

Investment Strategie 4. Quartal 2017

- > Zinserhöhungen in den USA verzögern sich weiter
- > Europas Wirtschaft kommt immer besser in Fahrt
- > Spezialthema «Qualitätssiegel für die Vermögensverwaltung»



Editorial

Inhaltsverzeichnis

Spezialthema «Qualitätssiegel für die Vermögensverwaltung»	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

Zum Redaktionsschluss der letzten Ausgabe der Investment Strategie (30. Juni 2017) lag der Euro-Schweizer-Franken-Kurs noch knapp unter Fr. 1.10 je Euro. Erfreulicherweise für unsere Exportindustrie vermochte sich der Franken gegenüber dem Euro zwischenzeitlich bis in den Bereich von Fr. 1.15 je Euro weiter abzuschwächen.

Dies ist in erster Linie den guten Wirtschaftsdaten aus der Euro-Zone zu verdanken. Zusammen mit der neu erwachten politischen Aufbruchsstimmung in Europa durch die Wahl Macrons zum französischen Präsidenten vermochte dies die europäische Gemeinschaftswährung insbesondere gegenüber dem US-Dollar wieder deutlich zu festigen.

Es bleibt allerdings abzuwarten, ob und wann die nach wie vor vorhandenen Probleme in Europa wieder auftauchen werden, zumal der europäische Weg von Präsident Macron in einigen Punkten nicht dem Gedankengut Deutschlands entspricht. Entsprechende Diskussionen dürften das politische Geschehen in Europa in den nächsten Monaten prägen.

Ansonsten lieferten für einmal nicht das wirtschaftliche oder politische Geschehen die Schlagzeilen, sondern die Natur in Form der Hurrikane «Harvey» und «Irma». Ersterer brachte enorme Mengen Wasser und Überschwemmungen nach Texas, Letzterer brach einen neuen Geschwindigkeitsrekord: «Irma» war der erste tropische Wirbelsturm, der eine andauernde Windgeschwindigkeit von nahezu 300 km/h während 37 Stunden erreichte!

Dank moderner Technik und entsprechenden Vorhersagen kamen glücklicherweise verhältnismässig wenige Menschen zu körperlichen Schäden. Die durch die Hurrikane verursachten enormen Schäden an Infrastruktur und Immobilien dürften die Konjunkturdaten in den USA aber noch für einige Monate durcheinanderwirbeln. Letztlich wird es sich jedoch auch hier um ein «Nullsummenspiel» handeln: Mögliche aktuelle Wachstumseinbussen werden zu einem späteren Zeitpunkt mit den Aufbaurbeiten wieder kompensiert.

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

Qualitätssiegel für die Vermögensverwaltung

In der Industrie gehören Qualitätsnormen heutzutage zum Standard. Ein unabhängig durchgeführter Zertifizierungsprozess gibt dem Kunden die nötige Gewissheit, dass sein Geschäftspartner gewisse Mindeststandards erfüllt. Die wohl bekannteste Normreihe diesbezüglich ist ISO 9000. Aber haben Sie gewusst, dass es auch in der Vermögensverwaltung international anerkannte Normen gibt? Will der Kunde nämlich den Anlageerfolg verschiedener Vermögensverwalter miteinander vergleichen, ist er auf eine einheitliche Berechnung und Darstellung der erwirtschafteten Performance angewiesen. Zu diesem Zweck gibt es die Global Investment Performance Standards, kurz GIPS® genannt. Es handelt sich dabei um eine Reihe ethischer Standards, nach deren Grundsätzen der Anlageerfolg einheitlich berechnet, präsentiert und offengelegt wird.

Wozu ein einheitlicher Performance-Standard?

Das Resultat einer Vermögensanlage wird mit der sogenannten Performance gemessen. Darunter versteht man in der Vermögensverwaltung den Gesamterfolg, welchen die getätigten Anlagen innerhalb einer bestimmten Periode (normalerweise ein Kalenderjahr) erwirtschaftet haben. Berechnet wird er, stark vereinfacht ausgedrückt, auf der Basis der Differenz zwischen Anfangs- und Endwert in Prozent des Anfangswertes. In der Praxis ist diese Messung jedoch wesentlich komplizierter, müssen doch zusätzliche Komponenten wie Ausschüttungen (Coupons- und Dividendenzahlungen), allfällige Cashflows (Ein- und Auszahlungen) und Kosten berücksichtigt werden. Dieser Umstand erschwert die Vergleichbarkeit von Performancewerten und damit der Anlagequalität verschiedener Vermögensverwalter. Deshalb ist es wichtig, dass ein einheitlicher Standard die Berechnung sowie die Darstellung regelt. Andernfalls kann es rasch geschehen, dass im einen Fall die Kosten vollumfänglich berücksichtigt werden, während im andern Fall eine Performance ohne Berücksichtigung von Gebühren berechnet wird.

Was ist der Nutzen für den Kunden?

Die vorgängig erwähnten Beispiele zeigen die Schwierigkeit in der Performancemessung auf. Damit diese Punkte von allen involvierten Parteien möglichst einheitlich behandelt werden, wurden die erwähnten Standards auf selbstregulierender Basis eingeführt. Der Kunde hat damit die Gewissheit, dass die ausgewiesene Performance nach einem einheitlichen Massstab berechnet und dargestellt wird. Zusätzlich wird ihm ein einfacher Vergleich von verschiedenen Instituten ermöglicht, welche

ihre Zahlen nach den Standards präsentieren, ohne dass er weitergehende Details der Berechnung zu kennen braucht. Einzig den Einbezug der Spesen (brutto oder netto) sollte er sicherheitshalber noch in Erfahrung bringen. Ein weiterer Vorteil ist der Umstand, dass Performancezahlen der einzelnen Strategien als gewichtete Mittelwerte aller Mandate mit gleicher Ausrichtung (sogenannter Composite) dargestellt werden. Der potenzielle Kunde erhält damit einen objektiven Einblick in die Qualität der Vermögensverwaltung und wird nicht mit einem synthetischen Musterportfolio geblendet.

Umsetzung in den Vermögensverwaltungsmandaten der AKB

Die Aargauische Kantonalbank wendet die Richtlinien für sämtliche ihrer institutionellen wie auch privaten Anleger an. Damit profitieren alle Vermögensverwaltungskunden vom internationalen Gütesiegel der GIPS®. Obwohl es sich um eine freiwillige Selbstregulierung handelt, geht die AKB noch einen Schritt weiter. Sie lässt die Einhaltung der Richtlinien jährlich durch eine unabhängige externe Revisionsstelle verifizieren. Mittlerweile kann sie auf einen Track Record von beachtlichen 18 Jahren zurückschauen.

Wie Sie sehen, gehen für die Aargauische Kantonalbank Qualität und Erfolg in der Vermögensverwaltung Hand in Hand. Für die Qualität steht die Einhaltung der GIPS®, für den Erfolg die erfreulichen Performancewerte der vergangenen Jahre. Wenn Sie mehr über unsere Dienstleistung der Vermögensverwaltung erfahren möchten, zögern Sie nicht, sich mit uns in Verbindung zu setzen. Unsere Beraterinnen oder Berater geben Ihnen gerne Auskunft. Informieren Sie sich bitte auch auf unserer Internetseite www.akb.ch/pm.

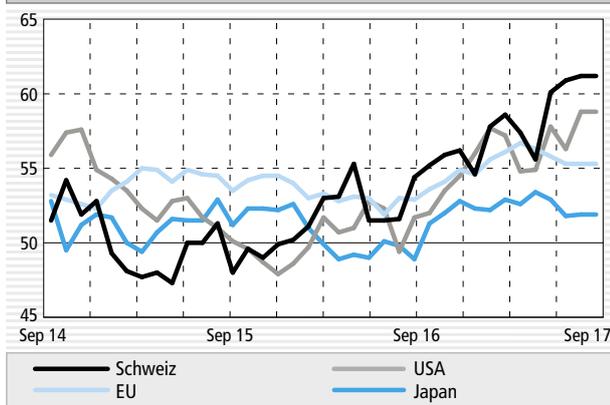
Makroökonomie Europa und Schweiz

Europa

Wachstum nähert sich der 2%-Marke

Die soliden Konjunkturdaten in der Euro-Zone halten an. Dabei verringerte sich erfreulicherweise auch das bisher festgestellte Wachstumsgefälle zwischen den einzelnen Staaten. Selbst Italiens Wirtschaft wuchs in den letzten Quartalen wieder mit Raten von 0,4%. Das 2. Semester dürfte allerdings nicht mehr eine ganz so hohe Wachstumsdynamik an den Tag legen. Namentlich steht es zu befürchten, dass die Aufwertung des Euro für etwas weniger konjunkturellen Rückenwind sorgen wird. Die Auswirkungen dürften aber weniger gravierend sein als während des Höhepunkts der Schuldenkrise, weil die Binnenkonjunktur der Euro-Zone als Wachstumstreiber an Bedeutung gewonnen hat. Mittlerweile rechnen wir damit, dass in der Euro-Zone ein Wachstum von rund 2% erreicht wird. Die konjunkturellen Frühindikatoren deuten sogar ein noch höheres Wachstum an, allerdings haben sie in der gesamten Erholungsphase ein zu optimistisches Bild gezeichnet.

Entwicklung Einkaufsmanagerindex (PMI)



Deutschland hat gewählt

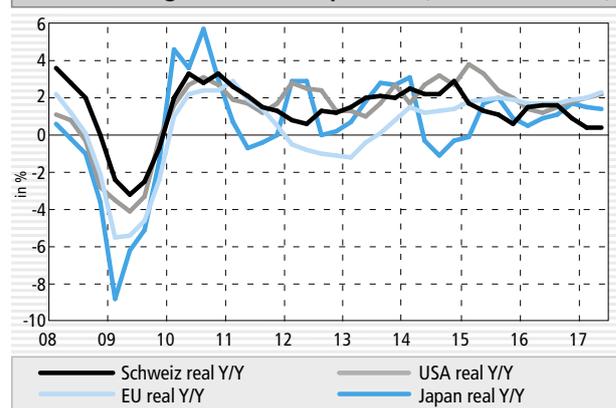
Nach den Bundestagswahlen in Deutschland läuft alles auf eine Regierungskoalition zwischen CDU/CSU, FDP und Grünen hinaus. Der Koalitionsvertrag dürfte viele Kompromisse auf dem kleinsten gemeinsamen Nenner enthalten, sodass vorerst keine grossen innenpolitischen Richtungsänderungen zu erwarten sind. Wenig wahrscheinlich ist ein Richtungswechsel, der nachhaltige Auswirkungen beispielsweise auf den langfristigen Wachstumspfad des Bruttoinlandsprodukts hätte. Neben der Innenpolitik wird auch die künftige Europapolitik der neuen Regierung eine wichtige Rolle spielen. Eine weitere Integration, wie sie sich der französische Präsident Emmanuel Macron vorstellt, wäre mit einer Fortsetzung der Grossen Koalition weniger schwierig gewesen. Die FDP hat Vorschlägen, die auf höhere Transferzahlungen oder Eurobonds zielen, eine Absage erteilt. Das Gleiche gilt für die CSU und weite Teile der CDU. Folglich ist davon auszugehen, dass die bisherige Europapolitik im Wesentlichen beibehalten wird.

Schweiz

Weiter zunehmende Wachstumsdynamik

Die Schweizer Wirtschaft ist aktuell gut unterwegs, und die rekordhohen Vorlaufindikatoren, insbesondere der Einkaufsmanagerindex und die stetig zunehmende Konsumentenstimmung, deuten auf eine weitere Beschleunigung im 2. Halbjahr hin. Nichtsdestotrotz fiel das Wachstum im 2. Quartal mit lediglich 0,3% gegenüber dem Vorquartal ernüchternd aus, was nicht zuletzt einer schwachen Binnennachfrage geschuldet war. Die stark rückläufige Migrationsbewegung in die Schweiz scheint hier erste Spuren zu hinterlassen. Trotzdem bleibt die schweizerische Volkswirtschaft in einer beneidenswerten Verfassung – dies jedoch bei einer erstaunlich schwachen Produktivitätsentwicklung.

Entwicklung Bruttoinlandsprodukt (Industriestaaten)



Anhaltend schwache Produktivität

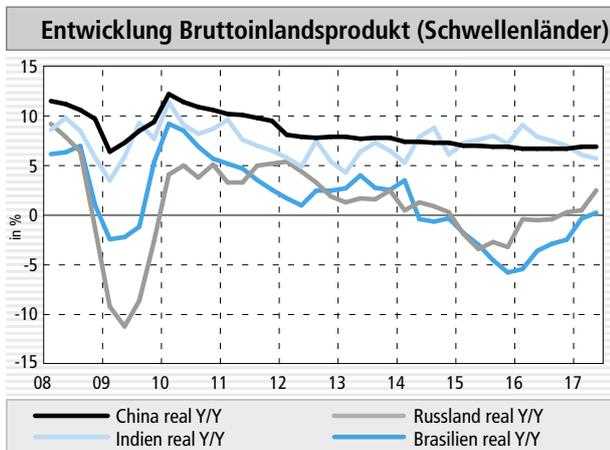
Neuen Zahlen zufolge schneidet die Schweiz punkto Arbeitsproduktivität unterdurchschnittlich ab. Etliche Industrieländer wiesen in den letzten 20 Jahren eine höhere Produktivität auf. Dies ist eine besorgniserregende Nachricht, ist doch eine effiziente gesamtwirtschaftliche Wertschöpfung Voraussetzung für ein nachhaltiges Wachstum und Wohlfahrtssteigerungen. Über die Gründe der schwachen Produktivitätsentwicklung des Innovationsmeisters Schweiz kann nur spekuliert werden. Gemäss wissenschaftlichen Untersuchungen sind mangelnde Investitionen zur Hälfte daran schuld. Hinzu kommt, dass seit den 1990er-Jahren nur wenige Branchen die Arbeitsproduktivität deutlich steigern konnten – darunter die Finanzbranche, der Handel und der Life-Sciences-Bereich. Dies bedeutet ein volkswirtschaftliches Klumpenrisiko. Ein weiteres wichtiges Hindernis der Produktivitätsentwicklung ist die geringe Wettbewerbskraft des Binnenmarktes. So oder so hat sich das Potenzialwachstum in der Schweiz in den letzten Jahren deutlich reduziert. Mittlerweile sehen wir dieses nur noch bei 1,3% bis 1,5% p.a. Vor der Finanzkrise wurde gemeinhin von 1,8% bis 2,0% p.a. ausgegangen.

Makroökonomie Nordamerika und Asien

Nordamerika

Wachstumsaussichten bleiben positiv

Die jüngst eher etwas konsolidierenden makroökonomischen Daten der US-Wirtschaft zeichnen aktuell wieder ein dynamischeres Bild der USA, überraschen die Daten doch wieder häufiger positiv als noch vor wenigen Wochen. Vor dem Hintergrund nach wie vor hoher Detailhandelsumsätze darf der Start ins 2. Semester als gelungen bezeichnet werden. Andere Sektoren, wie die Industrie, sowie der Arbeitsmarkt entwickeln sich ebenfalls solide, sodass sich die Perspektiven wieder aufgehellt haben. Dies ist umso wichtiger, als die Enttäuschungen über die US-Regierung an den Finanzmärkten in den vergangenen Wochen spürbarer geworden sind. Die von Präsident Trump versprochenen Impulse sind nun weitgehend verpufft. Auch dürften die innenpolitischen Querelen anhalten. Immerhin konnte die aufgrund des Erreichens der Schuldenobergrenze drohende Zahlungsunfähigkeit der US-Regierung vorderhand abgewehrt werden, indem sich der Kongress auf eine Zwischenfinanzierung bis Mitte Dezember einigte. Wir gehen davon aus, dass sich der US-Kongress dannzumal auf ein Budget einigen kann und die neuerliche Erhöhung der Schuldenobergrenze beschliesst.



Die Tropenstürme und ihre Folgen

Die Hurrikane «Harvey» und «Irma» haben in den USA Milliardenschäden angerichtet. Für eine exakte Abschätzung der volkswirtschaftlichen Auswirkungen ist es zwar noch zu früh. Doch die Erfahrung lehrt, dass die makroökonomischen Daten in den Monaten nach solchen Katastrophen durcheinandergewirbelt werden können. Die Auswirkungen dürften letztlich aber kaum Einfluss auf die Wachstumsentwicklung in den USA haben. Auch für die Richtung der US-Geldpolitik dürften die Folgen nicht entscheidend sein. Es kann aber durchaus sein, dass die jüngst beobachtete Inflationsverlangsamung durch die sturmbedingt vorübergehend flauere Nachfrage verstärkt wird und der im Dezember erwartete Zinsschritt der amerikanischen Zentralbank FED ins kommende Jahr verschoben wird.

Asien

Japan: Solide Aussichten für das 2. Halbjahr

Das 2. Quartal wies mit einem annualisierten Quartalswachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) von 2,5% einen ausserordentlich soliden Wert aus. Im 2. Halbjahr dürfte das Wachstum allerdings weniger hoch als im 1. Semester ausfallen, jedoch immer noch über dem Potenzialwachstum zu liegen kommen. Die privaten Investitionen und der Nettoexport sollten ansehnliche Wachstumsbeiträge liefern. Der private Konsum dürfte etwas an Wachstumsdynamik verlieren, jedoch vom robusten Arbeitsmarkt gestützt werden. Zudem wird die wachstumsfördernde Wirkung des staatlichen Stimulierungspakets langsam auslaufen.

China: Politik beeinflusst Wachstum

Das Wirtschaftswachstum hat sich im August abgeschwächt. Dabei handelt es sich vor allem um eine politisch induzierte Wachstumsverlangsamung. Neben dem Deleveraging und der Reduzierung der Überkapazitäten, legte die Regierung jüngst grosses Gewicht auf die Bekämpfung der Umweltverschmutzung. Die Inspektionen und die restriktiveren Vorgaben führten zu zahlreichen Schliessungen von umweltverschmutzenden Unternehmen. So ist der Rückgang des Wachstums der Industrieproduktion auf 6,0% (Juli: 6,4%) primär auf Produktionseinbussen in umweltbelastenden Sektoren wie der Zement- oder der Metall verarbeitenden Industrie zurückzuführen. Demgegenüber liegen die Zuwachsraten bei höherwertigen Produkten wie Halbleitern oder Industrierobotern im zweistelligen Bereich. Wir rechnen weiterhin mit einer leichten Wachstumsverlangsamung im 2. Halbjahr.

Indien: Enttäuschendes Wachstum im 2. Quartal

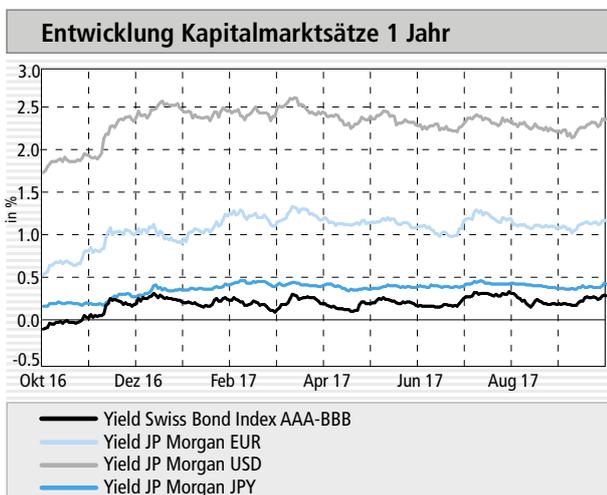
Das Wachstum des indischen BIP im 2. Quartal hat enttäuscht. Mit 5,7% gegenüber dem Vorjahr lag es tiefer als im schon bescheidenen 1. Quartal (6,1%) und unter den Markterwartungen. Für das schwache Wachstum im 2. Quartal ist schwergewichtig die Einführung der landesweit einheitlichen Mehrwertsteuer (GST) am 1. Juli verantwortlich. Diese Reform wird mittelfristig positive Wachstumseffekte entfalten. Kurzfristige Unsicherheiten bezüglich ihrer Einführung haben aber einen starken Lagerabbau und einen Wachstumsrückgang im Industriesektor ausgelöst. Da der negative GST-Effekt allerdings temporär sein dürfte, rechnen wir im 2. Halbjahr wieder mit einer besseren Wachstumsdynamik. Das BIP-Wachstum wird vor allem vom privaten Konsum getragen. Hingegen dürften die Investitionen weiterhin nur moderat zunehmen. Diese Entwicklung ist für das mittel- und längerfristige Wachstum ein Risiko, da zu wenig produktives Kapital und Arbeitsplätze geschaffen werden.

Geldmarkt und Obligationen

Geld- und Kapitalmärkte im Überblick

Keine wesentlichen Bewegungen

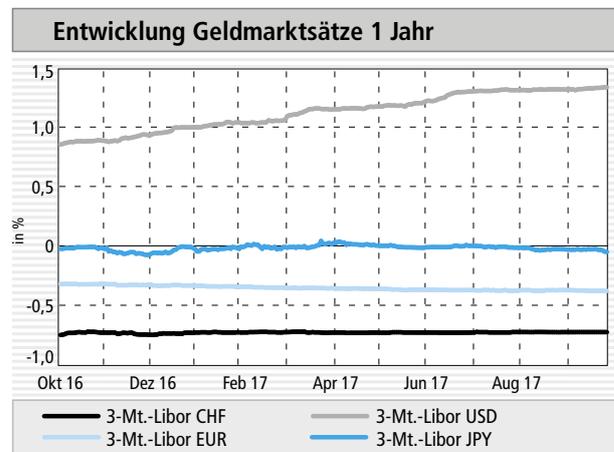
An den internationalen Anleihensmärkten ist nach wie vor kein eigentlicher Trend auszumachen. Geldpolitische Aussagen der Notenbanken, eine boomende Globalwirtschaft, moderate Inflationserwartungen und ein gelegentlich aufkommendes Sicherheitsbedürfnis der Anleger beeinflussen momentan die Anleienspreise und damit die Zinsbewegungen im ständigen Wechsel. Die massgebenden Notenbanken haben begonnen, zunehmend laut über den Ausstieg aus der ultra-expansiven Geldpolitik nachzudenken. Dies betrifft nicht nur eine mögliche Leitzinserhöhung, sondern auch den Abbau der durch Wertpapierkäufe aufgeblähten Notenbankbilanzen. Eine mögliche Normalisierung der Zinslandschaft könnte deshalb zunehmend die Märkte beeinflussen. Anschauungsunterricht diesbezüglich haben bisher vor allem die USA geliefert. Die amerikanische Notenbank hat mit der Straffung der Geldpolitik bereits im Dezember 2015 begonnen. Unerwünschte Marktverzerrungen sind bisher allerdings ausgeblieben. Bezüglich der Teuerungsentwicklung ist man eigentlich davon ausgegangen, dass die steigende Wachstumsdynamik der einzelnen Volkswirtschaften zu einem Anstieg der Verbraucherpreise führen sollte. Doch bisher war das Niveau bei den Löhnen ziemlich stabil, weshalb an der Inflationsfront, abgesehen von den zwischenzeitlich gestiegenen Energiepreisen, keine wesentlichen Aufwärtstreiber spürbar sind. Zunehmend auftretende geopolitische Störfaktoren haben bei den Anlegern vermehrt das Bedürfnis nach sicheren Anlagen hervorgerufen. Trotz äusserst bescheidenem Renditeniveau gehören die festverzinslichen Papiere nach wie vor dazu und profitieren jeweils von der steigenden Nachfrage. Insgesamt ist es wenig verwunderlich, haben sich aufgrund der Wechselwirkung der einzelnen Bestimmungsfaktoren wenige Veränderungen für das Preisniveau an den Anleihensmärkten ergeben. Die von uns bereits



mehrfach angesprochene Bewegung innerhalb eines Seitwärtskanals hat sich auch im letzten Quartal bewahrheitet.

Zinsnormalisierung wird diskutiert

Die Europäische Zentralbank EZB hält sich bezüglich einer möglichen Normalisierung der Geldpolitik weiterhin zurück. Zwar hat sie sich jüngst dahingehend geäussert, dass ein möglicher Ausstieg aus den Anleienskäufen diskutiert wird. Allerdings werden verschiedene Optionen geprüft. Die allgemeine Erwartungshaltung zielt momentan auf das Oktober-Meeting, wo konkrete Informationen zur zukünftigen geldpolitischen Ausrichtung dargelegt werden sollen. Trotz positiver Konjunkturaussichten tut sich die EZB bezüglich einer baldigen Normalisierung der Geldpolitik schwer. Schuld daran sind in erster Linie die gedämpften Inflationserwartungen. Dies hängt insbesondere mit dem erstarkten Euro und damit verbunden möglichen negativen Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum zusammen. Vorerhand bleibt die geldpolitische Ausrichtung unverändert expansiv. Dies bedeutet einen Leitzins von 0% sowie ein unverändertes Volumen der Wertpapierkäufe von EUR 60 Mrd. pro Monat.



Die amerikanische Notenbank FED hat erwartungsgemäss den Startschuss zur Bilanzreduktion verkündet. Sie wird zu diesem Zweck zukünftig die Mittel fälliger Anleihen schrittweise nicht mehr reinvestieren. Damit wird ein Abbau der über Jahre angeschwollenen Notenbankbilanz angestrebt. Dies stellt einen weiteren Schritt zur laufenden Normalisierung der Geldpolitik dar. Gleichzeitig betonte das Gremium einmal mehr, behutsam vorzugehen, was die Rückführung der expansiven Geldpolitik angeht. Negative Auswirkungen auf die Wirtschaft oder mögliche Verzerrungen an den Finanzmärkten sollen unbedingt vermieden werden. Der Leitzins wurde unverändert belassen. Auch diese Entscheidung stellt keine Überraschung dar. Allerdings hat das Gremium darauf hingewiesen, dass es bis Ende Jahr noch eine Erhöhung vorsieht. Zudem sollen 2018 planmässig drei weitere Zinsschritte folgen. Vorausgesetzt die

Geldmarkt und Obligationen

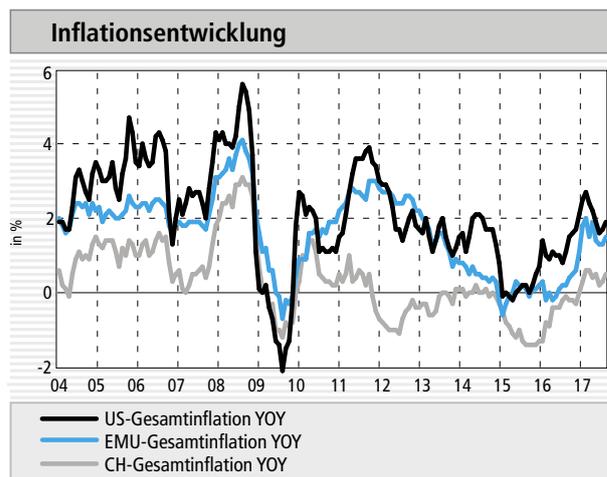
Konjunktur und der Arbeitsmarkt entwickeln sich in die gewünschte Richtung.

Die Schweizerische Nationalbank SNB hat anlässlich ihrer letzten Lagebeurteilung den aktuellen geldpolitischen Kurs bestätigt. Dazu gehören, neben den aktuell geltenden Negativzinsen, im Bedarfsfall auch weiterhin Aktivitäten am Devisenmarkt. Allerdings hat sie dieses Mal auf die Formulierung eines deutlich überbewerteten Schweizer Frankens verzichtet. Sie trägt damit den Fortschritten des Euros Rechnung, welcher sich dieses Jahr gegenüber den meisten Währungen deutlich aufgewertet hat. Angesichts der vorherrschenden geopolitischen Unsicherheitsfaktoren kann sich diese Einschätzung aber rasch wieder ändern. Ebenso hat die SNB die Inflationserwartung aufgrund der Wechselkursoptik leicht nach oben angepasst. Bezüglich einer möglichen Leitzinserhöhung befindet sich die Schweiz weiterhin in Geiselhaft der Euro-Zone. Solange die EZB die geldpolitischen Zügel nicht deutlich strafft, wird die SNB ihrer aktuellen Ausrichtung treu bleiben.

Fehlender Teuerungsdruck

In den USA sind jüngst die Verbraucherpreise höher als erwartet ausgefallen. Schuld daran waren die gestiegenen Benzinspreise, was eine direkte Folge der Raffinerieengpässe nach dem Wirbelsturm «Harvey» war. Trotzdem rechnen wir für die nächsten Monate nicht mit einem deutlichen Anstieg der Inflationsrate. Dies hat in erster Linie mit dem fehlenden Lohnwachstum zu tun. Trotz robustem Arbeitsmarkt und de facto Vollbeschäftigung in den USA ist bei den Löhnen weiterhin wenig Aufwärtsdruck spürbar. Damit befindet sich die amerikanische Notenbank nach wie vor in einem Dilemma. Das robuste Wirtschaftswachstum und die erfreuliche Entwicklung am Arbeitsmarkt würden eigentlich für einen baldigen Zinsschritt sprechen. Die Preisstabilität, neben der Vollbeschäftigung der zweite Leistungsauftrag der Notenbank, ist mit einer aktuellen Inflationsrate von deutlich unter 2% aber noch nicht im gewünschten Umfang gewährleistet. Auch in der Euro-Zone liefern die jüngsten Daten zur Inflationsentwicklung kein stichhaltiges Argument für eine rasche Straffung der Geldpolitik. Zwar würde die wirtschaftliche Entwicklung mittlerweile eine weniger expansive Geldpolitik rechtfertigen. Allerdings ist der Euro in den letzten Monaten erstarkt und könnte aus der Optik der EZB rasch als unerwünschte Aufschwungs- und Inflationsbremse wirken. Eine Ausnahme bezüglich fehlendem Teuerungsdruck stellt Grossbritannien dar. Nach dem Brexit-Entscheid ist das zukünftige Ex-EU-Mitglied zunehmend in die Sandwichposition zwischen rückläufiger Wirtschaftsdynamik und steigender Inflation gekommen. Zweiteres ist in erster Linie die direkte Folge der im Nachgang zum Brexit-Entscheid schwachen Entwicklung der Heimwährung. Das tiefe Pfund verteuert die Importe und wirkt auf diese Weise preistreibend.

Früher oder später wird die britische Notenbank diesbezüglich gefordert sein, was sie jüngst auch explizit betonte. Allerdings würden höhere Zinsen die einheimische Wirtschaft mit steigenden Finanzierungskosten belasten, weshalb die britische Notenbank diesen Schritt sehr genau überlegen wird.



Anhaltendes Tiefzinsumfeld

Voraussichtlich wird sich an der Zinsfront auch im Schlussquartal des laufenden Jahres wenig ändern. Der eingeschlagene Normalisierungsprozess der amerikanischen Notenbank wird zwar fortgesetzt. Die versprochene behutsame Vorgehensweise wird jedoch mögliche negative Einflüsse auf die Finanzmärkte gering halten. Hilfreich sind dabei auch die restlichen Zinshüter, welche mit wenigen Ausnahmen ihre Geldpolitik momentan immer noch ultra-expansiv ausrichten. Von einigen dieser Institute erwarten wir allerdings in der nächsten Zeit nähere Angaben, wie sie sich den Ausstieg aus dem Krisenmodus vorstellen könnten. Eine moderat wachsende Globalwirtschaft sowie der fehlende Lohndruck mahnen die Zinshüter, was eine mögliche Straffung der Geldpolitik anbelangt, jedoch grundsätzlich nicht zur Eile. Zudem bleibt die Inflationsentwicklung voraussichtlich weiterhin moderat. Wir gehen davon aus, dass die Zinsen in der Summe aller Faktoren auch in den nächsten Monaten auf tiefem Niveau verharren werden. Die Seitwärtsentwicklung wird allerdings in einem gewissen Kanal stattfinden, innerhalb welchem zwischenzeitlich auch leicht steigende Raten zu beobachten sein werden.

Schweiz

Konjunktur läuft – Aktien bleiben attraktiv

Wie erhofft, sorgten die Halbjahreszahlen insgesamt für eine Kursunterstützung. Die Unternehmensgewinne legten zwischen April und Juni ordentlich zu und vermochten die (bereits hohen) Erwartungen der Marktteilnehmer sogar häufig zu übertreffen. Ein Ende dieser erfreulichen Entwicklung ist vorerst nicht in Sicht, was weiterhin für ein überdurchschnittliches Engagement in Aktien spricht. Insbesondere die stark auf den europäischen Wirtschaftsraum ausgerichteten Schweizer Exportunternehmen (d.h. vor allem KMUs) profitieren dabei vom wieder erstarkten Euro, da Europa für diese oft der viel wichtigere Absatzmarkt darstellt als die USA. Neben der guten operativen Leistung der Schweizer Gesellschaften hat der Schweizer Aktienmarkt also auch von der Währungsseite Unterstützung erhalten. Anlässlich der Halbjahresberichterstattung stachen jedoch auch einige sehr heftige negative Kursreaktionen ins Auge: Aktien von Unternehmen, welche die Erwartungen nicht erfüllen konnten (bspw. Emmi oder Implenia), mussten grosse Tageskursverluste hinnehmen. Dies ist u.a. darauf zurückzuführen, dass bei vielen Unternehmen in den letzten Jahren eine deutliche Expansion des Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV) stattgefunden hat und Enttäuschungen entsprechend hart abgestraft werden.

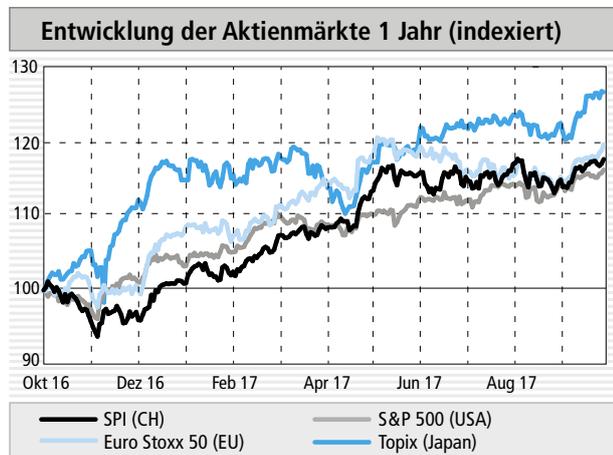
An den Finanzmärkten wird zunehmend damit gerechnet, dass der Ausstieg aus der lockeren Geldpolitik nah ist, was in der Vergangenheit oft einen Anstieg der Volatilität zur Folge hatte. Gleichzeitig dürfte dies jedoch im Fall der zu einem gegenüber dem Schweizer Franken anhaltend starken Euro führen, was wiederum den Schweizer Aktienmarkt begünstigen sollte. Wir sind dementsprechend weiterhin optimistisch, was das Engagement in Schweizer Aktien betrifft.

Europa

Euro-Zone weiterhin gut in Schuss

Der positive Wachstumstrend der globalen Wirtschaft setzt sich fort. Die Einkaufsmanagerindizes der Industriestaaten liegen weit von Rezessionsniveaus entfernt und lassen eine gute zweite Jahreshälfte erwarten. Andererseits ist jedoch zu befürchten, dass die Aufwertung des Euros für etwas weniger Rückenwind als im ersten Halbjahr sorgen wird. Die Auswirkungen dürften aber weniger gravierend sein als noch zu Hochzeiten der Schuldenkrise, weil die Binnenkonjunktur als Wachstumstreiber an Bedeutung gewonnen hat. Bei den Sektoren litten die Energiewerte unter rückläufigen Ölpreisen, während die Grundstoffe von steigenden Metallpreisen beflügelt wurden. Die Versorger profitierten als Bond-Ersatz von den global tief liegenden Renditen der Staatsanleihen.

Zusammengefasst dürfte sich die Binnenwirtschaft zwar weiter erholen, der starke Euro aber die Exportunternehmen etwas belasten. Die globale Konjunktur entwickelt sich derart robust, dass neben dem FED in den USA mittlerweile auch andere Zentralbanken damit begonnen haben, die geldpolitische Wende vorzubereiten oder umzusetzen (Europäische Zentralbank, Bank of England, Bank of Canada). In solchen Phasen reagieren die Aktienmärkte vielfach mit erhöhten Schwankungen. Wir erwarten aber, dass sich die globale Konjunktur dem etwas weniger expansiven Modus der Notenbanken gegenüber als widerstandsfähig erweisen wird. So dürften auch die europäischen Aktienmärkte ihren moderaten Aufwärtstrend fortsetzen.



Aktien

Amerika

Weiterhin positiv

Der US-Aktienmarkt-Index S&P 500 stieg im dritten Quartal 2017 um +4,5%. Zu den Hauptgewinnern gehören die Aktien von Boeing (+29,3%, Industrie), Caterpillar (+16,9%, Industrie) und Chevron (+13,8%, Energie). Zu den schwächsten Aktien gehören Nike (-11,8%, zyklischer Konsum), General Electric (-9,6%, Industrie) und Walt Disney (-6,5%, zyklischer Konsum). Der bekannte Investor Warren Buffett wird zum Hauptaktionär von Bank of America mit einer Position von rund 6,6%. Weniger Freude dürfte ihm derzeit seine Beteiligung von 9,4% an Wells Fargo bereiten, wo Buffett ebenso der grösste Aktionär ist. Das Bankhaus aus San Francisco bringt den Skandal um fingierte Kundenkonten und fragliche Geschäftspraktiken nicht hinter sich. Wie es kürzlich mitteilte, wurden insgesamt 3,7 Mio. Konten für Kunden angelegt, ohne dass diese davon wussten. Davor hatte Wells Fargo die Zahl auf 2,1 Mio. beziffert. Im US-Biotech-Sektor gibt es Bewegungen. Der Branchen-Riese Gilead Sciences übernimmt für annähernd USD 12 Mrd. Kite Pharma. Damit steigt er in den Markt für Krebstherapien ein. Dieser gilt gegenwärtig als eines der heissesten Forschungsfelder. Mit dieser Akquisition beabsichtigt Gilead, den Konzernumsatzschwund zu dämpfen, und erhält Applaus, weil sich Investoren an Gileads letzte Grossübernahme im Jahr 2011 erinnern, die sich als einer der grössten Erfolge in der Branche erwies. Im Biotech-Sektor kommt nun in Sachen Fusionen und Übernahmen neue Fantasie auf. Die Aktien von Juno Therapeutics und Bluebird Bio, die an ähnlichen Produkten wie Kite Pharma forschen, stiegen bedeutend. Auch die Titel der Biotech-Schwergewichte Amgen, Celgene und Biogen reagierten positiv. Der Quartalsbericht des Software-Unternehmens Oracle konnte die Anleger nicht überzeugen. Zwar übertraf der Gesamtumsatz die Erwartungen, jedoch fiel das Ergebnis der Cloud-Sparte schlechter aus als vorausgesagt. Der Ausblick auf das nächste Quartal enttäuschte ebenfalls. Oracle möchte seinen Unternehmensschwerpunkt von klassischer Software auf Cloud-orientierte Produkte verlagern. Dabei muss es sich mit Cloud-Konkurrenten wie Amazon oder Microsoft messen. Die Aktien von Equifax gingen auf Talfahrt mit der Nachricht über einen Hackerangriff auf das Computer-System des Finanzdienstleisters, der Konsumkredite vergibt und Daten zur Kreditwürdigkeit von Verbrauchern sammelt. Die Hacker nutzten dafür eine Lücke im Sicherheitssystem und stahlen Daten, darunter Sozialversicherungs- und Kreditkartennummern, von mehr als 140 Millionen Kunden. Fast die Hälfte aller amerikanischen Bürger ist davon betroffen. Das Ausmass des Datendiebstahls ist innerhalb der Finanzbranche beispiellos. Beim bislang grössten Angriff auf J.P. Morgan Chase vor rund drei Jahren waren halb so viele Kunden betroffen. Das historisch hohe Bewertungsniveau der US-Aktien bedeutet

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 vierten Quartal 2017 aus.

Japan und Emerging Markets

Erholung in Lateinamerika

Der japanische MSCI-Aktienmarkt-Index stieg in Lokalwährung im dritten Quartal 2017 um +4,2%. Zu den Hauptgewinnern gehören die Aktien Yaskawa Electric (+50,4%, Industrie), Nexon (+32,2%, Technologie) und Start Today (+29,4%, zyklischer Konsum). Zu den schwächsten Aktien gehören Asics (-19,5%, zyklischer Konsum), Toho Gas (-18,8%, Versorger) und Sharp (-18,6%, zyklischer Konsum). Die Aktienmärkte der Schwellenländer sind in derselben Periode unterschiedlich gelaufen. Der MSCI-Emerging-Markets-Index in USD schloss in diesem Quartal um +6,7% höher als im Vorquartal und um +1,8 Prozentpunkte stärker im Vergleich mit dem MSCI-Welt-Aktienindex in USD (+4,9%). Die Finanzmärkte in Osteuropa und im Mittleren Osten stiegen um +5,5%, diejenigen der asiatischen Schwellenländer um +6,8% und die lateinamerikanischen Märkte um +11,3%. Auf Länderebene schnitten die Börsen in Argentinien (+19,0%) Brasilien (+18,1%) und Chile (+12,5%) am besten ab. Die schwächsten Aktienmärkte waren Saudi-Arabien (-3,4%), Israel (-0,5%) und Südkorea (+0,1%). Der Hauptbeitrag für die gute Entwicklung der asiatischen Schwellenländer kam vom Sektor Technologie und von den Aktien Alibaba, Tencent, Samsung Electronics und Taiwan Semiconductor Manufacturing. Einige asiatische Technologieaktien profitierten von den Quartalszahlen des US-Technologiegiganten Apple, die besser ausfielen als erwartet. Beispielsweise erwirtschafteten die chinesischen Unternehmen AAC Technologies und Lens Technology fast die Hälfte des Umsatzes mit Apple. Auch beim taiwanesischen Hersteller von Modulen für Kameralinsen Largan Precision wird erwartet, dass neue Produkte von Apple und Samsung Electronics den Umsatz ankurbeln werden. Sogar die taiwanesischen China Airlines hofft, dass ihre Cargo-Einheit vom Versand von elektronischen Komponenten profitiert. Auch für die koreanische LG Innotek ist Apple der wichtigste Kunde. LG Innotek liefert Kameramodule und 3D-Sensoren. Die verbale Eskalation zwischen den USA und Nordkorea belastete allerdings die meisten asiatischen Börsen. Der grösste Elektroautohersteller in China BYD ist Hauptprofiteur des jüngsten Vorstosses der chinesischen Regierung gegen Fahrzeuge, die mit fossilen Brennstoffen angetrieben werden. 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 werden.

Nicht traditionelle Anlagen

Immobilien Schweiz

Immobilienfonds leicht rückgängig

Im dritten Quartal 2017 sind die Preise der Schweizer Immobilienfonds durchschnittlich um $-2,8\%$ gegenüber dem Vorquartal gesunken. Damit hat der SXI Real Estate Funds Index um $-6,0\%$ schwächer als der gesamte Schweizer Aktienmarkt (SXI $+3,2\%$) abgeschnitten. Die durchschnittliche Prämie (Agio) der Immobilienfonds betrug per Ende September $+28,1\%$. Sie liegt damit immer noch über dem historischen Durchschnitt von rund 14% . Zu den stärksten Fonds im Quartal zählen Procimmo ($+0,8\%$), CS Interswiss ($+0,3\%$) und Rothschild ($-0,1\%$). Zu den schwächsten Titeln gehören Streetbox ($-10,0\%$), Polymen ($-6,7\%$) und Solvalor 61 ($-6,2\%$). Immobilienanlagen sind im aktuellen Umfeld mit negativen Zinsen nach wie vor gefragt, da sie weiterhin gute Renditen bringen. Erst ein rascher Zinsanstieg würde dies ändern, was wir in absehbarer Zeit nicht

Entwicklung Immobilien Schweiz 1 Jahr (indexiert)



erwarten. Die Nachfrage nach Immobilienanlagen führt auch zur Aufnahme von neuem Kapital. Zuletzt wurde von SF Retail Properties eine neue Emission angekündigt. Dieser Erhöhung der Immobilienfondsanteile folgt die Kotierung an der SIX und die Aufnahme als Mitglied vom SXI Real Estate Funds Index, wie von Swiss Finance & Property angekündigt. Erster Handelstag soll der 3. Oktober sein. Wie bei anderen Kapitalaufnahmen von schweizerischen Immobilienfonds liegen auch hier konkrete Expansionsprojekte vor. Der SF Retail Properties Fund beabsichtigt, das Kapital um CHF 105,3 Mio. zu erhöhen. Laut dem Fonds-Management liegen Anlageprojekte für CHF 300 Mio. in der Pipeline, davon CHF 150 Mio. abschliessbar. Derzeit ist die Bewertung des Segments Wohnimmobilien bedeutend höher als das Segment gewerblicher Immobilien. Aufgrund des höheren Leerstandes von Büroimmobilien und unter der Annahme, dass sich die Konjunktur beschleunigt, sind die Geschäftsimmobilien derzeit attraktiver für den Investor im Vergleich mit den Wohnimmobilien. Die konservativere Bewertung der Geschäftsimmobilien gibt Anbietern von langfristig attraktiven Bauprojekten gute Perspektiven. Investoren schät-

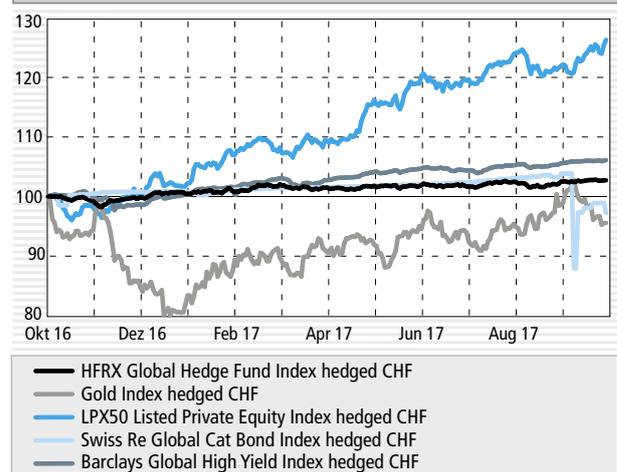
zen Anlagegefässe, die mit ihren Pipelines konkrete Wachstumsperspektiven aufweisen. Wir stufen die Immobilienfonds weiterhin als solide, defensive Anlage mit attraktiver Ausschüttungsrendite ein.

Übrige Anlagen

Viel Flexibilität beim Investieren

Zu den übrigen Anlagen zählen wir Investitionen, welche nicht den klassischen Kategorien (Liquidität, Obligationen, Aktien und Immobilien) zugeteilt werden können. Damit streben wir eine strikte Trennung von traditionellen Anlagen zu Produkten mit teilweise vielschichtigen und komplexen Strukturen sowie einer möglichen eingeschränkten Liquidität an. Erwartungsgemäss gab es im Juli keine nennenswerten Aktivitäten am Primärmarkt für **Cat-Bonds (versicherungsbasierte Katastrophenanleihen)**. Ende August traf jedoch **Hurrikan «Harvey»**, ein Sturmsystem der Kategorie 4 (auf einer Skala von 1 bis 5), nahe Corpus Christi (Texas) auf die US-Küste. Der Sturm verursachte sintflutartige Regenfälle und massive Überschwemmungen. Er war der erste bedeutende Hurrikan, der seit dem Jahr 2005 in den USA auf Land traf und massive Schäden verursachte. Bei solchen Versicherungsereignissen wird zwischen dem ökonomischen und dem effektiv versicherten Schaden unterschieden. Der verursachte ökonomische Schaden

Entwicklung übrige Anlagen CHF 1 Jahr (indexiert)



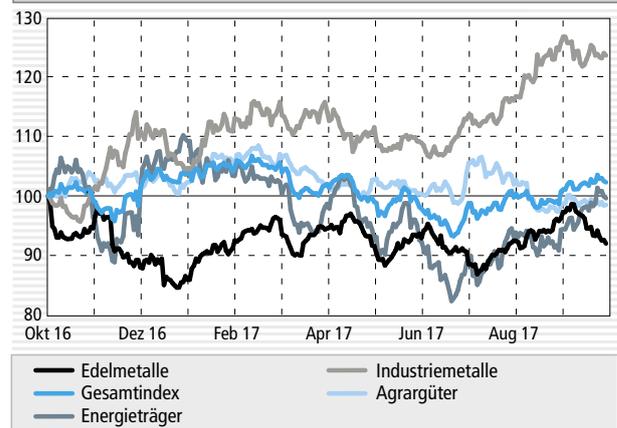
wird auf rund USD 90 Mia. geschätzt und ist höher als bei Hurrikan «Katrina» im Jahr 2005. Für die Bestimmung der versicherten Schäden ist zentral, ob Verwüstungen durch den Wind oder, wie bei Sturm «Harvey», durch Überschwemmungen verursacht werden. Denn Flutschäden sind oft nicht Teil von Standard-Versicherungspolice für Wohnhäuser, sondern werden über das staatliche «National Flood Insurance Programm» abgedeckt. Da eine solche Versicherung nicht obligatorisch ist, wird sie oft auch nicht abgeschlossen. Zudem kom-

Nicht traditionelle Anlagen

men Versicherungen nicht für Wasserschäden an Gebäuden von Unternehmungen auf, sondern decken höchstens den Geschäftseinbruch oder mögliche Gewinneinbussen ab. Lange war nicht klar, welchen Verlauf das **Sturmtief «Irma»**, das kurz auf Hurrikan «Harvey» folgte, einschlagen würde. Horrorszenarien mit direktem Landeinschlag an der Ostküste Floridas rund um Miami wurden prognostiziert und Millionen von Menschen wurden im Staat aufgefordert, sich in Sicherheit zu bringen. Alleine in der Region Miami wurden rund 650 000 Menschen zum Verlassen ihrer Häuser aufgefordert, was sich um die grösste Evakuierung in der Geschichte der Gegend handelte. Hurrikan «Irma» traf jedoch als Kategorie-3-Sturm an der Westküste von Florida auf Land und war der zweite bedeutende Sturm nach «Harvey». Wir fokussieren uns hier nur auf die Auswirkungen der versicherungsbasierten Industrie, welche mit Industrieschäden in der Grössenordnung von USD 50 Mia. rechnet. Selbstverständlich sind dabei die ausserordentlichen Zerstörungen und die Tragödien, die die Sturmsysteme auf ihren Pfaden hinterliessen, nicht vergessen. Gegen Ende Quartal folgte **Hurrikan «Maria»**, ein Kategorie-5-Sturm mit Windgeschwindigkeiten von über 260 km/h und Landeinschlag auf Domenica, einem kleinen Inselstaat in der östlichen Karibik. «Maria» traf als Kategorie-4-Hurrikan auf Puerto Rico, was ihn in der Inselgeschichte zum stärksten Sturm der letzten rund 100 Jahre machte. Es gibt keine direkt ausstehenden Cat-Bonds, die Schäden in Puerto Rico versichern. Aber als Aussengebiet der USA gehört es zu verschiedenen aggregierten Rückversicherungsprogrammen in den USA. Am 8. bzw. 19. September ereigneten sich zudem zwei Erdbeben in Mexiko mit Stärken von 8,1 bzw. 7,1 auf der Richterskala. Da sowohl eine Katastrophenanleihe (Cat-Bond) als auch Versicherungsprogramme diese Vorkommnisse abdecken, ist auch hier mit einem negativen Einfluss auf versicherungsbasierte Anlagen zu rechnen. Es wird erfahrungsgemäss noch eine gewisse Zeit dauern, bis die definitiven Auswirkungen absehbar sind. Aktuell muss mit einem negativen Einfluss von total –6% bis –10% gerechnet werden. Geopolitische Spannungen, Wetterereignisse, moderate Zentralbankaussagen und unbeeindruckte Schwellenmärkte beeinflussten die **zinssensitiven Produkte** und die **flexiblen Fonds innerhalb** der «Übrigen Anlagen» im dritten Quartal unterschiedlich, aber mehrheitlich positiv. Die Anlagevehikel lieferten Quartalsrenditen im Rahmen der Erwartungen. Insbesondere verzeichneten die **bedingten Pflichtwandelanleihen (CoCo-Anleihen)** eine starke Quartalsperformance. Auch **Gold** stand einmal mehr in der Gunst der Anleger. Wir decken dieses Thema neu mit einer separaten Quote innerhalb der «Übrigen Anlagen» ab. Geopolitische Auseinandersetzungen wie der wiederaufgeflamte Konflikt zwischen Nordkorea und den USA sowie der vorübergehend schwächere Dollar haben dem gelben Edelmetall markant Auftrieb verliehen. Der zukünftige Kursverlauf hängt jetzt mass-

geblich von der weiteren Entwicklung der Geldpolitik ab. Ein erneuter Rückgang der US-Zinsen würde den Goldpreis weiter beflügeln, wohingegen eine zügigere Straffung der US-Geldpolitik (Erhöhung Realzinsen) als von den Marktteilnehmern erwartet eher einen negativen Einfluss auf den Preis haben dürfte. Am **Rohstoffmarkt** ging es zuletzt stürmisch zu und her. Einerseits, weil Hurrikan «Harvey» in den USA die Preise gehörig durcheinanderwirbelte. Andererseits, weil der Anstieg der Rohstoffnotierungen in den letzten Wochen teilweise sehr rasant verlief. Den anteilmässig grössten Einfluss auf die Preisentwicklung haben dabei jeweils die Energieträger. Diskussionen über eine vorzeitige Verlängerung des OPEC-Deals sowie die Ermahnung seitens der OPEC an die Mitgliedstaaten bezüglich Einhaltung und Disziplin zur Förderkürzung sorgten für eine Erholung der Rohölpreise. Ende August wurde diese Erholung durch die Folgen von Wirbelsturm «Harvey» unterbrochen. Doch viel schneller als erwartet konnten die US-Raf-

Entwicklung Rohstoffe USD 1 Jahr (indexiert)



finieren am Golf von Mexiko den Betrieb wieder aufnehmen. Das schnelle Hochfahren der Produktion sorgte dabei für einen kräftigen Preisschub des schwarzen Goldes. Nach einer Verschnaufpause im zweiten Quartal nahmen die Industriemetalle seit Mitte Juni wieder Fahrt auf und die Preise stiegen stark. Verantwortlich hierfür sind weiterhin Nachrichten aus China über Kapazitätsreduktionen von Förderminen, was sich negativ auf das Angebot auswirkt und bei gleichbleibender Nachfrage die Notierungen in die Höhe treibt. Für die weitere Preisentwicklung ist ganz besonders die Wirtschaft in China zu beobachten, da rund die Hälfte der weltweiten Nachfrage nach Basismetallen auf das Reich der Mitte entfällt. Die Preise für Agrargüter verzeichneten als einzige Rohwarengruppe im vergangenen Quartal eine negative Performance. Mittlerweile sind die Getreideernten grösstenteils eingefahren und erste Indikationen deuten aufgrund verbesserter Wetterbedingungen in den Anbaugeländen auf höhere Ernteerträge hin. Deutlich tiefere Preise sind die Folge davon.

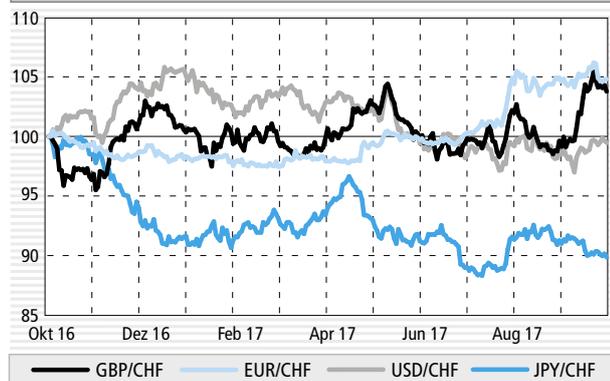
Währungen im Überblick

Euro-Stärke hält an

Der Euro befindet sich weiterhin im Höhenflug. Im vergangenen Quartal vermochte die europäische Gemeinschaftswährung zum Schweizer Franken zeitweise den höchsten Wert seit dem Ende des Mindestkurses zu erklimmen. Ausschlaggebend hierfür war allen voran die weiterhin positive wirtschaftliche Entwicklung des Euro-Raums.

Im Oktober wird sich die Europäische Zentralbank EZB wieder zu ihrer Geldpolitik äussern. Erwartet wird die Bekanntgabe einer Reduktion der Anlehenskäufe, was wohl ebenfalls zu einer Stärkung des Euros beitrug. Während die europäischen Kollegen langsam über eine Abkehr der expansiven Geldpolitik nachdenken, hält die Schweizerische Nationalbank weiterhin an ihrer lockeren Geldpolitik fest. Überraschend kam jedoch die Aussage, dass sie den Franken nicht mehr als deutlich überbewertet einstuft, sondern nur noch für hoch bewertet, was auf eine Entspannung der Währungssituation hindeutet. Im Eurokurs scheint momentan viel Positives vorweggenommen zu sein, was wenig Raum für weitere Kursavancen zulässt. Eine Seitwärtsentwicklung scheint im aktuellen Umfeld daher am wahrscheinlichsten. Zum Ende des dritten Quartals stand der EUR/CHF-Wechselkurs bei rund 1.14 der EUR/USD-Kurs bei 1.18.

Währungsentwicklung 1 Jahr (indexiert)

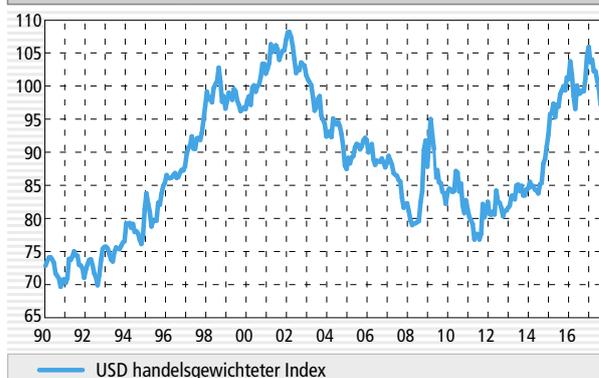


Weiterer Zinsschritt in den USA erwartet

Die Raketentests Nordkoreas und die Schäden durch die Hurrikane «Harvey» und «Irma» lasteten im vergangenen Quartal auf dem US Dollar und liessen diesen zunächst schwächer werden. Auch der überraschende Rücktritt des Vize der US-Notenbank FED Stanley Fischer sorgte zwischenzeitlich für Unsicherheit rund um die amerikanische Geldpolitik. Erst der Auftritt der FED-Präsidentin sorgte wieder für Auftrieb im Greenback. Sie bestätigt die im Juni bereits angekündigte Geldpolitik. Ab Oktober wird schrittweise mit der Bilanzrückführung begonnen. Die Devisenmärkte waren auf diesen Schritt durch die Kommunikation des FED vorbereitet. Trotzdem hat sich der

US-Dollar noch während der Pressekonferenz gegenüber den wichtigsten Währungen aufgewertet. Die Erwartungen im Vorfeld gingen dahin, dass für dieses Jahr keine Zinserhöhung mehr ansteht. Die FED-Präsidentin hat aber klargemacht, dass durchaus am eingeschlagenen Zinserhöhungspfad festgehalten werden könnte und eine weitere Zinserhöhung in diesem Jahr möglich wäre. Dies dürfte dem US-Dollar den beobachteten Schub verliehen haben. Weiteren Rückenwind dürfte die US-Valuta durch die wieder ins Scheinwerferlicht gerückte Diskussion über die Steuerreform in den USA bekommen. Tendenziell kann daher mittelfristig wieder von einem stärkeren Dollar ausgegangen werden. Zum Ende des dritten Quartals stand der Wechselkurs USD/CHF bei 0.97.

USD handelsgewichteter Index

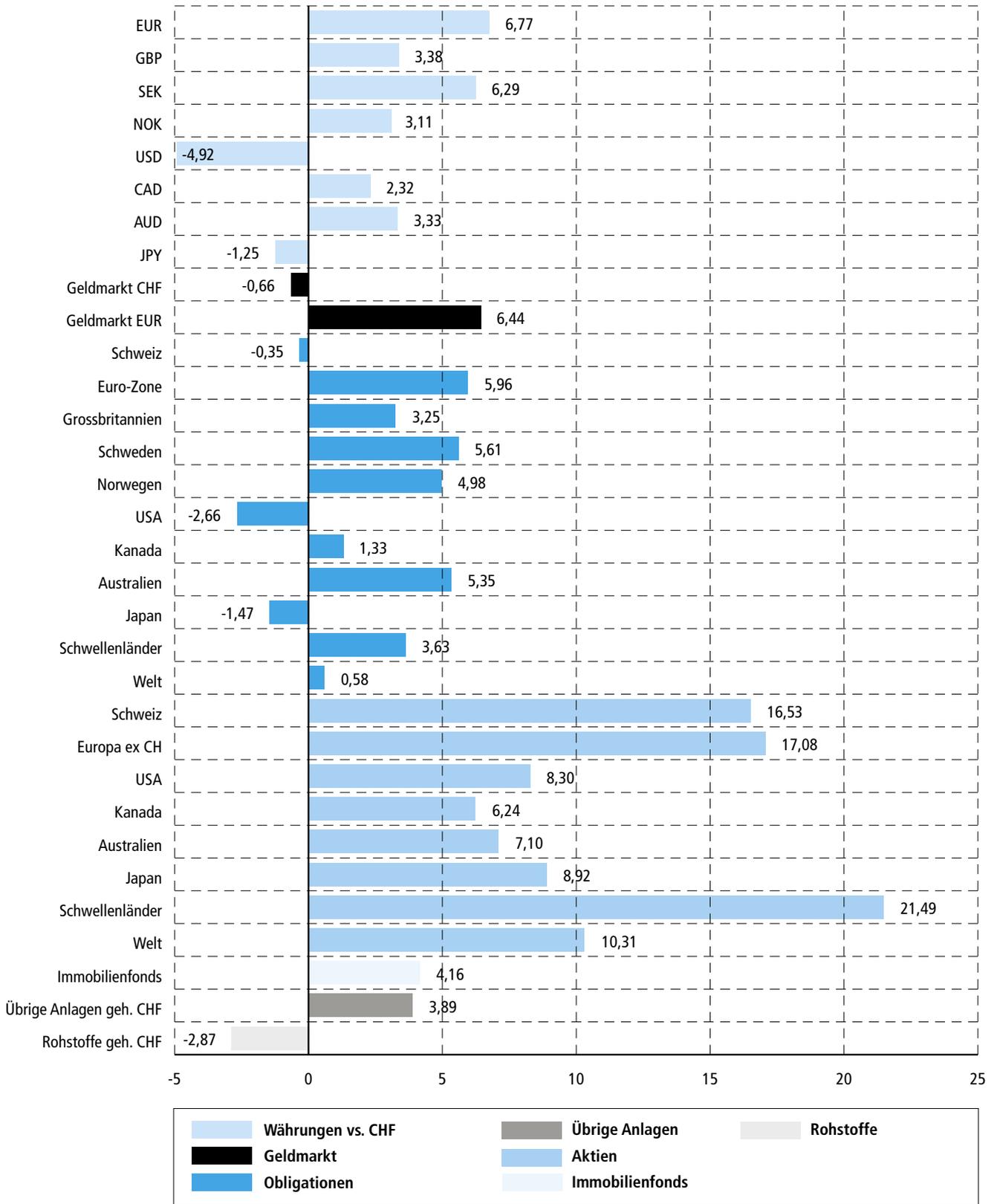


Inflation stellt Bank of England vor Herausforderung

In Grossbritannien steigt die Teuerung fast doppelt so schnell wie in der Euro-Zone. Durch die schwache Währung werden die Importpreise nach oben gedrückt. Dies belastet wiederum den Privatkonsum, da die Konsumentenpreise stärker zulegen als der Durchschnittslohn. Die Teuerung liegt aktuell über dem definierten Zielband der Bank of England von 2% . Die englischen Währungshüter hielten bislang am Leitzins von 0,25% fest, stellten aber nun in Aussicht, die Geldpolitik früher zu straffen, als dies bisher vom Markt erwartet wurde. Das britische Pfund wertete in der Folge deutlich auf. Die aktuelle Inflationsentwicklung würde diese in Aussicht gestellte Vorgehensweise zwar stützen, das rückläufige Wirtschaftswachstum spricht aber momentan klar dagegen. Im Schatten der Brexit-Verhandlungen wird sich in den nächsten Monaten zeigen, welchem Faktor von den Zinshütern höhere Beachtung zugemessen wird. Ende September stand der Wechselkurs GBP/CHF bei 1.30.

Marktpformance

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



Konjunktur

	BIP (vs. Vorjahr)		Inflation (Jahresdurchschnitt)	
	2017	2018	2017	2018
Schweiz	1,4	1,8	0,5	0,7
Euro-Zone	2,0	1,8	1,4	1,5
USA	2,1	2,3	2,0	2,2
Japan	1,6	1,1	0,5	0,7
Schwellenl.	4,2	4,6	4,0	4,2
Welt	2,8	3,0	2,7	2,9

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

Bezüglich der Einschätzung der aktuellen Lage an den internationalen Finanzmärkten findet man sowohl Argumente für eine weiterhin positive Entwicklung als auch für eine steigende Risikoaversion der Anleger. Für eine anhaltende Schönwetterlage spricht die momentane Wachstumsdynamik der Globalwirtschaft, die positive Rückkoppelung auf die Unternehmensgewinne und die tiefe Inflationsentwicklung. Sorgen könnten geopolitische Störfaktoren, die zunehmende Diskussion über den geldpolitischen Normalisierungsprozess sowie die hohe Bewertung gewisser Anlageklassen auslösen. Es wird deshalb interessant sein, wie sich die Marktteilnehmer in diesem Spannungsfeld verhalten werden. Zumindest bisher behalten die Optimisten klar die Überhand.

Die Preisentwicklung an den Obligationenmärkten stellt weiterhin ein stetiges Auf und Ab in engen Banden dar. Geldpolitische Diskussionen, erfreuliche Konjunkturaussichten, dämpfende Inflationserwartungen und ein gelegentlich aufkommendes Sicherheitsbedürfnis der Anleger wechseln sich als massgebende Einflussfaktoren ab. Dies wird voraussichtlich auch weiterhin so bleiben. Wir gehen davon aus, dass die Zinsen in der Summe aller Faktoren weiterhin auf tiefem Niveau verharren werden. Die Seitwärtsentwicklung wird allerdings in einem gewissen Kanal stattfinden, welcher zwischenzeitlich steigende Tendenzen durchaus zulässt. Insgesamt erachten wir die Renditeaussichten weiterhin als bescheiden und halten an einer untergewichteten Quote fest.

Die Aktienmärkte haben zwar zwischenzeitlich an Aufwärtsdynamik eingebüsst. Allerdings bleiben die positiven Rahmenbedingungen weiterhin erhalten. Solange sich die Globalwirtschaft gemäss aktuellem Wachstumstempo entwickelt, sorgt die positive Rückkoppelung auf die Unternehmensgewinne für eine freundliche Anlegerstimmung. Mit den steigenden Gewinnaussichten wird auch die historisch betrachtete überdurchschnittliche Bewertung zu einem gewissen Teil relativiert. Allerdings ist bereits eine sehr positive Einschätzung der Lage in den aktuellen Kursen enthalten und beschränkt damit das weitere Aufwärtspotenzial. Insgesamt bleiben wir bei unserer neutralen Einschätzung für die Aktienquote.

Die Preise für Schweizer Immobilienfonds haben jüngst etwas korrigiert. Dies als Folge von Gewinnmitnahmen nach einem bisher erfreulichen Kursverlauf. Angesichts des anhaltenden Tiefzinsumfeldes sowie eines stabilen Realmarktes stufen wir die indirekten Immobilienanlagen weiterhin als attraktive Depotbeimischung ein und halten eine übergewichtete Quote. Die mit den anderen Anlageklassen weniger korrelierten «Übrigen Anlagen» haben wir jüngst durch die Beimischung von Gold leicht defensiver ausgerichtet. Nähere Informationen zur aktuellen Anlagestrategie finden Sie monatlich unter www.akb.ch/pm.

Impressum

Ihre Ansprechpartner in den Regionen

Region Aarau

Dieter Bruttel

Region Baden/Wettingen

Marc Hunsperger

Region Brugg

Andreas Schreiber

Region Olten

Jörg Sutter

Region Rheinfelden

Lukas Fässler

Region Wohlen

Michael Wertli

Region Zofingen

Jörg Meier

Aargauische Kantonalbank

Bahnhofplatz 1, CH-5001 Aarau

Telefon: ++ 41 62 835 77 77

Telefax: ++ 41 62 835 77 78

E-Mail: akb@akb.ch

Internet: www.akb.ch

Ihre Ansprechpartner in der Direktion

Private Banking Aarau

Markus Bucher

Private Banking Olten

Christian Wüthrich

Institutionelle Kunden

Jan Schneider

Portfolio Management

Sascha Haudenschild

Finanzplanung

Stéphane Curchod

Fondsanlagen und Anlageprodukte Kunden

Andreas Zollinger

Investment Research

Marcel Koller

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

Thomas Roth, Portfolio Management

Hernani De Faria, Titelresearch

Martin Schwab, Titelresearch

Redaktionsschluss: 30. September 2017

Datenmaterial für Charts by Bloomberg®

Diese Publikation steht Ihnen auch in elektronischer Form (PDF-Format) zur Verfügung. Abonnieren Sie sich einen Mail-Hinweis bei Neuerscheinungen unter www.akb.ch/e-news.

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen wurden öffentlich zugänglichen Quellen entnommen, die wir für zuverlässig halten. Eine Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen. Bei allen in der Veröffentlichung wiedergegebenen Meinungen handelt es sich um die aktuelle Einschätzung der Aargauischen Kantonalbank. Diese Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Daher müssen wir Sie um Verständnis dafür bitten, dass damit weder ausdrücklich noch stillschweigend eine Zusicherung oder Garantie in Bezug auf die Richtigkeit oder die Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Informationen zu Entwicklungen, Märkten oder Wertpapieren verbunden sein kann.

