



Investment Strategie

3. Quartal 2018

Geopolitisches Klima belastet die Weltwirtschaft
 Schnellere US-Zinserhöhungen als erwartet
 Spezialthema «Indexiertes Anlegen»

Editorial

Inhalt

Spezialthema «Indexiertes Anlegen»	1
Makroökonomie Europa und Schweiz	2
Makroökonomie Nordamerika und Asien	3
Geldmarkt und Obligationen	4–5
Aktien	6–7
Nicht traditionelle Anlagen	8–9
Währungen	10
Marktperformance	11
Anlagepolitik und Prognosen	12
Impressum	

Sehr geehrte Leserinnen und Leser

Nachdem sich die geopolitische Lage im 1. Quartal 2018 etwas zu entspannen schien, hat sich dies in den letzten Wochen und Monaten wieder spürbar geändert.

Einmal mehr sorgten die USA mit der Verhängung von Strafzöllen auf gewisse Importgüter sowie der Androhung von weitergehenden Massnahmen für Gegenreaktionen der betroffenen Staaten. So führte auch die EU gewisse Zölle auf typisch amerikanische Produkte ein und China plant ähnliche Massnahmen. Unabhängig davon, wer sich hier kurz- und mittelfristig Vorteile verschaffen kann, am Ende dürfte bis jetzt nur eines klar sein: Verlierer sind am Schluss wohl die Konsumentinnen und Konsumenten, die aufgrund solcher Massnahmen weniger von den bisherigen Errungenschaften des globalen Handels profitieren können und zukünftig wieder mehr für gewisse Produkte werden bezahlen müssen.

Auch in Europa herrschen bezüglich der politischen Entwicklungen stürmische Zeiten. Die Wahl zweier populistischer Parteien in Italien, die keinen Konsens finden, führte zu einer langwierigen und komplexen Regierungsbildung. Schlussendlich wurde ein politisch unerfahrener «Kompromisskandidat» neuer Ministerpräsident Italiens und muss nun versuchen, die sowohl extrem linken als auch extrem rechten Anliegen der Wahlsieger in Europa umzusetzen. Als Folge davon spitzte sich die Asyl- und Flüchtlingsdebatte in Europa im Allgemeinen und in Deutschland im Speziellen zu. Zur aktuellen Stunde ist nicht klar, ob wir tatsächlich einen Bruch zwischen der CDU und der CSU sehen werden.

All dies führt nicht gerade zu einer Beruhigung der Finanzmärkte. Umso mehr erstaunt die nach wie vor einigermaßen solide Entwicklung an den weltweiten Aktienmärkten.

Wir beleuchten das Thema «Anlegen» mit unserem Artikel auf der Seite 1 im Spezialthema.

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

Spezialthema

Indexiertes Anlegen

Den meisten aktiven Fondsmanagern gelingt es nicht, mit ihrem Produkt eine nachhaltige Outperformance zu einem vergleichbaren Benchmark zu generieren. Deshalb erfreuen sich passive Produkte, welche einen zugrundeliegenden Index 1:1 abbilden, einer immer grösseren Beliebtheit. Diese Fonds sind in der Regel kostengünstig und der Käufer hat die Gewähr, dass die Performance der Entwicklung des Vergleichsindex entspricht. Trotzdem gilt es auch beim Einsatz solcher Produkte gewisse Punkte zu berücksichtigen.

Aktivum beim passiven Investieren

Auch bei einer Investition in passive Indexprodukte muss der wichtigste Entscheid, die Wahl der richtigen Anlagestrategie, im Vorfeld aktiv getroffen werden. Abgestimmt auf die persönlichen Vermögensverhältnisse sowie das eigene Risikoverhalten wird die individuelle Anlagestruktur bestimmt. Die Verteilung auf verschiedene Anlageklassen, Währungen und Regionen ist erwiesenermassen zu 80 bis 90% verantwortlich für die nachfolgende Performance. Deshalb steht die Strategiewahl beim Anlegen an erster Stelle und ist der wichtigste Entscheid.

Bei der Umsetzung können dann die passiven Indexprodukte berücksichtigt werden. Es wird mit ihrem Einsatz bewusst auf eine aktive Titelauswahl und somit eine abweichende Gewichtung einzelner Aktien zur Vorgabe des zugrundeliegenden Indexes verzichtet. Allerdings sind auch mit dieser Umsetzungsvariante bestimmte Risiken verbunden. Mit der Wahl eines Indexes entscheidet sich der Anleger für eine bestimmte Zusammensetzung. Dies kann in einzelnen Fällen auch unerwünschte Klumpenrisiken bedeuten, welche bei einer aktiven Umsetzung bewusst vermieden werden. Als Beispiel dient der Schweizer Aktienmarkt. Gemessen am Swiss Performance Index SPI machen die drei grössten Titel (Nestlé, Novartis, Roche) fast 45% der Gesamtgewichtung aus. Dies bedeutet aus der Anlegeroptik massive titelspezifische Risiken. Auch auf Länderebene, gemessen am Weltindex, weisen einzelne Regionen ein deutliches Übergewicht auf. So werden bei einem Engagement in ein Indexprodukt auf dem Weltaktienmarkt automatisch rund 60% in den USA investiert. Auch dieser Umstand stellt für viele Anleger eine unbewusste und eventuell unerwünschte Entscheidung dar.

Obligationenanlagen bergen beim passiven Investieren ebenfalls suboptimale Nebeneffekte. So werden zum Beispiel Weltindizes auf Staatsanleihen nach den ausstehenden Obligationen des jeweiligen Landes gewichtet. De facto hat damit der Staat mit der höchsten

Verschuldungsrate den grössten Anteil im Weltindex. Es sind dies gegenwärtig die üblichen Verdächtigen wie Japan und die USA sowie in Europa Italien und Spanien. Wohl nicht die Aufteilung, welche ein risikobewusster Investor intuitiv vornehmen würde. Auch bezüglich des Zinsänderungsrisikos, gemessen an der durchschnittlichen Laufzeit aller im Index enthaltenen Anleihen, hat sich in den letzten Jahren ein klarer Trend aufgetan. Da sich Staaten und Unternehmen aufgrund der tiefen Zinsen immer längerfristiger verschulden, ist die durchschnittliche Laufzeit in den Obligationenindizes deutlich angestiegen. Dies wird sich im Falle von steigenden Zinsen rächen. Je länger die durchschnittliche Laufzeit, desto grösser sind allfällige Verluste auf den Obligationenpreisen.

Richtige Auswahl

Was heisst das nun für den Anleger? Auch beim passiven Investieren müssen gewisse Entscheide aktiv getroffen werden. Neben der Wahl der richtigen Anlagestrategie gilt es auch die Charakteristik des jeweiligen Indexproduktes zu kennen. Es muss nicht falsch sein, in einen Weltindex zu investieren. Wichtig für den Anleger ist die Tatsache, dass er sich der Basisstruktur des gewählten Produktes bewusst ist. Auch in der Vermögensverwaltung greift die Aargauische Kantonbank auf die vielfältigen Vorteile von Indexprodukten zurück und setzt diese als Anlagebausteine ein. Je nach Marktcharakteristik kann es sinnvoll sein, auf eine aktive Titelauswahl zu verzichten. Dann offerieren diese indexierten Kollektivanlagen eine ideale Möglichkeit, einen spezifischen Markt einfach und kosteneffizient umzusetzen.

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

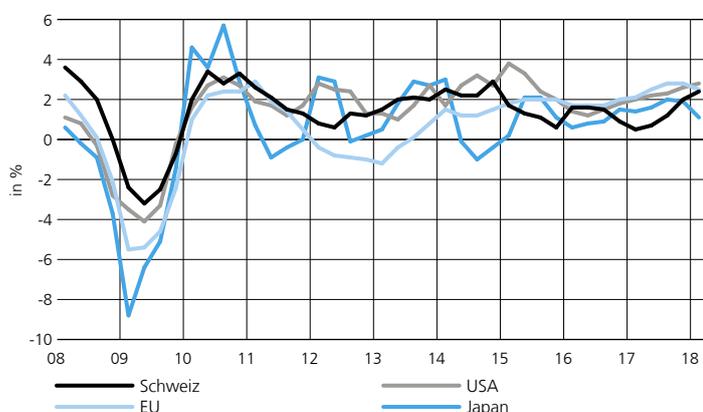
Makroökonomie Europa und Schweiz

Europa

Weniger optimistische Wachstumsaussichten

Die Wachstumsaussichten für die Euro-Zone haben sich in den letzten Wochen erneut eingetrübt. Die meisten Vorlaufindikatoren sind weiter rückläufig und die erhoffte Beschleunigung im 2. Quartal ist ausgeblieben. Während es im Dienstleistungssektor immer noch gut läuft, kämpfen Industrie und Aussenhandel mit zunehmendem Gegenwind. Der schwächere Euro dürfte in den kommenden Monaten jedoch wieder für etwas Unterstützung sorgen. Rückenwind erhält die Wirtschaft in der Euro-Zone ausserdem weiterhin von der Geldpolitik. Die Europäische Zentralbank EZB hat an ihrer Sitzung im Juni beschlossen, ihre Wertpapierkäufe nochmals um drei Monate bis Ende Jahr zu verlängern. Danach will sie diese einstellen, falls sich der Inflationsausblick bis dann nicht wesentlich ändert. Gleichzeitig hat die EZB festgehalten, dass die Leitzinsen mindestens bis zum Ende des Sommers 2019 nicht erhöht werden. Die Währungshüter lassen sich bei der Normalisierung der Geldpolitik somit viel Zeit und riskieren, dass sie im nächsten Abschwung nur über wenig Handlungsspielraum verfügen werden.

Entwicklung Bruttoinlandsprodukt (Industriestaaten)



Rettungsprogramm für Griechenland läuft aus

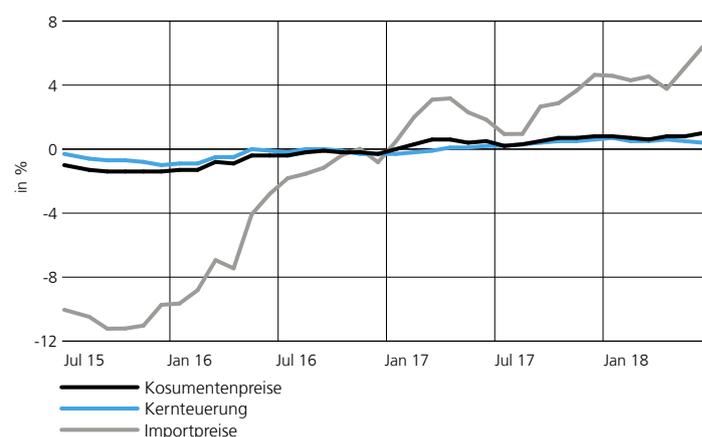
Während die Aufregung über die neue Regierung in Italien an den Finanzmärkten wieder etwas abgenommen hat, läuft das Rettungsprogramm für Griechenland nach über acht Jahren aus. Griechenland erhält eine Abschlusszahlung von EUR 15 Mrd. Ausserdem werden die anfallenden Zinsen und Rückzahlungen nochmals um zehn Jahre gestundet. Die ersten Zahlungen werden neu erst im Jahr 2033 fällig. Trotz der Schuldenerleichterung bleibt Griechenland das mit Abstand am stärksten verschuldete Mitglied der Euro-Zone. Die wirtschaftlichen Aussichten sind bescheiden und die Arbeitslosigkeit liegt immer noch bei über 20%. Zudem kämpfen die Banken unverändert mit hohen Beständen an notleidenden Krediten.

Schweiz

Solides und breit abgestütztes Wachstum

Die Schweizer Wirtschaft bleibt auf Expansionskurs. Bereits seit drei Quartalen liegt das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts über der Potenzialwachstumsrate. Erfreulich ist, dass beinahe alle Sektoren der Privatwirtschaft einen positiven Wachstumsbeitrag liefern. Das Wachstum ist also breit abgestützt. Einzig der Bausektor stagniert, was angesichts der starken Expansion der letzten Jahre nicht weiter verwundert: Das Aktivitätsniveau lässt sich kaum mehr erhöhen. Indes signalisieren die Vorlaufindikatoren, dass sich die hohe Wachstumsrate in den nächsten Quartalen leicht abschwächen dürfte. Insbesondere wird der Aussenhandel aufgrund der abnehmenden Konjunkturdynamik in der Euro-Zone schwächer tendieren. Die Wachstumsverlangsamung im Aussenhandel wird allerdings moderat ausfallen, ist doch die Konjunktursensitivität der Exporte in den letzten Jahren gesunken. So betrug Anfang der 90er-Jahre der Anteil der auf Konjunkturfälle gering reagierenden Pharmaxporte an den gesamten Warenexporten 10%. Im vergangenen Jahr waren es bereits 38%. Eine globale Wachstumsverlangsamung würde die kleine, offene Volkswirtschaft Schweiz zwar negativ belasten, die unmittelbaren Folgen auf das BIP wären im Vergleich zu früheren Jahren indes weniger ausgeprägt.

Entwicklung Teuerungsraten Schweiz



Stagnierende Kernteuerung

Die Teuerung, gemessen an den Konsumentenpreisen, ist im Mai erstmals seit 86 Monaten wieder auf 1% gestiegen. Wichtige Einflussfaktoren für den Anstieg waren der Ölpreis, der sich in höheren Preisen für Flüge und Pauschalreisen niederschlug, und der schwächere Schweizer Franken. Der Franken jedoch notierte zuletzt wieder etwas stärker. Zudem rechnen wir mit einem leicht schwächeren Ölpreis. Die Importteuerung wird sich daher wieder abschwächen und die Inflationsrate bleibt demzufolge moderat. Gestützt wird unsere Prognose durch den Verlauf der Kernteuerung, tendierte diese in den letzten Monaten doch «nur» seitwärts.

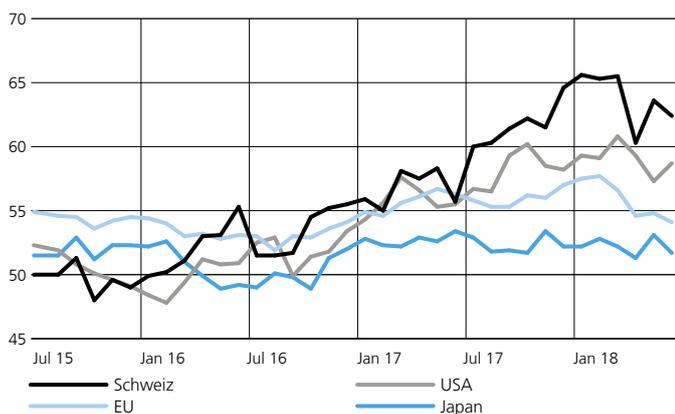
Makroökonomie Nordamerika und Asien

Nordamerika

Anhaltend starke Wirtschaftsleistung

Die aktuellen Konjunkturindikatoren untermauern die hohe Wachstumsdynamik der amerikanischen Wirtschaft. Insbesondere der US-Arbeitsmarkt überzeugte im Mai mit einer hohen Zahl an neu geschaffenen Jobs; mit 223 000 waren es sogar noch deutlich mehr als erhofft. Als Faustregel gilt, dass bereits rund 100 000 neue Stellen pro Monat reichen, um mit dem Bevölkerungswachstum Schritt zu halten. Die Arbeitslosenquote sank von 3,9% auf 3,8% und damit auf den niedrigsten Wert seit 18 Jahren. Die Löhne, die angesichts des zunehmend ausgetrockneten Arbeitsmarktes eigentlich schneller steigen sollten, sind im Mai tatsächlich ein wenig höher ausgefallen. Mit 2,7% liegt der Zuwachs aber immer noch auf einem vergleichsweise bescheidenen Niveau. Anlass für Zuversicht boten auch die wichtigen Einkaufsmanagerindizes, die gemeinhin als aussagekräftigste Vorlaufindikatoren der US-Wirtschaft gelten. Sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor gab es eine klare Verbesserung zum Vormonatwert. Die Indikatoren signalisieren damit eine Wachstumsbeschleunigung der US-Wirtschaft. Für das 2. Quartal rechnen wir mit einer Zunahme des BIP in der Größenordnung von 3 bis 3,5%, für das gesamte Jahr 2018 mit einem Wachstum von 2,8%.

Entwicklung Einkaufsmanagerindex (PMI)



Weitere Zinsschritte erwartet

Die US-Notenbank hat Mitte Juni wie erwartet den Leitzins um 25 Basispunkte auf 1,75 bis 2% angehoben. Angesichts der starken Konjunkturdaten und der steigenden Teuerung war es auch nicht ganz überraschend, dass das FED seinen erwarteten Zinspfad leicht nach oben anpasste. Neu gehen die Notenbankler von vier Zinsschritten in diesem Jahr aus, anstelle von deren drei wie zuvor. Demnach dürfte der Leitzins sowohl im September als auch im Dezember nochmals angehoben werden. Für nächstes Jahr sieht die Notenbank weiterhin drei Zinsschritte vor.

Asien

Japan: Wieder auf Wachstumskurs

Die jüngsten Konjunkturindikatoren Japans deuten darauf hin, dass die Volkswirtschaft im 2. Quartal wieder auf den Wachstumspfad zurückgefunden hat. So ist der Reuters Tankan Index, eine Unternehmensumfrage, in den letzten zwei Monaten wieder gestiegen. Positiv ist auch der Anstieg des von der Zentralbank berechneten Konsumindex um 1,9% und der Verkäufe von Kapitalgütern um 4,2% im April gegenüber dem Durchschnitt im 1. Quartal. Der Arbeitsmarkt ist nicht zuletzt wegen der demografischen Entwicklung angespannt, nimmt doch die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter seit Jahren ab. Dies zeigt sich in der Arbeitslosenquote von gegenwärtig 2,2%, dem niedrigsten Stand seit gut 25 Jahren. Geplant ist nun, bis 2025 gut 500 000 ausländische Arbeitskräfte einzustellen, vor allem in den am stärksten unter der Arbeitskräfteknappheit leidenden Sektoren wie Bau, Landwirtschaft und Pflege.

China: Konjunkturdaten enttäuschten im Mai

Eine Reihe wichtiger Konjunkturindikatoren haben im Mai enttäuscht. Teilweise ist dies jedoch auf temporäre und andere statistische Faktoren zurückzuführen. Allerdings zeigt sich auch, dass der «Deleveraging Process» allmählich die Konjunktur bremst. Ein zusätzliches Wachstumsrisiko stellt die jüngste Verschärfung des Handelsstreits mit den USA dar. Das «Deleveraging» ist auch der Hauptgrund für die seit Anfang Jahr gestiegene Anzahl der Zahlungsausfälle am Anleihenmarkt. Gleichzeitig haben sich die Finanzierungskosten erhöht, ist doch ein Anstieg der Kreditspreads für weniger gute Schuldner zu beobachten. Grundsätzlich sind risikogerechtere Finanzierungskosten eine positive Entwicklung. Von gewissen Seiten sind jedoch Befürchtungen zu hören, dass dies zu einer generellen Kreditknappheit führen könnte.

Indien: Wachstumsbeschleunigung im 1. Quartal

Die indische Volkswirtschaft ist stärker als erwartet ins Jahr 2018 gestartet. Das BIP ist im 1. Quartal um 7,7% gegenüber dem Vorjahr gewachsen, was eine Wachstumsbeschleunigung bedeutet. Dabei haben die Investitionen und der Staatskonsum zweistellig zugenommen. Die Entwicklung deutet darauf hin, dass die negativen Wachstumseinflüsse der Bargeldreform und der Einführung einer landesweit einheitlichen Mehrwertsteuer vorbei sind. Wir erwarten im Fiskaljahr 2018/19 ein höheres BIP-Wachstum als im Vorjahr. Allerdings werden die Bäume nicht in den Himmel wachsen, da einige Gegenwinde die Wachstumsdynamik bremsen werden. Neben dem Auslaufen des momentan positiven Basiseffektes sind diesbezüglich die höheren Erdölpreise, die Schwäche der Staatsbanken und mögliche weitere Zinserhöhungen zu nennen.

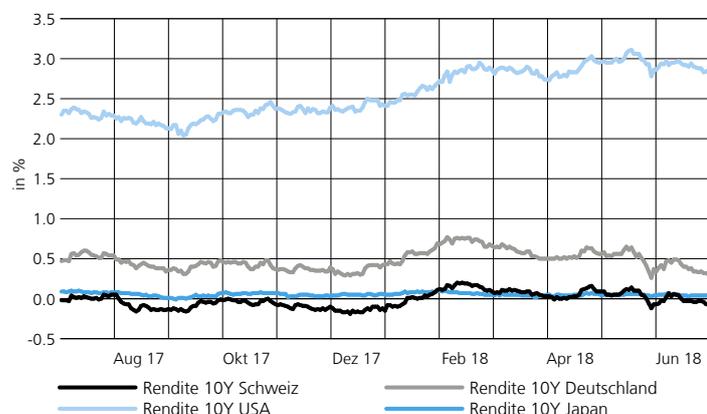
Geldmarkt und Obligationen

Geld- und Kapitalmärkte im Überblick

Volatiles Zinsgefüge

An der Zinsfront ist das Geschehen im zweiten Quartal volatil geblieben, hat sich jedoch etwas beruhigt. Im Vergleich zum Vorquartal verzeichneten die Obligationenpreise leichte Zugewinne. Allerdings waren dazu weniger wirtschaftliche oder geldpolitische Faktoren ausschlaggebend, sondern viel mehr das Risikoverhalten der Anleger. Trotz leichtem Renditerückgang spricht die fundamentale Ausgangslage für höhere Zinsen. Die meisten Notenbanken haben den Pfad der geldpolitischen Normalisierung eingeleitet oder zumindest laut darüber nachgedacht. Am deutlichsten trifft das auf die USA zu, welche schon seit Längerem ihre Bilanz verkürzt und die Zinsen sukzessive erhöht. Auch andere massgebende Zentralbanken wie die der Euro-Zone, Kanadas oder Grossbritanniens haben ihre ultraexpansive Haltung angepasst. Der globale Konjunkturmotor läuft gut und spricht ebenfalls für ein höheres Zinsniveau. Ressourcen wie Arbeitskräfte oder Rohstoffe werden teilweise knapp und verteuern sich. Die Inflationswerte zeigen nach oben. Eine Fortsetzung der Deflationsbekämpfung durch die Notenbanken wie nach der Finanz- und Wirtschaftskrise ist nicht mehr nötig. Allerdings handelt es sich bisher um einen harzigen Aufwärtsdrang der Zinsen, gespickt mit wiederkehrenden, teilweise heftigen Renditetauchern. Einerseits gehen die Notenbanken äusserst behutsam vor, was die Rückführung der getroffenen Lockerungsmassnahmen anbelangt. Andererseits bedienen sich die Anleger in Phasen steigender Risikoaversion und damit verbunden erhöhter Kursschwankungen auf der Suche nach sicheren Anlagen am Obligationenmarkt. Jüngste Beispiele sind die chaotischen Regierungszustände in Italien sowie der sich zuspitzende Handelskonflikt zwischen den USA und China.

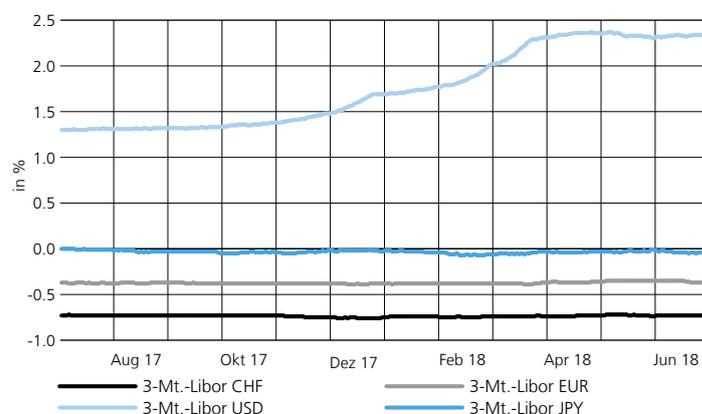
Entwicklung Kapitalmarktsätze 1 Jahr



Geldpolitik ohne Überraschungen

Die US-Notenbank FED hat erwartungsgemäss den Leitzins um weitere 0,25 % angehoben. Es handelte sich um die siebte Erhöhung seit Beginn der Straffung der Geldpolitik Ende 2015. Den Ausschlag haben die gute Konjunktorentwicklung sowie die steigende Teuerung gegeben. Für den restlichen Jahresverlauf wurden neu zwei zusätzliche Zinserhöhungen angekündigt. Für 2019 sieht die Notenbank auf ihrem Zinsnormalisierungspfad drei weitere Schritte, für 2020 noch einen vor. Die weitere Konjunktorentwicklung wird vom FED als äusserst erfreulich eingestuft. Mögliche Folgen eines sich verschärfenden Handelsstreits sind bisher nicht spürbar. Aufgrund höherer Energiepreise sowie des ungünstigen Basiseffekts zeigt die Teuerung in den USA weiterhin nach oben. Allerdings wachsen die Löhne nach wie vor nur bescheiden. Weil die Notenbank ein gelegentliches Überschreiten des Inflationszieles voraussichtlich toleriert, wird die jüngste Entwicklung an der Teuerungsfrent keine Auswirkungen auf die Geldpolitik haben.

Entwicklung Geldmarktsätze 1 Jahr



Gegenteilig zu ihren Kollegen aus Übersee verhält sich momentan die Europäische Zentralbank EZB. Sie übt sich nämlich in Zurückhaltung und lässt wenig überraschend den Leitzins unangetastet.

Allerdings hat sie angekündigt, die Wertpapierkäufe ab September zu reduzieren und auf Ende Jahr ganz einzustellen. Vorausgesetzt die Inflationsoptik verändert sich nicht wesentlich. Zudem machte die EZB konkrete Angaben, wie es danach mit dem Leitzins weitergehen wird. Bis zum Ende des Sommers 2019 wird sie die aktuelle Tiefzinspolitik fortsetzen. Damit trägt sie gemäss unserer Einschätzung der sich abzeichnenden Abkühlung der europäischen Wirtschaft sowie den politischen Risiken Rechnung. Sie läuft allerdings auch Gefahr, bei einer möglichen Rezession keinen Spielraum für Zinsreduktionen zur Verfügung zu haben.

Die restlichen massgebenden Notenbanken verhalten sich ebenfalls zurückhaltend. Die Schweizerische Nationalbank SNB sendet keine Signale irgendwelcher Art, die Zinsen vor ihren Kollegen in Europa zu erhöhen. Zu stark ist nach wie vor die Gefahr einer erneuten

Geldmarkt und Obligationen

Aufwertung des Frankens. Zudem unterstützen die bescheidene Inflationsentwicklung sowie die gestiegenen Abwärtsrisiken für die Wirtschaft diese Haltung. Auch die Bank of Japan setzt ihre expansive Gangart fort. Sie hat zusätzlich das baldige Erreichen einer Zielinflation von 2 % vorläufig aus ihrer Agenda gestrichen. Es ist nicht mit einer raschen Änderung ihrer Geldpolitik aus Negativzinsen, Zinskurvenkontrolle und Wertpapierkäufen zu rechnen. Die Preise steigen weiterhin nur zaghaf und machen ein Erreichen des Inflationsziels mittelfristig unmöglich. Die britischen Währungshüter haben zwar aufgrund der überdurchschnittlichen Teuerungsrate einen weiteren Zinsschritt in Aussicht gestellt. In der Vergangenheit haben sie allerdings einen solchen aufgrund von enttäuschenden Wirtschaftsdaten immer wieder aufgeschoben.

Anstieg der Kreditrisikoprämien

Ausgelöst durch die chaotische Regierungsbildung in Italien sind die Kreditrisikoprämien für europäische Peripherieländer spürbar angestiegen. Neben in Italien war auch in den anderen verdächtigen Regionen wie Spanien, Portugal und Griechenland ein deutlicher Anstieg der Risikoaufschläge gegenüber erstklassigen deutschen Staatsanleihen zu beobachten. Den Anlegern ist bewusst geworden, dass die Euro-Zone noch längst nicht die Stabilität aufweist, die man in den vergangenen Jahren gerne dargelegt hat. Viele strukturelle Baustellen sind nach wie vor ungelöst und jüngst ins Gedächtnis der Anleger zurückgekehrt. Auch andere Schuldner müssen mittlerweile höhere Risikoentschädigungen an die Anleger entrichten. Der europäische Bankensektor zum Beispiel merkt ganz direkt die Folgen der steigenden Skepsis gegenüber der europäischen Peripherie. Nach wie vor halten sie Staatsanleihen der betroffenen Länder in ihren Büchern und sind damit eng mit ihrem Schicksal verbunden.

Anleihen von Schwellenländern waren eine zweite prominente Gruppe, die eine zunehmende Skepsis der Anleger zu spüren bekommen hat. Vor allem Länder mit schwachen Fundamentaldaten wie hohen Handels- oder Haushaltsdefiziten und starker Inflation (u. a. Argentinien, Brasilien, Türkei oder Südafrika) sind davon betroffen. Sie sind in den meisten Fällen stark abhängig von ausländischen Kapitalgebern. Kommen zusätzliche Schwierigkeiten wie lokale Wachstumsflauten und politische Unsicherheiten dazu, sinkt die Anziehungskraft für ein Investment weiter. Der erstarkte Dollar sowie die gestiegenen US-Zinsen erhöhen dagegen die Attraktivität des Dollarraums und führen zu vermehrten Abflüssen aus den Schwellenländern. Als Folge davon mussten diverse Staaten geplante Zinsreduktionen aussetzen oder die Zinsen aggressiv erhöhen, um der Kapitalflucht entgegenzuwirken.

Moderater Aufwärtsdrang

Was ist von den Obligationenmärkten in den nächsten Monaten zu erwarten? Es ist mit einer bescheidenen, eventuell sogar negativen Preisentwicklung der Anleihen zu rechnen. Wir gehen davon aus,

dass die Zinsen den eingeschlagenen Pfad nach oben fortsetzen werden. Die Führungsrolle wird ganz klar den USA zufallen, wo der Konjunkturzyklus weiter fortgeschritten ist und die geldpolitische Trendwende bereits seit längerem vollzogen wurde. Das globale Wirtschaftswachstum wird vorerhand anhalten, auch wenn sich im zuvor synchronen Aufschwung erste Ausreisser zeigen. Die Inflationsraten setzen ihren moderaten Anstieg voraussichtlich fort, was in erster Linie mit steigenden Lohnkosten und Energiepreisen zusammenhängt. Allerdings wird dies innerhalb des Toleranzbereichs der Notenbanken stattfinden. Die zinsbestimmenden Gremien können deshalb weiterhin zurückhaltend agieren. Allerdings wird es kein gradueller Pfad nach oben sein, welchen die Zinsen beschreiten. Wie bereits in der ersten Jahreshälfte zu beobachten war, stellen Anleihen mit guter Bonität trotz tiefer Verzinsung eine Anlagealternative für risikoaverse Anleger dar. Sobald die Unsicherheit an den Finanzmärkten zunimmt, werden Obligationen als sichere Häfen stärker nachgefragt und verteuern sich.

Besondere Beobachtung verdient die Entwicklung der Kreditrisikoprämien. Auf der Suche nach Rendite haben sich die Anleger immer stärker bei Schuldern mit tieferer Bonitätseinstufung bedient. Als Folge davon ist die Risikoentschädigung solcher Anleihen auf einen rekordtiefen Stand gesunken. Kommen nun einzelne Schuldner oder ganze Segmente finanziell in Schieflage, wenden sich die Anleger rasch von ihnen ab. Die Folge sind stark sinkende Preise und steigende Risikoprämien. Gefährdet sind vor allem Emittenten mit einer schwachen Ertragslage oder einer wenig soliden Bilanz. Sie sind häufig neu am Kapitalmarkt, haben ein tiefes oder gar kein Rating und nutzen die tiefen Zinsen und den Renditehunger der Anleger, um sich günstig Geld zu beschaffen. Aber auch von gewissen Staatsanleihen ist abzuraten. Südeuropäische Länder sind nach wie vor wenig reformwillig, stark verschuldet und anfällig auf höhere Zinsen. Ähnliches gilt für einzelne Schwellenländer, welche wirtschaftlich oder strukturell Probleme aufweisen und keine Garantie für eine fristgerechte Rückzahlung ihrer Schulden darstellen.

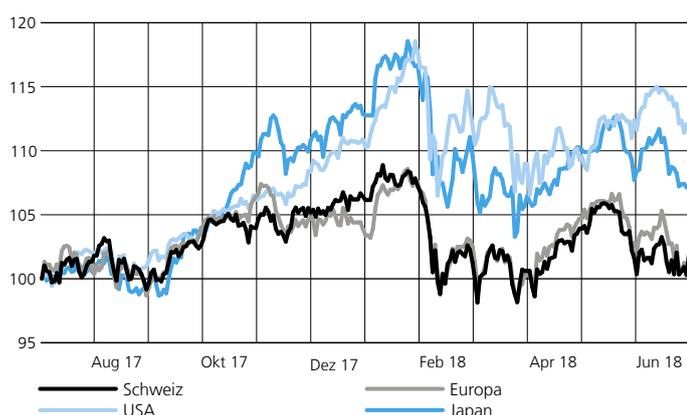
Aktien

Schweiz

Sell in May and go away

Die Angst vor einem Handelskrieg zwischen den USA, Europa und China sowie anfängliche Schwierigkeiten bei der Regierungsbildung in Italien haben die globalen Aktienmärkte vor allem in der zweiten Maihälfte belastet. Die Vorkommnisse in Italien erweckten die Furcht der Investoren vor einem erneuten Ausbruch der Euro-Schuldenkrise. Das politische Chaos und die Befürchtung, dass allfällige Neuwahlen zu einem Referendum über die Euro-Mitgliedschaft werden könnten, schickten italienische Staatspapiere, den Euro und auch die Schweizer Börse auf Talfahrt. Das Börsen-Bonmot «Sell in May and go away» bewahrheitete sich wieder einmal. Der SPI verlor im Mai 3,4%. Die erwartete Verflachung der Zinsstruktur in Kombination mit einer weiterhin robusten Konjunktur ist ein Dämpfer für defensive und dividendenträchtige Sektoren wie nichtzyklischer Konsum und Gesundheit. Da diese zwei Branchen wie auch der Finanzsektor den SPI bestimmen, ist eine reine Indexsicht trügerisch. Im ausgeglicheneren Nebenwertesegment (SPIEX, d.h. SPI unter Nichtberücksichtigung der SMI-Titel) ergab sich nämlich eine knapp positive Performance für den Monat Mai (+0,05%). Nichtsdestotrotz, unter den vorherrschenden Rahmenbedingungen dürften die Schweizer Aktien vorerst weiterhin volatil seitwärts tendieren und immer wieder durch Wirtschaftszahlen, Zins- und Währungsentwicklungen, Halbjahresabschlüsse und politische Störfeuer beeinflusst werden.

Entwicklung der Aktienmärkte 1 Jahr (indexiert)



Unternehmensseitig wartete Logitech mit einem starken Zahlenstet auf, was den Aktienkurs auf neue Höhen trieb. Speziell die beiden Wachstumstreiber «Gaming» und «Video Collaboration» entwickelten sich hervorragend. Erleichtert nahmen die Anleger von SIKA zur Kenntnis, dass nach dreieinhalbjährigem (Abwehr-)Kampf eine Einigung gefunden wurde. Saint-Gobain wird zwar grösster Aktionär, die Übernahme der Stimmenmehrheit konnte aber verhindert werden. Die Aktie von SIKA reagiert auf die Einigung mit einem

Kurssprung von knapp 10%. Negative Neuigkeiten gab es hingegen bei Cosmo Pharmaceuticals. Die amerikanische Zulassungsbehörde FDA schrieb dem Unternehmen überraschend vor, eine weitere Studie zu Methylene Blue MMX durchzuführen, womit sich die Einführung des potenziellen Kassenschlagers weiter verzögern wird.

Europa

Angst vor erneutem Aufblammen der europäischen Schuldenkrise

Die fundamentale Lage in Europa beurteilen wir nach wie vor als gut, auch wenn die Konjunkturdaten zuletzt wenig berauschend waren resp. weniger dynamisch, als sie noch Ende 2017 ausgefallen sind. Vor den Halbjahreszahlen sind kaum Neuigkeiten von den Unternehmen zu erwarten. Demzufolge werden weiterhin die politischen Akteure das Geschehen dominieren. Im Handelsstreit zwischen den USA, China und Europa haben sich die Fronten wie erwähnt verhärtet. Präsident Trump hat bei Stahl und Aluminium erste Zölle eingeführt und wird damit Gegenmassnahmen provozieren. Die grösste Baustelle liegt aber momentan in Italien. Die Entwicklung im drittgrössten Schuldnerland der Welt darf nicht auf die leichte Schulter genommen werden. Die neu vereidigte Regierung aus Populisten wird erhöhte Volatilität an den Märkten generieren, auch weil die Schuldenwirtschaft intensiviert werden soll. Aufgrund des hohen Anteils inländischer Gläubiger (rund zwei Drittel) scheint ein rasches Abgleiten in eine Schuldenkrise jedoch unwahrscheinlich. Die zurückhaltende Geldpolitik der EZB (im Vergleich zum FED) wird von den Marktakteuren zunehmend als Zeichen der schwächelnden Euro-Konjunktur sowie als Tribut an die politischen Spannungen innerhalb der Währungsunion eingestuft. Zusammengefasst bleibt unser Hauptszenario nach wie vor verhalten positiv. In dieser späten Phase des Aktienzyklus ist allerdings mit steigenden Schwankungen zu rechnen. Auch steigende Lohnkosten, höhere Zölle auf Güter und Dienstleistungen oder auch Kapazitätsengpässe sind Gefahren, die um die Ecke lauern. Die sogenannte Goldlöckchen-Phase des profitablen, inflationsfreien Wachstums scheint auf alle Fälle hinter uns zu liegen.

Amerika

Wall Street folgt Wirtschaftswachstum

Der US-Aktienmarkt-Index S&P 500 stieg im zweiten Quartal 2018 um +3,4%. Bemerkenswert ist die unterschiedliche Entwicklung der 30 grossen, etablierten Unternehmen des Dow Jones Industrial Average Index (+1,3%) im Vergleich zu den über 3000 jungen, stark wachsenden Unternehmen des Nasdaq Composite Index (+6,6%), die vorwiegend dem Sektor Technologie angehören. Zu den Gewinnern unter den grösseren Unternehmen gehören die Aktien von Nike (+20,3%, zyklischer Konsum), UnitedHealth

Aktien

(+15,1%, Gesundheit) und Merck (+12,3%, Gesundheit). Zu den schwächsten Aktien gehören Goldman Sachs (-12,1%, Finanz), Travelers (-11,4%, Finanz) und 3M (-9,8%, Industrie). Apple, das derzeitige US-Unternehmen mit der grössten Marktkapitalisierung von USD 910 Mrd., ist Mitglied sowohl des Dow Jones Industrial Average als auch des Nasdaq Composite Index. Das Management von Apple erwartet wegen der schwachen Nachfrage nach Smartphones der oberen Preisklassen einen Umsatzrückgang von 10% im zweiten Quartal. Dieser Dämpfer wirkte sich auch auf die Hersteller von Komponenten für das iPhone negativ aus. Dazu gehören Qualcomm und Micron Technology, bedeutende Chip-Lieferanten für sämtliche Hersteller von Smartphones weltweit. Amazon hat den Gewinn im letzten Quartal mehr als verdoppelt. Besonders gut lief das Geschäft mit Werbeanzeigen und Cloud-Services, wo Amazon eine marktführende Position einnimmt. Auch die Akquisitionen in der Retail-Branche, vor allem Whole Foods Market, zahlen sich für Amazon bis jetzt aus. Das Oberste Gericht der USA entschied, ein Urteil aufzuheben, das bislang verhinderte, dass Bundesstaaten Steuern bei Unternehmen eintreiben dürfen, die keinen physischen Sitz im jeweiligen Staat haben. Nun wird es für Onlinehändler nicht mehr möglich sein, Steuern so zu umgehen. Immer wieder drückten Anmerkungen vom US-Präsidenten Donald J. Trump die Stimmung an der Wall Street. Dies betrifft in erster Linie den Handelsstreit mit dem bedeutenden US-Handelspartner China. Besonders Technologie-Titel, die meistens einen hohen Geschäftsanteil in China haben, sind davon betroffen. Seit dem 26. Juni 2018 ersetzen die Aktien des Drogerie-Betreibers Walgreens Boots Alliance die Titel des langjährigen Mischkonzerns General Electric im Dow Jones Industrial Average Index. Die Verlangsamung des Gewinnwachstums und das hohe Bewertungsniveau der US-Aktien bedeuten ein erhöhtes Risiko für Korrekturen. Hinzu kommt die Unberechenbarkeit der US-Regierung, die zu stärkeren Schwankungen an der US-Börse beiträgt. Deshalb erwarten wir, trotz der soliden US-Wirtschaftsentwicklung, insgesamt eine seitwärts gerichtete Tendenz der US-Aktienmärkte im dritten Quartal 2018.

-8,7% gesunken. Auf Länderebene schnitten die Börsen in Saudi-Arabien (+6,8%), in Indien (+6,5%) und in Israel (+6,0%) am besten ab. Die schwächsten Aktienmärkte waren Argentinien (-16,3%), die Türkei (-15,7%) und Brasilien (-14,1%). Der von Paul Singer gegründete und geführte aktivistische US Hedge Funds Elliott Management Corporation, weltweit der grösste aktivistische Fonds, hat sich mit über USD 1 Mrd. an Hyundai beteiligt und will den Umbau der südkoreanischen Hyundai-Gruppe vorantreiben. Südkoreas grösste Raffinerie SK Innovation beabsichtigt, die Tochtergesellschaft SK Lubricants mit einem IPO an die Börse zu bringen, und erwartet dafür Einnahmen von USD 1,5 Mrd. China will seine Finanzmärkte weiter liberalisieren und plant, Hürden für ausländische Investoren im Finanzsektor abzubauen. Erwähnenswert ist die Aufnahme im Juni von über zweihundert Aktien, die im chinesischen Festland kotiert sind (A-Aktien), in die entsprechenden MSCI-Indizes. Die asiatischen Aktienmärkte werden immer wieder von externen politischen Geschehnissen beeinflusst. Die anhaltenden Sorgen über den Handelsstreit zwischen den USA und China und die Einführung von Zöllen seitens der USA wecken Befürchtungen eines globalen Handelskrieges. Hinzu kommen die Unsicherheiten in den Ländern Argentinien, Brasilien, Südafrika und in der Türkei, mit einer spürbaren Abwertung der Währungen. All dies beeinträchtigt die Risikobereitschaft der Investoren, in Schwellenländern zu investieren. Weder die guten Wirtschaftszahlen aus manchen Ländern der Region noch die positiven Meldungen zum US-Nordkorea-Gipfel konnten dies ändern. Wir erwarten deshalb im kommenden Quartal insgesamt eine eher seitwärts gerichtete Entwicklung der Schwellenländeraktien. Die überwiegend positiven Aussichten für Unternehmen in Japan geben Spielraum dafür, dass die Aktienkurse dort in den kommenden Monaten insgesamt leicht steigen.

Japan und Emerging Markets

Japan positiv, Lateinamerika schwach

Der japanische MSCI-Aktienmarkt-Index stieg in Lokalwährung im zweiten Quartal 2018 um +1,2%. Zu den Gewinnern gehören die Sektoren Versorger, nicht zyklischer Konsum und Energie. Die schwächsten Sektoren waren Grundstoffe, Technologie und Finanz. Die Aktienmärkte der Schwellenländer haben in derselben Periode insgesamt an Wert verloren. Der MSCI-Emerging-Markets-Index in USD schloss um -4,2% schwächer als im Vorquartal und um -6,1 Prozentpunkte schwächer im Vergleich mit dem MSCI-Welt-Aktienindex in USD (+1,9%). Die Finanzmärkte in Osteuropa und im Mittleren Osten sind um -3,2%, diejenigen der asiatischen Schwellenländer um -3,6% und die lateinamerikanischen Märkte um

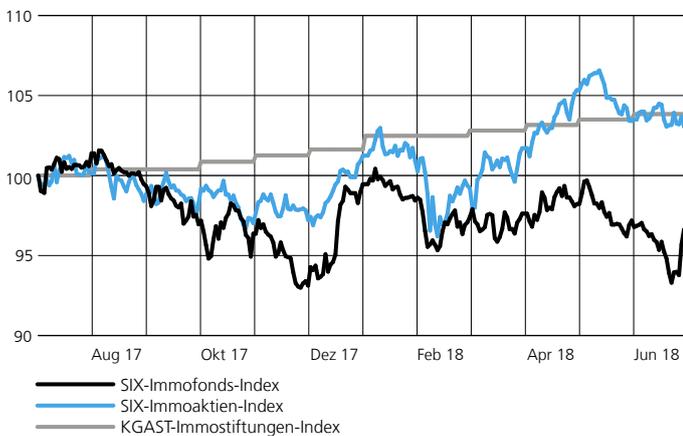
Nicht traditionelle Anlagen

Immobilien Schweiz

Immobilienfonds in Konsolidierungsphase

Im zweiten Quartal 2018 sind die Preise der Schweizer Immobilienfonds durchschnittlich um $-0,8\%$ gegenüber dem Vorquartal gesunken. Damit hat der SIX Real Estate Funds Broad Index um $-2,1\%$ schwächer als der gesamte Schweizer Aktienmarkt (SPI $+1,3\%$) abgeschnitten. Die durchschnittliche Prämie (Agio) der

Entwicklung Immobilien Schweiz 1 Jahr (indexiert)



Immobilienfonds beträgt per Ende Juni $+21,7\%$. Sie liegt damit nach wie vor bedeutend über dem historischen Durchschnitt von rund 15% . Am besten abgeschnitten im letzten Quartal haben Streetbox ($+4,0\%$), Immo Helvetic ($+3,0\%$) und UBS Swiss Commercial ($+2,7\%$). Zu den schwächsten Immobilienfonds gehören Realstone Development ($-6,3\%$), Realstone Swiss Property ($-5,8\%$) und UBS Direct Urban ($-5,2\%$). Der im ersten Quartal 2018 aufgebaute Mehrwert der Schweizer Immobilienfonds zum SPI wurde im zweiten Quartal damit teilweise wieder rückgängig gemacht. Neue Kapitalemissionen, Pressewarnungen vor Immobilienblasen und Befürchtungen einer bedeutenden Zinserhöhung führten zu dieser Entwicklung. Dabei haben sich die Rahmenbedingungen für den Schweizer Immobilienmarkt gegenüber dem Jahresbeginn unwesentlich geändert. Auch der Ausblick für die kommenden Monate bleibt positiv. Es werden zwar tiefere Zunahmen der Mieten und der damit verbundenen Immobilienpreise in diesem Jahr erwartet. In Anbetracht des erreichten Niveaus wird die gegenwärtige Stabilisierung aber als positiv betrachtet. Getragen wird diese Entwicklung durch die solide Konjunkturlage in der Schweiz und durch die stabilisierende Haltung der Schweizer Nationalbank, die trotz der Zinserhöhungen in den USA an ihrer Tiefzinspolitik zunächst festhält. Die Aussichten für den Schweizer Immobilienmarkt bleiben weiterhin positiv. Es wird erwartet, dass die Performanceentwicklung für indirekte Immobilienanlagen vorwiegend durch die Entwicklung des Ertrages der Immobilien und der dazugehörigen Geschäftssegmente getragen wird, und nicht durch marktbedingte Erhöhung

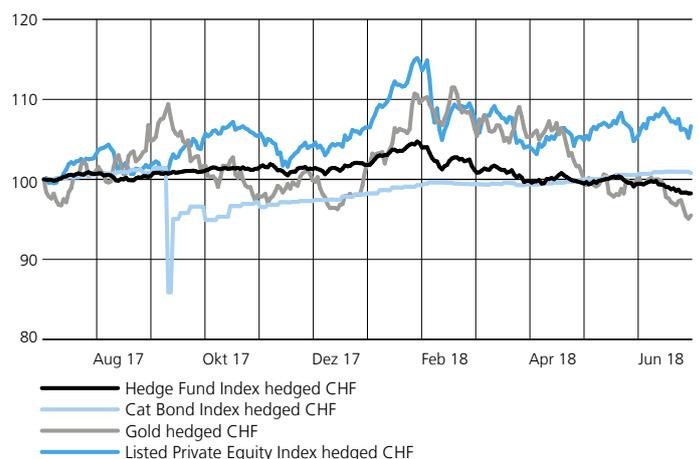
der Objektwerte. Massgebend für die Auswahl ist nun vordergründig die Ertragsrendite. Für Investoren im Segment der kotierten Immobilienfonds bieten sich entsprechende ertragsstarke Investitionen an, sowohl im Bereich der Wohnimmobilien als auch für Anlagen mit Fokus auf gewerbliche Nutzung. Wir stufen die Immobilienfonds weiterhin als solide, defensive Anlage mit attraktiver Ausschüttungsrendite ein. Wegen der hohen Bewertung dieser Titel und der wahrscheinlich weiter steigenden Befürchtungen vieler Investoren vor Zinserhöhungen erwarten wir in den kommenden drei Monaten zunächst 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 zu Produkten mit teilweise vielschichtigen und komplexen Strukturen sowie einer möglicherweise eingeschränkten Liquidität an. Solche Gebilde beinhalten in der Regel viel Anlagefreiraum, um Investitionsmöglichkeiten optimal ausnützen zu können. Am 1. Juni hat offiziell die Nordatlantik-Hurrikansaison begonnen und dauert bis zum 30. November. In dieser Zeit bilden sich im Atlantischen Ozean tropische Wirbelstürme.

Entwicklung übrige Anlagen CHF 1 Jahr (indexiert)



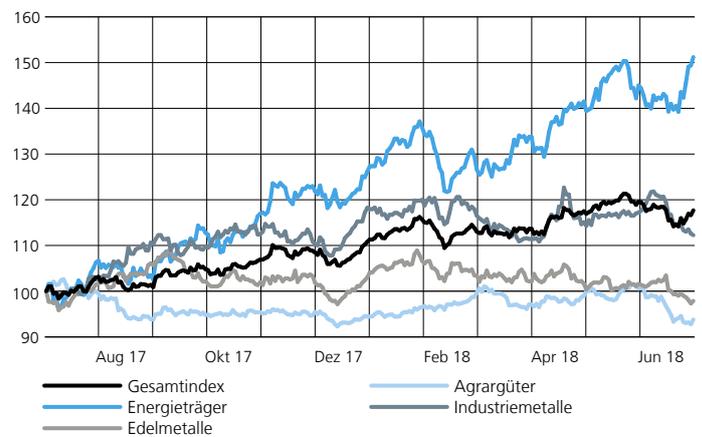
Neben Finanzinvestoren, welche in **versicherungsbasierten Anleihen (Cat Bonds)** oder in **besicherten Rückversicherungsverträgen (CRI-Verträge)** anlegen, sind auch Urlauber, welche in diesen Tagen die USA, Mexiko oder die Karibik bereisen, an der aktuellen Wetterlage interessiert. Genauere Auskünfte darüber sind jederzeit über die Website des National Hurricane Center (NHC) erhältlich. Führende Agenturen erwarten eine «normale bis leicht überdurch-

Nicht traditionelle Anlagen

schnittliche» Hurrikan-Aktivität für das Jahr 2018. Es werden rund sechs Hurrikane, wovon zwei schwere, erwartet. Die Prognosen sind jedoch mit Vorsicht zu geniessen, da die Präzision der Vorhersage zu diesem Zeitpunkt eher bescheiden ist. Zudem sind die Anzahl der Hurrikane nicht gleichbedeutend mit Versicherungsschäden oder eine eher ruhige Saison deutet nicht auf kleine Verluste hin. Massgebend sind die Landaufschläge und die möglichen Schadensauswirkungen. Trotz rekordhoher Emissionstätigkeit am Cat-Bonds-Markt konnten die Volumen der Investorennachfrage und der auslaufenden Bonds nicht gedeckt werden. Deshalb bewegten sich die Preise trotz des bevorstehenden saisonal ansteigenden Risikos kaum nach unten, respektive die Renditen nicht nach oben. Während den Sommermonaten wird es erfahrungsgemäss ruhig am Primärmarkt zugehen. Erst bei akuten US-Hurrikane werden Handelsaktivitäten am Sekundärmarkt auftreten. Wir erachten ein diversifiziertes Engagement in dieser zu den Finanzmärkten tief korrelierten Anlageform weiterhin als sehr interessant. Die **bedingten Pflichtwandelanleihen (CoCo-Anleihen)** litten unter den politischen Herausforderungen der Regierungsbildung in Italien und dem daraus resultierenden Anstieg der Risikoprämien für europäische Peripherieländer. Dabei wurden einmal mehr die Schwachstellen der Euro-Zone aufgezeigt. Zudem sorgten die handelspolitischen Spannungen zwischen den USA und China für unruhige Zinsmärkte. Dabei wurden die Banken im Allgemeinen, aber insbesondere italienische Institute in Mitleidenschaft gezogen. Sprunghaft ansteigende Kreditrisikoprämien von rund 100 Basispunkten sorgten im Monat Mai für herbe Verluste am CoCo-Markt. Der von uns eingesetzte CoCo-Fonds verlor im 2. Quartal rund $-3,4\%$. Die aufgelaufene Halbjahresperformance beträgt gegenwärtig ca. $-4,3\%$. Aufgrund des soliden wirtschaftlichen Umfelds stufen wir jedoch das Engagement weiterhin positiv ein. Ebenso waren die Performancewerte der **flexiblen Bondfonds** von der Erhöhung der Kreditrisikoprämien und den allgemein steigenden Zinsen, insbesondere den USD-Zinsen, negativ beeinflusst. Aufgrund der unterschiedlichen Positionierung fielen die Rückschläge jedoch uneinheitlich aus. Vor allem Fonds, welche sich stark in lokalen Schwellenländer-Anleihen von Staaten mit starker Abhängigkeit zu ausländischen Kapitalgebern engagiert hatten, verloren im 2. Quartal an Wert. Die höheren USD-Zinsen stärkten die Attraktivität von USD-Schuldnern ausserhalb von Schwellenländern und führten zu Umschichtungen. Zudem beeinflusste der Trend zu höheren USD-Zinsen einige Fonds negativ, die eine starke Positionierung zugunsten von USD-Anleihen aufweisen. Bei steigenden Zinsen in den USA wird im von uns eingesetzten **Mikro- und KMU-Finanzfonds** eine höhere Portfoliorendite erwartet, da die Kredite in USD ausbezahlt werden. Jedoch steigen dabei auch die Kosten der Währungsabsicherung auf nicht auf USD lautende Anteilsklassen, solange die Schweizer Zinsen nicht steigen. Der gesamte **Rohstoffmarkt** legte im zweiten Quartal gegen Schweizer Franken um $2,8\%$ zu. Die aufgelaufene Halbjahresperformance beläuft sich auf rund $4,3\%$. Der **Rohölpreis** für ein Fass der Sorte Brent stieg im Verlaufe des Monats Mai 2018 auf rund

80 USD und war so hoch wie zuletzt im November 2014. Der Ausstieg der USA aus dem Atomabkommen mit dem Iran und die Produktionsausfälle in Venezuela waren die Haupttreiber der Höherbewertung. Ängste um eine dauernde Angebotsverknappung liessen im Monat Mai die Preisphantasien auf bis zu 100 USD je Fass

Entwicklung Rohstoffe USD 1 Jahr (indexiert)



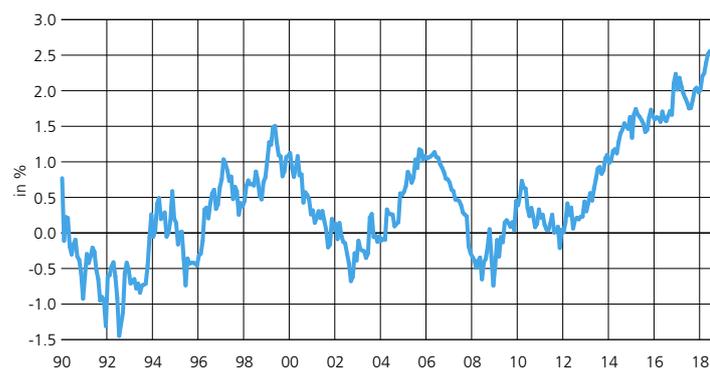
im weiteren Jahresverlauf ansteigen. Der eskalierende Handelsstreit und die Wirren auf Einfuhrzölle zwischen den USA und China kippten die Stimmung an den Rohstoffmärkten. China antwortete auf die Androhung von Zöllen mit möglichen Belastungen auf die Einfuhr von US-Agrarprodukten sowie auf amerikanisches Öl. Da rund ein Fünftel der US-Ölexporte von China gekauft werden, ist dies ein nicht zu unterschätzendes Druckmittel. Daraufhin fiel der Preis des Rohöls markant. Eine Beruhigung brachte die Einigung der OPEC- und der Nicht-OPEC-Länder, ab Juli etwa eine Million Barrel (1 Barrel = 159 Liter) Öl pro Tag zusätzlich fördern zu wollen. Abgesichert gegen den Schweizer Franken verlor **Gold** im abgelaufenen Quartal $-4,4\%$ an Wert und fiel auf ein neues Jahrestief. Insbesondere drückte der stärkere Dollar auf den Preis des Edelmetalls. Eine anziehende Inflation in den USA könnte aber im weiteren Jahresverlauf dem gelben Metall wieder Auftrieb verleihen. Zudem könnten die geopolitischen Unsicherheitsfaktoren wieder in den Vordergrund rücken. Wir gehen weiter davon aus, dass die Chancen für höhere Notierungen in diesem Jahr intakt sind.

Währungen

Währungen im Überblick

Währungen haben oft ein Eigenleben. Die verschiedenen Einflussfaktoren wirken derart komplex, dass in vielen Fällen kein einzelner Grund für eine Kursbewegung verantwortlich gemacht werden kann. Besonders eindrücklich lässt sich dies am wichtigsten Währungspaar Euro/Dollar ablesen. Nach dem letztjährigen Höhenflug der europäischen Einheitswährung hat sich das Blatt in den letzten Wochen und Monaten zunehmend zugunsten des Dollars gewendet. Der Greenback feiert momentan eine Art Comeback. Dies hat wohl weniger mit den hinlänglich bekannten Vorteilen wie der ausgeprägten Zinsdifferenz und den wirtschaftlichen Wachstumsvorteilen zu tun, welche notabene bereits letztes Jahr bestanden haben. Es sind vor allem die gestiegenen politischen Unsicherheiten rund um die Vorkommnisse in Italien und Deutschland, welche die Anleger die weitere Entwicklung der europäischen Einheitswährung skeptisch beurteilen lassen. Den Finanzmarktteilnehmern ist auf einen Schlag bewusst geworden, dass das strukturelle Fundament für den Euro längst noch nicht so stabil ist, wie man es in der jüngeren Vergangenheit gerne dargestellt hat. Wenig Unterstützung erhält der Euro von der Geldpolitik. Die Europäische Zentralbank EZB hat an ihrer jüngsten Lagebeurteilung dargelegt, dass es noch mindestens ein Jahr dauern wird, bis ein erster Zinsschritt nach oben erfolgen wird. Weil gleichzeitig die US-Notenbank ihren Zinserhöhungspfad fortsetzt, steigt die Renditedifferenz zwischen den beiden Währungen weiter an.

Zinsdifferenz US-Dollar / Euro



Die jüngste Euro-Entwicklung ist auch am Franken nicht spurlos vorbeigegangen. Ohne Einwirkung der Schweizerischen Nationalbank SNB hat sich der Euro von den zwischenzeitlichen Höchstständen deutlich abgewertet. Dieser Umstand zeigt, dass der Wechselkurs längst noch nicht vollständig von der geldpolitischen Leine gelassen werden kann. Würde sich im Herbst bei möglichen Neuwahlen eine erneute italienische Regierungskrise ergeben, wäre ein weiterer Zerfall des Euros möglich. Die SNB würde nicht darum herumkommen, mit Devisenmarktinterventionen wechselkursstützend zu wirken. Zudem ist es nach den jüngsten Aussagen der EZB, den Leitzins

nicht vor dem Sommer 2019 zu erhöhen, wenig wahrscheinlich, dass die SNB ihre Geldpolitik vorher anpassen wird. Eine Reduktion der Zinsdifferenz würde dem Franken einen zusätzlichen Attraktivitätsschub verleihen. Vorderhand ist von einer erhöhten Volatilität auszugehen.

Das britische Pfund bleibt unter Druck. Ausschlaggebend ist vor allem die gesunkene Wahrscheinlichkeit einer baldigen Zinserhöhung. Die Inflationsrate ist nach dem deutlichen Anstieg kurz nach der Brexit-Abstimmung stetig rückläufig. Damit sinkt der Handlungsdruck für die britische Notenbank. Die Abschwächung des wirtschaftlichen Wachstums sowie die festgefahrenen Brexit-Verhandlungen liefern der Bank of England zusätzliche Gründe, ihre expansive Geldpolitik vorderhand nicht anzupassen.

Diverse Währungen von Schwellenländern haben sich aufgrund der jüngsten Dollarstärke sowie der steigenden US-Zinsen deutlich abgeschwächt. Insbesondere Länder mit schwachen Fundamentaldaten oder strukturellen Problemen sind davon betroffen. Die

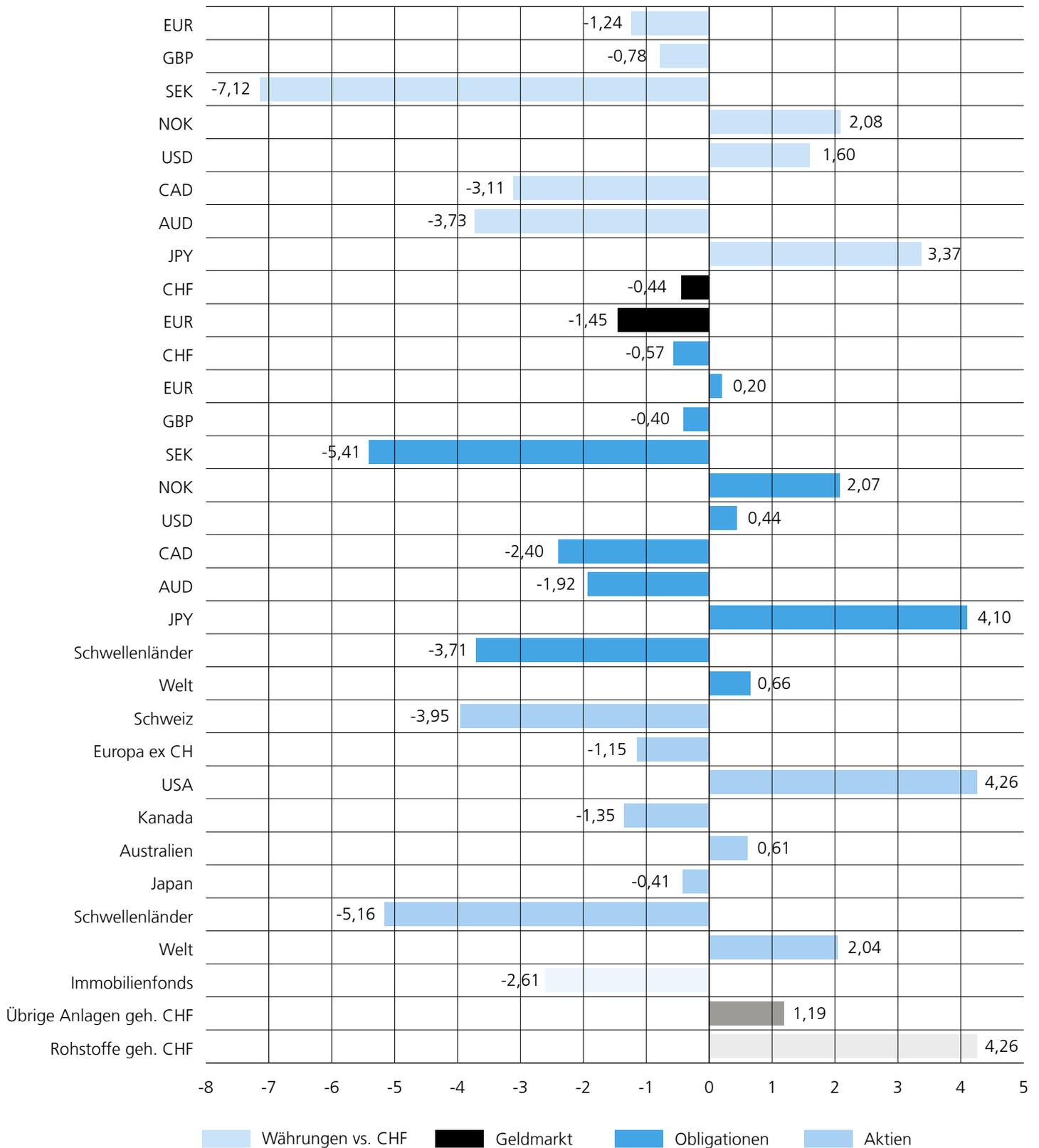
Währungsentwicklung 1 Jahr (indexiert)



Türkei oder Argentinien weisen nicht nur eine steigende Inflationsrate auf, sondern auch ein hohes Leistungsbilanzdefizit. Sie sind damit direkt von Investitionen aus dem Ausland abhängig. Brasilien dagegen hat ein Verschuldungsproblem bei gleichzeitig wirtschaftlichen Wachstumssorgen. Wenn harte Währungen wie der Dollar nun attraktivere Zinsen bieten, nimmt die Investitionslust der Anleger in solche Währungen ab. Verschiedene Staaten haben darauf mit dem Verzicht auf angekündigte Zinsreduktionen oder mit Zinserhöhungen reagiert, um die Attraktivität der eigenen Währung zu steigern. Einigermassen unbeschadet haben bisher die asiatischen Währungen auf die aktuelle Krise reagiert.

Marktpformance

1. Januar bis 30. Juni 2018 (Basis CHF)



Anlagestrategie

Konjunktur

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

Währungen und Zinsen

Trend (3 Monate)

Zinsen	Geldmarkt	Kapitalmarkt
CHF	→	→
EUR	→	→
USD	→↗	→↗
JPY	→	→

Währungen	
EUR / CHF	→
USD / CHF	→
JPY / CHF	→
GBP / CHF	→

Aktien

Trend (3 Monate)

Schweiz	→
Europa	→
USA	→
Japan	→↗
Schwellenländer	→

Nicht traditionelle Anlagen

Trend (3 Monate)

Immobilien Schweiz	→
--------------------	---

Anlagepolitik aktuell

Die erfreuliche Entwicklung an den Finanzmärkten wird aktuell von verschiedenen Unsicherheitsfaktoren gefährdet. Die Zuspitzung des Handelskonflikts zwischen den USA und China bedroht den freien Welthandel und verunsichert die Anleger. Die restriktivere Gangart der amerikanischen Notenbank bringt höhere Zinsen mit sich und reduziert die Ertragserwartungen von Obligationen. Und der synchrone Aufschwung der Weltwirtschaft gerät punktuell ins Stocken und belastet die hohen Gewinnerwartungen der Unternehmen. Dieses herausfordernde Umfeld stellt für die Investoren eine schwierige Ausgangslage dar. Anlagealternativen werden rarer und einer optimalen Verteilung (Diversifikation) auf die verschiedenen Anlageklassen kommt eine immer grössere Bedeutung zu. Langfristig orientierte Anleger sollten sich allerdings nicht zu stark von dieser «Bedrohungslage» einschüchtern lassen. Stimmt die verfolgte Anlagestrategie noch mit dem eigenen Risikoprofil überein, wird man mit seinen Anlagen auch in unruhigen Gewässern sicher auf Kurs bleiben.

Die Obligationenmärkte werden momentan von zwei gegensätzlich wirkenden Einflussfaktoren geprägt. Die eingeleitete Zinsnormalisierung sowie die gute Wirtschaftslage und damit verbunden steigende Inflationserwartungen sprechen für höhere Zinsen und tiefere Anleihspreise. Die steigenden wirtschaftlichen und (geo-)politischen Unsicherheiten erhöhen dagegen die Nachfrage nach sicheren Anlagen wie Obligationen. Steigende Kurse sind die Folge. In diesem Spannungsfeld weisen die Obligationen die nächste Zeit voraussichtlich ein geringes Renditepotenzial auf. Wir halten deshalb an unserer taktischen Untergewichtung fest.

Die Aktienmärkte sind stark geprägt von der Erwartungshaltung einer boomenden Globalwirtschaft, steigenden Unternehmensgewinnen und grosszügigen Notenbanken. Die hohe Bewertung der einzelnen Aktien bildet diese positive Zukunftsoptik heute ab. Mögliche Störfaktoren wie eine Eskalation des Handelsstreits oder eine Zunahme der wirtschaftlichen Wachstumsrisiken können jedoch rasch zu Gewinnmitnahmen führen. Dieses Szenario wird unseres Erachtens vorderhand die Entwicklung an den Aktienmärkten prägen. Wir behalten deswegen unsere vorsichtige Haltung mit einer Untergewichtung der Aktienquote bei.

Schweizer Immobilienfonds haben es momentan schwer. Die Optik steigender Zinsen, der stetige Ausbau des Angebots durch neue Gefässe und Kapitalerhöhungen sowie eine steigende Skepsis gegenüber dem Schweizer Hypothekar- und Immobilienmarkt drückt auf die Preise. Mit ihrer attraktiven Ausschüttungsrendite bleiben sie trotz allem eine interessante Portfoliobeimischung. 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
Christoph Kühne, 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

Daniel Meier

Investment Research

Marcel Koller

Devisen- und Wertschriftenhandel

Andreas Mühlemann

Zinshandel

Peter Pastor

Redaktion

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

Redaktionsschluss: 29. Juni 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.

