

# Portfolio Management Info

## Aktuelle Anlagepolitik der AKB

04 | 20

15. April 2020



### Anlagepolitik-Ausschuss vom 15.04.2020

Der APA hat folgende Änderungen der taktischen Ausrichtung vorgenommen:

- Aufbau Aktien Schweiz zulasten Aktien Schwellenländer; beide Quoten weisen neu eine neutrale Gewichtung auf.

### Aktuelle Anlagestrategie

#### Aktuelle Anlagestrategie

Geldmarkt	↗	CHF
Obligationen	↘	+ NOK,- CHF,- AUD Duration untergewichtet: USD, GBP, JPY
Aktien	→	
Immobilienfonds	→	
Übrige Anlagen	↗	

↑ übergewichtet    ↗ leicht übergewichtet  
↘ untergewichtet    ↘  
→ neutral

## Marktübersicht

Die Finanzmärkte befinden sich fest im Griff der Coronakrise. Der weltweite Stillstand eines Grossteils des wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Lebens hinterlässt gewaltige konjunkturelle Schäden. Man spricht von der grössten Wirtschaftskrise seit dem 2. Weltkrieg. Dieser Umstand wirkt sich auf die Preisentwicklung sämtlicher Anlageklassen aus. Risikopapiere wie Aktien oder Rohstoffe wurden im grossen Stil verkauft und haben sich im Kurs drastisch reduziert. Schuldner ohne erstklassige Bonität müssen den Anlegern höhere Risikoentschädigungen bezahlen und sind im Preis gesunken. Sichere Häfen wie der Franken und das Gold haben sich spürbar verteuert. Mittlerweile hat sich die Situation etwas beruhigt. Die Aktienmärkte konnten einen Teil

der Verluste aufholen. Ausschlaggebend waren in erster Linie die raschen und umfassenden Rettungsmaßnahmen von Notenbanken und Regierungen, welche die negativen Folgen der Pandemie mildern sollen. Die Volatilität an den weltweiten Börsen ist jedoch weiterhin hoch und zeugt von einer anhaltenden Unsicherheit der Anleger. Die Erholung der letzten Tage wird von den Anlegern zunehmend skeptisch betrachtet. Immerhin befinden wir uns nach wie vor mitten in der Krise und über die tatsächlichen Auswirkungen kann nur gemutmasst werden.

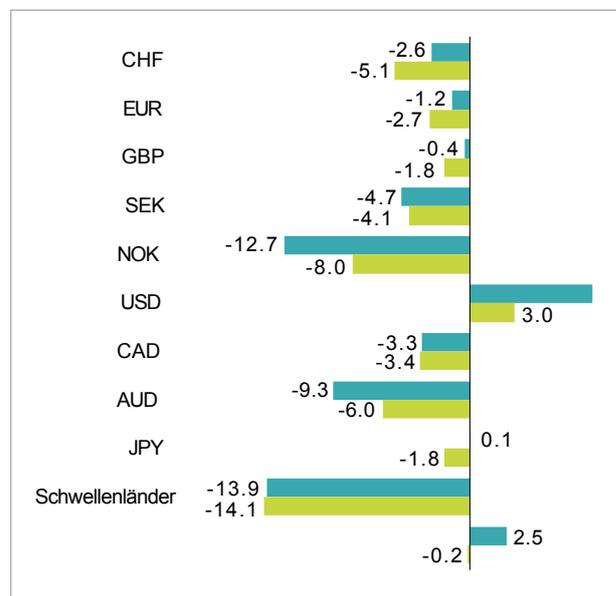
Die Notenbanken haben vehement auf die gesundheitliche Bedrohungslage reagiert. Liquiditätsgapässe sollen vermieden werden und die Kreditvergabe bestehen bleiben. Zu diesem

Zweck wurden neben Zinssenkungen weitere massive Lockerungsmassnahmen wie Wertpapierkäufe beschlossen. Auch die Regierungen haben mit Soforthilfemassnahmen reagiert und stellen schwindelerregende Beträge zur Milderung der negativen Folgen der Coronakrise zur Verfügung. Mit Kurzarbeit, Zahlungsaufschüben, Nullzinskrediten bis hin zu aktiven Unternehmensbeteiligungen werden sämtliche zur Verfügung stehenden Möglichkeiten ausgenutzt, um den wirtschaftlichen Wachstumschock zu mildern sowie Entlassungen und Konkurse abzufedern. Prognosen über den tatsächlichen volkswirtschaftlichen Schaden sind zum jetzigen Zeitpunkt nicht möglich. Zu einer Schrumpfung der Weltwirtschaft im ersten Halbjahr, mit einem voraussichtlichen Höhepunkt im zweiten Quartal, wird es auf jeden Fall kommen. Stimmungsindikatoren wie Einkaufsmangerindizes, Konsumentenvertrauen oder Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung, welche die Krise bereits berücksichtigen, sind regelrecht abgestürzt. Und die Arbeitslosenzahlen werden zumindest vorübergehend in die Höhe schnellen. Eine konjunkturelle Erholung im gedämpften Masse wird frühestens für das zweite Halbjahr erwartet. Ein kleiner Silberstreifen am Konjunkturmilieu stellt China dar. Stimmen die publizierten Daten, befindet sich die chinesische Wirtschaft bereits wieder in einer leichten Gegenbewegung nach oben. Die Erholung sollte im zweiten Quartal effektiv ersichtlich sein. Auf Basis der Erkenntnisse aus China wird momentan weltweit intensiv über mögliche Exit-Strategien aus dem vorherrschenden Lockdown diskutiert. Es geht vor allem um die Frage, wann und wie stark die Einschränkungen gelockert werden können. Eine verfrühte Öffnung der Wirtschaft könnte eine zweite Infektionswelle auslösen, eine zu lange Eindämmung den konjunkturellen Schaden unnötig vergrössern.

### Obligationenmärkte

Auch an den Obligationenmärkten sind die jüngsten Marktunruhen nicht spurlos vorübergegangen. In der ersten Phase der Krise noch als sicherer Hafen gesucht, wurden festverzinsliche Papiere im weiteren Krisenverlauf immer mehr von den Anlegern abgestossen. Der Grund lag einerseits daran, dass die Verkaufswelle an ihrem Höhepunkt sämtliche Anlagen erfasst hat. Andererseits ist die Skepsis der Anleger gegenüber Schuldnern mit zweifelhafter Qualität gestiegen. Die deutlich höheren Kreditrisikoprämien zeugen davon. Auch als sicher geltende Staatsanleihen wurden vom vorübergehenden Ausverkauf nicht verschont. Die konjunkturstützenden Programme werden voraussichtlich zu einer massiven Ausdehnung der Verschuldung der einzelnen Länder führen. Ein Umstand, den risikoscheue Investoren nicht gerne beobachten. Als Folge des möglichen Angebotsüberhangs sind die Anleihenpreise deutlich gesunken und spiegelbildlich die

Renditen gestiegen. Eine untypische Bewegung angesichts der jüngsten Lockerung der Geldpolitik weltweit. Erst die Wertpapierkäufe der Notenbanken wirkten preisstabilisierend und führten schliesslich zu einer Beruhigung an den Obligationenmärkten. Die Kurse erholten sich leicht und die Renditen sind gesunken. Insgesamt übersteigen die zusätzlichen geldpolitischen Massnahmen im Umfang diejenigen zur Bekämpfung der Finanz- und Wirtschaftskrise 2007/2008. Ihre Wirkung wird jedoch im Gegensatz zu damals in Frage gestellt. Dieses Mal ist nicht der Finanzsektor das Epizentrum der Krise, weshalb die geldpolitischen Stimulierungen nur indirekt wirken. Vorderhand rechnen wir mit seitwärtstendierenden Renditen und Obligationenpreisen. Erst eine deutliche Erholung der Wirtschaft und eine zunehmende inflationäre Wirkung der geldpolitischen Stimulierung würde für höhere Zinsen sprechen und die Preise für festverzinsliche Anlagen unter Druck bringen.

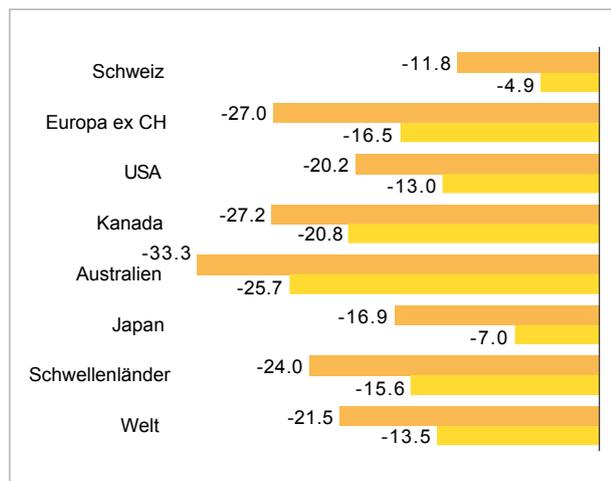


Performance März 2020 (YTD in dunkler Farbe) in %, Basis CHF

### Aktienmärkte

Besonders empfindlich sind die Aktienmärkte von der aktuellen Coronapandemie getroffen worden. Der zwischenzeitliche Ausverkauf hat zu Kursverlusten geführt, wie sie in der Vergangenheit selten in einem solch kurzen Zeitraum zu beobachten waren. Auch wenn sich die Notierungen mittlerweile etwas erholt haben, sind die Märkte weiterhin von einer hohen Unsicherheit geprägt. Über den tatsächlichen wirtschaftlichen Schaden kann heute nur spekuliert werden. Erst die realwirtschaftlichen Daten für das zweite Quartal werden in dieser Frage mehr Transparenz schaffen. Für die Gewinnentwicklung der Unternehmen bedeutet dies viel Unsicherheit. Die Aktienmärkte sind deshalb nach wie vor auf der

Suche nach dem richtigen Bewertungsniveau. Nicht alle Firmen werden die wirtschaftliche Vollbremsung gleich gut überstehen. Zudem sind die staatlichen Hilfsprogramme an Vorgaben bezüglich Dividendenzahlungen und Rückkaufprogramme gebunden. Zwei Faktoren, welche in der Vergangenheit mitverantwortlich für die Preissteigerungen der Beteiligungspapiere waren. Für die weitere Entwicklung der Aktienmärkte wird entscheidend sein, wie stark und auf welche Dauer sich der Wachstumsschock negativ auf die Unternehmensgewinne auswirken wird. Erst allmählich fangen die Analysten an ihre Erwartungen nach unten anzupassen. Als Basis dient die nun beginnende Veröffentlichung der Unternehmensergebnisse für das erste Quartal. Insbesondere der Ausblick wird dabei im Fokus des Interesses stehen. Allerdings werden sich die Unternehmensführer in Zurückhaltung üben. Auch sie können über die tatsächliche Gewinnerosion sowie die zukünftige Entwicklung des Geschäftsganges nur mutmassen. Die aktuellen Bewertungen, welche grossenteils noch auf unrealistisch hohen Gewinnsszenarien basieren, werden voraussichtlich rasch in die Höhe schnellen und möglicherweise zusätzliche Verkäufe auslösen. Erst wenn die Gewinnprognosen genügend gesenkt wurden und schlechte Nachrichten nicht mehr überraschen, ist von einer tatsächlichen Bodenbildung an den Aktienmärkten auszugehen. Davon sind wir vorderhand noch ein rechtes Stück entfernt.



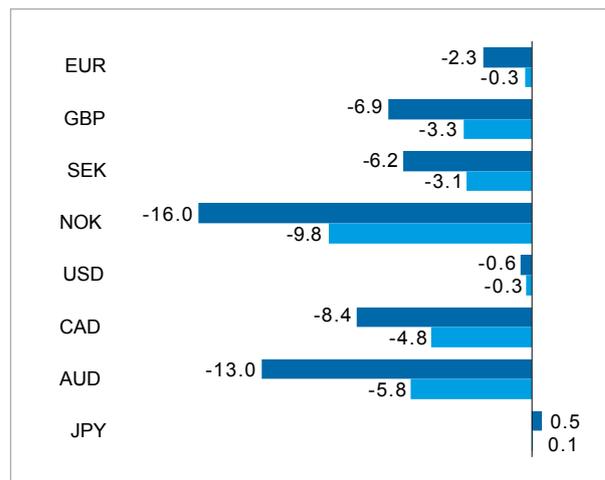
Performance März 2020 (YTD in dunkler Farbe) in %, Basis CHF

## Devisenmärkte

Die Schweizerische Nationalbank ist in der aktuellen Krise mehr denn je gefordert. Die Frankennachfrage hat sich noch einmal erhöht und führt zu einem permanenten Aufwertungsdruck. Nur den Interventionen der SNB ist es zu verdanken, dass sich unsere Heimwährung nicht stärker verteuert. Es droht allerdings die Brandmarkung als Währungsmanipulator durch die USA. Immerhin haben die Devisenkäufe der letzten Wochen die Bilanz der

SNB deutlich erhöht. Und bereits zum Jahresbeginn ist die Schweiz auf der Beobachtungsliste der USA erschienen.

Ein erhöhter Bedarf an US-Dollars von Unternehmen aus dem In- und Ausland hat zwischenzeitlich zu einer deutlichen Aufwertung geführt. Der Markt war derart ausgetrocknet, dass sich die US-Notenbank zu einer koordinierten Aktion mit anderen Zentralbanken veranlasst sah, um den Markt mit genügend Dollars zu versorgen. Mittlerweile hat sich der Greenback auf einem tieferen Niveau eingependelt. Angesichts des jüngst stark geschrumpften Renditevorteils sowie dem bevorstehenden Schuldenausbau ist auf mittlere Sicht nicht mit einer höheren Bewertung zu rechnen.



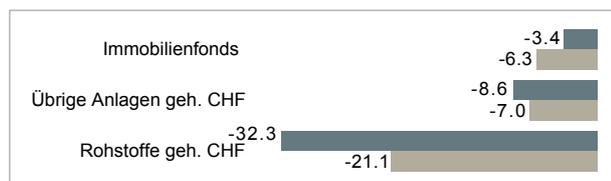
Performance März 2020 (YTD in dunkler Farbe) in %, Basis CHF

Der Euro hat sich angesichts des massiven wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Schadens im bisherigen Krisenverlauf gut gehalten. Insbesondere aufgrund der Tatsache, dass Europa zu den grössten Epizentren der Coronapandemie gehört. Zudem wird die Schuldenlast der einzelnen Länder durch die jüngsten Stützungs-massnahmen massiv ausgebaut. Leider hat es die Währungsunion erneut verpasst, sich in den Fragen der Finanzierung solidarisch zu präsentieren. Die Einführung von Eurobonds, für welche sämtliche Mitgliedsstaaten haften, ist erneut verhindert worden. Es scheint in erster Linie die reduzierte Zinsdifferenz zum Dollar zu sein, welche momentan stützend wirkt. Mittelfristig wird die europäische Gemeinschaftswährung voraussichtlich auf dem aktuellen Niveau verharren.

## Übrige Anlagekategorien

Bis auf wenige Ausnahmen standen die meisten Rohwaren ebenfalls unter einem Preisdruck. Vor allem die Notierungen für Öl sind regelrecht eingebrochen. Verantwortlich dafür ist eine rückläufige Nachfrage in Kombination mit dem anhaltenden Angebotsüberhang. Saudi-Arabien und Russland überschwemmen im Kampf

um Marktanteile die Märkte mit billigem Öl. Die jüngst beschlossene Drosselung der Förderquote wird daran wenig ändern, da sie weit unter dem geschätzten Überangebot liegt. Nur eine erhöhte Nachfrage kann nachhaltig für höhere Preise sorgen. Dazu muss sich die Wirtschaft zuerst von der aktuellen Coronakrise erholen. Der Goldpreis erlebte in den vergangenen Wochen eine regelrechte Achterbahnfahrt. Ähnlich wie Obligationen wurde es als eigentlich sicherer Hafen zwischenzeitlich von der vorherrschenden Verkaufswelle an den Finanzmärkten erfasst. Erst allmählich besonnen sich die Anleger auf die Krisenfestigkeit von Gold und sorgten mit ihrer Nachfrage für einen deutlichen Preisauftrieb, welcher bis heute anhält. Wir gehen davon aus, dass sich daran nicht so rasch etwas ändern wird.



Performance März 2020 (YTD in dunkler Farbe) in %, Basis CHF

Die Verankerung des vorherrschenden Tiefzinsumfeldes hätte sich eigentlich stützend auf die Preisentwicklung der Schweizer Immobilienfonds auswirken sollen. Aber auch sie wurden derweilen Opfer von Gewinnmitnahmen. Die nachfolgende Erholung ist bisher eher harzig und mit ungewohnt grossen Tagesschwankungen verlaufen. Abgesehen von gewissen konjunkturellen Negativeinflüssen auf gewerbliche Liegenschaften gibt es wenig Gründe, weshalb die indirekten Immobilienanlagen zukünftig aus der Gunst der Anleger verschwinden sollten. Insbesondere ihre attraktive Ausschüttungsrendite spricht weiterhin für ein Engagement.

### Schlussfolgerung

Die Ausgangslage für die Einschätzung der weiteren Entwicklung an den Finanzmärkten ist mehr als herausfordernd. Insbesondere der tatsächliche wirtschaftliche Schaden kann nicht abgeschätzt werden. Hingegen ist bereits heute klar, dass die Verschuldung von Staaten, Unternehmen und Haushalten weltweit deutlich steigen wird. Gleiches gilt für die Bilanzen der Notenbanken. Unseres

Erachtens agieren die Anleger momentan zu sorglos. Mit einer schrittweisen Aufhebung der eindämmenden Massnahmen ist der gesellschaftliche und wirtschaftliche Normalzustand noch lange nicht hergestellt. Die Aktienpreise sind bereits wieder deutlich gestiegen, was angesichts der kommenden Gewinnrevisionen irritierend wirkt. Die vermeintlich faire Bewertung wird sich voraussichtlich als übertrieben optimistisch herausstellen. Ebenso scheint die Macht der Notenbanken überschätzt zu werden. Angesichts der gesundheitlichen Ursache ist die Wirkung der geldpolitischen Massnahmen nicht mit anderen Krisen vergleichbar. Eine defensive Ausrichtung unter Berücksichtigung sämtlicher risikodämpfender Grundsätze wie einer ausreichenden Diversifikation, der Vermeidung von Klumpenrisiken und einer fundierten Titelauswahl ist deshalb absolut empfehlenswert.

Im bisherigen Verlauf der Finanzmarktkrise haben wir bewusst auf ein Rebalancing des performancebedingten Untergewichts der Aktienquote verzichtet. Einerseits ist für eine fundierte Einschätzung der zukünftigen Entwicklung die Sichtweise zu eingetrübt. Andererseits ist der jüngste Rebound zu schnell und wenig nachvollziehbar passiert. Wir haben uns in den letzten Wochen besonders intensiv mit der Qualität unserer eingesetzten Anlagen beschäftigt. Wir haben uns dabei vor allem auf die Krisenresistenz in einem herausfordernden Marktumfeld, wie es die aktuelle Situation darstellt, konzentriert. Qualitätskriterien wie eine solide Bilanz, stabile Cashflows und ein funktionierendes Geschäftsmodell standen bei der Beurteilung von einzelnen Unternehmen im Vordergrund. Aus dieser Optik wurden die einzelnen Aktien und Obligationenschuldner einer umfassenden Prüfung unterzogen. Wo nötig wurden einzelne Titel ausgetauscht. Alternative Anlagethemen haben unterschiedlich auf die jüngsten Marktverwerfungen reagiert. Gespräche mit den verantwortlichen Fondmanagern haben Klarheit darüber gebracht, ob die ausgewählten Anlagethemen sowie deren Umsetzung weiterhin unseren hohen Ansprüchen genügen. Gleiches gilt für Kollektivanlagen von Drittanbietern auf traditionelle Anlageklassen wie Obligationen und Aktien. Ziel all dieser Massnahmen ist die Risiken in einem von viel Unsicherheit geprägten Marktumfeld zu minimieren, ohne Abstriche an der Performance vornehmen zu müssen.

Disclaimer: 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.