

# Portfolio Management Info

## Aktuelle Anlagepolitik der AKB

06 | 18

13. Juni 2018



### Anlagepolitik-Ausschuss vom 13.06.2018

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 - Schweiz, - Europa, - USA, - Australien
Übrige Anlagen:	→	

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

## Marktübersicht

Nach wie vor präsentiert sich das politische Umfeld rau. Neben den bekannten Verdächtigen (US-Handelsstreit, Kündigung Atomabkommen mit Iran) war es jüngst vor allem das Regierungschaos in Italien, welches die Anleger beunruhigte und zwischenzeitlich spürbare Preisreduktionen an den Finanzmärkten auslöste. Während sich die Aktienkurse verbilligten, waren sichere Anleihen (ausserhalb Italiens) gesucht und reagierten mit Preiserhöhungen. Zumindest von der wirtschaftlichen Seite läuft es weiterhin gut. Insbesondere aus den USA erreichen uns erfreuliche Konjunkturdaten. Dies stellt ein gutes Fundament für steigende Unternehmensgewinne dar und relativiert zumindest teilweise die hohe Bewertung der Beteiligungspapiere.

Die US-Konsumenten zeigen sich noch einmal ausgabe-freudiger. War im ersten Quartal noch eine gewisse Zurückhaltung spürbar, sind es jetzt vor allem die Steuergeschenke sowie der robuste Arbeitsmarkt, welche den Konsum ankurbeln. Interessant zu beobachten ist der Umstand, dass die Vorlaufindikatoren generell robust ausfallen. Die Sorgen um den Handelsstreit, der stärkere Dollar sowie die höheren Zinsen haben bisher keinen negativen Einfluss gehabt. Damit sollte die erwartete Wachstumsbeschleunigung im zweiten Quartal definitiv eintreffen.

Nicht alle Volkswirtschaften können die gleichen erfreulichen Wirtschaftsdaten wie die USA vorweisen. Die Wachstums-

dynamik in der Eurozone hat im ersten Quartal des laufenden Jahres deutlich abgenommen. Insbesondere für die Wirtschaftslokomotive Deutschland resultierte ein überraschend schwaches Wachstum. Die Vorlaufindikatoren zeigen nun eine zunehmende Stabilisierung. Vor allem der Privatkonsum sollte von der erfreulichen Entwicklung am Arbeitsmarkt profitieren. Die Arbeitslosenrate in der Eurozone ist mittlerweile auf den tiefsten Stand seit 2008 gesunken. Die Aussichten für den Konjunkturverlauf bleiben insgesamt positiv. Die Schweizer Wirtschaft wird die abnehmende Wachstumsdynamik des wichtigsten Handelspartners zukünftig ebenfalls negativ spüren. Für den Moment ist sie noch gut unterwegs. Davon zeugt nicht zuletzt das BIP-Wachstum für das 1. Quartal. Und auch die letzten beiden Monate weisen eine überdurchschnittliche Dynamik auf. Die japanische Wirtschaft ist im ersten Quartal überraschend geschrumpft. Sie konnte damit die längste Wachstumsphase seit den 80er-Jahren nicht fortsetzen. Allerdings droht keine Rezession. Die aktuelle Abschwächung illustriert, dass der Wachstumszenit in Japan überschritten wurde und zukünftig kleinere Brötchen gebacken werden.

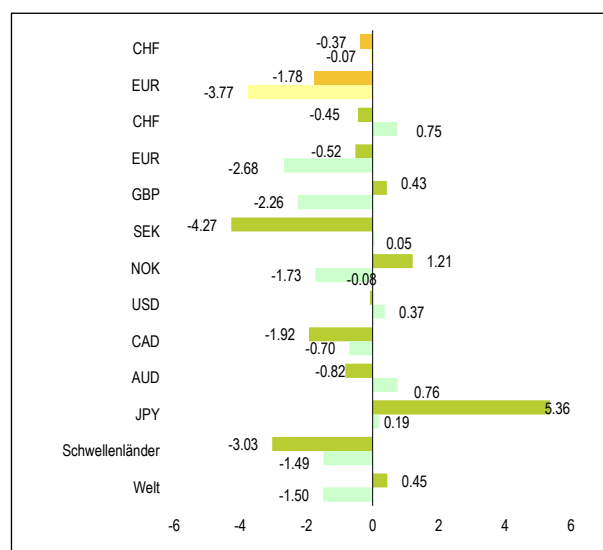
### Zinsmärkte

Die Anleihenmärkte erlebten in den vergangenen Wochen eine ungewohnt hohe Schwankungsbandbreite. Zuerst sorgten robuste Wirtschaftsdaten und der steigende Ölpreis für Inflationsängste und damit steigende Zinsen. Anschliessend führten politische Unsicherheitsfaktoren zu einer erhöhten Nachfrage nach sicheren Anlagen. Steigende Preise für Obligationen und damit verbunden ein empfindlicher Zinsrückgang waren die Folge. Gleichzeitig stiegen die Risikoprämien für Schuldner mit tieferer Qualität. Vor allem italienische Staatsanleihen verzeichneten als Folge des politischen Hickhacks einen deutlichen Anstieg der Kreditrisikoprämie. Aber auch die anderen Peripherieländer der Eurozone sowie gewisse Schwellenländer mussten den Anlegern eine deutlich höhere Risikoentschädigung offerieren. Waren es bei den europäischen Südländern die üblichen Ansteckungsvorbehalte, sorgten bei den Schwellenländern der steigende Dollar und die höheren US-Zinsen für Zurückhaltung unter den Anlegern. Vor allem Länder mit einer hohen Verschuldungsrate oder negativer Handelsbilanz waren am stärksten von dieser Entwicklung betroffen.

Trotz positivem Einfluss von der wirtschaftlichen Seite und kurzfristigem Erholungspotenzial rechnen wir mittelfristig nicht mit stark steigenden Zinsen. Zwar bleibt die US-Notenbank ihrem Erhöhungspfad treu und ist heute Nettoverkäufer von US-Staatsanleihen. Zusätzlich bewegt sich die Inflation in den USA zunehmend in die gewollte Richtung. Doch alles passiert sehr

gemächlich und verhindert einen übermässigen Anstieg der Zinsen. Zudem befinden sich die meisten anderen massgebenden Notenbanken nach wie vor im Lockerungsmodus, was nicht für einen globalen Anstieg der Zinsen spricht. Zusätzlich sorgen die erwähnten Unsicherheitsfaktoren für eine stetige Nachfrage nach Anleihen und verhindern so ebenfalls einen übermässigen Zinsanstieg. Auch das zunehmend höhere Renditeumfeld macht Obligationen wieder attraktiver und wirkt nachfragefördernd.

Die Inflationsentwicklung in den USA wird momentan von zwei gegenläufigen Trends beeinflusst. Preistreibend wirkt der höhere Erdölpreis, während der stärkere Dollar Importe vergünstigt und damit dämpfend auf die Teuerung wirkt. Insgesamt wird mit einer Fortsetzung des moderaten Inflationsanstiegs gerechnet. Dafür sprechen der Basiseffekt, die zunehmenden Kapazitätsengpässe in der US-Wirtschaft, der US-Handelsstreit sowie ein leicht zunehmender Lohndruck. Dies wird der US-Notenbank die Bestätigung liefern, den eingeschlagenen Normalisierungsprozess wie bisher schonend voranzutreiben. Ausserdem wird das zinssteuernde Gremium voraussichtlich ein temporäres Überschreiten des Inflationszieles tolerieren. In der Eurozone wirkt sich der jüngst schwächere Euro preistreibend aus. Zusätzlich wird die Inflation in den nächsten Monaten aufgrund des höheren Ölpreises sowie von Basiseffekten voraussichtlich ansteigen. Die Kerninflation ohne die volatilen Preise für Energie und Nahrungsmittel wird aber voraussichtlich tief bleiben. Gleichzeitig sind die wirtschaftlichen Wachstumswerte in der Eurozone rückläufig. Die jüngsten politischen Ereignisse in Italien erschweren ebenfalls einen baldigen Ausstieg aus der aktuellen Lockerungspolitik.

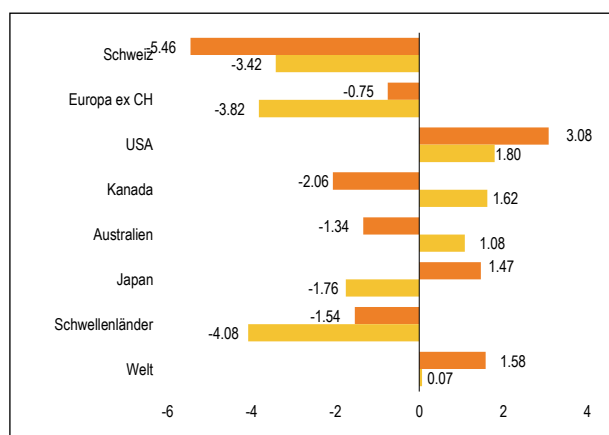


Performance Mai 2018 in % (YTD dunkel eingefärbt), Basis CHF

## Aktienmärkte

Der seit Ende März anhaltende Aufwärtstrend an den Aktienmärkten erhielt jüngst einen herben Dämpfer. Allerdings waren es dieses Mal nicht fundamentale Faktoren wie steigende Zinsen oder restriktivere Notenbanken, welche für Unruhe unter den Anlegern sorgten. Es waren viel mehr politische Unsicherheiten, welche die Risikoaversion erhöhten. Neben dem anhaltenden Handelsstreit sowie dem einseitig gekündigten Atomabkommen mit dem Iran waren es vor allem die chaotischen Zustände in der italienischen Politik, welche zu zwischenzeitlichen Gewinnmitnahmen führten. Rasch kamen wieder alte Erinnerungen an den Höhepunkt der Euro-Schuldenkrise hoch und versetzten die Anleger zwischenzeitlich in den Panikmodus. Vor allem der europäische Finanzsektor musste schmerzhaft Verluste hinnehmen. Mittlerweile hat sich die Situation mit der Regierungsbildung in Italien wieder beruhigt. Voraussichtlich werden die Aktienmärkte weiterhin von der gut laufenden Konjunktur und der bescheidenen Inflationsentwicklung profitieren. Allerdings sorgt die stetige Präsenz politischer Unsicherheiten für eine erhöhte Volatilität. Daran wird sich nicht so rasch etwas ändern.

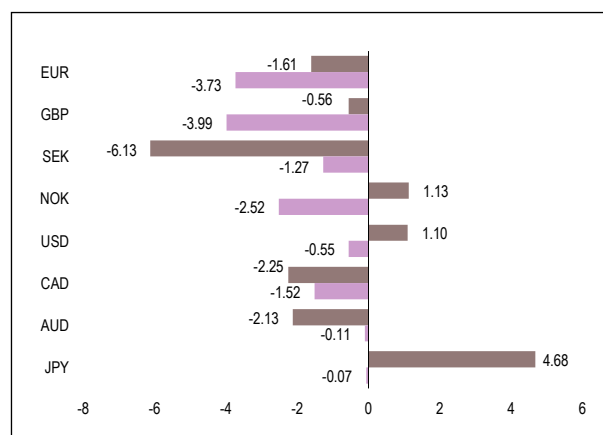
Weiterhin ein gewichtiges Thema an den internationalen Aktienmärkten bleibt die Zinsentwicklung. Es scheint sich die Erkenntnis bei den Anlegern durchzusetzen, dass die höheren Zinsen in erster Linie ein Abbild der guten Konjunkturlage sind und weniger von steigenden Inflationsraten. Bis zu einer gewissen Marke mag das stimmen. Dann werden die steigenden Zinsen auch für die Aktienmärkte zur Belastung. Allerdings gibt es Ausnahmen. Die Märkte der Schwellenländer, ein Performancegarant der vergangenen Jahre, sind in den letzten Wochen nicht zuletzt wegen höherer Dollar-Zinsen unter Druck geraten. In Kombination mit dem stärkeren Dollar setzen sie den stark vom Ausland abhängigen Märkten zu.



Performance Mai 2018 in % (YTD dunkel eingefärbt), Basis CHF

## Devisenmärkte

Währungen haben oft ein Eigenleben. Die verschiedenen Einflussfaktoren wirken derart komplex, dass in vielen Fällen nicht ein einzelner Grund für eine Kursbewegung verantwortlich ist. 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. Dieser befindet sich aktuell im Höhenflug. 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 steigenden politischen Unsicherheiten rund um die Vorkommnisse in Italien, welche die Anleger die weitere Euro-Entwicklung skeptisch beurteilen lässt. Die strukturellen Schwächen der europäischen Währungsunion sind auf einen Schlag wieder da und führen einem vor Augen, dass das Fundament für den Euro längst noch nicht so stabil ist, wie man es in den vergangenen Jahren gerne dargestellt hat. Auch 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 Handlungsbedarf für die britische Notenbank. Verschiedene Währungen von Schwellenländern haben sich aufgrund der jüngsten Dollarstärke sowie den steigenden US-Zinsen deutlich abgeschwächt. Insbesondere Länder mit hohen Leistungsbilanzdefiziten sind davon betroffen. Sie sind direkt von Investitionen aus dem Ausland abhängig. Und diese nehmen ab, wenn harte Währungen wie der Dollar attraktive Zinsen bieten. Verschiedene Staaten haben darauf mit dem Verzicht auf angekündigte Zinsreduktionen oder mit Zinserhöhungen reagiert, um die Attraktivität der eigenen Währung zu steigern.

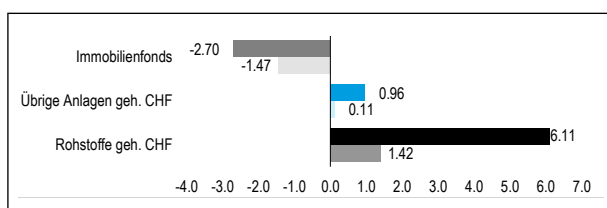


Performance Mai 2018 in % (YTD dunkel eingefärbt), Basis CHF

## Übrige Anlagekategorien

Der Erdölpreis ist aufgrund des Ausstiegs der USA aus dem Atomabkommen mit dem Iran sowie dem Chaos in Venezuela vorerst deutlich angestiegen. Erst die Erklärung Russlands und Saudi Arabiens, mögliche Engpässe durch eine eigene stärkere Förderung auszugleichen, sorgte für eine gewisse Entspannung.

Weiterhin nicht auf Touren kommen die Schweizer Immobilienfonds. Die zunehmende Anspannung an der Zinsfront sowie verschiedene Kapitalerhöhungen führen momentan zu einer rückläufigen Nachfrage bei indirekten Immobilienanlagen. Aus der fundamentalen Betrachtung sind keine deutlichen Schwächesignale ersichtlich, weshalb wir nicht von einem anhaltenden Negativtrend ausgehen.



Performance Mai 2018 in % (YTD dunkel eingefärbt), Basis CHF

## Schlussfolgerung

Das wirtschaftliche Umfeld, die zurückhaltenden Notenbanken und das niedrige Zinsniveau bleiben die positiven Treiber für die Finanzmärkte. Allerdings tun sich an diesem Idealszenario gewisse Risse auf. In der Eurozone hat sich das wirtschaftliche Wachstum abgekühlt. Auch einzelne Schwellenländer bekommen zunehmend Mühe die wirtschaftliche Wachstumsdynamik zu halten. Die Zinsen zeigen sich äusserst volatil mit einer steigenden Grundtendenz. Die Notenbanken diskutieren laut die zukünftige Gestaltung der Zinsnormalisierung. Bisher werden diese Entwicklungen gelassen beobachtet. Gesellen sich allerdings noch politische Unwägbarkeiten dazu, könnte es rasch ungemütlich werden. Wir bleiben deshalb in unserer taktischen Ausrichtung vorsichtig.

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.