



JANUAR 2018

# STANDPUNKT

Déjà-vu



Schwyzer  
Kantonalbank

Private Banking

# INHALTSVERZEICHNIS

Leitartikel	3
Auf einen Blick	4
Konjunktur	5
Aktien	6
Zinsen	8
Immobilien	9
Asset Allocation	10
Marktübersicht	11

## Impressum

© SZKB 2018. Alle Rechte vorbehalten.

Herausgeber: Schwyzer Kantonalbank, 6431 Schwyz

Redaktionsschluss: 9. Januar 2018

## Disclaimer

Diese Publikation wurde einzig zu Informationszwecken erstellt und ist weder ein Angebot noch eine Aufforderung seitens oder im Auftrag der Schwyzer Kantonalbank zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder ähnlichen Anlageinstrumenten oder zur Teilnahme an einer spezifischen Handelsstrategie in irgendeiner Rechtsordnung. Die Informationen in dieser Publikation stammen aus oder basieren auf Quellen, welche die Schwyzer Kantonalbank als zuverlässig erachtet, indes kann keine Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen geleistet werden. Die Publikation enthält keine Empfehlungen rechtlicher Natur oder hinsichtlich Investitionen, Rechnungslegung oder Steuern. Sie stellt auch in keiner Art und Weise eine auf die persönlichen Umstände des Anlegers zugeschnittene oder für diesen angemessene Investition oder Strategie oder eine andere an einen bestimmten Anleger gerichtete Empfehlung dar. In der Publikation gegebenenfalls gemachte Verweise auf frühere Entwicklungen stellen keine Indikationen dar für laufende oder zukünftige Entwicklungen und Ereignisse.



## DEJA-VU

Derzeit erinnert einiges an den Jahresauftakt 2017. Heute wie damals erkennt man im Rückspiegel Ereignisse, welche die Märkte hätten aus dem Tritt bringen können. Doch sowohl 2016 (u.a. Brexit, US-Präsidentschaftswahl) als auch 2017 (z.B. US-Innenpolitik, Säbelrasseln zwischen Nordkorea und den USA, diverse Wahlen, Staatspleite Venezuelas, Wende in der Geldpolitik) zeigten sich die Märkte von all dem unbeeindruckt und reagierten höchstens kurzfristig negativ.

Auch die Erwartungen für 2018 erinnern an den Ausblick für 2017. Die Weltwirtschaft befindet sich in guter Verfassung. Zahlreiche Frühindikatoren lassen eine Fortsetzung der Wachstumsdynamik erwarten. Dies ist eine solide Basis für die Entwicklung der Aktienmärkte. Nach dem starken Anstieg bewegen sich die Bewertungen von Aktien jedoch auf hohem Niveau. Das limitiert weitere Kursavancen (was sich letztes Jahr als "Fehlprognose" herausgestellt hat). Eine vorübergehende Korrektur ist angesichts der langen Hausse nicht auszuschliessen. Im zweiten Halbjahr könnte der weitere Rückzug der Notenbanken zudem für erhöhte Volatilität sorgen. Für eine nachhaltige Baisse ist das Umfeld aber zu gut.

Was heisst das für die Zinsen? Neben dem skizzierten Konjunkturszenario spricht die restriktivere Geldpolitik für steigende Langfristzinsen. Ausserdem sorgt die US-Steuerreform für einen Fiskalstimulus, der weiteren Aufwärtsdruck bringt. Ausmass und Geschwindigkeit des Zinsanstiegs sind schwierig vorauszusagen. Schon letztes Jahr sind die Zinsen in vergleichbarem Umfeld nicht im erwarteten Ausmass gestiegen. Passiert nichts Aussergewöhnliches, zeigt der Trend bei den langen Zinsen aber nach oben, auch wenn der noch immer bescheidene Preisauftrieb den Aufwärtsdruck beschränkt. Nichts Neues bei den Leitzinsen: Während die US-Notenbank die Politik gradueller Zinsschritte fortsetzen wird, ist in der Eurozone und in der Schweiz keine Erhöhung in Sicht.

Wie schon 2017 ist das grösste Risiko für unser Basisszenario eine Aufwärtsspirale aus mehr Investitionen und mehr Konsum, welche zu einer Überhitzung der Konjunktur, steigender Inflation und in der Folge einer deutlich strafferen Geldpolitik führt. Auch die politische Agenda bietet diverse Stolpersteine: Der Nordkorea-Konflikt, die US-Kongresswahlen, Wahlen in Italien oder das Ende des Hilfsprogramms für Griechenland.

Gute Konjunktur, positives Umfeld für Aktien, leicht steigende Zinsen - ein unspektakuläres Szenario. Man darf gespannt sein, ob die Märkte Störfeuer auch 2018 so problemlos wegstecken wie die letzten beiden Jahre.

**Thomas Heller**  
Chief Investment Officer  
Leiter Research

## UNSER STANDPUNKT

ANLAGEKLASSEN	EINSCHÄTZUNG	KOMMENTAR
<b>Anleihen</b>		
Staatsanleihen	↘	Wir rechnen weiterhin mit leicht höheren Zinsen. Dies aufgrund der soliden Konjunktorentwicklung und etwas restriktiverer Notenbanken. Der Anstieg dürfte sich ohne Inflationsüberraschung aber in Grenzen halten.
Unternehmensanleihen	↗	
Schwellenländer-Anleihen	↘	
Wandelanleihen	↗	
<b>Aktien</b>		
Schweiz	→	Die Zentralbankpolitik wird allmählich etwas weniger expansiv. Damit lässt ein wichtiger positiver Impuls für die Aktienmärkte nach. Die Chance auf deutliche Kursgewinne ist zudem mit Blick auf die hohen Bewertungen gering. Wahrscheinlicher ist eine Seitwärtsbewegung. Falls die Unternehmenszahlen und die Konjunktur nicht überzeugen, droht ein Rücksetzer.
Eurozone	→	
Grossbritannien	→	
USA	→	
Japan	→	
Pazifik (ex Japan)	→	
Schwellenländer	↘	
<b>Immobilien Schweiz</b>	→	Die nach wie vor tiefen Zinsen und die attraktive Ausschüttungsrendite stützen die Preise von Immobilienanlagen weiterhin. Die zunehmenden Leerstände, hohe Bewertungen und ein drohender Zinsanstieg könnten Immobilienanlagen jedoch zusehends belasten.
<b>Rohstoffe</b>		
Öl	↘	Dank des Konjunkturaufschwungs ist die Ölnachfrage solide. Gleichzeitig beschränken die OPEC und Russland die Öl-Produktion weiterhin, um den Preis zu stützen. Doch über einer Notierung von rund USD 50 ist es für viele ungebundene Produzenten (z.B. US-Fracker) profitabel, die Produktion auszuweiten. Insgesamt spricht dies dafür, dass der Preis wieder in den Bereich zwischen USD 40 und 60 sinkt. Der Goldpreis profitierte kurzfristig vom schwächeren US-Dollar Ende Jahr. Für einen weiteren Anstieg gehen derzeit weder vom Dollar noch von den Zinsen Impulse auf den Goldpreis aus. Auch ist die Risikoaversion zu gering, als dass Anleger den "sicheren Hafen" Gold suchen würden. Vorerst dürfte der Goldpreis seitwärts bis leicht tiefer tendieren.
Gold	→	
<b>Währungen vs. CHF</b>		
EUR	→	Der EUR/CHF-Wechselkurs konsolidiert bei 1.17. In den vergangenen Wochen war die SNB am Währungsmarkt wenig aktiv bzw. hat Devisenpositionen abgebaut. Sie wäre bei einer neuen Euro-Schwäche bereit, wieder zu intervenieren. Wesentlich höhere Euro-Notierungen sind aufgrund der noch immer expansiven EZB vorerst nicht zu erwarten. Der US-Dollar hat Ende Jahr an Terrain eingebüsst. Vom aktuellen Niveau aus hat der Greenback etwas Luft nach oben. Einiges scheint allerdings eingepreist, das Potenzial ist daher limitiert.
USD	↗	

- ↑ Sehr positive Einschätzung der (Sub-)Anlageklasse
- ↗ Positive Einschätzung der (Sub-)Anlageklasse
- Neutrale Einschätzung der (Sub-)Anlageklasse
- ↘ Leicht negative Einschätzung der (Sub-)Anlageklasse
- ↓ Negative Einschätzung der (Sub-)Anlageklasse

# WOLKENLOS

**Das Jahr 2017 war geprägt vom synchronen Aufschwung der Weltwirtschaft und äusserst starken Konjunkturdaten. Ermüdungserscheinungen lassen sich momentan nicht erkennen, denn die neusten Wirtschaftsindikatoren zeigen weiterhin mit grosser Dynamik nach oben. Damit fällt der konjunkturelle Ausblick optimistisch aus, eine weitere Wachstumsbeschleunigung in den nächsten Quartalen ist somit wahrscheinlich.**

In guter Verfassung zeigt sich einmal mehr der Arbeitsmarkt in den USA. Im Dezember entstanden 148'000 Arbeitsplätze. Bereits im siebten Jahr in Folge wurden damit über 2 Mio. Arbeitsplätze geschaffen. Das gab es letztmals in den Neunzigerjahren. Die Arbeitslosenrate verharrt weiterhin bei sehr tiefen 4.1%, Anfang Jahr lag sie noch bei 4.8%. Trotz dieser deutlichen Verbesserung steigen die Löhne kaum, sie sind im Vergleich zum Vorjahr um eher bescheidene 2.5% gewachsen. Doch angesichts des zunehmend ausgetrockneten Arbeitsmarktes dürfte sich im laufenden Jahr das Lohnwachstum beschleunigen.

## Rückenwind für die Industrie

Die jüngsten Daten zum Einkaufsmanagerindex (PMI) bestätigen den guten Zustand der Industrie. So liegt der wichtige Frühindikator in den USA mit 59.7 Punkten im Dezember nur knapp unter dem zehnjährigen Höchststand. Der PMI der Eurozone beendete 2017 gar mit einem Re-

kord. Die 60.6 Punkte bedeuten den höchsten je gemessenen Wert seit Umfragebeginn 1997. Zudem signalisiert der Sub-Index "Auftragseingang" mit einem starken Zuwachs auch in Zukunft viel Schwung für die Industrie.

## Es läuft rund in der Eurozone

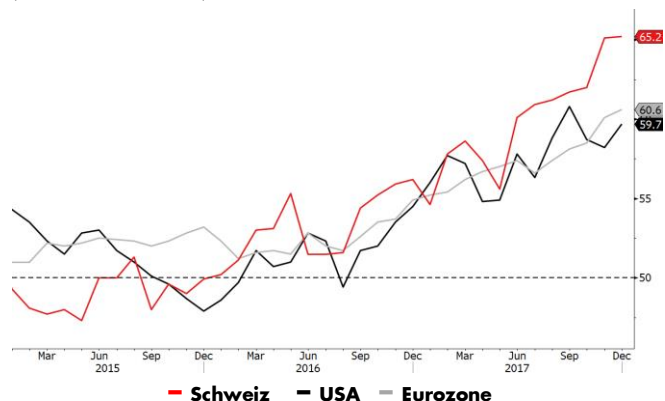
Nicht nur die Industriedaten der Eurozone entwickeln sich vielversprechend. So sank die Arbeitslosenquote im November ein weiteres Mal und befindet sich nun mit 8.7% auf einem neuen Mehrjahrestief. In den letzten vier Jahren ist sie damit um jeweils gut einen Prozentpunkt pro Jahr gefallen. Auch die Kreditvergabe der Banken nimmt Fahrt auf. So steigerten die Geldhäuser die Vergabe von Darlehen an Unternehmen sowie auch Privathaushalte so stark wie schon seit über acht Jahren nicht mehr.

## Die Schweiz zieht mit

Die Schweiz steht mit ihren Konjunkturdaten nicht hinten an. Der PMI der Industrie stieg nochmals leicht an und erreichte im Dezember hohe 65.2 Punkte. Somit notierte der Einkaufsmanagerindex im Jahr 2017 im Durchschnitt bei 60 Punkten. Ein höherer Wert wurde bislang nur dreimal erzielt. Langsam, aber stetig nahm im letzten Jahr die Inflation zu. Nachdem die Kerninflation (ohne Energie- und Lebensmittelpreise) im letzten Januar noch negativ war (-0.2%), befindet sich die Jahreststeuerung im Dezember nun bei 0.7%. Die Zunahme ist vorwiegend auf höhere Wohnungsmieten und gestiegene Preise bei Importgütern zurückzuführen.

## PMI Industrie: Synchron aufwärts

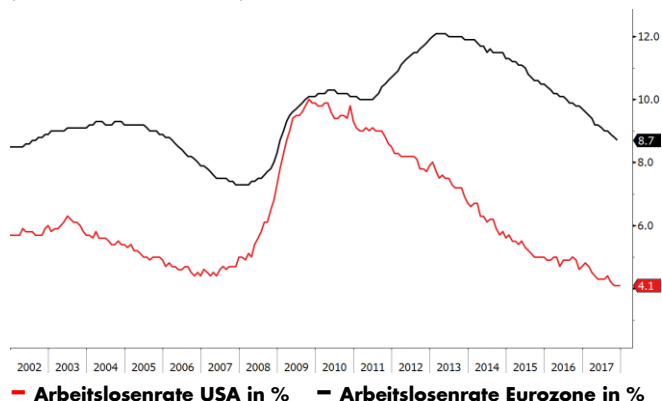
(01.2015 bis 12.2017)



Quelle: Bloomberg, SZKB

## Arbeitsmarkt: Erholung geht weiter

(01.2002 bis 11./12.2017)



Quelle: Bloomberg, SZKB

# DER WEG WIRD HOLPRIGER

**Nach deutlichen Kursanstiegen sind die Aktienmärkte mittlerweile hoch bewertet. Ab Herbst 2018 werden die beiden wichtigsten Zentralbanken den Finanzmärkten netto Liquidität entziehen. Deshalb dürfte die Kursentwicklung an den Aktienmärkten holpriger werden.**

In der Woche vor Weihnachten wurde die US-Steuerreform verabschiedet. Dank deutlich tieferen Unternehmenssteuern bleibt den Aktionären künftig mehr vom Unternehmensgewinn. Weil sich der Erfolg schon Ende November abgezeichnet hatte, sorgte der Abschluss nur noch für einen leichten Kursauftrieb. Doch auch ohne Jahresendrally resultierte für das gesamte Jahr 2017 eine sehr erfreuliche Performance (vgl. Abb.).

## Hohe Bewertungen

Die Kehrseite der erfreulichen Entwicklung: Mittlerweile sind die Aktienmärkte sehr hoch bewertet. Angesichts der starken Konjunktur wurden die Gewinnschätzungen nochmals deutlich erhöht. Und trotz dieser hohen Erwartungen ist das Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV; Kurse dividiert durch Gewinnerwartungen) im historischen Vergleich sehr hoch. Der breite amerikanische Markt wies nur während der Technologieblase ab Ende der 90er Jahre ein höheres KGV auf (vgl. Abb. rechts). In der Schweiz und der Eurozone zeigt sich ein ähnliches Bild: Die Kurs/Gewinn-Verhältnisse sind hoch, obwohl die Gewinnerwartungen optimistisch sind.

Die Technologieblase illustriert, dass übertriebene Bewertungen manchmal sehr lange anhalten und extreme Niveaus erreichen können. Dennoch bedeuten hohe Bewertungen ein grösseres Rückschlagsrisiko im Falle von negativen Überraschungen.

## Aktuell wenig Risiken für die Gewinne

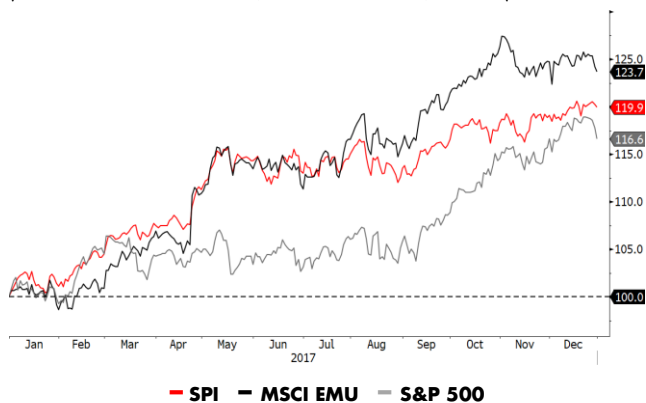
Unmittelbar sind derzeit kaum negative Faktoren abzusehen. Die Wirtschaft expandiert in erfreulichem Tempo. Zwar hat sich in China das Wachstum etwas verlangsamt. Die Absicht der Regierung, finanzielle Risiken einzudämmen, bremst zusätzlich. Das raschere Wachstum im Rest der Welt dürfte dies aber kompensieren. Und es ist gut möglich, dass sich der Aufschwung weiter beschleunigt. Denn Faktoren wie die anhaltende Aktien-Hausse, steigende Kredite und die positive Stimmung von Konsumenten und Unternehmen wecken den Eindruck, dass die Finanzkrise allmählich vergessen ist und sich neuer Optimismus breit macht. Die US-Steuerreform trägt ebenfalls dazu bei.

## Überhitzung?

Trotz des Wirtschaftsaufschwungs ist der Teuerungsdruck bisher moderat geblieben. Es sind vor allem zwei strukturelle Faktoren, welche den Preisauftrieb dämpfen: In der globalisierten Wirtschaft ist das Angebot an Produktionskapazitäten und Arbeitskräften gross, was Preis- und Lohnanstiege begrenzt. Und technologische Fortschritte (z.B. Preisvergleiche im Internet, effizientere Produktion) tragen ebenfalls zu moderater Teuerung bei.

## Ein erfreuliches Aktien-Jahr

(01.01.2017 bis 31.12.2017; Total Return in CHF; indiziert)



## Aktien USA: Hoch bewertet

(02.02.1990 bis 09.01.2018)



Diese längerfristigen Faktoren sind weiterhin gültig. Ihnen gegenüber stehen aber konjunkturelle Kräfte, welche eine höhere Inflation erwarten lassen. So liegen die Arbeitslosenquoten in den USA und Deutschland bereits auf sehr tiefem Niveau. Sie dürften angesichts des fortschreitenden Konjunkturaufschwungs weiter sinken. Damit wächst die Gefahr, dass der Lohn- und Preisdruck überhandnimmt.

### Ende der Liquiditätsflut rückt näher

Wachsender Teuerungsdruck könnte dazu führen, dass die Notenbanken die geldpolitischen Zügel stärker straffen müssen, als dies bisher erwartet wird. Auch abgesehen davon wird in den nächsten Quartalen ein wesentlicher Treiber der mehrjährigen Hausse an den Finanzmärkten wegfallen und sich ins Gegenteil verkehren: Ab Oktober wird der Nettoeffekt der Anleihekäufe von Fed und EZB negativ. Erstmals seit Jahren werden die beiden wichtigsten Zentralbanken nicht zusätzliche Liquidität ins Finanzsystem pumpen, sondern diesem Geld entziehen. Weil damit eine wichtige Stütze wegfällt, müssen die Gewinnsaussichten umso mehr überzeugen. Im Falle von Wolken am Horizont würden die Kurse heftiger reagieren. Deshalb dürfte der Kursanstieg an den Aktienmärkten allmählich holpriger werden. Insgesamt spricht dies auf Sicht der nächsten Quartale für gehaltene bis leicht höhere Kurse.

### Politische Agenda ohne grössere Risiken

Neben der geldpolitischen Straffung stehen noch einige andere, wenn auch kleinere Risiken auf der Agenda.

Am 19. Januar läuft das provisorische US-Budget aus. Damit verbunden ist eventuell ein vorübergehender Stillstand der Regierungsbehörden. Dies könnte zwar zu einem kurzen Kurstaucher führen, der aber bei einer Einigung rasch wieder aufgeholt werden dürfte.

Am 3. Februar wird Jerome Powell neuer Fed-Vorsitzender. Aufgrund seiner bisherigen Aussagen sind jedoch keine abrupten Änderungen der Geldpolitik zu erwarten.

Am 4. März finden die italienischen Parlamentswahlen statt. Entscheidend für die Finanzmärkte ist das Abschneiden der 5-Sterne-Bewegung (M5S). Denn diese liebäugelt mit einer Volksabstimmung über den Euro-Austritt Italiens. Umfragen deuten darauf hin, dass M5S mit ca. 30% Wähleranteil keine Mehrheit erreichen wird. Weil sie Koalitionen mit anderen Parteien weitgehend ausschliesst, dürfte die Bewegung somit keine Gelegenheit haben, ihr finanzmarktfeindliches Programm durchzusetzen.

Ende März oder Anfang April wird die US-Schuldenobergrenze ("Debt Ceiling") erreicht. Wenn sich die politischen Fronten verhärten, könnte es passieren, dass fällige US-Staatsanleihen etwas verzögert zurückbezahlt werden. Schliesslich ist aber mit einer Einigung der Akteure zu rechnen, da mit der Bonität der USA schlichtweg zu viel auf dem Spiel steht.

Am 6. November schliesslich stehen in den USA die Zwischenwahlen an (gesamtes Repräsentantenhaus sowie ein Drittel des Senats). Aus heutiger Sicht ist damit zu rechnen, dass diese Wahl keinen grösseren Einfluss auf die Finanzmärkte haben wird.

### Aktien Schweiz: Ebenfalls teuer

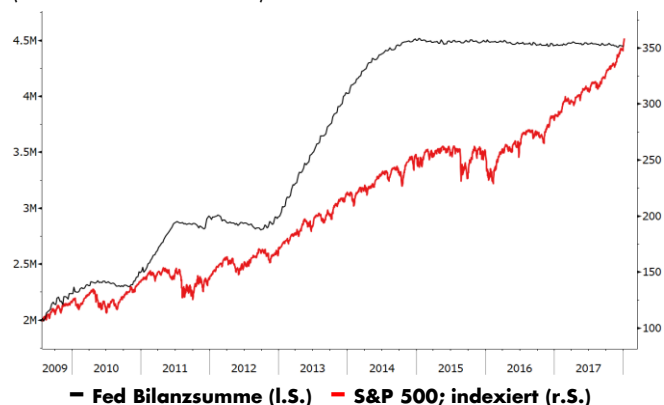
(14.03.2005 bis 09.01.2018)



Quelle: Bloomberg, SZKB

### QE: Lange Zeit Stütze, künftig Belastung

(01.08.2009 bis 09.01.2018)



Quelle: Bloomberg, SZKB

# FED BLEIBT AUF KURS

**Die US-Notenbank hat ihr Leitzinszielband im Dezember zum dritten Mal 2017 um 25 Basispunkte erhöht. Angesichts des moderaten Inflationsdrucks wird die Fed behutsam vorgehen und ihre Politik der graduellen Zinserhöhungen auch 2018 fortsetzen.**

Der letzte Zinsbeschluss des Jahres fiel nicht einstimmig. Charles Evans und Neel Kashkari stimmten aufgrund ihrer Einschätzung der (zu) niedrigen Inflationsraten dagegen. Die Fed hat in den vergangenen Jahren die Entwicklung der Inflation jeweils überschätzt. Strukturelle Faktoren wie z.B. die Globalisierung, die Automatisierung und das Internet sind Gründe dafür, dass der Inflationsdruck bis anhin moderat geblieben ist. Die Mitglieder des Offenmarktausschusses (FOMC) gehen in diesem Jahr von einer Kerninflationsrate von 1.9% aus.

## Graduelle Zinsschritte

Für 2018 zeigen die jüngsten Projektionen des FOMC eine deutlich höhere Wachstumserwartung (2.5%) als noch im September 2017 (2.1%). Auch bezüglich der Arbeitslosenquote wurden die Aussichten zum positiven hin revidiert (Dezember 3.9%, September 4.1%). Trotzdem gab es weder bei den Inflationserwartungen noch bei den Leitzinsprojektionen gegenüber den Septembervoraussagen eine Veränderungen. Der Offenmarktausschuss geht für 2018 weiterhin von drei Zinserhöhungen aus. 2019 und 2020 rechnen die US-Notenbanker mit jeweils zwei Zins-

schritten. Die Finanzmärkte erwarten einen ersten Zinsschritt im März auf ein Zielband von 1.5% bis 1.75%. Ein Unsicherheitsfaktor könnte das neue Steuergesetz in den USA sein. Sollte die Konjunktur dadurch stärker als angenommen anziehen, könnte sich die Fed gezwungen sehen, ihre Geldpolitik schneller zu straffen, als dies derzeit erwartet wird.

## EZB und SNB bis auf weiteres unverändert

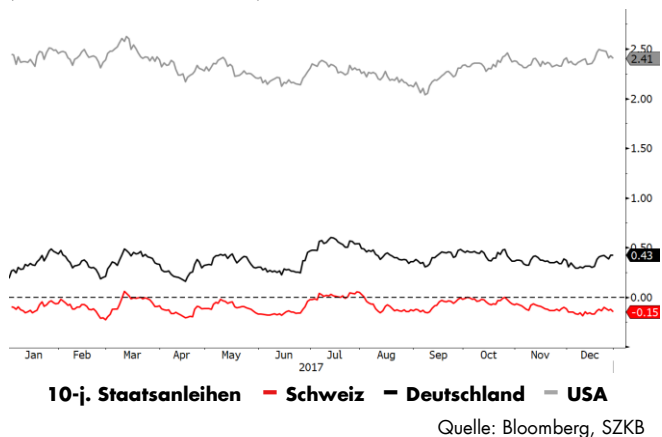
Zwar äusserte sich zuletzt unter anderem EZB-Direktor Benoît Cœuré optimistisch, dass das Anleihekaufprogramm im Herbst 2018 auslaufen könnte und nicht noch einmal verlängert wird. Dennoch dürfte sich die EZB nicht so schnell von ihrer expansiven Geldpolitik verabschieden. Eine erste Leitzinserhöhung erwarten wir erst im Laufe des Jahres 2019. Die SNB bleibt weiterhin bis zu einem gewissen Grad von der EZB abhängig und wird somit 2018 nichts Wesentliches an ihrer Politik ändern.

## Leichter Aufwärtsdruck

Wenngleich sich die langfristigen Zinsen 2017 bei ähnlichen Bedingungen kaum verändert haben, spricht derzeit Einiges für steigende Kapitalmarktzinsen (gute Konjunktur, restriktivere bzw. weniger expansive Geldpolitik, Fiskalstimulus in den USA). Die noch immer tiefe Inflation limitiert jedoch den Aufwärtsdruck auf die Zinsen. Wir rechnen 2018 mit leicht höheren Langfristzinsen.

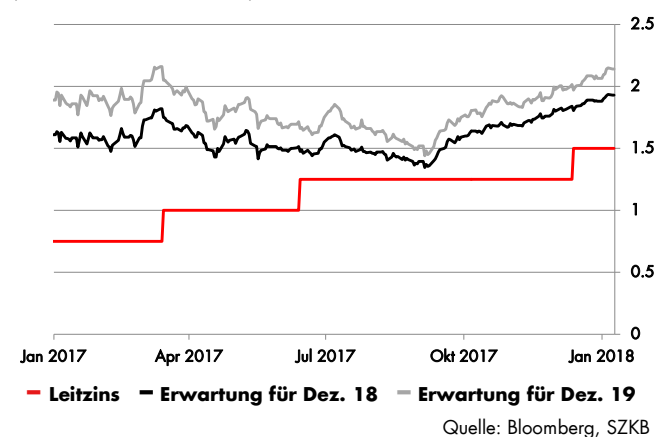
## Zinsentwicklung 2017

(31.12.2016 bis 29.12.2017)



## US-Leitzins und Erwartungen der Finanzmärkte

(01.2017 bis 01.2018; in %)





## PRO UND KONTRA

**Schweizer Immobilienwerte nahmen 2017 den Schwung aus dem Vorjahr zunächst mit und verzeichneten bis zur Jahresmitte deutliche Kursavancen. Danach folgte eine spürbare Korrektur, welche dank einer Jahresend rally aber beinahe wieder wettgemacht wurde.**

Immobilienfonds schlossen das Jahr schliesslich mit einem Plus von 6.6% ab. Einer der Auslöser für die kräftige Kurs-erholung Ende Jahr war der Wegfall von Kapitalerhöhungen, welche den Markt zuvor belastet hatten.

### Steigende Leerstände

Die institutionelle Nachfrage nach Direktinvestitionen kurbelte die Baukonjunktur an. Das zusätzliche Angebot wurde bislang von der Zuwanderung absorbiert. Diese Stütze fällt zusehends weg. Durch den Konjunkturaufschwung in den Herkunftsländern nimmt auch die Immigration weiter ab. Gesamthaft ist der Wanderungssaldo 2017 (per November) im Vorjahresvergleich um rund 12% zurückgegangen (auf ca. 52'000).

Auch wenn die Baubewilligungen für Mietwohnungen in den letzten zwölf Monaten leicht rückläufig waren, zeugen die Baugesuche für denselben Zeitraum weiterhin von einer starken Projektierungstätigkeit. Die Kombination von grossem Angebot, guter Baukonjunktur und schwächerer Zuwanderung dürfte die Leerstände weiter ansteigen lassen. Die Leerstandsquote für Wohnimmobilien lag per Mitte 2017 bei 1.47%. Dies entspricht einem Anstieg von

über 50% seit 2013. Dieser Wert dürfte weiter ansteigen und die Mieterträge unter Druck bringen.

### Gefährdete Ausschüttungen?

Die hohen Ausschüttungen könnten dadurch gefährdet werden und Immobilienanlagen würden an Attraktivität einbüßen. Zu beachten ist auch die Ausschüttungsquote. Rund ein Drittel der kotierten Fonds schüttet mehr als 100% der Erträge aus (Verdoppelung seit Ende 2016) und zehrt somit von der Substanz. Wegen des erwarteten Anstiegs der Leerstandsquote ist die Höhe der Ausschüttungen über kurz oder lang gefährdet, was sich negativ auf die Rendite und die Kursentwicklung auswirken würde.

Als Damoklesschwert schwebt auch die Zinsentwicklung über den Immobilienanlagen. Für 2018 rechnen wir zwar nicht mit grossen Bewegungen. Die kurzfristigen Zinsen werden auf dem aktuellen Niveau verharren. Bei den langfristigen Zinsen gibt es hingegen einen leichten Aufwärtsdruck, womit eine weitere Stütze der Immobilienbewertungen an Stärke verliert.

### Die Renditedifferenz ist noch stark positiv

Noch gibt es gute Argumente für Immobilienanlagen. Diese liegen nach wie vor insbesondere im allgemeinen Anlagenotstand und in der Renditedifferenz von rund 3% gegenüber Bundesobligationen begründet. Die zunehmenden Leerstände, hohe Bewertungen und ein drohender Zinsanstieg könnten Immobilienanlagen jedoch zusehends belasten.

### Jahresend rally der Immobilienanlagen

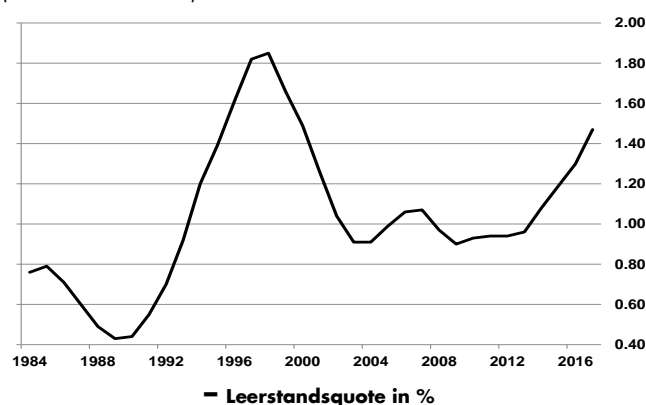
(01.01.2017 bis 31.12.2017; Total Return; indexiert)



Quelle: Bloomberg, SZKB

### Steigende Leerstände bei Wohnimmobilien

(06.1984 bis 06.2017)



Quelle: Bundesamt für Statistik, SZKB

# ASSET ALLOCATION

	--	-	=	+	++	VORMONAT
<b>Cash</b>						+
<b>Anleihen</b>						-
Staatsanleihen						--
Unternehmensanleihen						+
Wandelanleihen						++
<b>Aktien</b>						-
Schweiz						=
Eurozone						+
Grossbritannien						=
USA						-
Japan						=
Pazifik (ex Japan)						=
Schwellenländer						-
<b>Immobilien Schweiz</b>						=
<b>Alternative Anlagen*</b>						+

\* Private Equity, versicherungsbasierte Anlagen, erstrangig besicherte Unternehmenskredite, Hedge Funds

++ / + Übergewichtung der (Sub-)Anlageklasse  
 = Neutrale Gewichtung der (Sub-)Anlageklasse  
 - / -- Untergewichtung der (Sub-)Anlageklasse

Die konjunkturellen Perspektiven sind gut bis sehr gut und bilden eine solide Basis für die Aktienmärkte in diesem Jahr. Auf den Zinsen lastet ein leichter Aufwärtsdruck.

Für Aktien sind im Grunde die Fundamentaldaten nach wie vor intakt: Ein ansprechendes Wachstum, die positive Gewinnentwicklung und die noch immer grosszügige Liquiditätsversorgung. Die Risiken bleiben allerdings dieselben: Eine bereits lang anhaltende Hausse, hohe Bewertungen und vorherrschender Optimismus. Wir bevorzugen weiterhin eine leicht vorsichtigere Positionierung und halten deshalb an unserem kleinen Untergewicht bei der Aktienquote (vor allem zulasten der USA) fest.

Vieles spricht für steigende Kapitalmarktzinsen (gute Konjunktur, restriktivere bzw. weniger expansive Geldpolitik, Fiskalstimulus in den USA). Die noch immer tiefe Inflation limitiert zwar den Aufwärtsdruck auf die Zinsen. Wir rechnen 2018 dennoch mit leicht höheren Kapitalmarkttrenditen und bleiben in unseren Portfolios bei Staatsanleihen weiterhin klar untergewichtet. Dies zugunsten von Unternehmens- und Wandelanleihen.

Die nach wie vor tiefen Zinsen und die attraktive Ausschüttungsrendite stützen die Preise von Immobilienanlagen weiterhin. Die zunehmenden Leerstände, hohe Bewertungen und ein drohender Zinsanstieg könnten Immobilienanlagen jedoch zusehends belasten. Wir halten aber weiterhin an der neutralen Immobilienquote fest.

Bei den Alternativen Anlagen geht das Übergewicht nach wie vor zugunsten versicherungsbasierter Anlagen. Sie profitieren von einem möglichen Zinsanstieg sowie von steigenden Prämien.

# MARKTÜBERSICHT PER 31.12.2017

AKTIEN / IMMOBILIEN	Performance in % in Lokalwährung		
	STAND	DEZ	YTD
SPI	10'752	+0.7	+19.9
Euro Stoxx 50	3'504	-1.7	+9.9
FTSE 100	7'688	+5.0	+12.0
DAX	12'918	-0.8	+12.5
S&P 500	2'674	+1.1	+21.8
Dow Jones Industrial	24'719	+1.9	+28.1
Topix	1'818	+1.5	+22.2
Immobilien-Fonds CH	382	+5.5	+6.6

ZINSEN	Veränderung in Basispunkten		
	STAND	DEZ	YTD
Schweiz 10j Swap	0.28%	0	+13
Eurozone 10j Swap	0.89%	+6	+22
USA 10j Swap	2.40%	-1	+6
UK 10j Swap	1.27%	-13	+4
Japan 10j Swap	0.26%	0	+4
Schweiz 3m LIBOR	-0.75%	+1	-2
Eurozone 3m LIBOR	-0.38%	0	-5
USA 3m LIBOR	1.69%	+21	+70

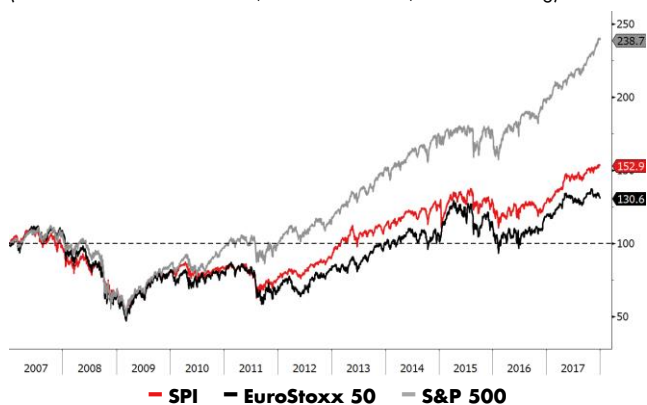
ROHSTOFFE	Performance in %		
	STAND	DEZ	YTD
Öl Brent in USD	66.9	+7.3	+14.2
Gold Unze in USD	1'303	+2.2	+13.1
Gold kg in CHF	40'832	+1.3	+9.1
Industriemetalle in USD	138.5	+9.0	+28.1
Agrarrohstoffe in USD	47.5	-1.6	-11.9

WÄHRUNGEN	Performance in %		
	STAND	DEZ	YTD
EUR in CHF	1.17	0.0	+9.2
USD in CHF	0.97	-0.9	-4.4
GBP in CHF	1.32	-1.0	+4.7
JPY in CHF	0.86	-1.1	-0.7
EUR in USD	1.20	+0.8	+14.1

Quelle: Bloomberg, SZKB

## Aktien

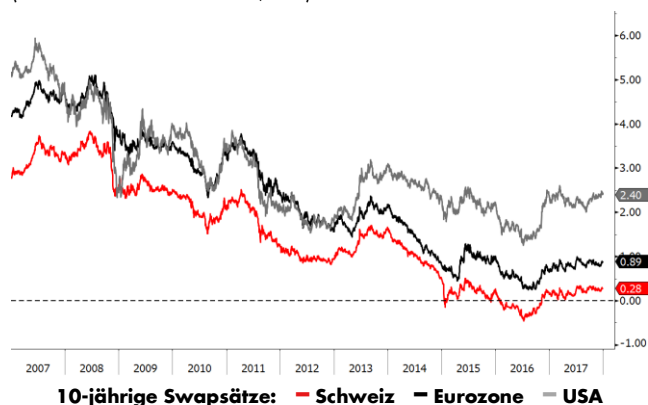
(01.01.2007 bis 29.12.2017; indiziert auf 100; in Lokalwährung)



Quelle: Bloomberg, SZKB

## Zinsen

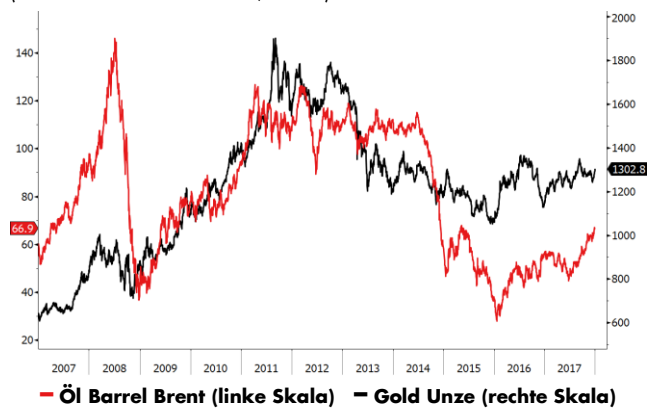
(01.01.2007 bis 29.12.2017; in %)



Quelle: Bloomberg, SZKB

## Rohstoffe

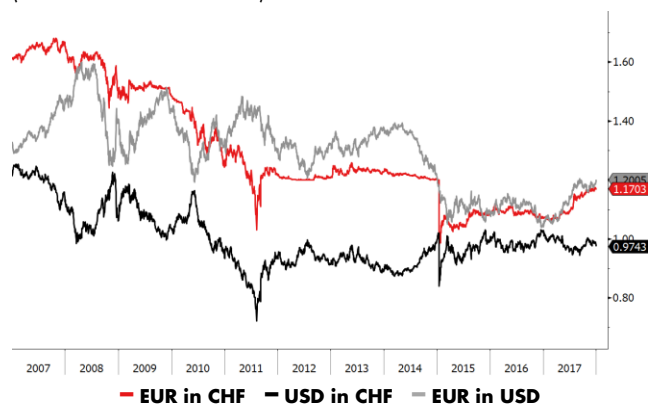
(01.01.2007 bis 29.12.2017; in USD)



Quelle: Bloomberg, SZKB

## Währungen

(01.01.2007 bis 29.12.2017)



Quelle: Bloomberg, SZKB

---

## **Schwyzer Kantonalbank**

Private Banking Schwyz  
Bahnhofstrasse 3  
6430 Schwyz  
+41 (0)58 800 28 00

Private Banking Pfäffikon  
Bahnhofstrasse 6  
8808 Pfäffikon  
+41 (0)58 800 29 00