

# Portfolio Management Info

## Aktuelle Anlagepolitik der AKB

01 | 19

8. Januar 2019



### Anlagepolitik-Ausschuss vom 08.01.2019

Der APA hat folgende Änderungen der taktischen Ausrichtung vorgenommen:

- Abbau Obligationen GBP zugunsten Obligationen CAD
- Aufbau Aktien Schweiz, USA und Schwellenländer zulasten Aktien Europa

### Aktuelle Anlagestrategie

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

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

## Marktübersicht

Das Anlagejahr 2018 wird den Marktteilnehmern in keiner guten Erinnerung bleiben. Die meisten Anlageklassen verzeichneten Verluste und ruinierten die Performance der gemischten Portfolios. Daran änderte leider auch der Monat Dezember nichts. Ganz im Gegenteil. Der Jahresschluss war vor allem geprägt von einer steigenden Skepsis bezüglich des weiteren globalen Wirtschaftsverlaufs. Nach wie vor fallen die veröffentlichten Konjunkturdaten eher schwach aus und signalisieren eine rückläufige Wirtschaftstätigkeit in den wichtigsten Regionen. Für zusätzlich Verunsicherung hat die extrem flache Zinskurve in den USA gesorgt. In der Vergangenheit war eine Inversion (kurze Laufzeiten weisen eine höhere Rendite auf als längere) stets ein

zuverlässiger Indikator für eine Rezession. Die Anleger haben stark verunsichert auf diese Entwicklung reagiert und risikoreiche Anlageklassen wie Aktien abgebaut. Entsprechend rückläufig zeigte sich die Kursentwicklung der Beteiligungspapiere. Hingegen wurden sichere Häfen wie Obligationen, Gold sowie die Währungen Franken und Yen stark nachgefragt und verteuerten sich im Preis. Auch der politische Gegenwind hat zusätzliche Nahrung erhalten. Der aktuelle Streit um die US-Schuldenobergrenze hat die staatlichen Behörden an vielen Stellen lahmgelegt. Nur die nötigsten Tätigkeiten werden verrichtet. Seit über zwei Wochen dauert dieser Stillstand nun an. Jeder weitere Tag könnte negative Folgen für die Konjunkturentwicklung haben.



Weiterhin erreichen uns schlechte Konjunkturdaten aus der Eurozone. Mit Frankreich ist eines der wirtschaftlichen Schwergewichte jüngst durch eine rückläufige Wachstumsdynamik aufgefallen. Schuld daran ist unter anderem die Protestbewegung der Gelben Westen. Daneben gibt es für die europäische Wirtschaft weitere Belastungsfaktoren wie der Handelsstreit, die Budgetdiskussionen in Italien sowie der Brexit, welche die Aussichten trüben. Zudem befinden sich verschiedene europäische Banken erneut in einer prekären Lage. Zumindest vom Arbeitsmarkt gibt es gute Nachrichten zu vermelden. Neben der Beschäftigungszunahme wachsen nun auch die Löhne. Der Privatkonsum wird dadurch gestärkt und stützt die angeschlagene Wirtschaft.

Auch in den USA, lange Zeit die Wachstumslokomotive der globalen Wirtschaft, sind erste Abkühlungstendenzen zu vermerken. Dieser Umstand hängt vor allem mit dem auslaufenden Stimulierungseffekt der Steuergeschenke zusammen. Auf hohem Niveau stabil bleibt die wichtigste Wachstumsstütze, der Privatkonsum. Dazu tragen vor allem der robuste Arbeitsmarkt sowie die zunehmend steigenden Löhne bei. Deshalb sollte ein leicht rückläufiges Wachstum kein Grund zur Sorge sein.

Aufgrund des internationalen Wachstumsrückgangs kühlt sich mittlerweile auch die Schweizer Wirtschaft ab. Auf den Exportbereich wirkt sich vor allem der wieder erstarkte Franken negativ aus. Allerdings scheinen die international tätigen Unternehmen mittlerweile deutlich besser mit einer starken Heimwährung umgehen zu können als noch vor der Aufhebung der Euro-Untergrenze. Zudem darf nicht vergessen werden, dass die Schweizer Konjunktur zuvor auf einem sehr hohen Niveau gewachsen ist. Somit darf zukünftig trotz allem mit einer Expansionsrate im Rahmen des möglichen Trendwachstums gerechnet werden. Angesichts der deutlichen Abschwächungstendenzen des wichtigsten Handelspartners, der Eurozone, sind dies durchaus erfreuliche Nachrichten.

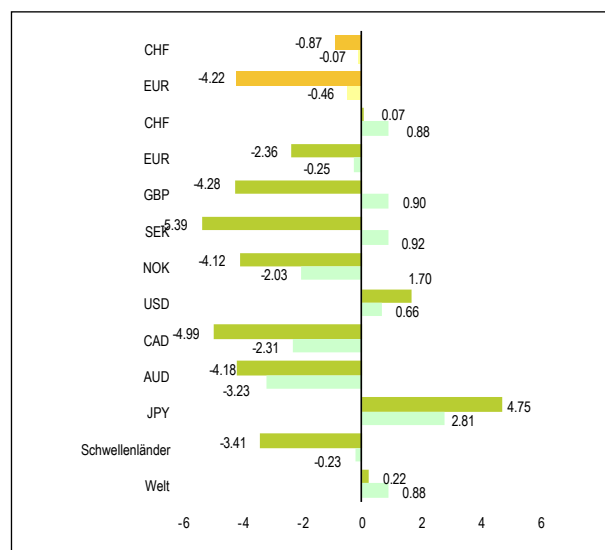
Zunehmend bescheidener fallen die Konjunkturdaten aus China aus. Nach einem schwachen dritten Quartalswachstum nimmt die Wachstumsdynamik im Schlussviertel weiter ab. Neben den tiefer ausfallenden Exporten ist es vor allem der Binnenkonsum, welcher schwächelt. Beide Entwicklungen scheinen eine direkte Folge des andauernden Handelsstreits zu sein. Es ist davon auszugehen, dass die Regierung weitere steuerliche, regulatorische und geldpolitische Massnahmen zur Stützung der chinesischen Wirtschaft einleiten wird. Zumindest in den restlichen massgebenden Schwellenländern zeigt der Wachstumstrend wieder leicht nach oben. Nach einem schwierigen Jahr mit viel Gegen-

wind (höhere Dollar-Zinsen, stärkerer Dollar, steigender Anlegersepsis) sind dies gute Nachrichten und sprechen für eine Stabilisierung dieser Wachstumsmärkte.

### Zinsmärkte

Die Obligationenmärkte profitierten im vergangenen Monat erneut von der steigenden Risikoaversion der Anleger. Die Preise für sichere Anleihen haben sich deutlich erhöht. Als Folge davon sind die Renditen teilweise unter das Niveau vom Beginn des Jahres 2018 gefallen. Angesichts des geldpolitischen Gegenwindes, der höheren Inflationsraten und der wachsenden Globalwirtschaft eine doch eher erstaunliche Entwicklung. Insgesamt spricht das makroökonomische sowie geldpolitische Umfeld weiterhin für leicht steigende Renditen. Dazu muss sich die Risikoaversion der Anleger aber zuerst wieder etwas zurückbilden. Zusätzlich bremsend wirkt die zurückhaltende Entwicklung der Inflation, welche sich unter dem Einfluss rückläufiger Energiepreise zurückgebildet hat.

Die Europäische Zentralbank EZB hat erwartungsgemäss an ihrer jüngsten Sitzung den Leitzins unverändert belassen. Definitiv beendet wurde auf Ende 2018 das vor knapp vier Jahren gestartete Wertpapierkauf-Programm. Allerdings werden auslaufende Anleihen weiterhin reinvestiert, weshalb die Bilanz noch für lange Zeit auf dem aktuell hohen Niveau verharren wird. Auch wenn die EZB nach wie vor von einem ersten Zinsschritt im Spätsommer 2019 ausgeht, nimmt die Skepsis der Anleger gegenüber dieser Vorgehensweise zu. Angesichts der jüngst schwach ausgefallenen Konjunkturdaten würde es nicht überraschen, wenn es frühestens 2020 zu einer Anpassung kommen würde.



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

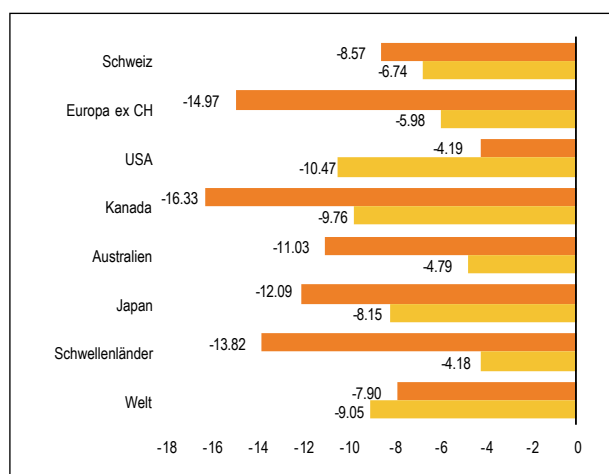
Die amerikanischen Zinshüter haben erwartungsgemäss zum Jahresende noch einmal den Leitzins erhöht. Es war die vierte Anpassung in diesem Jahr und der neunte Zinsschritt seit Beginn des aktuellen Erhöhungszykluses. Der konjunkturelle Ausblick sowie die Inflationseinschätzung wurden leicht nach unten angepasst. Für das nächste Jahr wurden zwei weitere Zinserhöhungen in Aussicht gestellt. Angesichts der konjunkturellen, politischen und finanzmarkttechnischen Unsicherheiten ist dieser Ausblick jedoch von viel Unsicherheit geprägt. Darauf hat auch die US-Notenbank Fed hingewiesen und eine stärkere, datenbasierte Zinssteuerung in Aussicht gestellt. Die geldpolitische Ausrichtung wird damit schwerer einschätzbar.

### Aktienmärkte

Die internationalen Aktienmärkte spüren weiterhin die Zurückhaltung der Anleger. Angesichts der anhaltenden politischen Risiken sowie des rückläufigen Wirtschaftswachstums in Europa und China ist diese Haltung durchaus verständlich.

Als Folge der tieferen Kurse sind die Bewertungen der Beteiligungspapiere deutlich in den realistischen Bereich zurückgekehrt. Allerdings gilt es zu beachten, dass die Bewertungen direkt von den Gewinnerwartungen abhängen. Sollten die rückläufigen Konjunkturaussichten zu einer Anpassung der prognostizierten Erträge führen, relativiert sich die günstige Bewertung. Die konjunkturelle Entwicklung wird entscheidend sein, ob sich die Aktienkurse vom jüngsten Rückschlag erholen werden.

Belastend wirken weiterhin die politischen Unsicherheitsherde. Je länger insbesondere die handelspolitischen Diskussionen anhalten, desto mehr wirken sie sich negativ auf die Realwirtschaft aus. Zumindest ist heute viel Skepsis in den Aktienpreisen enthalten und könnte bei einer Entspannung auf dem

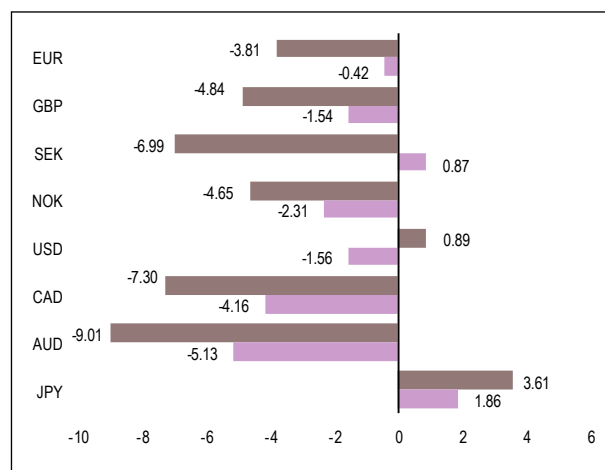


Performance Dezember 2018 in % (YTD dunkel eingefärbt), Basis CHF

politischen oder wirtschaftlichen Parkett zu einer deutlichen Gegenbewegung führen. Die Basis für ein volatiles und anspruchsvolles Aktienumfeld ist insgesamt auch für 2019 gegeben.

### Devisenmärkte

Die europäische Einheitswährung Euro profitierte von der budgettechnischen Einigung zwischen der EU und Italien. Nachdem auch Frankreich aufgrund der jüngsten Proteste die Ausgaben für das nächste Jahr ohne Konsequenzen deutlich angehoben hat, fehlten der EU im Falle von Italien das vorgelegte Budgetdefizit nicht zu bewilligen. Allerdings werden beide Sachverhalte mittelfristig nicht zur Stärkung der Währungsunion beitragen. Der US-Dollar profitierte in einer ersten Phase von der neuerlichen Anhebung der Leitzinsen durch die amerikanische Notenbank. Die Zurückhaltung bezüglich weiterer Zinsschritte sorgte anschliessend für eine schwächere Entwicklung. Angesichts des rückläufigen Wirtschaftswachstums sowie der Zurückhaltung der US-Notenbank gegenüber weiteren Zinsschritten scheint das zukünftige Aufwärtspotenzial beim Dollar beschränkt zu sein.



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

Der japanische Yen hat trotz bestätigter Fortführung der geldpolitischen Expansion in Japan deutlich zugelegt. Der Grund dafür war einmal mehr der Sicherheitscharakter der japanischen Währung. Diese Entwicklung hat mittlerweile die Regierung auf den Plan gerufen. Sie droht mit Eingriffen, sollte sich die Wechselkursentwicklung weiterhin zu stark von der fundamentalen Marktlage entfernen. Volatil bleibt der Verlauf des Britischen Pfundes. Die Uneinigkeit in der Brexit-Frage wird das Land vorderhand beschäftigen und die Währungsschwankungen hoch halten.

## Übrige Anlagekategorien

Die zyklischen Rohstoffe spüren nach wie vor die Zurückhaltung der Anleger aufgrund der gedämpften Wirtschaftsaussichten. Vor allem der Preis für Erdöl konnte sich im vergangenen Monat trotz den beschlossenen Förderkürzungen nicht aus seinem Abwärtstrend lösen. Zunehmend scheint sich aber das Angebot der Nachfrage anzunähern und die Preise zu stabilisieren. Einen sehr guten Monat verzeichneten dagegen Goldanlagen. Die rückläufigen Realzinsen, ein leicht schwächerer US-Dollar sowie die anhaltende Risikoaversion der Anleger haben für eine steigende Nachfrage und damit einen höheren Preis gesorgt.

Die Kurse für Schweizer Immobilienfonds konnten sich nach einem insgesamt sehr schwachen und vor allem volatilen 2018 zumindest gegen Ende des Jahres etwas stabilisieren. Die jüngste Preisbewegung nach oben unterstreicht diese Einschätzung. Es scheint, als wären die kurzfristig orientierten Gelder zunehmend aus der Anlageklasse verschwunden. Angesichts der nach wie vor tiefen Zinsen, der attraktiven Ausschüttungsrendite und der mittlerweile nur noch leicht überdurchschnittlichen Bewertung sind die Schweizer Immobilienfonds für uns weiterhin eine interessante Anlageklasse.



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

## Schlussfolgerung

Trotz allem Gegenwind an den Finanzmärkten darf nicht vergessen werden, dass die globale Konjunktur nach wie vor wächst. Die Dynamik hat zwar synchron abgenommen, aber die Gefahr einer Rezession schätzen wir vorerhand als klein ein. Es sieht momentan mehr nach einer weichen Landung der Weltwirtschaft aus. Vor allem der Binnenkonsum profitiert weltweit von einem robusten Arbeitsmarkt und zeigt bis jetzt wenig Schwächesignale. Aus dieser Optik ist die jüngste Marktreaktion übertrieben ausgefallen. Dieser Umstand bildet die Basis, dass insbesondere die Beteiligungspapiere in der Gunst der Anleger wieder nach oben steigen könnten. Angesichts der anhaltenden politischen Unsicherheitsfaktoren wird die Volatilität allerdings weiterhin ein treuer Begleiter des Marktgeschehens bleiben. Nach Abwägung von Chancen und Risiken belassen wir unsere taktische Ausrichtung unverändert. Dies bedeutet insbesondere die Beibehaltung einer neutralen Aktienquote. Innerhalb der Währungsaufteilung bei den Obligationen sowie der Länderallokation bei den Aktien gibt es kleinere Anpassungen. Diese gründen in erster Linie in der auf das neue Jahr vorgenommenen Anpassung der strategischen Ausrichtung unserer Anlagestrategien.

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.