

Portfolio Management Info

Aktuelle Anlagepolitik der AKB

11 | 18

19. November 2018



Anlagepolitik-Ausschuss

Der APA hat folgende Änderungen seiner Einschätzung vorgenommen:

- Reduktion CHF-Liquidität zugunsten von USD-Obligationen.

Aktuelle Anlagestrategie

Geldmarkt:	CHF
Obligationen:	+ NOK, + USD, - CHF, - CAD, - AUD Duration untergewichtet (USD, GBP, JPY)
Aktien:	+ Japan - Schweiz, - Europa, - USA, - Australien
Übrige Anlagen:	

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

Marktübersicht

Die Finanzmärkte bewegen sich weiterhin im Spannungsfeld einer positiven Konjunkturerwicklung und politischer Störfaktoren. Dies war auch im vergangenen Monat nicht anders. Allerdings überwiegte die Unsicherheit und führte zu empfindlichen Verlusten an den Aktienmärkten. Im Gegensatz zu anderen Phasen von rückläufigen Preisen fehlten dieses Mal die Anschlusskäufer. Somit konnten die Einbussen bis Ende des Monats nicht aufgeholt werden. Die Gründe für die steigende Risikoaversion der Anleger sind nicht neu. Neben dem Handelsstreit zwischen den USA und China, den harzigen Brexit-Verhandlungen und dem Budgetstreit zwischen der EU und Italien waren es im vergangenen Monat noch der deutliche Anstieg

der US-Zinsen, welcher die Anleger beunruhigte. Zudem zeigt sich immer mehr eine konjunkturelle Abkühlung in China.

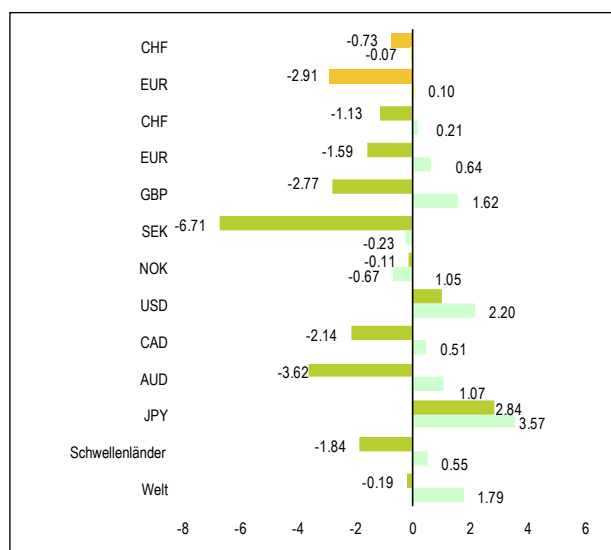
Wirtschaftlich betrachtet läuft es in den meisten Regionen weiterhin gut. Davon zeugen die jüngst veröffentlichten Indikatoren, welche trotz abnehmendem Momentum nach wie vor eine Expansion der Wirtschaft aufzeigen. Die tragende Stütze bleiben die Konsumenten, welche auf Basis des anhaltenden Beschäftigungswachstums und der guten Konjunkturlage kräftig Geld ausgeben. Allerdings, und davon haben wir schon früher berichtet, ist der Aufschwung nicht mehr so synchron wie noch im letzten Jahr. Diese Einschätzung wird von den

jüngsten Konjunkturdaten bestätigt. Während die USA im Sog von steuerlichen sowie deregulierenden Vorteilen weiterhin boomt, ist das Wachstum in Europa abgeflacht. Allerdings zeichnet sich eine Stabilisierung auf solidem Niveau ab. Auch in China, dem wichtigsten Vertreter der Schwellenländer, nimmt die Wachstumsdynamik der Wirtschaft zusehends ab. Schuld daran sind in erster Linie der vor längerer Zeit eingeläutete Umbau der Wirtschaft (weniger Export, mehr Binnenkonsum) sowie die von den USA auferlegten Handelszölle. Die Regierung reagiert auf die jüngste Entwicklung mit zusätzlichen geld- und fiskalpolitischen Massnahmen. Damit soll eine übermässige Wachstumsverlangsamung vermieden werden.

Zinsmärkte

Zum Monatsbeginn haben die Zinsen global im Sog der US-Renditen nach oben tendiert. Diese Aufwärtsbewegung war bereits im Vormonat feststellbar und hat zu empfindlichen Verlusten bei den Obligationen geführt. Die zunehmende Verunsicherung an den Finanzmärkten im Verlaufe des Oktobers stoppte diesen Trend und führte zu einer erhöhten Nachfrage nach sicheren Anlagen. Davon profitierten die Anleihensmärkte. Die Renditen kamen spürbar unter Druck. Somit folgte die jüngste Entwicklung der Zinsen in erster Linie der Risikoaversion der Anleger und stellt nur sekundär ein Abbild der guten Konjunkturlage und der restriktiveren Notenbanken dar.

Auslöser für den vorausgegangenen Zinsanstieg in den USA war die Befürchtung, dass die amerikanische Notenbank den Leitzatz aufgrund der robusten Konjunkturentwicklung stärker und schneller erhöhen wird, als ursprünglich angenommen.



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

Vor allem ein unerwarteter Anstieg der Inflation würde die US-Notenbank zu einem solchen Handeln zwingen. Diesbezüglich wird die Entwicklung der Löhne sehr genau beobachtet. Aufgrund des ausgetrockneten Arbeitsmarktes wird schon seit längerer Zeit erwartet, dass die Einkommen steigen. Bis jetzt ist ein solcher Effekt allerdings ausgeblieben.

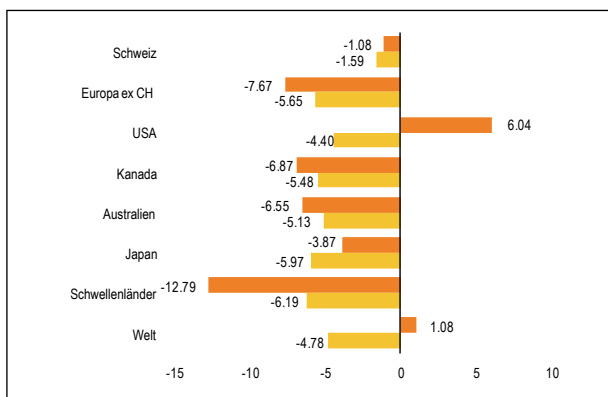
Die jüngsten Vorkommnisse rund um die Budgetdiskussion zwischen der EU und Italien hat zu einem markanten Anstieg der Risikoprämie für italienische Anleihen geführt. Im Vergleich zu deutschen Papieren mit gleicher Laufzeit entspricht der Aufschlag dem höchsten Niveau seit rund fünf Jahren. Angesichts der bereits sehr hohen Schuldenlast Italiens sowie dem grossen Refinanzierungsbedarf in den nächsten Jahren kein vertrauens-einflössendes Signal. Zudem wird die EZB als grösster Käufer italienischer Papiere der vergangenen Jahre zukünftig wegfallen. Mit ihrer restriktiveren Gangart wird sie die Wertschriftenkäufe bis Ende des Jahres einstellen.

Aktienmärkte

Die Volatilität an den internationalen Aktienmärkten ist definitiv zurück. Im Oktober herrschte zwischenzeitlich eine regelrechte Ausverkaufsstimmung bei den Beteiligungspapieren. Es handelt sich um den schwächsten Monat seit 2012. Am stärksten betroffen waren einmal mehr die Schwellenländer. Aber auch die zuvor gut gelaufenen Technologieaktien spürten die gestiegene Risikoaversion der Marktteilnehmer. Vorderhand hat sich die Situation wieder ein wenig beruhigt. Doch eine kräftige Gegenbewegung, wie jeweils in der Vergangenheit nach Kurseinbrüchen zu beobachten, ist bisher ausgeblieben. Die Anleger sind kritischer geworden und nützen nicht mehr jede Schwächephase für Zukäufe. Dies hat nicht zuletzt mit der Erkenntnis zu tun, dass die aktuellen Belastungsfaktoren nicht rasch verschwinden werden.

Neben den bekannten Störfaktoren haben vor allem die deutlich gestiegenen US-Zinsen die Anleger verunsichert. Ihnen wird immer mehr bewusst, dass mit höheren Zinsen zukünftig einer der wichtigsten Treiber der aktuellen Hausse wegfallen wird. Allerdings gilt es zu beachten, dass sich die Zinsen historisch betrachtet nach wie vor auf tiefem Niveau bewegen. Zudem stellt der geldpolitische Umbau keine Überraschung dar, war er doch stets durch die Notenbanken gut vorbereitet worden. Höhere Zinsen sind ausserdem nicht per se schlecht, bilden sie doch die solide wirtschaftliche Verfassung ab. Keine grosse Stütze für die Aktienmärkte lieferte die Berichtssaison zum dritten Quartal. Die Steigerung der Gewinne stellt seit

geraumer Zeit die wichtigste Grundlage für höhere Kurse dar. Die Gewinnaussweise konnten die hohen Erwartungen auch dieses Mal zu einem grossen Teil erfüllen. Die Anleger quittierten eine solche Punktlandung allerdings nicht mehr mit Zukäufen. Hingegen wurden enttäuschende Ergebnisse mit deutlichen Kursabschlägen bestraft. Inwiefern sich der Handelsstreit zukünftig in den Unternehmensergebnissen auswirkt, wird frühestens im nächsten Quartal ersichtlich sein. Der Hauptteil der Strafzölle ist erst vor kurzem in Kraft getreten.



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

Devisenmärkte

Nach wie vor zeichnet sich in den Austrittsverhandlungen zwischen Grossbritannien und der EU keine Einigung ab. Erstaunlicherweise hat das britische Pfund auf diese Entwicklung in den letzten Wochen nicht mehr gross reagiert. Auch der Euro zeigt sich trotz dem ausgeprägten politischen Gegenwind verhältnismässig robust. Neben dem Brexit beschäftigen die europäische Währungs- und Wirtschaftsunion vor allem die

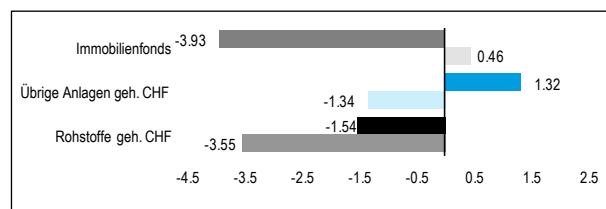


Performance Oktober 2018 in % (YTD dunkel eingefärbt), Basis CHF

Ereignisse in Italien. Der Budgetstreit hat das Potenzial zu einem schwerwiegenden Prüfstein für die Stabilität der europäischen Einheitswährung zu werden. Angesichts dieser Tatsache ist die Reaktion des Euros bisher eher gelassen ausgefallen. Ihre Rolle als sicherer Hafen haben einmal mehr der japanische Yen wie auch der US-Dollar bestätigt. Aufgrund der jüngsten Turbulenzen an den Finanzmärkten waren beide Währungen stark nachgefragt.

Übrige Anlagekategorien

Einen schwachen Monat verzeichneten die gemischten Rohstoffanlagen. Vor allem der Ölpreis hat sich aufgrund zunehmender Konjunktursorgen verbilligt. Zudem hat der grösste Ölförderer, Saudi-Arabien, versprochen, einem allfälligen Angebotsdefizit jederzeit entgegenzutreten. Russland wie auch die USA haben gleichzeitig ihr Angebot bereits ausgedehnt. Ein regelrechtes Comeback hat Gold erlebt. Die jüngsten Turbulenzen an den Finanzmärkten scheinen den einen oder anderen Anleger zu einem Engagement in Gold bewogen zu haben. Bis jetzt waren vor allem ein stärkerer Dollar sowie höhere US-Zinsen Argumente gegen das gelbe Metall. Beide Effekte sind mittlerweile zu einem grossen Teil eingepreist. Angesichts der anhaltenden Marktunsicherheiten könnte Gold auch in den nächsten Monaten von seiner Rolle als sicherer Hafen profitieren.



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

Schlussfolgerung

Die Unsicherheit auf der Seite der Anleger hinsichtlich der zukünftigen Entwicklung an den Finanzmärkten hat weiter zugenommen. Ähnlich wie im Februar dieses Jahres drängt sich die Frage auf, ob es sich nur um eine gesunde Korrektur oder um eine Trendwende handelt. Unseres Erachtens sind die tieferen Kurse ein Abbild der aktuellen Unsicherheitsfaktoren. Lange reagierten die Anleger auf diese sehr gelassen. Dies hat sich nun geändert. Eine effektive Trendwende wird erst dann passieren, wenn sich das wirtschaftliche Umfeld grundsätzlich ändert, sprich, der aktuelle Aufschwung durch eine Rezession abgelöst wird. Und dafür gibt es momentan keine Hinweise. Vorderhand wird die Volatilität an den Finanzmärkten angesichts der verschiedenen Krisenherde jedoch hoch bleiben. Ein möglicher Erholungspfad kann durchaus durch weitere Kurstaucher gestört werden. Eine defensive Ausrichtung der Anlagestrategie und damit eine Untergewichtung der Aktiengewichtung ist weiterhin angebracht. Interessant erachten wir den deutlichen Renditevorteil von USD-Anleihen und erhöhen die entsprechende Quote. Zudem scheint uns der Dollar auf dem aktuellen Niveau gut gegen unten abgesichert zu sein. Den erhöhten Zinsrisiken tragen wir mit einer nach wie vor im Vergleich zum Benchmark tiefer gewichteten Duration Rechnung.

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.