

Portfolio Management Info

Aktuelle Anlagepolitik der AKB

08 | 17

8. August 2017



Anlagepolitik-Ausschuss vom 08.08.2017

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

Die Aktien- und Obligationenmärkte präsentierten sich im vergangenen Monat in ruhiger Ferienlaune. Die gute Stimmung hat zwar angehalten, ohne jedoch wirklich für grössere Kursbewegungen zu sorgen. Deutlich aktiver war das Geschehen an der Devisenfront. Wirtschaftliche und geldpolitische Neueinschätzungen sorgten teilweise für markante Wechselkursverschiebungen. Würden sich diese tatsächlich bestätigen, wird dies mittelfristig auch zu Anpassungen der Wachstumsszenarien einzelner Wirtschaftsräume sowie der zukünftigen Gewinnentwicklung gewisser Unternehmen führen. Der globale Wirtschaftsmotor läuft weiterhin auf Hochtouren. Und glaubt man den jüngsten Prognosen des

Internationalen Währungsfonds IWF, wird sich der Aufschwung auch im zweiten Halbjahr fortsetzen. Insbesondere die Konjunktur in der Eurozone präsentiert sich von politischen Lasten befreit äusserst robust. Die staatlichen Risiken liegen nun mehr in den USA. Die Bilanz der neuen Trump-Regierung nach einem halben Amtsjahr sieht äusserst mager aus. Geplante Reformen und Deregulierungen stocken und versprochene Investitionen sind bisher nicht einmal diskutiert worden. Die Enttäuschung der Märkte hält sich jedoch bisher in Grenzen. Einzig der Dollar befindet sich seit Monaten auf Talfahrt und hat zu allen wichtigen Währungen deutlich an Terrain verloren.



Zunehmend setzt sich das Bild einer Wachstumsbeschleunigung der amerikanischen Wirtschaft in der zweiten Jahreshälfte durch. Die Basis dafür wurde bereits im zweiten Quartal gelegt. Die Konsumausgaben sowie die Ausrüstungsinvestitionen sorgten für ein ansprechendes BIP-Wachstum. Allerdings wird die zukünftige Expansion weniger stark verlaufen als im Frühling prognostiziert. Schuld daran ist vor allem der geringe Wirkungsgrad der von der neuen Regierung angekündigten wirtschaftsfreundlichen Massnahmen. Positiv einzustufen ist das jüngst gestiegene Konsumentenvertrauen, welches eine erhöhte Ausgabelust der Privathaushalte in den nächsten Monaten verspricht. Angesichts der hohen Gewichtung des Privatkonsums an der amerikanischen Wirtschaftsleistung stützt dieser Umstand die höhere Wachstumserwartung für die zweite Jahreshälfte. Der weiterhin robuste Arbeitsmarkt sowie der jüngst schwächer tendierende US-Dollar bilden diesbezüglich die flankierenden Massnahmen.

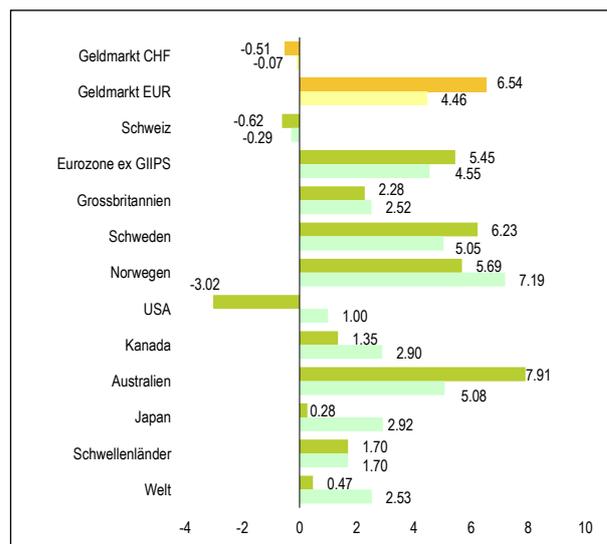
In der Eurozone läuft der Wirtschaftsmotor weiterhin auf Hochtouren. Die steigende Beschäftigungsrate sowie die gute Konsumentenstimmung versprechen auch zukünftig einen kräftigen Privatkonsum. Es sei an dieser Stelle erwähnt, dass in der Eurozone die Arbeitslosenquote mit 9.1% auf dem niedrigsten Niveau seit Februar 2009 liegt. Die Vorlaufindikatoren stützen jedoch die Erwartung, dass das Wirtschaftswachstum den Zenit mittlerweile überschritten hat und in der zweiten Jahreshälfte leicht an Dynamik einbüßen wird. Dies nicht zuletzt deshalb, weil sich der Euro in den letzten Monaten zu den meisten anderen Währungen deutlich aufgewertet hat. Ein entscheidender Wettbewerbsvorteil der vergangenen Jahre wird damit voraussichtlich zukünftig wegfallen.

Vom synchronen Aufschwung der Weltwirtschaft profitieren vor allem stark exportorientierte Volkswirtschaften. Dazu gehören die Schwellenländer, Japan aber auch die Schweiz. Wenn sich die eigene Heimwährung zudem abschwächt, wie jüngst beim Yen und beim Franken geschehen, verstärkt sich die optimistische Wachstumseinschätzung zusätzlich. Es ist deshalb nicht verwunderlich, dass die Ökonomen die Wachstumsprognosen dieser Regionen erhöht haben.

Zinsmärkte

Zum Monatsanfang waren an den Anleihensmärkten immer noch die Nachwehen der Diskussion um die zukünftige Gestaltung der Geldpolitik in der Eurozone spürbar. Unseres

Erachtens sind die daraus resultierenden Marktbewegungen eher übertrieben. Selbst nach einer möglichen Ankündigung der Europäischen Zentralbank EZB, die Geldpolitik zukünftig weniger expansiv zu gestalten, würde voraussichtlich mindestens noch ein Jahr bis zur tatsächlichen Umsetzung vergehen. Darauf deutet auch die jüngste Lagebeurteilung der der EZB hin. Angesichts der schwachen Inflationsentwicklung sei weiterhin eine konjunkturstützende Geldpolitik nötig, so der Wortlaut des zinssteuernden Gremiums. Dies schienen im weiteren Monatsverlauf auch die Marktteilnehmer realisiert zu haben und stoppten die Verkäufe von Anleihen. Entsprechend haben sich die Renditen auf höherem Niveau eingependelt. Momentan sind an den globalen Zinsmärkten in beiden Richtungen wenig ausschlaggebende Treiber auszumachen. Gegen eine Aufwärtsbewegung der Renditen sprechen die bescheidenen Inflationserwartungen, der geldpolitische Stillstand sowie der konjunkturelle Wachstumszenit. Die gleichen Gründe mit umgekehrtem Vorzeichen verhindern auf der anderen Seite einen weiteren Rückgang der Zinsen. Wir gehen deshalb weiterhin von seitwärtstendierenden Obligationenpreisen aus.



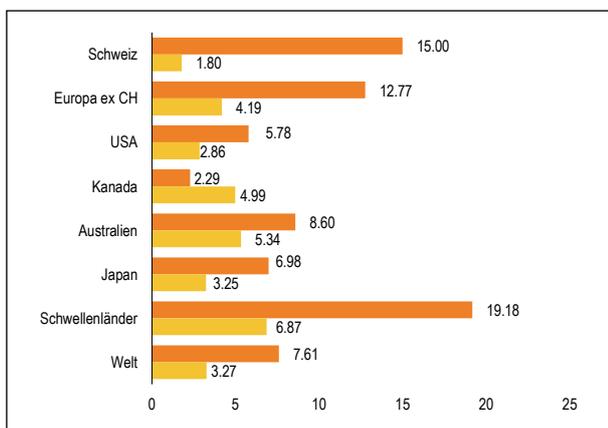
Performance Juni 2017 in % (YTD dunkel eingefärbt), Basis CHF

Nach wie vor nicht ins Bild einer boomenden Wirtschaft passen die geringen Auftriebskräfte bei der Inflation. Die rückläufigen Energiepreise und die stagnierenden Löhne wirken diesbezüglich stark dämpfend. Gerade das fehlende Lohnwachstum ist angesichts der stetig rückläufigen Arbeitslosenquote und der im Falle der USA erreichten Vollbeschäftigung ein Phänomen. Experten machen dafür in erster Linie die technologische Entwicklung (Industrialisierung 4.0) und

die Globalisierung (Verlagerung von Arbeitsplätzen in Tieflohnländer) verantwortlich. Ob dies tatsächlich die Gründe für die momentan bescheidene Teuerungsentwicklung sind, wird sich erst im Laufe der Zeit zeigen. Zumindest vorderhand erschwert dieser Umstand für die Notenbanken das Timing für die anstehende Normalisierung der Zinslandschaft. Bis anhin ist man vom temporären Charakter stagnierender Inflationsraten überzeugt. Allerdings fehlt zunehmend der Beweis, dass die Teuerungsrate in den nächsten Monaten tatsächlich anziehen wird. Wäre dem nicht so, würde die aktuelle Diskussion um eine zukünftige geldpolitische Straffung einen herben Dämpfer erhalten.

Aktienmärkte

Die Aktienmärkte haben bisher mit Ausnahme eines zwischenzeitlichen Rumplers gelassen auf die ganze Diskussion rund um die zukünftige Gestaltung der Geldpolitik reagiert. Unseres Erachtens zu Recht. Einerseits wird es noch etliche Monate dauern, bis den Worten Taten folgen und auch in Europa der Normalisierungsprozess startet. Andererseits kann die Ankündigung einer möglichen geldpolitischen Straffung als Vertrauenssignal in den aktuellen wirtschaftlichen Aufschwung gewertet werden. Deshalb ist es richtig, dass sich die Aktienmärkte aktuell in erster Linie auf die Entwicklung der Unternehmensgewinne konzentrieren. Diese sollten in den nächsten Monaten weiterhin erfreulich ausfallen und die Aktienkurse positiv beflügeln. Damit würde ein möglicher geldpolitischer Gegenwind mehr als kompensiert werden.



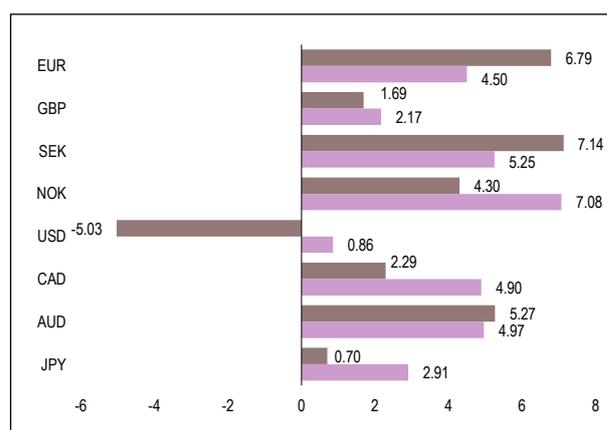
Performance Juni 2017 in % (YTD dunkel eingefärbt), Basis CHF

Die bisherige Berichtssaison zum zweiten Quartal ist erfreulich verlaufen. Gerade in den USA, wo die Anzahl der Veröffentlichungen traditionell am weitesten fortgeschritten ist,

konnten die Ergebnisse mit den höheren Prognosen der Analysten sehr gut mithalten. Die Anzahl positiver Überraschungen beim Gewinn wie auch beim Umsatz lag über dem langjährigen Durchschnitt. Dies relativiert zu einem gewissen Teil die hohe Bewertung der Beteiligungspapiere und stützt die Kursanstiege der letzten Monate. Zudem sollten die Unternehmen mit hohem Exportanteil wie im Fall der USA weiterhin vom schwächeren Dollar profitieren. Als Unsicherheitsfaktoren bleiben die unübersichtliche US-Politik sowie der Umgang mit höheren Finanzierungskosten. Denn die US-Notenbank wird voraussichtlich die geldpolitischen Zügel weiter straffen.

Devisenmärkte

Weiter zu Reden gibt die schwache Entwicklung der amerikanischen Währung. Die mittlerweile vorherrschende Erkenntnis, dass die Wahlversprechen des neuen Präsidenten Trump bis anhin wenig Realitätsgehalt aufweisen, hat den Dollar in den letzten Monaten schwächeln lassen. Zudem geht die amerikanische Notenbank beim geldpolitischen Normalisierungsprozess äusserst behutsam vor, weshalb der Greenback trotz vorhandenem Renditevorteil weiterhin wenig nachgefragt wird. Dieser Renditevorsprung ist in den letzten Monaten durch die Erwartung einer zukünftig weniger expansiven Geldpolitik der anderen Notenbanken zusätzlich unter Druck geraten. Ganz anders präsentiert sich momentan der Euro. Nur schon die vorsichtige Andeutung, dass die heutige Geldpolitik nicht zum Normalzustand werden wird, hat gereicht, um die europäische Einheitswährung deutlich nach oben zu treiben. Daran konnte auch die jüngste Lagebeurteilung der EZB, welche keine neuen Hinweise zur zukünftigen Gestaltung der Geldpolitik lieferte, nichts ändern. Der konjunkturelle

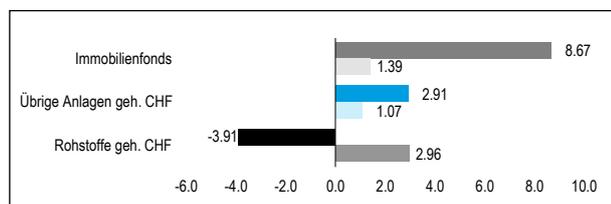


Performance Juni 2017 in % (YTD dunkel eingefärbt), Basis CHF

Aufschwung in Kombination mit abnehmenden Polittrisiken hat bereits im Vorfeld dafür gesorgt, dass der Euro stärker nachgefragt wurde. Paradoxerweise war gerade die vorausgegangene Unterbewertung des Euros einer der Haupttreiber für die aktuell boomende Wirtschaft. Für den Franken, zu welchem die europäische Einheitswährung auf das höchste Niveau seit Aufhebung der Untergrenze im Januar 2015 geklettert ist, sind dies natürlich gute Nachrichten. Die Aufwertungsgefahr des Frankens scheint momentan gebannt und macht das SNB-Mandat mit seinem expliziten Währungsfokus ein wenig einfacher. Dies nicht zuletzt, weil die Renditedifferenz zwischen Franken und Euro in den letzten Monaten wieder deutlich gestiegen ist.

Übrige Anlagekategorien

Trotz der erfreulichen Entwicklung im vergangenen Monat bleiben die Renditeaussichten für Anlagen in Rohwaren eher bescheiden. Der Preis für Erdöl hat sich jüngst zwar deutlich erholt. Dies, nachdem die OPEC ihre Mitglieder zur Disziplin bezüglich Förderdrosselung ermahnte. Allerdings liegt es auf der Hand, dass mit dem höheren Preis auch die Schieferölproduktion in den USA weiter ansteigt. Das angestrebte Gleichgewicht von Angebot und Nachfrage wird damit nicht so rasch erreicht werden und verhindert einen deutlichen Anstieg des Ölpreises.



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

Schlussfolgerung

Angesichts des erfreulichen Konjunkturaufschwungs bleiben wir optimistisch für das weitere Geschehen an den Finanzmärkten. Profitieren tun vor allem die Unternehmen und ihre Gewinnentwicklung. Angesichts des fehlenden Teuerungsdrucks besteht zudem für die Notenbanken wenig Anreiz das aktuelle Tiefzinsumfeld rasch zu ändern. Die diesbezügliche Rhetorik wird zwar voraussichtlich verschärft, ohne jedoch rasch zur Tat zu schreiten. Somit sorgen die Rahmenbedingungen eigentlich weiterhin für ein ideales Anlageumfeld. Trotzdem darf nicht vergessen werden, dass bereits viel Gutes in den heutigen Bewertungen abgebildet wird und damit eine Anfälligkeit für Enttäuschungen besteht. Und nicht zuletzt von der (geo)politischen Seite (siehe aktuell Nordkorea) kann rasch ein empfindlicher Störfaktor die gute Laune trüben.

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.