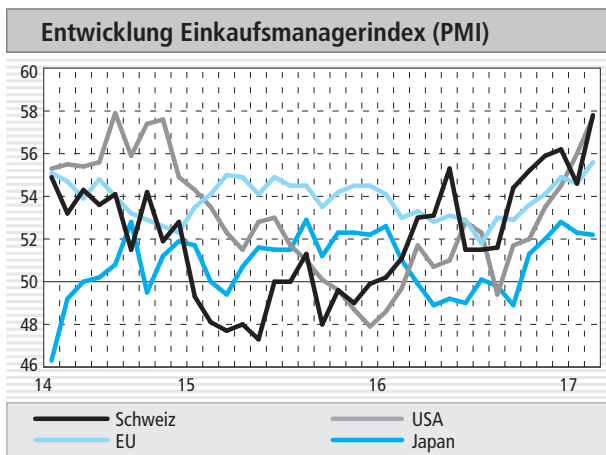


Makroökonomie Europa und Schweiz

Europa

Breite Wachstumsbasis in Europa

Die Wirtschaft der Euro-Zone wuchs im vierten Quartal 2016 um 0,4%. Damit ergibt sich für das Gesamtjahr eine Zunahme des Bruttoinlandsprodukts um 1,7%. Es zeigte sich zudem, dass das Wachstum in der Euro-Zone breit abgestützt ist. Nur gerade Griechenland meldete eine Schrumpfung gegenüber dem Vorquartal, woraus sich schliessen lässt, dass die Griechen nach wie vor weit von einer Normalisierung ihrer Wirtschaft entfernt sind. Das ständige Gezerre zwischen den Institutionen – der Europäischen Kommission, dem Internationalen Währungsfonds sowie der Europäischen Zentralbank (EZB) – und der griechischen Regierung um die Bedingungen der Hilfsprogramme behindern den Erholungsprozess massiv. Schuldige sind dabei auf beiden Seiten zu finden. Während die Institutionen teilweise unrealistische Forderungen stellen, erweisen sich die bisherigen Regierungen in Athen und die staatlichen Verwaltungen als weitgehend reformunfähig. Insofern bleibt auch der Austritt Griechenlands aus der Euro-Zone ein Gespenst, das sich vorerst nicht vertreiben lässt.

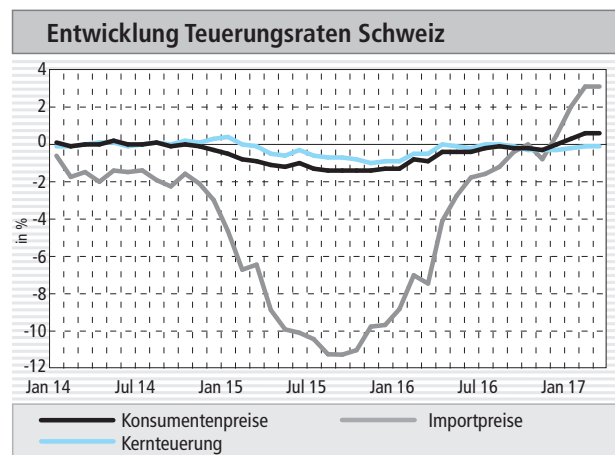


Die generelle Stimmung in der Wirtschaft hat sich erfreulicherweise jüngst zum Jahresbeginn nochmals verbessert. Weder der EU-Austritt Grossbritanniens noch die protektionistische Politik des neuen US-Präsidenten scheinen die Unternehmen bislang stärker zu verunsichern. Im Februar erreichten die Einkaufsmanagerindizes neue Höchststände. Ein Grund für die gute Stimmung ist eine weltweit stärkere Nachfrage, was sich am ebenfalls gestiegenen globalen Einkaufsmanagerindex ausserhalb des Euro-Raums ablesen lässt. Zudem scheint die expansive Geldpolitik der EZB allmählich in der Realwirtschaft anzukommen. Die bislang im laufenden Jahr verfügbaren harten Konjunkturdaten sprechen ebenfalls für ein leicht beschleunigtes höheres Wachstum. Für das Gesamtjahr 2017 rechnen wir mit einem Wirtschaftswachstum von 1,8%. Im kommenden Jahr dürfte die Zunahme mit 1,6% etwas niedriger ausfallen.

Schweiz

Erfreuliche Wachstumsdynamik hält an

Die Schweizer Konjunkturaussichten bleiben weiterhin intakt. So deuten die bekanntesten Vorlaufindikatoren – das Konjunkturbarometer der Konjunkturforschungsstelle (KOF) und der Einkaufsmanagerindex – eine solide Entwicklung an, wenngleich sie im Januar einen leichten Rücksetzer verzeichneten. Auch die Konsumenten sind positiver gestimmt: Der entsprechende Stimmungsindex des Staatssekretariats für Wirtschaft (SECO) notiert aktuell wieder über dem langfristigen Mittel. Die befragten privaten Haushalte sind zuversichtlicher hinsichtlich der Wirtschaftsentwicklung, des Arbeitsmarktes sowie der eigenen finanziellen Lage. Positive Signale kommen auch aus der jährlichen Investitionsumfrage der KOF. So wollen die Schweizer Unternehmen ihre Investitionen 2017 deutlich steigern. Insbesondere der geplante Ausbau der Erweiterungs- und Rationalisierungsinvestitionen verdeutlicht ihre erhöhte Zuversicht. Die kürzlich vom Volk abgelehnte Unternehmenssteuerreform III und die damit verbundene politische Unsicherheit dürften die Investitionsfreudigkeit allerdings etwas dämpfen.



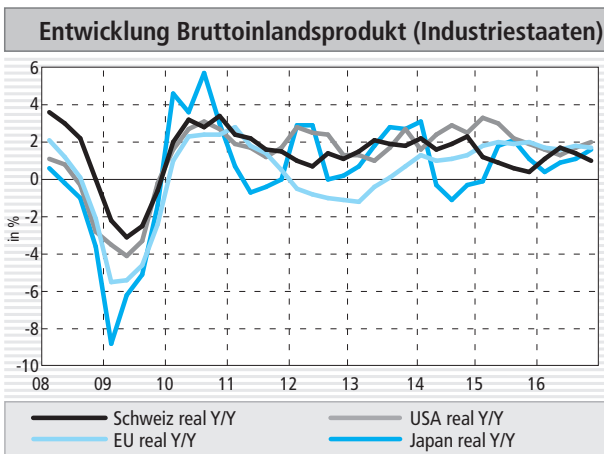
Auch im Februar 2017 hat sich die ansteigende Teuerungsentwicklung bei den wichtigsten Inflationsraten in der Schweiz fortgesetzt. Stark gestiegen sind wenig überraschend die Importpreise: Im Vergleich zum Vorjahresmonat lagen sie um über 3% im Plus. Hauptgrund für diesen Anstieg bilden nach wie vor der anhaltend feste Schweizer Franken und die im vergangenen Jahr deutlich gestiegenen Energiepreise. Dies hat sich, wenn auch in bescheidenerem Umfang, auf die Konsumentenpreisentwicklung (Feb. vs VJ: +0,6%) durchgeschlagen. Betrachtet man die Kernteuerung (Teuerung ohne volatile Komponenten wie Energie und Nahrungsmittel), zeigt sich der Energieeffekt besonders deutlich. Sie liegt nach wie vor im negativen Bereich. Somit besteht gegenwärtig auch keine Gefahr eines nachhaltigen Anstiegs der Konsumentenpreise.

Makroökonomie Nordamerika und Asien

Nordamerika

Solides Wachstum auch ohne «Trump-Effekt»

Im vierten Quartal 2016 ist die US-Wirtschaft um 1,9% gewachsen. Für 2017 gehen wir mit 2,4% von einem etwas stärkeren Wachstum aus als noch im letzten Jahr. Der allseits erwartete «Trump-Effekt» lässt derzeit aber noch auf sich warten. Es zeigte sich jüngst (Einreisebeschränkungen, Obamacare u. a.), dass Ankündigungen und Durchsetzung von Massnahmen auch für Präsident Trump zwei Paar Schuhe darstellen, zumal es immer offensichtlicher wird, dass die Republikanische Partei nicht zu 100% hinter ihrem Präsidenten zu stehen scheint. Die durch Trump geplanten Steuersenkungen dürften daher und nicht zuletzt auch wegen eines stark steigenden Haushaltsdefizits nicht in vollem Umfang umgesetzt werden können. Zudem dürften die Steuern frühestens im Herbst 2017 sinken und damit eher erst im kommenden Jahr ihre Wirkung entfalten.



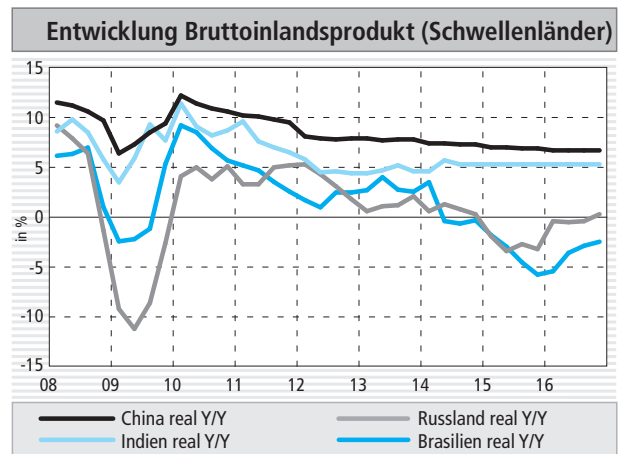
Auch die angekündigten Infrastrukturmassnahmen wären, da das durchschnittliche Alter der öffentlichen Infrastruktur in den USA sukzessive auf historisch hohe 24 Jahre geklettert ist, wichtig für die kommenden Jahre. Diese können die bereits voll ausgelasteten Kapazitäten in den USA erweitern und zur Erhöhung des Produktivitäts- und Potenzialwachstums bei Preisstabilität beitragen. Doch Trump plant hier primär keine staatlichen Mehrausgaben, sondern will mit Steuervergünstigungen private Investitionen in die Infrastruktur mobilisieren. Es ist aus heutiger Perspektive fraglich, ob dies in nennenswertem Umfang passieren wird, und wenn, werden sich die Investitionen wegen der erforderlichen Planungen über mehrere Jahre verteilen.

Darum wird Trumps Politik auch die Inflation kaum anschieben. Wir rechnen zwar weiterhin mit einer leicht anziehenden US-Kerninflation, was aber in erster Linie der bereits erreichten weitgehenden Vollbeschäftigung in den USA geschuldet ist.

Asien

Exportgetriebenes Wachstum in Japan

Das Bruttoinlandsprodukt ist im vierten Quartal 2016 gegenüber dem Vorquartal um annualisiert 1,0% gewachsen. Verantwortlich dafür war der positive Wachstumsbeitrag der Nettoexporte. Der Aussenhandel sollte auch 2017 – unter anderem dank des schwächeren Yen – einen wichtigen Beitrag zum Wachstum liefern. Hingegen erzielte die Binnennachfrage gegenüber dem Vorquartal keinen Zuwachs. Die stagnierenden Reallöhne lasteten auf dem Konsum der privaten Haushalte. Dies verdeutlicht die Anfälligkeit der japanischen Wirtschaft gegenüber möglichen aussenwirtschaftlichen Störungen, etwa im Hinblick auf zunehmende protektionistische Tendenzen aus den USA. Gewachsen sind im letzten Quartal hingegen die Unternehmensinvestitionen. Dank der Belebung der globalen Industriekonjunktur und der Unternehmensgewinne sollte sich deren leichte Zunahme im laufenden Jahr fortsetzen.



China mit schwächerem Wachstum in den kommenden Jahren

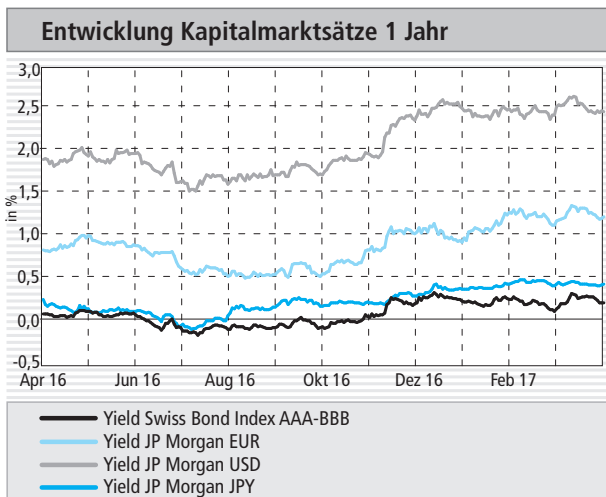
Die chinesische Wirtschaft verzeichnete 2016 ein Wachstum von 6,7% und lag damit in der Mitte des Zielkorridors der Regierung. Gestützt wird die Konjunktur massgeblich von der Inlandsnachfrage. Gefragt sind vor allem (Wohn-)Immobilien. Die Immobilienverkäufe legten 2016 um über 20% zu, die zu einem grossen Teil mit Krediten der Geschäftsbanken finanziert wurden. Der Impuls aus den Immobilienverkäufen dürfte aber langsam auslaufen. Die Banken werden ihre Kreditvergabe 2017 wohl nicht mehr in diesem Ausmass erhöhen. Es gibt bereits erste Anzeichen für eine Abkühlung des Immobilienmarktes. Eine schwächere Inlandsnachfrage dürfte ausserdem kaum durch eine höhere Auslandsnachfrage ausgeglichen werden. So haben die chinesischen Exporte bis zuletzt eher enttäuscht. Wir erwarten, dass sich das Wirtschaftswachstum 2017 auf leicht unter 6,5% abschwächen wird. Das entspricht auch dem Wachstumsziel der Regierung.

Geldmarkt und Obligationen

Geld- und Kapitalmärkte im Überblick

Beruhigung an der Zinsfront

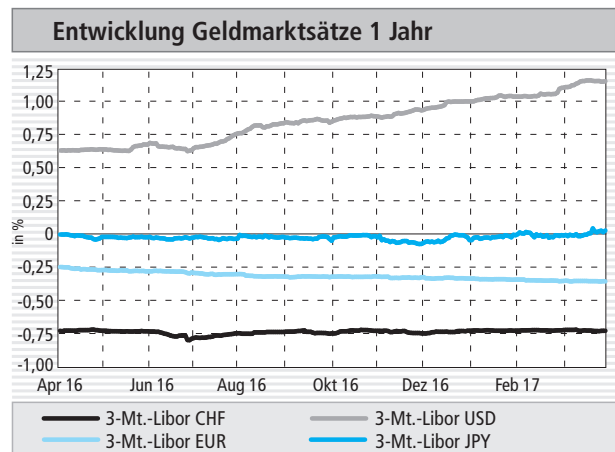
Der Aufwärtsdrang der Zinsen hat im ersten Quartal zunehmend an Kraft verloren. Der Preiszerfall bei den Obligationen konnte damit gestoppt werden. Die höheren Inflationserwartungen sowie die positiven Konjunkturaussichten werden aus der heutigen Optik im erreichten Zinsniveau abgebildet. Zudem wirken die Notenbanken mit ihrer expansiven Geldpolitik einem übermässigen Anstieg der Renditen weiterhin entgegen. Daran konnte selbst der jüngste Zinsschritt der US-Notenbank nichts ändern, zeichnete sich dieser doch bereits im Vorfeld ab und entsprach dem kommunizierten Anpassungspfad. Wie geht es nun mit der Zinsentwicklung in den nächsten Monaten weiter? Dieser Frage versuchen wir mit den nachfolgenden Ausführungen nachzugehen.



Geldpolitik vor der Trendwende?

Die US-Notenbank FED hat im März den Leitzins um weitere 0,25% angehoben. Angesichts der konjunkturellen sowie inflationstechnischen Entwicklung zeichnete sich ein solcher Zinsschritt immer mehr ab. Weiter gehende Anpassungen an ihrem bisher kommunizierten Anpassungspfad hat das Gremium nicht vorgenommen. So sollen in diesem Jahr zwei weitere Erhöhungen folgen. Bis Ende 2019 soll nach weiteren Anpassungen dann beim Leitzins wieder ein Niveau von 3% erreicht sein, was einer neutralen Geldpolitik entsprechen würde. Eine aktuelle Auslegeordnung zeigt, dass die globale Geldpolitik auch ausserhalb der USA durchaus vor einer Trendwende stehen könnte, respektive diese bereits am Laufen ist. Die Bank of Japan hat im letzten Herbst angetönt, ihre Geldpolitik zwar weiterhin locker zu gestalten, aber die Anleihenkäufe flexibel nach unten anzupassen. Im Dezember des letzten Jahres hat dann die Europäische Zentralbank (EZB) mitgeteilt, ihre monatlichen Wertpapierkäufe ab April 2017 von 80 auf 60 Mrd. Euro

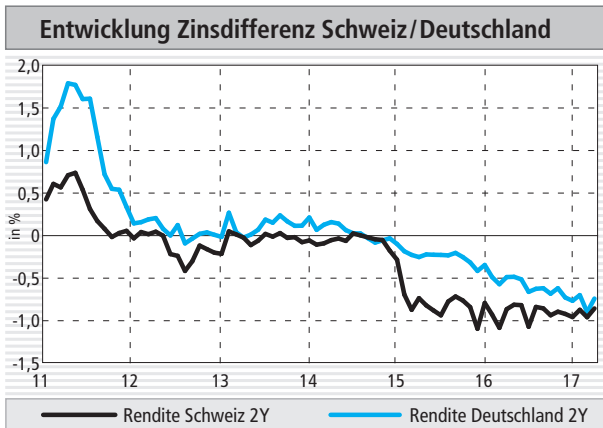
zu senken. Allerdings darf das Augenmerk bei der aktuellen Ausgestaltung der Geldpolitik und damit der Beurteilung des zukünftigen Normalisierungsprozesses nicht nur auf den Leitzinsen liegen. Als Folge der Finanz- und Wirtschaftskrise haben die Notenbanken weltweit ihre Bilanzen in noch nie dagewesener Masse ausgeweitet. Und diesbezüglich fehlen die historischen Erfahrungswerte bezüglich möglicher Konsequenzen für die Weltwirtschaft und die Finanzmärkte, wenn diese aufgekauften Wertschriftenbestände wieder abgebaut werden sollen. Als das FED im Mai 2013 ankündigte, seine Wertschriftenkäufe bald zu beenden, löste dies an den Finanzmärkten ein mittleres Erdbeben aus. Der Ausstieg aus den Wertschriftenkäufen, das sogenannte Tapering, wird die Notenbanken somit vor die nächste grosse Herausforderung stellen. Am einfachsten würde dies wohl im Zuge einer florierenden Wirtschaft gelingen.



Weiterhin bleibt die Währungssituation ein massgeblicher Treiber der Notenbanken für eine expansive Ausrichtung ihrer Geldpolitik. Zwar wird eine solche in erster Linie mit inflations- und konjunkturpolitischen Zielen begründet. Dennoch dürften bei diesen Überlegung ebenfalls die Vorteile einer schwächeren Währung für die Exportunternehmen mitspielen. Ein Paradebeispiel dafür ist die Schweizerische Nationalbank (SNB), welche allerdings auch kein Geheimnis um ihre Absichten zur Schwächung des überbewerteten Frankens macht. Die Situation für unsere Nationalbank gestaltet sich nach wie vor äusserst herausfordernd. Auch Jahre nach der europäischen Schuldenkrise ist der Aufwertungsdruck auf den Franken ungebrochen. Das Abwehrdispositiv besteht weiterhin aus den beiden Pfeilern Negativzinsen und Währungsinterventionen und gilt in erster Linie einer Aufwertung zum Euro. Die gestiegenen Fremdwährungsbestände zeugen davon, dass die SNB jüngst wieder am Devisenmarkt aktiv war. Ein Grund war sicher die gesunkene Zinsdifferenz zwischen dem Franken und dem Euro. Im Falle der zweijährigen Staatsanleihen lag die Rendite Deutscher Papiere zwischenzeitlich unter dem Niveau ihres Schwei-

Geldmarkt und Obligationen

zer Pendants. Dies war letztmals im November 2014 der Fall, kurz bevor die SNB die Untergrenze zum Euro aufhob. An der jüngsten Annäherung des Zinspaares ist in erster Linie die EZB schuld. Als Teil ihres Anleihekaufprogramms konzentriert sie sich unter anderem auf kurzlaufende Obligationen bester Qualität und drückt so das Zinsniveau dieser Papiere nach unten.



Goodbye Deflationsängste

Die jüngsten Daten zur Entwicklung der Inflation belegen, dass die Bekämpfung rückläufiger Preise und damit der Deflation erfolgreich war. Weltweit sind die Inflationserwartungen im Sog steigender Energie- und Rohwarenpreise angestiegen. Damit bewegen sich die Werte in die von den Notenbanken angestrebte Richtung. Aus ihrer Sicht gilt ein Wert von 2% als gesundes Mittelmaß für ein nachhaltig steigendes Konjunkturwachstum. Klammert man allerdings die volatilen Preise für Lebensmittel und Energie aus und konzentriert sich auf die sogenannte Kerninflation, zeigt sich ein anderes Bild. Die Werte verharren auf tiefem Niveau. Dies hat in erster Linie mit fehlenden Zweitrundeneffekten zu tun. Kostendruck ist in den meisten Ländern weder bei den Löhnen noch bei den Konsumentenpreisen spürbar. Eine Ausnahme bilden diesbezüglich die USA. Weil der Konjunkturzyklus weiter fortgeschritten ist, läuft die amerikanische Wirtschaft stärker an ihrer Kapazitätsgrenze und die Lage am Arbeitsmarkt ist deutlich angespannter (Vollbeschäftigung). Deshalb ist die Teuerungsentwicklung und damit die Tendenz zu steigenden Zinsen nachhaltiger. Davon zeugt auch der eingeschlagene Normalisierungsprozess in der Geldpolitik. Die US-Notenbank FED hat bereits drei Zinserhöhungen vorgenommen und zwei weitere für das restliche Jahr angekündigt.

Entwicklung Schwellenländer

Der jüngste Zinsschritt in den USA ist bezüglich der Marktreaktion vor allem zur Zufriedenheit der Schwellenländer ausgefallen. Insbesondere die Ankündigung der amerikanischen Notenbank, auch weiterhin einen moderaten Anpassungspfad bei

den Zinsen zu verfolgen, sorgte bei den betroffenen Ländern für Erleichterung. Sie haben nach wie vor eine starke Abhängigkeit vom Dollar und von den entsprechenden Zinsen. Noch 2013 löste die Ankündigung der US-Notenbank, ihre Geldpolitik zukünftig weniger expansiv zu gestalten, bei verschiedenen Schwellenländern massive Geldabflüsse aus. Als Folge kam es zu Turbulenzen an den Aktien- und Devisenmärkten. Mittlerweile haben diese Märkte als Antwort auf die panikartige Reaktion von damals ihre Währungsreserven deutlich aufgestockt und ihre Wirtschaftsreformen beschleunigt vorangetrieben. Entsprechend gelassener reagieren heute diese Märkte auf die geldpolitische Wende in den USA.

Seitwärts gerichtete Zinsentwicklung

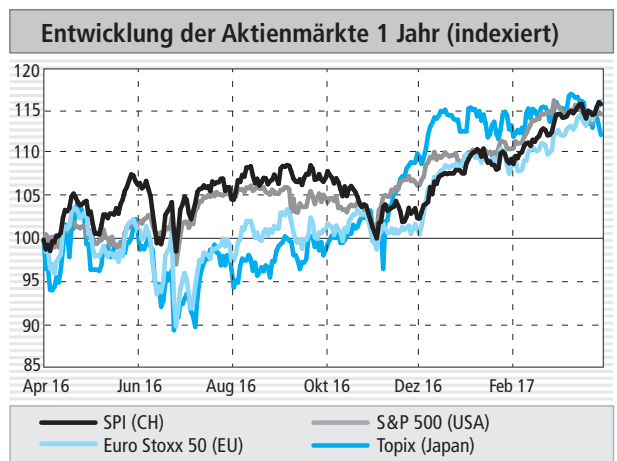
Wir fühlen uns nach wie vor in unserer Haltung bestätigt, dass die Zinsen vorderhand in einem breiten Band seitwärts tendieren werden. Die massgebenden Notenbanken werden mit ihrer Geldpolitik einen übermäßigen Anstieg der Zinsen verhindern. Gleichzeitig nimmt der Inflationsdruck aufgrund stabilisierender Energiepreise zunehmend ab. Sollte zudem die Nervosität an den Finanzmärkten wieder zunehmen, wird die Nachfrage nach sicheren Anlagen wie Obligationen steigen. Die höheren Preise würden nach der Bewertungsmechanik von Festverzinslichen spiegelbildlich für tiefere Renditen sorgen. Als prominentester Aufwärtstreiber können wir momentan die Geldpolitik der US-Notenbank ausmachen. Sollten sich die positiven Stimmungsindikatoren auf die Realwirtschaft übertragen, würde dies zu verstärkten Zweitrundeneffekten bei der Inflation führen. Dies könnte das zinsbestimmende Gremium in den USA dazu veranlassen, ihren Anpassungspfad offensiver zu gestalten, als dies aktuell kommuniziert wird. Der Leitzins würde als Folge rascher erhöht als allgemein erwartet. Bis dahin ist aber weiterhin nur von zwei weiteren Zinsschritten in diesem Jahr auszugehen. Ab Mitte Jahr wird es dann zunehmend interessant zu beobachten sein, inwiefern die restlichen Notenbanken ihre Lockerungspolitik bestätigen oder gegebenenfalls anpassen. Mögliche Auslöser dafür könnten der Zustand der Finanzmärkte, das politische Umfeld, die wirtschaftliche Lage oder die Inflationsentwicklung sein. Dies wäre dann auch für uns der Moment für eine Neubeurteilung der Situation.

Schweiz

Anhaltend hohe Wettbewerbsfähigkeit

Die Schweiz baut ihre Siegesserie aus: Zum achten Mal in Folge ist sie das wettbewerbsfähigste Land der Welt, wie die alljährliche Studie des Weltwirtschaftsforums (WEF) kürzlich wieder festgestellt hat. Durch den starken Schweizer Franken sind die hiesigen Unternehmen seit je gezwungen, die Effizienz kontinuierlich zu steigern, um die internationale Konkurrenzfähigkeit ihrer Produkte und Dienstleistungen nicht zu gefährden.

Die bis anhin publizierten Gewinnausweise der Gesellschaften für 2016 fielen im Rahmen der Erwartungen und teilweise sogar höher aus. Auch der Gewinnausblick der meisten im SPI-Index erfassten Gesellschaften für das laufende Jahr ist trotz anhaltender Franken-Stärke zuversichtlich. Die Schweizer Börse ist denn auch stark ins neue Jahr gestartet (SPI +7,5%). Einmal mehr angeführt von den Nebenwerten (SPIEX: +9,8%). Dabei konnte der Schweizer Aktienmarkt im ersten Quartal 2017 im Schlepptau der US-Börsen und bei sehr tiefer Volatilität praktisch täglich Kurszuwächse verbuchen. Dieser ungetrübte Optimismus ist nach wie vor zu einem wesentlichen Teil auf die Wahl von Donald Trump Mitte November des vergangenen Jahres zurückzuführen. Insbesondere seine Ankündigung einer umfassenden Steuerreform sowie eines massiven Konjunkturprogramms sorgt für Zuversicht. Es scheint allerdings so, als ob die Anleger zurzeit nur die positiven Aspekte von Trumps Politik berücksichtigen und allfällige negative Effekte ausblenden. Dennoch, nebst der oben erwähnten hohen Wettbewerbsfähigkeit hiesiger Unternehmen werden die Schweizer Aktien von einem momentan gegenüber dem Euro relativ stabilen Schweizer Franken sowie von einer voraussichtlichen Schweizer-Franken-Abwertung gegenüber dem US-Dollar profitieren. Letztere dürfte insbesondere dem Gesundheitssektor und gewissen Industrieaktien mit hohem US-Exposure Unterstützung bieten.



Europa

Erfreuliches Wachstumsumfeld

An den Finanzmärkten ist das Wahlergebnis in Holland mit Erleichterung aufgenommen worden, galten die Wahlen doch als Gradmesser für die Wahlen in Frankreich, welche für die Zukunft der EU und des Euros als richtungsweisend angesehen werden. Dennoch bleibt die Zuversicht für die weitere Aktienmarktentwicklung hinter derjenigen der USA zurück. Die unterschiedliche Wirtschaftsentwicklung zwischen den USA und Europa in den vergangenen Jahren hat auch auf den jeweiligen Aktienmärkten zu unterschiedlichen Ausprägungen geführt. So sind die europäischen Aktien im Vergleich zu den amerikanischen so billig, wie sie es in den letzten 20 Jahren nicht mehr waren. Wirtschaftlich sind jedoch auch in der Euro-Zone Verbesserungen zu beobachten. So ist die Arbeitslosenquote am Sinken. Der Anteil der Erwerbslosen liegt unterhalb des Niveaus vor der Euro-Zonen-Krise und auf dem niedrigsten Stand seit Mai 2009. Die steigende Beschäftigung spricht für einen anhaltend wachsenden Privatkonsum und kann als Bestätigung des Aufschwungs gesehen werden. Andererseits schaden kurzfristige politische Risiken der wirtschaftlichen Dynamik nicht allzu stark, führen jedoch oft zu einer gewissen Zurückhaltung am Aktienmarkt. Sobald die politischen Ereignisrisiken in Europa – allen voran die anstehenden Wahlen in Frankreich am 23. April und 7. Mai – nachlassen, könnten Aktien aus der Euro-Zone entsprechend aufholen. Vorausgesetzt die sich abzeichnende konjunkturelle Wachstumsbeschleunigung und die erwartete Dollar-Stärke materialisieren sich auch tatsächlich. Man sollte nichtsdestotrotz die äusserst tiefe Volatilität an den Aktienmärkten im Auge behalten. Die aktuelle Sorglosigkeit der Marktteilnehmer mahnt zur Vorsicht. Zuversichtlich stimmt allerdings der folgende Umstand: Seit dem Ende der Rezession 2009 stiegen die globalen Aktienmärkte massgeblich aufgrund der expansiven Geldpolitik der Zentralbanken. Die Gewinnentwicklung konnte mit den Aktienkursentwicklungen nicht Schritt halten, womit sich die Bewertungen erhöhten und heute in den meisten Regionen deutlich über dem langfristigen Durchschnitt liegen. Die Kombination aus sinkenden Zinsen und steigenden Aktienkursen fand allerdings Mitte 2016 ein Ende. Seither steigen beide im Gleichschritt, was ein gutes Zeichen ist. Nun setzen vermehrt die Konjunktur- und Inflationserwartungen die Impulse und nicht mehr die Notenbanken.

Aktien

Amerika

Trump-Rally geht weiter

Der US-Aktienmarkt-Index S&P 500 stieg im ersten Quartal 2017 um +6,1%. Zu den Hauptgewinnern gehören die Aktien von Apple (+24,6%, Technologie), Boeing (+14,6%, Industrie) und Visa (+14,1%, Technologie). Zu den schwächsten Aktien gehören die der Energieunternehmen Exxon Mobil (-8,3%) und Chevron (-7,9%) sowie Verizon (-7,7%, Telekommunikation). Die vom US-Präsidenten Trump erwarteten unternehmensfreundlichen Entscheidungen wie Deregulierungen, Förderung der Arbeitsplätze und Steuersenkungen sowie die gute Gewinnentwicklung der Unternehmen und besonders massive Aktienrückkäufe treiben die Aktienpreise weiterhin nach oben. Die viel gepriesene 20000-Punkte-Grenze des Dow Jones Industrial wurde geknackt und der Index kletterte weiter. Boeing gehörte zu den Spitzenreitern im Dow Jones. Boeing möchte neu 3-D-Drucker für die Herstellung von Satellitenteilen nutzen. Damit sollen Arbeitskosten eingespart werden. Mit dieser Technik könnte Boeing günstigere Satelliten in kürzerer Zeit produzieren. Die neuen Satelliten wären dann weniger lange haltbar, dafür aber immer auf dem neusten Stand. Daneben hat das US-Militär für die nächsten fünf Jahre Militärhelikopter im Wert von USD 3,4 Mrd. bei Boeing bestellt. Die Titel der Google-Mutter Alphabet schwankten wegen eines Rechtsstreits mit Uber. Alphabet wirft Uber vor, geheime Technologien für selbst fahrende Autos gestohlen zu haben. Neu an der US-Börse wird die Aktie von Snap, der Betreiberin der beliebten App Snapchat, gehandelt. Anleger erwarben die Titel vor dem Börsengang zu einem Ausgabepreis von USD 17. Beim Debüt schoss der Aktienkurs raketentypisch in die Höhe und notierte bei Börsenschluss 44% im Plus. Dies, obwohl Snap im letzten Jahr einen Verlust gemacht hat. Der Grund für die hohe Nachfrage liegt wohl bei der regen Nutzung der App, vor allem von jungen Usern. Zu den grössten Gewinnern an der Wall Street gehörten die Aktien von Oracle. Der Soft- und Hardwarehersteller überzeugte die Anleger mit seiner Cloud-Sparte, die im Quartal mehr Umsatz als erwartet generierte. Damit konnte Oracle den Rückgang neuer Softwarelizenzen gut wettmachen. Das hohe Bewertungsniveau der US-Titel bedeutet ein erhöhtes Risiko für Korrekturen. In Anbetracht der vom neuen US-Präsidenten erwarteten unternehmensfreundlichen Entscheidungen und der positiven Wirtschaftsentwicklung in den USA, gehen wir von einer seitwärts gerichteten Entwicklung der US-Aktienmärkte im zweiten Quartal 2017 aus.

Japan und Emerging Markets

Positive Entwicklung in Asien

Der japanische MSCI-Aktienmarkt-Index sank in Lokalwährung im ersten Quartal 2017 um -0,2%. Zu den Hauptgewinnern gehören die Aktien Sharp (+74,1%, zyklische Konsumgüter), Minebea Mitsumi (+36,1%, Industrie) und Mixi (+27,8%, Technologie). Zu den schwächsten Aktien gehören Asics (-23,4%, zyklische Konsumgüter), Iida (-21,7%, zyklische Konsumgüter) und Kakaku.com (-21,0%, Technologie). Die Aktienmärkte der Schwellenländer sind in derselben Periode unterschiedlich gelaufen. Der MSCI-Emerging-Markets-Index in USD schloss im Quartal um +7,5% höher als im Vorquartal und um +1,0%-Punkte stärker im Vergleich mit dem MSCI-Welt-Aktienindex in USD (+6,3%). Die Finanzmärkte in Osteuropa und im Mittleren Osten sanken um -2,6%. Die asiatischen Börsen stiegen um +9,5% und die lateinamerikanischen Märkte um +7,2%. Auf Länderebene schnitten die Börsen in Argentinien (+19,8%), Chile (+15,2%) und der Türkei (+13,8%) am besten ab. Die schwächsten Märkte waren Russland (-10,6%), Israel (-5,0%) und Saudi-Arabien (-2,9%). Die mehrheitlich guten Unternehmensergebnisse aus den USA, die höhere Rohstoffnachfrage aus China sowie der schwächere japanische Yen gaben den asiatischen Börsen Auftrieb. Die mögliche Aussicht auf eine Zinserhöhung in den USA bereitet jedoch den Investoren in Asien Sorge. Ungewissheit herrscht darüber, wie sich höhere Zinsen auf den chinesischen Yuan auswirken werden. In Hongkong erlitten Immobilienaktien einen Dämpfer, da befürchtet wird, steigende Zinsen könnten den dortigen Immobilienmarkt bremsen. Infolge der Währungsanbindung zum US-Dollar macht Hongkongs lokale Zentralbank die US-Zinsschritte üblicherweise mit. Chinas Nationalbank hat die Banken angewiesen, die Kreditausleihungen im ersten Quartal strikter zu kontrollieren. Besonders im Visier hat sie die Hypothekenkredite aufgrund der stark gestiegenen Immobilienpreise. Chinas USD 278 Mrd. schwerer staatlicher Pensionsfonds hat begonnen, an Hongkongs Börse zu investieren. Zuvor waren die Investitionsmöglichkeiten des Fonds auf Depositeneinlagen und Regierungsanleihen beschränkt. In Südkorea sollten Telecom-Konzerne wie LG Uplus vom kürzlich dort eingeführten 5G-Netz profitieren. Auch an der Börse von Jakarta wurden neue Höchststände erreicht. Analysten erwarten für indonesische Unternehmen durchschnittlich über 20% höhere Unternehmensgewinne bis zum Jahr 2018. Das wirtschaftspolitische Umfeld und die überwiegend positiven Aussichten für die Unternehmen geben Spielraum dafür, dass die Aktienkurse in den Schwellenländern in den kommenden Monaten insgesamt leicht steigen.

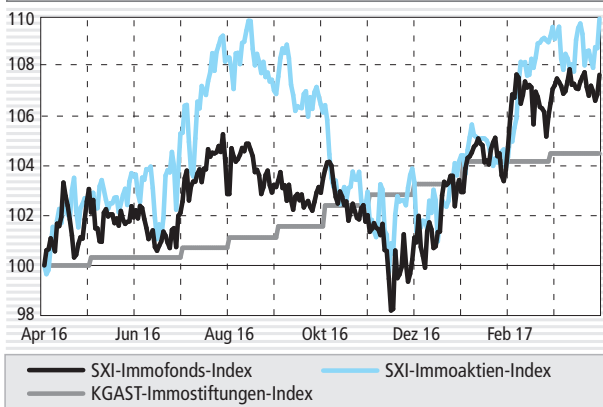
Nicht traditionelle Anlagen

Immobilien Schweiz

Anhaltende Nachfrage nach Immobilienfonds

Im ersten Quartal 2017 sind die Preise der Schweizer Immobilienfonds durchschnittlich um +4,6% gegenüber dem Vorquartal gestiegen. Damit hat der SXI Real Estate Funds Index um -2,9% schwächer als der gesamte Schweizer Aktienmarkt (SXI +7,5%) abgeschnitten. Die durchschnittliche Prämie (Agio) der Immobilienfonds betrug per Ende März 32%. Sie liegt damit weit über dem historischen Durchschnitt von rund 14%. Zu den stärksten Fonds im Quartal zählen Schroder ImmoPlus (+9,2%), Fonds Immobilier Romand (+8,3%) und UBS FonciPars (+7,2%). Zu den schwächsten Titeln zählen Patrimonium (-0,5%), Streetbox (-0,1%) und Bonhôte (+0,2%). Die kotierten Schweizer Immobilienfonds haben in den letzten Jahren

Entwicklung Immobilien Schweiz 1 Jahr (indexiert)



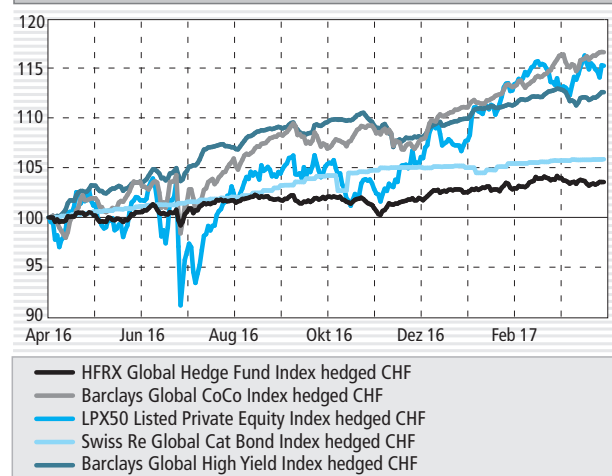
immer mehr an Bedeutung gewonnen. Sowohl ihr Volumen als auch ihre Anzahl hat zugelegt. Sie sind aufgrund ihrer stabilen hohen Dividendenrenditen und ihrer tiefen Korrelation zu Aktien und Obligationen eine gute Ergänzung und Diversifikation in Anlageportfolios von Investoren. Sie werden relativ aktiv im Sekundärmarkt gehandelt und bieten somit Investoren ausreichende Liquidität. Schweizer Immobilienfonds unterstehen den Regeln und der Überwachung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA. Sie weisen einen hohen Grad an Transparenz auf. Dem Investor stehen standardisierte Kennzahlen auf Liegenschaften- und Fondsebene zur Verfügung. Bei Fonds, die Immobilien direkt halten, bezahlen die Investoren auf dem in Immobilien investierten Anteil des Fondsvermögens in der Schweiz keine Vermögens- und Ertragssteuer. Der erste Schweizer Immobilienfonds, der Swissimmobil Serie D, wurde 1938 lanciert. Dieser war ein Vorgänger des heutigen Credit Suisse Real Estate Fund Siat, des zweitgrössten Fonds im Index und grössten Wohnimmobilienfonds der Schweiz. Aktuell sind im Index 29 kotierte Immobilienfonds mit einer Gesamtmarktkapitalisierung von CHF 40,2 Mrd. enthalten. Im Anlageuniversum stufen wir die Immobilienfonds weiterhin als solide defensive Anlagealternative ein.

Übrige Anlagen

Viel Flexibilität, um gute Ergebnisse zu erzielen

Sowohl der investierbare **Global Hedge Fund Research Index (HFRX)** in USD als auch der nicht investierbare Fund of Funds Composite Index (HFRI) in USD legten im ersten Quartal ca. 1,6% resp. in etwa 1,9% zu. Damit verzeichneten die Hedge Fonds einen guten Start ins 2017. Sämtliche Substrategien lieferten einen positiven Beitrag an die Gesamtperformance, allen voran die aktienorientierten Indizes. Achtzehn der letzten zwanzig Jahresanfangs quartale lieferten eine positive Werteentwicklung. Einzig in den Jahren 2008 und 2016 starteten die Hedge Fonds mit einer negativen Quartalsperformance in USD von -2,9% resp. -4,2%. Wir setzen darauf, dass sich der aktuell positive Trend weiter fortsetzen wird. Aufgrund der begrenzten Emissionstätigkeit im **Cat-Bond-Markt (Markt für Katastrophenanleihen)** zu Beginn des Jahres zog der Handel im Sekundärmarkt zuerst deutlich an. Gegen Mitte des Quartals wurde dann wieder eine erhöhte Emissionstätigkeit feststellbar. Dass aber die Neuemissionen die auslaufenden Katastrophenanleihen in der Höhe von rund 4 Mrd. USD bis

Entwicklung übrige Anlagen CHF 1 Jahr (indexiert)

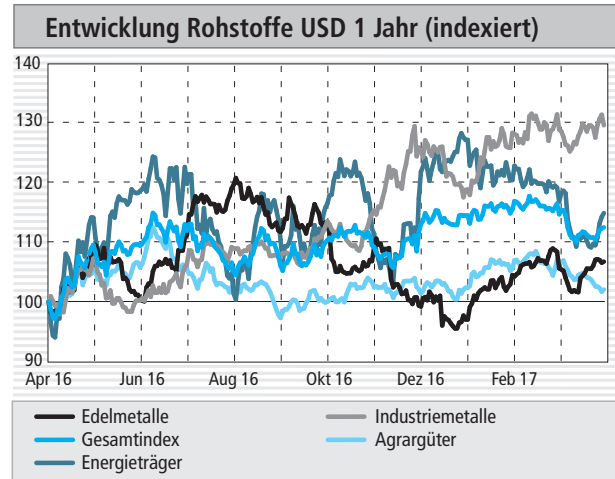


zum Start der US-Hurrikansaison am 1. Juni ausgleichen können, ist fraglich. Nach wie vor herrscht ein ungebremses Investoreninteresse nach Papieren, die eine unkorrelierte Entwicklung zu herkömmlichen Finanzwerten aufweisen. Deshalb ist es vorteilhaft, neben dem Erwerben von reinen Cat-Bonds auch Investitionen in besicherten Rückversicherungsverträgen einzugehen. Diese bieten deutlich attraktivere Renditechancen und können individueller ausgestaltet werden. Der von uns eingesetzte Fonds investiert aktuell rund die Hälfte des Vermögens in Cat-Bonds und die andere Hälfte in direkte Rückversicherungsverträge. Am 28. März traf Zyklon «Debbie» im Bezirk Queensland (Australien) auf Land. Das Ausmass der Schäden ist noch nicht abschätzbar. Der Einfluss auf den von uns eingesetzten Fonds wird aber minimal sein. Die **zinsensensitiven**

Nicht traditionelle Anlagen

Produktelösungen in den «Übrigen Anlagen» hatten trotz der Leitzinserhöhung in den USA und der Ankündigung von voraussichtlich zwei weiteren Zinsschritten in diesem Jahr eine ansprechende Quartalsperformance zu verzeichnen. Die Attraktivität von **bedingten Pflichtwandelanleihen (CoCos)** ist trotz der starken ersten Quartalsperformance von rund 3,9% auch für die Zukunft hoch. Dies aufgrund der weiterhin positiven konjunkturellen Aussichten und der generell zunehmenden Kapitalisierung der europäischen Banken. In diesem Umfeld haben sich die Kreditrisikoprämien für CoCo-Bonds weiter zurückgebildet, was sich positiv auf die Preisentwicklung der einzelnen Bonds niederschlug. Das gegenwärtige Spreadniveau europäischer Pflichtwandelanleihen liegt immer noch rund 1,4% über dem Tiefststand von 4% im Jahre 2014. Deshalb stufen wir unser Investment bei einer Verfallsrendite von rund 6% und einer tiefen durchschnittlichen Restlaufzeit von ca. 3,9 Jahren weiterhin als attraktiv ein. Der von uns eingesetzte Fonds im Bereich der **Hochzinsanleihen** profitierte im ersten Quartal (+ ca. 1,9%) ebenfalls vom Rückgang der Kreditrisikoprämien. Die starke Januar- und Februar-Performance verringerte sich aber Anfang März mit der Zunahme der Kredit-Spreads um rund 0,75%, ausgehend von den Tiefstständen aufgrund der markanten Preisreduktion beim Rohöl. Dies, weil ein beachtlicher Teil der US-Hochzinsschuldner aus der Ölbranche stammen und sich mit dem Zerfall des Erdölpreises die Gewinnaussichten vermindern. Die Nachfrage nach Finanzdienstleistungen in Entwicklungs- und Schwellenländern ist weiterhin hoch. Deshalb bieten lokale **Mikrofinanzinstitutionen** wirtschaftlich aktiven Menschen erschwingliche Finanzdienstleistungen an. Mit der Investition in einen Mikrofinanz-Fonds leisten wir einen nachhaltigen Beitrag zur Finanzsektorentwicklung und erhalten eine regelmässige Dividendenausschüttung. Der Fonds eignet sich zudem zur Portfolio-diversifikation und bietet 2017 interessante Renditemöglichkeiten, insbesondere nach einem anspruchsvollen und eher enttäuschendem 2016. Das erste Quartal 2017 verlief für die **Rohstoffe**, gemessen an den gängigen Rohstoffindizes, enttäuschend. Betrachtet man jedoch die einzelnen Rohwarengruppen, zeigt sich ein äusserst heterogenes Bild. Deutliche Preisabschläge verzeichneten hingegen die Energiewerte. Diese machen prozentual den grössten Anteil an den gehandelten Rohstoffen aus. Der nach dem OPEC-Treffen und der Einigung zu Förderkürzungen Ende letzten Jahres entflammte Optimismus der Anleger am Ölmarkt scheint schon wieder verflogen zu sein. Während zu Beginn des Jahres der Rohölpreis fast keine Schwankungen aufwies und sich in einem engen Preisband bewegte, drücken aktuell widersprüchliche Aussagen und das Fehlen von Beweisen, ob die Förderkürzungen der betroffenen Mitgliederländer auch effektiv vollumfänglich und termingerecht eingehalten werden, auf den Ölpreis. Belastend wirkt zudem der Fakt, dass die amerikanische Schieferöl-Indus-

trie ein fulminantes Comeback feiert. Durch die immer effizienter werdenden Fracking-Methoden lohnt es sich für die US-Ölförderer heute bereits ab einem Preis von USD 50 pro Barrel, die Förderanlagen wieder in Betrieb zu setzen. Folglich



nehmen die Lagerbestände in Amerika wöchentlich zu. Neben Rohöl verzeichneten Erdgas und Heizöl die grössten Preisabschläge innerhalb des Energiesektors. Grund dafür war der milde Winter in Nordamerika, welcher die Nachfrage nach Heizmaterialien dämpfte. Der Preisanstieg der Industriemetalle, allen voran Aluminium und Blei, setzte sich auch im ersten Quartal des neuen Jahres fort. Die Preise werden weiterhin durch die Hoffnung der Marktteilnehmer getrieben, dass der neue US-Präsident Donald Trump sein rohstoffintensives Infrastrukturprogramm durchzusetzen vermag. Hinzu kommt, dass es bei den Metallen auch immer mehr zu einer Angebotsverknappung kommt. Viele Anbieter haben vor dem massiven Preisaufschwung Anfang letzten Jahres aufgrund der tiefen Preise ihre Investitionen in neue Projekte stark zurückgefahren und Kapazitätskürzungen durchgeführt. Fundamental betrachtet sind die höheren Preise zudem durch die positive Konjunktorentwicklung abgestützt. Auch die Notierungen für Edelmetalle haben in den ersten Monaten 2017 deutlich angezogen. Insbesondere Gold bleibt aktuell im Spannungsfeld zwischen Notenbanken und Politik. Durch die anstehenden Wahlen in Europa sowie weitere politische Ereignisse wie beispielsweise die Situation in der Türkei könnte Gold und seine Funktion als sicherer Hafen weiter in den Fokus der Anleger rücken. Nicht von Politik, sondern durch die Wetterverhältnisse bestimmt, entwickelten sich die Preise am Agrarmarkt ab der zweiten Februarhälfte rückläufig. Günstige Vegetationsbedingungen und eine anhaltend üppige globale Versorgung drückten auf die Kurse.

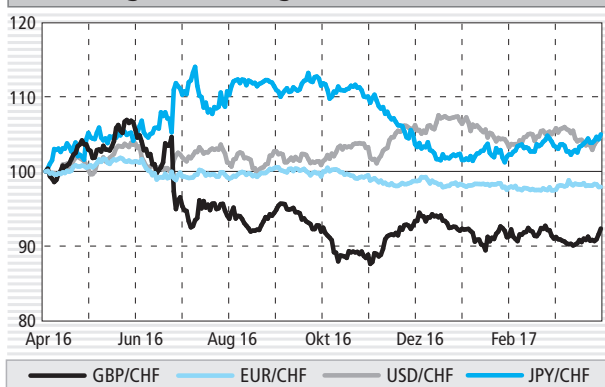
Währungen

Währungen im Überblick

Schweizerische Nationalbank stark gefordert

Die bevorstehende Wahl in Frankreich warf auf den Devisenmärkten ihren langen Schatten voraus und zwang die Schweizerische Nationalbank (SNB), korrigierend am Markt einzugreifen. Der Umfang der Interventionen lässt sich an den Giroguthaben der Banken bei der SNB ablesen, welche stark zugenommen haben. Aufgrund der fortwährenden Interventionen hat die Bilanzsumme der SNB mittlerweile zum Bruttoinlandsprodukt der Schweiz aufgeschlossen. Die längerfristigen Risiken sind somit enorm gestiegen. Wenn wir uns an die Aufhebung des Mindestkurses zurückerinnern, so wurde diese Massnahme damit begründet, dass die Bilanzausdehnung die längerfristige Zielerreichung, nämlich die Gewährleistung der Preisstabilität, gefährdet. Auch aus dem Ausland wird Druck auf die SNB gemacht. Washington wirft ihr Währungsmanipulationen vor. Unmittelbare Folgen sind zwar nicht zu befürchten, doch könnte dies ein Vorbote für mögliche Sanktionen in der Handelspolitik sein. Die SNB steht somit unter Zugzwang. Aufgrund der weiterhin bestehenden politischen Unsicherheiten im Zusammenhang mit den Wahlen in Frankreich wird eine allfällige Kursänderung der Geldpolitik jedoch erst nach dem Votum der französischen Wähler möglich sein. Das momentan wahrscheinlichste Szenario ist, dass die Interventionen zurückgefahren werden und eine weitere graduelle Aufwertung des Frankens zum Euro zugelassen wird. Ende Quartal betrug der Wechselkurs EUR/CHF 1.07.

Währungsentwicklung 1 Jahr (indexiert)



US-Notenbank schreitet behutsam voran

Die US-Währung steht schon seit dem vorangegangenen Zinsschritt im Dezember 2016 der US-Notenbank (FED) unter Druck. Üblicherweise machen höhere Zinsen eine Währung attraktiver. In der US Valuta wurde jedoch bereits vieles vorweggenommen und die Interpretationen des Marktes über den weiteren Zinsanpassungspfad gehen dahin, dass das FED weiterhin behutsam die Zinsen anheben wird. Im aktuellen Jahr

soll dies gemäss der Präsidentin der US-Notenbank, Janet Yellen, noch zweimal geschehen. Im Fokus der Anleger sind nun die Auftritte hochrangiger FED-Mitglieder, von deren Aussagen sie sich eine Interpretation über den weiteren Verlauf des Zinserhöhungstempos erhoffen. Die politischen Risiken sind zwar auf beiden Seiten des Atlantiks erhöht. So könnte etwa die harte Haltung der Regierung Trump in Sachen Welthandel für Gegenwind im USD sorgen. Europa scheint jedoch im Vergleich zu den Vereinigten Staaten vor den grösseren Herausforderungen zu stehen. Dies und die sich weiterhin ausdehnende Zinsdifferenz gegenüber dem Euro und somit auch zum CHF sprechen trotz der zwischenzeitlichen Schwäche mittelfristig für einen stärkeren Greenback. Zum Ende des ersten Quartals standen die Wechselkurse EUR/USD bei 1.07 und USD/CHF bei 1.00.

USD handelsgewichteter Index

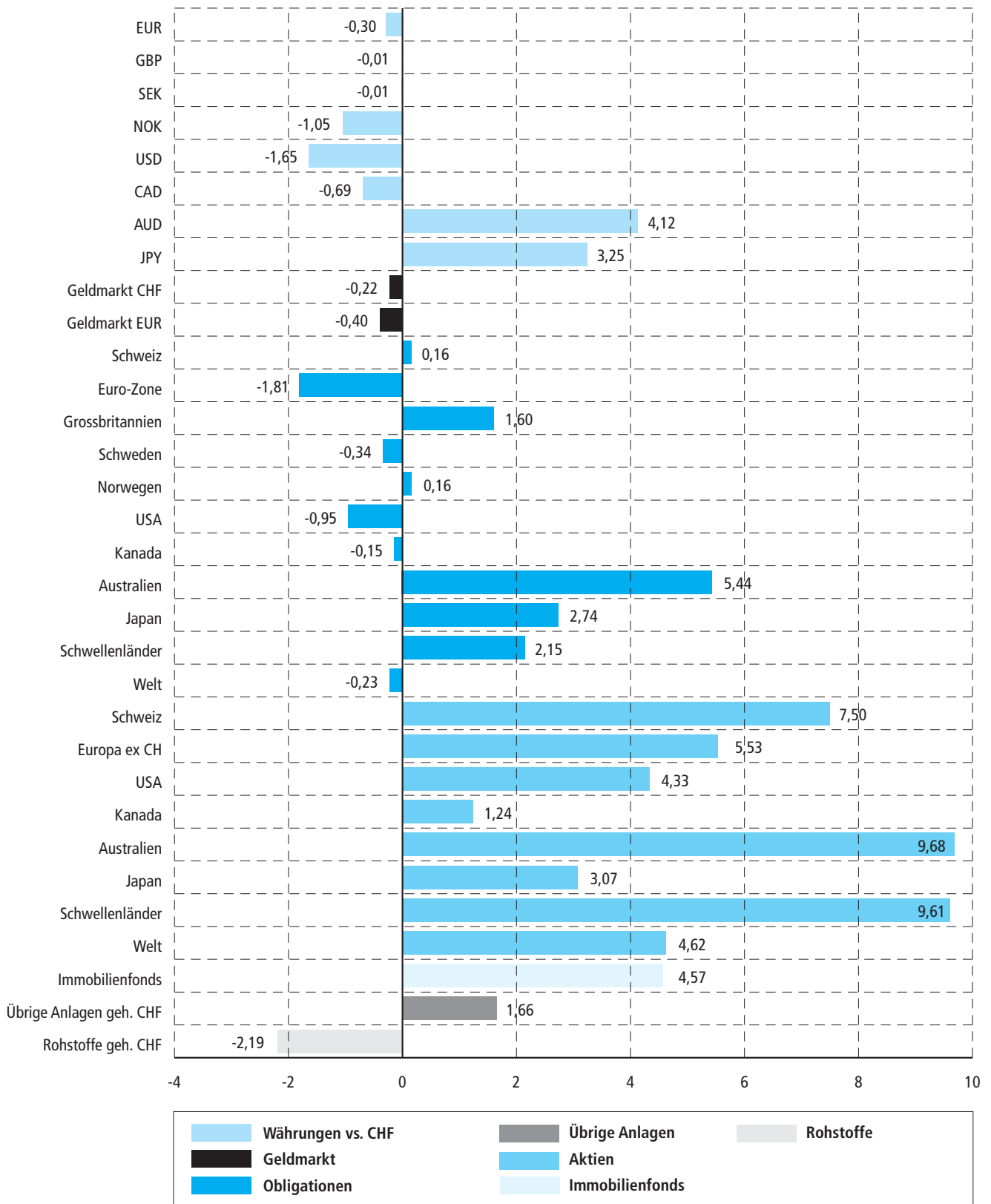


Goodbye Britain

Der formale Antrag auf Austritt aus der Europäischen Union (EU) gemäss Artikel 50 des Lissabonner Vertrages wurde von den Briten an den Chef der EU-Kommission übergeben. Der Abschied Grossbritanniens aus der EU wird damit Realität. Nun beginnen die Verhandlungen über die Bedingungen, zu denen sich Grossbritannien von der EU lösen kann. Es bleibt nun abzuwarten, wie sich diese Austrittsverhandlungen entwickeln. Langfristig wird der weitere Weg des Pfunds von der endgültigen Verhandlungsabmachung bestimmt. Die kurzfristigen Bewegungen werden von den politischen Entwicklungen abhängen, welche im Verhandlungsprozess aufkommen. Beispielsweise durch die wiederaufkeimenden Unabhängigkeitsbestrebungen Schottlands oder eine mögliche Verhärtung der Fronten zwischen den Verhandlungspartnern. Die Märkte scheinen, allem voran aufgrund der erwarteten Schwäche der Konjunktur, die bevorstehende turbulente Zeit grösstenteils bereits in die Wechselkurse eingepreist zu haben. Der Wechselkurs GBP/CHF betrug Ende März 1.26.

Marktpformance

1. Januar bis 31. März 2017 (Basis CHF)



Konjunktur

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

An den internationalen Finanzmärkten dominiert weiterhin der positive Mix aus freundlichen Konjunkturdaten und einer gewissen Nachwirkung der im November letzten Jahres entstandenen Trump-Euphorie. Politische Unsicherheitsfaktoren wie die anstehenden Regierungswahlen in Europa, der Brexit oder die zukünftige Ausgestaltung des US-Regierungskurses werden bis heute grosszügig ausgeblendet. Allerdings bleiben sie als latente Spielverderber im Hinterkopf der Anleger haften, weshalb trotz freundlichem Marktumfeld bisher keine übertriebene Euphorie aufgekommen ist. Die Notenbanken ihrerseits sorgen für attraktive Finanzierungsbedingungen und stellen mit ihrer Lockerungspolitik ein Sicherungsnetz für mögliche Kursrückschläge an den Börsen dar. Manchmal kommt man sich vor wie an einer Party; jeder Teilnehmer weiss, dass sie früher oder später endet, aber keiner will sie zu früh verlassen, weil die Gefahr besteht, etwas zu verpassen.

Die Anleihensmärkte haben sich seit Jahresbeginn zunehmend stabilisiert und der vorausgegangene Preisrückgang konnte gestoppt werden. Der Effekt steigender Inflationserwartungen wird unseres Erachtens zunehmend auslaufen und damit als Aufwärtstreiber der Zinsen wegfallen. Dafür sorgt in erster Linie die Stabilisierung der Energiepreise. Zudem wirkt die fortlaufende Lockerungspolitik der meisten Notenbanken einer möglichen Aufwärtsbewegung der Renditen entgegen. Eine Ausnahme dieser Einschätzung könnten die USA darstellen. Der Konjunkturzyklus ist stärker gereift, zunehmende Zweit-rundeneffekte an der Teuerungsfront sind spürbar und der geldpolitische Normalisierungsprozess hat bereits begonnen. Als Konsequenz haben wir die Zinssensitivität für Dollar-Anlagen reduziert. Insgesamt halten wir aufgrund der bescheidenen Renditeaussichten an einer reduzierten Obligationenquote fest.

Die Rahmenbedingungen für die Aktienmärkte sind weiterhin gut. Die positiven Konjunkturaussichten stimulieren höhere Unternehmensgewinne, die Finanzierungsbedingungen bleiben attraktiv und die Dividendenrendite ist insbesondere im Vergleich zur Verzinsung von Obligationen äusserst interessant. Einzig die überdurchschnittliche Bewertung könnte mittelfristig zu gelegentlichen Enttäuschungen und damit Gewinn-mitnahmen führen. Für den Moment halten wir aber an der taktischen Übergewichtung der Aktienquote fest.

An unserer positiven Sichtweise für die Schweizer Immobilienfonds und damit einer übergewichteten Quote hat sich nichts geändert. Die Nachfrage bleibt aufgrund der stabilen Ausschüttung auf hohem Niveau gross. Die Optik stabiler Franken-Zinsen auf tiefem Level relativiert zudem die überdurchschnittliche Bewertung.

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
Jan Schneider

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: 31. März 2017

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.

