

Investment Strategie 2. Quartal 2018

- > Zinserhöhungszyklus in den USA setzt sich fort
- > Konjunkturdynamik in Europa nimmt ab
- > Spezialthema «AKB-Portfoliofonds»



Editorial

Inhaltsverzeichnis

Spezialthema «AKB-Portfoliofonds»	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

Investorinnen und Investoren wurden kalt erwischt. Anfang Februar fielen die wichtigsten Börsenkurse weltweit schlagartig um mehrere Prozent. Die Volatilitäten an den Börsen stiegen auf seit Jahren nicht mehr erreichte Höchstwerte. Die Unruhe der Finanzmarktteilnehmer war deutlich spürbar. Die wichtigsten Aktienindizes konnten diesen Rückschlag seither bestenfalls teilweise korrigieren.

Was war geschehen? An der globalen Konjunktorentwicklung konnte es nicht liegen, zu solide sind die Volkswirtschaften unterwegs. Die Arbeitsmärkte sind grösstenteils gesättigt, viele Länder operieren in der Nähe ihrer Kapazitätsgrenzen und es herrscht nahezu Vollbeschäftigung. Auch die geopolitischen Unsicherheiten haben sich, zumindest vordergründig, seit Ende 2017 laufend entspannt. Somit bleibt als Ventil die Teuerung. Ausgelöst wurde der jüngste Börsentaucher durch plötzlich auftretende Inflationsbefürchtungen, zur Hauptsache in den USA. Restriktivere Gangarten der wichtigsten Zentralbanken und der beschriebene Konjunkturmix erhöhten die Erwartungen eines unerwarteten Inflationsschubs und damit von schneller als erwartet ansteigenden Zinsen. Schnell steigende Zinsen aber sind Gift für die Börsen.

Wie kann es nun weitergehen? Welche Szenarien sind möglich? Seit Februar haben sich die Inflationserwartungen wieder leicht abgeschwächt. Die konjunkturellen Aussichten bleiben positiv, die geopolitischen Brandherde scheinen sich weiter zu entspannen, sodass nicht einmal die jüngst angekündigten Strafzölle hüben wie drüben die Stimmung entscheidend trüben können.

Nichtsdestotrotz bleibt die Unsicherheit bestehen. Die hohen Kursgewinne im vergangenen Jahr lasten auf den Märkten. Ein «reinigendes Gewitter» kann da durchaus etwas Entspannung hervorrufen.

Wie die Aargauische Kantonalbank diese Situation einschätzt, erfahren Sie auf den kommenden Seiten. Wir wünschen allen Leserinnen und Lesern eine spannende Lektüre.

AKB-Portfoliofonds

Mit unseren hauseigenen AKB-Portfoliofonds wurde ein Instrument geschaffen, welches Ihnen die Tür zu einer kostengünstigen Vermögensanlage öffnet. Eine weltweite, breite Diversifikation mit überschaubarem Risiko kann auch mit geringem Kapitaleinsatz umgesetzt werden. Ist die Strategie einmal gewählt, müssen Sie sich nicht mehr um Details kümmern, sondern können den Erfolg Ihrer Anlagestrategie geniessen.

Die letzten Jahre haben Anlegerinnen und Anlegern wahrlich einen Renditesegen beschert. Kundinnen und Kunden steht die Möglichkeit offen, Teile ihres Vermögens durch die AKB verwalten zu lassen. Dies bringt den Vorteil, dass Anlageentscheide durch Profis getroffen und Anlagen überwacht werden. Gerade im aktuell etwas hektischeren Marktumfeld dürfte das Gefühl, sein Vermögen in professionellen Händen zu wissen, eine beruhigende Wirkung entfalten.

Mit der Lancierung von AKB-Portfoliofonds sollen auch Kundinnen und Kunden ausserhalb von Vermögensverwaltungs-Mandaten (VVA) Zugang zu einer professionellen Vermögensverwaltung durch die AKB erhalten. Analog den VVAs, werden die neuen Portfoliofonds von denselben Spezialisten verwaltet.

AKB-Anlagepolitik

Die Aargauische Kantonalbank verfolgt in den AKB-Portfoliofonds eine eigene, unabhängige Anlagepolitik mit einer internationalen Ausrichtung und einem Schwergewicht in der Referenzwährung Schweizer Franken (CHF). Das Verhältnis von Ertrag und Risiko wird durch einen hohen Diversifikationseffekt optimiert. Ein klar strukturierter und disziplinierter Anlageprozess mit kurzen Entscheidungswegen garantiert eine rasche Ausrichtung auf veränderte Marktsituationen unter grösstmöglicher Risikokontrolle.

Anlagestrategien der AKB-Portfoliofonds

Mit den AKB-Portfoliofonds können Sie Ihre persönliche Anlagestrategie in einem Produkt umsetzen. Ihr Kundenprofil und Ihr Anlagehorizont bestimmen die Wahl des passenden Portfoliofonds. Wie Sie Ihr Geld anlegen, hängt von diversen Faktoren ab. Sind Sie sehr auf Sicherheit bedacht? Oder können Sie mit einem überschaubaren Risiko gut umgehen?

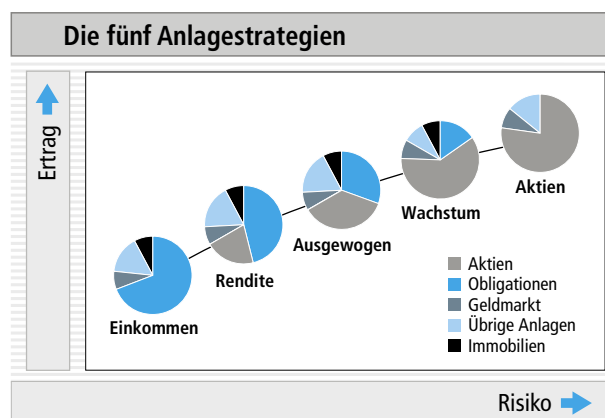
Mehr Ertrag bei weniger Risiko

Im Vergleich zu herkömmlichen Portfoliofonds bieten unsere fünf Portfoliofonds-Lösungen ein noch besseres Risiko-Ertrags-Verhältnis. Dies wird durch die Beimischung von Anlageklassen wie z. B. «Übrigen Anlagen» (Hedge Funds, Rohstoffe, Private Equity u. a.) oder Schweizer Immobilienfonds erreicht, welche eine möglichst unabhängige Renditeentwicklung gegenüber Aktien und Obligationen aufweisen.

Ihre weiteren Vorteile im Überblick:

- Schon mit kleineren Summen lässt sich in eine professionelle Anlagestrategie investieren.
- Mit den AKB-Portfoliofonds ermöglichen wir Ihnen eine auf Ihre persönlichen Bedürfnisse ausgerichtete Anlagelösung.
- Hohe Flexibilität durch tägliche Handelbarkeit.
- Eigener Anlageprozess führt zu unabhängigen Anlagestrategien und Umsetzungen.
- Langjährige erfolgreiche Leistungsausweise von vergleichbaren Anlagestrategien der Aargauischen Kantonalbank.

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

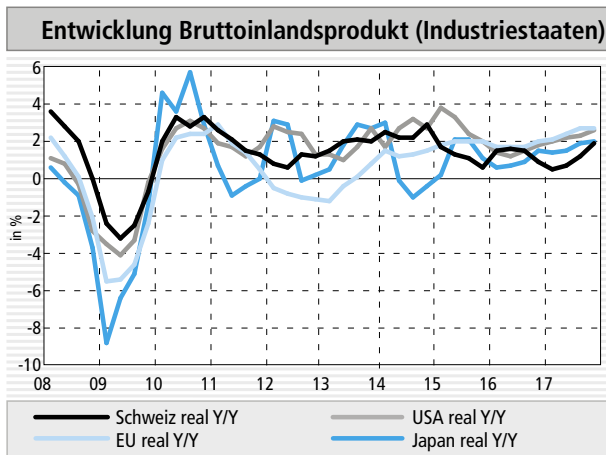


Makroökonomie Europa und Schweiz

Europa

Konjunktureller Höhepunkt überschritten

Die Konjunkturdaten aus der Euro-Zone sind in den letzten Wochen mehrheitlich schlechter ausgefallen als erwartet. Vorlaufende Indikatoren wie die Einkaufsmanagerindizes verzeichneten beispielsweise, wie bereits im Vormonat, einen deutlichen Rückgang. Die Indikatoren deuten zwar immer noch auf ein sehr robustes und überdurchschnittliches Wirtschaftswachstum hin. Es mehren sich jedoch die Anzeichen dafür, dass der konjunkturelle Höhepunkt in der Euro-Zone mittlerweile überschritten worden ist.



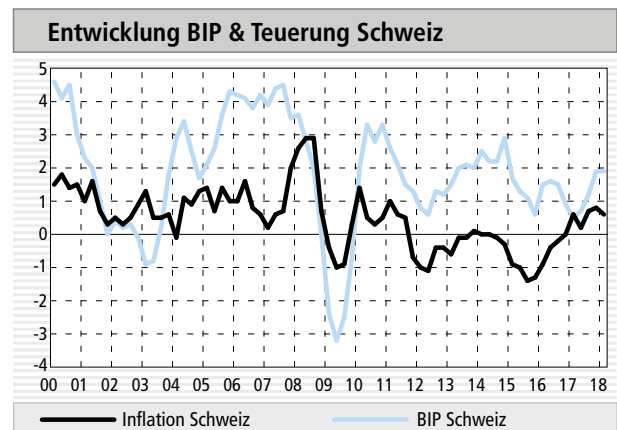
Trotz des hohen Wirtschaftswachstums und der unverändert positiven Konjunkturaussichten bleibt die Inflation in der Euro-Zone tief. Ein wesentlicher Grund dafür ist die in den letzten Monaten erfolgte Aufwertung des Euro, die über die Importpreise einen dämpfenden Einfluss auf die Inflation hat. Dieser Effekt hat dazu beigetragen, dass die Jahreststeuerung seit drei Monaten rückläufig ist und im Februar mit 1,1% sogar auf den tiefsten Wert seit 15 Monaten gesunken ist. Die Inflation dürfte damit ihren Tiefstwert im aktuellen Jahr erreicht haben. Wir rechnen für die nächsten Monate mit anziehenden Inflationsraten und halten an unserer Prognose von durchschnittlich 1,5% fest.

Die Europäische Zentralbank EZB hat an ihrer letzten Sitzung erneut betont, dass sie ihr Wertpapierkaufprogramm verlängern würde, falls die Währungshüter kein deutliches Anziehen der Inflation in Richtung des Ziels von 2% erkennen. Mit dem Verzicht auf die Äusserung, dass die Wertpapierkäufe bei Bedarf auch wieder erhöht werden könnten, macht die EZB zwar einen weiteren kleinen Schritt in Richtung geldpolitischer Normalisierung. Von der ersten Zinserhöhung ist die EZB aber immer noch weit entfernt. Wir rechnen unverändert damit, dass die Wertpapierkäufe bis Ende Jahr verlängert und die Leitzinsen erst ab 2019 angehoben werden.

Schweiz

Anhaltende Erholung in der Schweiz

Das Bruttoinlandsprodukt (BIP) der Schweiz ist auch im 4. Quartal 2017 überdurchschnittlich hoch ausgefallen. Nach einem verhaltenen Jahresstart gewann die konjunkturelle Erholung ab Mitte Jahr an Schwung, sodass für das Gesamtjahr 2017 ein Wachstum von rund 1% resultierte. Bedeutende Wachstumsimpulse kamen insbesondere von der Industrie, die von der guten globalen Konjunktur profitierte. Die Mehrheit der Indikatoren deutet auf eine weiter anhaltende Erholung hin. So liegen die beiden wichtigsten Vorlaufindikatoren für die Schweiz, das KOF-Konjunkturbarometer und der Einkaufsmanagerindex, weiterhin deutlich im Wachstumsbereich. Allerdings ziehen erste Wolken am Konjunkturhimmel auf. Der von der Schweizerischen Nationalbank SNB veröffentlichte Business Cycle Index, der sich auf rund 650 Indikatoren stützt, hat sich jüngst abgeschwächt. Zudem ist der Bestellungseingang bei den exportorientierten Unternehmen – im Gegensatz zu



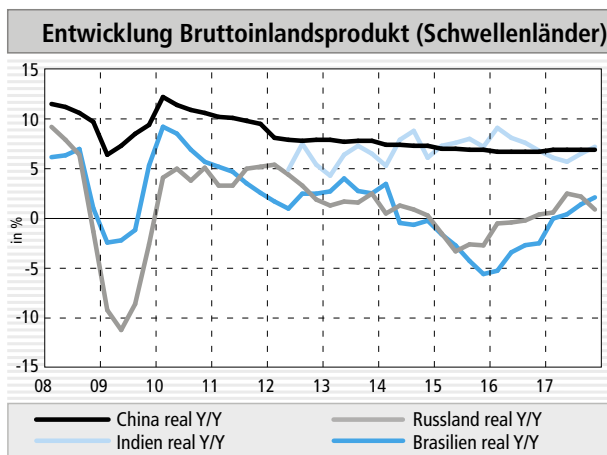
den binnenorientierten – in den letzten Monaten verhalten ausgefallen. Insgesamt bleibt die Schweizer Konjunktur robust, die Dynamik dürfte sich aber abschwächen. Wir rechnen für dieses Jahr weiterhin mit einem BIP-Wachstum von 2,0%. Der Konsumentenpreisindex hat sich in den ersten beiden Monaten des Jahres leicht abgeschwächt. Während die Inflationsraten der inländischen Güter und Dienstleistungen auf ihrem Stand von Ende 2017 verharrten, sanken die Preise der importierten Güter. Allerdings leisten die Importgüter weiterhin einen grösseren Teuerungsbeitrag als die inländischen Güter. Die Inflationserwartungen bleiben indes fest verankert und sind mit der Preisstabilität kompatibel, welche die SNB mit weniger als 2% gleichsetzt. Gemäss der neusten Inflationsprognose der SNB wird die Teuerung diese Schwelle von 2% erst Ende 2020 überschreiten – sofern die Währungshüter bis dahin nicht an der Zinsschraube drehen.

Makroökonomie Nordamerika und Asien

Nordamerika

Weiterhin positive Wachstumsaussichten

Die US-Notenbank FED setzt ihren graduellen Straffungskurs unter ihrem neuen Präsidenten Jerome Powell fort und hievt den Leitzins um 25 Basispunkte auf eine Spanne von 1,50 bis 1,75%. Der Entscheid fiel einstimmig und war erwartet worden. Der Konjunkturausblick fiel nochmals besser aus als in der Dezember-Sitzung. Dies zeigt sich in der Anhebung der Wachstumsprognosen für 2018 von 2,5 auf 2,7% und für 2019 von 2,1 auf 2,4%. Auch am Arbeitsmarkt erwartet das FED eine stärkere Verbesserung.



Ein Blick auf die Zinsprojektionen der einzelnen US-Währungshüter zeigt, dass diese im Mittel für 2018 unverändert mit drei Zinsschritten rechnen. Allerdings tendieren nun mehr Mitglieder des geldpolitischen Ausschusses zu einem vierten Zinsschritt als noch im Dezember. Ausserdem rechnet neu eine Mehrheit für die nächsten beiden Jahre mit jeweils einer Zinserhöhung mehr. Somit projiziert das FED für 2019 nun drei und für 2020 zwei Zinsanhebungen. Wir halten ebenfalls an unserer Einschätzung von drei Zinsschritten für 2018 fest. Angesichts der Handelsstreitigkeiten und der personellen Rochaden im Weissen Haus erwarten wir eine anhaltende politische Verunsicherung, die das FED von einer rascheren geldpolitischen Gangart abhalten dürfte. Ein vierter Zinsschritt ist angesichts der rosigen Konjunkturprognosen aber weiterhin möglich. Für das 1. Quartal 2018 sind die realwirtschaftlichen Indikatoren bislang durchgewachsen. Während die US-Industrie rege Aktivitäten vermeldet, sind die Umsätze im Detailhandel drei Monate in Folge gesunken. Aufgrund des verhaltenen Konsums dürfte das Wachstum niedriger ausfallen als im Vorquartal. Die Steuersenkungen, die gute Beschäftigungslage und die aufgehellte Stimmung sprechen indes nur für eine vorübergehende Verschnaufpause. Zudem machte dem 1. Quartal in den letzten Jahren eine unzureichende Saisonbereinigung zu schaffen.

Asien

Japan: Anhaltend hohe Konjunkturdynamik

Das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts für das 4. Quartal 2017 ist in der zweiten Schätzung spürbar nach oben revidiert worden. Die annualisierte Wachstumsrate zum Vorquartal wurde von ursprünglich 0,5 auf 1,6% angehoben. Verantwortlich dafür waren grössere Wachstumsbeiträge der Investitionen und der Lagerveränderungen. Es ist typisch für Japan, dass die BIP-Wachstumsraten von Quartal zu Quartal stärker schwanken als in anderen Industriestaaten und dass die ersten Schätzungen oft signifikant revidiert werden. Die Regierung hat jüngst einen Plan angekündigt, um die Zuverlässigkeit der ersten BIP-Schätzung zu verbessern. Aufgrund der jüngsten Konjunkturindikatoren sowie wetterbedingt ist im laufenden Quartal mit einer langsameren Wirtschaftsentwicklung zu rechnen. Das Potenzialwachstum, das auf ca. 1% geschätzt wird, dürfte aber auch 2018 übertroffen werden. Unterstützung bieten die solide Weltkonjunktur, die Belebung der Investitionen und der robuste Arbeitsmarkt.

China: Positiver Konjunkturstart ins Jahr 2018

Die Industrieproduktion in China stieg in den ersten beiden Monaten 2018 gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode um 7,2% und damit stärker als erwartet sowie kräftiger als Ende 2017. Auch die Investitionen, Exporte und Detailhandelsumsätze bestätigen eine robuste Wirtschaftsentwicklung zu Jahresbeginn. Wir erwarten im Laufe des Jahres jedoch nach wie vor eine leichte Abschwächung der Wachstumsdynamik. Das Ziel für das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) 2018 wurde am Nationalen Volkskongress auf «rund 6,5%» festgelegt. Dies bedeutet eine marginale Abschwächung gegenüber 2017, als es «ungefähr 6,5%, oder wenn möglich höher» lautete. Dennoch signalisiert dieses Ziel, dass eine robuste Wirtschaftsentwicklung in China weiterhin hohe Priorität genießt.

Indien: Wachstumsdynamik langsam wieder am Steigen

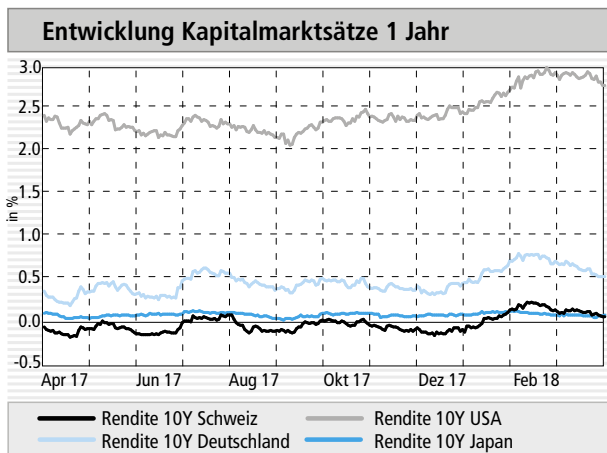
2017 war für Indien ein ereignisreiches Jahr, in dem wichtige wirtschaftspolitische Massnahmen umgesetzt wurden. Um die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik zu steigern, wurde das Monetary Policy Board eingeführt, das die geldpolitischen Entscheidung trifft. Ein wichtiger Schritt war Mitte 2017 die Einführung einer landesweit einheitlichen Mehrwertsteuer, die dank eines vereinfachten und transparenteren Steuersystems wachstumsfördernd wirken soll. Last but not least ist das Programm zur Rekapitalisierung der Banken zu nennen, das die Staatsbanken stärken soll. Trotz ihrer mittelfristig zweifellos positiven Auswirkungen waren diese Massnahmen mit Unsicherheiten verbunden und sorgten kurzfristig für Wachstumseinbussen.

Geldmarkt und Obligationen

Geld- und Kapitalmärkte im Überblick

Spürbarer Aufwärtsdruck an der Zinsfront

Ab Mitte Dezember des letzten Jahres haben die Zinsen plötzlich Rückenwind erhalten. Spiegelbildlich verloren die Preise für Obligationen spürbar an Wert. Vor allem die amerikanischen Renditen sind deutlich angestiegen. Der Haupttreiber waren steigende Inflationserwartungen aufgrund der zunehmenden Kapazitätsauslastung der amerikanischen Wirtschaft. Insbesondere die Aussichten auf höhere Lohnkosten haben die Befürchtungen einer möglichen Teuerungsspirale genährt. Gute Arbeitsmarktdaten, die möglichen Folgen der Steuerreform, offene Fragen bezüglich des neuen FED-Chefs Jerome Powell sowie steigende Rohstoffpreise haben die Verunsicherung der Anleger und damit den Aufwärtsdrang der Renditen noch verstärkt. Ein genauerer Blick auf den jüngsten Zinsanstieg zeigt allerdings, dass nicht in erster Linie die Inflationserwartung der Haupttreiber höherer Zinsen war. Die Realrendite hat sich deutlich stärker erhöht. Eigentlich ist dies eine gute Nachricht, bildet doch diese Teilkomponente der Nominalzinsen das tatsächliche wirtschaftliche Wachstum ab. Über die internationalen Vernetzungen sind im Sog steigender US-Zinsen auch in der restlichen Welt die Renditen spürbar gestiegen.



Verschiedene Faktoren stoppten ab Februar den Ausverkauf an den Obligationenmärkten. Der Renditeanstieg wurde auch an den Aktienmärkten zunehmend zum Thema und führte dort zu einer starken Preiskorrektur. Von der damit verbundenen höheren Nachfrage nach sicheren Anlagen profitierten unter anderem die Obligationen und die Preise erholten sich teilweise wieder. In die gleiche Richtung wirkte die Veröffentlichung moderater Teuerungsraten. Die zuvor aufgekommenen Inflationbefürchtungen wurden zu einem grossen Teil wieder relativiert. Zudem bestätigten die massgebenden Notenbanken ihre expansive Geldpolitik oder zumindest die eingeschlagene behutsame Vorgehensweise im begonnenen Normalisierungsprozess. Auch die jüngsten Ereignisse rund um den Handels-

streit zwischen den USA und China erhöhten die Risikoaversion der Anleger und führten zu einer stärkeren Nachfrage nach defensiven Anlagen wie Obligationen. Höhere Bewertungen waren die Folge.

Zahme Notenbanken

Die Europäische Zentralbank EZB hat wie erwartet an ihrer jüngsten Lagebeurteilung ihre expansive Geldpolitik bestätigt. Diese gilt für den Leitzins genauso wie für die Anleihekäufe. Die Wertschriftenkäufe wurden auf das neue Jahr hin wie angekündigt halbiert und sollen nun mindestens bis Ende September fortgeführt werden. Die einzige Anpassung in der jüngsten Lagebeurteilung betrifft eine Formulierung bezüglich einer bedarfsorientierten Erhöhung der Anleihekäufe. Diese Ergänzung wurde gestrichen, was einen Vertrauensbeweis für die gute Wirtschaftslage darstellt und als möglicher Hinweis auf eine absehbare Normalisierung der Geldpolitik gedeutet wird. Allerdings hat die EZB auch erwähnt, die Zinsen noch weit über das Ende der Anleihekäufe auf tiefem Niveau zu halten. Trotz Anstieg der Beschäftigung in der Euro-Zone ist momentan noch kein Auftrieb bei den Löhnen feststellbar. Die aktuellen Inflationswerte sind nach wie vor weit von der von der EZB angestrebten 2%-Marke entfernt und geben dem Zinsgremium den nötigen Spielraum für eine Fortsetzung ihrer monetären Lockerungsmassnahmen.

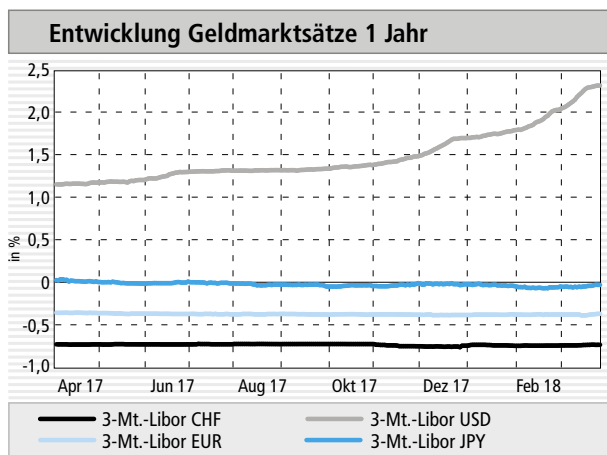
Die Schweizerische Nationalbank SNB hält unverändert an ihrer expansiven Geldpolitik fest. Eine baldige Änderung wird nicht in Aussicht gestellt. Der Franken-Fokus macht es nötig, dass das Abwehrdispositiv aus negativen Zinsen und Devisenmarktinterventionen unverändert aufrechterhalten wird. Die jüngste Unsicherheit an den Finanzmärkten hat die Rolle des Frankens als sicheren Hafen unterstrichen. Entsprechend fragil schätzt die SNB nach wie vor die Lage an den internationalen Devisenmärkten ein. Unverändert positiv stuft sie das wirtschaftliche Wachstum in der Schweiz ein und hält die Inflationsentwicklung für bescheiden. Es ist davon auszugehen, dass die SNB nicht vor Mitte 2019 einen Zinsschritt vornehmen wird. Neben dem makroökonomischen Umfeld wird insbesondere die Geldpolitik der EZB massgebend dafür sein, wann die einheimischen Währungshüter den nötigen Freiraum für eine Anpassung erhalten werden.

Erwartungsgemäss hat die amerikanische Notenbank den Leitzins um 0,25% erhöht. Die Zinserhöhung war gut vorbereitet und stellte einen weiteren Schritt – es handelt sich um den sechsten – auf dem Normalisierungspfad der US-Zinshüter dar. Mehr als der Zinsentscheid selber interessierte der Ausblick der Gremiumsmitglieder. Darin wurden zwei weitere Erhöhungen für das laufende Jahr bestätigt. Für das nächste und übernächste Jahr wird jeweils mit einem Zinsschritt mehr gerechnet, was

Geldmarkt und Obligationen

durchaus als eine geringere Verschärfung des eingeschlagenen Normalisierungspfades betrachtet werden kann. Die Basis für diese restriktivere Gangart bilden eine positive Wachstumseinschätzung für die amerikanische Wirtschaft sowie ein sanfter Anstieg der Inflationsrate. Insgesamt förderte der jüngste Zinsentscheid wenig Neues zu Tage, weshalb unverändert von einem moderaten Anstieg der US-Zinsen ausgegangen werden kann.

Neben der amerikanischen Notenbank stellt die Bank of England die zweite prominente Ausnahme dar, was die Abkehr von einer lockeren Geldpolitik anbelangt. Als Folge des Brexit-Entscheids ist die Heimwährung, das britische Pfund, deutlich unter Druck geraten. Dies führte über höhere Importpreise zu einem deutlichen Anstieg der Inflation. Ein erstes Mal haben die Entscheidungsträger im letzten Jahr den Leitzins erhöht. Damals ist man von einem isolierten Zinsschritt ausgegangen. Mit der überraschend guten Konjunkturlage steigt nun die Wahrscheinlichkeit, dass im laufenden Jahr eine weitere Erhöhung des Leitzinses folgt. Vor allem der robuste Arbeitsmarkt und damit die Aussichten auf steigende Löhne erfordern ein baldiges Handeln. Weitere massgebende Notenbanken bleiben dagegen ihrer expansiven Ausrichtung treu. So hat jüngst die Bank of Japan ihre ultra-lockere Geldpolitik bestätigt. Sie werde trotz guter Konjunkturlage nicht davon abweichen, bis das Inflationsziel von 2% erreicht sei.



Anhaltende Tiefzinsoptik

Die Inflationsoptik wird an den Zinsmärkten auch weiterhin das dominierende Thema sein. Die jüngsten Daten belegen zwar, dass selbst in den USA der Aufwärtsdruck bescheiden ist. Trotzdem bleiben die Sorgen, dass die zunehmende Verknappung der Ressourcen zu steigenden Preisen führen und somit inflationstreibend wirken könnte. Gerade in den USA, wo der Konjunkturzyklus weiter fortgeschritten ist als in der restlichen Welt, könnte diese Entwicklung früher eintreffen als erwartet. Die Ressourcen verknappen sich zusehends und die Preise da-

für könnten sich weiter erhöhen. Nach wie vor handelt es sich jedoch um einen überschaubaren Anstieg der Inflationsrate. Das aktuelle Niveau liegt innerhalb des Toleranzbereichs der amerikanischen Zinshüter. Die restlichen Industrienationen sowie die Schwellenländer hinken dieser Entwicklung nach wie vor hinterher, weshalb dort weder eine Überhitzung der Wirtschaft noch eine restriktivere Geldpolitik droht.

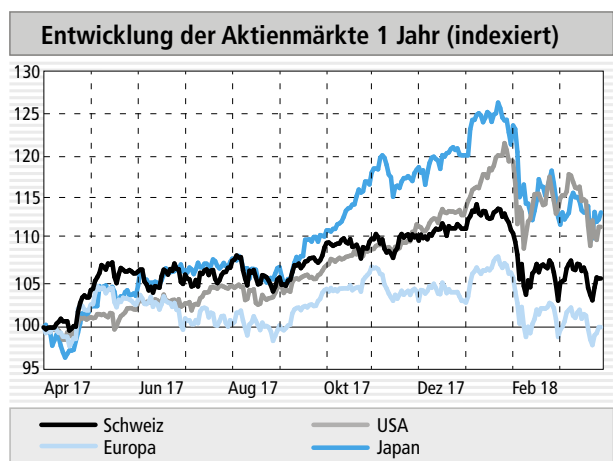
Die gute Nachricht ist, dass die amerikanische Notenbank FED ein Szenario steigender Inflationsraten zumindest teilweise antizipiert. Bereits Ende 2015 hat sie angefangen, die Bilanz nicht mehr weiter zu erhöhen und die Geldpolitik zu straffen. Die restlichen Notenbanken bleiben ihrem lockeren Kurs bisher treu. Die Rahmenbedingungen mahnen auch nicht zur Eile. Es ist deshalb davon auszugehen, dass die Zinsen auf dem aktuellen Niveau mit einem volatilen Verlauf seitwärts bis maximal leicht höher tendieren. Es darf nicht vergessen werden, dass festverzinsliche Anlagen weiterhin als Hort der Sicherheit gelten. Steigt die politische oder wirtschaftliche Verunsicherung, werden sich die Anleger rasch den Obligationen widmen und für höhere Preise sorgen. Eine nachhaltige Erhöhung der Renditen ist nur dann denkbar, wenn die Teuerungsraten spürbar ansteigen würden und die Notenbanken gezwungen wären, stärker als erwartet Gegensteuer zu geben. Dieses Szenario erachten wir aus der heutigen Optik als eher unwahrscheinlich.

Zunehmende Beachtung verdienen die Kreditrisikoprämien. Auf der Suche nach Rendite haben die Anleger in den letzten Jahren immer mehr in Anleihen mit tiefer Bonität investiert. Als Folge davon ist die Risikoentschädigung solcher Anleihen auf einen rekordtiefen Stand gesunken. Eine steigende Risikoaversion der Anleger oder eine Abkühlung der Wirtschaft könnte allerdings zu einem Umdenken führen. Plötzlich verschiebt sich der Anlegerfokus auf erstklassige Schuldner und Emittenten mit schlechterer Bonität werden gemieden. Steigende Risikoprämien wirken dann wie Zinserhöhungen und führen bei den betroffenen Anleihen mit einem tieferen Rating auch bei einem stabilen Zinsumfeld zu Kursverlusten.

Schweiz

Mit einem Kaltstart ins neue Jahr

Nachdem die Aktienmärkte lange Zeit nur aufwärts tendiert hatten, erlebten die Beteiligungspapiere Anfang Februar einen Kurssturz. Ein wichtiger Auslöser für die Turbulenzen war der Anstieg der Lohnkosten in den USA, der deutlich höher ausfiel als erwartet. In der Folge stiegen die Inflationserwartungen und die Renditen von amerikanischen Staatsanleihen zogen deutlich an. Angeführt von der US-Börse konnte in der zweiten Monatshälfte zwar ein Teil der Verluste im Swiss Performance Index (SPI) wieder wettgemacht werden. Die Bewegungen blieben jedoch volatil und die Performance lag für den Monat Februar bei $-4,5\%$. Nach einem wenig inspirierenden Januar ($-0,1\%$) erlebte der Schweizer Aktienmarkt damit einen veritablen Kaltstart. Wenig hilfreich für eine allfällige Aufhellung der Stimmung waren dabei die Wertberichtigungen der Steueraktiva, welche insbesondere bei den beiden Grossbanken UBS und CS für einen deutlichen Stimmungsdämpfer verantwortlich waren. Ansonsten rapportierten die Gesellschaften ihre Jahreszahlen ungefähr im Rahmen der Erwartungen, auch wenn die Gewinnsschätzungen insgesamt für die Jahre 2018/19 geringfügig nach unten angepasst werden mussten. Fazit: Die Volatilität hatte ihr grosses Comeback und dürfte auch in den kommenden Monaten auf erhöhtem Level konsolidieren. Die fundamentalen Wirtschaftsdaten und das Gewinnwachstum bleiben jedoch trotz der Marktkorrektur solide. Solange das so bleibt, dürften insbesondere die Industrie-, Finanz-, Rohstoff- und Technologietitel gut laufen.



Europa

Robustes Wachstum – der konjunkturelle Höhepunkt scheint aber überschritten zu sein

Die Euphorie über den Einfluss der US-Steuerreform auf die Unternehmensgewinne von europäischen Unternehmen, wie sie im Januar zu beobachten war, hat sich als übertrieben erwiesen. Die Aktienmärkte Europas wirken nach den zwischenzeitlich heftigen Kurseinbussen im Februar etwas verängstigt. Obwohl in den letzten Tagen eine gewisse Normalität zurückgekehrt ist, herrscht Unklarheit über die zukünftige Börsenentwicklung. Unterstützend wirken die gut laufende Weltwirtschaft sowie die grundsätzlich steigenden Unternehmensgewinne – auch wenn der konjunkturelle Höhepunkt in der Euro-Zone mittlerweile wohl hinter uns liegen dürfte. Die kürzlich kommunizierte Absage von EZB-Chef Draghi an eine schnelle geldpolitische Straffung dürfte ebenfalls unterstützend wirken.

Die neu angekündigten handelspolitischen Massnahmen der US-Regierung gegenüber chinesischen Exporten haben die Aktienmärkte in der vergangenen Woche jedoch erneut auf Talfahrt geschickt. Die wichtigsten Börsenindizes verloren zwischen $-2,5$ und -6% und notieren damit wieder auf den Tiefstständen, die sie Anfang Februar erreicht hatten oder sogar tiefer. Für sich alleine genommen sind Strafzölle auf Stahl und Aluminium keine Gefahr für den Aufschwung, machen sie zusammengenommen doch lediglich $2,4\%$ der US-Gesamtimporte bzw. rund $0,3\%$ des amerikanischen BIP aus. Die eigentliche Gefahr besteht darin, dass die Strafzölle lediglich der Auftakt zu einer generellen protektionistischeren US-Handelspolitik wären. Angesichts dieser politischen Unsicherheiten, der anhaltenden Brexit-Diskussion und des erstarkten Euro rechnen wir bis auf Weiteres mit einer volatilen Entwicklung an den europäischen Aktienmärkten. Dabei wird verstärkt die Gewinnentwicklung der Unternehmen – und nicht mehr die Bewertungsausweitung – massgebend sein.

Amerika

Steuerzahlungen belasten Quartalszahlen

Der US-Aktienmarkt-Index S&P 500 sank im ersten Quartal 2018 um $-0,8\%$. Zu den Gewinnern gehören die Aktien von Intel ($+13,6\%$, Technologie), Cisco ($+12,8\%$, Technologie) und Boeing ($+11,8\%$, Industrie). Zu den schwächsten Aktien gehören General Electric ($-22,1\%$, Industrie), Procter & Gamble ($-13,0\%$, nichtzyklischer Konsum) und DowDuPont ($-10,1\%$, Grundstoffe). Die Aktien von Facebook korrigierten massiv unter der in den USA wie auch in Europa verschärfte Kritik zum Umgang mit den Benutzerdaten. Es besteht der Verdacht, dass das Beratungsunternehmen Cambridge Analytica, welches die Wahlkampagne von Donald Trump unterstützte, unrechtmässigen Zugang zu persönlichen Daten von 50 Millionen Facebook-Benutzern hatte. Dieses Ereignis könnte dazu beitragen, dass grosse Internetkonzerne künftig stärker reguliert werden. Banktitel standen auch erneut im Fokus. Morgan Stanley präsentierte durchmischte Quartalszahlen und musste einen Gewinneinbruch von 59% hinnehmen. Dies ist hauptsächlich auf eine einmalige Zahlung aufgrund der US-Steuerreform zurückzuführen. Künftig wird Morgan Stanley aber von niedrigeren Steuern profitieren. General Electric musste ebenfalls herbe Einbussen hinnehmen. Operativ läuft es im Kerngeschäft mit Turbinen zur Stromerzeugung schlecht und toxische Altlasten aus der Finanzsparte GE Capital haben zu einer Wertberichtigung von USD 6 Mrd. geführt. Nun nimmt auch noch die US-Börsenaufsicht SEC die Rechnungslegung des Industriekonglomerats unter die Lupe. IBM konnte das erste Mal seit über fünf Jahren wieder einen Umsatzanstieg vorweisen. Die Bemühungen des Unternehmens, Verluste im herkömmlichen IT-Servicegeschäft mit innovativeren Bereichen wie Cloud-Dienstleistungen und Sicherheitssoftware auszugleichen, scheinen zu wirken. Das Ergebnis wurde jedoch ebenfalls von einer ausserordentlichen Steuerzahlung belastet. American Express hat das erste Mal seit 25 Jahren einen Verlust ausgewiesen. Dieser ist ebenfalls einer ausserplanmässigen Steuerzahlung zuzuschreiben. Ansonsten hat das Unternehmen jedoch die Erwartungen übertroffen. Starke Zahlen legte dagegen der Online-Händler Amazon vor. Im Weihnachtsquartal steigerte der Konzern seinen Umsatz um fast 40% auf USD 60,5 Mrd. Mit USD 1,9 Mrd. fiel dabei auch der Gewinn deutlich höher als im Vorjahr aus. Dabei profitierte der Konzern von einem positiven Sondereffekt der US-Steuerreform. Die Ankündigung des US-Präsidenten, auf eine Reihe von Exportgütern aus China Strafzölle zu erheben, und die Gegenmassnahmen seitens Chinas belasteten die Aktien von Unternehmen mit einem bedeutenden China-Geschäft. Das historische hohe Bewertungsniveau der US-Aktien bedeutet weiterhin ein erhöhtes Risiko für Korrekturen. Hinzu kommt die Unberechenbarkeit der US-Regierung und des neuen FED-Vorsitzenden

Jerome Powell. Deshalb sehen wir, trotz der soliden US-Wirtschaftsentwicklung, insgesamt eine eher seitwärts gerichtete Entwicklung der US-Aktienmärkte im zweiten Quartal 2018, mit dem Risiko für weitere Korrekturen.

Japan und Emerging Markets

Unter Einfluss der US-Handelspolitik

Der japanische MSCI-Aktienmarkt-Index sank in Lokalwährung im ersten Quartal 2018 um $-4,8\%$. Zu den Gewinnern gehören die Aktien Kose ($+27,0\%$, nichtzyklischer Konsum), Ono Pharmaceutical ($+26,2\%$, Gesundheit), und Shiseido ($+25,1\%$, nichtzyklischer Konsum). Zu den schwächsten Aktien gehören Suruga Bank ($-38,8\%$, Finanz), Seiko Epson ($-27,7\%$, Technologie) und Nippon Electric Glass ($-26,5\%$, Industrie). Die Aktienmärkte der Schwellenländer sind in derselben Periode regional unterschiedlich gelaufen. Der gesamte MSCI-Emerging-Markets-Index in USD schloss im Startquartal um $+0,4\%$ höher als im Vorquartal und um $+1,5$ Prozentpunkte im Vergleich mit dem MSCI-Welt-Aktienindex in USD ($-1,1\%$). Die Finanzmärkte in Osteuropa und im Mittleren Osten sind um $+1,2\%$, diejenigen der asiatischen Schwellenländer um $+0,5\%$ und die lateinamerikanischen Märkte um $+5,2\%$ gestiegen. Auf Länderebene schnitten die Börsen in Brasilien ($+11,6\%$), in Saudi-Arabien ($+8,8\%$) und in Russland ($+8,8\%$) am besten ab. Die schwächsten Aktienmärkte waren Polen ($-8,4\%$), Dubai ($-7,8\%$) und Südafrika ($-6,8\%$). Die Börsen in Fernost wurden in erster Linie durch die Einführung von Handelszöllen in den USA negativ beeinflusst. Der starke Yen belastete zusätzlich japanische Unternehmen, die vom Export abhängen. Bankentitel handelten ebenfalls mehrheitlich schwächer. In diesem Umfeld zählten inländorientierte Aktien aus dem Immobiliensegment zu den Gewinnern. In Südkorea profitierten Hyundai Elevator von den jüngsten Annäherungsbemühungen Nordkoreas an den Süden. Der Hersteller von Aufzügen hält über eine Beteiligung grenzüberschreitende Geschäftsinteressen zum nördlichen Nachbarn. Der massive Kurseinbruch im Februar an der chinesischen Börse löste Schockwellen unter Investoren aus, die sich zuletzt daran gewöhnt hatten, dass staatliche Interventionen grössere Kurseinbrüche verhindern. Chinas Finanzmärkte sind nun wegen der fortschreitenden Liberalisierung stärker mit dem Rest der Welt vernetzt und somit anfälliger auf externe Einflussfaktoren. Im Vorfeld des chinesischen Neujahrs war zudem die Bereitschaft gross, Kursgewinne mitzunehmen. Die Reduktion von Krediten für Aktienkäufe sorgte ebenfalls für Verkaufsdruck. Die überwiegend positiven Aussichten für Unternehmen in den Schwellenländern geben Spielraum dafür, dass die Aktienkurse an diesen Märkten sowie in Japan in den kommenden Monaten insgesamt leicht steigen.

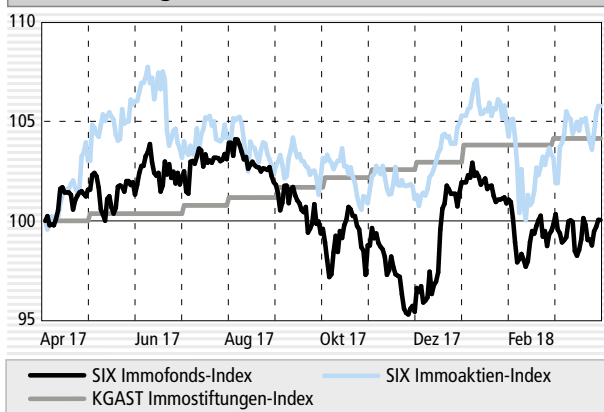
Nicht traditionelle Anlagen

Immobilien Schweiz

Immobilienfonds bleiben solid

Im ersten Quartal 2018 sind die Preise der Schweizer Immobilienfonds durchschnittlich um $-1,9\%$ gegenüber dem Vorquartal gesunken. Damit hat der SIX Real Estate Funds Broad Index um $+3,3\%$ stärker als der gesamte Schweizer Aktienmarkt (SIX $-5,2\%$) abgeschnitten. Die durchschnittliche Prämie (Agio) der Immobilienfonds beträgt per Ende März $+24,3\%$. Sie liegt damit nach wie vor über dem historischen Durchschnitt von rund 15% . Zu den stärksten Performern im letzten Quartal zählten Polymen ($+1,3\%$), Realstone Development Fund ($+1,1\%$) und FIR ($+1,0\%$). Zu den schwächsten Titeln gehören UBS Direct Residential ($-8,1\%$), Immo Helvetic ($-6,9\%$) und Procimmo Swiss Commercial ($-6,4\%$). Die Wachstumspolitik einiger Immobilienfonds mit Bauprojekten zu tiefen Bruttorenditen beeinträchtigt das Ausschüttungspotenzial, besonders wenn die Projekte mit Kapitalerhöhungen finanziert werden. Bemerkenswert sind steigende Leerstände bei einzelnen Wohnimmobilienfonds. Die Erhöhung der Leerstände kann unterschiedliche Gründe haben. Ein möglicher Grund ist die Durchführung von Gesamtanierungen oder Ersatzneubauten. Diese erfordern eine vorgängige Leerung der Liegenschaften, manchmal sogar für mehrere Jahre. Mit solchen Projekten wird meistens auch ein Mehrwert geschaffen, der zu einer Erhöhung der Mieteinnahmen und des Nettoanlagevermögens des Fonds führt. Bei einigen Immobilien-Portfolios stammen die zusätzlichen Leerstände aus zu vermietenden Neubauten. Eine Vollvermietung wird gewöhnlich erst innerhalb von drei Jahren erreicht. Dann können auch alte, nicht renovierte Liegenschaften an weniger guten Lagen, welche nicht mehr den heutigen Ansprüchen entsprechen, zur Erhöhung des Leerstandes beitragen. In den grossen Wirtschaftszentren und deren Agglomerationen herrscht weiterhin ein Überhang in der Nachfrage nach Wohnimmobilien, der zu tiefen Leerständen führt. Höher sind die Leerstände bei gewerblichen Immobilien. Die Mietab-

Entwicklung Immobilien Schweiz 1 Jahr (indexiert)



schlüsse von Büros haben jedoch in den vergangenen zwei Jahren zugenommen. Auf dem heute deutlich tieferen Mietzinsniveau zeigen die Unternehmen wieder eine höhere Bereitschaft umzuziehen. Allerdings werden oft mietfreie Perioden und/oder spezielle Ausbauwünsche von den Vermietern gewährt. Wir stufen die Immobilienfonds weiterhin als solide, defensive Anlage mit attraktiver Ausschüttungsrendite ein. Wegen der hohen Bewertung dieser Titel und den steigenden Befürchtungen vieler Investoren von Zinserhöhungen erwarten wir in den kommenden drei Monaten keine grosse Veränderung des durchschnittlichen Kursniveaus der Immobilienfondsanteile.

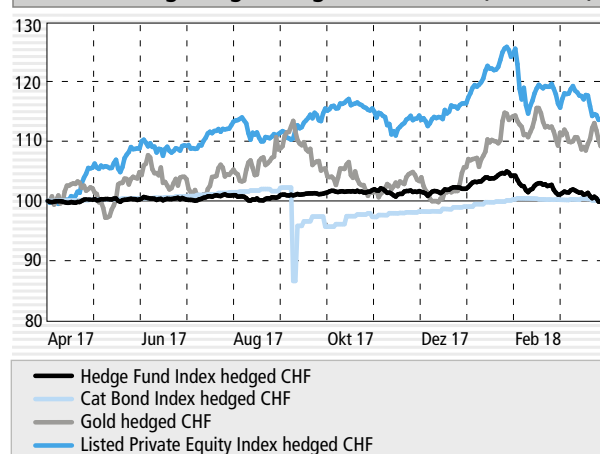
schlüsse von Büros haben jedoch in den vergangenen zwei Jahren zugenommen. Auf dem heute deutlich tieferen Mietzinsniveau zeigen die Unternehmen wieder eine höhere Bereitschaft umzuziehen. Allerdings werden oft mietfreie Perioden und/oder spezielle Ausbauwünsche von den Vermietern gewährt. Wir stufen die Immobilienfonds weiterhin als solide, defensive Anlage mit attraktiver Ausschüttungsrendite ein. Wegen der hohen Bewertung dieser Titel und den steigenden Befürchtungen vieler Investoren von Zinserhöhungen erwarten wir in den kommenden drei Monaten keine grosse Veränderung des durchschnittlichen Kursniveaus der Immobilienfondsanteile.

Übrige Anlagen

Viel Flexibilität beim Investieren

Zu den übrigen Anlagen zählen wir Investitionen, welche nicht den klassischen Kategorien (Liquidität, Obligationen, Aktien und Immobilien) zugeteilt werden können. Wir streben damit eine strikte Trennung von traditionellen Anlagen und Produkten mit teilweise vielschichtigen und komplexen Strukturen sowie einer möglicherweise eingeschränkten Liquidität an. Solche Gebilde beinhalten in der Regel viel Anlagefreiraum, um Investitionsmöglichkeiten optimal auszunutzen zu können. Die Marktteilnehmer konzentrierten sich im Januar auf die Erneuerungsrunde der **besicherten Rückversicherungsverträge (CRI-Verträge)**. In diesem Monat wird ein Grossteil der

Entwicklung übrige Anlagen CHF 1 Jahr (indexiert)

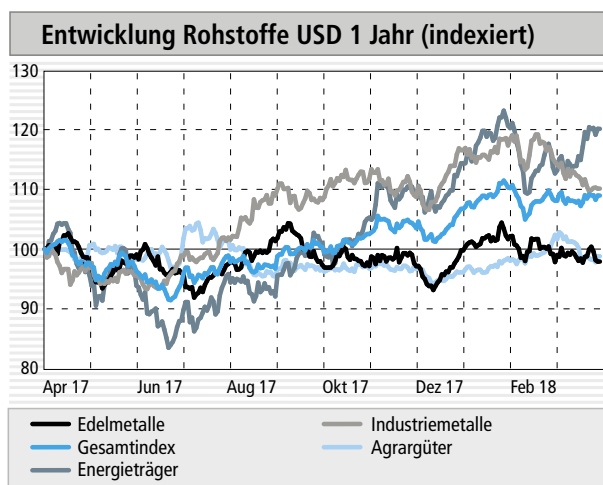


weltweiten Programme abgeschlossen. Die Laufzeit solcher Abschlüsse beträgt typischerweise ein Jahr. Deshalb war es Anfang Jahr auch ruhig im Primärmarkt für **Cat-Bonds (Katastrophenanleihen)**. Experten zufolge waren die Vertragsverhandlungen geprägt von den Katastrophenschäden 2017. Signifikante Prämien erhöhungen gab es nur bei Programmen, welche durch direkte Schäden im Jahr 2017 betroffen waren.

Nicht traditionelle Anlagen

Bei generell auf US-Wind fokussierten Verträgen fand nur eine leichte Prämienerrhöhung statt. Anfang Februar emittierte die Weltbank eine Katastrophenanleihe zur Deckung von Erdbebenereignissen in Chile, Kolumbien, Mexiko und Peru. Gemäss Kommentar der Weltbank war dies die grösste Cat-Bond-Transaktion eines supranationalen Unternehmens und die zweitgrösste Cat-Bond-Emission überhaupt. Investoren haben dadurch Zugang zu attraktiven neuen Risikoregionen und profitieren von einer Diversifikation zu den herkömmlichen Hauptrisiken «US-Wind» und «US-Erdbeben». Die europäische Wintersturmsaison mit den Stürmen Burglind und Friederike, welche enorme Schäden in Nord- und Zentraleuropa anrichteten, hatten nur geringfügige Auswirkungen auf die Performance der von uns eingesetzten versicherungsbasierten Fonds. Wir erachten ein diversifiziertes Engagement in dieser zu den Finanzmärkten tief korrelierten Anlageform weiterhin als sehr interessant. Die **bedingten Pflichtwandelanleihen (Co-Co-Anleihen)** konnten sich dem Trend höherer Zinsen nicht entziehen und verloren spiegelbildlich an Wert. Die Quartalsperformance beläuft sich für eine in Schweizer Franken abgesicherte Tranche auf ca. -1,1%. Nach einer enorm starken Januarperformance von rund +1,9%, trotz steigender Zinsen aber mit stark rückläufigen Risikoprämien auf historische Tiefststände, setzte in den zwei darauffolgenden Monaten eine Gegenbewegung ein. Insbesondere Anfang Februar, im Zuge der Veränderung in der Risikowahrnehmung, stiegen die Kreditrisikoprämien um rund 0,8% markant an. Dies führte zu Verlusten an den CoCo-Bond-Märkten. Wir sind aber weiterhin optimistisch, da sich die Kreditqualität in den Büchern von Banken aufgrund eines breit abgestützten Wirtschaftswachstums weiter verbessert. Ebenso waren die Performanzenwerte der **flexiblen Bond-Fonds** dem allgemeinen Trend höherer Zinsen ausgesetzt und sanken mehrheitlich. Jedoch fielen die Rückschläge verschieden aus, da diese unterschiedlich in Abhängigkeit ihrer Kredit- bzw. Durationpositionierung davon betroffen sind. Experten gehen für das Jahr 2018 davon aus, dass sich das Wirtschaftswachstum in den meisten Entwicklungs- und Schwellenländern mit führenden **Mikro- und KMU-Finanzindustrien** beschleunigen wird. Durch das entwickelte Rahmengerüst unseres Fonds haben wir Gewähr, dass die Wirkung der 17 Nachhaltigkeitsziele der Vereinten Nationen, gebündelt in sechs «Impact»-Themen, auch gemessen wird. Dazu gehört zum Beispiel die Sicherstellung einer Grundversorgung mit Gesundheit, Zugang zu Nahrung, Wasser, Energie, Wohnraum, sanitären Einrichtungen etc. Ein Engagement erachten wir deshalb weiterhin als interessant. Der gesamte **Rohstoffmarkt** konnte in diesem Quartal in Schweizer Franken um 1,4% zulegen. Die **Rohölpreise** konnten sich Ende März der negativen Marktstimmung der Aktienmärkte entziehen und erreichten nach einer starken Abwärtskorrektur Anfang Februar wieder die Höchststände von Ende Januar. Dies

insbesondere auch nach Äusserungen des saudi-arabischen Energieministers, dass die Produktionskürzungen auch 2019 in Kraft bleiben könnten. Eine diesbezügliche Einschätzung soll beim nächsten Treffen der Organisation erdölexportierender Länder (OPEC) im Juni getroffen werden. Demgegenüber steht gemäss Experten die auf Hochtouren laufende US-Schieferölproduktion, welche per Ende Dezember 2017 im Jahresvergleich um rund 1,5 Mio. Fass pro Tag zugenommen haben soll. Auch die internationale Energieorganisation (IEA) hält in ihrem Ölmarktreport fest, dass die USA mit ihren Förderquoten Saudi-Arabien als weltweit zweitgrössten Ölproduzenten bereits in



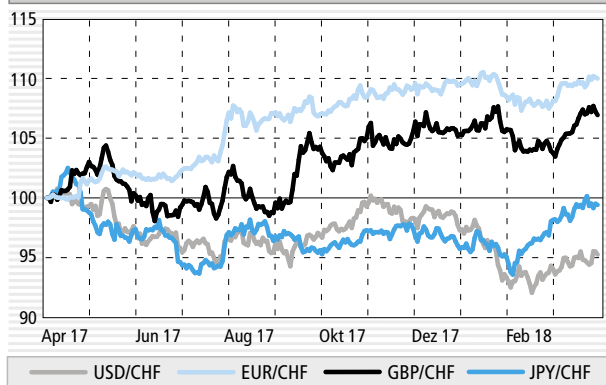
den nächsten Monaten ablösen könnte. Sogar Russland als unangefochtene Nummer eins liegt in Reichweite. Einige Marktteilnehmer befürchten, dass die Angebotsschwemme von US-Schieferölfirmen zu einer Wiederholung des Szenarios von 2014 führen könnte. Damals verbilligten sich die Rohölpreise innert kurzer Zeit von über 100 USD auf etwa 45 USD. Die Erwartung hoher US-Inflation, Börsenturbulenzen Anfang Februar sowie die Sorgen vor einem eskalierenden Handelskrieg zwischen den USA und China haben Gold zwischenzeitlich immer wieder Schub verliehen. Abgesichert gegen den Schweizer Franken legte das gelbe Edelmetall in diesem Quartal 1,6% zu. Aufgrund der vorherrschenden Unsicherheiten an den internationalen Finanzmärkten gehen wir weiter davon aus, dass die Chancen für höhere Notierungen in diesem Jahr intakt sind.

Währungen im Überblick

Franken als sicherer Hafen gefragt

Das aktuell beherrschende Thema sind auch an den Devisenmärkten die durch die US-Regierung auferlegten handelspolitischen Massnahmen, welche bei den Marktteilnehmern die Sorge vor einem Handelskrieg schüren. Auch die volatile Aktienmarktentwicklung nagte zeitweise an den Nerven der Anleger und steigerte das Bedürfnis nach Sicherheit. Die Marktturbulenzen trieben denn auch die Anleger im vergangenen Quartal vermehrt in die sicheren Häfen wie den japanischen Yen (JPY) und den Schweizer Franken (CHF). In der Folge

Währungsentwicklung 1 Jahr (indexiert)



sank der US-Dollar zum CHF um rund 2%. Zum Euro (EUR) vermochte der CHF nach Verlusten Ende Januar wieder Boden gutzumachen und schloss Ende dieses Quartals auf gleichem Niveau wie zu Jahresbeginn. Die kurz- und mittelfristige Entwicklung des Frankens hängt unter anderem von der Risikoeinschätzung der Anleger und der weiteren wirtschaftlichen Entwicklung ab. Verstärkt sich die Unsicherheit an den Märkten weiter, führt dies zu einer weiteren Erstarkung der helvetischen Valuta. Setzt sich der globale wirtschaftliche Aufschwung fort, fließen tendenziell Mittel aus der Schweiz ab, was den CHF schwächen würde.

US-Handelspolitik schwächt den Dollar

Trotz der angekündigten und vollzogenen Zinsanhebung der US-Notenbank FED neigte der US-Dollar im vergangenen Quartal immer wieder zur Schwäche. Die aufgrund der US-Steuerreform verstärkte in den Vordergrund gerückte Verschuldungssituation (Leistungsbilanz und Staatshaushalt) sowie Diskussionen über eine allfällige Ausdehnung des langfristigen Inflationsziels des FED über die bisherige Marke von 2% lasteten auf dem Greenback. Angesichts der Handelszölle, welche durch die US-Administration auferlegt wurden, und der aktuellen Rhetorik zu diesem Thema stellt sich die Frage, ob dieser schwache Dollar von der Regierung gewünscht und ein Instrument der aktuellen Handelspolitik ist. Obwohl die US-Valuta

weiterhin einen deutlichen Zinsvorteil zu den restlichen Hauptwährungen aufweist, lasten die anhaltend lockere Geldpolitik des FED, gepaart mit der gestiegenen Inflationserwartung, auf

USD handelsgewichteter Index



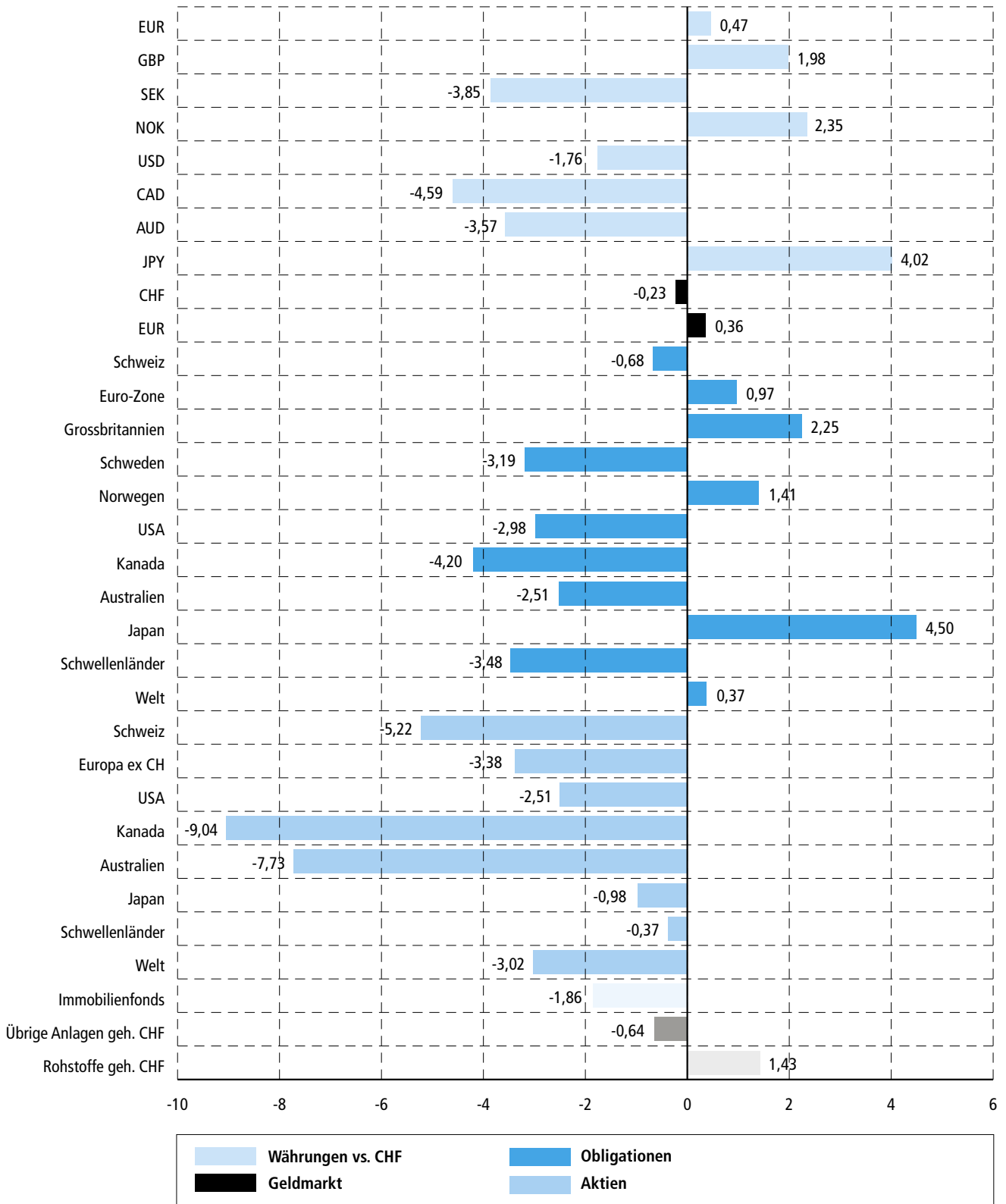
dem Dollar. Die negativen und positiven Effekte halten sich momentan die Waage und das aktuelle Marktgeschehen wird hauptsächlich durch die politischen Entwicklungen, insbesondere der Handelspolitik der USA, geprägt. Am wahrscheinlichsten scheint daher eine Fortsetzung der volatilen Seitwärtsbewegung zu sein, bis den fundamentalen Indikatoren wieder mehr Beachtung zukommt.

Erwartete Zinserhöhung stärkt Pfund

Grossbritannien verlässt die EU Ende März 2019. Bis Ende 2020 wurde nun eine Übergangsfrist vereinbart, um die Folgen des Brexit abzufedern. In dieser Zeit behält Grossbritannien den Zugang zum EU-Binnenmarkt, leistet im Gegenzug weiterhin finanzielle Beiträge an die EU und untersteht weiterhin dem EU-Recht. In der Übergangsperiode soll nun geklärt werden, wie die weitere zukünftige Partnerschaft ausgestaltet wird. Aus aktueller Sicht scheint es, dass vermehrt auf die wirtschaftlichen Auswirkungen eingegangen wird und die politischen Interessen in den Hintergrund gerückt sind. Die vorläufige Annäherung zwischen den Verhandlungspartnern wirkte sich vorübergehend positiv auf das britische Pfund (GBP) aus. Doch auch wenn sich London mit der Übergangsregelung Zeit erkaufte hat, so zeigt sich immer mehr, dass es keinen weichen Ausstieg aus der EU geben wird und die Aushandlung der Austrittsmodalitäten weiter auf dem Pfund lasten werden. Neben der vereinbarten Übergangsfrist gaben der britischen Valuta allem voran Spekulationen über eine schneller als erwartete Erhöhung der Leitzinsen durch die Bank of England Rückenwind. Die gute Entwicklung der Weltwirtschaft dämpft die negativen Folgen des Brexits. Ein weiterer Anstieg der Lohnstückkosten macht eine Erhöhung der Leitzinsen somit immer wahrscheinlicher.

Marktpformance

1. Januar bis 31. März 2018 (Basis CHF)



Konjunktur

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

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

Das Geschehen an den Finanzmärkten ist im bisherigen Jahresverlauf deutlich volatiler geworden. Störfaktoren und Unsicherheiten aus Politik und Wirtschaft haben die Risikoaversion der Anleger erhöht. Dieser Umstand führte zu einer stärkeren Nachfrage nach sicheren Anlagen wie Obligationen. Zunehmend skeptischer betrachtet werden risikoreichere Investitionen wie Aktien. Wir gehen davon aus, dass diese Entwicklung kurzfristig anhalten wird. Die vorherrschende Unsicherheit führt bei den Anlegern weiterhin zu gelegentlichen Gewinnmitnahmen und verhindert eine nachhaltige Erholung. Deshalb werden sich die Marktteilnehmer vorderhand auf einen volatilen Kursverlauf an den Finanzmärkten einstellen müssen. Mittelfristig sollte sich die positive Konjunkturoptik wieder durchsetzen und für eine Beruhigung des Marktgeschehens sorgen.

Festverzinsliche Anlagen sind nach dem Ausverkauf zum Jahresbeginn jüngst wieder stärker nachgefragt worden. Einerseits wird ihr defensiver Charakter in turbulenten Marktphasen geschätzt. Andererseits haben sich die Belastungsfaktoren, insbesondere die Angst vor steigenden Inflationsraten, bisher nicht bestätigt. Insgesamt gehen wir für die nähere Zukunft von seitwärts tendierenden Renditen aus. Damit sollten sich auch die Anleihspreise stabilisieren. Die Ertragsoptik für Obligationen bleibt insgesamt bescheiden, was wir mit einer untergewichteten Quote in unserer Anlagestrategie berücksichtigen.

Für die Aktienanlagen bleiben wir trotz den jüngsten Kursverlusten verhalten optimistisch. Die nach wie vor gute Wirtschaftslage, welche weltweit zu beobachten ist, wird die Unternehmensgewinne weiterhin positiv stimulieren. Zudem drohen keine steigenden Zinsen und die Geldpolitik sorgt für ein investitions- und konsumfreundliches Marktumfeld. Nach wie vor zu beachten sind die latenten Störfaktoren, insbesondere der schwelende Handelskonflikt zwischen den USA und China. Eine Zuspitzung könnte die internationalen Handelsströme empfindlich stören und das globale Konjunkturwachstum bremsen. Aus der Abwägung von Chancen und Risiken bleiben wir bei den Aktien neutral gewichtet.

Als zinsensitive Produkte haben die Schweizer Immobilienfonds jüngst unter den steigenden Renditen gelitten. Ein volatiler Kursverlauf war die Folge. Unseres Erachtens bleiben die Aussichten für diese Anlageklasse positiv. Einerseits vermindert sich das Angebot durch eine reduzierte Bautätigkeit. Andererseits erhöht die gute Konjunkturlage die Nachfrage, insbesondere von gewerblichen Objekten. Wir bleiben deshalb der leichten Übergewichtung der Quote treu.

Nähere Informationen zur aktuellen Anlagestrategie finden Sie monatlich unter www.akb.ch/pm.

Impressum

Ihre Ansprechpartner in den Regionen

Region Aarau

Dieter Bruttel, Regionaldirektor
Bernard Hennet, Private Banking Region

Region Baden/Wettingen

Marc Hunsperger, Regionaldirektor
Michael Käppeli, Private Banking Region

Region Brugg

Andreas Schreiber, Regionaldirektor
Markus Christen, Private Banking Region

Region Olten

Jörg Sutter, Regionaldirektor
Christian Wüthrich, Private Banking Region

Region Rheinfelden

Lukas Fässler, Regionaldirektor
Ueli Moser, Private Banking Region

Region Wohlen

Michael Wertli, Regionaldirektor
Adrian Koch, Private Banking Region

Region Zofingen

Jörg Meier, Regionaldirektor
Ivan Jelic, Private Banking Region

Aargauische Kantonalbank

Bahnhofplatz 1, CH-5001 Aarau
Telefon: ++ 41 62 835 77 77
Telefax: ++ 41 62 835 77 78
E-Mail: akb@akb.ch
Internet: www.akb.ch

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

Ihre Ansprechpartner in der Zentrale

Key Account Private Banking

Markus Bucher

Key Account Firmenkunden

Marco Canonica

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: 29. März 2018

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.

