

# Portfolio Management Info

## Aktuelle Anlagepolitik der AKB

07 | 17

5. Juli 2017



### Anlagepolitik-Ausschuss vom 05.07.2017

Der APA hat an seiner Sitzung keine Änderungen der Anlagestrategie beschlossen.

### Aktuelle Anlagestrategie

Geldmarkt:	↗	CHF
Obligationen:	↘	+ NOK, - CHF, - CAD, - AUD Duration untergewichtet (USD, GBP)
Aktien:	→	+ Japan - USA, - Australien
Übrige Anlagen:	↗	+ Immobilienfonds Schweiz

↑ übergewichtet   ↗ leicht übergewichtet   → neutral   ↘ leicht untergewichtet   ↓ untergewichtet

## Marktübersicht

Ein ereignisarmer Monat hat zum Schluss noch eine Prise Salz erhalten. Verantwortlich dafür waren die Notenbanken, welche zunehmend laut über den geldpolitischen Normalisierungsprozess nachdenken. Veranlasst dazu werden sie offenbar gemäss eigenen Aussagen aufgrund der definitiv besiegten Deflationsgefahr sowie der erfreulich wachsenden Globalwirtschaft. Als Folge davon sind die Renditen kurzzeitig stark angestiegen und die Aktienpreise unter Druck geraten. Unseres Erachtens ist diese Reaktion doch etwas übertrieben ausgefallen. Ausserhalb der USA fehlen nach wie vor konkrete Aussagen zur Rückführung der ultralockeren Geldpolitik, geschweige denn erste Handlungen in diese Richtung. Allerdings zeigt dieses Anleger-

verhalten, wie stark der Fokus nach wie vor auf das Tun der obersten Währungshüter ausgerichtet ist. Und vielleicht stellt diese Reaktion einen ersten Vorgeschmack dar, was erst passieren wird, wenn die Zinswende auch ausserhalb der USA tatsächlich eingeläutet wird.

Die jüngsten Daten aus den USA bestätigen den Eindruck, dass die Wirtschaft nach wie vor nicht so richtig auf Touren kommt. Schuld daran ist wohl in erster Linie die verzögerte Umsetzung wirtschaftsfreundlicher Massnahmen, welche der neue US-Präsident vor seinem Amtsantritt grosszügig versprochen hat. Auch der Verlauf der Zinskurve, ein sehr guter



Konjunkturindikator, hat sich in den letzten Wochen deutlich verflacht. Dies deutet auf ein schwächeres Wirtschaftswachstum hin als vor kurzer Zeit noch vorausgesagt. Allerdings besteht durchaus die Möglichkeit, dass die Obligationäre die Konjunkturlage als zu pessimistisch einschätzen und sich schon deshalb die mittel- bis langfristigen Zinsen leicht nach oben bewegen werden.

Gegenteilig sieht es in der Eurozone aus. Politisch hat sich die Lage deutlich entspannt. Die wirtschaftliche Dynamik zeigt sich nicht nur in den Stimmungsindikatoren, sondern immer mehr auch in der realwirtschaftlichen Entwicklung. Dies widerspiegelt sich auch in einer robusten Entwicklung bei den Beschäftigungszahlen, was wiederum ein positives Signal für den Privatkonsum darstellt. Die Binnenkonjunktur war bereits bisher eine der tragenden Säulen des Aufschwungs und wird es voraussichtlich auch weiterhin bleiben. Erfreulich ist auch die Tatsache, dass der aktuelle Aufschwung breit abgestützt ist, was die einzelnen Länder wie auch Wirtschaftsbereiche angeht.

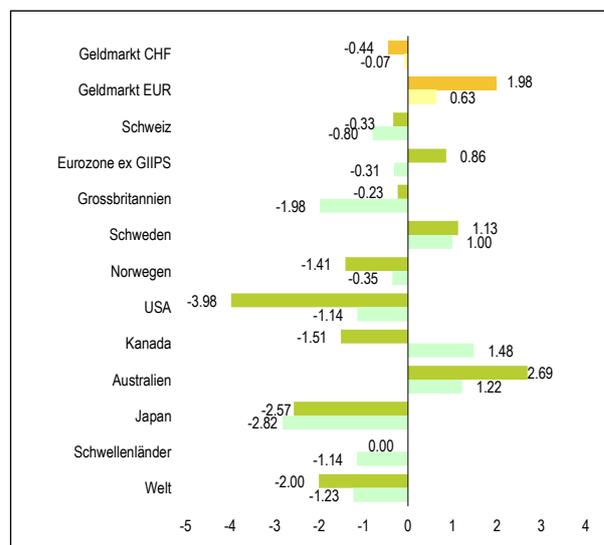
Die Schweizer Wirtschaft ist im ersten Quartal bekanntlich aufgrund des starken Frankens und des laufenden Strukturwandels der Industrie nur verhalten gewachsen. Aufgrund dessen hat das Seco die Wachstumsprognosen für das gesamte Jahr nach unten gesenkt. Wegen der erfreulichen weltwirtschaftlichen Entwicklung sowie den positiven Frühindikatoren wird im weiteren Jahresverlauf allerdings mit einer beschleunigten Wirtschaftsdynamik gerechnet. Auch das andere wichtige Konjunkturbarometer der KOF stützt diese Einschätzung.

### Zinsmärkte

Die Obligationenmärkte sind zum Monatsende deutlich unter Druck geraten. Die Marktteilnehmer interpretieren die jüngsten Aussagen der Notenbanken dahingehend, dass sich die wichtigsten Zinshüter zunehmend in Richtung Ausgang der sehr lockeren Geldpolitik bewegen. Die globale Wirtschaft entwickelt sich erfreulich und die Deflationsängste scheinen definitiv der Vergangenheit anzugehören. Allerdings steigt die Inflationsrate nur sehr beschaulich, was in erster Linie mit den tiefen Rohstoffpreisen und einem weitläufig fehlenden Lohndruck zu tun hat. Nicht zuletzt deshalb ist nicht mit einer raschen Normalisierung an der Zinsfront zu rechnen. Die Notenbanken werden ihre Geldpolitik behutsam anpassen, ähnlich wie es die amerikani-

schen Kollegen seit einiger Zeit vormachen. Es ist nicht zu vergessen, dass der Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik ein Balanceakt bleibt, da eine zu forsche Vorgehensweise den aktuellen Wirtschaftsaufschwung gefährden könnte. Wir gehen deshalb weiterhin von seitwärts bis leicht höher tendierenden Zinsen aus.

Hauptverantwortlich für Unruhe zum Monatsende war die Europäische Zentralbank EZB. In einer Rede sagte ihr Präsident Mario Draghi, dass die Wirtschaft gut laufe und die Deflation besiegt sei, was für ein langsames Ende der quantitativen Lockerungspolitik spreche. Damit ist vor allem ein mögliches Ende der Anleihenkäufe gemeint. Die US-Notenbank ist da schon einen Schritt weiter. Sie hat den Leitzins erwartungsgemäss ein weiteres Mal angehoben. Eine zusätzliche Zinserhöhung für dieses Jahr und drei Zinsschritte jeweils für 2018 und 2019 seien zudem geplant. Gleichzeitig gab sie erste Details zum geplanten Abbau der Notenbankbilanz bekannt. Erneut bekräftigte sie, behutsam vorzugehen und sich nach der aktuellen Entwicklung der Wirtschaft wie auch der Inflation zu richten. Situative Anpassungen des angestrebten Normalisierungsprozesses seien deshalb möglich. Auch die Schweizer Nationalbank SNB setzt ihre auf den Franken ausgerichtete Geldpolitik unverändert fort. Negativzinsen und notfalls direkte Eingriffe am Devisenmarkt sollen den Franken vor einer weiteren Aufwertung schützen. Gleiches gilt für die japanische Notenbank, welche ihre grosszügige Geldversorgung unverändert fortsetzt. Vor einer möglichen Straffung der Geldpolitik steht die Bank of England. Als Folge der politischen Verunsicherung rund um den Exit



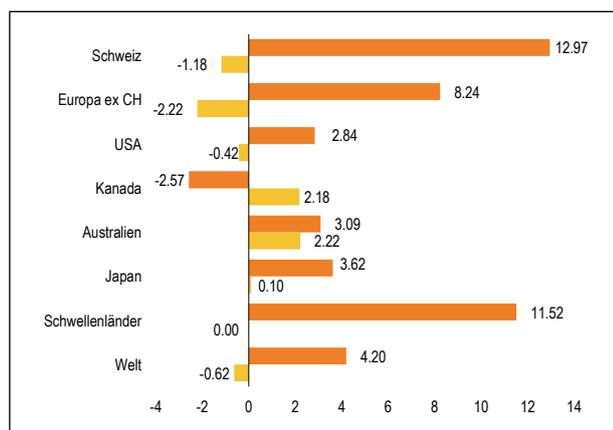
Performance Juni 2017 in % (YTD dunkel eingefärbt), Basis CHF

hat sich das britische Pfund massiv abgewertet. Dies führte zu erhöhten Importpreisen und damit verbunden einem markanten Anstieg der Inflation.

### Aktienmärkte

Die Aktienmärkte tendierten einen Grossteil des vergangenen Monats seitwärts. Weder von der politischen noch von der wirtschaftlichen Seite waren kurstreibende Meldungen zu vernehmen. Erst gegen Ende des Monats sorgte dann die wachsende Erkenntnis, dass sich die Zeiten ultralockerer Geldpolitik nicht ewig dauern werden, für Gewinnmitnahmen. Allerdings darf dieser Umstand unseres Erachtens nicht nur negativ betrachtet werden. Schliesslich ist es die robuste Konjunkturentwicklung und nicht ein steigender Inflationsdruck, welche die Notenbanken dazu veranlasst, zunehmend über den Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik nachzudenken. Und eine restriktivere Geldpolitik kann als Vertrauensbeweis der Notenbanken in die Wachstumskraft des aktuellen Aufschwungs betrachtet werden. Die Unternehmensgewinne sollten in diesem Umfeld weiterhin positiv stimuliert werden und den Effekt möglicher steigender Zinsen überkompensieren. Aus dieser Optik behalten wir unsere optimistische Haltung gegenüber den Beteiligungspapieren bei.

Auch wenn die Aktienmärkte gesamtheitlich betrachtet eine äusserst solide Halbjahresentwicklung aufweisen, gibt es zwischen den einzelnen Sektoren grosse Unterschiede. Während sich Unternehmen aus der Technologiebranche aufgrund der anhaltenden Wachstumsstory stark verteuert haben, leidet der Energiesektor unter den anhaltend tiefen Rohwarenpreisen. Die kommenden Resultate zur Entwicklung im zweiten Quartal werden diesbezüglich sicher noch nähere Angaben liefern.

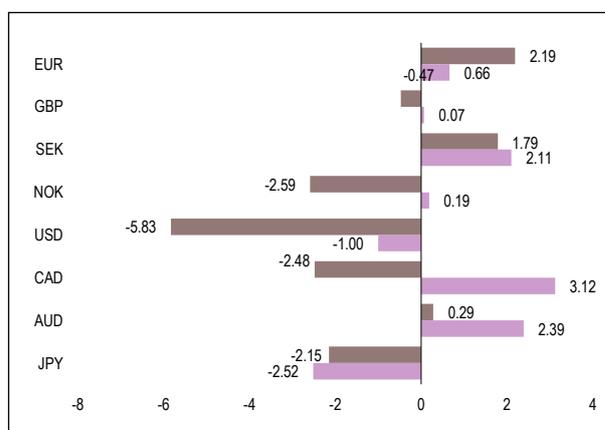


Performance Juni 2017 in % (YTD dunkel eingefärbt), Basis CHF

Grundsätzlich wurde die Erwartungshaltung aufgrund der konjunkturellen Wachstumsbeschleunigung nach oben angepasst.

### Devisenmärkte

Der Dollar entwickelt sich gegenüber den Hauptwährungen weiterhin schwächer. Dies hat einerseits mit der aktuellen Wirtschaftslage zu tun, welche sich in Europa und Japan robuster darstellt. Andererseits hat die Trump-Regierung schon früher signalisiert, dass sie durchaus an einem weniger starken Dollar interessiert ist. Allerdings ist es nur schwer vorstellbar, weshalb sich die Renditevorteile sowie der aktuelle Zinserhöhungspfad der amerikanischen Notenbank mittelfristig nicht in einem höheren Greenback niederschlagen sollen. Umgekehrt bleibt der Euro stark nachgefragt und tendiert zu den meisten anderen Währungen weiterhin zur Stärke. Neben den aktuellen Wachstumsvorteilen der Wirtschaft, war es vor allem eine Rede von EZB-Chef Draghi, welche der europäischen Einheitswährung zur Stärke verhalf. Darin wurde ein mögliches Ende der aktuellen Lockerungspolitik thematisiert, was höhere Renditen für die europäische Einheitswährung bedeuten würde. Das britische Pfund zeigte sich trotz politischen Unsicherheiten (Brexit, Neuwahlen) robust. Verantwortlich dafür war die britische Notenbank, welche aufgrund der steigenden Inflationswerte eine baldige Zinserhöhung in Aussicht stellte.

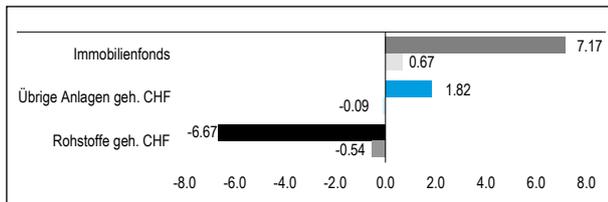


Performance Juni 2017 in % (YTD dunkel eingefärbt), Basis CHF

### Übrige Anlagekategorien

Die gemischten Rohstoff-Indizes neigten im vergangenen Monat weiterhin zur Schwäche. Hauptverantwortlich war einmal mehr die schwache Entwicklung des Erdöls. Die vollen Lager sorgten weiterhin für tiefe Preise. Allerdings ist es nicht nur die steigende Schieferölproduktion, welche das Angebot trotz Förderreduktion der OPEC erhöht. Libyen und Nigeria als Beispiele haben ihre

Produktion seit letztem Dezember deutlich ausgeweitet. Und ob die OPEC-Mitglieder die Förderbeschränkungen tatsächlich diszipliniert umsetzen, daran darf gezweifelt werden. Eine rasche Trendwende ist trotz der jüngsten Gegenbewegung nicht in Sicht. Eine Preissteigerung zum Monatsende verzeichneten nach zuvor bescheidener Entwicklung die Agrargüter und Genussmittel, was in erster Linie mit veränderten Wetterbedingungen zu tun hat. Insgesamt bleiben die Renditeaussichten für Anlagen in Rohwaren eher bescheiden.



Performance Juni 2017 in % (YTD dunkel eingefärbt), Basis CHF

### Schlussfolgerung

Weiterhin steht man als Anleger vor der schwierigen Entscheidung, ob die überdurchschnittliche Entwicklung der Aktienmärkte seit Jahresbeginn auch im zweiten Semester noch Zuwächse zulassen. Für die Beteiligungspapiere spricht die Tatsache, dass die Bewertung trotz deutlichen Kurssteigerungen in diesem Jahr nicht mehr weiter gestiegen ist. Verantwortlich dafür sind die höheren Gewinnerwartungen der Analysten. Aufgrund der gut laufenden Konjunktur gehen sie von steigenden Unternehmensgewinnen aus. Zudem fehlen weiterhin die offensichtlichen Anzeichen einer Trendwende. Auch wenn das Potenzial weiterer Kurssteigerungen zunehmend eingeschränkt ist, halten wir an unserer neutral ausgerichteten Aktienquote fest. Auf der anderen Seite fühlen wir uns durch die jüngsten Ereignisse an den Anleihensmärkten bestätigt, die taktische Untergewichtung der Obligationenquote beizubehalten.

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.