



Reporting Bericht

3. Quartal 2018

Schwächere Dynamik der Weltwirtschaftsentwicklung
 Zunehmende handelspolitische Streitigkeiten
 Spezialthema «Der Konjunkturzyklus»

Spezialthema

Der Konjunkturzyklus

Die Wirtschaft bewegt sich in wiederkehrenden Mustern. Diese Wellenbewegungen lassen sich in verschiedene Phasen aufteilen. Je nach Zeitpunkt entwickeln sich die einzelnen Anlageklassen unterschiedlich. Es lohnt sich deshalb für den Anleger, den Verlauf der Wirtschaft sehr genau zu beobachten.

Die vier Phasen

Am Anfang eines Zyklus steht die **Erholung**, wenn die Wirtschaft die letzte Krise zunehmend verdaut hat. Die Kapazitätsauslastung ist gering, die Zinsen tief und die Arbeitslosigkeit hoch. Mit zunehmender Dauer der positiven Wachstumsdynamik tritt die Wirtschaft in die **Expansionsphase** ein. Die Konjunktur boomt, der Arbeitsmarkt weist eine zunehmende Vollbeschäftigung auf und die Preise für Güter und Dienstleistungen verteuern sich. Die Inflation ist zurück und die Notenbanken beginnen die Zinsen zu erhöhen. Dies sorgt für eine zunehmende wirtschaftliche **Abkühlung** und das Wachstum geht langsam zurück. Damit ist die dritte Phase erreicht. Nun folgt mit dem **Abschwung** die vierte Welle. Die Preise sinken, die Arbeitslosigkeit steigt und es droht eine Rezession. Die Notenbanken senken aggressiv die Zinsen, um die Investitionen sowie die Konsumnachfrage wieder anzukurbeln. Im Schnitt dauert ein abgeschlossener Zyklus vier bis acht Jahre. Wie die Zeitspanne selber kann auch die Intensität stark variieren. Exogene Faktoren wie staatliche und geldpolitische Massnahmen oder sonstige Krisen können den Zyklus massiv in die eine oder andere Richtung beeinflussen.

Der Einfluss auf die unterschiedlichen Anlageklassen

Jede der vier Phasen bevorzugt gewisse Anlageklassen, während andere gemieden werden sollten. In der Erholung entwickeln sich die Aktien grundsätzlich am besten. Sie weisen sogar einen gewissen Vorlaufcharakter auf und steigen meist schon drei bis sechs Monate vor einer wirtschaftlichen Erholung. Ihre Entwicklung korreliert stark mit den Unternehmensgewinnen, welche wiederum direkt vom wirtschaftlichen Verlauf abhängen. Die anderen Anlageklassen schlagen sich in dieser Phase eher mässig. Tritt die Wirtschaft in die Expansionsphase ein, bleiben die Beteiligungspapiere das Mass aller Dinge. Jetzt gesellen sich noch Rohstoffe und Immobilien dazu, welche nun stärker nachgefragt werden. Da gleichzeitig die Zinsen zu steigen beginnen, sind Anleihen tendenziell weniger attraktiv. Wenn die Konjunktur überhitzt und eine Abkühlung eintritt, werden Aktien zunehmend weniger interessant. Andere Sachanlagen wie Rohstoffe und Immobilien profitieren weiterhin. Die von den Notenbanken eingeleiteten Zinssenkungen sowie die Verunsicherung der Anleger verhelfen den Obligationen zunehmend zu

steigenden Preisen. Im darauffolgenden Abschwung bleibt das Bild ähnlich. Die Obligationen profitieren noch stärker von den sinkenden Zinsen. Rohstoffe und Immobilien verzeichnen nun keine grossen Preissteigerungen mehr.

Aktuelle Lage

Beurteilt man die aktuelle Konjunkturlage, befindet sich der Zyklus in vielen Volkswirtschaften in der Phase einer zunehmenden Abkühlung. Dominierte im vergangenen Jahr noch eine hohe Synchronität im globalen Wirtschaftswachstum, scheinen sich in diesem Jahr zunehmende Differenzen zu ergeben. Die USA sind nach der Wirtschaftskrise 2008 als erste bedeutende Wirtschaftsregion wieder in die Erholungs- und nachfolgend in die Expansionsphase eingetreten. Trotzdem scheinen sie dort am längsten zu verharren. Mitverantwortlich sind die jüngsten Steuergeschenke sowie zusätzliche Staatsausgaben, welche den aktuellen Wachstumstrend verlängern. Anders sieht es in Europa aus. Hausgemachte Probleme sowie starre Strukturen haben den Erholungsprozess verzögert. Nachfolgend sorgten politische Querelen für eine kurze Verweildauer in der Expansionsphase. Mittlerweile droht für den alten Kontinent gar eine Abkühlung. Auch in Asien stehen die Zeichen aufgrund handelspolitischer Unsicherheiten mittlerweile auf Abkühlung. Es ist somit insgesamt von einem zukünftig tieferen Weltwirtschaftswachstum auszugehen.

Die richtige Positionierung

Konjunkturprognosen zu stellen, ist erfahrungsgemäss schwierig. Deshalb soll die eigene Anlagestrategie nicht in erster Linie daran, sondern am persönlichen Risikobudget ausgerichtet werden. Dies bedeutet jedoch nicht, dass die Beobachtung der konjunkturellen Entwicklung nicht in die jeweilige Verteilung der Vermögenswerte miteinflussen soll. Je nach Wirtschaftssituation kann es sich lohnen, die eine oder andere Anlageklasse stärker zu gewichten. Damit kann die Performance der eigenen Anlagen optimiert werden. In der Vermögensverwaltung der Aargauischen Kantonalbank gehört das Beobachten der Wirtschaftsdaten und -nachrichten zur täglichen Routine. Daraus abgeleitet werden Einschätzungen der aktuellen Konjunkturlage und auf dieser Basis die taktische Positionierung innerhalb der Anlagestrategien vorgenommen.

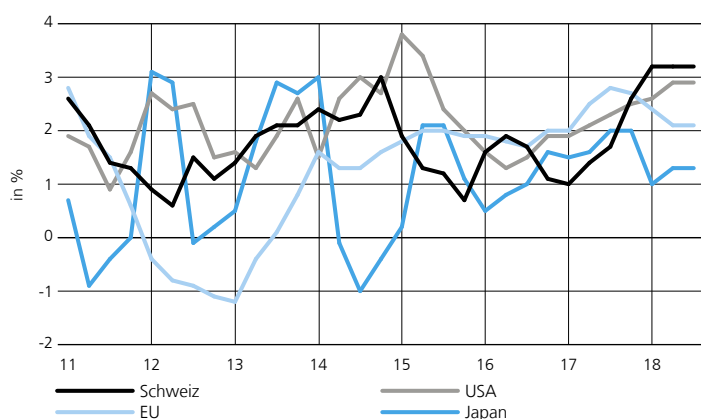
Makroökonomie Europa und Schweiz

Europa

Dämpfender Wachstumseffekt durch die Industrie

Die Wirtschaft im Euro-Raum ist auch im zweiten Quartal gegenüber dem Vorquartal nur um 0,4% gewachsen. Damit bestätigt sich, dass sich das konjunkturelle Expansionstempo zu Jahresbeginn deutlich verringert hat. Massgeblich dafür verantwortlich ist die stark exportabhängige Industrie, deren Wertschöpfung im ersten Halbjahr 2018 gegenüber der Vorperiode stagnierte. Dabei sorgten verschiedene Gründe für die schwächere Entwicklung der Exporte. Neben der nachlassenden globalen Nachfrage nach Dienstleistungen und Gütern nahmen auch die Sorgen um eine Eskalation der Handelsstreitigkeiten wieder zu. Des Weiteren dürfte die spürbare Aufwertung des Euro, durch die sich die Wettbewerbsfähigkeit der im Euro-Raum produzierenden Unternehmen merklich verschlechtert hat, ihren Beitrag geleistet haben. Da sich derzeit aber keine weitere Aufwertungstendenz bemerkbar macht und die expansive Geldpolitik für anhaltend tiefe Zinsen sorgt, dürfte die gesamte Euro-Konjunktur zu Beginn des kommenden Jahres wieder vermehrt an Fahrt gewinnen. Insbesondere das niedrige Zinsumfeld macht die noch immer hohe Verschuldung für Unternehmen und private Haushalte tragbar(er) und dürften für einen weiteren Anstieg von Konsum und Investitionen sorgen.

Entwicklung Bruttoinlandsprodukt (Industriestaaten)



Steigende Löhne noch ohne Effekt auf die Inflation

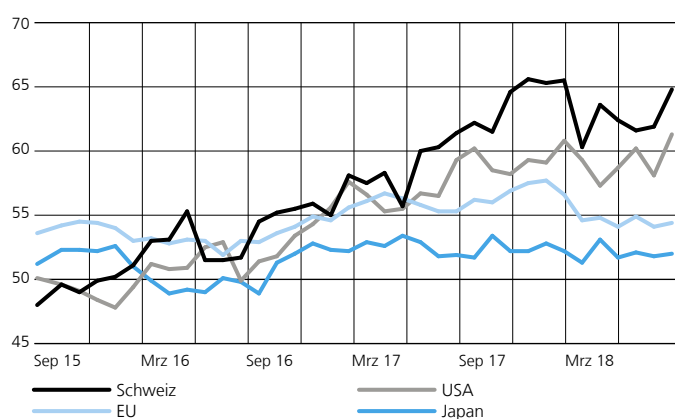
Im Euro-Raum mehren sich die Anzeichen, dass die Phase niedriger Lohnanstiege langsam zu Ende geht. Inzwischen ist die Arbeitslosenquote auf 8,2% gefallen, und die Umfragen zeigen, dass die Unternehmen in immer mehr Ländern Probleme haben, qualifizierte Arbeitskräfte zu finden. Der verschärfte Wettbewerb um Arbeitskräfte wird über kurz oder lang die Löhne stärker steigen lassen. Nichtsdestotrotz dürften diese Effekte auf die Kernteuerung bescheiden bleiben, werden diese doch durch die Aufwertung des Euros zumindest teilweise kompensiert. Wir rechnen daher im laufenden Jahr auch weiterhin mit einer Kernteuerungsrate um 1%.

Schweiz

Schweizer Exporte sorgen für starke Konjunktur

Mit Quartalswachstumsraten von 1% im ersten respektive 0,7% im zweiten Quartal des laufenden Jahres expandierte die schweizerische Wirtschaft gegenüber der Vergleichsperiode des letzten Jahres um saisonbereinigte 3,2% und damit so stark wie letztmals Ende 2010! Obwohl sich die Zunahme des privaten Konsums leicht verlangsamt, zeigt sich das Wachstum weiterhin breit abgestützt. So nahmen jüngst auch die Bauinvestitionen wieder spürbar zu und die Ausrüstungsinvestitionstätigkeit verharrt auf hohem Niveau. Der wichtigste Wachstumsimpuls kam aber einmal mehr aus dem verarbeitenden Gewerbe. Vorteilhaft zeigte sich hier die im Vergleich zu den Vorjahren verbesserte Wechselkursentwicklung und die anhaltend hohe Auslandnachfrage. Wenig erstaunlich wirkte sich dies positiv auf die Exporte aus. Diese werden zudem stark durch den Pharmasektor unterstützt, der heutzutage bereits für über 40% des schweizerischen Exportvolumens verantwortlich ist. Obwohl aktuell die Auftragsbestände immer noch sehr hoch sind, dürfte spätestens ab dem kommenden Jahr auch die inländische Wirtschaft von der laufend schwächeren globalen Wachstumsdynamik betroffen sein. Wir rechnen in diesem Jahr mit einer BIP-Zunahme von 2,6%, im kommenden Jahr noch mit rund 2%.

Entwicklung Einkaufsmanagerindex (PMI)



Keine Teuerungsbefürchtungen trotz solidem Arbeitsmarkt

Die äusserst positive Konjunkturdynamik dürfte dafür sorgen, dass die Beschäftigung in den kommenden Monaten weiterhin zunimmt. Damit bleibt die Arbeitslosenrate mit 2,6% weiterhin sehr tief. Trotz der guten Wirtschaftsverfassung zeigen sich aber (noch) keine Anzeichen eines spürbaren Anstiegs der Inflationsrate. Im Gegenteil, hat doch die Schweizerische Nationalbank SNB ihre bedingte Inflationsprognose an der jüngsten Lagebeurteilung für das Jahr 2020 nochmals von 1,6% auf 1,2% reduziert.

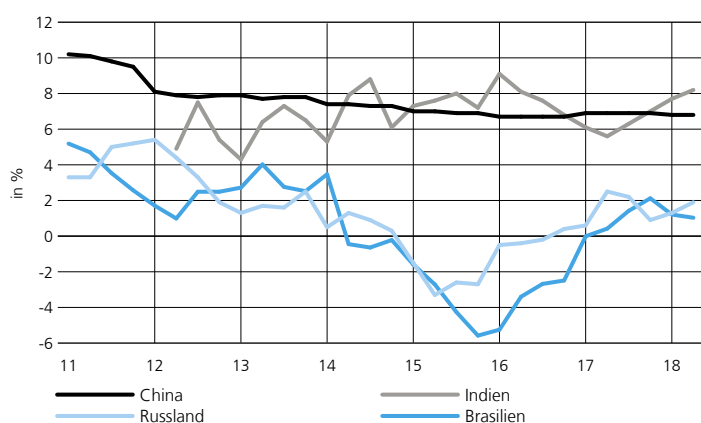
Makroökonomie Nordamerika und Asien

Nordamerika

Weiterhin starke Wirtschaftsdynamik

Die US-Wirtschaft ist im zweiten Quartal angetrieben von regen Konsumaktivitäten annualisiert um solide 4,2% gewachsen. Das Expansionsstempo dürfte damit seinen Höhepunkt überschritten haben. Allerdings deuten die deutliche Aufwärtsrevision der Sparquote der US-Haushalte und der fiskalische Schub, der im zweiten Halbjahr etwas höher als bislang gedacht ausfallen könnte, darauf hin, dass die Wirtschaft weiter über ihrem Potenzial expandieren wird. Interessant sind in diesem Zusammenhang die neusten Zahlen zur Sparquote. Demnach haben die US-Haushalte in den letzten sechs Jahren mehr auf die hohe Kante gelegt als angenommen. Im ersten Quartal wurde die Sparquote von 3,3 auf 7,2% des verfügbaren Einkommens nach oben korrigiert. Darin spiegeln sich unterschätzte Vermögenseinkommen, die auf höhere Dividenden und Zinserträge zurückzuführen sind, sowie höhere Eigentümer- und Arbeitseinkommen. Angesichts der hohen Haushaltsvermögen und der niedrigen Arbeitslosigkeit scheint die aktuelle Sparquote verhältnismässig hoch. Ein Rückgang könnte in den nächsten Quartalen bewirken, dass sich das reale Konsumwachstum weniger rasch als bisher erwartet verlangsamen wird. Wir rechnen daher auch für das Jahr 2019 mit einer BIP-Expansion von über 2%, nachdem das Wachstum in diesem Jahr sogar knapp 3% betragen sollte.

Entwicklung Bruttoinlandsprodukt (Schwellenländer)



Weitere Zinsschritte erwartet

Aufgrund des anhaltend soliden Wachstums, des fast gesättigten Arbeitsmarktes und der sukzessiv steigenden Inflationsrate hat die amerikanische Zentralbank FED wie erwartet an ihrem September-Meeting eine weitere Zinserhöhung der FED Funds um 25 Basispunkte bekanntgegeben. Zusammen mit einem weiteren Zinsschritt im Dezember und zwei erwarteten Zinserhöhungen im kommenden Jahr soll dafür gesorgt werden, dass die zuletzt auf leicht über 2% gekletterte Kerninflationsrate auf der Zielgrösse gehalten werden kann.

Asien

Japan: Steigende Löhne?

Nach dem Wachstumsrückgang zu Jahresbeginn hat das japanische BIP im zweiten Quartal wie erwartet wieder zugelegt (annualisiert 1,9%). Der Haupttreiber war die private Binnennachfrage. Der private Konsum profitierte – neben einer Gegenbewegung vom wetterbedingt schwachen ersten Vierteljahr – vom soliden Arbeitsmarkt. Die Arbeitslosenquote betrug im Juli 2,5%. Die Knappheit an Arbeitskräften ist auch ein wichtiger Faktor für die solide Entwicklung der Ausrüstungsinvestitionen.

Im Juni sind die Löhne gegenüber dem Vorjahr um fast 3% gestiegen (Mai 2,1%). Auf den ersten Blick sieht es so aus, als würden das über dem Potenzial liegende BIP-Wachstum und der ausgetrocknete Arbeitsmarkt endlich auf das Lohnwachstum durchschlagen. Allerdings ist der Lohnanstieg hauptsächlich auf eine Veränderung in der Unternehmensstichprobe Anfang Jahr zurückzuführen. Gemäss den von der Regierung ebenfalls veröffentlichten adjustierten Daten betrug das Lohnwachstum im Juni lediglich 1,6%. Das bedeutet, dass die Inflationsrate noch lange tief bleiben wird und der private Konsum sein Wachstumstempo vom zweiten Quartal wohl kaum beibehalten kann. Das gesamte BIP-Wachstum dürfte daher in den nächsten Quartalen ebenfalls leicht an Fahrt verlieren.

China: Im Handelsstreit mit den USA

Die Konjunkturentwicklung wird vom Schuldenabbau und vom Handelsstreit zwischen China und den USA überschattet. So lagen viele Konjunkturindikatoren im Juli unter den Erwartungen. Auf diese Wachstumsabkühlung hat die Regierung in den letzten Wochen mit einer Lockerung der Geld- und Fiskalpolitik sowie regulatorischen Massnahmen reagiert. Das zweite Halbjahr wird somit im Spannungsfeld zwischen Wachstumsbelastungen (Schuldenabbau und Handelsstreit) und wachstumsfördernden Massnahmen stehen. In den nächsten Monaten erwarten wir eine Fortsetzung der Wachstumsabschwächung, bevor Ende 2018 / Anfang 2019 die Stimulierungsmassnahmen zu einer Stabilisierung auf tieferem Niveau führen sollten.

Indien: Anhaltend hohes Wachstumstempo

Die hohe Wachstumstempo der indischen Wirtschaft hat sich im zweiten Quartal fortgesetzt. Allerdings halten wir das hohe Tempo für wenig nachhaltig. Nach 7,6% in diesem Jahr rechnen wir 2019 noch mit einem Wirtschaftswachstum von 6,9%. Während sich die Verbraucherpreise im Juli auf 4,2% abgeschwächt haben, lag die Kerninflation bei 6,3% und damit über dem Inflationsziel der Zentralbank (2 bis 6%). Die schwache Rupie und hohe Ölpreise bergen Aufwärtsrisiken für die Inflation. Vor diesem Hintergrund dürfte die Notenbank in diesem Jahr mindestens noch ein weiteres Mal ihren Leitzins anheben.

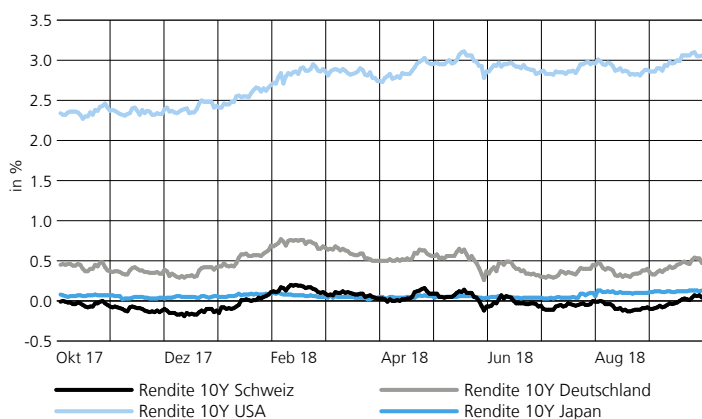
Geldmarkt und Obligationen

Geld- und Kapitalmärkte im Überblick

Zinsen im Spannungsfeld

Nach wie vor befinden sich die Zinsen im Spannungsfeld zwischen robuster Konjunkturerwicklung und der Risikoaversion der Anleger. Das robuste Wirtschaftswachstum und der zunehmende Aufwärtsdruck bei der Inflation würden eigentlich für steigende Zinsen sprechen. Zudem haben die massgebenden Notenbanken ihr Bestreben bekräftigt, die Geldpolitik zukünftig zu normalisieren. Die Bilanzen sollen verkürzt und die Zinsen sukzessive erhöht werden. Auch dies ist ein Zeichen dafür, dass das zukünftige Zinsumfeld höher sein wird. Auf der anderen Seite sorgen die laufend neuen Nachrichten zum Handelsstreit zwischen den USA und China für ein stetig wachsendes Bedürfnis der Marktteilnehmer nach sicheren Anlagen. Dazu gehören vor allem Anleihen von soliden Staaten. Die Nachfrage ist in den letzten Monaten durch die Ereignisse in Italien sowie die angespannte Verschuldungssituation einzelner Schwellenländer verstärkt worden. In der Summe dieser zum Teil gegenläufigen Entwicklungen resultierte ein leichter Anstieg der Renditen und insgesamt tiefere Obligationenpreise.

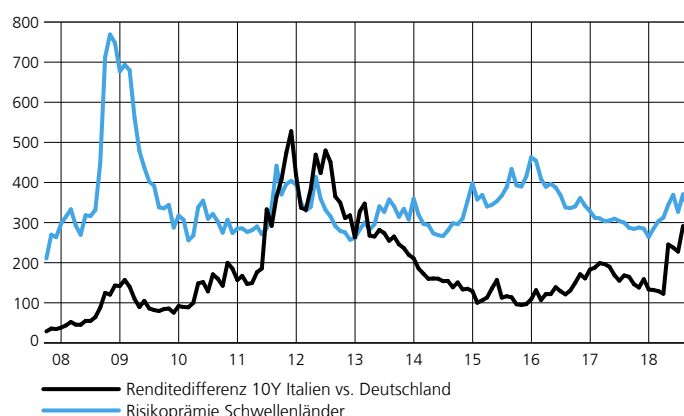
Entwicklung Kapitalmarktsätze 1 Jahr



Deutlich volatiler ging es bei den Kreditrisikoprämien zu. Einzelne Länder spürten eine steigende Anlegerskepsis und mussten deutlich höhere Risikoaufschläge für ihre Anleihen bezahlen. Dazu gehörte Italien, dessen neue Regierung in einer ersten Phase nicht mehr bereit war, die mit der EU vereinbarten Sparmassnahmen ihrer Vorgänger fortzusetzen. Ein deutlicher Anstieg der Renditen im Vergleich zu deutschen Referenzanleihen mit gleicher Laufzeit war die Folge. Voraussichtlich Mitte Oktober wird der definitive Budgetentwurf der EU vorgelegt. Ein Konfrontationskurs zu den restlichen EU-Staaten ist wahrscheinlich. Die geplanten Ausgabeerhöhungen würden die bereits sehr angespannte Verschuldungssituation zusätzlich belasten. Auch verschiedene Schwellenländer spürten die Zurückhaltung der Anleger. Höhere US-Zinsen, ein stärkerer Dollar sowie mögliche Einschränkungen des freien Welthandels haben die

Investoren veranlasst, Mittel aus den Emerging Markets abzuziehen. Als Konsequenz stiegen die Risikoprämien spürbar an und brachten die Anleihspreise unter Druck.

Entwicklung Risikoprämien in BPS



Zurückhaltende Geldpolitik

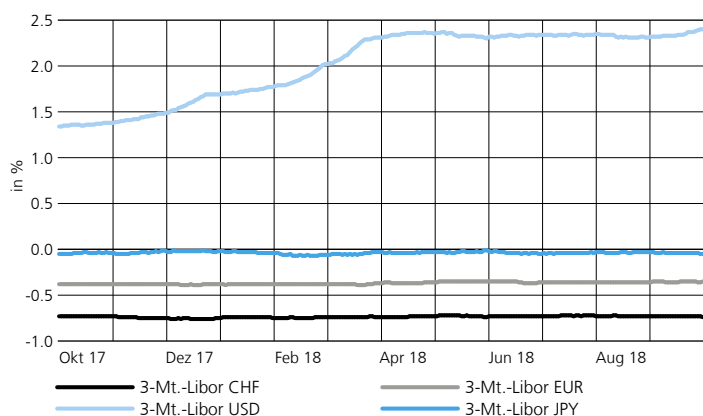
Die Europäische Zentralbank EZB hat jüngst erwartungsgemäss ihre Geldpolitik unverändert belassen. Neben wirtschaftlichen und inflationstechnischen Aspekten sind auch die Unsicherheiten im Zusammenhang mit dem anstehenden EU-Austritt Grossbritanniens sowie den Budgetdiskussionen in Italien ein zusätzlicher Grund, warum die EZB die Zinsen nur zögerlich erhöhen wird. Die Ausgestaltung des baldigen Brexits ist nach wie vor wenig konkret. Es bestehen beachtliche Differenzen zwischen der EU und dem Königreich. Das Risiko eines harten Brexits steigt deshalb stetig an. Anders gelagert ist die Situation in Italien. Beachtet man die Entwicklung des Risikoaufschlags zehnjähriger Staatsanleihen aus Italien im Vergleich zu ihrem Pendant in Deutschland wird klar, wie unterschiedlich sich das länderbezogene Zinsniveau trotz einheitlicher Zinspolitik präsentiert. Würde die EZB die Zinsen zu früh und vor allem zu schnell erhöhen, hätte dies massive Auswirkungen auf den Schuldendienst Italiens. Dieser würde sich deutlich verteuern und könnte den sonst schon angeschlagenen Staatshaushalt noch stärker in Schieflage bringen. Eine weitere Herausforderung für die EZB ist das Timing. Sie hat mit der Rückführung der quantitativen Massnahmen mittlerweile begonnen und wird diese bis Ende des Jahres beendet haben. Bisher ist dieser Prozess ohne grössere Turbulenzen abgelaufen. Die erste Erhöhung der Leitzinsen soll dann nach dem Sommer 2019 geschehen. Diese Agenda könnte sich als äusserst heikel erweisen. Die Inflationsrate, welche sich aufgrund der gestiegenen Energiepreise zunehmend auf dem Zielniveau befindet, wird sich zum Zeitpunkt des geplanten Zinsschritts voraussichtlich wieder rückläufig entwickeln. Schuld daran ist der sogenannte Basiseffekt. Der Aufwärtsdruck steigender Energiepreise wird dann auslaufen. In einem solchen Umfeld die Zinsen zu erhöhen, ist schwierig. Gleichzeitig wird ein neuer EZB-Präsident gewählt, was vorüber-

Geldmarkt und Obligationen

gehend für Unsicherheit sorgen kann. Trotz solider Wirtschaftslage und steigender Güterpreise verharrt die EZB vorderhand im Krisenmodus.

Aufgrund der Zurückhaltung der EZB muss sich auch die Schweizerische Nationalbank SNB mit einer Anpassung der Geldpolitik gedulden. Eigentlich würden das wirtschaftliche Wachstum sowie die Inflationsentwicklung, welche das erste Mal seit Jahren wieder über dem Nullwert tendiert, ein höheres Zinsniveau vertragen. Beachtet man jedoch die jüngste Entwicklung des Schweizer Francs wird klar, warum sich die SNB zurückhält. Die vorherrschende Unsicherheit an den Finanzmärkten hat dafür gesorgt, dass der

Entwicklung Geldmarktsätze 1 Jahr



Franken als sicherer Wert nach wie vor gefragt ist. Zu den meisten Währungen hat sich die helvetische Valuta in den letzten Monaten teilweise deutlich aufgewertet. Dieser Umstand raubt der SNB jegliche Selbständigkeit. Daran wird sich nicht so rasch etwas ändern.

Die Bank of England darf momentan bei der Gestaltung ihrer Geldpolitik ihren Fokus nicht nur auf die Wirtschafts- und Inflationsentwicklung legen. Beides würde durchaus für eine Zinserhöhung sprechen. Die Wirtschaft profitiert von der schwachen Heimwährung und boomt. Die Inflation ist aufgrund der schwachen Pfundentwicklung stetig angestiegen. Verantwortlich dafür sind die höheren Importpreise. Bis jetzt hat das zinssteuernde Gremium mit zwei punktuellen Zinsschritten darauf reagiert. Ein gradueller Erhöhungspfad, ähnlich dem der US-Notenbank, ist aufgrund der vielen Unsicherheiten rund um den Brexit jedoch nicht möglich.

Die US-Notenbank setzt ihren geldpolitischen Anpassungspfad unbeirrt fort. Die jüngste Erhöhung des Leitzinses zeugt davon. Gleichzeitig steigt die Wahrscheinlichkeit für eine vierte Anhebung des Leitzinses gegen Ende des Jahres. Die Straffung der US-Geldpolitik hat mittlerweile unangenehme Folgen für einzelne Schwellenländer. Während Jahren ist Kapital renditesuchender Anleger in

die Emerging Markets geflossen. Diese haben das Tiefzinsumfeld genutzt und Geld in Hartwährungen, vor allem USD, aufgenommen. Damit haben sie ihre negative Zahlungsbilanz finanziert. Nun sorgen die stetige Erhöhung der US-Zinsen sowie der stärkere Dollar für eine Umkehr der Kapitalflüsse. US-Anlagen werden wieder attraktiver und weisen ein deutlich defensiveres Risikoprofil auf. Das spüren Länder mit hoher Verschuldung in ausländischer Währung. Einerseits steigen die Zinsen, andererseits erhöhen sich die Schulden, weil gleichzeitig die lokalen Währungen zum Dollar deutlich an Wert verloren haben. Die Türkei und Argentinien sind die zwei jüngsten Opfer dieser Entwicklung. Ihre negative Leistungsbilanz wurde über Jahre durch ausländisches Kapital finanziert. Nun versiegt dieser Strom und bringt den Haushalt dieser beiden Länder in Schieflage. Eine Insolvenz kann nicht mehr ausgeschlossen werden. Auch andere Staaten sind auf ausländisches Kapital angewiesen. Dazu gehören Südafrika, Mexiko und Indonesien. Trotzdem erachten wir die Ansteckungsgefahr und damit das Risiko eines Flächenbrandes als gering.

Beschränkter Aufwärtsdruck

Bis Ende des Jahres wird sich das Zinsumfeld voraussichtlich wenig verändern. Das Wechselspiel aus begünstigenden und belastenden Faktoren für die Obligationenmärkte wird uns noch eine Weile beschäftigen. Die Aufwärtstreiber für die Renditen bleiben unverändert bestehen. Die Notenbanken werden ihre Geldpolitik zusehends normalisieren. Die US-Notenbank hat es vorgemacht, die anderen Zentralbanken werden folgen. Allerdings wird der Anpassungsprozess voraussichtlich sehr zurückhaltend und damit marktschonend passieren. Die Konjunkturlage bleibt weiterhin freundlich und die Inflationsraten werden sich auf höherem Niveau etablieren. Auf der anderen Seite werden die verschiedenen Störfaktoren nicht einfach verschwinden. Im Handelsdisput zwischen den USA und China zeichnet sich genauso wenig eine rasche Lösung ab wie bezüglich der Dauerbaustelle Euro-Zone. Auf der Suche nach sicheren Häfen wird die Nachfrage nach Obligationen wiederkehrend für höhere Preise und damit verbunden für tiefere Zinsen sorgen. Wir rechnen deshalb mit einer seitwärts orientierten Entwicklung der Anleihspreise.

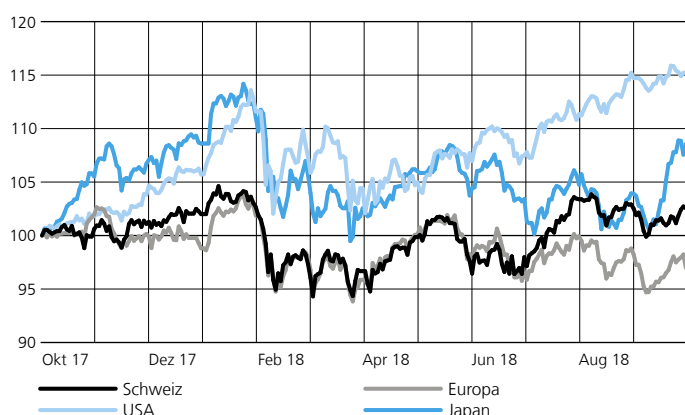
Aktien

Schweiz

Insgesamt stabil, vereinzelt jedoch hohe Kursbewegungen

Die wirtschaftliche Situation in der Schweiz ist nach wie vor äusserst solide. Obwohl im nächsten Jahr eine leichte Verlangsamung erwartet wird, dürfte das Wachstum weiter erfreulich ausfallen. Nach einem starken Juli hielt die freundliche Stimmung am Schweizer Aktienmarkt auch Anfang August an. Aktuell halten sich die meisten Investoren jedoch zurück – die sehr tiefen Volumina sind ein klares Zeichen dafür. Diese Situation wird wohl aufgrund der Dauerthemen Handelskrieg, Flüchtlingskrise und südeuropäische Schuldenkrise noch eine Weile anhalten. Vor allem der stark in China exponierte Uhrenhersteller Swatch musste im dritten Quartal 2018 Federn lassen, nachdem er im ersten Halbjahr 2018 noch zu den besten Performern zählte. Ausschlaggebend waren vor allem die Bedenken hinsichtlich der Konjunkturentwicklung in China, der

Entwicklung der Aktienmärkte 1 Jahr (indexiert)



Aufwertung des Schweizer Frankens und der anspruchsvolleren Vergleichsbasis für das zweite Halbjahr. Zwar hat die Aufwertung des Schweizer Frankens einen negativen Einfluss auf die Prognosen für den Gewinn pro Aktie – die Kursreaktion ist unseres Erachtens aber übertrieben. Die Anlagehypothese behält ihre Gültigkeit und die Margen dürften sich weiter verbessern.

Obwohl die Schweiz eine kleine Volkswirtschaft mit hohem Aussenhandelsanteil ist, haben sich die Handelsstreitigkeiten bislang kaum negativ in den Gewinnaussichten der Unternehmen niedergeschlagen. Im Gegenteil – es wird noch immer eine Gewinnwachstumsrate von rund 10% erwartet. Dies hängt unter anderem auch mit der defensiven Sektorstruktur des Marktes zusammen. Das hohe Gewicht von Gesundheit und nicht zyklischem Konsum sorgt für eine vergleichsweise stabile Gewinnentwicklung – auch in schwierigen Zeiten.

Europa

Diverse potenzielle Unruhestifter

Während die Berichtssaison der Halbjahreszahlen 2018 für eine gute Stimmung sorgte – viele Gesellschaften konnten die hohen Erwartungen gar übertreffen – dämpften einmal mehr die handelspolitischen Themen sowie der rasante Wertzerfall der türkischen Lira die Kauflust der Investoren. Der Absturz der türkischen Währung setzte insbesondere europäische Banken (v. a. spanische, französische und italienische Institute) mit bedeutendem Türkei-Exposure unter Druck. Schwach entwickelten sich auch die Rohstoffgesellschaften aufgrund der Ängste vor einer Eintrübung der chinesischen Investitionstätigkeit. Die Ansteckungsgefahr, welche von der Krise in der Türkei ausgeht, ist aufgrund des absoluten Exposures jedoch gering.

Zusammenfassend betrachtet darf angesichts der weiter sinkenden Arbeitslosigkeit, der anhaltenden Konsumausgaben und einer grundsätzlich positiven Entwicklung der Wirtschaftsindikatoren in den kommenden Monaten mit steigenden Unternehmensgewinnen gerechnet werden, vor allem bei den binnenmarktorientierten Unternehmen. Aufgrund der insgesamt anhaltend günstigen Fundamentaldaten stellen Aktien also weiterhin die bevorzugte Anlageklasse dar, auch wenn die Anlegerstimmung nicht mehr überschwänglich ausfällt. Angesichts der weiter eskalierenden Handelsspannungen und geopolitischen Unsicherheitsfaktoren ist das Risiko von Rückschlägen in den letzten Wochen jedoch gestiegen. Vor allem das Thema Staatsverschuldung in Italien dürfte in den kommenden Monaten wieder an Aktualität gewinnen, will doch die amtierende Regierung aufgrund diverser Wahlversprechen (Einführung Flat Tax, Einführung Grundeinkommen, Verzicht auf MwSt.-Erhöhung, tieferes Rentenalter) das Staatsdefizit wieder auf über 5% ausweiten (max. Wert gem. Maastricht: 3%).

Amerika

Optimismus herrscht weiterhin an Wall Street

Der US-Aktienmarkt-Index S&P 500 stieg im dritten Quartal 2018 um +7,7%. Zu den Gewinnern der 30 grossen, etablierten Unternehmen des Dow Jones Industrial Average Index (+9,6%) gehören die Aktien von Pfizer (+22,5%, Gesundheit), Apple (+22,4%, Technologie) und Walgreens (+22,2%, nicht zyklischer Konsum). Zu den schwächsten Aktien gehören Intel (-4,3%, Technologie), Chevron (-2,4%, Energie) und DowDuPont (-1,9%, Grundstoffe). Die grossen Unterschiede in der Entwicklung der Aktien der Gewinner im Vergleich mit den Verlierern zeigen, dass wir uns in einem Stockpicker-Markt befinden, bei dem der Investor durch aktives Management Mehrwert schaffen kann. Inzwischen hat die Marktkapitalisierung von Apple USD 1000 Mrd. überschritten. Apple ist aktuell

Aktien

das US-Unternehmen mit dem grössten Börsenwert von USD 1090 Mrd. Auch die Marktkapitalisierung von Amazon hat in diesem Quartal zeitweise USD 1000 Mrd. überschritten. Knapp dahinter liegt Alphabet, die Muttergesellschaft von Google. Bei der US-Grossbank JP Morgan Chase übertrafen die beeindruckenden Zahlen für das zweite Quartal die Erwartungen. Das Unternehmen steigerte seinen Gewinn im letzten Quartal – verglichen mit dem Vorjahr – um 18% auf USD 8,3 Mrd. Die Bank profitierte von den Steuererleichterungen in den USA und dem dortigen stabilen Wirtschaftswachstum. Im Sektor Industrie übertrafen die Zahlen des Mischkonzerns Honeywell auch die Prognosen der Analysten. Honeywell verkaufte mehr Flugzeugteile und -dienstleistungen an Airlines als erwartet. Zudem korrigierte das Unternehmen den Ausblick für das Gesamtjahr nach oben. Der Technologiekonzern Microsoft meldete auch hervorragende Quartalszahlen. Das gute Ergebnis ist unter anderem auf das boomende Cloud-Geschäft zurückzuführen, in das Microsoft stark investiert hat. Der Koloss Amazon verbuchte im zweiten Quartal einen Gewinn von USD 2,5 Mrd. und übertraf damit die Erwartungen der Marktteilnehmer. Nicht ganz erfüllen konnte der Konzern aus Seattle die Prognosen beim Umsatz, trotz der bedeutenden Zunahme von 39% auf USD 52,9 Mrd. Coca-Cola machte mit einer Übernahme Schlagzeilen. Der Getränkeiese kauft die britische Kaffeehauskette Costa für umgerechnet USD 5,1 Mrd. Mit der Akquisition drängt Coca-Cola stärker ins Geschäft mit warmen Getränken. Costa erhält mit dem Deal die Chance, sich weltweit zu etablieren. Per 21. September 2018 kam es zu einer bedeutenden Indexveränderung. S&P Dow Jones und MSCI führten die neuen Sektor-Zuordnungen gemäss GICS (Global Industry Classification Standard) ein. Davon betroffen sind Titel aus den Branchen Technologie, Telecom und zyklischer Konsum. Ein neuer Sektor «Communication Services» mit einer Gewichtung von ca. 10% des S&P-500-Index wurde eingeführt. Dieser besteht aus Titeln der heutigen Sektoren Telecom, Media und Technologie. Der neue Sektor Kommunikationsdienstleistungen ersetzt den bisherigen Sektor Telecom. Damit sollen die Geschäftsveränderungen der letzten Jahre besser reflektiert werden. Der Sektor Technologie ging damit auf ca. 20% des S&P-500-Index zurück, der Sektor zyklischer Konsum (Consumer Discretionary) auf etwa 10%. Die Verlangsamung des Gewinnwachstums und das hohe Bewertungsniveau der US-Aktien bedeuten ein erhöhtes Risiko tieferer Aktienpreise. Hinzu kommt die Unberechenbarkeit der US-Regierung, die zu stärkeren Schwankungen an der US-Börse beiträgt. Deshalb erwarten wir, trotz der soliden US-Wirtschaftsentwicklung, insgesamt eine seitwärts gerichtete Tendenz der US-Aktienmärkte im vierten Quartal 2018.

Japan und Emerging Markets

Vorwiegend im Abwärtstrend

Der japanische MSCI-Aktienmarkt-Index stieg in Lokalwährung im dritten Quartal 2018 um +6,3%. Zu den Gewinnern gehören die Sektoren Energie, Telekom und Gesundheitswesen. Die schwächsten Sektoren waren Immobilien, nicht zyklischer Konsum und Technologie. Die Aktienmärkte der Schwellenländer haben in derselben Periode insgesamt an Wert verloren. Der MSCI-Emerging-Markets-Index in USD schloss um –1,0% schwächer als im Vorquartal und um –0,6 Prozentpunkte schwächer im Vergleich mit dem MSCI-Welt-Aktienindex in USD (+5,0%). Die Finanzmärkte in Osteuropa und im Mittleren Osten sind um +5,9%, die lateinamerikanischen Märkte um +4,8% gestiegen. Diejenigen der asiatischen Schwellenländer sind um –1,5% gesunken. Auf Länderebene schnitten die Börsen in Argentinien (+28,5%), in Brasilien (+9,0%) und in Israel (+8,0%) am besten ab. Die schwächsten Aktienmärkte waren Saudi-Arabien (–4,1%), Südafrika (–3,3%) und Dubai (–1,0%). In Singapur gerieten die Aktien von Immobilienentwicklern unter Abgabedruck. Grund ist die Einführung von strengeren Vorschriften, um den stark laufenden Immobilienmarkt abzukühlen. Die Geschehnisse um den Handelskrieg zwischen China und den USA und die anhaltende Schwäche der chinesischen Währung Renminbi sorgten für Verunsicherung. China-Aktien werden zudem von der Erwartung gebremst, dass sich das Gewinnwachstum der Unternehmen in der laufenden Berichtssaison verlangsamen könnte. Bei kleinkapitalisierten Werten, die im ChiNext-Index vertreten sind, wird gar ein Gewinnrückgang erwartet. Chinas Regierung hat wie angekündigt die Eigentumslimite für ausländische Investoren an chinesischen Finanzinstituten aufgehoben. Das gab chinesischen Banktiteln Auftrieb. Chinesische Technologiewerte gerieten unter Abgabedruck, nachdem die Regierung angekündigt hatte, die Zahl neuer Onlinespiele zu begrenzen. Damit soll die Zeit begrenzt werden, die Kinder mit elektronischen Geräten verbringen. Dies wirkte sich auf die Aktienkurse von Tencent und vom Mitbewerber Kingsoft aus. Der Aktienkurs von Taiwan Semiconductor Manufacturing stieg an, da angenommen wird, dass die Einführung der im September neu angekündigten iPhone-Serien Rekordeinnahmen für den Halbleiterhersteller bringen wird. Wir erwarten im kommenden Quartal insgesamt eine eher seitwärts gerichtete Entwicklung der Aktien in Japan und in den Schwellenländern.

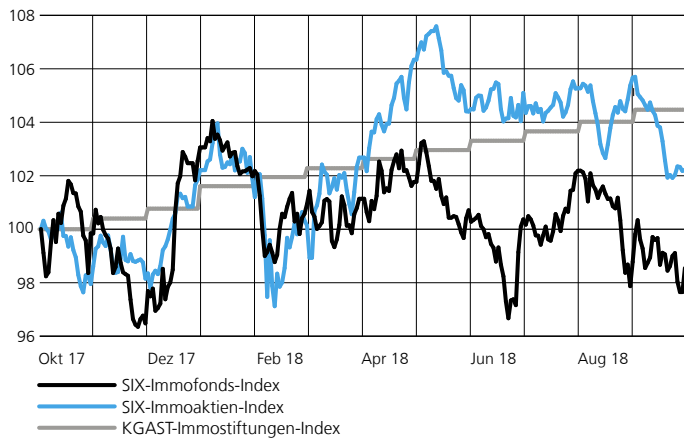
Nicht traditionelle Anlagen

Immobilien Schweiz

Kapitalerhöhungen belasten weiter

Im dritten Quartal 2018 sind die Preise der Schweizer Immobilienfonds durchschnittlich um $-1,8\%$ gegenüber dem Vorquartal gesunken. Damit hat der SIX Real Estate Funds Broad Index um $-6,5\%$ schwächer als der gesamte Schweizer Aktienmarkt (SIX $+4,7\%$) abgeschnitten. Die durchschnittliche Prämie (Agio) der

Entwicklung Immobilien Schweiz 1 Jahr (indexiert)



Immobilienfonds beträgt per Ende September $+18,6\%$. Sie liegt damit noch leicht über dem historischen Durchschnitt von rund 15% . Am besten abgeschnitten im letzten Quartal haben Streetbox ($+6,1\%$), UBS Anfos ($+3,4\%$) und Patrimonium ($+1,5\%$). Zu den schwächsten Immobilienfonds gehören UBS Direct Urban ($-8,1\%$), UBS Direct Residential ($-7,5\%$) und Valres ($-6,1\%$). Seit Anfang des Jahres weisen die Schweizer Immobilienfonds mit $-4,4\%$ eine schwächere Entwicklung auf als die Schweizer Immobilienaktien ($+2,3\%$). Die Kapitalerhöhungen im Sektor gelten als ein Hauptgrund für die Schwäche der kotierten Schweizer Immobilienfonds. Nach CHF 550 Mio. im ersten Quartal ist der Markt im zweiten Quartal mit über CHF 710 Mio. an Emissionskapital ausgeweitet worden, mehr als die Zusatznachfrage nach Immobilienfonds. Im vierten Quartal werden noch bedeutende Emissionen erwartet. Diese können die Preise der kotierten Immobilienfonds beeinflussen, auch wenn sie aus anderen Produktsegmenten wie Stiftungen kommen. Beispielsweise beabsichtigt ein Versicherungsunternehmen einen neuen Schweizer Immobilienfonds für institutionelle Anleger mit einem Portfolio von etwa CHF 350 Mio. zu gründen. Andere Immobilienfonds planen ihre Portfolios auszubauen. Damit werden allein im vierten Quartal Kapitalerhöhungen von CHF 700 Mio. möglich sein, was die Kursentwicklung des Sektors unter Umständen belasten wird. Daraus werden sich wiederum attraktive Investitionsmöglichkeiten ergeben. Passiv orientierte Anlagegefässe tragen nämlich zusätzlich zu den Marktbewegungen bei. Sie müssen Fondsanlagen entsprechend den sinkenden Markt-

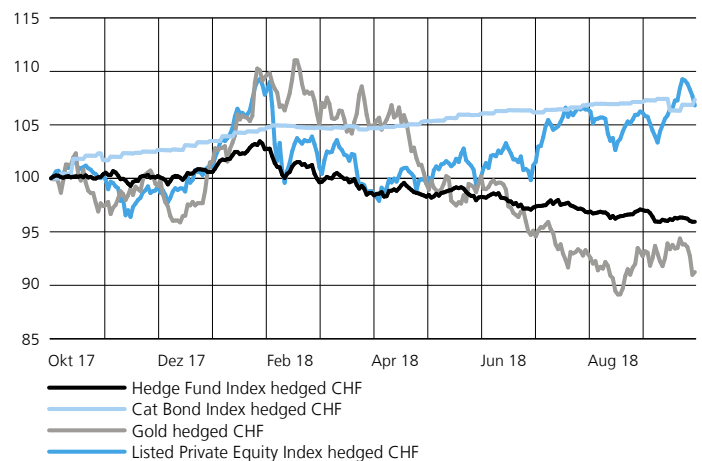
gewichtungen verkaufen und die frei werdenden Mittel in neuen Emissionen im kotierten Sektor investieren. Solche Kursrückgänge erfolgen ohne eine fundamentale Veränderung der verkauften Anlagen. Sie eröffnen damit selektive Kaufgelegenheiten. So erwarten wir im vierten Quartal attraktive Investitionsmöglichkeiten im Segment der kotierten Immobilienfonds. Wir stufen die Immobilienfonds weiterhin als solide, defensive Anlage mit attraktiver Ausschüttungsrendite ein.

Übrige Anlagen

Die passende Mischung, um gute Ergebnisse zu erzielen

Zu den übrigen Anlagen zählen wir Investitionen, welche nicht den klassischen Kategorien (Liquidität, Obligationen, Aktien und Immobilien) zugeteilt werden können. Damit streben wir eine strikte Trennung von traditionellen Anlagen und Produkten mit teilweise vielschichtigen und komplexen Strukturen sowie einer möglichen eingeschränkten Liquidität an. Solche Gebilde beinhalten in der Regel viel Anlagefreiraum, um Investitionsmöglichkeiten optimal ausnützen zu können. Die Risikoquellen sind zudem nicht immer

Entwicklung übrige Anlagen CHF 1 Jahr (indexiert)

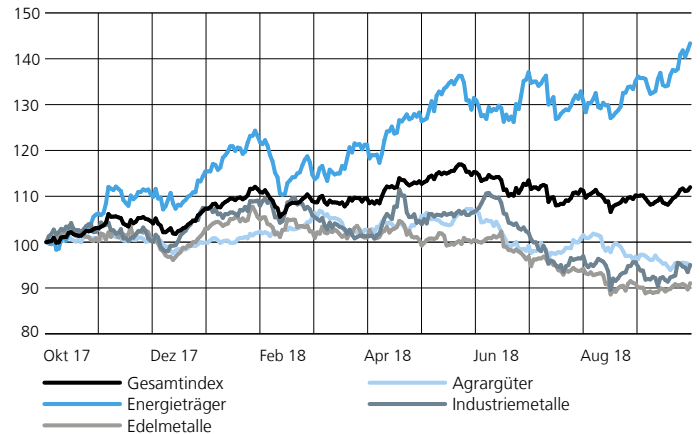


sofort klar ersichtlich. In den Monaten Juli und August wurden überraschenderweise viele **Cat-Bonds (versicherungsbasierte Katastrophenanleihen)** emittiert. Normalerweise werden während der aktiven nordatlantischen Hurrikan-Saison, welche vom 1. Juni bis 30. November dauert, kaum neue Transaktionen auf den Markt gebracht. Plötzlich auftretende Sturmsysteme könnten den Platzierungserfolg gefährden. Auch am Sekundärmarkt wurde im Juli rege gehandelt, was ebenfalls eher untypisch ist. In der Regel konzentrieren sich die Handelsaktivitäten nur auf sogenanntes «Live Cat Trading», bei welchem Marktteilnehmer Käufe und Verkäufe rund um ein aktives Sturmereignis vornehmen. Während des dritten Quartals beschäftigten viele Katastrophenereignisse die Versiche-

Nicht traditionelle Anlagen

rungsindustrie. Schwere Waldbrände in Kalifornien, starke Erdbeben auf der Touristeninsel Lombok östlich von Bali (Indonesien), der Einsturz der Morandi-Brücke in Genua, die Sturmaktivitäten im Pazifik mit dem gewaltigsten Taifun seit dem Jahre 2013. Im September gesellte sich zudem Hurrikan «Florence» dazu. Dieser traf am 14. September als Hurrikan der Kategorie 1 auf einer Skala von 1 (schwach) bis 5 (verwüstend) auf die US-Küste. Lange Zeit wurde das Sturmtief als Hurrikan der Kategorie 4 eingestuft und im Vorfeld wurde mit dem Schlimmsten gerechnet. Obwohl «Florence» in der Küstenregion grossflächige Überschwemmungen verursachte, hunderttausende Haushalte von der Stromversorgung abschnitt und grossen ökonomischen Schaden anrichtete, werden die versicherten Schäden moderat ausfallen. Flut- und Überschwemmungsrisiken werden durch die meisten Cat-Bonds oder durch Versicherungsverträge nur geringfügig abgedeckt, da Standard-Versicherungspolizen für Wohnhäuser solche Schäden nicht einschliessen. Eine Deckung wird nur über das staatliche «National Flood Insurance Programm» abgedeckt. Da eine solche Versicherungsdeckung aber nicht obligatorisch ist, wird sie oft nicht abgeschlossen. Die aufgelaufene Jahresperformance versicherungsbasierter Anlagen beläuft sich auf rund +0,9%. Ein Engagement in solche breit diversifizierte Gefässe erachten wir weiterhin als sehr interessant. Die **CoCo-Bonds (bedingte Pflichtwandelanleihen)** legten im dritten Quartal wieder 1,7% zu. Dies ist auf den Rückgang der Kreditrisikoprämien zurückzuführen, welche sich nach den Höchstständen (ca. 420 Basispunkte) von Anfang Juli wieder auf 360 Basispunkte zurückbildeten. CoCo-Bonds werden in der Regel von Banken ausgegeben und dienen der Kapitalbeschaffung. Beim Unterschreiten einer bestimmten regulatorischen Eigenmittelschwelle des Emittenten werden diese Bonds in Aktien umgewandelt oder abgeschrieben. Europäische Banken haben CoCo-Anleihen in der Gesamthöhe von rund CHF 165 Milliarden ausstehend. Die **zinsensitiven Produkte und die flexiblen Fonds** innerhalb der «Übrigen Anlagen» konnten sich dem allgemeinen Trend zu höheren Zinsen resp. spiegelbildlich tieferen Obligationenpreisen nicht entziehen. Die Performanceausprägung der einzelnen Fonds ist aber stark vom unterliegenden Engagement abhängig. Viele dieser Fonds investieren in unterschiedliche Fixed Income Bereiche wie zum Beispiel in Hochzins-, Emerging-Market-, Unternehmens- und Investmentgrade-Anleihen. Ein nicht zu unterschätzender Einflussfaktor ist zudem die mittlere Kapitalbindungsdauer, welche bei steigenden oder fallenden Zinsen von Bedeutung ist. Steigen die Zinsen, verlieren die Fonds an Wert, je länger die Kapitalbindungsdauer ist. Oft widmen sich solche Fonds auch der aktiven Bewirtschaftung von Fremdwährungsrisiken, da viele Obligationenengagements in unterschiedlichen Währungen getätigt werden. Wir beurteilen eine Investition in solch flexible Fonds weiterhin als interessant. Der **gesamte Rohstoffmarkt**, abgesichert gegen Schweizer Franken, verlor im dritten Quartal -1,8%. Die aufgelaufene Jahresperformance beläuft sich auf rund +3,0%. Noch zu Beginn des dritten Quartals verbilligte sich das Rohöl der Sorte Brent um rund 11% auf

Entwicklung Rohstoffe USD 1 Jahr (indexiert)



USD 70.75. Anschliessend rückten die Sanktionen der USA gegen den drittgrössten OPEC-Produzenten Iran in den Fokus. Das Rohöl verteuerte sich wieder und stieg auf ein neues Vierjahreshoch von rund 82.72 USD je Fass. Im Gegenzug reagierten Landwirtschaftsprodukte mit Abschlagen auf die Ankündigung des US-Präsidenten, weitere Strafzölle auf Importe zu erheben. Die Genussmittel Kaffee und Zucker sowie Getreide und Ölsaaten litten stark unter Abgabedruck. Abgesichert gegen den Schweizer Franken verlor das **Gold** im abgelaufenen Quartal -5,9% an Wert. Der seit April anhaltende Abwärtstrend scheint aber vorerst gestoppt zu sein. Verantwortlich dafür dürfte der schwächere US-Dollar sein. Die generell stärkere Nachfrage und ein schwächerer Dollar sprechen eher für einen höheren Goldpreis, weitere Leitzinserhöhungen und erhöhte Wachstumsrisiken in den Schwellenländern eher für einen höheren US-Dollar und damit tiefere Goldnotierungen.

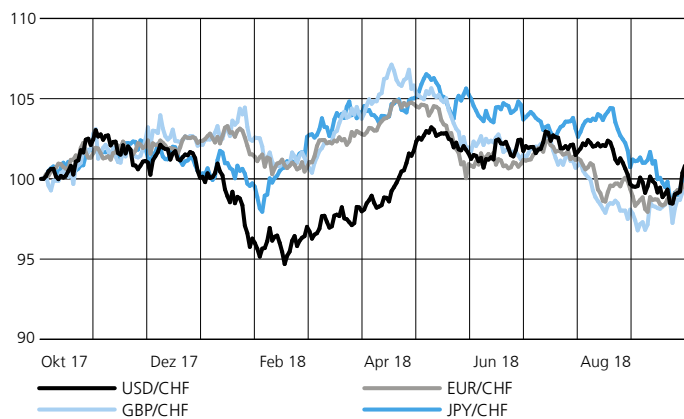
Währungen

Währungen im Überblick

Schweizer Franken wieder erstarkt

Verschiedene Faktoren sorgten im vergangenen Quartal für Unsicherheiten an den Währungsmärkten. So steigerte die US-Regierung etappenweise die Strafzölle auf chinesische Güter und heizte so den schwelenden Handelsstreit zwischen China und den USA immer weiter an. Sorgen bereiteten den Anlegern auch die Haushaltspläne der italienischen Regierung sowie die Verschuldung des Mittelmeerlandes. Für einiges Kopfzerbrechen sorgte auch der Kurszerfall der türkischen Lira. Die Schuldner in der Türkei mussten aufgrund der Abwertung immer mehr türkische Lira aufwenden, um die Dollar- und Euro-Kredite zu bedienen. Dies schürte Vorbehalte gegenüber einigen europäischen Banken, welche über starke Verbindungen in die Türkei verfügen. Die Investoren steuerten in diesen unsicheren Zeiten wieder vermehrt die sicheren Häfen an. So verwundert es auch nicht, dass unter diesen Voraussetzungen und der gut laufenden Schweizer Wirtschaft der Schweizer Franken wieder erstarkt ist. Zwischenzeitlich kostete ein Euro weniger als 1.12 Franken. Im April waren dafür noch 1.20 Franken nötig. Damit bewegte sich der Euro-Franken-Kurs wieder in Gefilden, in denen

Währungsentwicklung 1 Jahr (indexiert)



Interventionen der Schweizer Nationalbank SNB am Devisenmarkt zunehmend wahrscheinlich werden. Aktuell deutet die Statistik der SNB zu den Sichtguthaben jedoch (noch) nicht auf grössere Eingriffe hin.

Ausverkauf bei Schwellenländerwährungen

Zahlreiche Schwellenländerwährungen waren in den vergangenen Monaten von starken Verwerfungen betroffen. Steigende US-Zinsen, ein stärkerer Dollar, der schwelende Handelskrieg, politische Agenden und geopolitische Spannungen führten zu Turbulenzen. Als Auslöser der aktuellen Krise in den Schwellenländern gilt jedoch die Türkei. Seit Jahresbeginn hat sich die türkische Lira zum Schweizer Franken um rund 37% abgewertet. Die grösste Bewegung fiel

Entwicklung Währungen (Schwellenländer)

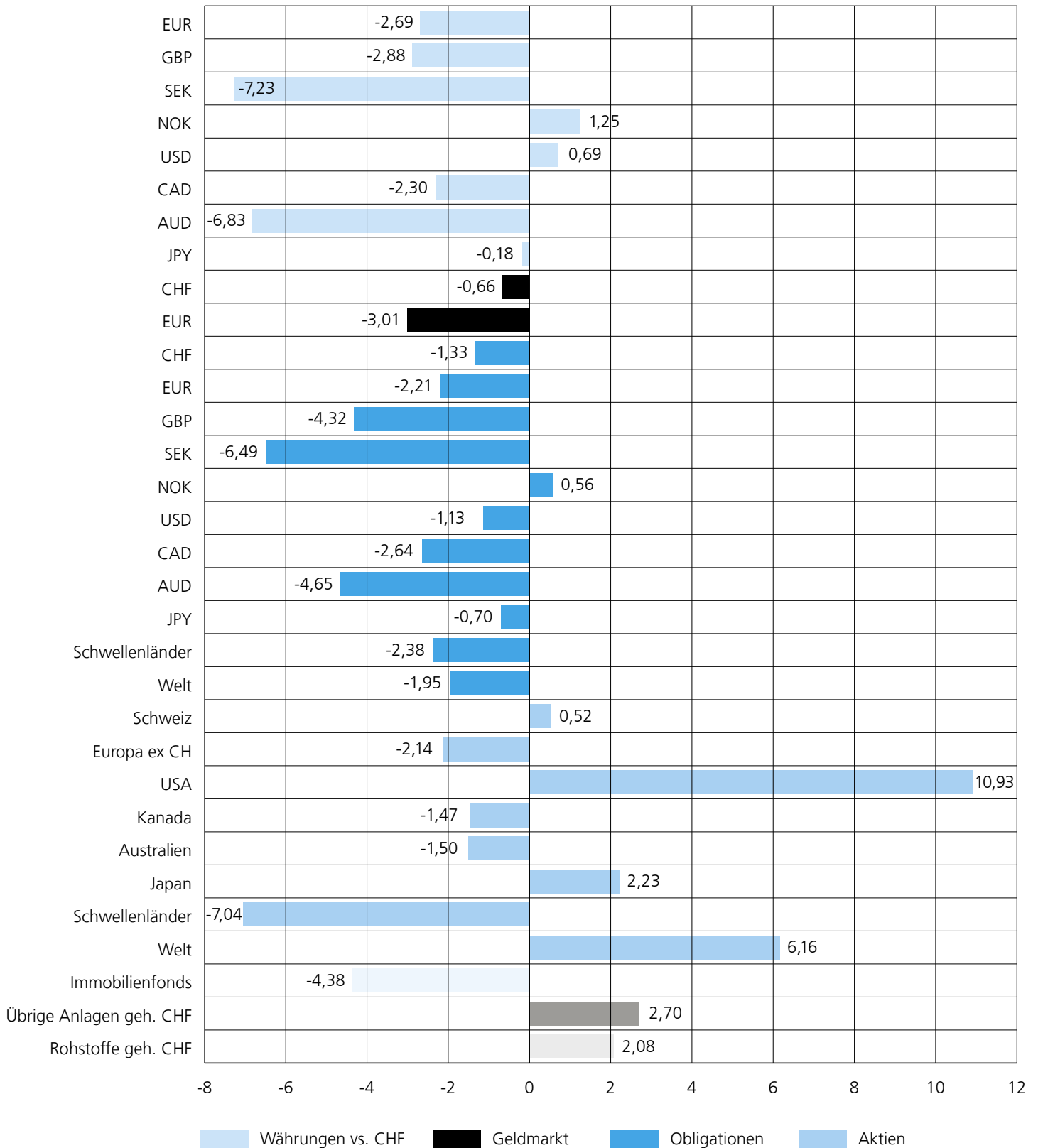


auf den August, nach der Bekanntgabe amerikanischer Sanktionen und Strafzölle gegen die Türkei. Die USA verlangen von der Türkei die Freilassung des wegen Spionageverdachts unter Hausarrest stehenden US-Pastors Andrew Brunson. Die Fronten schienen verhärtet zu sein. Die Türkei reagierte ihrerseits mit Sanktionen gegen die USA. Die schwachen wirtschaftlichen Fundamentaldaten und die wenig vertrauenerweckende Politik führten zusammen mit der scharfen Rhetorik im Konflikt zur Eskalation.

In den Sog der Währungskrise wurden weitere Länder hineingezogen. Die betroffenen Volkswirtschaften zeichnen sich meist durch ein hohes Leistungsbilanzdefizit und eine hohe Fremdwährungsverschuldung aus. Allen voran waren die unter der Bezeichnung «die fragilen Fünf» bekannten Länder betroffen. Es sind dies neben der Türkei auch Brasilien, Indonesien, Indien und Südafrika. Ein weiteres Sorgenkind ist Argentinien. Der Argentinische Peso verlor bereits im April das Vertrauen der Investoren, was zu einer Währungsabwertung und abnehmenden Fremdwährungsreserven führte. Die hohe Auslandverschuldung und die hohe Inflationsrate macht das süd-amerikanische Land besonders verwundbar. Die Volkswirtschaft ist spezialisiert auf den Export von Agrargütern und war in diesem Jahr von einer starken Dürre betroffen. Die Produktion und der Export brachen ein und führten zu einem Ausverkauf der Währung, welcher durch die von der Türkei ausgehenden Problemen weiter verstärkt wurde. Trotz der schnellen Reaktion auf die Krise durch eine starke Leitzinserhöhung und der Einrichtung einer umfassenden Kreditlinie beim internationalen Währungsfonds steht das Land weiterhin vor grossen Herausforderungen. Die Bewertung der Schwellenländerwährungen scheint aktuell attraktiv zu sein, die Situation bleibt jedoch angesichts der angespannten Lage weiterhin volatil.

Marktpformance

1. Januar bis 30. September 2018 (Basis CHF)



Anlagestrategie

Konjunktur

	BIP (vs. Vorjahr)		Inflation (Jahresdurchschnitt)	
	2018	2019	2018	2019
Schweiz	2,7	2,2	1,0	1,1
Euro-Zone	2,1	1,7	1,9	1,8
USA	2,8	2,2	2,5	2,3
Japan	1,1	1,0	1,0	1,1
China	6,3	6,0	2,1	2,2
Schwellenländer	5,0	4,8	4,4	4,2

Währungen und Zinsen

Trend (3 Monate)

Zinsen	Geldmarkt	Kapitalmarkt
CHF	→	→
EUR	→	→
USD	→↗	→↗
JPY	→	→

Währungen	
EUR / CHF	→
USD / CHF	→
JPY / CHF	→
GBP / CHF	→

Aktien

Trend (3 Monate)

Schweiz	→
Europa	→
USA	→
Japan	→
Schwellenländer	→

Nicht traditionelle Anlagen

Trend (3 Monate)

Immobilien Schweiz	→
--------------------	---

Anlagepolitik aktuell

Die globalen Finanzmärkte präsentieren sich bezüglich der Kursentwicklung der einzelnen Anlageklassen nach wie vor sehr volatil. Vor allem das Spannungsfeld aus guten Konjunkturdaten und politischen Belastungsfaktoren hält die Anleger in Atem. Je nach Nachrichtenfluss ändert sich das Risikoverhalten der Marktteilnehmer. Überwiegt die Freude über die gute Wirtschaftslage, erhöht sich die Nachfrage nach Aktien und Rohstoffen. Steigen dagegen die Befürchtungen über eine Eskalation des Handelsstreits zwischen den USA und China, werden Umschichtungen in sichere Anlagen wie Staatsanleihen oder den Franken vorgenommen. In den letzten Monaten haben zusätzliche Krisen für Unsicherheit bei den Investoren gesorgt. Dazu gehört die angespannte Lage in einigen Schwellenländern. Steigende US-Zinsen sowie ein stärkerer Dollar haben einzelne hoch verschuldete Staaten in Schwierigkeiten gebracht. Ein weiterer Unsicherheitsfaktor betrifft verschiedene Vorkommnisse in der europäischen Währungsunion. Einerseits geht die neue Regierung in Italien mit ihrem Budgetvorschlag auf Konfrontationskurs mit Brüssel. Andererseits gibt es nach wie vor keine Lösung für den kommenden EU-Austritt Grossbritanniens.

Angesichts dieser unsicheren Ausgangslage ist es erstaunlich, wie gelassen die Marktteilnehmer bisher reagiert haben. Zu grösseren Kursverlusten an den Hauptmärkten ist es nicht gekommen. Allerdings fehlen neben der guten Konjunkturlage zusätzliche Aufwärtstreiber. Die massgebenden Notenbanken setzen ihren Normalisierungsprozess zwar langsam, aber unbeirrt fort. Neben der boomenden Wirtschaft und einem angespannten Arbeitsmarkt sind es vor allem zunehmend steigende Inflationsraten, welche den Anpassungsprozess nötig machen. Bisher hat nur das angetönte Sicherheitsbedürfnis der Anleger einen stärkeren Anstieg der Renditen verhindert. Wir bleiben bezüglich festverzinslichen Anlagen zurückhaltend. Die Aktienmärkte haben bisher von den steigenden Unternehmensgewinnen sowie vom Umstand rarer Anlagealternativen profitiert. Die Bewertung der Beteiligungspapiere ist nicht mehr günstig und bildet die gute Ertragslage ausreichend ab. Damit ist das Aufwärtspotenzial eher beschränkt. Angesichts der verschiedenen Unsicherheitsfaktoren sind wir deshalb in unserer Anlagestrategie vorsichtig ausgerichtet und halten eine untergewichtete Aktienquote. Die ergänzenden Anlageklassen wie Schweizer Immobilienfonds und Übrige Anlagen erachten wir nach wie vor als interessante Depotbeimischung. Die indirekten Immobilienanlagen zeichnen sich durch eine attraktive Ausschüttungsrendite aus und sind angesichts des Tiefzinsumfeldes aufgrund der jüngsten Kursrückgänge günstig bewertet. Die Übrigen Anlagen zeichnen sich durch ihre Diversifikationseigenschaften aus und optimieren das Rendite-Risiko-Verhältnis der jeweiligen Anlagestrategie.

Nähere Informationen zur aktuellen Anlagestrategie finden Sie monatlich unter www.akb.ch/pm.