

Portfolio Management Info

Aktuelle Anlagepolitik der AKB

11 | 17

7. November 2017



Anlagepolitik-Ausschuss vom 07.11.2017

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

Der globale Konjunkturmotor läuft weiterhin hoctourig und die Entwicklung ist regional wie sektoral breit abgestützt. Obwohl die US-Notenbank ihre Bilanz langsam reduziert und auch ihre europäischen Kollegen eine zukünftige Reduktion ihrer Wertschriftenkäufe kommuniziert hat, bleibt die Liquiditätsversorgung der Märkte weiterhin grosszügig. Daher ist es wenig erstaunlich, dass die globalen Börsen einen Rekordstand nach dem anderen erklimmen. Mögliche Risiken werden momentan grosszügig ausgeblendet. Weder der Katalonien-Konflikt noch die Bedrohungen aus Korea, Iran und von anderen Feinden der westlichen Welt scheinen die Anleger aus der Ruhe zu bringen. Dies widerspiegelt sich auch in der Volatilität

der Märkte, welche kaum vorhanden ist. Angesichts des ausgedehnten Zeitraums dieser Entwicklung stellt sich aber immer mehr die Frage, wie lange das aktuelle Börsenhoch noch andauern kann.

In der Eurozone hellt sich das Konjunkturmilieu weiter auf. Vorausgegangene Einschätzungen, dass der Wachstumszenit Mitte Jahr überschritten würde, scheinen sich nicht zu bewahrheiten. Im Gegenteil - die bisher verfügbaren Daten für das 3. Quartal deuten sogar auf eine weitere Beschleunigung gegenüber dem 2. Quartal hin. Damit bestätigen die harten Wirtschaftsdaten die positiven Stimmungsindikatoren. Lediglich auf politischer



Ebene haben sich im Zusammenhang mit den Spannungen zwischen Katalonien und der spanischen Zentralregierung vereinzelt dunkle Wolken gebildet. Es ist allerdings nicht davon auszugehen, dass die Katalonien-Krise die robuste konjunkturelle Entwicklung in der Eurozone tangieren wird.

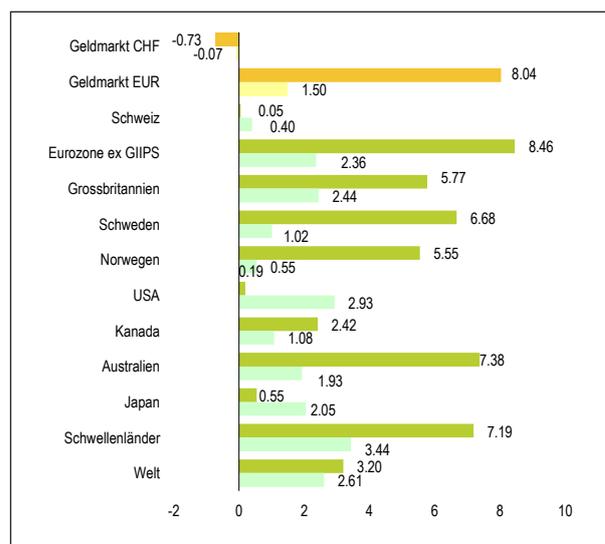
Aus den USA erreichten uns grossenteils positive Konjunkturdaten, die auf eine anziehende Dynamik des Wirtschaftswachstums im zweiten Semester hindeuten. Davon zeugt ein solides BIP-Wachstum von annualisiert 3.0%. Sowohl das verarbeitende Gewerbe wie auch der Dienstleistungssektor entwickeln sich erfreulich und die Stimmungsindikatoren tendieren auf hohem Niveau. Angesichts der Beeinträchtigungen durch die sturmbedingten Produktionsausfälle im Industriebereich ist dies keine Selbstverständlichkeit. Zusätzlichen Schwung könnte die amerikanische Wirtschaft durch die geplante Steuerreform erhalten. Diese wird aktuell sehr prominent diskutiert und könnte schon bald Realität werden.

Auch in der Schweizer Industrie herrscht gute Stimmung. Nach wie vor ist es vor allem der Schweizer Aussenhandel, welcher zu gefallen vermag. Getragen von einer solide wachsenden Globalwirtschaft sowie einem leicht schwächeren Franken nimmt die Nachfrage nach Schweizer Produkten und Dienstleistungen weiter zu. Auch das KOF-Konjunkturbarometer – ein wichtiger Stimmungsindikator für die Schweizer Wirtschaft – verbesserte sich deutlich und notierte auf dem höchsten Stand seit sieben Jahren.

Die chinesische Wirtschaft hat für das dritte Quartal, wie nicht anders zu erwarten, die Prognosen erfüllt und ist solide gewachsen. Für mehr Interesse sorgten jedoch der jährlich tagende Parteikongress und die daraus hervorgegangenen politischen und wirtschaftlichen Massnahmen. Mit Themen wie Korruption, Beseitigung von Armut, Umweltfragen, zukünftige Ausrichtung der chinesischen Wirtschaft usw. standen die üblichen «Verdächtigen» auf der Agenda. Die japanische Wirtschaft profitiert weiterhin von einer schwachen Heimwährung. Die jüngst abgehaltenen Wahlen bestätigen zudem die aktuelle Regierung. Einer Fortsetzung der als «Abenomics» bezeichneten wirtschaftsfreundlichen Fiskal- und Geldpolitik steht damit nichts im Wege. Dies sind gute Nachrichten für die japanische Wirtschaft. Immerhin ist es diesem Regierungsprogramm zu verdanken, dass die lang anhaltende konjunkturelle Stagnation überwunden werden konnte. Einzig die Inflationsrate entwickelt sich nicht wunschgemäss. Damit befindet sich Japan global betrachtet jedoch in guter Gesellschaft.

Zinsmärkte

In der Berichtsperiode wurden neue Kenntnisse zur zukünftigen Ausrichtung der Geldpolitik massgebender Notenbanken bekannt. Diese deuten aber alle insgesamt auf eine behutsame Vorgehensweise im angestrebten Normalisierungsprozess hin, ähnlich dem Vorbild der amerikanischen Zinshüter. Deshalb entwickelten sich die Renditen in den letzten zwei Wochen mit Ausnahme der USA leicht schwächer. Insgesamt ist bei den Zinsen nach wie vor kein klarer Trend auszumachen. Diesbezüglich stellte auch der Oktober keine Ausnahme dar. Unterschiedliche Einflussfaktoren in beide Richtungen sorgen für ein stetiges Auf und Ab in engen Bandbreiten. Zuerst sorgten schwächer als erwartet ausgefallene US-Inflationsdaten, ein gemässigttes Protokoll der letzten Fed-Sitzung sowie die Katalonienkrise für rückläufige Renditen. Nachfolgend führten Spekulationen um die zukünftige Besetzung des Chefpostens der US-Notenbank sowie die steigende Wahrscheinlichkeit einer US-Steuerreform für steigende Zinsen. In dieser Art und Weise wird es voraussichtlich bis Ende Jahr noch weitergehen.



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

Die US-Notenbank Fed hat erwartungsgemäss ihre Geldpolitik unverändert belassen. Die anhaltend gedämpfte Preisentwicklung ermöglicht weiterhin eine behutsame Vorgehensweise im aktuellen geldpolitischen Normalisierungsprozess. Trotzdem geht der Konsens davon aus, dass die derzeitige Preis- und Konjunkturdynamik ausreichen sollte, um im Dezember eine weitere Zinserhöhung vorzunehmen. Zunehmend macht man sich Sorgen um die Preisblasen, welche sich vielerorts durch die günstige Liquidität ergeben haben. Mittlerweile ist klar, dass das zinssteuernde Gremium ab nächstem Jahr von Jerome

Powell als Nachfolger von Janet Yellen präsiert wird. Er gehörte bereits bisher dem Offenmarktausschuss an und hat die bisherige Geldpolitik mitgetragen. Aus dieser Optik ist trotz dieses Personalwechsels mit einer anhaltenden Kontinuität der bisherigen Geldpolitik zu rechnen.

Die Europäische Zentralbank EZB hat erwartungsgemäss die Details zur geplanten Rückführung der Bilanz bekannt gegeben. Die Anleihekäufe werden ab 2018 sukzessive zurückgefahren. Die Leitzinsen werden jedoch noch längere Zeit auf tiefem Niveau verharren, weshalb die Geldpolitik insgesamt nicht wirklich restriktiver wird. Zudem kann die EZB im Bedarfsfall die Käufe wieder ausweiten. Ohne wirklich viel zu ändern, haben somit auch die europäischen Währungshüter die Trendwende bei der Geldpolitik eingeläutet. Wie ihre amerikanischen Kollegen werden auch sie, nicht zuletzt aufgrund des fehlenden Inflationsdrucks, sehr behutsam vorgehen. Grössere Verwerfungen an den Finanzmärkten sind deshalb vorderhand nicht zu erwarten.

Als Folge der schwachen Heimwährung ist die Inflation in Grossbritannien auf den höchsten Stand seit über fünf Jahren gestiegen. Deshalb hat die Bank of England jüngst entschieden, den Leitzins das erste Mal seit über 10 Jahren zu erhöhen. Weil sich gleichzeitig die Wirtschaft aufgrund der Brexit-Verunsicherung abkühlt, stellt diese Aktion der britischen Notenbank voraussichtlich nicht den Beginn eines Erhöhungszyklus ähnlich den USA dar. In erster Linie soll damit ein Ausufern der Preise verhindert werden.

Aktienmärkte

Getrieben vom erfreulichen Gewinnwachstum der Unternehmen, klettern die Aktienmärkte momentan von einem Höchststand zum nächsten. Angesichts der starken Kursanstiege der



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

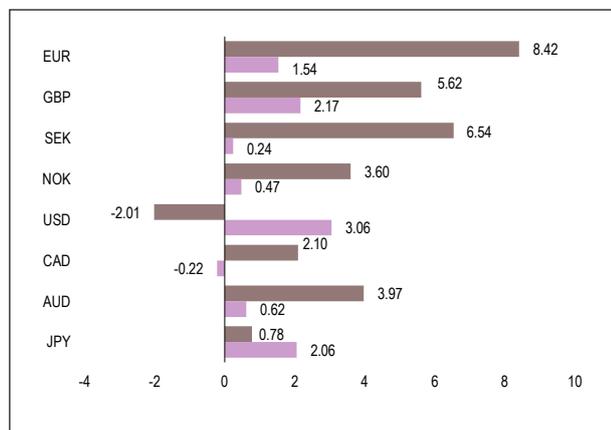
letzten Monate sowie der anhaltend rekordtiefen Volatilität ist an den Aktienmärkten gefühlsmässig zunehmend ein steigendes Korrekturpotenzial auszumachen. Allerdings wagen die Anleger nicht, die Party vorzeitig zu verlassen und damit den potenziellen Höhepunkt zu verpassen. Zu gut scheinen die aktuellen Rahmenbedingungen bezüglich Entwicklung der Wirtschaft, der Unternehmensgewinne und der Geldpolitik zu sein. Vertraut man den Einschätzungen der Ökonomen und Analysten, kann die Partystimmung durchaus noch einige Zeit andauern. Will allerdings nicht heissen, dass mögliche Gewinnminderungen zu vorübergehend tieferen Kursen führen können.

Die Unternehmensergebnisse zum 3. Quartal 2017 bestätigen die Einschätzung bezüglich steigender Gewinne aufgrund der soliden Wirtschaftsentwicklung. In den USA sind die Erwartungen zu einem grossen Teil übertroffen worden. Der positive Überraschungseffekt liegt sogar über dem historischen Durchschnitt. Erfreulich ist auch die Tatsache, dass die wachsenden Gewinne vermehrt auf steigenden Umsätzen und weniger auf Kostensenkungen gründen. Gedämpft wurde die Gewinnentwicklung bislang vor allem vom Finanzsektor, wo die Erträge auf Jahressicht zurückgingen. Zu den Gewinnern zählen unter anderem die Technologietitel, welche einen Grossteil ihrer Gewinne im Ausland erwirtschaften und so überproportional vom schwachen Dollar und dem starken Wirtschaftswachstum profitieren. Insgesamt sorgen die guten Unternehmensergebnisse für eine gewisse Relativierung der hohen Bewertungen und damit eine anhaltend positive Stimmung bei den Anlegern.

Devisenmärkte

Im aktuellen Umfeld dominieren die risikofreudigen Anleger. Sichere Häfen wie der Schweizer Franken werden dabei weniger nachgefragt. Entsprechend werteten sich die meisten Währungen zu unserer Valuta auf. Der Dollar profitiert von der steigenden Wahrscheinlichkeit einer baldigen Zinserhöhung. Er konnte sich zu den wichtigsten Währungen deutlich aufwerten. Zudem fallen die Konjunkturdaten weiterhin erfreulich aus und mit der aktuellen Diskussion um die geplante Steuerreform erhält ein erstes wirtschaftsfreundliches Wahlversprechen des neuen Präsidenten zunehmend Realitätsgehalt. Der Euro erreichte zum Schweizer Franken das höchste Niveau seit der Aufhebung der Untergrenze im Januar 2015. Dies entlastet die SNB in ihren Bemühungen den Franken zu schwächen. Gleichzeitig erhöht es die Spekulation, wann die SNB die Zinsen erhöhen könnte. Allerdings wird sie dies voraussichtlich nicht vor der EZB tun, weshalb ein Zeitpunkt vor 2019 eher unwahrscheinlich ist. Das britische Pfund hat nach seinem zwischenzeitlichen Höhenflug

jüngst an Wert verloren. Ausschlaggebend war der Entscheid der britischen Notenbank den Leitzins zu erhöhen und so dem gestiegenen Inflationsdruck entgegenzutreten. Isoliert betrachtet, sollte diese Aktion das Pfund eigentlich stärken. Allerdings fehlen Anzeichen auf weitere Erhöhungen, was die Anleger ernüchternd zur Kenntnis genommen haben.

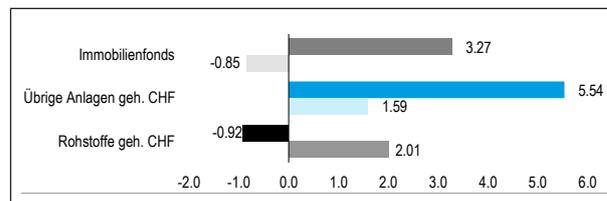


Performance Oktober 2017 in % (YTD dunkel eingefärbt), Basis CHF

Übrige Anlagekategorien

Die gemischten Rohstoffanlagen konnten im vergangenen Monat erfreulicherweise zulegen. Haupttreiber war der höhere Ölpreis. Geopolitische Unsicherheiten und zunehmende Spekulationen über eine mögliche Fortsetzung der Förderbeschränkungen durch die OPEC waren diesbezüglich hauptverantwortlich. Zusätzlich erhöht sich die Nachfrage nach Energieträgern aufgrund der guten weltweiten Konjunkturlage.

Insgesamt gleicht sich damit das Angebots- und Nachfrageverhältnis aus und sollte unseres Erachtens zu einer Stabilisierung auf dem aktuellen Niveau führen.



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

Schlussfolgerung

In einem normalen Marktumfeld wäre man zunehmend dazu geneigt die aufgelaufenen Gewinne auf den Aktienpositionen mitzunehmen. Besser kann es kaum noch kommen. Allerdings ist die aktuelle Situation alles andere als normal. Die Weltwirtschaft wächst in einer selten beobachteten Synchronität, was die Unternehmensgewinne positive beflügelt. Trotz vorsichtigen Versuchen der Notenbanken die Geldpolitik zu straffen, verharren die Zinsen auf tiefem Niveau. Gleiches gilt für die Inflation, welche sich bisher von der grosszügigen Liquiditätsversorgung durch die Notenbanken, der boomenden Globalwirtschaft und den sinkenden Arbeitslosenraten unbeeindruckt zeigt. Das anhaltende Tiefzinsumfeld sorgt dafür, dass die Attraktivität von Obligationen weiterhin bescheiden bleibt. Damit stellen sie keine wirkliche Anlagealternative zu den Beteiligungspapieren dar. Wir halten deshalb auch weiterhin an unserer neutralen Aktienquote fest.

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.