

Rahn+Bodmer Co.
 Talstrasse 15
 8022 Zürich
 Telefon +41 44 639 11 11
 www.rahnbodmer.ch

Anlagekompass

In Kürze

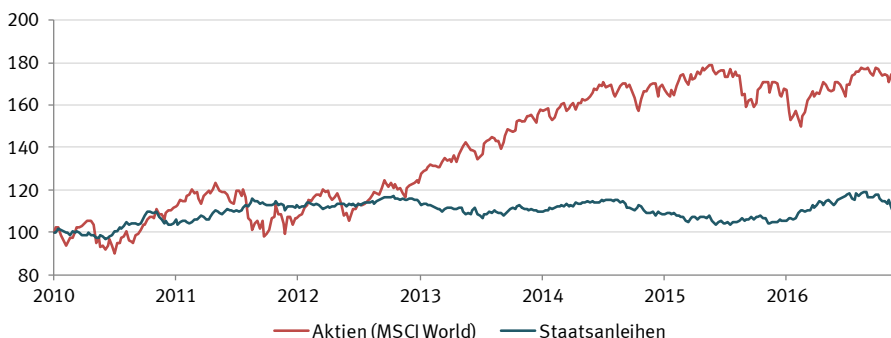
Die Wachstumserwartungen werden nicht nur von der global immer noch expansiven Geldpolitik und den Hoffnungen auf Fiskalprogramme, sondern auch von guten harten Konjunkturdaten aus allen wichtigen Regionen gestützt. Der Renditeanstieg an den Anleihemärkten wird sich, wenn auch in moderaterem Tempo, fortsetzen. Die Aktienmärkte sind zwar immer noch stattlich bewertet, nachdem in den letzten Jahren die Gewinnerwartungen immer wieder nach unten revidiert werden mussten, zeichnet sich für 2017 ein nachhaltigeres Wachstum ab. Vor allem mit Blick auf die politischen Unwägbarkeiten dürften die Risiken im Jahresverlauf wieder stärker in den Vordergrund rücken: In Europa stehen wichtige Wahlen an, welche die europapolitischen Dissonanzen verstärken könnten, die noch nicht durchschaubare Aussenpolitik des neu gewählten US-Präsidenten könnte für globale Irritationen sorgen und China ist immer noch mit hohen Kapitalabflüssen konfrontiert.

Marktdaten

Index	Stand	Veränderung seit		Markt- P/E-17	
		19.12.16	20.12.15		31.12.15
New York	Dow Jones Ind. Avge	19'883	16.1%	14.1%	16.3x
New York	S&P 500	2'263	12.8%	10.7%	16.9x
New York	Nasdaq	5'457	10.9%	9.0%	17.7x
Europa	Stoxx-50 Euro	3'259	-0.1%	-0.3%	13.9x
Tokio	Nikkei 225	19'495	2.7%	2.4%	17.8x
Schweiz	Swiss Perf. Index	8'987	1.2%	-1.2%	16.7x
Swiss Bond Index	Rendite CHF	-0.09%	-36 bps	-44 bps	
CHF/USD		1.03	3.6%	2.6%	
CHF/EUR		1.07	-0.9%	-1.8%	

Quo vadis 2017?

Performance von globalen Aktien und Staatsanleihen seit 2010 (indexiert)



Die Wachstums- und Inflationserwartungen werden die Bondrenditen weiter nach oben drücken, wobei letztere in den USA stärker steigen werden als in Europa, wo die EZB-Käufe den Renditeanstieg dämpfen sollten. Angeführt von den USA dürfte der Trend an den Börsen zunächst positiv bleiben, wobei sich im Jahresverlauf steigende Renditen oder enttäuschte Wachstumserwartungen als Bremsen erweisen könnten. Bei den Währungen rechnen wir zunächst nicht mit grossen Veränderun-

gen. Der schwache Euro stützt Europa und der starke US-Dollar wird den US-Zinsauftrieb dämpfen. Während wir vorerst mit einer stabilen EUR/CHF-Relation rechnen, gehen wir davon aus, dass das Wechselkursregime im Jahresverlauf in irgendeiner Form aufgeweicht wird und die SNB einen weiteren Schritt unternimmt, um sich vor der ausufernden Euro-Geldpolitik abzukoppeln. Die Rohstoffe dürften insgesamt volatil bleiben. Der Goldpreis sollte Boden finden.

Aktien tendieren höher

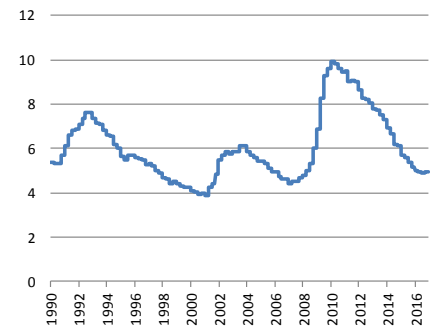
Derzeit werden die Wachstumsschätzungen 2017/18 für die USA, für Europa, China und Japan spürbar nach oben revidiert. Die Vergangenheit zeigt, dass eine solche globale synchrone Bewegung für eine gewisse Nachhaltigkeit der Auftriebskräfte spricht. Der US-Zinsschritt im Dezember war von den Märkten vollumfänglich antizipiert worden. Auch die Feststellung, dass der Offenmarktausschuss für 2017 aufgrund der Projektionen der einzelnen Mitglieder die Kadenz der Zinsschritte von zwei auf drei erhöht, hat die Märkte kaum beeindruckt. Vieles spricht dafür, dass die US-Teuerungsrate bis Ende 2017 auf 3% steigen wird, was die Notenbank in der zweiten Jahreshälfte zu einem weniger expansiven Kurs bewegen könnte. Während die Fed-Vorsitzende den Unabhängigkeitswillen beteuert hat, schreitet die Politisierung der europäischen Geldpolitik mit der Verlängerung des strittigen Aufkaufprogramms um neun Monate und der damit einhergehenden Aufstockung des Volumens auf rund 2.3 Bio. Euro in grossen Schritten voran. Zum Wohlwollen der Märkte und der Peripherieländer wird die Tapering-Debatte mindestens im ersten Halbjahr nicht wieder aufkeimen, umso heftiger dürfte die Diskussion aber gegen Ende 2017 erneut aufflackern. Nach den Wahlen sind die USD-Renditen aufgrund der höheren Wachstums- und Inflationserwartungen in die Höhe geschossen. Der weitere Anstieg wird allerdings in gemächlicherem Tempo erfolgen. In Europa und der Schweiz wird der Anstieg gebremst durch die gestreckten Assetkäufe der EZB. Die überaus starken Avancen an der US-Börse hinterlassen den Eindruck, dass sich die Wallstreet vom politischen Paradigmenwechsel des neuen US-Präsidenten vereinnahmen lässt. Im Vordergrund stehen dabei die potenziellen Auswirkungen auf die Unternehmensgewinne. Auch wenn die Hochrechnungen, dass die Fiskalprogramme in der Summe die Gewinne um 15% in die Höhe treiben könnten, vermutlich zu optimistisch sind, hat der US-Markt die Gewinnrezession überwunden. Die Märkte in Europa und der Schweiz dürften in den nächsten Wochen vom starken US-Dollar und dem besseren konjunkturellen Umfeld profitieren. (ubr)

Gefährdet die Fiskalpolitik den synchronen Aufschwung?

Die Zweifel an Sinn und Wirkung des US-Fiskalprogramms mehren sich. Prominenteste Skeptikerin ist wohl die US-Notenbankpräsidentin. Leider ist anzunehmen, dass der Adressat der Warnungen gerade auf diesen Absender weniger gut zu sprechen ist. Also gehen wir weiter davon aus, dass die Programme mindestens teilweise umgesetzt und ihre Wirkung entfalten werden. Das Wachstum wird in den USA vielleicht höher ausfallen als bisher erwartet. An anderer Stelle werden sie vielleicht negative Konsequenzen haben. So könnte zum Beispiel ein mit dem Wachstum verbundener, stärkerer US-Dollar die Schuldenprobleme in den Schwellenländern verstärken und so dort negative Konsequenzen haben. Wichtiger

scheint uns der für 2017 erwartete Unterschied zu den vergangenen Jahren. Seit der Finanzkrise hat das Fed über die Geldpolitik mehr oder weniger erfolgreich versucht, die Wirtschaft und die Märkte zu stabilisieren. Da der US-Dollar Weltreservewährung ist, hat sich dies auf alle Märkte recht uniform ausgewirkt. Jetzt wird der Mechanismus geändert. Mit der Aktivierung der Fiskalpolitik wird auf ein Instrument gesetzt, das nachfrageseitig eher lokal wirkt. Dem Leitsatz "America First" folgend wird das Fed entsprechend reagieren, aber weiter global wirken. Dadurch kann auch in anderen Ländern die Notwendigkeit zu einer kompensierenden Fiskalpolitik entstehen. Uniforme Bewegungen werden somit unwahrscheinlicher.

US-Arbeitslosenrate



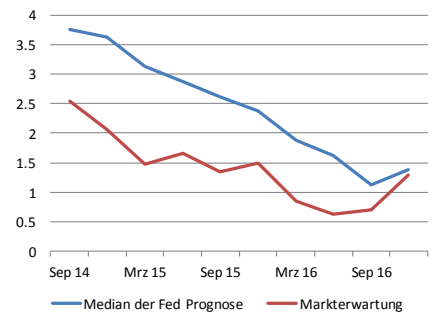
- Die Chefin der US-Notenbank weist zurecht darauf hin, dass die Beschäftigungssituation keinen fiskalpolitischen Stimulus notwendig macht.

Fed signalisiert höhere Zinsen

Der Zinsanstieg im vergangenen Monat war heftig, seitdem ist eine gewisse Beruhigung eingetreten, aber keine Gegenbewegung. Wieso sollte man eine Gegenbewegung erwarten, wenn die Renditen im historischen Kontext noch immer sehr tief sind und teilweise weder für die Inflation, geschweige denn für das reale Wachstum entschädigen? Der Grund ist schlicht, dass sich in den vergangenen zwei Wochen vieles aber nicht alles geändert hat. Beispiel ist die EZB, die über das gesamte kommende Jahr weiter Staatsanleihen kaufen wird und die Äusserungen des Vorsitzenden lassen darauf schliessen, dass das QE-Programm auch im Dezember 2017 nicht von 60 Mrd. Euro pro Monat auf Null fallen wird. Gleiches gilt für die Bank of Ja-

pan, die weiter die Bilanz statt die Zinsen den Marktkräften überlässt. Sicher, im Falle des Fed hat sich die Richtung der Prognosen geändert. Während zuvor trotz Zinserhöhungsabsichten die Erwartungen für die langfristigen Zielrenditen kontinuierlich gesunken sind, sind sie im Dezember erstmals gestiegen. Der Anstieg ist aber verhältnismässig gering. Der Grossteil der Marktbewegung war auf die Anpassung der Markterwartung an die des Fed zurückzuführen. Für weitere heftige Kursverluste müsste der Markt stärkere Zinsanstiege erwarten, als sie das Fed signalisiert. Kurzfristig ist das möglich, mittelfristig aber nicht sinnvoll. Auch wenn die Zinsen 2017 steigen werden, gibt es keinen Grund, jetzt das Kind mit dem Bade auszuschütten.

Fed Zinserwartungen per Ende 2017



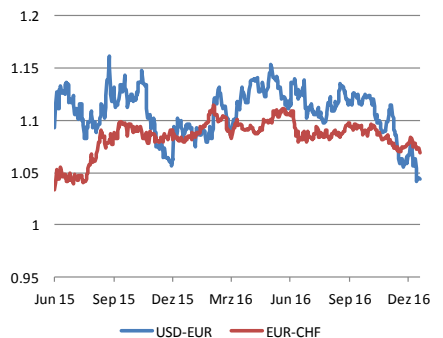
- Bis zum Dezember-Meeting war der Markt hinsichtlich der Zinsentwicklung pessimistischer als das Fed. Seit Dezember decken sich die Erwartungen im Wesentlichen.

Schweizer Franken weiter unter Aufwertungsdruck

Nach der seit 2015 ausgeprägten Seitwärtstendenz des Euro zum US-Dollar und Franken sollte ein Ausblick für 2017 eigentlich kein Hexenwerk sein. Das Problem ist allerdings, dass beide Währungspaare an der unteren Grenze der Trends handeln und es gute Gründe dafür gibt, dass die Trends gebrochen werden. Im Euro/Franken-Paar neigt der Franken zur Stärke und hält sich nur dank der SNB im offensichtlichen Band. Die Versuchung liegt nahe, sich weiter auf die SNB zu verlassen und das Band für 2017 weiter als gegeben hinzunehmen. Es sieht aber so aus, als würde die Schweizer Wirtschaft trotz des starken Frankens stärker. Die Bilanz der SNB wird definitiv immer grösser und damit riskanter. Zudem werden die politischen Risiken in Europa nicht kleiner

werden. Italien bleibt ein Dauerbrenner, hinzu kommen 2017 die Wahlen in Frankreich und Deutschland. Last but not least ist da die Erfahrung, dass man sich gewaltig täuschen kann, wenn man sich auf die Notenbanken verlässt. Auf Basis dieser Gemengelage werden wir das erwartete Band vermutlich im Laufe des Jahres absenken. Zum US-Dollar liegt der Euro an der unteren Grenze. Hier ist die wider unseres Erwartens stärker divergierende Geldpolitik der Grund. Unsere Erwartung eines stärkeren Euro stellt aber eher auf die mindestens ähnlich guten Wachstumsaussichten in Europa ab, denn die freien Kapazitäten sind höher und die monetären Bedingungen, auch des Wechselkurses wegen, lockerer. Wir halten an der erwarteten Seitwärtsbewegung fest. (tk)

Euro gegen Franken und US-Dollar

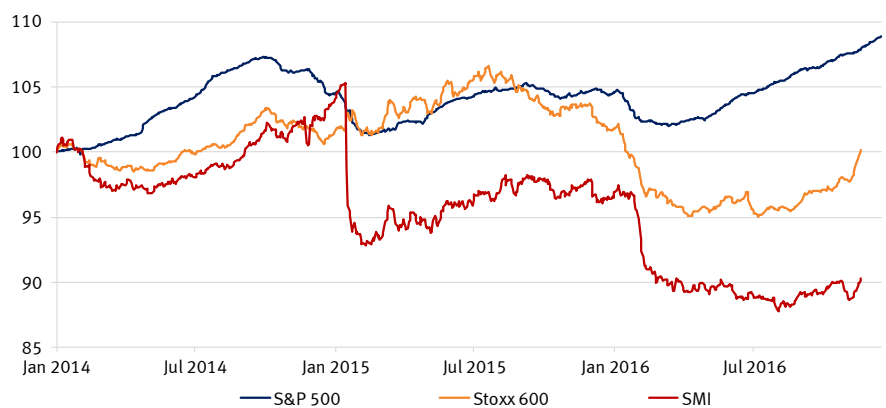


- Während sich der Euro zu den beiden Währungspaaren lange ziemlich stabil gezeigt hat, scheint er jetzt gegen beide unter erheblichem Druck zu stehen.

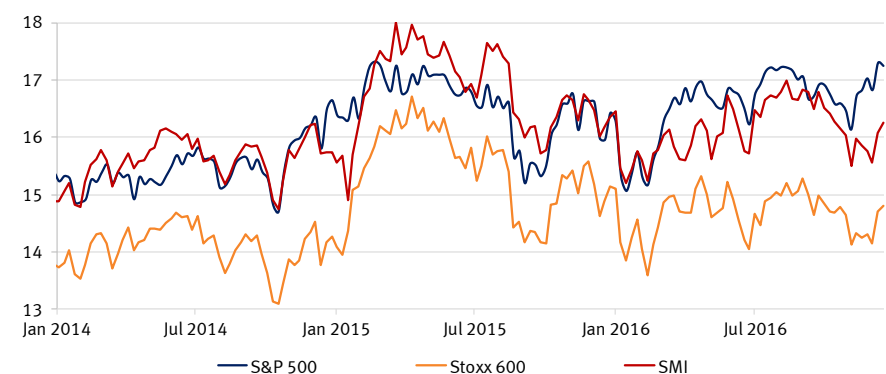
Höhere Gewinnschätzungen als Treiber

Gemessen an verschiedenen Parametern bleiben die Märkte eher hoch bewertet. Nachdem sich in den letzten Jahren die anfänglichen Gewinnschätzungen in fast allen Regionen und Sektoren als zu hoch erwiesen hatten und teilweise dramatisch nach unten revidiert werden mussten, könnte sich das Blatt nun wenden: In den USA würden die kumulierten Effekte aus den höheren (nominellen) BIP-Wachstumsraten, den Steuersenkungen und den Kapitalrückführungen aus den repatriierten Auslandsgewinnen rund 20% der Gewinne 2016 (S&P500) ausmachen. Davon abgezogen werden müssten die Effekte des starken US-Dollar und der steigenden Löhne, die zusammen mit rund 5% negativ zu Buche schlagen. Damit würde das Gewinnwachstum erheblich über den letzten Jahren zu liegen kommen und die P/E-Ratio 2017 würde mit 16x wieder unter den Durchschnitt der Jahre 2015/16 fallen. Natürlich stehen diese "Hochrechnungen" unter vielen politischen Vorbehalten. In Europa werden die Gewinne derzeit sogar stärker als in den USA nach oben revidiert. Weil die europäischen Volkswirtschaften offener sind und vor allem die Unternehmen im Segment der "MidCaps" globaler aufgestellt sind als jene in den USA, schlägt die schwache EUR/USD-Relation positiv zu Buche. Weniger gross ist in Europa die Gefahr, dass die Renditen an den Anleihemärkten auf ein Niveau steigen, das in grossem Stil zu Umlagerungen in Obligationenanlagen lockt. Somit werden die hiesigen Märkte stärker gestützt durch tiefe Zinsen. Zunächst steht aber die schwelende Bankenkrise in Italien im Fokus, die für Unsicherheit sorgt, und im weiteren Jahresverlauf stehen wichtige Wahlen an, die den Zusammenhalt in der Eurozone schwächen könnten. Somit dürfte der Bewertungsabschlag der europäischen Märkte aufgrund ungelöster Probleme und politischer Dissonanzen noch einige Zeit Bestand haben. Im europäischen Performancevergleich zählte der Schweizer Aktienmarkt 2016 zu den Schlusslichtern. Während in Europa in der zweiten Jahreshälfte die zyklischen Sektoren Auftrieb erhielten und die Renditen anzogen, gerieten die defensiven Titel mit gut abgesicherten und stabilen Cashflows und Dividenden unter Druck. Prominente Opfer dieser Entwicklung sind in der Schweiz die Indexschwergewichte Roche, Novartis und Nestlé. Die Scherenbewegung zwischen zyklischen und defensiven Aktien ist unseres Erachtens aber sehr weit fortgeschritten, sodass sich die jüngste Gegenbewegung zunächst fortsetzen dürfte.

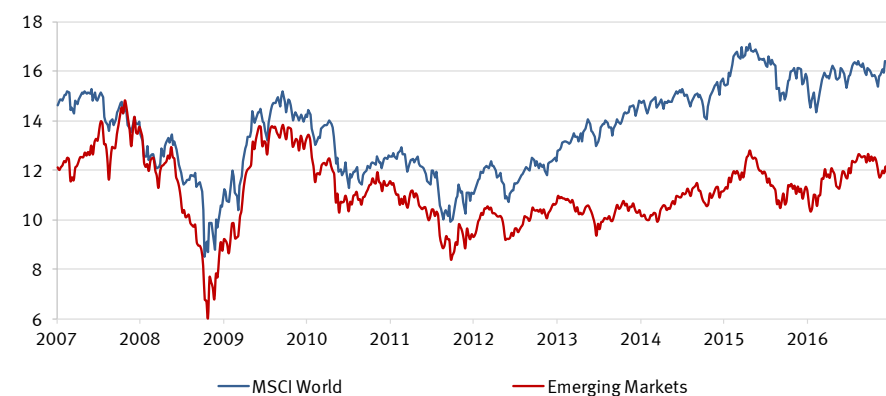
Gewinnentwicklung (12 Monate prospektiv, indexiert)



Kurs-/Gewinnverhältnis



Kurs-/Gewinnverhältnis MSCI World und Emerging Markets



Emerging Markets als Verlierer?

Zu den vermeintlichen Verlierern der steigenden US-Zinsen und des stärkeren US-Dollars gehören die Schwellenländer. Auch Trumps protektionistische Drohkulisse war mitverantwortlich, dass die Emerging Markets seit der Präsidentschaftswahl gesamthaft 5% einbüssten. Wir können uns aber kaum vorstellen, dass die US-Politik die Absicht hat, das Rad der Globalisierung zurückzudrehen, denn Strafzölle würden die US-Inflation nach oben treiben und die US-Kaufkraft schmälern. Auch die Befürchtung, dass steigende US-Renditen zu umfangreichen Kapitalabzügen führen, er-

achten wir eher als unwahrscheinlich, zumal sich die Lage mit Blick auf die Leistungsbilanzen und die Budgetsaldi in vielen Ländern verbessert hat. In Ländern wie Argentinien, Brasilien und Indien wurden überdies wichtige Reformen durchgeführt. Zusätzliche Entlastung ergibt sich aus den höheren Rohstoffpreisen, was Ländern wie Brasilien und Russland zugutekommt. Schliesslich sind die Bewertungen in den Emerging Markets immer noch deutlich tiefer als in den westlichen Industrieländern. Vor diesem Hintergrund glauben wir, dass die Emerging Markets mittelfristig über Aufholpotenzial verfügen. (ubr)

Übersicht

An unseren regionalen und sektoriellen Präferenzen halten wir fest.

Regionen / Währungen

Aktien - Beurteilung und historische Performance	Beurteilung				Perform. %				Obligationen					Wechselkurs			
	alt		neu		1 Mo	12 Mo	alt		neu		Laufzeiten Jahre			gegen CHF			
	alt	neu	1 Mo	12 Mo	alt	neu	0-3	3-5	5-10	alt	neu						
Europa Euro (Stoxx-50)	-	-	8	0	EUR	0	0	0	0/-	0/+	0/+	0					
Grossbrit. (FT-SE 100)	-	-	3	16	GBP	0/-	0/-	0/-	0	0	0/-	0/-					
USA (S&P 500)	0/+	0/+	4	13	USD	0	0	0/-	0	0/+	0/-	0					
Japan (Nikkei 225)	0/-	0/-	8	3	JPY	0	0	0	0	0	-	-					
Schweiz (SPI)	0	0	4	1	CHF	-	-	-	0/-	0							
Emerging Markets	+	+	0	6													
MSCI World (lok. W.)	0	0	4	8													

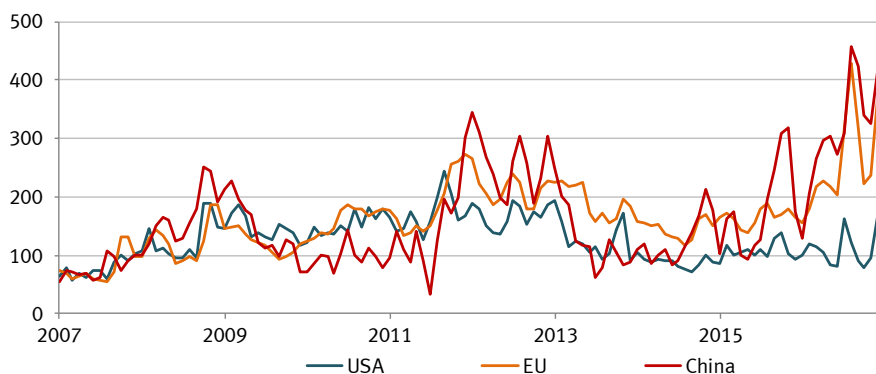
Aktiensektoren

MSCI Sektoren	Beurteilung		Historische Perform. %	
	alt	neu	1 Mo	12 Mo
Energie	+	+	8	26
Grundstoffe	0	0	3	23
Investitionsgüter	-	-	3	14
Zyklischer Konsum	0	0	3	4
Nichtzykl. Konsum	0	0	3	1
Gesundheitswesen	+	+	0	-7
Finanzwerte	-	-	6	12
Technologie	+	+	3	13
Telekommunikation	-	-	7	4
Versorger	-	-	5	5

Auch 2017 bleiben die Märkte stark von der Politik beeinflusst

Auch wenn immer wieder kolportiert wird, dass politische Börsen „kurze Beine“ hätten, glauben wir, dass die Politik auch 2017 prägenden Einfluss auf die Trends an den Finanzmärkten haben wird. An erster Stelle steht die Frage, ob mit der Wahl des neuen US-Präsidenten ein neues wirtschaftspolitisches Kapitel aufgeschlagen wird und auch in Europa auf das fiskalpolitische Gaspedal gedrückt wird, um das Wachstum zu beschleunigen und schliesslich eine Normalisierung der Geldpolitik zu erleichtern. Mit Blick auf die USA denken wir, dass die neue politische Konstellation im Kongress für Steuersenkungen spricht und grossangelegte Nachfrageprogramme auf stärkere Opposition stossen werden. Der Wachstumsimpuls beider Massnahmen wird mindestens teilweise durch höhere Inflationsraten und steigende Zinsen neutralisiert werden, sodass nicht mit einem nachhaltig höheren Wachstumspfad zu rechnen ist. In Europa ist die Wahl Trumps in mehrfacher Hinsicht zu einem eigentlichen Weckruf geworden: Der Spruch "America first" wirft in Europa sicherheitspolitische Fragen auf und könnte mit Blick auf die Wahlen in Frankreich, Deutschland, Holland und Italien jenen Kräften Auftrieb verleihen, welche die nationalen Interessen weit über jene der Gemeinschaften stellen, was den Zusam-

Economic Policy Uncertainty Index



menhalt der EU bzw. der Eurozone schwächen würde. Auch aufgrund der potenziellen politischen Veränderungen wird es in Europa kaum eine Einigung geben über orchestrierte fiskalpolitische Programme, vermutlich wird man aber den Fiskalpakt weiter aufweichen (müssen). Im Fokus bleibt 2017 die Geldpolitik. Mit der zeitlichen Streckung des QE-Programms in Europa und den faktisch unbegrenzten Assetkäufen der Bank of Japan wird die Überschussliquidität fast im gleichen Ausmass steigen wie in den Vorjahren. Wenn die Inflation in den USA nach oben gerichtet bleibt und bis Ende 2017 gegen 3% steigt, könnte das Fed mit raschen Zinsanhebun-

gen aufwarten. Vermutlich wird die US-Notenbank aber zumindest vorübergehend höhere Inflationsraten in Kauf nehmen, um den Aufschwung nicht zu gefährden. Die EZB stützt die hochverschuldeten Staaten, sodass Reformen verzögert werden. Dabei denken wir insbesondere an Italien, das nach Ablehnung der Verfassungsreformen und aufgrund der Bankenkrise das am stärksten exponierte Land in der Eurozone bleibt. Die Tapering-Diskussion ist mit der Verlängerung des QE-Programms auf die zweite Jahreshälfte vertagt worden und der aufgeschobene Exit dürfte Ende 2017, wenn es dann überhaupt dazu kommen wird, schwieriger werden. (ubr)

Urs Brunner (ubr), Marktstrategie, +41 44 639 13 63; urs.brunner@rahnbodmer.ch

Thorsten Kuechler (tk), Portfolio Manager Fixed Income, +41 44 639 13 87; thorsten.kuechler@rahnbodmer.ch

Rahn+Bodmer Co., Talstrasse 15, 8022 Zürich, Telefon +41 44 639 11 11, www.rahnbodmer.ch

Diese Publikation dient ausschliesslich Informationszwecken und trägt keine individuellen Anlagezielen oder übrigen Anforderungen Rechnung. Die Publikation stellt weder ein öffentliches Inserat, noch eine Beratung, ein Angebot oder eine Empfehlung zur Beanspruchung einer Dienstleistung, zum Kauf oder Verkauf einer Anlage oder zum Abschluss einer anderen Transaktion dar. Bevor ein Anlageentscheid getroffen wird, sollte der Anleger eine individuelle Beratung zu seiner persönlichen Situation in Anspruch nehmen. Diese Publikation und die darin enthaltenen Informationen richten sich grundsätzlich an Personen in der Schweiz und sind insbesondere (und auch grenzüberschreitend) nicht für die Verbreitung an oder die Nutzung durch natürliche oder juristische Personen bestimmt, die Bürger eines Landes sind oder in einem Land ihren Geschäfts- oder Wohnsitz haben, in dem die Verbreitung, Veröffentlichung, Bereitstellung oder Nutzung dieser Informationen bzw. die darin enthaltenen Finanzinstrumente oder -anlagen geltende Gesetze oder Vorschriften verletzen würde oder aus anderen Gründen verboten ist, wie namentlich in den USA, CAN und/oder GB. Diese Publikation ist stichtagbezogen. Die darin angeführten Marktpreise, Prognosen und dergleichen beruhen auf banküblichen Informationsquellen und/oder geben die jeweilige Einschätzung des Verfassers wieder, sind indikativ, können sich jederzeit ändern und sind für Rahn+Bodmer Co. nicht verbindlich. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit übernimmt Rahn+Bodmer Co. keine Garantie oder Haftung. Hinweise auf die vergangene Performance bilden keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung.