

Investment Strategie 1. Quartal 2018

- > US-Steuerreform wird Tatsache
- > Schweizer Wachstum beschleunigt sich weiter
- > Spezialthema «Die häufigsten Fehler beim Anlegen»



Editorial

Inhaltsverzeichnis

Spezialthema «Die häufigsten Fehler beim Anlegen»	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

Ein weiteres ereignisreiches Jahr ist zu Ende gegangen. Wie bereits zum Jahresbeginn 2017 erwartet, standen vermehrt (geo)politische Aktionen und Begebenheiten im Fokus der Finanzmärkte und der Konjunkturbeobachter.

Überraschungen gab es aber nicht in erster Linie dort, wo sie zu erwarten waren. So liefen die Wahlen in den Niederlanden und in Frankreich ohne den befürchteten Drall nach rechts ab, die populistischen Töne verhallten mehr oder weniger ungehört. Auch in Deutschland gab es lediglich den zuvor prognostizierten Ruck nach rechts. Überraschend ist allerdings, dass das wichtigste Land Europas trotz solider Konjunktur und hoher Zufriedenheit (noch) nicht in der Lage zu sein scheint, eine handlungsfähige Regierung zu kreieren. Die «Brexit-Verhandlungen» nehmen den erwarteten Verlauf mit der Europäischen Union als Dirigentin. Die (verbalen) Auseinandersetzungen zwischen den USA und Nordkorea haben sich zwischenzeitlich einigermaßen stabilisiert und auch die Brennpunkte im Nahen Osten scheinen etwas beständiger als bisher zu sein. Und so sorgten just zum Jahresschluss eher unerwartet die US-Republikaner für eine weitere Überraschung, indem das versprochene Steuerreformpaket doch noch in Kraft gesetzt wird.

Die Vorzeichen stehen günstig, dass das laufende Jahr konjunkturell betrachtet noch erfolgreicher als das abgelaufene wird. Alle globalen wichtigen Volkswirtschaften sind äusserst solide unterwegs, die Inflationserwartungen bleiben grösstenteils sehr tief und die vorsichtige Geldpolitik der grossen Zentralbanken sorgt weiterhin für eine grosszügige Liquiditätsversorgung.

Auch die Schweiz sollte von diesem positiven Umfeld profitieren können. Dank der zusätzlichen Unterstützung durch den seit über sechs Monaten spürbar schwächeren Franken sollte daher auch die Konjunkturdynamik in der Schweiz weiter zulegen. Ein Wachstumstempo in der Schweiz, wie es derzeit von den meisten Analysten erwartet wird und welches über Potenzial liegt, gab es bei uns seit 2014 nicht mehr.

Die Aargauische Kantonbank wünscht allen Leserinnen und Lesern ein erfolgreiches und zufriedenes Jahr 2018 und eine spannende Lektüre.

Die häufigsten Fehler beim Anlegen

Die traditionelle Wirtschaftstheorie basiert auf dem Prinzip des «homo oeconomicus», also einem wirtschaftlich denkenden, nach dem Rationalprinzip handelnden Menschen. Die Realität gestaltet sich allerdings etwas komplexer. Anleger handeln nicht immer rational. Sie haben gewisse Neigungen (engl. Biases), werden also von Gefühlen und Vorlieben gelenkt. Einige davon werden nachfolgend kurz dargestellt.

Verlustaversion

Ein bekanntes Beispiel hierfür lieferte der kürzlich mit dem Wirtschaftsnobelpreis ausgezeichnete Ökonom Richard Thaler. Er konnte mit Experimenten zeigen, dass Individuen Gütern, die sie besitzen, einen höheren Wert beimessen als solchen, die sie nicht besitzen. Wer Aktienkurse tagtäglich verfolgt, wird an vielen Tagen Verluste beobachten. Wer seltener die Aktienkurse verfolgt, nimmt diese Verluste weniger stark wahr. Studien zeigen, dass langfristige Investoren – also solche, die sich nicht von täglichen Schwankungen leiten lassen – höhere Erträge erzielen, da sie sich weniger von nicht realisierten Verlusten abschrecken lassen.

Herdverhalten

Menschen sind soziale Wesen und die meisten von uns möchten Teil einer Gruppe sein. Wir wollen uns zudem durch andere bestätigt fühlen. Andererseits fühlen wir uns wohler, wenn alle anderen ähnlich denken wie wir. Aktien dann zu verkaufen, wenn der Markt eingebrochen ist, fühlt sich richtig an, weil die meisten genau dies tun. Es ist emotional schwieriger, in einer solchen Situation gegen den Strom zu schwimmen und an den Aktien festzuhalten.

Ungeduld

Legt der Investor einen längeren Zeithorizont fest, kann er einerseits Zyklusschwankungen glätten und profitiert andererseits vom Zinseszinsseffekt. Oft wird der ursprünglich festgelegte Zeithorizont nicht eingehalten, sei es 1., um Gewinne vorzeitig zu realisieren, 2., weil die Performance der Anlage nicht den Erwartungen entspricht oder 3., man auf vermeintlich attraktivere Anlagealternativen gestossen ist. Die Ungeduld kann also dazu führen, dass das Renditepotenzial nicht vollständig ausgeschöpft wird und/oder zusätzliche Transaktionskosten anfallen.

Dispositionseffekt

Nicht nur in zeitlicher Hinsicht, sondern auch in Bezug auf die Performance stellt man eine mangelnde Disziplin des Anlegers fest. Man setzt sich Gewinn- und Verlustgrenzen – und hält sich trotzdem nicht daran. Vor allem Privatanleger neigen einerseits dazu, an verlustreichen Investments zu lange festzuhalten und andererseits Gewinne zu früh zu realisieren.

Selektive Wahrnehmung

Neue Informationen werden oft nur dann aufgenommen, wenn sie den eigenen Vorstellungen und Meinungen entsprechen. Dazu im Widerspruch stehende Meinungen werden ignoriert. Dies führt wenig überraschend zu einer markanten Abweichung zu einem rational handelnden Investor, welcher sämtliche Informationen in seine Entscheidungsfindung miteinbezieht.

Mentale Buchführung

Der Mensch tendiert dazu, finanzielle Transaktionen in mentale Konti einzuteilen und diese ungleich zu behandeln. Geschenke, Urlaubsreisegeld oder Aktienkursgewinne werden somit unterschiedlich gehandhabt. Ein Beispiel: Die Mehrheit von Befragten (88%) entscheidet sich bei einer hypothetischen Problemstellung für den Kauf einer Eintrittskarte im Wert von CHF 10 für einen Kinobesuch, wenn sie – im Kino angekommen – bemerken, dass sie eine Zehnernote verloren haben. Eine Mehrheit von 54% entscheidet sich hingegen gegen den Kauf einer neuen Eintrittskarte im Wert von CHF 10, wenn sie – im Kino angekommen – bemerken, dass sie ihre Eintrittskarte verloren haben. Der Befund ist deshalb erstaunlich, weil die beiden Szenarien rein monetär absolut identisch sind.

Wie können solche Fehler vermieden werden?

Ein disziplinierter Investor hat ein Konzept. Er weiss, welche Risiken er eingeht und wo welche Kosten anfallen. Er hält sich an die ursprünglich festgelegte, langfristig gültige Investitionsstrategie, welche auf seine Risikofähigkeit und sein Liquiditätsbedürfnis zugeschnitten ist. Gerne unterstützt Sie die AKB in einer solchen disziplinierten Vorgehensweise.

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

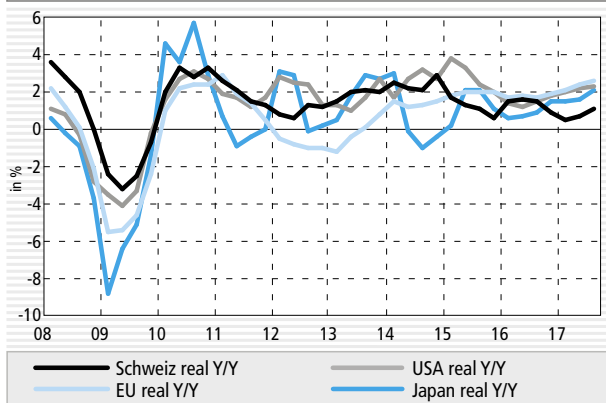
Makroökonomie Europa und Schweiz

Europa

Dynamische Konjunktur senkt politische Risiken

Ein Blick auf die jüngsten Wirtschaftsdaten bestätigt die Entwicklung des Gesamtjahrs 2017. Obwohl sich viele Indikatoren bereits auf mehrjährigen Höchstständen befinden, überraschen sie noch immer überwiegend positiv. Eine Quartalswachstumsrate des Bruttoinlandsprodukts (BIP) von 0,8% im 4. Quartal ist nicht unwahrscheinlich. Die Inflation bewegt sich dagegen auf niedrigen Niveaus und fernab vom Zielwert der Europäischen Zentralbank EZB. Die Konjunktur zeigt also noch keine Überhitzungssymptome, sodass nicht mit einem abrupten Ende des Aufschwungs gerechnet werden muss. Die wirtschaftlich gute Verfassung der Euro-Zone insgesamt geht auch mit einer anhaltenden Gesundung der ehemaligen Krisenstaaten einher. Ihre Ratings verbessern sich sukzessive, und die Risikoaufschläge der Staatsanleihen gegenüber deutschen Obligationen nehmen ab. Nichtsdestotrotz dürften sich die mittelfristigen Aussichten dieser Staaten allerdings nur dann nachhaltig verbessern, wenn das positive Umfeld für substanzielle strukturelle Reformen genutzt wird. Dies ist aus heutiger Sicht jedoch zu bezweifeln.

Entwicklung Bruttoinlandsprodukt (Industriestaaten)



UK-Aufschwung verliert an Dynamik

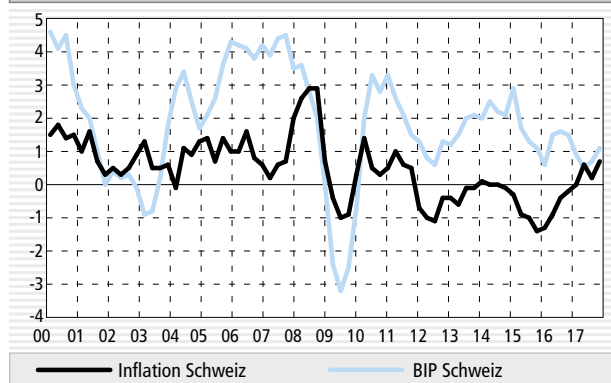
Die jüngsten Konjunkturdaten im Vereinigten Königreich sind gemischt ausgefallen, deuten aber nach wie vor nicht auf einen «Brexit-bedingten» Einbruch hin. Auch Grossbritannien profitiert von der globalen Wirtschaftsentwicklung und der kräftigen Erholung in der Europäischen Union. Zudem wird die britische Regierung einer zu starken Abschwächung mit einer expansiveren Fiskalpolitik entgegenwirken. Die Situation am Arbeitsmarkt ist nach wie vor sehr gut, und die Arbeitslosenquote bewegt sich auf tiefen Niveaus. Eine Verschlechterung ist kurzfristig noch nicht zu erwarten. Trotz der überraschend robusten Entwicklung lässt sich aber feststellen, dass sich die Wirtschaft in Grossbritannien seit der Brexit-Entscheidung weniger dynamisch erholt als in der Euro-Zone. Zuvor war es umgekehrt.

Schweiz

Wachstum zeigt sich nun auch in den harten Daten

Die Aussichten für die Schweizer Konjunktur hellen sich stetig auf. Die Unternehmen berichten von einer signifikanten Verbesserung der Geschäftslage gegenüber dem Vorjahr. Somit revidierten die Konjunkturauguren ihre Schätzungen des BIP für 2018 laufend nach oben. Demzufolge dürfte die Schweizer Wirtschaft seit 2014 zum ersten Mal wieder über Potenzial wachsen.

Entwicklung BIP & Teuerung Schweiz



Bedeutet dies nun einen Inflationsschub?

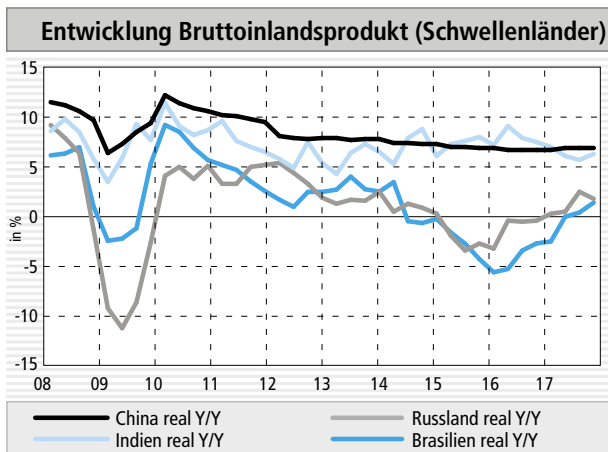
Spätestens hier sind sich die Konjunkturbeobachter nicht mehr einig. Während die einen eine Inflationsbeschleunigung prognostizieren, gehen die anderen von einer sich abschwächenden Teuerung aus. Letztere argumentieren mit der Mehrwertsteuerreduktion von 0,3% und der jüngsten Senkung des Referenzzinssatzes, deren Auswirkungen sich bei den Wohnungsmieten noch niederschlagen werden. Das Lager der Inflationsbeschleuniger führt als Argumente den schwächeren Schweizer Franken und die steigende Kapazitätsauslastung ins Feld. Diese nimmt zwar in der Industrie erfreulich zu, liegt aber immer noch unter dem langjährigen Durchschnitt. Zudem bleibt die Produktionslücke in der Schweiz vorerst negativ – egal, mit welchen Schätzmethoden sie ermittelt wird. Dies ist kein Umfeld, in dem die Lohn-Preis-Spirale zum Drehen kommt. Hingegen wird nach unseren Einschätzungen der Schweizer Franken auch 2018 kaum aufwerten. Die globale Konjunktur bleibt robust, sodass Safe-Haven-Währungen nicht im Fokus der Anleger stehen. Und mit der Zinsnormalisierung in verschiedenen OECD-Ländern bieten sich Anlegern im Ausland attraktive Investitionsmöglichkeiten. Ein grosser Teil der aus dem chronischen Sparüberhang der Schweiz resultierenden Anlagen dürfte folglich ins Ausland fließen. Wir rechnen für 2018 neu mit einer leicht höheren Inflation von 0,8% (bisher 0,6%), was aber immer noch weit von der Zielgrösse der Schweizerischen Nationalbank SNB entfernt ist.

Makroökonomie Nordamerika und Asien

Nordamerika

Weihnachtsgeschenk für Trump

Eines der wichtigsten Wahlversprechen durch US-Präsident Trump wurde eingelöst: Die Republikaner haben ihre Steuerreform in Rekordzeit durch den US-Kongress gedrückt. Präsident Trump konnte die Gesetzesreform unterzeichnen und per 1. Januar 2018 in Kraft setzen. Bei dieser Reform handelt es sich um die erste bedeutende Umgestaltung des US-Steuersystems seit 1986. Kernelemente der Reform sind eine permanente Senkung des Unternehmenssteuersatzes von 35% auf 21% und eine zeitlich befristete Senkung der Einkommenssteuersätze. Gleichzeitig wurde auch die Versicherungspflicht für die von den Republikanern ungeliebte Krankenversicherung «Obama-care» abgeschafft, ein zusätzliches Geschenk zum Jahreswechsel.



Die Steuerreform wird jedoch den US-Staatshaushalt massiv belasten und das Haushaltsdefizit über zehn Jahre um bis zu USD 1500 Mrd. ansteigen lassen. Die davon ausgehenden Konjunkturimpulse werden nicht ausreichen, um die Steuerausfälle zu kompensieren: Die positiven Effekte auf das reale BIP werden über einen Zeitraum von zehn Jahren auf lediglich einen Prozentpunkt geschätzt. Deutlich stärker dürften dagegen die Unternehmensgewinne zulegen. Für die einzelnen Steuerzahler wird anfänglich im Schnitt mit einer Entlastung von rund USD 1600 gerechnet. Allerdings kann es im Einzelfall zu Abweichungen von dieser Schätzung kommen. Zudem laufen die Einkommenssteuersenkungen nach 2025 wieder aus. Danach wird die Steuerbelastung insbesondere für die tiefen und tieferen Einkommen wieder steigen. Hingegen profitieren die obersten 5% der US-Einkommen auch nach 2025 noch von einer Entlastung. Es überrascht daher nicht, dass die Steuerreform in der amerikanischen Öffentlichkeit unpopulär ist, insbesondere bei den Demokraten. Vor diesem Hintergrund könnte sie sich als Bumerang für die Republikaner erweisen, die damit eigentlich ihre Umfragewerte für die US-Zwischenwahlen im November verbessern wollten.

Asien

Japan: Wachstum über Potenzial

Angesichts der jüngsten Aufwärtsrevision des Wachstums des BIP im 3. Quartal dürfte die Wirtschaft 2017 um rund 1,8% expandiert haben, was etwa dem Doppelten des (tiefen) Potenzialwachstums entspricht. Wie solide Japans Wirtschaft in den letzten Jahren gewachsen ist, zeigt sich auch, wenn man die Entwicklung des BIP pro Kopf betrachtet. Seit 2012 wächst das reale BIP pro Kopf in Japan leicht langsamer als in den USA und in Grossbritannien, aber deutlich schneller als in Deutschland und Frankreich. 2018 ist zwar mit einer leichten Abschwächung der Wachstumsdynamik zu rechnen, doch dürfte die Wirtschaftsaktivität weiterhin über dem Potenzialwachstum liegen, dies verspricht u. a. die breit abgestützte Tankan-Umfrage für das 4. Quartal.

China: Qualitatives Wachstum weiter auf dem Vormarsch

Die neuesten Konjunkturdaten deuten auf eine weiterhin solide und sich nur marginal abschwächende Wirtschaftsaktivität hin. Die leicht tieferen Zuwachsraten bei der Industrieproduktion sind u. a. mit den restriktiveren Umweltstandards zu begründen. Wettgemacht wurde dies teilweise vom starken Exportwachstum, vom kräftigen Wachstum der ökologischen Investitionen von gut 23% sowie vom industriellen Upgrading. Hochwertigere Produkte weisen signifikant überdurchschnittliche Wachstumsraten auf. Die fortschreitende Digitalisierung ist auch bei den Detailhandelsumsätzen ersichtlich, wo der Onlinehandel in den ersten elf Monaten 2017 gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode um 32% expandiert hat. Trotz dem Deleveraging im Finanzsektor wird die Realwirtschaft mit genügend Liquidität versorgt, da eine Umschichtung vom Schattenbanking zu den traditionellen Bankkrediten stattfindet.

Indien: Konjunktur dynamik nimmt wieder zu

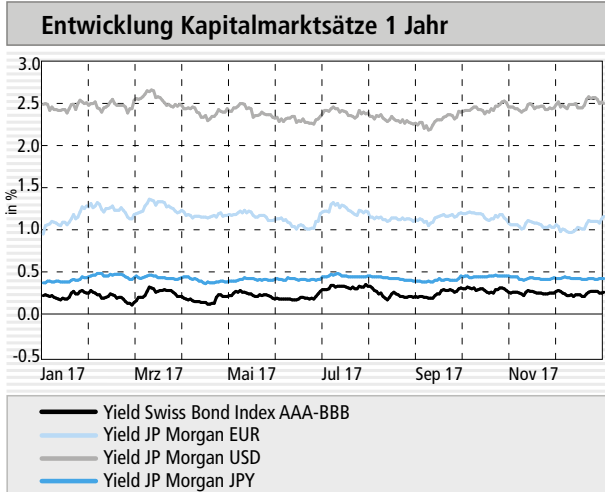
Das Wirtschaftswachstum im ersten Halbjahr 2017 ist enttäuschend ausgefallen, was insbesondere der Bargeldreform und der Einführung der landesweit einheitlichen Mehrwertsteuer zuzuschreiben war. Die jüngsten Konjunkturindikatoren signalisieren hingegen wieder eine leichte Erholung. Die Inflationsrate ist im November auf 4,9% gestiegen, was die Wahrscheinlichkeit einer weiteren Zinssenkung signifikant verringert hat. Zudem gab das Finanzministerium bekannt, dass in den nächsten fünf Jahren rund USD 106 Mrd. in die Infrastruktur fließen sollen. Mit diesen Mitteln ist der Bau von über 80 000 Kilometern Strassen geplant. Dies soll unter anderem die Transportzeiten zwischen Fabriken und Häfen oder Flughäfen reduzieren. Der Ausbau der Infrastruktur in Indien ist dringend notwendig, stellt doch die mangelhafte Infrastruktur eines der Haupthindernisse für das Wirtschaftswachstum dar.

Geldmarkt und Obligationen

Geld- und Kapitalmärkte im Überblick

Keine wesentlichen Bewegungen

Die Zinsmärkte zeichneten sich im vergangenen Jahr durch geringe Bewegungen aus. Die meisten Renditen veränderten sich nur geringfügig. Gleiches gilt im Umkehrschluss für die Obligationenpreise. Dies ist keine Selbstverständlichkeit angesichts der zunehmend aktiver geführten Diskussionen der wichtigsten Notenbanken rund um die zukünftige Ausrichtung der Geldpolitik. Zudem befindet sich die globale Wirtschaft in einem synchronen Aufschwung, wie er in der Vergangenheit selten zu beobachten war. Diese Tatsache würde in einem normalen Zinsumfeld bereits genügen, um die Renditen nach oben zu treiben. Das anhaltende Tiefzinsversprechen der Währungshüter reichte jedoch, um sämtlichen renditetechnischen Aufwärtsdrang zu unterdrücken. Denn mit Ausnahme der amerikanischen Notenbank setzen die anderen massgebenden Gremien ihre expansive Ausrichtung fort. Die bescheidene Entwicklung der Teuerung war der zweite wesentliche Faktor, weshalb sich die Renditen nicht erhöhten. Nach wie vor ist nur ein geringer Inflationsdruck spürbar, deutlich unter dem anvisierten Zielwert der Notenbanken.

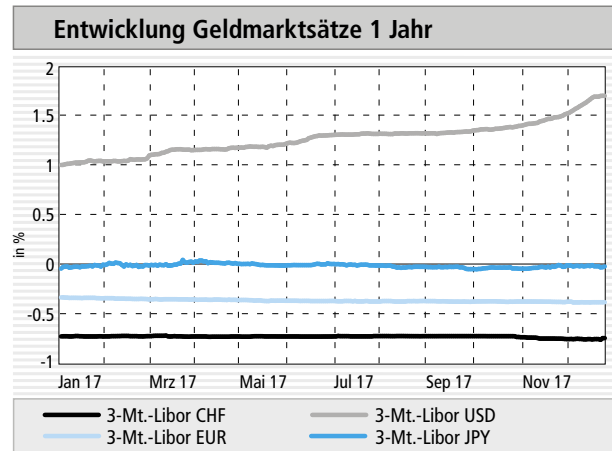


Ein dritter gewichtiger Faktor für anhaltend tiefe Zinsen waren die Risikoprämien für Schuldner mit tieferer Bonität. Obwohl sich diese zum Jahresbeginn bereits auf tiefem Niveau bewegten, haben sie sich im Jahresverlauf erneut verringert. Dieser Umstand hat einerseits mit dem robusten Wirtschaftsumfeld zu tun, andererseits mit der geldpolitischen Lage. Die Anleger sind auf der Suche nach Rendite bereit, mehr Risiken einzugehen. Als Folge davon erhöht sich die Nachfrage nach Emittenten mit schlechter Bonitätseinstufung, was zu sinkenden Kreditrisikoprämien führt. Mittlerweile bilden sie die Ausfallwahrscheinlichkeit, welche die Anleger mit dem Kauf solcher Anleihen eingehen, nur noch teilweise ab. Sollte sich der wirtschaftliche Aufschwung abkühlen, könnte dies rasch zu einer Verkaufswelle

in diesem Anleihssegment führen. Insgesamt betrachtet, bleiben die geldpolitisch induzierten Verzerrungen an den Anleihs- und Zinsmärkten erhalten. Die Marktkräfte werden wohl erst dann wieder die volle Einflussnahme übernehmen, wenn sich der aktuelle Konjunkturaufschwung nachhaltig bestätigt, die Inflationserwartung steigt und die Notenbanken die Geldpolitik normalisieren.

Zinsnormalisierung wird diskutiert

Die amerikanische Notenbank FED bleibt ihrem geldpolitischen Anpassungspfad treu. Erwartungsgemäss haben die Entscheidungsträger den Leitzins an ihrem Dezember-Meeting zum dritten Mal in diesem Jahr um 0,25% erhöht. Damit liegt die obere Zielrate aktuell bei 1,50%. Das Gremium hält zudem an seiner Projektion für das kommende Jahr fest. Diese sieht drei weitere Zinserhöhungen vor. Die Basis für diese Einschätzung bilden die freundlichen Konjunkturaussichten, die ausgeschöpften Produktionskapazitäten sowie der ausgetrocknete Arbeitsmarkt. Diese Faktoren sollten mittelfristig zu steigenden Inflationsraten führen.



Auch die Europäische Zentralbank EZB bleibt berechenbar. Sie hält an ihrem geldpolitischen Kurs fest und hat zum Jahresende erwartungsgemäss keine Veränderungen beschlossen. Der Einlagesatz für Geschäftsbanken, welche Gelder bei der Notenbank platzieren, bleibt negativ. Die milliardenschweren Wertpapierkäufe werden wie im Oktober angekündigt zwar verlängert, im Volumen ab Januar 2018 jedoch auf die Hälfte verringert. Die Wachstumsaussichten für die Euro-Zone beurteilt die EZB immer noch äusserst optimistisch. Zurückhaltend bleibt die Einschätzung der Inflationsentwicklung. Erst 2020 wird mit einer Annäherung an das gewünschte Niveau von 2,0% gerechnet. Damit bleibt der Spielraum für die europäischen Währungshüter erhalten, ihre Geldpolitik noch lange expansiv auszurichten. Vor 2019 würde ein erster Zinsschritt überraschen.

Geldmarkt und Obligationen

Die Schweizerische Nationalbank SNB bleibt ihrem Währungsfokus treu. Ihre Geldpolitik orientiert sich nach wie vor an der geldpolitischen Marschrichtung der EZB. Der Franken wird trotz der jüngsten Abschwächung weiterhin als hoch bewertet eingeschätzt. Zudem stuft die SNB die politische Lage in der Euro-Zone aus der Optik von Brexit und Wahlen in Italien als fragil ein. Die Aufwertungsfahrer für den Franken bleibt bestehen. Das Abwehrdispositiv aus Negativzinsen und Devisenmarktinterventionen ist weiterhin aktiv. Die jüngste Lagebeurteilung verdeutlichte auch die bisherige Einschätzung, dass die SNB kaum vor der EZB die Zinsen erhöhen wird. Die Renditedifferenz der beiden Währungen ist eines der wichtigsten Mittel gegen eine erneute Frankenaufwertung. Aus dieser Optik ist in der Schweiz noch für einen längeren Zeitraum nicht mit höheren Zinsen zu rechnen.

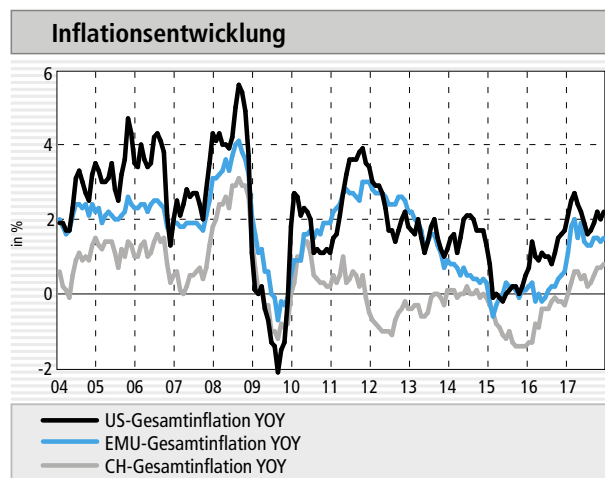
Versteckter Teuerungsdruck

Der Preisdruck fällt an den meisten Orten nach wie vor bescheiden aus. Selbst in den USA, wo der Konjunkturzyklus weiter fortgeschritten ist, befindet sich die Teuerungsrate nur leicht über dem von der Notenbank avisierten Wert von 2,0%. Das kräftige Wirtschaftswachstum, der zunehmend ausgetrocknete Arbeitsmarkt sowie die Vollausslastung der Kapazitäten sollten eigentlich einen stärkeren Aufwärtsdruck auf die Preise ausüben. Faktoren wie Globalisierung und Technologisierung scheinen weiterhin einen stark dämpfenden Einfluss auf die Produktions- und Konsumpreise zu haben. Zudem bildet die klassische Methode der Inflationsmessung, anhand eines möglichst repräsentativen Warenkorb, nur noch teilweise die Wahrheit ab. Die von den Notenbanken günstig geschaffene Liquidität ist vielfach in Vermögenswerten wie Immobilien und Aktien investiert worden und hat dort zu überhöhten Preisen geführt. Dort droht nun eine Art Geldentwertung, welche durch die üblichen Inflationsraten nicht angezeigt wird. Diese Entwicklung wird von den Notenbanken bisher grossenteils ignoriert. Insbesondere die EZB hält stur an ihrer Inflationsoptik fest, obwohl die wirtschaftlichen Wachstumsraten deutlich über der Realrendite tendieren.

Zinskurvenstruktur

Ein Phänomen bleiben die unterschiedlichen Signale, welche der Aktien- und der Obligationenmarkt ausstrahlen. Die stetigen Kurssteigerungen an den weltweiten Börsen gelten als Abbild der erfreulichen Wirtschaftslage und der wachsenden Unternehmensgewinne. Im Gegensatz dazu signalisiert die stetige Verflachung der diversen Zinskurven eine wirtschaftliche Abkühlung. Wenn die Differenz zwischen Renditen mit kurzer und langer Laufzeit immer kleiner oder gar negativ wird, war dies in der Vergangenheit als Warnsignal einer möglichen Rezession zu verstehen. Davon gehen wir im aktuellen Umfeld nicht aus. Viel mehr sind es die geldpolitischen Einflüsse, wel-

che die Zinskurvenstruktur verzerren. Im Gegensatz zu früheren Krisen haben die Notenbanken das Zinsgefüge nicht nur über die kurzfristigen Geldmarktsätze beeinflusst. Als zusätzliche Massnahme wurden über quantitative Lockerungen wie Anlehenskäufe auch das mittel- und das langfristige Zinsspektrum aktiv gesteuert. Als Folge davon sind die renditesteuernenden Marktkräfte teilweise bis heute ausgeschaltet. Wir würden deshalb das Phänomen flacher Zinskurven nicht überinterpretieren.



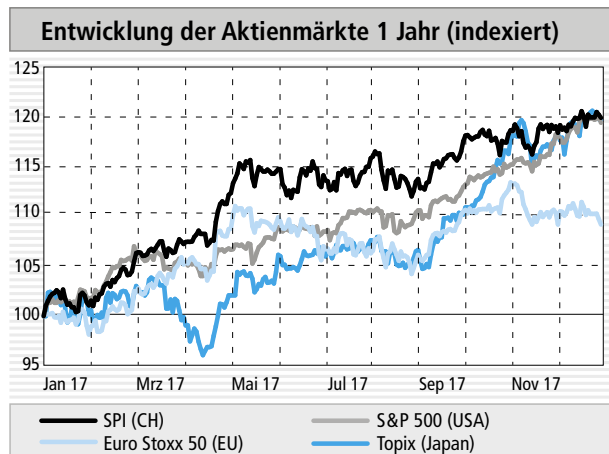
Anhaltendes Tiefzinsumfeld

Aufgrund der unveränderten zins- und geldpolitischen Rahmenbedingungen gehen wir für den Start in das neue Jahr von wenigen Veränderungen an der Zinsfront aus. Die Teuerung wird trotz wirtschaftlichem Aufschwung voraussichtlich auf tiefem Niveau verharren oder zumindest nur geringfügig steigen. Die tiefe Inflationserwartung ermöglicht den Notenbanken, ihre expansive Geldpolitik fortzusetzen. Diejenigen Institute, welche mit der Zinsnormalisierung starten werden oder bereits begonnen haben, gehen mit Anpassungen äusserst behutsam um. Damit werden Verwerfungen an den Finanzmärkten verhindert. Zu stark sind die Erinnerungen an 2013. Damals sorgte die Ankündigung einer möglichen Straffung der US-Geldpolitik für ein massives Erdbeben an den Finanzmärkten. Es dauerte einige Monate, bis sich die weltweiten Börsen wieder beruhigten. Dieses Szenario soll sich auf keinen Fall wiederholen. Nicht ausser Acht lassen darf man in den kommenden Monaten die Entwicklung der Kreditrisikoprämien. Diese tendieren auf rekordtiefen Niveaus und stellen eine ungenügende Risikoentschädigung für Anleihen mit tiefer Bonität dar. Wenigstens ist die Wahrscheinlichkeit von Konkursfällen aufgrund der guten Konjunkturlage vorderhand gering.

Schweiz

Ausgezeichnete Grosswetterlage

Die Anleger werden das Aktienjahr 2017 in bester Erinnerung behalten. Deutliche zweistellige Zuwachsraten waren im laufenden Jahr zu verzeichnen – und das im bereits neunten Jahr der aktuellen Hausse. Trotz Gewinnmitnahmen Mitte November verzeichnete der Swiss Performance Index (SPI) auch in den letzten beiden Monaten des Jahres eine positive Monatsperformance – zum zehnten Mal im laufenden Jahr. Bei den Blue Chips stach dabei im dritten Quartal vor allem die Credit Suisse (+13,5%) heraus, welche nach den anfänglichen Wirren der ersten Monate unter CEO Thiam am Investorentag Ende November die Anleger mit einem zuversichtlichen Ausblick beruhigen konnte.



Die Vorlaufindikatoren notieren erstmals wieder so hoch wie vor der Einführung der EUR/CHF-Untergrenze im Jahr 2011 und die Wachstumsprognose für das laufende Jahr musste von den Ökonomen gleich mehrmals angehoben werden. Das überträgt sich auch auf die Stimmung der Anleger. Zudem wurden die Gewinnerwartungen für den Schweizer Aktienmarkt zuletzt, aufgrund des sich abschwächenden Schweizer Frankens (seit Juli 2017 hat der Franken gegenüber dem Euro markant an Boden eingebüsst), deutlich angehoben. Dies widerspiegelt sich in den Kursen bisher nur unzureichend. Hier besteht also noch etwas Aufwärtspotenzial. Auch wenn sich die Bewertungsmultiplikatoren aller Wahrscheinlichkeit nach nicht mehr viel weiter erhöhen werden, kann der Anleger dank steigender Unternehmensgewinne zuversichtlich in die Zukunft schauen.

Europa

Dynamische Konjunktur dürfte weiter für eine positive Unternehmensgewinnentwicklung sorgen

Aufgrund des stark steigenden Ölpreises überrascht es nicht, dass der Energie-Sektor mit einer Viertquartalsperformance von +7,1% nebst den Rohstoffen (+5,3%) besonders gut abgeschnitten hat. Auf der anderen Seite der Skala hatte der Gesundheitssektor (-5,1%) aufgrund der regulatorischen Unsicherheiten im grössten Absatzmarkt USA weiterhin mit Problemen zu kämpfen.

Der Strom guter Konjunkturdaten aus der Euro-Zone hat auch in den letzten Wochen angehalten und untermauert die höhere Wachstumsprognose der Europäischen Zentralbank EZB. Die Prognosen lassen eine weitere konjunkturelle Beschleunigung der Währungsunion erwarten. Die Stimmung unter den Unternehmen in der Euro-Zone ist so gut wie seit 17 Jahren nicht mehr. Der relativ synchrone Aufschwung (alle Mitgliedstaaten lieferten positive Wachstumsbeiträge) wird sich im nächsten Jahr aller Voraussicht nach fortsetzen. Da zudem die EZB den Fuss nur sehr langsam vom Gaspedal nehmen wird, dürften die Unternehmensgewinne weiter reichlich sprudeln und für Rückenwind an den Aktienmärkten sorgen. Auch wenn zu beachten ist, dass die einzelnen Titel mittlerweile stolz bewertet sind und über den langjährigen Durchschnitt liegen. Es stehen sich also die hohe Bewertung und die vorteilhaften Konjunkturaussichten gegenüber. Letztere dürften die Oberhand behalten – zumindest solange das Wachstum der Unternehmensgewinne wie erwartet ausfällt. Üblicherweise erreichen die Aktienmärkte ihren Höhepunkt rund 6 Monate vor dem Beginn einer wirtschaftlichen Abkühlung. Das Rezessionsrisiko ist für die kommenden Monate jedoch – beim Ausbleiben eines Zinsschocks – sehr gering. Darüber hinaus erachten wir die Gefahr einer grösseren Korrektur ohne fundamentale Eintrübung des konjunkturellen Umfeldes als klein. Daher dürfte sich ein Engagement im Aktienmarkt im Quervergleich mit anderen Anlageklassen weiterhin auszahlen, auch wenn politische Verwerfungen (bspw. verzögerte Regierungsbildung in Deutschland) zu kurzfristigen Kursrücksetzern führen könnten. Wie auch immer, die Zeiten jährlicher doppelstelliger Kurszuwächse dürften vorerst allerdings vorbei sein.

Aktien

Amerika

Wirtschaft und Steuerreform treiben Börse

Der US-Aktienmarkt-Index S&P 500 stieg im vierten Quartal 2017 um beachtliche +6,6%. Zu den Hauptgewinnern gehören die Aktien von Wal-Mart (+26,4%, nichtzyklischer Konsum), Caterpillar (+26,4%, Industrie) und Intel (+21,2%, Technologie). Zu den schwächsten Aktien gehören General Electric (-27,8%, Industrie), Merck (-12,1%, Gesundheit) und Procter & Gamble (+1,0%, nichtzyklischer Konsum). Die Grosshandelsketten wie Costco müssen sich mit der wachsenden Online-Konkurrenz, vor allem von Amazon, messen. Die Verkäufe von Costco stiegen im November um 8,4% und übertrafen damit die Erwartungen der Analysten. Investoren sehen die Zahlen als Zeichen, dass Costco weiterhin neben Konkurrenten wie Wal-Mart und Amazon bestehen kann. Laut den Einschätzungen eines Analysten dürfte von General Motors hinsichtlich selbstfahrender Autos einiges zu erwarten sein. Damit könnte das Unternehmen Tesla Konkurrenz machen. Tesla musste einräumen, dass es mit der Produktion des jüngsten Modells, Model 3, hinterherhinkt. Manche Unternehmensergebnisse für das dritte Quartal waren deutlich über Erwartung. Amazon steigerte den Umsatz im Quartal um 34%. Google-Mutter Alphabet überzeugte ebenfalls mit einem Umsatzplus von 24%. Microsoft wies eine Umsatzsteigerung von 12% auf. Für alle drei Technologieriesen war das Cloud-Geschäft eine bedeutende Quelle des Erfolgs. Das Software-Unternehmen Oracle meldete für das letzte Quartal zwar eine kräftige Steigerung des Umsatzes, blieb aber hinter den Erwartungen zurück. Die grösste Aufmerksamkeit lag dabei auf der Cloud-Sparte, deren Umsatz im Quartal um 44% wuchs. Der Medienkonzern Twenty-First Century Fox wird nun definitiv zu grossen Teilen, allerdings ohne das Nachrichtengeschäft, von Disney übernommen. Die Kaufsumme beläuft sich auf rund USD 52 Mrd. Für Disney bedeutet die Akquisition eine Verstärkung der globalen Präsenz und die Übernahme von sehr erfolgreichen Produkten von Fox. Das Pharmaunternehmen Pfizer hat bekannt gegeben, dass das Medikament Xeljanz von der US-Behörde zur Überwachung von Nahrungs- und Arzneimitteln (FDA) für die erweiterte Verwendung in der Behandlung von Gelenkerkrankungen zugelassen wurde. Es wird angenommen, dass die nun genehmigte Steuerreform noch nicht in den Gewinnsschätzungen eingepreist ist und sich deshalb positiv auf die US-Aktien auswirken wird. Das historisch hohe Bewertungsniveau der US-Aktien bedeutet aber weiterhin ein erhöhtes Risiko für Korrekturen. In Anbetracht der soliden positiven Wirtschaftsentwicklung in den USA gehen wir insgesamt von einer seitwärts gerichteten Entwicklung der US-Aktienmärkte im ersten Quartal 2018 aus.

Japan und Emerging Markets

Japanische Börse führend

Der japanische MSCI-Aktienmarkt-Index stieg in Lokalwährung im vierten Quartal 2017 um +8,6%. Zu den Hauptgewinnern gehören die Aktien Sumco (+64,1%, Technologie), Sumitomo Metak Mining (+43,3%, Grundstoffe) und Idemitsu Kosan (+42,5%, Energie). Zu den schwächsten Aktien gehören Kobe Steel (-18,7%, Grundstoffe), Rakuten (-15,8%, Versorger) und Mazda Motor (-12,4%, zyklischer Konsum). Die Aktienmärkte der Schwellenländer sind in derselben Periode regional unterschiedlich gelaufen. Der gesamte MSCI-Emerging-Markets-Index in USD schloss im Quartal um +5,3% höher als im Vorquartal und um -0,3 Prozentpunkte schwächer im Vergleich mit dem MSCI-Welt-Aktienindex in USD (+5,6%). Die Finanzmärkte in Osteuropa und im Mittleren Osten sind um +3,6%, diejenigen der asiatischen Schwellenländer um +5,8% und die lateinamerikanischen Märkte um +1,2% gestiegen. Auf Länderebene schnitten die Börsen in Argentinien (+15,3%), in der Türkei (+12,4%) und in Indien (+9,0%) am besten ab. Die schwächsten Aktienmärkte waren Dubai (-5,4%), Mexiko (-1,5%) und Polen (-0,9%). Die Rekordjagd der Wall Street sowie die Erhöhung der Wachstumsprognose für die Weltwirtschaft durch den Internationalen Währungsfonds liessen die Börsen in Asien steigen. In Japan erklimmte der Nikkei-225-Index den höchsten Stand seit 21 Jahren. Robuste Konjunkturdaten untermauerten die dortige gute Stimmung. Japanische Aktien scheinen im Trend zu sein, zumal das Wirtschaftswachstum und die Unternehmensgewinne nach oben zeigen. Die chinesischen Börsen reagierten positiv auf die Rede von Präsident Xi im Parteikongress. Er signalisierte Unterstützung für Marktreformen und Privatfirmen. Gleichzeitig äusserte Xi den Wunsch nach stärkeren und grösseren Staatsbetrieben. Für die Bank of Korea steht die Ampel für Zinserhöhungen auf Grün, zumal die Wirtschaftsleistung im dritten Quartal überraschend um 1,4% gestiegen ist. Für das gesamte Jahr wird nun ein BIP-Wachstum von mindestens 3% erwartet. Autoexporte stiegen im dritten Quartal um satte 30%. Die Zunahme war teilweise auf die wachsende Popularität der Mini-Modelle in Europa zurückzuführen. Zu den grössten Gewinnern zählten Hyundai Motor. Die überwiegend positiven Aussichten für Unternehmen in den Schwellenländern geben Spielraum dafür, dass die Aktienkurse in diesen Ländern und in Japan in den kommenden Monaten insgesamt leicht steigen.

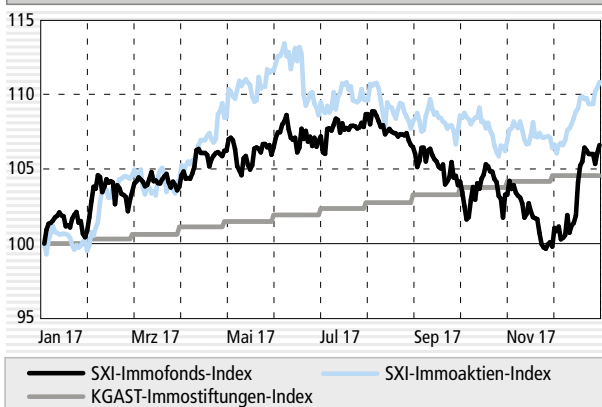
Nicht traditionelle Anlagen

Immobilien Schweiz

Immobilienfonds leicht positiv

Im vierten Quartal 2017 sind die Preise der Schweizer Immobilienfonds durchschnittlich um +2,3% gegenüber dem Vorquartal gestiegen. Damit hat der SXI Real Estate Funds Broad Index um -0,6% schwächer als der gesamte Schweizer Aktienmarkt (SPI +2,9%) abgeschnitten. Die durchschnittliche Prämie (Agio) der Immobilienfonds beträgt per Ende Dezember +28,7%. Sie liegt damit weit über dem historischen Durchschnitt von rund 14%. Zu den stärksten Fonds im Quartal zählen Procimmo Swiss Commercial (+5,8%), CS SIAT (+4,9%) und CS Green Property (+4,9%). Zu den schwächsten Titeln gehören Swisscanto Commercial (-7,1%), Swisscanto IFCA (-2,7%) und UBS Direct Residential (-1,4%). Im vierten Quartal 2017 sind drei neue Immobilienfonds in den SXI Real Estate Broad Funds Index aufgenommen worden, nämlich Swiss

Entwicklung Immobilien Schweiz 1 Jahr (indexiert)



Finance Retail Properties Fund, Swiss Finance Commercial und Valres. Damit besteht der Index heute aus 33 Immobilienfonds mit der gesamten Marktkapitalisierung von CHF 43,2 Mrd. Daneben lancierten folgende Immobilienfonds neue Anteile: Residentia (CHF 47 Mio.), Realstone Swiss Property (CHF 70 Mio.), Swisscanto Real Estate Fund Swiss Commercial (CHF 75 Mio.), FIR (CHF 110 Mio.), UBS Property Fund Swiss Residential Anfos (CHF 122 Mio.) sowie CS Green Property (CHF 130 Mio.). Neben der Akquisition von neuen Objekten und der Verschuldungsreduktion gehören zu den Verwendungen des aufgenommenen Kapitals Wertschöpfungsstrategien. Dazu zählen die Verbesserung der Energieeffizienz einzelner Immobilien und die Steigerung der Attraktivität der Liegenschaften für Mieter, die Renovation der Immobilien oder Massnahmen zur Optimierung der Immobilienbetriebskosten. Dadurch sollen sowohl die Mieterträge als auch der Vermögenswert des Immobilienbestandes erhöht werden. Schweizer Immobilienfonds unterliegen strengen Regulierungs- und Transparenzanforderungen der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA). Sie weisen einen hohen Grad an Transparenz auf. Dem Investor

stehen standardisierte Kennzahlen auf Liegenschafts- und Fondsebene zur Verfügung. Die Finma überwacht kontinuierlich die Einhaltung der Anforderungen an die Schweizer Immobilienfonds. Die Immobilienfonds publizieren einen Halbjahresbericht und einen Jahresbericht, wobei Letzterer durch eine Revisionsgesellschaft geprüft wird. Der Investor hat somit halbjährlich Zugang zu standardisierten Kennzahlen, deren Berechnungsgrundlagen durch die SFAMA, den Branchenverband der Anlagefonds, vorgegeben werden und die Vergleichbarkeit zwischen unterschiedlichen Fonds gewährleisten. Wir stufen die Immobilienfonds weiterhin als solide, defensive Anlage mit attraktiver Ausschüttungsrendite ein und erwarten in den kommenden drei Monaten durchschnittlich eine leicht positive Entwicklung dieser Titel.

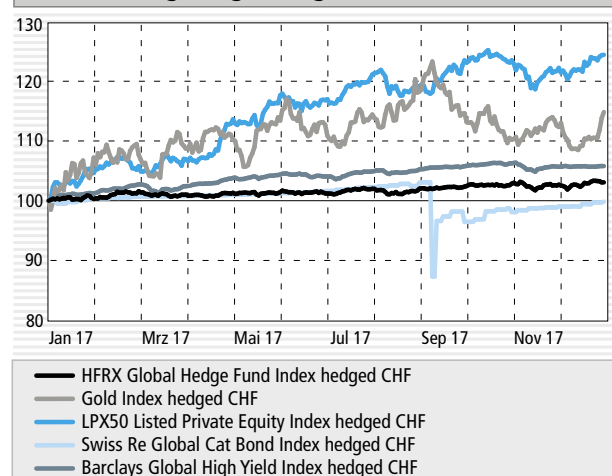
Übrige Anlagen

Viel Flexibilität beim Investieren

Zu den übrigen Anlagen zählen wir Investitionen, welche nicht den klassischen Kategorien (Liquidität, Obligationen, Aktien und Immobilien) zugeteilt werden können. Wir streben damit eine strikte Trennung von traditionellen Anlagen zu Produkten mit teilweise vielschichtigen und komplexen Strukturen sowie einer möglichen eingeschränkten Liquidität an.

Im abgelaufenen vierten Quartal wurden kaum Neuemissionen in Cat-Bonds (**versicherungsbasierten Katastrophenanleihen**) lanciert. Dafür herrschten am Sekundärmarkt hohe Aktivitäten. Auch in diesem Jahr waren nach der Abnahme der Windsturmrisiken gegen Ende November vermehrt Preisanstiege bei den Bonds zu beobachten. Jedoch weisen einige grössere Abschläge als üblich auf, da mögliche Schadensauszahlun-

Entwicklung übrige Anlagen CHF 1 Jahr (indexiert)



gen aufgrund der Katastrophenereignisse im Jahr 2017 noch nicht ganz geklärt sind. In den USA gesellten sich zu all den Sturmaktivitäten (Hurrikane, Tornados und Hagelunwetter)

Nicht traditionelle Anlagen

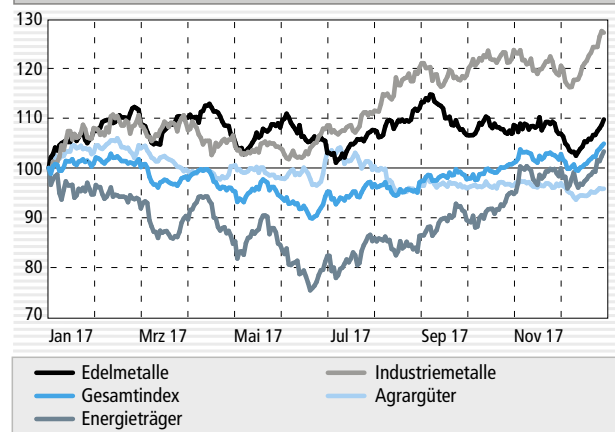
Anfang Dezember zusätzlich Waldbrände in Kalifornien. Obwohl solche an der Westküste nichts Ungewöhnliches darstellen, sind der Umfang und die Zerstörung doch sehr hoch ausgefallen. Dies belastet die bereits arg strapazierte versicherungsbasierte Industrie zusätzlich. Das Jahresergebnis für ein in Schweizer Franken abgesichertes, gemischtes Portfolio mit Cat-Bond-Anlagen und direkten Versicherungsverträgen beträgt rund $-8,0\%$. Durchschnittlich bilden sich pro US-Hurrikan-Saison zwölf Stürme, wovon sechs als Hurrikane bzw. drei als schwere Hurrikane (Stufe 3 oder höher) eingestuft werden. In diesem Jahr formten sich 17 Stürme, wovon zehn als Hurrikane und sechs als schwere Hurrikane klassifiziert wurden. Es stellt sich nun die Frage, ob auch zukünftig mit erhöhten Sturmaktivitäten gerechnet werden muss. In diesem Jahr entstanden zwar signifikante versicherte ökonomische Schäden, aber über einen längeren Zeitraum gesehen, ist das Jahr 2017 kein Ausreisser. Die verursachten Schäden bewegen sich für die Versicherungs- bzw. Rückversicherungsindustrie innerhalb der Erwartungen. Die Marktteilnehmer wurden aber eindrücklich daran erinnert, dass Prämien für Versicherungsleistungen nicht umsonst bezahlt werden.

Die **bedingten Pflichtwandelanleihen (CoCo-Anleihen)** erzielten erneut eine starke Quartalsperformance von $+3,2\%$. Somit beläuft sich die Jahresperformance für eine in Schweizer Franken abgesicherte Tranche auf rund $+15,5\%$. Neben den guten Fundamentaldaten der Banken hat insbesondere die grosse Nachfrage der Investoren nach Rendite zu einer Höherbewertung der CoCos geführt. Trotz der positiven Performance gab es 2017 auch Herausforderungen für diese Anlageklasse. Der CoCo-Markt verzeichnete in diesem Jahr seinen ersten Ausfall. Und das regulatorische Umfeld, wie der Stresstest für britische Banken oder die Kapitalanforderungen zu den neuen Basel-IV-Richtlinien, sorgten zeitweise für grössere Volatilitäten. Trotz der starken Jahresperformance stehen wir einem Engagement weiterhin positiv gegenüber. Das erfreuliche gesamtwirtschaftliche Umfeld und die deutlich verbesserten Kreditportfolios des europäischen Bankensektors stimmen uns für die Zukunft positiv.

Die Kreditgeber an die **Mikro- und KMU-Finanzindustrie in Entwicklungsländern** standen teilweise einem herausfordernden Umfeld gegenüber. Mit der Unterstützung von Finanzinstituten in aufstrebenden Wachstumsmärkten wird zwar ein nachhaltiger Beitrag zur Finanzsektorenentwicklung geleistet, jedoch entsteht bei der Kreditvergabe auch ein klassisches Gegenparteirisiko. Und bei einem (Teil-)Ausfall eines Kontrahenten droht ein Abschreiber auf den vergebenen Krediten. So wurden in den Jahren 2016 und 2017 in verschiedenen Regionen Ausfälle verzeichnet, was sich negativ auf die Performance der Anlagevehikel auswirkte. Der von uns eingesetzte Fonds erzielte eine Jahresperformance von ca. $-0,4\%$. Wir sind aber weiterhin von diesem themenorientierten und nachhaltigen

Investment überzeugt. Der **Rohstoffmarkt**, gegen den Schweizer Franken abgesichert, legte im vierten Quartal um $+5,8\%$ zu. Den anteilmässig grössten Einfluss auf die Preisentwicklung haben jeweils die Energieträger. Die Organisation erdölexportierender Länder (OPEC) und einige Nicht-Opec-Mitglieder, allen voran Russland als zweitgrösster Erdölexporteur nach Saudi-Arabien, haben sich Ende Novem-

Entwicklung Rohstoffe USD 1 Jahr (indexiert)

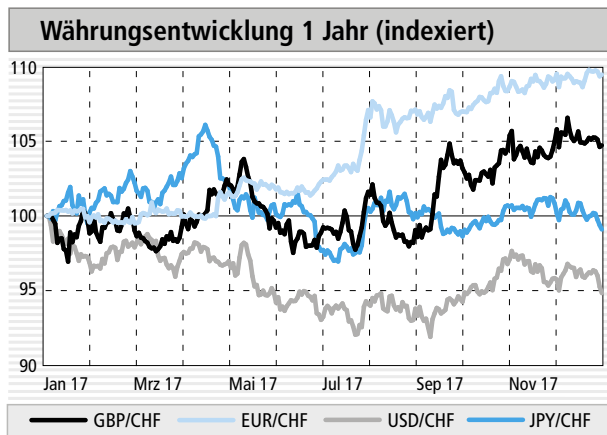


ber definitiv darauf geeinigt, die Ende März 2018 auslaufenden Produktionskürzungen vorzeitig um weitere neun Monate bis Ende 2018 zu verlängern. Dies wurde von den Marktteilnehmern erwartet, da diese Massnahme bereits lange im Vorfeld angekündigt wurde. Die neue Kommunikationspolitik der Erdölproduzenten über Förderabkommen ähnelt den Bemühungen von Notenbanken, preisberuhigend und transparent zu agieren. Gold stand in diesem Quartal nicht in der Gunst der Anleger. Der Wert des gelben Edelmetalls, abgesichert gegen den Schweizer Franken, veränderte sich im 4. Quartal kaum. Experten sind sich momentan uneinig, in welche Richtung sich der Preis des Edelmetalls zukünftig entwickeln wird. Einige Markttechniker gehen davon aus, dass die Gold-Unze die Talsohle durchschritten hat und prognostizieren eine stärkere Aufwärtsbewegung. Andere Marktteilnehmer, die eher mit einem deutlich festeren Dollar rechnen, sind weniger optimistisch für das Edelmetall. Oft neigt das Gold zur Schwäche, falls der USD steigt – und umgekehrt. Dies aufgrund der Funktion als alternatives Wertaufbewahrungsmittel. Wir gehen davon aus, dass die Chancen höherer Notierungen weiterhin intakt sind.

Währungen im Überblick

Franken hat sich eingependelt

Der Euro hat im abgelaufenen Jahr von den sehr guten Wirtschaftsdaten und den Bestrebungen einer stärkeren politischen Kooperation innerhalb der Euro-Zone profitiert. Gegenüber dem Schweizer Franken (CHF) vermochte die europäische Gemeinschaftswährung aus Jahressicht rund 9% zuzulegen, zum US-Dollar (USD) sogar rund 14%. Trotz des immer breiteren Konjunkturaufschwungs hält die Europäische Zentralbank EZB weiter an ihrer expansiven Geldpolitik fest. Spekulationen über erste Zinserhöhungen dürften aus heutiger Sicht erst wieder im Jahr 2019 aufkommen. Die positive Marktstimmung dämpft den Abwärtsdruck auf den EUR/CHF-Wechselkurs. Auch die Schweizerische Nationalbank SNB sieht den Franken nicht mehr als überbewertet an, sondern nur noch als hoch bewertet. Daraus lässt sich schliessen, dass die SNB den Franken auf dem aktuellen Niveau vorderhand nicht mehr durch Interventionen zu schwächen gedenkt. Die gegenwärtige Situation deutet darauf hin, dass der Franken sich auf dem aktuellen Niveau einpendeln wird. Deutlich höhere Niveaus wären erst gerechtfertigt, wenn sich Zinserhöhungen seitens der EZB abzeichnen.



Steuerreform gibt dem US-Dollar Rückenwind

Das aktuell bestimmende Thema im Dollar ist die tiefgreifende Steuerreform der Trump-Regierung in den USA. Die Aussicht auf die Reform war wohl auch der Ursprung für die Erholung des Greenbacks in den vorangegangenen Wochen. Die Auswirkungen der Steueränderungen werden kontrovers diskutiert. Um von den neuen Sondersteuersätzen zu profitieren, werden US-Unternehmen ihre Offshore-Gewinne zurück in die USA verlegen. Dies dürfte mittelfristig Rückenwind für die US-Valuta bedeuten. Kritiker sehen die aus der Reform resultierende steigende Auslandverschuldung jedoch zumindest langfristig als ein Nachteil für die US-Währung. Die US-Notenbank FED liess verlauten, dass die Effekte der Steuerreform ungewiss

sind, und hält an ihrer Guidance von drei Zinserhöhungen im Jahr 2018 fest. Bislang geht der Markt von lediglich zwei Anpassungen aus. Höhere Zinsen sollten dem US-Dollar ebenfalls Auftrieb verschaffen. Die derzeitige FED-Chefin Janet Yellen muss ihren Posten im Februar 2018 räumen. Für die Nachfolge wurde Jerome Powell nominiert. Nach der jetzigen Chefin ist er der Dienstälteste im Vorstand. Er hat niemals gegen eine Entscheidung des Gremiums gestimmt. Die Chancen auf eine Fortsetzung der schrittweisen Normalisierung der Geldpolitik stehen somit gut. Einen weiteren Grund für eine stärkere US-Valuta liefert die weiterhin divergierende Geldpolitik zwischen den USA und den Hauptwährungsländern. Während die USA auf dem Pfad des Normalisierungsprozesses fortschreitet, deutet sich dieser in den anderen Hauptindustrieländern erst ansatzweise an. Die Renditevorteile bleiben somit auf der Seite des Greenbacks.

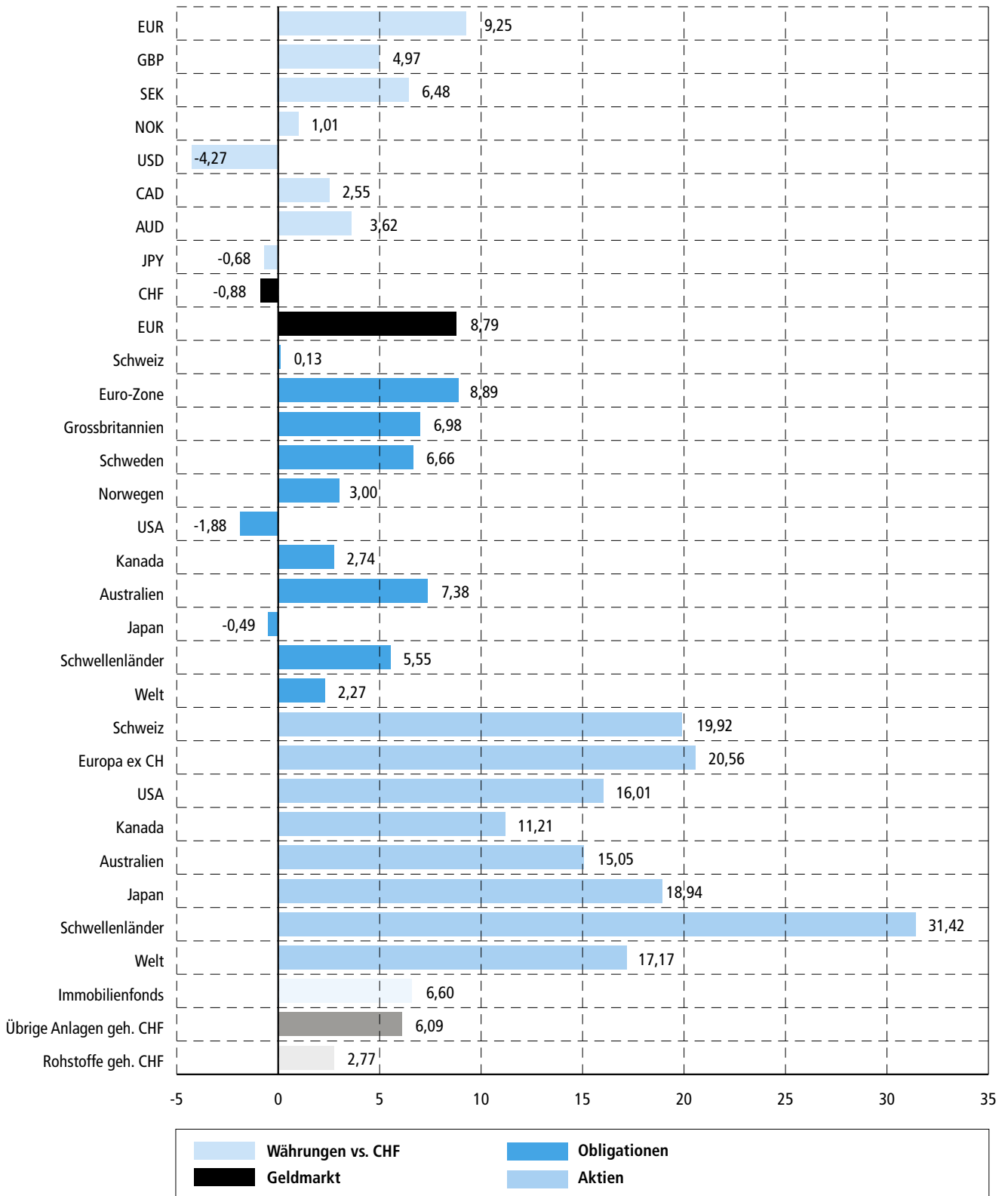


Britisches Pfund bleibt anfällig

Anfang November erhöhte die Bank of England (BoE) den Leitzins. Hauptgrund für dieses Vorgehen war die gestiegene Inflation als Folge der durch den Brexit-Entscheid ausgelösten Pfundschwäche. Der Zinsschritt hat dem Markt signalisiert, dass die BoE bereit ist zu handeln, sollte sich die britische Währung weiter abwerten und die Inflation in der Folge zusätzlich ansteigen. Ohne Interventionen würde dies zu einer Abwärts spirale im Pfund Sterling führen. In Zukunft sieht die BoE jedoch deutliche konjunkturelle Abwärtsrisiken im Zusammenhang mit dem Brexit, was auf eine längere Zinspause hindeutet. Aufgrund der vorsichtigen Haltung der BoE preist auch der Markt keine weiteren Zinserhöhungen ein. Der Hauptfokus liegt auf den Brexit-Gesprächen. Die vorherrschende Uneinigkeit innerhalb der britischen Regierung, die teilweise enttäuschenden Wirtschaftsdaten und der zähe Fluss der Brexit-Verhandlungen deuten darauf hin, dass die Abwärtsrisiken weiterhin vorhanden sind. Der Handel wird sich somit nach wie vor am Nachrichtenfluss orientieren und volatil bleiben.

Marktpformance

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



Konjunktur

	BIP (vs. Vorjahr)		Inflation (Jahresdurchschnitt)	
	2018	2019	2018	2019
Schweiz	2,0	1,9	0,8	1,0
Euro-Zone	2,1	1,8	1,6	1,7
USA	2,3	2,1	2,1	2,4
Japan	1,4	1,2	0,9	1,1
China	6,4	6,2	2,2	2,2
Schwellenl.	4,9	5,0	4,4	4,1

Währungen und Zinsen

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

Aktien

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

Nicht traditionelle Anlagen

	Trend (3 Monate)
Immobilien Schweiz	→↗

Anlagepolitik aktuell

Die Rahmenbedingungen für Finanzanlagen bleiben auch für das neue Jahr unverändert positiv. Der globale Konjunkturaufschwung, die günstigen Finanzierungsbedingungen und der fehlende Teuerungsdruck sorgen für ein stabiles und freundliches Anlageumfeld. Dies gilt insbesondere für die Beteiligungspapiere. Allerdings sind die guten Nachrichten in den heutigen Kursen grossenteils enthalten. Steigende Preise sind nur dann möglich, wenn sich die Erwartungen mindestens erfüllen oder, noch besser, übertroffen werden. Diesen Umstand gilt es bei der zukünftigen Anlagetätigkeit im Auge zu behalten. Insgesamt sind wir für die Entwicklung des nächsten Jahres positiv gestimmt.

Der geldpolitische Normalisierungsprozess, welcher dieses Jahr von verschiedenen Notenbanken angestossen wurde, setzt sich weiterhin nur zögerlich fort. Die tiefen Inflationserwartungen geben den Währungshütern den nötigen Spielraum, um behutsam zu agieren. Die Zinsen werden voraussichtlich auf dem aktuellen Niveau bleiben oder nur unwesentlich steigen. Die Ertragsaussichten für festverzinsliche Anlagen sind somit bescheiden. Wir tragen diesem Umstand mit einer untergewichteten Obligationenquote Rechnung.

Die Aktienmärkte werden von der erfreulichen Konjunktorentwicklung und der positiven Stimulierung der Unternehmensgewinne profitieren. Die Aussichten auf ein wenig verändertes Zinsumfeld sorgen für einen zusätzlichen Attraktivitätsbonus. Das Rückschlagspotenzial wird aufgrund der stabilen wirtschaftlichen Entwicklung und der überschaubaren politischen Risiken eher als gering eingestuft. Die überdurchschnittliche Bewertung begrenzt jedoch die möglichen Kurssteigerungen. Wir halten deshalb an einer Gewichtung nahe der strategischen Vorgabe fest.

Die Preise für Schweizer Immobilienfonds sind in den letzten Monaten aufgrund des erweiterten Angebots (Kapitalerhöhungen, neue Gefässe) unter Druck geraten. Dieser Effekt sollte zunehmend auslaufen. Die moderate Bewertung, das anhaltende Tiefzinsumfeld sowie ein nach wie vor stabiler Realmarkt bilden eine gute Grundlage für eine ansprechende Entwicklung im neuen Jahr. Die taktische Quote ist weiterhin übergewichtet. Bei den übrigen Anlagen bleibt der Fokus auf einer tiefen Korrelation zu klassischen Anlageklassen und damit verbunden einem risikooptimierenden Diversifikationseffekt. Sie bilden nach wie vor eine attraktive Ergänzung in unseren gemischten Anlagestrategien.

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

Fondsanlagen und Anlageprodukte Kunden
Andreas Zollinger

Investment Research
Marcel Koller

Devisen- und Wertschriftenhandel
Andreas Mühlemann

Zinshandel
Peter Pastor

Redaktion

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

Redaktionsschluss: 31. Dezember 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.

