

Investment Strategie 3. Quartal 2017

- > Neuerliche Zinserhöhung in den USA
- > Politische Entspannung in Europa
- > Spezialthema «Herausforderungen im aktuellen Marktumfeld»



Editorial

Inhaltsverzeichnis

Spezialthema «Herausforderungen im aktuellen Marktumfeld»	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

Wie erwartet, lassen in diesem Jahr die Politik (und gewisse Politiker) die Muskeln spielen. Es vergeht kein Tag, ohne dass irgendwo auf der Welt politische Ereignisse stattfinden oder politische Aussagen erfolgen, die sowohl die Wirtschaft als auch die Finanzmärkte beeinflussen. Die Zeit der berechenbaren Politik scheint zu Ende zu sein.

Nichtsdestotrotz versuchen wir in dieser Ausgabe, die Ereignisse und Aussagen einzuordnen und uns ein Bild über die möglichen wirtschaftlichen Auswirkungen zu machen.

Nach wie vor werden wir regelmässig durch den neuen US-Präsidenten überrascht. Während vermeintliche «Erfolge», wie das Einreiseverbot für Einwohner gewisser Länder, überschwänglich gefeiert werden, versucht Präsident Trump von weniger erfolgreichen Vorhaben, wie dem Rückbau von «Obamacare», über wirre Anschuldigungen abzulenken. So bezeichnete er den News-Sender CNN als FNN, was aus seiner Rhetorik «Fraud News Network» bedeutet, und ruft mittels eines Videos sogar zum (gewalttätigen) Angriff auf den Sender auf. Wir reiben uns alle verwundert die Augen und fragen uns, wo das alles noch hinführen soll...

Auch im Vereinigten Königreich läuft nicht alles rund. Die vorgezogenen Neuwahlen von Theresa May, welche ihr eine noch grössere Mehrheit hätten bringen sollen, endeten in einem Desaster. Premier May ist nun gezwungen, zusammen mit der extremen nordirischen Democratic Union Party zu regieren, um überhaupt noch eine Mehrheit im Parlament zu haben. Damit sinken auch die Chancen, dass Grossbritannien all seine Wünsche im Rahmen der Austrittsverhandlungen mit der EU durchsetzen kann.

Immerhin mit dem neuen französischen Präsidenten gibt es einen Lichtblick für die EU. Als starker Befürworter des europäischen Binnenmarkts versucht Präsident Macron die in den letzten Jahren bröckelige Achse «Deutschland–Frankreich» wieder neu zu beleben. Dies ist umso wichtiger für die zukünftige Stabilität Europas.

Was dies alles für das aktuelle Marktumfeld bedeuten kann und wo dessen Herausforderungen liegen, zeigt Ihnen unser diesmaliges Spezialthema auf.

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

Herausforderungen im aktuellen Marktumfeld

Die aktuelle Hausse an den Aktienmärkten feierte jüngst ihren achten Geburtstag. Für einen Erholungszyklus ist dies eine überdurchschnittlich lange Zeitdauer. Angesichts der hohen Bewertung und der starken bisherigen Jahresperformance stellt sich die berechnete Frage, wie es an den Aktienmärkten weitergeht und wie sich die Anleger diesbezüglich verhalten sollen?

Attraktives Marktumfeld

Das aktuelle Marktumfeld präsentiert sich weiterhin äusserst attraktiv. Der marktfreundliche Ausgang der französischen Wahlen hat die politischen Risiken in Europa deutlich schrumpfen lassen. Die globale Wirtschaft brummt in einer Synchronität wie lang nicht mehr gesehen. Dies sind gute Aussichten für steigende Gewinne der Unternehmen. Und die massgebenden Notenbanken halten mit Ausnahme der USA an ihrer expansiven Geldpolitik fest. Trotzdem kommt einem die derzeitige Ruhe sehr verdächtig vor. Der Volatilitätsindex, auch als Sorgenbarometer bezeichnet, tendiert auf einem rekordtiefen Niveau. Bewegen wir uns momentan tatsächlich in der besten aller Welten? Und ist der Himmel wirklich so wolkenlos, wie ein erster Blick vermuten lässt?

Potenzielle Gefahrenherde

Die Fragestellung lässt die Antwort bereits vermuten. Nein! Die Anleger scheinen gegenwärtig sehr sorglos zu agieren und übersehen dabei mögliche Gefahren. Politisch betrachtet steht die EU und damit die Einheitswährung Euro nach den Wahlen in Frankreich nun wieder auf einem soliden Fundament. Doch die Schuldensituation in Griechenland bleibt akut, Italien kommt politisch und wirtschaftlich gesehen nicht vom Fleck und die Brexit-Verhandlungen könnten sich noch zur Knacknuss für alle Beteiligten entwickeln. In den USA präsentieren sich die wirtschaftlichen Stimmungsindikatoren deutlich besser, als sich die realwirtschaftliche Lage tatsächlich darstellt. Schuld daran sind die vollmundigen Versprechen des neuen Präsidenten Trump, welche bis heute wenig Realitätsgehalt aufweisen. Eine Umsetzung scheiterte bisher an den regierungsinternen Problemen, mit welchen Trump sich in erster Linie beschäftigt. Das Wirtschaftswachstum hat entgegen der positiven Unternehmens- und Konsumentenstimmung im ersten Quartal des laufenden Jahres an Dynamik verloren. Auch die geopolitische Lage ist wieder deutlich fragiler geworden, als sie noch vor wenigen Monaten war. Ein unberechenbarer Machthaber in Nordkorea, Bürgerkriege in Syrien und Afghanistan und eine anhaltende terroristische Bedrohung bergen empfindliches Gefahrenpotenzial. Auch die Notenbanken werden ihr geldpo-

litisches Experiment nicht zur neuen Realität erklären können. Eine weiterhin robuste Konjunktorentwicklung wird sie früher oder später dazu zwingen, eine monetäre Normalisierung anzustreben. Mit offenem Ausgang notabene, da vergleichbare Szenarien und somit Erfahrungswerte aus der Vergangenheit fehlen.

Anlageempfehlung

Wie soll sich der rational denkende und vernünftig handelnde Anleger in einem solch anspruchsvollen Marktumfeld nun verhalten? Eine gute Empfehlung, wenn auch nicht immer leicht in der praktischen Umsetzung, ist, den kurzfristigen Schwankungen an den Finanzmärkten keine übertriebene Aufmerksamkeit zu schenken. Die Börsen stellen ein sehr sensibles Messinstrument von sich ständig ändernden Rahmenbedingungen dar und überreagieren häufig in beide Richtungen. Es lohnt sich deshalb, seiner langfristig definierten Anlagestrategie, unabhängig vom täglichen Auf und Ab der Wertschriftenpreise, treu zu bleiben. Trotz verlockenden Renditen an den Aktienmärkten soll nicht unkontrolliert in die risikoreichen Beteiligungspapiere investiert werden. Das persönliche Risikobudget auf Basis der eigenen Risikofähigkeit, -bereitschaft und dem -verhalten gibt den maximal möglichen Aktienanteil vor. Eine periodische Überprüfung der aktuellen Anlagestruktur stellt anschliessend sicher, dass auch durch einen performancebedingten Zuwachs der Aktienquote keine zusätzlichen Risiken entstehen. Eine ausreichende Diversifikation der Anlagen beugt spezifischen Risikofaktoren vor und schützt vor übermässigen Einflüssen einzelner Ereignisse. Dies betrifft die Berücksichtigung verschiedener Anlageklassen genauso wie eine breit gestreute Vermögensverteilung über Branchen, Regionen und Währungen. Zudem beugt eine realistische Erwartungshaltung vor Enttäuschungen vor. Will heissen: vergangene Performancezahlen können nicht 1:1 in die Zukunft projiziert werden. Insbesondere die äusserst positive Entwicklung der Obligationenmärkte im Zuge stetig sinkender Zinsen in den letzten Jahren wird sich in der Zukunft kaum wiederholen lassen.

Insgesamt betrachtet lohnt es sich, bei den persönlichen Anlagen strukturiert und mit einer gewissen Systematik vorzugehen. Nur so kann der langfristig angestrebte Anlageerfolg sichergestellt werden. Zudem lässt sich damit auch in einem holprigen Marktumfeld ruhig schlafen.

Makroökonomie Europa und Schweiz

Europa

Positive Stimmung hält an

Im Euro-Raum hat sich die Stimmung im verarbeitenden Gewerbe weiter verbessert, der Einkaufsmanagerindex erreichte im Mai den höchsten Stand seit sechs Jahren. Weder der EU-Austritt Grossbritanniens noch die protektionistische Politik des US-Präsidenten scheinen die Unternehmen bislang stärker zu verunsichern. Ein Grund für die gute Stimmung ist sicherlich die expansive Geldpolitik der EZB, die allmählich in der Realwirtschaft anzukommen scheint. Hierfür spricht, dass sich die Stimmung nicht nur in der Industrie, sondern auch im Dienstleistungssektor seit Jahresbeginn deutlich verbessert hat. Trotz positiver Konjunkturaussichten sieht die Europäische Zentralbank (EZB) jedoch noch keinen Grund, sich von ihrer lockeren Geldpolitik nachhaltig zu verabschieden. Infolge der zuletzt kräftig gefallen Energiepreise dürften die Konsumentenpreise in den kommenden Monaten kaum steigen.

Entwicklung Konsumentenpreise (Industriestaaten)



Frankreich im «Macron-Fieber»

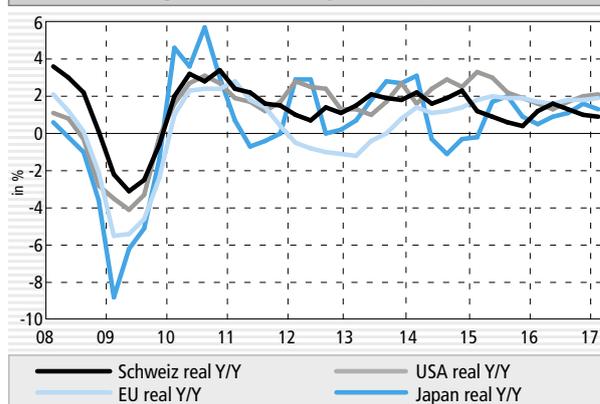
Präsident Macron kann sich auf eine breite Mehrheit im Parlament stützen und damit beginnen, seine Reformagenda abzuwickeln. Ein wichtiger Prüfstein wird die Arbeitsmarktreform sein. Hier soll unter anderem die Flexibilität für die Unternehmen durch eine gelockerte Tarifbindung erhöht werden. Sollte diese Reform rasch vorankommen, werden landesweite Proteste und Streiks die logische Folge sein. Es dürfte sich also schon bald zeigen, ob die derzeitige Aufbruchstimmung in Frankreich anhält oder ob sich die konservativen Kräfte weiter durchsetzen. Die Gewerkschaften haben in der Vergangenheit gezeigt, dass sie massiven Protest organisieren können. Zudem fiel die Beteiligung an den Präsidentschafts- und Parlamentswahlen rekordtief aus. Das spiegelt die generelle Politikverdrossenheit in Frankreich wider. Die Unterstützung für Macron erscheint dadurch grösser, als sie tatsächlich ist. Nichtsdestotrotz sollte die gegenwärtige Euphorie noch einige Monate anhalten und in die übrige Euro-Zone ausstrahlen.

Schweiz

Anhaltend solide BIP-Entwicklung

Das reale BIP ist in der Schweiz im 1. Quartal um 0,3% gewachsen, was eine leise Enttäuschung der Erwartungen bedeutet. Positiv zu werten ist, dass das Wachstum breit abgestützt ist. Zudem bleiben die Aussichten – auch trotz der etwas schwächeren Vorlaufindikatoren – intakt. Wir gehen für das laufende und das kommende Jahr weiterhin von einem Wachstum um 1,6% aus. Hierauf deuten auch die Schweizer Indikatoren wie der Einkaufsmanagerindex oder das KOF-Konjunkturbarometer. Diese korrigierten zwar im April und Mai leicht, jedoch von langjährigen Höchstständen aus. Nicht nur die aktuelle Konjunktur stimmt zuversichtlich. Auch von den Branchenverbänden sind optimistischere Töne zu hören. So beispielsweise von den MEM-Branchen (Maschinen, Elektronik, Metalle), die optimistischer in die Zukunft blicken. Mehr als die Hälfte der Unternehmen rechnen mit einem höheren Auf-

Entwicklung Bruttoinlandsprodukt (Industriestaaten)



tragseingang in den nächsten zwölf Monaten, nur 9% gehen von einem Rückgang der Bestellungen aus. Die Hoffnungen ruhen vor allem auf den Märkten Nordamerika, China und Deutschland.

Schwächerer Aussenhandel wohl nur temporär

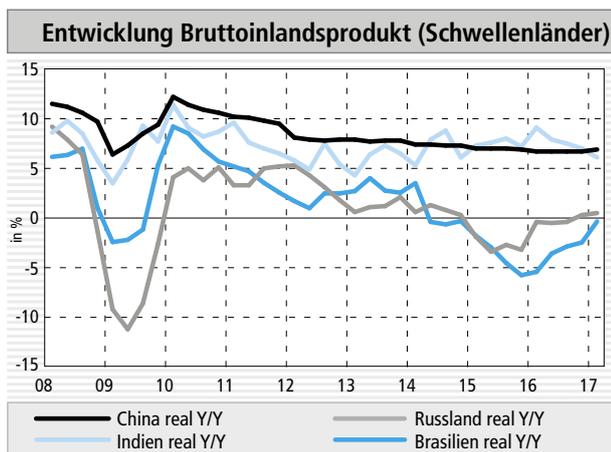
Nach der starken Entwicklung im 1. Quartal stagnierten die Warenexporte im April. Die Exportentwicklung war mit einem schwachen Monatsergebnis der chemisch-pharmazeutischen Industrie verbunden. Gleichzeitig stiegen die Importe. Der Aussenhandelsaldo sank mit CHF 2 Mrd. auf den tiefsten Stand der letzten zwei Jahre. Die Exporte entwickelten sich wie gewohnt äusserst heterogen mit einer Spannweite von -10% bei den Fahrzeugen bis +18% bei Textilien, Bekleidung und Schuhen. Die sehr guten globalen Konjunkturindikatoren haben aber bereits dafür gesorgt, dass sich der Schweizer Aussenhandel im Mai wieder erholt hat. Wir gehen davon aus, dass sich der positive Trend auch in den kommenden Monaten fortsetzen wird.

Makroökonomie Nordamerika und Asien

Nordamerika

Solides, aber nicht euphorisches Wachstum

Das Wachstum der US-Wirtschaft im 1. Quartal wurde zwar auf 1,2% nach oben revidiert, ist aber dennoch enttäuschend. Die Märkte haben die Hoffnungen auf einen «Trump-Boom» weitgehend begraben. Die versprochenen Steuersenkungen scheinen sich weiter zu verzögern, und die geplanten Infrastrukturinvestitionen dürften die Konjunktur nur wenig anschieben. Präsident Trump plant hier keine staatlichen Mehrausgaben, sondern will mit Steuervergünstigungen private Investitionen in die Infrastruktur mobilisieren. Es ist fraglich, ob dies in erwünschtem Umfang gelingen wird. Darum wird Trumps Politik auch die Inflation kaum anschieben, was aus der Sicht der US-Notenbank FED wichtig wäre, um die angekündigten weiteren Zinserhöhungen auch tatsächlich umzusetzen.



Wieder Sorgen um Inflationsverlangsamung

An der jüngsten Sitzung des Offenmarktausschusses hat das FED die Pläne zum Abbau ihrer Bilanz konkretisiert. Bis zum geplanten Ende 2022 hätte sich nach diesem Fahrplan der Umfang der FED-Bilanz um insgesamt USD 2700 Mrd. auf unter USD 2000 Mrd. verkleinert. Ob dieser Zeitplan und die prognostizierten drei Leitzinserhöhungen in den nächsten 12 Monaten eingehalten werden können, wird dabei weniger von der Entwicklung der Arbeitslosenrate abhängen, die Vollbeschäftigung suggeriert, als vielmehr von der Inflation, die aus Sicht des FED nach wie vor enttäuscht. Der Preisauftrieb hat sich in den letzten drei Monaten in Folge überraschend und spürbar verlangsamt. So ist die Kernrate bei den Konsumentenpreisen jüngst wieder auf 1,7% gesunken, wozu auch die nach wie vor deflatorische Entwicklung bei den Güterpreisen beigetragen hat. Die viel stärker lohnabhängige Entwicklung der Dienstleistungspreise dürfte aber trotz unterdurchschnittlichem Lohnwachstum zu einem wenn auch moderaten Anstieg der US-Kerninflation führen. Dies primär dank der bereits erreichten Vollbeschäftigung.

Asien

Japan: Konjunktorentwicklung bleibt über Potenzial

Zwar wurde das BIP-Wachstum für das 1. Quartal in der zweiten Schätzung nach unten auf annualisiert 1,0% gegenüber dem Vorquartal revidiert. Dies ist aber vor allem auf eine Anpassung des Lagereffekts zurückzuführen. Der Wachstumsbeitrag von den Nettoexporten und eine intensivere Investitionstätigkeit sollten für ein über dem Potenzialpfad liegendes Wirtschaftswachstum in den nächsten Quartalen sorgen. Die realen Exporte befinden sich seit rund einem Jahr in einem Aufwärtstrend und sind im Mai gegenüber dem Vorjahr um rund 8% gestiegen. Allerdings hat die Dynamik in den letzten zwei Monaten im Vergleich zum 1. Quartal etwas abgenommen. Dies widerspiegelt die zu beobachtende leichte Abnahme der globalen Wachstumsdynamik.

China: Konjunkturentwicklung auf Zielkurs

Die Konjunkturdaten im Mai zeigen eine anhaltend stabile Wirtschaftsentwicklung. Die Industrieproduktion und die Detailhandelsumsätze wiesen die gleichen Wachstumsraten (6,5% resp. 10,7%) wie im Vormonat aus. Nicht überraschend schwächte sich das Investitionswachstum leicht ab, da die Bau- und Infrastrukturinvestitionen nicht mehr ganz so schnell zunahmten. Am Häusermarkt ist als Folge der restriktiveren Massnahmen generell eine leichte Abschwächung festzustellen. Andere wachstumsdämpfende Faktoren sind das Deleveraging im Finanzsektor und die höheren Zinsen. Erfreulicherweise spielen neue Wachstumstreiber eine immer wichtigere Rolle für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung. So sind die Online-Detailhandelsumsätze im Mai mit 32% rund 3-mal so schnell wie die gesamten Detailhandelsumsätze gewachsen. Die Konjunkturdynamik Chinas dürfte zwar leicht abnehmen, das BIP-Wachstums-Ziel 2017 von 6,5% ist aus unserer Sicht aber nicht gefährdet.

Indien: Bargeldreform lastet auf BIP-Wachstum

Die Auswirkungen des Demonetarisierungsschocks vom letzten Herbst haben sich nun in den BIP-Zahlen des 1. Quartals niedergeschlagen. Nachdem das BIP-Wachstum im Schlussquartal 2016 mit 7,0% noch erstaunlich hoch war, sank es im letzten Quartal auf 6,1%. Positive Zuwachsraten erzielten die Exporte und der staatliche Konsum. Enttäuschend entwickelten sich hingegen die Investitionen, die gegenüber dem Vorjahr leicht zurückgingen. Mit der Normalisierung der Lage bezüglich des Bargeldes dürfte der Tiefpunkt im BIP-Wachstum durchschritten sein. So haben sich die Einkaufsmanagerindizes seit den Tiefständen Ende 2016 bereits wieder über die 50er-Marke erholt.

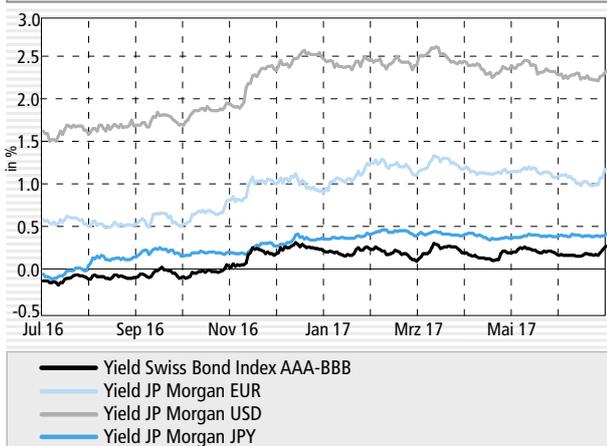
Geldmarkt und Obligationen

Geld- und Kapitalmärkte im Überblick

Nervöses Auf und Ab

Die Obligationenmärkte haben sich im zweiten Quartal des laufenden Jahres insgesamt positiv entwickelt. Profitiert haben sie von den leicht rückläufigen Renditen sowie den sinkenden Kreditrisikoprämien. Allerdings war es keine lineare Entwicklung, sondern ein nervöses Auf und Ab. Vor allem das politische Geschehen (Wahlen in Frankreich, Trump-Affäre, Terrorängste) hat über ein stetig wechselndes Sicherheitsbedürfnis der Marktteilnehmer für eine wechselnde Nachfrage nach sicheren Anlagen wie Obligationen geführt. Entsprechend volatil präsentierte sich die Preisgestaltung. Ein weiterer wichtiger Kurstreiber der letzten Monate war die Inflationsentwicklung. Die Optik steigender Teuerungsraten, hauptverantwortlich für steigende Zinsen in der zweiten Jahreshälfte 2016 sowie zu Beginn des Jahres, scheint zunehmend auszulaufen. Dies hängt in erster Linie mit den erneut gesunkenen Energiepreisen zusammen. Zudem ist die wirtschaftliche Wachstumseuphorie, welche insbesondere in den USA nach der Trump-Wahl vorherrschte, mittlerweile verschwunden. Zu stark scheint der neue US-Präsident mit seinen eigenen Problemen beschäftigt zu sein. Wichtige wirtschaftsfreundliche Wahlkampfversprechen wie zusätzliche Infrastrukturausgaben, die Steuerreform oder Deregulierungen sind für den Moment in den Hintergrund gerückt. Aber auch ausserhalb der USA fällt der Preisdruck bescheiden aus und hält die Inflationswerte weiterhin deutlich unter der von den Notenbanken angepeilten Zielmarke.

Entwicklung Kapitalmarktsätze 1 Jahr



Zinsnormalisierung – wie weiter?

Als 2008/2009 die letzte Finanz- und Wirtschaftskrise ihren Höhepunkt erreichte, reagierten die Notenbanken weltweit rasch und vehement. Die Leitzinsen wurden gegen Null gesenkt, um so den internationalen Finanzmärkten jederzeit

genügend Liquidität zur Verfügung zu stellen. Als diese Möglichkeit ausgeschöpft war, wurden weitere einschneidende Massnahmen zur Stabilisierung der Finanzmärkte und der Wirtschaft ergriffen. Einerseits wurde die zukünftige Ausrichtung der Geldpolitik transparent und klar kommuniziert. Diese Absichtserklärung (Forward Guidance) sollte unter den Marktteilnehmern Vertrauen schaffen und wird bis heute beibehalten. Andererseits traten die Notenbanken zunehmend als Käufer von Wertschriften (Quantitative Easing) auf, blähten ihre Bilanzen in noch nie dagewesener Masse auf und steuerten so das Renditeniveau über das gesamte Laufzeitenspektrum. In normalen Marktphasen nehmen die Währungshüter lediglich über

Entwicklung Notenbanken-Bilanzsumme (in Mrd. USD)



die kurzfristigen Zinsen (Leitzins) Einfluss auf den Verlauf der Zinskurve. Die Bildung der mittel- und langfristigen Renditen wird den Marktkräften überlassen. Nachdem sich die Bankenwelt mittlerweile wieder gefestigt hat, Staatspleiten und Währungsturbulenzen abgewendet wurden sowie die Weltwirtschaft wieder gedeiht, können sich die Lender of last resort zunehmend Gedanken über eine zukünftige Normalisierung ihrer Geldpolitik machen. Insbesondere im Falle der Wertschriftenkäufe ist dies ein schwieriges Unterfangen, wurde diesbezüglich doch aktiv in das Marktgeschehen eingegriffen. Ein gegenteiliges Verhalten (Verkäufe von Wertschriften, Quantitative Tapering) könnte ohne entsprechende verbale Vorbereitung der Märkte und ohne die nötige Sorgfalt bei der Durchführung für massive Verwerfungen sorgen. Und genau dieser Umstand bereitet vielen Anlegern Nervenflattern und sorgt bei den Notenbanken für Kopfzerbrechen. Denn sie selbst mussten zugeben, dass die praktischen Erfahrungen im Zusammenhang mit der Steuerung der Bilanz als zusätzliches geldpolitisches Instrument fehlen. Die USA verzichten mittlerweile auf eine weitere Ausdehnung der Bilanz und beschränken sich auf die Wiederanlage von auslaufenden Anleihen und fälligen Coupons. In der Euro-Zone, in Grossbritannien oder auch in Japan ist man davon noch weit entfernt. Allerdings wird man sich auch bei den dortigen Entscheidungsträgern angesichts des

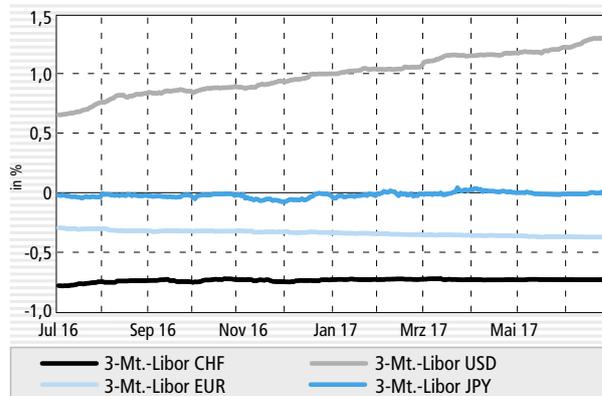
Geldmarkt und Obligationen

soliden Konjunkturverlaufs über den Ausstieg aus dem immer noch vorherrschenden Krisenmodus früher oder später Gedanken machen müssen.

Geldpolitik vor Neuausrichtung?

Die Europäische Zentralbank EZB hat an ihrem jüngsten Meeting erwartungsgemäss den Kurs der aktuellen Geldpolitik bestätigt. Gemäss ihrer Einschätzung entspricht die Inflationsentwicklung nach wie vor nicht den gewünschten Erwartungen. Die EZB hat auch bekräftigt, dass der Leitzins noch längere Zeit und weit über das Ende der Anleihenkäufe hinaus auf dem aktuellen Niveau liegen wird. Zumindest wurde die Forward Guidance dahingehend angepasst, dass der Hinweis auf die Möglichkeit einer Zinssenkung gestrichen wurde. Voraussichtlich wird das Gremium nicht vor dem Herbst beginnen, eine mögliche Reduktion der aktuellen Wertpapierkäufe zu thematisieren. Auch die US-Notenbank FED hat ihre Entscheidungen im Rahmen der Erwartungen getroffen. Der Leitzins wurde um weitere 0,25% erhöht und liegt nun bei 1,25%. Für das laufende Jahr geht das FED unverändert von einem zusätzlichen Zinsschritt aus. Verläuft die Konjunkturentwicklung weiterhin planmässig, sind für das nächste und übernächste Jahr noch einmal je drei Erhöhungen vorgesehen. Angesichts des aktuellen Wachstums- und Inflationsrückgangs sind diese allerdings noch längst nicht sicher. Von grossem Interesse waren die ersten konkreten Hinweise, wie der bereits früher angetönte Abbau der aufgeblähten Notenbankbilanz stattfinden soll. Voraussichtlich wird das FED gegen Ende des Jahres damit beginnen. Insgesamt bleibt damit der oberste Zinshüter der USA seinem behutsamen Anpassungspfad treu. Gleichzeitig bekräftigten sie erneut, sehr genau auf die veröffentlichten Daten zur Entwicklung der Wirtschaft und der Inflation zu achten und nötigenfalls Anpassungen in ihrer Vorgehensweise vorzunehmen. Auch die Schweizerische Nationalbank SNB setzt ihren geldpolitischen Kurs unverändert fort. Negativzinsen und punktuelle Eingriffe am Devisenmarkt sollen dem Aufwertungsdruck des Frankens entgegenwirken. Die jüngsten politischen Entscheide in der Euro-Zone sowie der erfreuliche dortige Konjunkturverlauf nehmen zumindest vorübergehend den Druck von der SNB, ihr Abwehrdispositiv weiter auszubauen. Allerdings bleibt sie in ihren geldpolitischen Entscheidungen weiterhin in der «Geiselhaft» der EZB. Neben der amerikanischen Notenbank steht auch die Bank of England vor einer möglichen Straffung der Geldpolitik. Allerdings sind die Ursprünge anders gelagert. Als Folge der politischen Unsicherheit rund um den Brexit hat die Heimwährung Pfund deutlich an Wert verloren. Die damit verbundene Verteuerung der Importpreise hat zu einem markanten Inflationsanstieg geführt. Zur Stabilisierung der Preise wird es in naher Zukunft unumgänglich sein, dass die britische Notenbank die Leitzinsen erhöht.

Entwicklung Geldmarktsätze 1 Jahr



Seitwärts gerichtete Zinsentwicklung

Die aktuelle Seitwärtstendenz an den Anleihemärkten könnte durchaus noch einen Moment anhalten. Die wichtigsten Treiber wie Geldpolitik, Inflationserwartung und Konjunkturentwicklung scheinen sich aktuell einigermaßen vorhersehbar zu entwickeln. Einen möglichen Unsicherheitsfaktor stellt das Risikoverhalten der Anleger auf neuerliche politische Querelen dar. Steigt die Verunsicherung und damit die Risikoaversion, werden sichere Anlagen wie Obligationen wieder stärker nachgefragt und damit teurer. Die Inflationserwartungen sind in den letzten Monaten deutlich zurückgekommen. Für einen erneuten Anstieg fehlt momentan der Auslöser, weshalb eine steigende Teuerung in den meisten Regionen vorerst als Aufwärtstreiber der Renditen wegfällt. Ab dem Herbst erwarten die Marktteilnehmer dann konkretere Aussagen von den massgebenden Notenbanken, was die zukünftige Entwicklung der Geldpolitik anbelangt. Insbesondere der Umgang mit den aufgeblähten Bilanzen wird diesbezüglich interessieren. Es darf nicht vergessen werden, dass diese zusätzlichen Lockerungsmassnahmen ähnlich einer Zinsreduktion gewirkt haben. Somit ist die Rückführung dieser quantitativen Markteingriffe einer Zinserhöhung gleichzusetzen. Vorerst bleibt die US-Notenbank das einzige führende Gremium, welches den Pfad der Zinsnormalisierung in Angriff genommen hat. Entsprechend gehen wir für die USA weiterhin von einem leichten Aufwärtsdrang bei den Renditen aus. Voraussetzung dafür ist, dass die wirtschaftliche und inflationäre Entwicklung dem Plan des FED entspricht. Momentan signalisiert der flache Verlauf der Dollar-Zinskurve diesbezüglich eher eine bescheidene Entwicklung. Gut möglich, dass insbesondere das konjunkturelle Wachstum von den Obligationären unterschätzt wird.

Schweiz

Wie lange hält die Aktienhausse noch an?

Nach dem jüngsten Rally fragt man sich natürlich umso mehr, ob die Aktienmärkte immer noch über Kurssteigerungspotenzial verfügen. Wir sind der Meinung, dass die relativ synchrone Erholung der Weltwirtschaft die Preisentwicklung der Beteiligungspapiere weiterhin tragen wird, auch wenn nach den jüngsten Kursavancen eine vorübergehende Konsolidierung möglich ist. Einige Faktoren sprechen jedoch dafür, dass mit einer erhöhten Volatilität zu rechnen ist, wenn auch der allgemeine Markttrend nach oben zeigt. Der allgemeine Ausblick bleibt in der Schweiz jedoch sowohl für die Konjunkturentwicklung als auch hinsichtlich robusten Gewinnwachstums positiv. Technische Korrekturen, welche wie zuletzt im IT-Sektor zu beobachten waren, sind jederzeit möglich. Mit den guten Quartalsgewinnanzeigen im Frühjahr 2017 stiegen nämlich auch die Gewinnerwartungen, welche sich mittlerweile auf einem anspruchsvollen Niveau befinden. Jede Enttäuschung bei der Publikation der nächsten Quartals- resp. Halbjahreszahlen kann kurzfristig zu Gewinnmitnahmen führen.

Auf Einzeltitelebene überraschte Nestlé Mitte Juni die Investoren mit der Ankündigung sein US-Konfektgeschäft bis zum Jahresende zu überprüfen. Übersetzt heisst dies, dass das Süswaren-geschäft in den USA zum Verkauf steht. Dieser Bereich hat einen Anteil von rund 10% an Nestlés globalem Süswaren-geschäft. Dies könnte der Startschuss für weitere Portfolioanpassungen sein, auf welche die Anleger seit dem Antritt des neuen CEO Schneider Anfang des Jahres ungeduldig warten, nachdem seine ersten Auftritte wenig Neues zutage brachten. Welche weiteren Schritte diese Ankündigung auch immer nach sich zieht, spätestens am Investor Education Seminar vom 26. September 2017 wird Schneider ausführliche Informationen zur beabsichtigten Strategie liefern.



Europa

Steigende Konjunkturindikatoren und Unternehmensergebnisse stützen die Aktienkurse

Der anhaltende Rückgang der Rohstoff- und insbesondere der Ölpreise belastete gegen das Quartalsende die europäischen und US-Aktienmärkte. Der Preis für WTI-Rohöl bewegt sich mittlerweile wieder in Richtung USD 45 je Barrel, da Befürchtungen hinsichtlich der libyschen Förderung und einer steigenden US-Bohrfähigkeit der Hoffnung auf einen erneuten Rückgang der US-Lagerbestände entgegenwirkten. Es überrascht daher kaum, dass sich im zweiten Quartal 2017 der Energiesektor in der Euro-Zone am schlechtesten entwickelte (-5,8%). Andererseits erzielten die Versorgungsbetriebe (+1,8%), die Basiskonsumgüter (+1,9%) sowie die Finanzwerte (+3,6%) überdurchschnittlich hohe Kursgewinne. In jüngster Zeit haben defensive Sektoren von einem Rückgang der Zinsen und der Inflation profitiert. Würde umgekehrt die Zinskurve steiler werden, wären die Finanzwerte die Hauptprofiteure (erhöhte Rentabilität der Banken und Versicherungen). Mit unserem sektorneutralen Ansatz in der Aktienselektion versuchen wir beiden möglichen Szenarien genügend Rechnung zu tragen. Für den Aktienmarkt als Ganzes sollten höhere Zinsen noch keine grösseren Probleme generieren, solange die Konjunktur nicht nachgibt – auch wenn die Bewertung schon auf ein stattliches Niveau gestiegen ist. Erst die Kombination aus höheren Zinsen und einer nachlassenden konjunkturellen Wachstumsdynamik würde die Stimmung gegenüber Aktien eintrüben.

Nach monatelangem Warten begannen am 19. Juni die Brexit-Gespräche. Beide Seiten gaben sich vorab pragmatisch. Die Trennungvereinbarung steht nun im Mittelpunkt. Solange nicht klar ist, wie sich die Übereinstimmungen und Meinungsverschiedenheiten entwickeln, erwarten wir keine Marktauswirkungen. Politisch haben die Wahlen in Frankreich für Rückenwind gesorgt und lassen die Hoffnung aufkommen, dass die Euro-Zone mit Deutschland und Frankreich wieder ein starkes, schlagkräftiges Führungsduo bekommen wird. Diese Optik sorgte an den Aktienmärkten für Erleichterung und anziehende Kurse. Zusammenfassend betrachtet beurteilen wir die Verfassung des europäischen Aktienmarkts weiterhin als gut. Die starken Wirtschaftsindikatoren und die im Vergleich zur USA immer noch moderate Aktienbewertung dürften auch weiterhin stützend wirken.

Aktien

Amerika

Gemischte Entwicklung

Der US-Aktienmarkt-Index S&P 500 stieg im zweiten Quartal 2017 um +3,1%. Zu den Hauptgewinnern gehören die Aktien von McDonald's (+18,9%, zyklischer Konsum), Caterpillar (+16,8%, Industrie) und United Health (+13,5%, Gesundheit). Zu den schwächsten Aktien gehören IBM (-10,8%, Technologie), General Electric (-8,6%, Industrie) und Verizon (-7,3%, Telekom). Der Umsatz der Kaufhauskette Macy's sank im letzten Quartal stärker, als Analysten erwartet hatten. Offenbar kommen immer weniger Kunden in Macy's-Filialen und ziehen es vor online zu bestellen. Auch der Einzelhändler Kohl's, die Kaufhauskette Nordstrom sowie die Warenhauskette JC Penney und die Supermarktkette Kroger enttäuschten mit ihren Ergebnissen für das 1. Quartal. Ausserdem wurden die Gewinnaussichten für das Gesamtjahr deutlich heruntergesetzt. Die Quartalsergebnisse von Bed Bath & Beyond (Einzelhandelskette) blieben mit einem Rückgang von 2% im Vergleich zum entsprechenden Quartal im Vorjahr auch deutlich unter den Erwartungen. Zwar hat der Internet-Verkauf des Unternehmens 20% zugenommen. Dies reichte aber nicht, um die Verkaufseinbrüche in den Filialen zu kompensieren. Amazon profitiert als führender Online-Anbieter vom zunehmenden digitalen Handel. Der Internetriese beabsichtigt die wegen enttäuschender Ergebnisse unter Druck stehende Bio-Supermarkt-Kette Whole Foods für USD 13,7 Mrd. zu übernehmen. Damit baut Amazon den Online-Lebensmittelverkauf deutlich aus und erwirbt zusätzlich eine bedeutende Verkaufsfläche. Amazon beabsichtigt mit Lager-Robotern die Effizienz bei Whole Foods massiv zu steigern. Die Aktien des Krankenversicherers United Health Group profitierten von der Diskussion über die Gesundheitsreform. Der Senat debattierte bereits im zweiten Anlauf über eine Abschaffung von «Obamacare». Die Republikaner stellten ihren Plan für eine Überarbeitung vor. Der Vorschlag ist jedoch sogar in den eigenen Reihen umstritten. Vier konservative Republikaner verweigerten ihre Unterstützung, da ihnen der Plan zu wenig weit geht. Banktitel standen ebenfalls im Fokus. Die US-Notenbank FED hat die Ergebnisse des jährlichen Bankenstresstests veröffentlicht, der seit der Verabschiedung des Dodd-Frank-Gesetzes durchgeführt wird. Alle systemrelevanten US-Banken würden eine Krise überstehen, lautete das Urteil des FED. Die Titel von J.P. Morgan und Citigroup profitierten von diesem Urteil, Goldman Sachs und Morgan Stanley mussten hingegen Kritik einstecken. Das hohe Bewertungsniveau der US-Titel bedeutet weiterhin ein erhöhtes Risiko für Korrekturen. In Anbetracht der vom neuen US-Präsidenten erwarteten unternehmensfreundlichen Entscheidungen und der positiven Wirtschaftsentwicklung in den USA gehen wir insgesamt von einer seitwärts gerichteten Entwicklung der US-Aktienmärkte im 3. Quartal 2017 aus.

Japan und Emerging Markets

Überdurchschnittliche Marktentwicklung in Asien

Der japanische MSCI-Aktienmarkt-Index stieg in Lokalwährung im zweiten Quartal 2017 um +5,1%. Zu den Hauptgewinnern gehören die Aktien Nintendo (+45,8%, Technologie), Shiseido (+36,6%, Kosmetikhersteller) und McDonald's Japan (+32,6%, zyklischer Konsum). Zu den schwächsten Aktien gehören Idemitsu Kosan (-17,6%, Energie), Sumitomo Dainippon Pharma (-16,6%, Gesundheit) und Hisamitsu Pharmaceutical (-15,4%, Gesundheit). Die Aktienmärkte der Schwellenländer sind in derselben Periode unterschiedlich gelaufen. Der MSCI-Emerging-Markets-Index in USD schloss im Quartal um +5,8% höher als im Vorquartal und um +1,6 Prozentpunkte stärker im Vergleich mit dem MSCI-Welt-Aktienindex in USD (+4,2%). Die Finanzmärkte in Osteuropa und im Mittleren Osten sanken um -0,7%. Die asiatischen Börsen stiegen um +8,9% und die lateinamerikanischen Märkte sanken um -1,2%. Auf Länderebene schnitten die Börsen in der Türkei (+13,3%), in Korea (+10,3%) und Saudi-Arabien (+6,6%) am besten ab. Die schwächsten Märkte waren Russland (-6,4%), Dubai (-4,2%) und Brasilien (-3,5%). MSCI hat sich dafür entschieden, in Renminbi gehandelte chinesische Aktien, sogenannte A-Aktien, ab kommendem Jahr in die Emerging-Markets-Indizes aufzunehmen. Da sich viele Fondsmanager an MSCI orientieren, ist der Entscheid von Bedeutung. MSCI schätzt, dass etwa USD 17 bis 18 Mrd. von den Indizes in den chinesischen Aktienmarkt fließen werden. Jedoch sind viele chinesische Unternehmen auch in Hongkong gelistet und schon seit Jahren im MSCI-China-Index enthalten. Die Festlandbörsen reagierten positiv. Der angeschlagene und mit grossen Schadensersatzforderungen konfrontierte japanische Airbag-Hersteller Takata ist in die Insolvenz gegangen. Wegen dem Rückruf und dem Ersatz von Millionen von Airbags haben sich Schulden von über JPY 1 Bio. angehäuft. Das chinesische Unternehmen Nigbo Joyson Electronic wird die verbleibenden Vermögenswerte von Takata übernehmen. Das wirtschaftspolitische Umfeld und die überwiegend positiven Aussichten für Unternehmen in Schwellenländern geben Spielraum dafür, dass die Aktienkurse in den Schwellenländern und in Japan in den kommenden Monaten insgesamt leicht steigen werden.

Nicht traditionelle Anlagen

Immobilien Schweiz

Immobilienfonds weiterhin gefragt

Im zweiten Quartal 2017 sind die Preise der Schweizer Immobilienfonds durchschnittlich um +2,5% gegenüber dem Vorquartal gestiegen. Damit hat der SXI Real Estate Funds Index um -2,6% schwächer als der gesamte Schweizer Aktienmarkt (SXI +5,1%) abgeschnitten. Die durchschnittliche Prämie (Agio) der Immobilienfonds betrug per Ende Juni +31,8%. Sie liegt damit weit über dem historischen Durchschnitt von rund 14%. Zu den stärksten Fonds im Quartal zählen Polymen (+8,2%), Bonhôte (+8,1%) und Residentia (+7,8%). Zu den schwächsten Titeln gehören Schroder Immo plus (-2,8%), Immo Helvetic (-2,2%) und Streetbox (-1,5%). Der Emissionsmarkt, hauptsächlich Kapitalerhöhungen, für Schweizer Immobilienfonds ist auch in diesem Jahr ziemlich aktiv. Gegenüber dem Vorjahr, in dem über CHF 2,2 Mrd. Kapitalaufnahmen

Entwicklung Immobilien Schweiz 1 Jahr (indexiert)



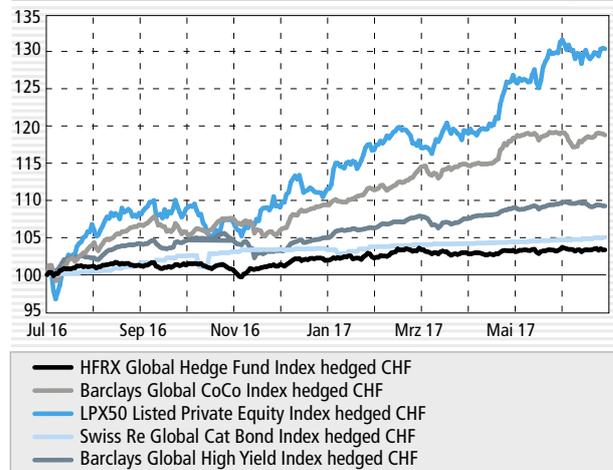
durchgeführt wurden, davon CHF 1,3 Mrd. bei kotierten Fonds, finden die Emissionen in diesem Jahr vorwiegend im Segment der nicht kotierten Immobilienfonds statt. Bei den kotierten Gefässen führten im zweiten Quartal die Immobilienfonds UBS Swissreal (CHF 128 Mio.), SF Sustainable Property Fund (CHF 168 Mio.), Polymen CHF 47 Mio.) und Immo Helvetic (CHF 35 Mio.) je eine Kapitalerhöhung durch. Damit wird sich die rege Bauaktivität bei Mietwohnungen über das laufende Jahr hinaus fortsetzen. Auch die anhaltend hohe Zahl von Baugesuchen legt nahe, dass die Trendwende noch nicht eingesetzt hat, auch wenn bei den baubewilligten Wohneinheiten zuletzt ein leichter Rückgang verzeichnet werden konnte. Noch locken vergleichsweise attraktive Cashflow-Renditen bei den Schweizer Immobilienfonds. Analysten erwarten, dass die Performance der kotierten Schweizer Immobilienfonds in diesem Jahr massgeblich von der Cashflow-Rendite getragen wird. Auf dem aktuellen Kursniveau bedeutet dies eine Rendite von 2,5% bis 3%, zuzüglich einer leicht positiven Nettoinventarwert-Entwicklung von ca. 1,5%. Wir stufen die Immobilienfonds weiterhin als solide defensive Anlagealternative mit attraktiver Ausschüttungsrendite ein.

Übrige Anlagen

Viel Flexibilität beim Investieren

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 möglichen eingeschränkten Liquidität an. Solche Gebilde beinhalten in der Regel viel Anlagefreiraum, um Investitionsmöglichkeiten optimal ausnützen zu können. 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 2. Quartal ca. 1,0% resp. in etwa 1,2% zu. Die kumulierte Halbjahresperformance des HFRX-Index beträgt gegenwärtig 2,7%. Die ereignisorientierten Strategien, die auf Kursentwicklungen von erwarteten oder angekündigten Firmenereignissen wie zum Beispiel Zusammenschlüssen, Übernahmen oder Ausgliederungen von Unternehmensanteilen spekulieren, konnten im ersten Halbjahr Zugewinne von rund 4,6% verzeichnen. Noch vor dem Start der

Entwicklung übrige Anlagen CHF 1 Jahr (indexiert)



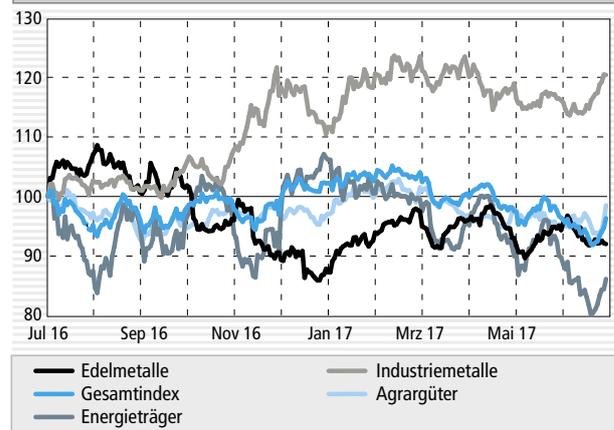
Hurrikansaison in den USA am 1. Juni haben sich viele amerikanische Erstversicherer mit Rückversicherungsabschlüssen eingedeckt. Sowohl im Monat April als auch im Monat Mai wurden etliche **Cat-Bonds (versicherungsbasierte Katastrophenanleihen)** neu emittiert. Aufgrund der anhaltend grossen Investorennachfrage und des Ausbleibens von schweren Versicherungsereignissen in der jüngeren Vergangenheit sind die Prämien für Hurrikanrisiken in Florida im Vergleich zum Vorjahr unter Druck gekommen. Die grosse Nachfrage nach Versicherungsdeckung vonseiten der Versicherungsgesellschaften wirkte dabei eher stabilisierend auf das Prämienniveau. Von Juli bis Ende Oktober ist es am Primärmarkt für Cat-Bonds eher ruhig, da die Hurrikansaison in vollem Gang ist. Sofern sich keine nennenswerten Windschäden ereignen, liefern

Nicht traditionelle Anlagen

die nächsten Monate den stärksten Renditebeitrag zur Jahresperformance. Die Umbenennung des von uns eingesetzten **Mikrofinanz-Fonds in Mikro- und KMU-Finanz-Fonds** ist ein logischer Schritt der Ausrichtung des Fonds in den letzten Jahren. Der Anteil der Finanzinstitute innerhalb des Fonds, die hauptsächlich oder ausschliesslich kleine und mittelgrosse Unternehmen (KMU) mit Krediten versorgen, ist stetig gestiegen. Der Schritt hin zur Unterstützung von Finanzinstituten mit Schwerpunkt KMU-Finanzierungen fördert die Finanzsektorentwicklung in Entwicklungs- und Schwellenländern. Dies weil sich KMUs oft über den fehlenden Zugang zu Finanzierungen beklagen. Teils sind sie als Kunde zu gross für reine Mikrofinanzinstitutionen, teils zu klein für grosse Geschäftsbanken. Die **zinsensensitiven Produkte** innerhalb der «Übrigen Anlagen» hatten trotz der erneuten Leitzinserhöhung in den USA eine starke Quartalsperformance zu verzeichnen. Der von uns eingesetzte Fonds im Bereich der **bedingten Pflichtwandelanleihen (CoCos)** legte im 2. Quartal in Schweizer Franken nochmals rund 4,6% zu. Die aufgelaufene Halbjahresperformance beträgt aktuell ca. 8,5%. Im abgelaufenen Quartal gab die Europäische Zentralbank in ihrer Funktion als Aufsichtsbehörde der Banken im EU-Raum bekannt, dass die spanische Banco Popular an die Banco Santander verkauft werden muss, weil sie nicht als überlebensfähig gilt und dementsprechend abgewickelt werden muss. Dies bedeutet, dass der CoCo-Markt den ersten Ausfall zu verzeichnen hatte und die beiden ausstehenden CoCo-Bonds der Banco Popular auf null abgeschrieben wurden. Dies ist insofern beachtlich, als der Ausfall eines CoCo-Bonds nicht durch den eigentlichen Triggerpoint ausgelöst wird, sondern durch die Aufsichtsbehörde, die proaktiv eine Bank schliesst, um einen Flächenbrand zu verhindern. Der von uns eingesetzte CoCo-Fonds war aber nicht von diesem Ausfall betroffen. Trotz dieses Vorfalls stufen wir die CoCo-Bonds weiterhin als attraktiv ein. Der **besicherte Hochzinsanleihen-Fonds** erreichte eine Quartalsperformance von rund 0,8%. Wir sind weiterhin von diesem Investment überzeugt. Einerseits, weil das Segment der CCC-Anlagen beim Kauf nicht berücksichtigt wird und deshalb eine höhere Rückflussquote innerhalb des Fonds im Vergleich zu herkömmlichen Hochzinsanleihen erwartet werden kann. Andererseits ein attraktives Rendite-/Risiko-Verhältnis geboten wird. Die Entwicklung an den **Rohstoffmärkten** ist weiterhin enttäuschend. Das Hauptaugenmerk lag auch vergangenes Quartal wieder auf dem Erdöl. Der seit Jahresbeginn vorherrschende Abwärtstrend beim Ölpreis setzte sich die vergangenen Monate ungebrochen fort. Ende Mai stand bei den Marktteilnehmern das Treffen der erdölexportierenden Länder (OPEC) in Wien im Fokus. Die OPEC verständigte sich dabei auf eine Verlängerung der bisher für das erste Halbjahr 2017 gültigen Förderreduktionen um weitere neun Monate bis März 2018. Unmittelbar nach dem OPEC-Entscheid geriet der Ölpreis stark unter Druck. Zahlreiche

Anleger hatten auf höhere Kürzungen bzw. auf eine Ausdehnung der Laufzeit gehofft und wurden durch den Entscheid enttäuscht. Ein weiterer Punkt, welcher auf dem schwarzen Gold lastet, ist der aktuelle Angebotsüberhang. Dieser stammt einerseits aus den grossen Lagerbeständen von vor der Zeit der OPEC-Förderbegrenzungen und andererseits aus den USA, wo fast täglich neue Bohrlöcher aktiviert werden. An den Indust-

Entwicklung Rohstoffe USD 1 Jahr (indexiert)



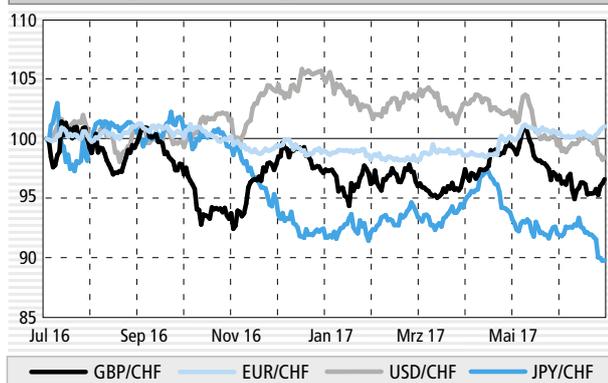
riemetallmärkten war während den letzten Monaten eine Korrekturbewegung zu beobachten. Der Höhenflug der Industriemetalle, welcher Anfang 2016 begonnen hat, ist zu einem gewissen Teil durch spekulative Übertreibungen begünstigt worden. Diese scheinen sich nun allmählich ein wenig abgebaut zu haben, was sich in leicht tieferen Preisen manifestierte. Dennoch besteht für die Anleger Hoffnung auf erneute Preissteigerungen. Verschiedene Streiks in den Metallminenproduktionen sowie politische Einflüsse sorgen derzeit für Angebotskürzungen. Diese könnten sich für 2017 in einem weiteren Angebotsdefizit niederschlagen. Der Goldpreis wird auch weiterhin geprägt von politischen und monetären Entscheidungen. Das beachtliche Goldrally seit Jahresanfang hat ein wenig an Fahrt verloren. Sämtliche geldpolitischen Entscheide verliefen wie vorausgesagt. Zudem verliert das Edelmetall in der aktuell freundlichen Börsenstimmung etwas die Funktion als sicherer Hafen. Bei den Agrarprodukten bestimmt wie so oft das Wetter zu einem grossen Teil den Preis. Momentan sind vor allem am Weizenmarkt heftige Preisausschläge zu beobachten. Seit Anfang Juni liessen verschiedene Meldungen, wonach die Ernteerträge in den Anbaugebieten unter den Prognosen liegen sollen, die Kontraktpreise erheblich steigen.

Währungen im Überblick

Frischer Wind für den Euro

Der Ausgang der französischen Präsidentschaftswahl sorgte für Auftrieb im Euro-Wechselkurs. Auch die verbesserten konjunkturellen Aussichten der Euro-Zone sowie die gesunkenen Risiken bezüglich Griechenland und Italien sorgten für frischen Wind im Euro. Seit Jahresbeginn vermochte die europäische Gemeinschaftswährung zum CHF rund 2,2% zuzulegen und lag am Ende des ersten Halbjahres bei 1.09 CHF/EUR. Gegenüber dem US-Dollar legte der EUR im selben Zeitraum rund 8,6% zu und schloss das Quartal bei 1.14 EUR/USD. Damit der momentane Aufwärtstrend im Euro anhält, müssen die politischen Unsicherheiten weiter abnehmen, der Konjunkturauf-

Währungsentwicklung 1 Jahr (indexiert)



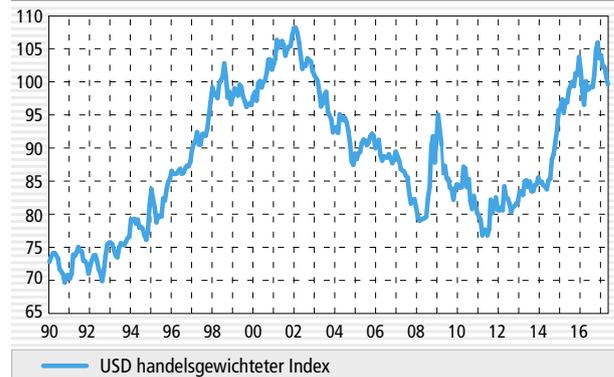
schwung anhalten und die Europäische Zentralbank EZB einen Kurswechsel einschlagen. Bei einem allfälligen Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik muss diese die Auswirkungen auf die Inflation und auf das Wirtschaftswachstum sehr genau abwägen. Das Wachstum war im Euro-Raum zwar besser als erwartet, doch hat sich dies noch nicht in einer höheren Inflationsrate niedergeschlagen. Somit besteht bei der EZB vorerst kein Handlungsbedarf. Mittelfristig kann daher von einer Seitwärtsbewegung des EUR zum CHF ausgegangen werden. Sollten sich wider Erwarten neue Krisenherde auftun und der EUR unter Druck geraten, kann in solch einem Fall jedoch nicht mehr mit der bisherigen Interventionsgrenze der Schweizerischen Nationalbank von 1.06 CHF/EUR gerechnet werden, da diese sich auf den handelsgewichteten Wechselkurs statt wie in der Vergangenheit lediglich auf den EUR/CHF-Kurs fokussiert.

Politische Wirren in den USA

Die amerikanische Administration ist durch die internen politischen Wirren zurzeit gänzlich absorbiert. Die Weiterverfolgung der geplanten Agenda zur Ankurbelung der Wirtschaft rückt deshalb momentan in den Hintergrund. Dies bremst die Euphorie der vergangenen Monate und hat auch Spuren beim US-Dollar hinterlassen. Der Greenback verlor im 2. Quartal zum CHF

rund 4,5% und zum EUR rund 7,3%. Somit preist der Markt für den US-Dollar aufgrund der Unsicherheiten eine Risikoprämie ein. Allerdings kann nicht von einer nachhaltigen Entwicklung ausgegangen werden. Die Renditevorteile liegen weiterhin auf

USD handelsgewichteter Index



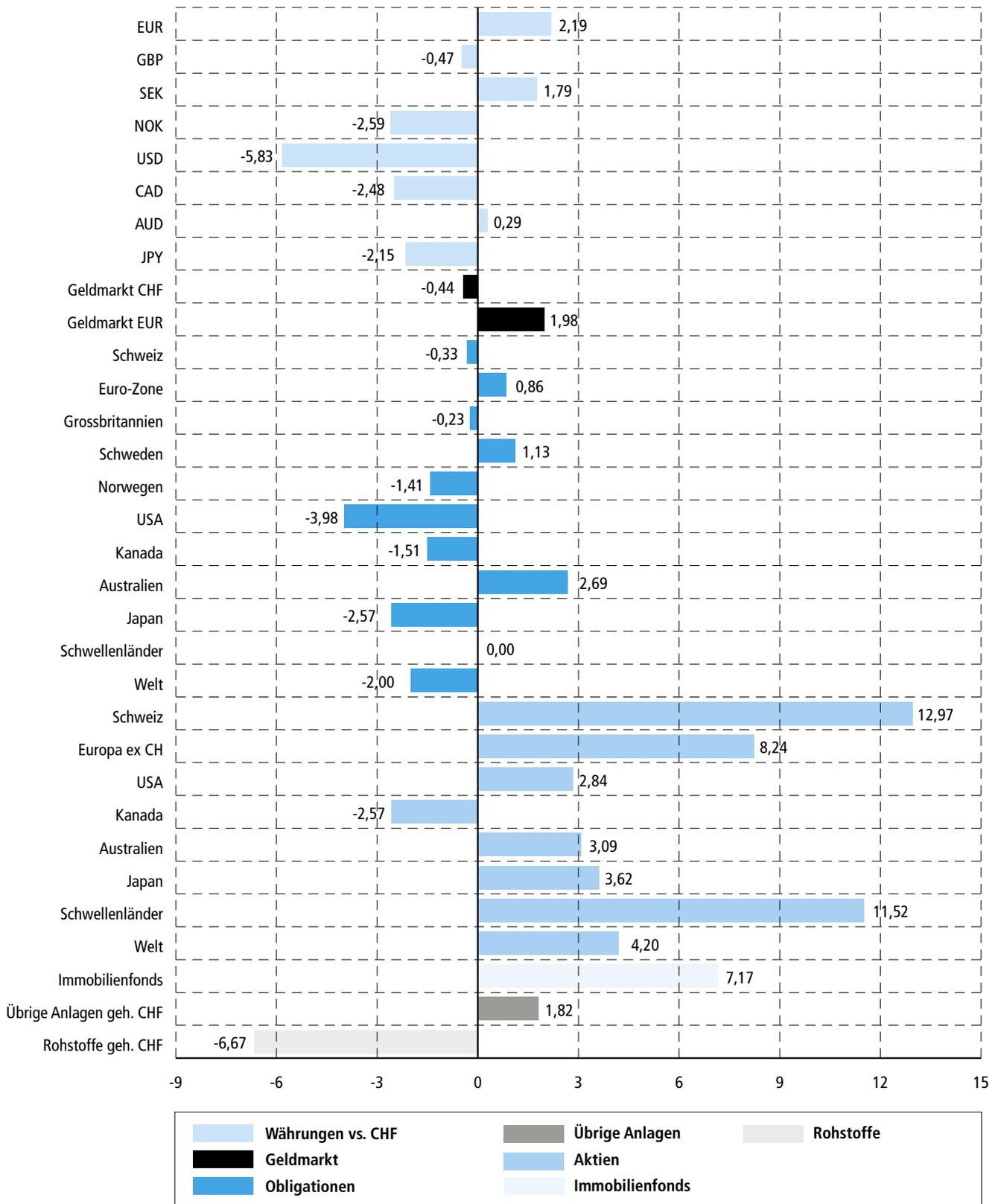
der Seite des Greenbacks und werden wohl mittelfristig wieder in den Vordergrund rücken. Keine Überraschung bot die jüngste Anhebung der amerikanischen Leitzinsen. Sie entsprach den allgemeinen Erwartungen. Unsicherheiten bestehen jedoch im Hinblick auf die gleichzeitig veröffentlichten Inflationsdaten. Die Märkte erwarten eine mässigeren Entwicklung der Teuerungsrate und damit auch einen deutlich flacheren Zinsnormalisierungsprozess als die US-Notenbank. Diese Diskrepanz könnte im Verlauf der nächsten Monate für eine steigende Volatilität im Dollar-Wechselkurs sorgen.

Parlamentswahl bringt noch mehr Unsicherheit

Der Plan der britischen Premierministerin Theresa May, ihr Verhandlungsmandat rund um den Brexit durch eine vorgezogene Parlamentswahl zu festigen, ging nicht auf. Entgegen den Erwartungen, sich eine klare Mehrheit für die Brexit-Verhandlungen zu sichern, hat sie die Mehrheit im Parlament verloren und ist nun auf einen Koalitionspartner angewiesen, was für anhaltende politische Unsicherheit sorgen wird. Das britische Pfund reagierte zuerst positiv auf die Ankündigung der Wahlen, der unerwartete Ausgang führte letztlich jedoch zu Abschlagen. Zum Ende des ersten Halbjahres lag das britische Pfund bei 1.24 zum CHF rund 0,5% tiefer als zu Jahresbeginn. Die komplexen politischen Gegebenheiten werden den Entwicklungspfad des britischen Pfund Sterling in den kommenden Wochen und Monaten weiterhin stark beeinflussen und der Kursverlauf der Währung wird dadurch noch unwegsamer als bisher sein.

Marktpformance

1. Januar bis 30. Juni 2017 (Basis CHF)



Konjunktur

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

Nachdem die politischen Unsicherheitsfaktoren vor allem in Europa deutlich an Bedeutung verloren haben, stehen die fundamentalen Wirtschaftsfaktoren wieder im Vordergrund. Diesbezüglich überzeugt vor allem die aktuelle Wachstumsdynamik in der Euro-Zone. Aber auch in den anderen grossen Volkswirtschaften wie Japan, den USA und den wichtigsten Schwellenländern brummt der Konjunkturmotor. Dies nährt die Hoffnung der Anleger auf eine positive Rückkoppelung auf die Unternehmensgewinne und damit die weitere Kursentwicklung an den Aktienmärkten. Eine vorsichtigeren Optik zeigen die Obligationenmärkte. Die Zinsen verharren auf tiefem Niveau und signalisieren deshalb einen gewissen Zweifel an einer anhaltend wachsenden Globalwirtschaft. Insbesondere die Inflationskomponente müsste in einem solchen Umfeld stärker steigen. Gleichzeitig bekräftigen die massgebenden Notenbanken ihre Zurückhaltung bezüglich einer baldigen Normalisierung der Geldpolitik. In Kombination mit den rückläufigen Inflationserwartungen verharren deshalb die Zinsen vorderhand auf tiefem Niveau. Insgesamt ein herausforderndes Umfeld, in welchem sich die Anleger momentan bewegen müssen.

Den Anleihensmärkten fehlen momentan die grossen Preistreiber in beide Richtungen. Die Notenbanken geben sich zurückhaltend, der zwischenzeitliche Inflationsanstieg ist bereits wieder vorbei und die anlegerseitige Nachfrage nach sicheren Anlagen hält sich in Grenzen. Es ist deshalb davon auszugehen, dass die Obligationenpreise vorderhand eher seitwärts tendieren werden. Allerdings bleiben die Renditeaussichten aufgrund des anhaltenden Tiefzinsumfeldes weiterhin äusserst bescheiden. Wir halten deshalb an der taktisch untergewichteten Quote fest.

Die Aktienmärkte haben in den letzten Wochen an Schwung verloren. Trotz florierender Globalwirtschaft steigen die Zweifel der Anleger an anhaltenden Kursgewinnen. Die Bewertung ist hoch und beinhaltet das Potenzial zu gelegentlichen Gewinnmitnahmen. Die Investoren agieren deshalb vorsichtiger und gehen in der Auswahl selektiver vor. Trotz positiven Finanzierungsbedingungen, attraktiver Dividendenrendite und raren Anlagealternativen gewichten wir aufgrund der genannten Risikofaktoren die Aktienquote aktuell neutral.

Schweizer Immobilienfonds stufen wir trotz überdurchschnittlicher Bewertung weiterhin als positiv ein und wir halten am strategischen Übergewicht fest. Die Gründe dafür liegen unverändert in einer attraktiven Ausschüttungsrendite, in einem anhaltenden Tiefzinsumfeld und einer stabilen Preisentwicklung am Realmarkt. 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

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

Fondsanlagen und Anlageprodukte Kunden

Andreas Zollinger

Investment Research

Marcel Koller

Handel

Andreas Mühlemann

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. Juni 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.

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.

