



Investment Strategie

1. Quartal 2022

Wachstum neuerlich durch Coronapandemie beeinflusst
 Inflation zeigt sich hartnäckiger als erwartet
 Geldpolitischer Kurs erstmals seit Langem gedreht

Editorial

Inhalt

Makroökonomie Europa und Schweiz	1
Makroökonomie Nordamerika und Asien	2
Geldmarkt und Obligationen	3
Aktien	4
Nicht traditionelle Anlagen	5
Währungen	6
Marktperformance	7
Anlagepolitik und Prognosen	8
Impressum	

Sehr geehrte Leserinnen und Leser

Nach den entspannten und konjunkturell erfreulichen Sommermonaten sind die Aussichten auf ein «wieder normales» Leben mit Reisen und Veranstaltungsbesuchen im 3. Quartal 2021 laufend gestiegen. Zur Hauptsache drehten sich die Gespräche ums Impfen und die Impfgegner, ums Boostern und um das mögliche Ende der Pandemie.

Dann tauchte Omikron auf... und ein mancher sah wohl den Film «Und täglich grüsst das Murmeltier» vor seinem geistigen Auge.

Noch ist vieles unklar mit Omikron. Ansteckungswahrscheinlichkeit, mögliche Krankheitsverläufe, welche Altersgruppen sind wie stark betroffen, alles ist noch sehr spekulativ.

Eines ist jedoch heute bereits sicher: Auch Omikron wird das wirtschaftliche Geschehen beeinflussen.

Zusammen mit den sowieso bereits bestehenden Problemen in den weltweiten Lieferketten, den unsicheren Aussichten an den Rohstoffmärkten, dem laufend steigenden Mangel an (qualifizierten) Arbeitskräften und den ersten geldpolitischen Massnahmen zur Bekämpfung der gestiegenen Inflationsraten ergibt dies einen unschönen Mix an Unsicherheit bezüglich der weiteren wirtschaftlichen Entwicklung. Eine Unsicherheit, die auch mehr und mehr an den weltweiten Finanzmärkten spürbar wird.

Wie immer versuchen wir die Sachlage möglichst objektiv einzuschätzen und Ihnen ein aus unserer Sicht realistisches Bild des aktuellen Geschehens in der Wirtschaft und an den Finanzmärkten zu vermitteln.

Wir wünschen Ihnen wie immer eine anregende Lektüre.

Herzlichst, Ihre Aargauische Kantonalbank

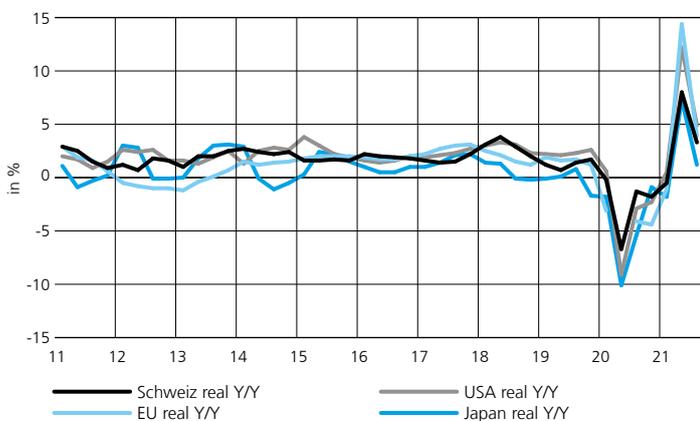
Makroökonomie Europa und Schweiz

Europa

Euro-Zone: Restriktionen belasten den Ausblick

Nach kräftigen Wachstumsraten von über 2% im 2. und 3. Quartal 2021 hat sich der kurzfristige Ausblick für die Euro-Zone zuletzt wieder spürbar eingetrübt. Einmal mehr liegt der Grund dafür bei der jüngsten heftigen Pandemiewelle, welche zum wiederholten Mal zu verschärften Restriktionen geführt hat. In kleineren Volkswirtschaften wurde sogar erneut ein flächendeckender Lockdown verhängt. Auf Ebene der gesamten Euro-Zone hat die Zahl der Neuinfektionen zuletzt den höchsten Wert seit Beginn der Pandemie erreicht. Dank hohen Impfquoten scheint die Lage diesmal in den südlichen Ländern der Euro-Zone jedoch weniger angespannt zu sein. Zusammen mit der nach wie vor unterstützenden Geld- und Fiskalpolitik sollte der Euro-Raum eine Rezession im Winterhalbjahr verhindern können. Für das gesamte Jahr 2022 erwarten wir eine leicht tiefere BIP-Zunahme von rund 3,5%, welche sich 2023 auf rund 2,5% verringern wird.

Entwicklung Bruttoinlandsprodukt (Industriestaaten)



Grossbritannien: Schwächeres Wachstum im 3. Quartal

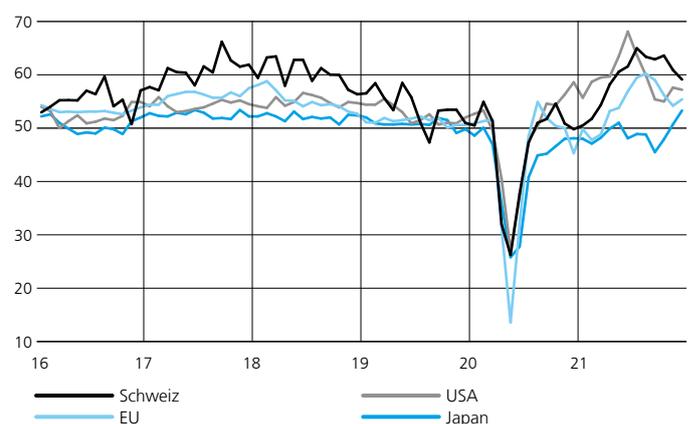
Das Wirtschaftswachstum hat sich im 3. Quartal 2021 deutlich verlangsamt. Das Bruttoinlandsprodukt nahm nur noch um 1,1% zu, nachdem im 2. Quartal 2021 noch eine ausgesprochen kräftige Zunahme von 5,4% resultiert hatte. Der wichtigste Wachstumstreiber blieb der Privatkonsum. Die Bereiche Freizeit, Gastgewerbe und Kultur profitierten dabei am stärksten vom Abbau der Restriktionen und der Wiedereröffnung der Wirtschaft. Für die schwächere Dynamik waren vor allem die anhaltenden Liefer-, Transport- und Personalengpässe verantwortlich, welche in Grossbritannien aufgrund von Brexit-Nachwehen besonders ausgeprägt sind. Die Erholung am Arbeitsmarkt setzt sich hingegen fort. So liegt die Arbeitslosenrate mit 4,2% nur noch geringfügig über dem Niveau von Anfang 2020. Ausserdem sind in den meisten Branchen derzeit so viele offene Stellen verfügbar wie noch nie zuvor. Wir rechnen 2022 mit einer BIP-Zunahme von rund 4,5%.

Schweiz

Leichte Wachstumsverlangsamung steht an

Die Schweizer Konjunktur ist auch im 3. Quartal 2021 mit 1,7% gegenüber dem ebenfalls schon starken Vorquartal kräftig gewachsen. Dank weiteren Massnahmenlockerungen gewann besonders der private Konsum an Fahrt. Dabei erreichten die Schweizer Warenexporte mit CHF 63 Mrd. ein Allzeithoch. Die Exporte waren breit abgestützt. Es zeigt sich, dass vor allem die Pharma- und die Uhrenindustrie kaum Absatzprobleme kennen. Dies dürfte nicht zuletzt der Tatsache geschuldet sein, dass die Güter dieser Branchen typischerweise per Luftfracht und nicht im immer noch stark beeinträchtigten Containerschiffsverkehr transportiert werden. Die zeitnah erhobenen Konjunkturindikatoren zeigen nun allerdings eine weniger dynamische Entwicklung für das Schlussquartal 2021 an. Nichtsdestotrotz wird das BIP-Wachstum 2022 nochmals deutlich über dem langjährigen Trendwachstum, welches zwischen 1,5 und 2,0% beträgt, zu liegen kommen. Wir gehen nach wie vor von einer BIP-Zunahme um 3,0% aus. Erst im Jahr 2023 rechnen wir mit einem Rückgang auf den langjährigen Trend. Allerdings liegt immer noch ein grosses Risiko bei erneuten Teilschliessungen der Schweizer Wirtschaft im Zusammenhang mit der zurzeit grassierenden Omikron-Welle.

Entwicklung Einkaufsmanagerindex (PMI)



Schweizer Teuerungsraten überraschend tief

Seit bald einem Jahr steigt die Schweizer Inflation, gemessen an den Konsumentenpreisen, stetig an. Aktuell liegt sie bei 1,5%. Höher lag sie letztmals vor 13 Jahren. Im Vergleich zum Euro-Raum (4,9%) oder den USA (6,8%) ist diese Rate allerdings immer noch sehr niedrig. Dafür verantwortlich ist primär der Umstand, dass der durchschnittliche Schweizer Haushalt relativ wenig Energie aus fossilen Brennstoffen konsumiert. So machen sich die grossen Preissteigerungen von Gas, Kohle und Öl im Index weniger bemerkbar. Für 2022 dürfte die Jahresinflationsrate mit rund 1% daher immer noch auf tiefem Niveau liegen.

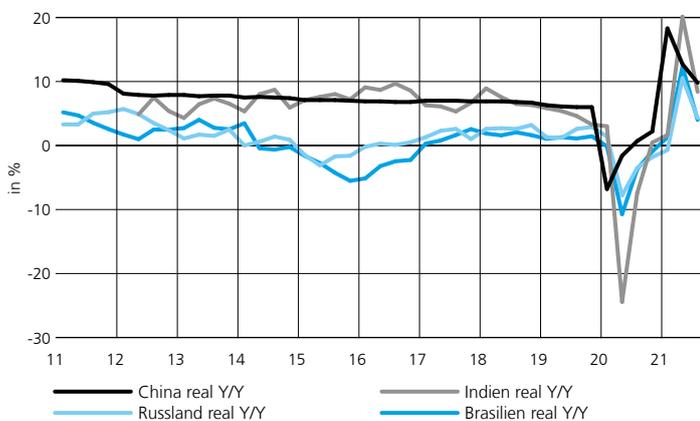
Makroökonomie Nordamerika und Asien

Nordamerika

Hohe Nachfrage steigert Investitionstätigkeit

Die US-Wirtschaft ist im 3. Quartal 2021 mit einer Jahresrate von 2,3% schwächer als in den Vorquartalen gewachsen. Nichtsdestotrotz scheint sich die Erholung im 4. Quartal trotz stetig steigendem Pandemiegeschehen beschleunigt fortzusetzen. Insbesondere die realen Konsumausgaben steigen kräftig. Rückenwind kommt auch vom Aussenhandel, wo die Exporte deutlich stärker anziehen als die Importe. Inflationssseitig ist die starke Nachfrage aber auch ein Nachteil, hält sie doch den Druck auf die bereits angespannten Lieferketten aufrecht. 2022 dürfte die Erholung sich fortsetzen, da sich der Arbeitsmarkt laufend verbessert. Jeden Monat entstehen mehrere Hunderttausend neue Arbeitsplätze und damit zusätzliches Einkommen. Zudem erhöht sich die Investitionstätigkeit der Unternehmen, um die leeren Lager wieder aufzufüllen. Mit einem Abebben der Infektionszahlen im Verlauf des Jahres 2022 dürften sich auch die kontaktintensiven Dienstleistungen wieder besser entwickeln. Wir rechnen 2022 mit einem Wachstum von 4,0%, nach 5,5% 2021.

Entwicklung Bruttoinlandsprodukt (Schwellenländer)



Höhere Inflation zwingt FED zum Handeln

Im November ist die Inflation, gemessen am Verbraucherpreisindex, auf 6,8% gestiegen. Dies ist der höchste Wert seit knapp 40 Jahren. Der Teuerungsdruck beschränkt sich nicht nur auf derzeit wegen Produktionsengpässen knappe Güter wie Autos, sondern verbreitert sich laufend. Dies gilt bspw. auch für Mieten, die einen wesentlichen Teil des Gesamtindex ausmachen. Gleichzeitig hat auch der Lohndruck spürbar zugenommen. Dies dürfte den Preisdruck auch bei einer Entspannung bei den Produktionsengpässen hochhalten. Wenig überraschend für die Märkte hat daher die amerikanische Zentralbank FED reagiert und den Ausstieg aus der extrem expansiven Geldpolitik beschlossen. Wir gehen davon aus, dass die Inflationsrate 2022 um rund 4,3% steigen wird.

Asien

Japan: Anhaltend bescheidener Aufschwung

Die japanische Wirtschaft ist im 3. Quartal gegenüber dem Vorquartal um 0,8% und damit stärker als erwartet geschrumpft. Dabei trugen fast alle Bereiche zur negativen Entwicklung bei. So zog der Privatkonsum das Gesamtwachstum während der vierten und heftigsten Viruswelle im Land am stärksten nach unten. Am meisten litt der Konsum von langlebigen Gütern, was die These stützt, dass ein beträchtlicher Teil des Konsumrückgangs der globalen Angebotsknappheit und den Lieferengpässen geschuldet ist. Auch die Investitionstätigkeit liess nach einem starken 2. Quartal nach und fiel im 3. Quartal aufgrund der erhöhten Unsicherheit tiefer aus. Die besseren Stimmungskennzeichen deuten indes auf eine rasche Erholung in den nächsten Monaten hin. Die grössten Treiber werden dabei aus sektoraler Sicht die Dienstleister sein, welche nach dem schwachen Vorquartal einen grossen Nachholbedarf bei den Anlageinvestitionen aufweisen. Zudem hat die neu formierte Regierung Ende November ihr erstes Fiskalpaket vorgestellt. Gemäss offiziellen Angaben summiert es sich auf knapp 50 Billionen US-Dollar oder 10% des Bruttoinlandsprodukts und ist damit das grösste in der Geschichte Japans. Erfahrungsgemäss verpufft viel Wirkung bei solchen Stimulierungsprogrammen. Nichtsdestotrotz dürfte es dafür sorgen, dass die Wirtschaftsentwicklung zumindest stabilisiert wird. Wir rechnen für Japan 2022 mit einer BIP-Zunahme von 2,5%, welche sich im Folgejahr auf 1,5% verringern wird.

China: Wirtschaftsabkühlung steht bevor

Die chinesische Wirtschaft hat weiter an Fahrt verloren und wird wohl auch 2022 deutlich langsamer wachsen. Dafür sind verschiedene Faktoren verantwortlich, welche in erster Linie mit Massnahmen der Regierung zusammenhängen. Dies beginnt mit dem Umstand, dass die Ausgaben der Regierung zurückgefahren worden sind. Die staatliche Unterstützung der Wirtschaft ist daher weniger impulsiv als in der Vergangenheit. Auch führt die Fortsetzung der Entschuldungspolitik dazu, dass sich das klassische kreditfinanzierte Wachstum weiter abschwächen wird. Ebenfalls dämpfend wirkt sich der restriktive Kurs gegenüber hochverschuldeten Immobilienentwicklern aus. Kaufpreise werden gedeckelt, um den gestiegenen Druck am Immobilienmarkt zu verringern. Das Auftreten neuer Infektionsherde mit Omikron und die damit weiterhin verbundenen rigorosen Massnahmen durch die Regierung verstärken zudem das bestehende Lieferkettenproblem wieder. Die Normalisierung wird länger als erwartet in Anspruch nehmen und damit das chinesische Wachstum nachhaltig negativ beeinflussen. Wir rechnen 2022 noch mit einem Wachstum von 5%, welches sich 2023 nochmals auf 4,7% verringern dürfte.

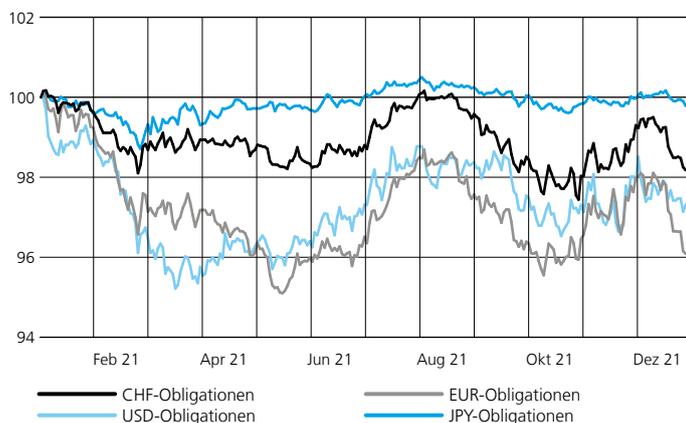
Geldmarkt und Obligationen

Geld- und Kapitalmärkte im Überblick

Breit abgestützte Preisdynamik

Die sich im Sommer abzeichnende Inflationsbeschleunigung hat sich zum Jahresende hin mit voller Wucht bemerkbar gemacht. Angetrieben durch Angebotsengpässe, unter anderem ausgelöst durch die unterschiedlichen Strategien einzelner Länder im Umgang mit der Pandemie, führte das in der Güterversorgung zu wiederholten Handorgeffekten, bei denen der Angebots-Nachfrage-Mechanismus aus den Fugen geriet. Dazu kamen anziehende Rohstoffnotierungen, insbesondere bei fossilen Energieträgern und Nahrungsmitteln. Unterstützt wurde die Verzerrung von einer starken Nachfrage seitens der Privathaushalte. Die Unternehmen sehen sich gezwungen, die gestiegenen Inputkosten in Form höherer Endpreise an die Konsumenten weiterzugeben. Im November lag die offizielle Jahresteuersatzrate in der Euro-Zone bei 4,9%, in den USA zog der breit gefasste Inflationsindex um 6,8% zum Vorjahr an. In der Schweiz ist die Preisdynamik deutlich weniger ausgeprägt. Zurückzuführen ist dies insbesondere auf eine starke Währung und eine im Vergleich zu anderen Regionen sehr ausgeglichene Zusammensetzung des Dienstleistungs- und Warenkorbs zur Berechnung der Inflation. Diese betrug im November über ein Jahr betrachtet 1,5%.

Entwicklung Obligationenmärkte 1 Jahr (indexiert)



Notenbanken nehmen Zügel stärker in die Hand

Die Reserve Bank of New Zealand sowie die norwegische Zentralbank haben aufgrund der positiven konjunkturellen Entwicklung, aber auch wegen anhaltender Überhitzungsgefahren an den jeweiligen Immobilienmärkten, ihre Leitzinsen bereits mehrfach erhöht. Mittlerweile sorgen sich auch die britische und die amerikanische Notenbank um die hohe Geldentwertung. Das Federal Reserve in den USA hat beschlossen, die Anleihekäufe bereits im März 2022 zu beenden, um danach bei Bedarf erste Zinserhöhungen einleiten zu können. Die Zinsmärkte nahmen dies bereits vorweg und preisten bereits ab November mehrere Leitzinserhöhungen für das nächste Jahr ein: Die Renditen von US-amerikanischen Staats-

anleihen mit zweijähriger Laufzeit schossen deshalb im vierten Quartal um über 40 Basispunkte in die Höhe. Die Bank of England hingegen reagierte bereits mit einer ersten Leitzinserhöhung im Dezember um 15 Basispunkte auf aktuell 0,25%, um der galoppierenden Teuerung Einhalt zu gebieten. Grossbritannien sowie die USA, klassische Importnationen, bekommen die weltweiten Preisanstiege besonders heftig zu spüren. Die europäische Zentralbank setzt nach wie vor auf die Geduldskarte und taxiert die gegenwärtigen Preisanstiege als «vorübergehend». Zwar lässt sie das Pandemie-Notfallprogramm für Anleihekäufe (PEPP) im März auslaufen, erhöht aber den Spielraum für Anleihekäufe ihres permanenten Anleihe-Kaufprogramms (APP). Konträr zum weltweiten Tenor einer restriktiveren geldpolitischen Ausrichtung verhält sich die chinesische Zentralbank. Die dortige Wirtschaft eilt im Zyklus dem Rest der Welt voraus und befindet sich seit dem dritten Quartal in einer Abschwächungsphase, was auch die diversen Zahlungsausfälle grosser chinesischer Immobilienkonzerne eindrücklich belegen. Die People's Bank of China (PBoC) reagierte im Schlussquartal mit einer gross angelegten Reduktion der Eigenmittel hinterlegungs-Quoten für die Kreditvergabe bei Banken und senkte erstmals seit April 2020 den Richtsatz für Kredite mit einjähriger Laufzeit. Dies deutet darauf hin, dass die chinesische Regierung die wirtschaftliche Entwicklung mit Sorge betrachtet und entsprechende Stabilisierungsmassnahmen trifft.

Quo vadis, Geld- und Zinsmärkte?

Die aktuelle Teuerungsphase ist Ausdruck von Ungleichgewichten unterschiedlichster Herkunft. Eine Normalisierung hin zu einem neuen Gleichgewicht hat stets Einfluss auf die Preisentwicklung global gehandelter Güter und Dienstleistungen. Es gibt aber erste Anzeichen, die für eine Beruhigung der Situation sprechen: Die Preise für Speicherchip-Medien haben sich nach einem fulminanten Anstieg zurückgebildet. Ebenso schwächten sich die Frachtraten für Containerschiffe im vierten Quartal deutlich ab. Darüber hinweg darf nicht vergessen werden, dass die tiefe Preisbasis im letzten Kalenderjahr zu einer überzeichneten Situation in diesem Jahr geführt hat. Dieser Effekt dürfte im Jahr 2022 nicht wieder eintreten. Weiter kann auch nicht mit einmaligen fiskalseitigen Stimuli der Staaten wie in den Jahren 2020 und 2021 gerechnet werden. Der sogenannte fiskalische Impuls dürfte sogar negativ ausfallen. Dass die Zinsmärkte solche Tatsachen nicht ignorieren, ist an der Verflachung der Zinsstrukturkurven ablesbar. Währenddem die Renditen kurzläufiger Anleihen in vielen Regionen anzogen, bewegten sich insbesondere die Renditen ultralang laufender Anleihen kaum. In den USA bilden sich die marktbasierenden Inflationserwartungen für zehnjährige Laufzeiten seit November ebenfalls deutlich zurück, einhergehend mit tieferen Notierungen an den Rohstoffmärkten. Es bleibt also abzuwarten, ob die Inflation langfristig auf höheren Niveaus verharrt oder ob sich wie unserer Ansicht nach eine ausgedehnte Inflationsabschwächung im zweiten Halbjahr 2022 bemerkbar macht.

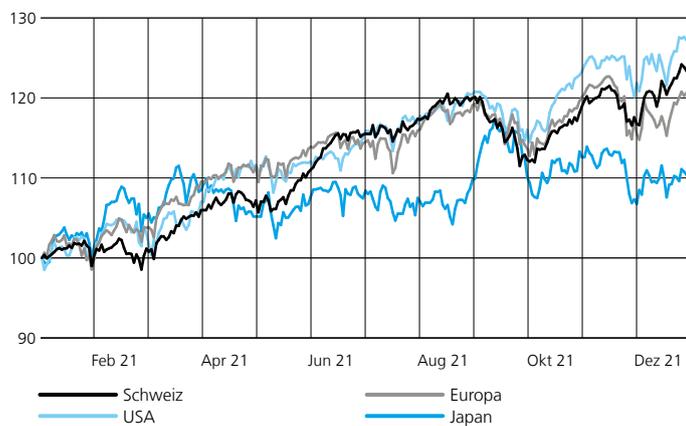
Aktien

Aktienmärkte im Überblick

Inflation durch Lieferengpässe

Ein wesentlicher Teil der aktuellen Inflationsraten in den Industrieländern ist auf die globalen Versorgungs- und Lieferengpässe zurückzuführen. Diese sind wiederum primär das Ergebnis einer veränderten Nachfrage im Westen. Die behördlichen Einschränkungsmaßnahmen führten zu tieferem Konsum in kontaktnahen Branchen (z. B. Gastronomie, Hotellerie, Freizeitsektor). Gleichzeitig verhinderten grosse fiskalpolitische Stützungsmaßnahmen, wie Kurzarbeit, flächendeckende Einkommenseinbußen. Diese Kombination führte zu einer veränderten Nachfrage. So gewannen z. B. Themen wie Inneneinrichtung während den Lockdowns an Bedeutung, was die Nachfrage nach Waren wie Möbeln, Elektronik- und Haushaltsgeräten steigerte. Aber auch angebotsseitig lief einiges suboptimal: Stau an den Schiffshäfen, mangelnde Halbleiter-Chips für Fahrzeuge und Elektronikwaren und stark gestiegene Rohstoff- und Transportpreise sind nur einige der Konsequenzen des aktuellen Ungleichgewichts. Was die Lieferengpässe anbelangt, gibt es mittlerweile erste Lichtblicke, die Nachfrage wird pandemiebedingt allerdings hoch bleiben.

Entwicklung Aktienmärkte 1 Jahr (indexiert)



Knappheit auch am Arbeitsmarkt

Die amerikanische Wirtschaft hat im November mehr Stellen geschaffen als erwartet, was an der Börse positiv aufgenommen wurde. Die Zahl der Arbeitslosen liegt nur noch knapp über dem Vor-Corona-Niveau und es gibt viele offenen Stellen. Aufgrund der immer noch üppig vorhandenen Sparguthaben aus den staatlichen Unterstützungsprogrammen sind noch nicht alle Werkstätigen in den Arbeitsmarkt zurückgekehrt, da sie die Löhne als zu tief erachten. Die Staatsgelder wurden auch von vielen während der Pandemie entlassenen Angestellten als Startkapital für ein eigenes Unternehmen genutzt. Somit fehlen in einigen arbeitsintensiven Branchen immer noch Mitarbeiter, wodurch es zu Personalengpässen und steigenden Löhnen kommt.

Zinswende rückt näher

Wie vom Markt antizipiert, entschied die US-Notenbank FED, die monatlichen Anleihenkäufe schrittweise zu reduzieren und den Tapering-Prozess bis Mitte 2022 zu beenden. Seit der Publikation der Oktober-Teuerungsrate, die mit etwas über 6% deutlich über den Erwartungen lag und den höchsten Wert seit mehr als 30 Jahren erreichte, kam das FED unter verstärkten Druck. Bereits Ende Monat krebste FED-Chef Powell bei einem Kongressauftritt zurück und deutete an, die Anleihenkäufe rascher zu beenden, was eine frühere Zinserhöhung ermöglichen würde. Erwartet wird nun ein Ende der Anleihenkäufe im März 2022 sowie drei Zinserhöhungen 2022, drei weiteren 2023 und nochmals zwei 2024. Zudem signalisierte er, dass die erhöhte Inflation länger als nur vorübergehend sein könnte.

Omikron drückt die Stimmung

In jüngster Zeit sorgte die Pandemie erneut für Aufregung. Stark ansteigende Neuinfektionen in Europa führten dazu, dass in vielen Ländern wieder Einschränkungen verhängt wurden. Zudem sorgte die neu entdeckte Coronavirus-Variante Omikron am Black Friday für einen Ausverkauf und eine stark steigende Volatilität an den globalen Börsen. Obwohl sich die Indizes nach dem kurzen Taucher wieder erholten und sich vielerorts auf Rekordniveau befinden, handeln zahlreiche Aktien relativ weit unter ihrem Höchstkurs. Die jüngste Hausse wurde vor allem von den grosskapitalisierten Pandemiegebern aus dem Technologiesektor getrieben.

Verschuldung vs. Coronasorgen

Das Hauptrisiko für die Finanzmärkte ist nicht primär ein weiterer griechischer Buchstabe, sondern die hohe Verschuldung vieler Staaten und die damit einhergehende ausserordentliche Tiefzinspolitik, welche in den vergangenen Jahren auf die Spitze getrieben wurde. Omikron könnte nun dafür sorgen, dass eine restriktivere Zinspolitik der Notenbanken erneut etwas nach hinten verschoben wird. Dies gäbe, nebst dem erwarteten überdurchschnittlichen Wirtschaftswachstum, dem Aktienmarkt für das Jahr 2022 nochmals Unterstützung. Ob dies auch langfristig positiv zu werten ist, steht auf einem anderen Blatt. Dass insbesondere die hoch bewerteten Wachstumsaktien bei einem Zinsschub jeweils schnell aus der Gunst der Anleger fallen, konnte man im Herbst beobachten. Wir bleiben sektormässig breit diversifiziert und sind weiterhin schwergewichtig in Qualitätstiteln mit starker Bilanz, robusten Margen und stabiler Wertgenerierung investiert.

Nicht traditionelle Anlagen

Immobilien Schweiz

Abnehmender Schwung

Die Schweizer Immobilienfonds entwickelten sich im Schlussquartal des vergangenen Jahres äusserst volatil. Dank einem Jahresendspurt resultierte schliesslich ein Wertzuwachs. Die geldpolitischen Diskussionen und die damit verbundene Optik steigender Zinsen scheinen die Skepsis gegenüber Immobilienanlagen zu erhöhen. Als Sachanlage bieten sie eigentlich einen guten Schutz vor steigenden Inflationsraten. Gleichzeitig sinkt bei höheren Diskontierungsraten der Barwert zukünftiger Mieteinnahmen und damit die Bewertung der Immobilienportfolios. Zusätzlich wirkt der stetige Ausbau des Angebots preisdämpfend, weil eine Gewinnverwässerung droht. Es ist ungewiss, ob die neuen Mittel erfolgreich investiert werden können. Aufgrund von Kapitalmarkttransaktionen flossen dem Markt aus der Jahresbetrachtung Mittel im Umfang von zirka CHF 3,6 Mia. zu. Vor allem die Nachfrage von institutionellen Investoren nach indirekten Immobilienanlagen hat bisher einen negativen Preiseffekt verhindert. Der Mangel an geeigneten Direktanlagen, die breite regionale und nutzungstechnische Diversifikation sowie die attraktive Ausschüttungsrendite werden voraussichtlich auch 2022 trotz hoher Bewertung für eine anhaltende Nachfrage sorgen.

Entwicklung Immobilienfonds Schweiz 1 Jahr (indexiert)



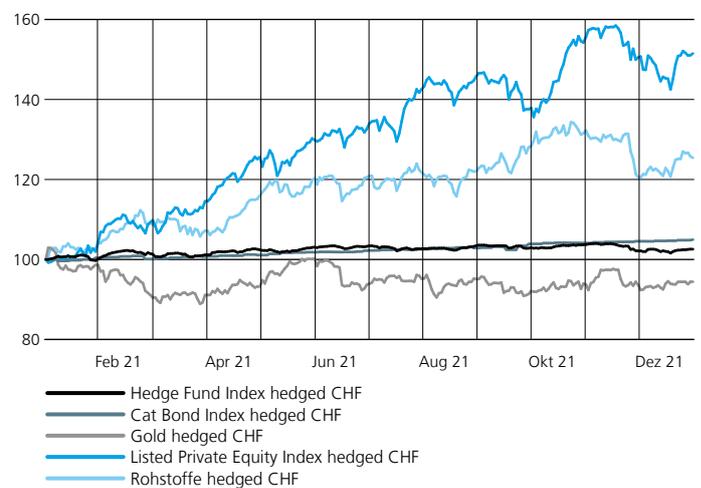
Übrige Anlagen

Viel Flexibilität beim Investieren

Die Organisation erdölexportierender Staaten und ihre Verbündeten (OPEC+) sind auch im vierten Quartal ihrer moderaten, schrittweisen Erhöhung der Förderquoten treu geblieben und nicht auf die Forderungen nach deutlich höheren Produktionssteigerungen eingegangen. Dies sehr zum Missfallen einiger Staaten mit erhöhtem Bedarf. Das hat zu Beginn des Quartals den Preis für ein Barrel (159 Liter) der Nordseesorte Brent auf USD 86,40, notabene den höchsten Stand seit 2014, getrieben. Gegen Ende November haben verschiedene Länder unter der Führung der USA beschlos-

sen, ihre strategischen Ölreserven freizugeben. Dies sorgte zusammen mit der unsicheren wirtschaftlichen Lage aufgrund der besonders ansteckenden Coronavariante Omikron in wenigen Tagen dafür, dass der Ölpreis markant auf unter USD 70 (-15%) nachgab. Im Quartalsvergleich resultierte eine um 1,0% tiefere Notierung, aber seit Jahresanfang beträgt die Verteuerung immer noch stattliche 50,2%.

Entwicklung Übrige Anlagen CHF 1 Jahr (indexiert)



Der **Goldpreis** bewegte sich im abgelaufenen Quartal in der Bandbreite zwischen 1740 und 1850 USD je Unze. Anfang November befeuerte die hartnäckige Inflationsentwicklung in den USA den Kurs des gelben Edelmetalls. Zunehmend vorsichtig agierende Notenbanken versetzten dem Goldpreis postwendend einen markanten Dämpfer. Das gelbe Metall befindet sich nun schon längere Zeit im Spannungsfeld steigender Inflation als Kurstreiber und der Aussicht auf höhere Realzinsen als Belastungsfaktor. Wir gehen auch weiterhin von einem volatilen Kursverlauf mit Chancen auf höhere Notierungen aus. Die Handelsaktivitäten auf dem Primär- und Sekundärmarkt bei den **versicherungsbasierten Anleihen (Cat Bonds)** wie auch bei den **Rückversicherungsverträgen** waren im abgelaufenen Quartal sehr hoch. Die hohe Anzahl der Katastropheneignisse gipfelte Mitte Dezember in einer beispiellosen Spur der Verwüstung im Mittleren Westen und Süden der USA. Dutzende Tornados mit Windgeschwindigkeiten von bis zu 320 Kilometern pro Stunde hinterliessen eine Schneise der Zerstörung. Die bereits arg gebeutelte Versicherungsindustrie wird damit nochmals mächtig zur Kasse gebeten, was auch an der Preisentwicklung der versicherungsbasierten Kapitalanlagen nicht spurlos vorbeiging.

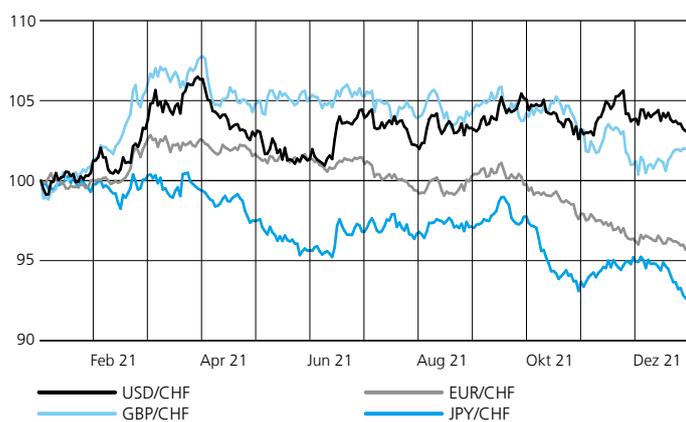
Währungen

Währungen im Überblick

Schweizer Franken stark nachgefragt

Der Verlauf der jüngsten Coronawelle, allen voran in Deutschland und Österreich, aber auch die mutierte Omikron-Virusvariante sorgten im vergangenen Quartal für ein hohes Mass an Unwägbarkeiten und Sorgen bei den Anlegern. Der Schweizer Franken bot in diesen unsicheren Zeiten für viele einen sicheren Hafen und wurde entsprechend stark nachgefragt. Ein weiterer Faktor, der zum Erstarren unserer Heimwährung beitrug, ist die im Vergleich zum Ausland niedrigere Inflationsrate in der Schweiz. Produkte und Dienstleistungen im Ausland werden schneller teuer als bei uns. So schadet beispielsweise der schwächere Euro der Industrie in der Schweiz im harten Wettbewerb mit ihren europäischen Konkurrenten. Die höhere Inflation in der Euro-Zone wirkt sich hingegen positiv aus. Die beiden Effekte heben sich gegenseitig auf und unter dem Strich hat sich trotz der Euro-Abschwächung in Bezug auf die relative Wettbewerbsfähigkeit nur wenig verändert. Diesem Umstand ist es auch geschuldet, dass die Schweizerische Nationalbank nicht wie in der Vergangenheit stärker am Devisenmarkt eingegriffen hat und der Euro zwischenzeitlich unter die Marke von 1.04 Franken gefallen ist. Ein Wert, der zuletzt vor sieben Jahren erreicht wurde. Die SNB ist weiterhin abhängig vom Vorgehen der

Währungsentwicklung 1 Jahr (indexiert)



Europäischen Zentralbank EZB. Erst wenn die Zinsen im Euro-Raum steigen, wird auch die SNB den nötigen Spielraum haben, um von den Negativzinsen abzuweichen. Die Stimmen, die genau das auch von den europäischen Währungshütern fordern, werden immer lauter. Diese schätzten die Risiken für die Konjunkturerholung durch steigende Zinsen jedoch weiterhin höher ein als die Gefahren der Inflation. Die EZB verweist auf Sonderfaktoren, gestiegene Energiepreise und die anhaltenden Lieferengpässe und rechnet weiterhin mit einer baldigen Normalisierung der Teuerungsrate. Die Verschuldungssituation einzelner Mitgliedstaaten, welche nicht mit höheren Zinsen zu vereinbaren wäre, dürfte ein weiterer Grund für die

Zurückhaltung der europäischen Notenbank sein. Aus der aktuellen Sicht neutralisieren sich die auf den EUR/CHF-Wechselkurs einwirkenden Faktoren. Die europäische Gemeinschaftswährung wird daher höchstwahrscheinlich mit einer Seitwärtsbewegung in das neue Jahr starten. Eine grosse Unbekannte bleibt jedoch die weitere Entwicklung der Pandemie und deren Einfluss auf das Wirtschaftsgeschehen. Ende Quartal stand der EUR/CHF-Wechselkurs bei rund 1.04. In der Jahresbetrachtung wurde der Euro somit rund 4% schwächer.

US-Notenbank kehrt ab vom Krisenmodus

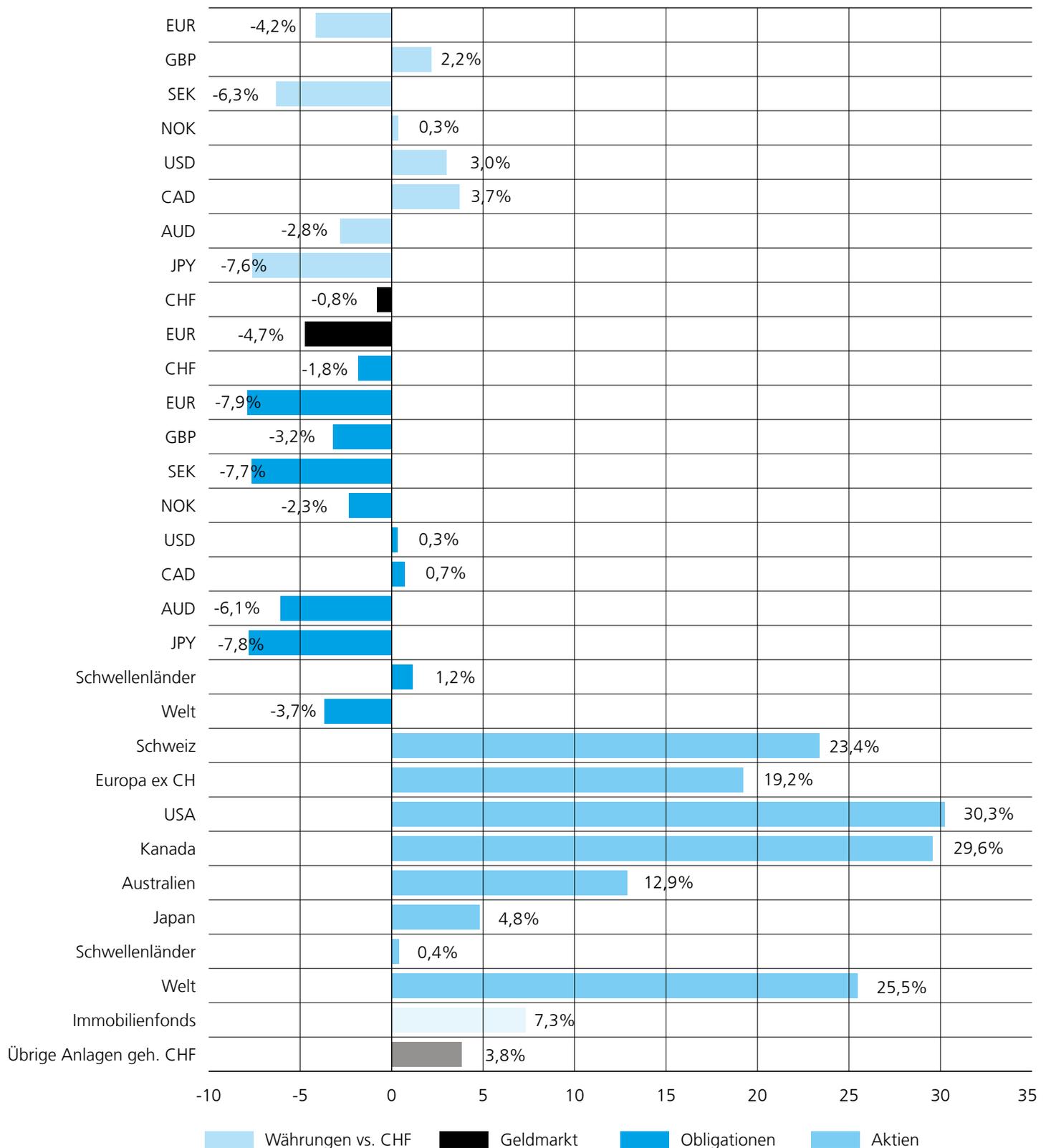
Die hartnäckig hohe Inflation einerseits und der unerwartete Rückgang der Arbeitslosenquote andererseits zwangen die US-Notenbank FED, die Pace zu erhöhen. Sie fährt das Wertschriftenkaufprogramm schneller zurück als bisher geplant. Damit öffnet sie die Tür für die Einleitung der ebenfalls in Aussicht gestellten Zinserhöhungen. Für den US-Dollar sollte der daraus resultierende Zinsvorteil allen voran gegenüber den Tiefzinswährungen für eine positive Entwicklung sorgen. Die Divergenz der Geldpolitik auf beiden Seiten des Atlantiks ist denn auch einer der Haupteinflussfaktoren für die Wechselkurse und prägt das aktuelle Geschehen an den Devisenmärkten. Eine weitere Stütze für die US-Währung ist die wirtschaftliche Entwicklung. Die vorlaufenden Konjunkturindikatoren deuten in den USA auf ein weiterhin solides Wachstum hin. Trotz Engpässen bei den Lieferketten und am Arbeitsmarkt dürfte die Nachfrage in den Vereinigten Staaten hoch bleiben. Auch zum Schweizer Franken besteht im Greenback ein gewisses Aufwertungspotenzial. Der Wechselkurs USD/CHF belief sich zum Jahresende um die 0.91 und somit auf einem Plus von 3,1%. Zum Euro stand der Wechselkurs EUR/USD Ende Jahr bei 1.13, was einer Reduktion von rund 6,9% entspricht.

Bank of England erhöht die Leitzinsen

Die Bank of England gewichtete, im Gegensatz zu ihrem europäischen Pendant, die Angst vor der hohen Inflation höher als die Sorge vor einer Abschwächung des Wirtschaftswachstums und hat als erste massgebende Notenbank die Leitzinsen angehoben. Die positive Zinsdifferenz wird dem britischen Pfund mittelfristig Auftrieb bereiten. Auch die jüngste Kursschwäche der risikosensitiven Währung sorgt aktuell für eine attraktive Bewertung. Die momentane Situation in England wird jedoch weiterhin dominiert durch die Ungewissheit über den weiteren Pandemieverlauf und die damit verbundenen konjunkturellen Risiken. Sobald hier mehr Licht ins Dunkel kommt, sollten im Pfund zum Schweizer Franken substanzial höhere Wechselkurse möglich sein. Ende 2021 stand der GBP/CHF-Wechselkurs bei 1.23. Das entspricht einer Steigerung von 1,9% im Jahr 2021.

Marktpformance

1. Januar bis 31. Dezember 2021 (Basis CHF)



Anlagestrategie

Konjunktur

	BIP (vs. Vorjahr)		Inflation (Jahresdurchschnitt)	
	2022	2023	2022	2023
Schweiz	3,0	1,8	1,0	0,7
Euro-Zone	3,5	2,5	2,4	1,3
USA	4,0	2,5	4,3	2,5
Japan	2,5	1,5	0,7	0,7
China	5,0	4,7	2,0	2,2
Schwellenländer	5,0	5,0	4,0	3,5

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

Der wirtschaftliche Aufschwung und damit der Höhenflug an den Finanzmärkten steht vor einer Bewährungsprobe. Die Pandemie ist mit der neuen Omikron-Virusvariante mit voller Wucht zurückgekehrt. Vor allem in Europa haben die Staaten mit erneuten Einschränkungen reagiert. Bisherige Stimmungsindikatoren zeigen allerdings, dass sich der konjunkturelle Schaden in Grenzen halten sollte. Zudem bleiben die wirtschaftlichen Aktivitäten in Nordamerika hoch und bilden zusammen mit der wiedererwarteten Wachstumsdynamik in China eine wertvolle Stütze der globalen Wirtschaft. Einen weiteren Belastungsfaktor stellt die weltweit zunehmende Geldentwertung dar. Die stetig steigenden Preise für Güter und Dienstleistungen sorgen für hohe Inflationsraten. Die Notenbanken haben nach vorausgegangenem Zögern mittlerweile reagiert, wenn auch mit unterschiedlichen Mitteln. Eine erste Zinserhöhung gab es zum Beispiel in Grossbritannien, während die US-Notenbank vor möglichen Zinsanpassungen ihre Wertpapierkäufe beenden will. Zurückhaltender gibt sich die Europäische Zentralbank, weil sie weiterhin vom temporären Charakter des Kaufkraftverlusts überzeugt ist. Zugenommen haben zudem die geopolitischen Spannungen. Russland steht vor dem Einmarsch in der Ukraine, es brodelt im Nahen Osten und China richtet sich wieder auf eine zunehmende Konfrontation mit dem Westen aus. Die Märkte erwartet somit ein herausforderndes Umfeld.

Festverzinsliche Anlagen weisen aufgrund der tiefen Zinsen ein bescheidenes Renditepotenzial auf und würden zudem am stärksten unter steigenden Zinsen leiden. Jedoch haben sie immer noch den Charakter eines sicheren Hafens, was Anleger in volatilen Zeiten durchaus zu schätzen wissen. Aus der Renditeoptik weichen wir auf Währungen mit einem höheren Renditepotenzial als im Schweizer Franken aus. Dazu gehören Anleihen in AUD. Gleichzeitig setzen wir auf solide Schuldner mit höherer Risikoentschädigung. Deshalb halten wir auch in Schwellenländeranleihen ein Übergewicht. Für die weitere Entwicklung der **Aktienmärkte** sind wir verhalten optimistisch. Bei einer insgesamt tieferen Gewichtung setzen wir momentan auf die defensiven Eigenschaften des Schweizer Marktes. Zudem stufen wir europäische Titel gegenüber amerikanischen Unternehmen bewertungstechnisch als attraktiver ein. Weiterhin zurückhaltend sind wir aus Bewertungsgründen gegenüber **Schweizer Immobilienfonds**. Die Optik steigender Zinsen könnte für eine sinkende Nachfrage sorgen. Attraktiv erachten wir weiterhin **ergänzende Anlagethemen** wie Privatmarktanlagen, Rohstoffe und Anleihen mit Optionalitäten (Wandelanleihen, CoCos). Unser Goldengagement erhöht zudem die Robustheit unserer Mischportfolios gegenüber potenziellen Marktschocks.

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

Impressum

Ihre Ansprechpartner in den Regionen

Region Aarau

Jan Schneider, Regionalleiter
Bernard Hennet, Private Banking Region

Region Baden/Wettingen

Marc Hunsperger, Regionalleiter
Michael Käppeli, Private Banking Region

Region Brugg

Andreas Schreiber, Regionalleiter
Christoph Kühne, Private Banking Region

Region Olten

Marco Fink, Regionalleiter
Christian Wüthrich, Private Banking Region

Region Rheinfelden

Lukas Fässler, Regionalleiter
Ueli Moser, Private Banking Region

Region Wohlen

Michael Wertli, Regionalleiter
Adrian Koch, Private Banking Region

Region Zofingen

Mark Schönenberger, Regionalleiter
Ivan Jelic, Private Banking Region

Aargauische Kantonbank

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

Dieses Dokument dient ausschliesslich zu Informationszwecken und richtet sich an Personen mit Wohnsitz in der Schweiz. Es richtet sich nicht an Bürger oder Niederlassene in den USA, CAN oder UK sowie nicht an andere Personen, die Restriktionen (z. B. bezüglich Nationalität, Wohnsitz) unterliegen. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen dürfen nicht an Personen, die möglicherweise US-Personen nach der Definition der Regulation S des US Securities Act von 1933 sind, verteilt und/oder weiterverteilt werden. Die Ausführungen und Angaben in dieser Publikation wurden von der Aargauischen Kantonbank – teilweise aus externen Quellen, welche die AKB als zuverlässig beurteilt – mit grösster Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen, ausschliesslich zu Informations- und Werbezwecken zusammengestellt. Alle Angaben sind ohne Gewähr für den Inhalt, die Vollständigkeit und die Richtigkeit. Die AKB haftet nicht für falsche oder unvollständige Informationen sowie aus der Nutzung von Informationen und der Berücksichtigung von Meinungsäusserungen entstehende Verluste oder entgangene Gewinne. Die Ausführungen erfolgen ohne Offertcharakter und die Angaben begründen weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder zur Vornahme sonstiger Transaktionen. Ebenso stellen sie keinen konkreten Finanzbericht oder eine sonstige individuelle Beratung bezüglich finanzieller, rechtlicher, steuerlicher oder anderer Fragen dar.

Ihre Ansprechpartner in der Zentrale

Key Account Private Banking

Manuel Suter

Externe Vermögensverwalter

Daniele Russo

Key Account Firmenkunden

Marco Canonica

Institutionelle Kunden

Stefan Anklin

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, Investment Research
Sascha Haudenschild, Portfolio Management
Raphael Donati, Portfolio Management
Daniel Pfister, Portfolio Management
Benjamin Müller, Portfolio Management
Martin Schwab, Titelresearch
Niculin Camenisch, Titelresearch

Redaktionsschluss: 31. Dezember 2021

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.

