



Investment Strategie

4. Quartal 2019

Rückläufige Wachstumsdynamik hält an
 Industrieller Sektor bleibt unter Druck
 Zentralbanken werden wieder expansiver

Editorial

Inhalt

Makroökonomie Europa und Schweiz	1
Makroökonomie Nordamerika und Asien	2
Geldmarkt und Obligationen	3
Aktien	4
Nicht traditionelle Anlagen	5
Währungen	6
Marktperformance	7
Anlagepolitik und Prognosen	8
Impressum	

Sehr geehrte Leserinnen und Leser

Wie gerne würden wir an dieser Stelle ausschliesslich von konjunkturellen und damit grundsätzlich eher «zuverlässig» einschätzbaren Ereignissen berichten. Die Realität sieht in diesem Jahr einmal mehr deutlich anders aus: Die Politik, und damit eine hohe Unberechenbarkeit, bestimmt das Tagesgeschehen. Kein Tag ohne neue Ereignisse, sei es zum Handelsstreit zwischen den USA und China, sei es zur unberechtigten Ausserkraftsetzung des britischen Parlaments durch Premierminister Boris Johnson oder zum in die Wege geleiteten Amtsenthebungsverfahren gegen US-Präsident Donald Trump durch die Demokraten, notabene erst gerade das vierte seit der Gründung der USA.

«Unsicherheit ist Gift für die Börsen» lautet ein altbekanntes Sprichwort. So gesehen überrascht die jetzige Situation an den Börsen. Für die aktuell herrschende Verunsicherung verhalten sich die Börsen nach wie vor erstaunlich «entspannt», wenn auch jüngst die Volatilitäten angestiegen sind. Dafür sorgen nicht zuletzt die wichtigsten Zentralbanken der Welt. Die US-Notenbank FED will eine sich möglicherweise abzeichnende Rezession bereits im Keime ersticken und senkt ihre Leitzinsen seit Ende Juli fast im Monatsrhythmus, die Europäische Zentralbank EZB wird ab sofort wieder Staatsanleihen im Umfang von 20 Milliarden EUR pro Monat kaufen, ohne ein Enddatum dieser Aktion zu nennen. Nur, die so geschaffene Liquidität kommt nicht dort an, wo sich die Zentralbanker dies wünschen: in der Realwirtschaft! Stattdessen fliesst das Geld in die Immobilienmärkte und eben an die Börsen, wo dadurch ein «solides» Fundament an Kapitalzuflüssen geschaffen wird. Wie lange kann das gut gehen? Überwiegen am Ende die Befürchtungen einer deutlich schwächeren Wirtschaft gegenüber der Euphorie über die grosszügigen Notenbanker?

Auch in dieser Ausgabe widmen wir uns diesen Themen und hoffen, den einen oder anderen interessanten Gedanken für Sie aufgenommen zu haben.

Die Aargauische Kantonalbank wünscht allen Leserinnen und Lesern eine spannende Lektüre.

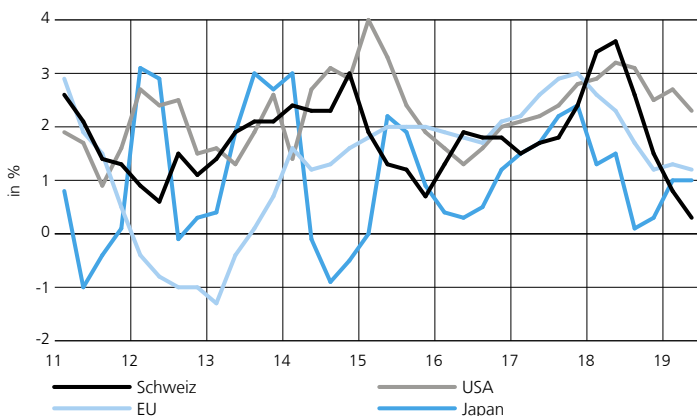
Makroökonomie Europa und Schweiz

Europa

Deutliche Wachstumseintrübung in der Euro-Zone

Das Wirtschaftswachstum in der Euro-Zone hat sich im 2. Quartal 2019 wie erwartet von 0,4 auf 0,2% halbiert. Dabei fiel das Wachstum in drei der vier grössten Volkswirtschaften geringer aus als im Vorquartal. In Italien stagnierte die Wirtschaft, während das Bruttoinlandsprodukt in Deutschland leicht rückläufig war. Die Frühindikatoren signalisieren auch für das 3. Quartal 2019 ein Wachstum von lediglich 0,2%. Die schwache Wachstumsdynamik hinterlässt ausserdem zunehmend Spuren auf dem Arbeitsmarkt. Das Beschäftigungswachstum hat im 2. Quartal 2019 deutlich abgenommen. Nach wie vor ist der industrielle Sektor hauptverantwortlich für das schwache Wachstum. In der Industrie im Euro-Raum ist aktuell ein Ende der Rezession nicht in Sicht. Zwar ist der Einkaufsmanagerindex für die Industrie leicht gestiegen (von 46,5 im Juli auf 47,0 im August), aber dies dürfte kaum der Beginn eines nachhaltigen Auf-

Entwicklung Bruttoinlandsprodukt (Industriestaaten)



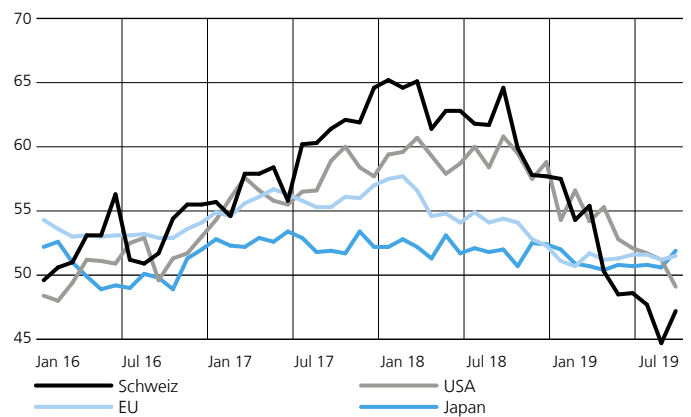
wärtstrends sein. Zu negativ sind die Einflüsse der schwachen globalen Nachfrage, insbesondere aus China. Zudem sorgen der eskalierende Handelsstreit zwischen den USA und China und die Gefahr eines unregelmässigen Austritts Grossbritanniens aus der EU weiterhin für grosse Verunsicherung. Bislang hat das Wachstum des Dienstleistungssektors verhindert, dass die Talfahrt in der Industrie die Wirtschaft im Euro-Raum in eine Rezession reisst. Dies ist insofern ungewöhnlich, als sich beide Sektoren in der Vergangenheit konjunkturell fast parallel entwickelt haben. Die seit Anfang 2019 zu verzeichnende Abkoppelung des Dienstleistungssektors von der schwächelnden Industrie dürfte vor allem der extrem expansiven Geldpolitik der EZB zu verdanken sein. Von der dadurch angetriebenen inländischen Nachfrage profitiert neben der Bauwirtschaft vor allem der Dienstleistungssektor. Doch je länger die Rezession in der Industrie andauert, desto grösser ist die Gefahr, dass auch der Dienstleistungssektor in Mitleidenschaft gezogen wird und die Wirtschaft in eine Rezession abgleitet.

Schweiz

Schwächeres Wachstum im 2. Quartal 2019

Das Bruttoinlandsprodukt BIP der Schweiz wuchs im 2. Quartal 2019 um 0,3%, nach 0,4% (revidiert) im Vorquartal. Inland- und Auslandnachfrage entwickelten sich im Einklang mit anderen europäischen Ländern schwach. Dies belastete insbesondere die Dienstleistungsbranchen. Gebremst durch eine insgesamt schwache Inlandnachfrage und durch leicht rückläufige Dienstleistungsexporte (-0,2%), bürsteten im 2. Quartal 2019 bedeutende Dienstleistungsbranchen an Dynamik ein. Auch die Ausrüstungsinvestitionen sanken spürbar. Insbesondere wurde abermals weniger in Maschinen investiert: Das unsichere Umfeld lastet auf der Investitionstätigkeit der Unternehmen. Zudem kamen von den Bauinvestitionen, dem Staatskonsum und den Exporten kaum Impulse.

Entwicklung Einkaufsmanagerindex (PMI)



Eine Stütze der Schweizer Wirtschaft bleibt dagegen der private Konsum. Die trotz eines geringeren Stellenwachstums robuste Arbeitsmarktlage, welche sich auch bei der Konsumentenstimmung als positiver Faktor hervortut, und die tiefe Teuerung ermöglichen weiterhin solide Konsumausgaben.

Im Unterschied zu anderen europäischen Ländern trug zudem der Industriesektor im 2. Quartal 2019 massgeblich zum BIP-Wachstum bei. Im verarbeitenden Gewerbe (+1,3%) konnte die Wertschöpfung fast an das dynamische Wachstum des Vorquartals anknüpfen. Insbesondere stiegen die Umsätze und die Exporte der Chemie-Pharma an. Hingegen vermeldeten andere Industriebranchen, namentlich jene der Maschinen und Metalle, Umsatzrückgänge und folgten damit der jüngsten internationalen Entwicklung. Im zweiten Halbjahr 2019 dürfte das Wachstumstempo der Schweizer Wirtschaft weiter nachlassen. Hauptverantwortlich sind die sich weiter eintrübenden internationalen Rahmenbedingungen (Brexit, Handelskonflikt). Insbesondere die Handelsstreitigkeiten werden sich voraussichtlich noch bis weit ins Jahr 2020 hinziehen und die globale Wirtschaftsentwicklung ausbremsen.

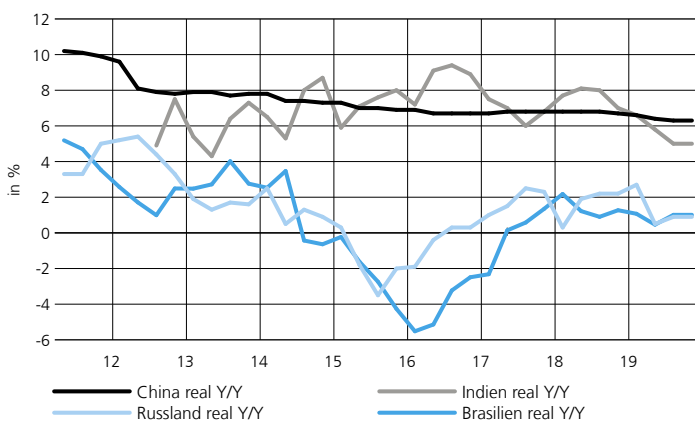
Makroökonomie Nordamerika und Asien

Nordamerika

Weiterhin überraschend robuste Wachstumsdynamik

Im 2. Quartal 2019 ist die amerikanische Wirtschaft um 0,5% (0,8%) gegenüber dem Vorquartal gewachsen. Gegenüber dem Vorjahr betrug der Zuwachs immer noch 2,3% (2,7%). Dies war zwar etwas weniger dynamisch als noch im 1. Quartal 2019, aber damals wurde das Wachstum insbesondere von einem Lageraufbau (wegen drohender Strafzölle stockten die Unternehmen ihre Vorräte deutlich auf) und einem geringeren Aussenhandelsdefizit getragen. Das 2. Quartal 2019 wurde dagegen durch einen starken privaten Konsum geprägt. Für ein robustes Fundament sorgt somit die ausgeprägte Konsumneigung der privaten Haushalte, deren Ausgaben allein das Volumen der gesamten chinesischen Volkswirtschaft übersteigen. Genährt wird die Zuversicht der Haushalte von der

Entwicklung Bruttoinlandsprodukt (Schwellenländer)



wachsenden Beschäftigung, höheren Löhnen und niedrigen Zinsen. Im August beurteilten die Verbraucher die aktuelle Lage und die Bedingungen am Arbeitsmarkt so optimistisch wie seit 2000 nicht mehr. Selbst in der Industrie gibt es mit der Entwicklung einiger regionaler Aktivitätsindikatoren, die besser als erwartet ist, Anzeichen einer Stabilisierung. Etwas enttäuschend haben sich allerdings die privaten Investitionen entwickelt. Womöglich macht sich hier die Unsicherheit durch die Handelskonflikte bemerkbar. Wir gehen davon aus, dass die US-Wirtschaft im weiteren Verlauf des Jahres langsamer wachsen wird. Schliesslich lässt der Schub der Steuersenkungen nach, und die zurückliegenden Zinserhöhungen der amerikanischen Zentralbank FED entfalten noch immer eine bremsende Wirkung. Ausserdem belasten die Handelskonflikte vor allem das verarbeitende Gewerbe. Die Sorgen vor einer Rezession erscheinen uns vor diesem Hintergrund jedoch übertrieben. So bedeutet die jüngste Einigung im Haushaltsstreit, dass die Staatsausgaben weiter zulegen werden (um den Preis steigender Defizite), und mittelfristig dürften die aktuellen Zinssenkungen der FED die Wirtschaft stützen.

Asien

Japan: Anhaltend schwache Wachstumsdynamik

Die japanische Wirtschaft ist im 1. Halbjahr 2019 überraschend stark gewachsen. Nachdem bereits das 1. Quartal 2019 dynamisch ausgefallen war, stieg das BIP im 2. Quartal 2019 gegenüber dem Vorquartal nochmals deutlich an. Die Dynamik ist jedoch aufgrund einiger Sondereffekte etwas überzeichnet: So legten die Investitionen wegen der regen Bautätigkeit im Vorfeld der Olympischen Spiele deutlich zu. Andererseits ist die Wachstumsbeschleunigung des Privatkonsums aufgrund von Vorzieheffekten im Vorfeld der geplanten Mehrwertsteuererhöhung im Oktober zustande gekommen. Spätestens im 4. Quartal 2019 wird sich dieser Trend infolge der tieferen Kaufkraft der Haushalte – zumindest vorübergehend – umkehren. Wir rechnen für das laufende Jahr nach wie vor mit einem bescheidenen Wachstum von knapp unter 1%.

China: Der Handelsstreit zeigt Wirkung

In China gibt es keine Anzeichen für eine konjunkturelle Erholung. Die Einkaufsmanagerindizes pendeln um die kritische Schwelle von 50. Die PKW-Verkäufe gehen weiter zurück, und die Importe Chinas sind bis zuletzt geschrumpft. Ein Ende der Konjunkturschwäche ist nicht in Sicht. Der Handelskonflikt lastet weiter auf der chinesischen Wirtschaft. Ausserdem greifen die Konjunkturmassnahmen nicht wie in früheren Zeiten. Die chinesische Regierung hat zu Beginn des Jahres eines der grössten Steuersenkungspakete – in der Grössenordnung von 2% des Bruttoinlandsprodukts – verabschiedet. Private Haushalte werden durch eine niedrigere Einkommenssteuer und eine geringere Mehrwertsteuer entlastet. Unternehmen können sich über weniger Sozialabgaben freuen. Aber anstatt diese Entlastungen für Konsum und Investitionen zu verwenden, legen private Haushalte das Geld lieber auf die hohe Kante oder nutzen es für den Kauf von Immobilien, während Unternehmen tendenziell ihre hohen Schulden abtragen. Die Steuersenkungen kommen also nicht in der Realwirtschaft an.

Indien: Wachstum nochmals verlangsamt

Die Wachstumsdynamik hat sich in Indien seit Anfang 2018 spürbar abgeschwächt. Im 1. Quartal 2019 betrug das BIP-Wachstum nur noch 5,8% und die meisten Konjunkturindikatoren deuten darauf hin, dass die Wirtschaftsaktivität auch im 2. Quartal 2019 schwach geblieben ist. Neben den Investitionen und den Exporten zeigt nun auch der private Konsum deutliche Schwächezeichen. Die Autoverkäufe sind im Juli um 31% und die Traktorenverkäufe, ein Barometer für den ländlichen Konsum, im 2. Quartal 2019 um 14% im Jahresvergleich gefallen. Mitte August hat die indische Zentralbank daher nicht unerwartet den Leitzins um 35 Basispunkte auf 5,4% gesenkt.

Geldmarkt und Obligationen

Geld- und Kapitalmärkte im Überblick

Positive Preisentwicklung

Weltweit sind die Renditen zwischenzeitlich in die Nähe oder unter ihre Rekordtiefstände von 2016 gefallen. Konjunktursorgen, ein erhöhtes Sicherheitsbedürfnis der Anleger und eine verstärkte geldpolitische Lockerungshaltung der Notenbanken haben die Fallgeschwindigkeit bei den Zinsen noch einmal erhöht. Die zunehmende Skepsis gegenüber der zukünftigen Wirtschaftsentwicklung zeigte sich in den USA anhand einer zwischenzeitlich inversen Zinskurve. Die Rendite für zweijährige Staatsanleihen ist dabei höher als diejenige für die gleichen Papiere mit zehnjähriger Laufzeit. In der Vergangenheit war diese negative Zinsdifferenz häufig der Vorbote einer Rezession, wie letztmals 2007. Allerdings kann vom erstmaligen Auftreten dieses Phänomens bis zum tatsächlichen Eintreten einer Rezession eine längere Zeitdauer vergehen. Damit relativiert sich die Signalwirkung. Neben den wirtschaftlichen Risiken sind es vor allem die politischen Unsicherheiten, welche die Anleger weiterhin in sichere Häfen wie die Obligationen treiben. Neben dem Handelsstreit zwischen den USA und China sind diesbezüglich die Angst vor einem ungeordneten Brexit, die aufgekommenen Spannungen auf der arabischen Halbinsel und die Vorkommnisse in Hongkong zu nennen. Zumindest im Handelsstreit hat eine zwischenzeitliche Entspannung im letzten Monat des Quartals bei den Zinsen zu einer spürbaren Gegenbewegung nach oben geführt. Entsprechend verbilligten sich die Obligationenpreise und gaben einen Teil der zuvor aufgelaufenen Gewinne wieder preis. Nach wie vor verbleibt jedoch für das laufende Jahr ein sattes Plus. Angesichts der bereits zum Jahresbeginn extrem tiefen Zinsen eine nicht unbedingt erwartete Entwicklung an den internationalen Anleihenmärkten.

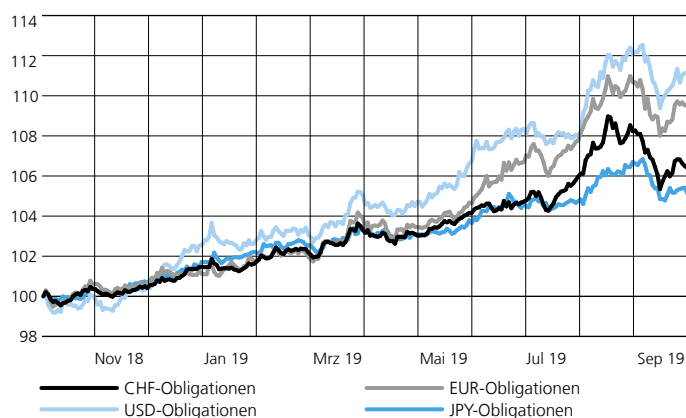
Notenbanken liefern

Trotz einem verhältnismässig guten Zustand der heimischen Wirtschaft im Vergleich zu den anderen grossen Wirtschaftsräumen hat die US-Notenbank erneut den Leitzins gesenkt. Es handelt sich nach dem Juli um die zweite Zinsreduktion in diesem Jahr. Die Begründung hat sich gegenüber dem Sommer nicht wesentlich geändert. Aufgrund der bestehenden wirtschaftlichen und handelspolitischen Risiken erachtet das FED eine Lockerung der Geldpolitik als angebracht. Zudem entwickelt sich die Inflation weiterhin gedämpft. Damit handelt die US-Notenbank erneut nicht aus der absoluten Notwendigkeit, sondern im Sinne einer vorbeugenden Massnahme. Es ist zudem unklar, ob weitere Zinsschritte nach unten folgen werden. Zuvor hatte bereits die EZB wie erwartet ihre expansive Geldpolitik verstärkt. Eine leichte Zinssenkung sowie die Wiederaufnahme von Wertchriftenkäufen sollen der angeschlagenen Wirtschaft helfen, in die Gänge zu kommen. Die zusätzlichen Stimulierungsmassnahmen sollen den konjunkturellen Abwärtsrisiken entgegentreten und die Inflation in Richtung des angestrebten Zielwerts von 2% bewegen. Aber nicht nur die grossen Noten-

banken befinden sich wieder im Lockerungsmodus. Weltweit werden die Leitzinsen gesenkt und zusätzliche Stimulierungsmassnahmen beschlossen. Damit befinden sich die Zinshüter auch nach über 11 Jahren immer noch im Krisenmodus. Und ein Ende ist nicht in Sicht. Trotz aller Vorsicht wird zumindest das Rezessionsrisiko nach wie vor als gering eingeschätzt.

Nach der jüngsten geldpolitischen Entscheidungsrunde bleibt die Frage der Wirkung all dieser Massnahmen. Bekanntlich nimmt der Grenznutzen zusätzlicher Lockerungen immer mehr ab. Die Staaten werden wohl nicht darum herumkommen, durch eine flankierende Fiskalpolitik die wirtschaftliche Belebung zu unterstützen. Vor allem in Europa, wo die geldpolitischen Mittel zusehends ausgeschöpft sind, wird die Politik zukünftig stärker gefordert sein. EZB-Präsident Draghi hat anlässlich des letzten Zins-Meetings einen entsprechenden Aufruf gemacht. Steuererleichterungen und höhere Staatsausgaben sollen den geldpolitischen Stimulus unterstützen und die Wirtschaft ankurbeln. Anschauungsunterricht liefert Japan, das seit vielen Jahren in einem solchen Umfeld verharrt. Allerdings lässt der Erfolg nach wie vor auf sich warten.

Entwicklung Obligationenmärkte 1 Jahr (indexiert)



Anhaltendes Tiefzinsumfeld

Die Notenbanken haben zwar das geliefert, was die Märkte von ihnen erwartet haben. Aber ob dies reicht, um die angeschlagene Weltwirtschaft wiederzubeleben, ist mehr als fraglich. Immer mehr verstärkt sich der Eindruck, dass wir uns insbesondere in Europa bereits heute im so gefürchteten Japanszenario befinden. Das bedeutet tiefe Zinsen, schwaches Konjunkturwachstum und bescheidene Inflationsentwicklung. Aufgrund der gedämpften Inflationserwartung und der anhaltenden geldpolitischen Stimulierung gehen wir davon aus, dass die Zinsen noch längere Zeit auf tiefem Niveau verharren werden. An den Obligationenmärkten ist deshalb mit seitwärts tendierenden Preisen zu rechnen.

Aktien

Aktienmärkte im Überblick

Politik prägt weiterhin das Marktgeschehen

Der andauernde Handelskonflikt zwischen den USA und China sowie das Brexit-Drama wirken sich immer stärker auf die Realwirtschaft aus. Schwache Wirtschaftsdaten aus Deutschland und China (v. a. von der Industrieproduktion) sind die Folge und haben die Rezessionsängste angeheizt. Der private Konsum sowie der Arbeitsmarkt zeigen sich jedoch weiterhin in robuster Verfassung. Das Marktumfeld wird zusätzlich immer wieder durch Twitter-Salven von Trump oder durch Ankündigungen neuer Zölle von einer der beiden Konfliktparteien erschüttert.

Konjunkturabkühlung in der Schweiz spürbar

Der anhaltend starke Schweizer Franken bleibt für die Exporteure hierzulande ein Wettbewerbsnachteil. Inzwischen ist auch nichts mehr von einer wirtschaftlichen Erholung im zweiten Halbjahr zu hören. Die Visibilität der Bestellungen ist tief, was zu Verunsicherung und letztendlich zu zurückhaltenden Investitionen führt – was die Abwärtsspirale weiter verstärken könnte. Der im zweiten Quartal um einen Fünftel eingebrochene Bestellungseingang der Schweizer Maschinenindustrie verheisst nichts Gutes. Was trotz dieser wenig erhellenden Umstände für Aktien spricht, ist die im Vergleich zu den Bondmärkten attraktive Bewertung – auch wenn einige Titel (z. B. Nestlé) kursmässig schon ziemlich ausgereizt wirken. Der Schweizer Markt profitierte einmal mehr von der starken Performance der drei defensiven Schwergewichte.

US-Indizes wieder auf Allzeithöchst

Trotz der Unsicherheiten und der volatilen Kursverläufe konnten die US-Indizes weiter an Wert zulegen. Der jüngste Anstieg wurde aber nicht mehr von Wachstums-, sondern von Value-Aktien getrieben. Diese hatten im bisherigen Jahresverlauf aufgrund des Zinsrückganges und der Rezessionsängste schwach performt. Da sich das allgemeine Umfeld im September leicht aufhellte, waren diese Titel wegen der attraktiven Bewertung wieder gesucht. Angefeuert wurde der Kursanstieg der Value-Aktien zusätzlich durch Deckungskäufe von Leerverkäufern, die auf dem falschen Fuss erwischt wurden und ihre Positionen glattstellen mussten. Im Gegenzug wurden Wachstumsaktien ohne fundamentale Gründe im grossen Stil verkauft. Insgesamt ist der Umstand positiv zu werten, dass die Aufwärtsbewegung der Aktienmärkte durch mehr Titel getrieben wird. In den letzten Jahren war die Marktbreite tief, da hauptsächlich die grossen Technologiewerte für den starken Kursanstieg der US-Indizes verantwortlich waren.

Uneinigkeit im FED-Gremium

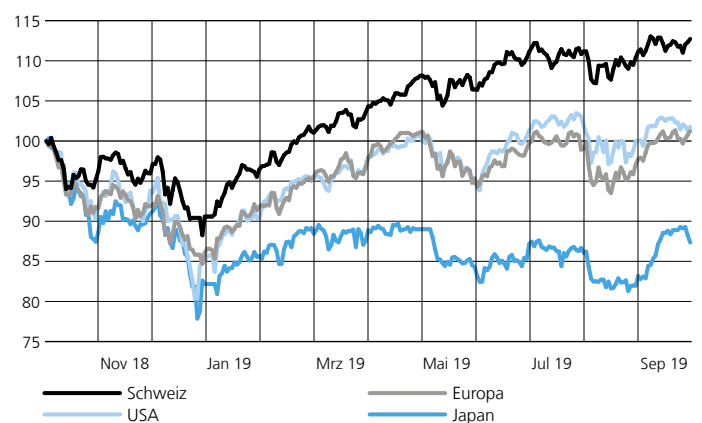
Im September wurden die Leitzinsen in den USA zum zweiten Mal in diesem Jahr gesenkt. Die FED-Mitglieder waren sich aber uneinig. So wurde für keine bis zu einer Senkung von 50 Basispunkten

gestimmt. Schlussendlich wurde eine Kürzung um 25 Basispunkte vollzogen, was auch der Markterwartung entsprach. Im weiteren Verlauf des Jahres erwarten die Marktteilnehmer nochmals mindestens eine Senkung. Die Entwicklung des Handelsstreites, die politischen Spannungen im Nahen Osten sowie die Quartalszahlen und vor allem die Ausblicke der Unternehmen werden bei der Entscheidungsfindung eine grosse Rolle spielen.

Akzelerierung der Umsätze und Gewinne erwartet

Da sich die wirtschaftliche Verfassung in den USA bis auf die verarbeitenden Bereiche weiterhin robust zeigt, sind die Analysten für das vierte Quartal 2019 sowie vor allem für das Jahr 2020 sehr positiv gestimmt. So gehen sie 2020 von einem Umsatzwachstum von rund 5% und einem Gewinnwachstum von rund 10% aus. Eine erneute Beschleunigung ist auch nötig, um den starken Kursanstieg aus bewertungstechnischer Sicht zu rechtfertigen. Bis anhin wurden in diesem Jahr sehr geringe Umsatz- und Gewinnzuwächse verzeichnet. Da die Kurse in diesem Zeitraum um rund 20% gestiegen sind, haben sich Bewertungskennzahlen wie das Kurs-Gewinn-Verhältnis um rund 18% verteuert.

Entwicklung Aktienmärkte 1 Jahr (indexiert)



Weiterhin anspruchsvolles Umfeld für Aktien

Das Umfeld für Aktien wird volatil bleiben. Umschichtungen von «sicheren Anlagen» in zyklischere respektive konjunktursensitivere Aktien und umgekehrt werden das Marktgeschehen deshalb auch weiterhin dominieren – je nach Stand der Handelsgespräche sowie anderer politischer und wirtschaftlicher Entwicklungen. Dass eine solche Situation früher oder später allen schadet, muss wohl zuerst spürbar werden, bevor die Einsicht obsiegt. Entsprechend rechnen wir auch in den nächsten Monaten mit einem anspruchsvollen Umfeld ohne klare Richtung.

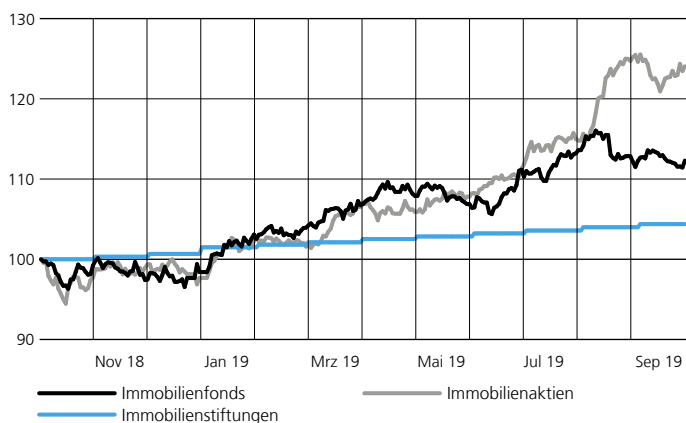
Nicht traditionelle Anlagen

Immobilien Schweiz

Konsolidierung

Im Verlauf des dritten Quartals hat die Preisentwicklung der Schweizer Immobilienfonds spürbar an Schwung verloren. Die Gründe liegen einerseits an den hohen Schwankungen der Zinsmärkte. Als zinsensitive Instrumente reagieren die indirekten Immobilienanlagen sehr stark darauf. Andererseits wird sich das Angebot an zusätzlichen Investitionsmöglichkeiten in indirekte Schweizer Immobilienanlagen in der zweiten Jahreshälfte deutlich erhöhen. Kapitalerhöhungen bestehender Gefässe sowie neue Anlagevehikel führen erfahrungsgemäss zu Umschichtungen aus bestehenden Fonds. Zudem sind die Anleger kritisch eingestellt, was den Verwendungszweck der neuen Mittel angeht. Es droht das Risiko einer Renditeverwässerung. Bewertungstechnisch haben sich die Immobilienfonds im Vergleich zu Mitte Jahr nur noch unwesentlich verteuert. Das Agio liegt aktuell bei rund 28%. Für das Abschlussquartal rechnen wir aufgrund der guten bisherigen Jahresperformance, der überdurchschnittlichen Bewertung sowie der weiteren Angebotsausdehnung nur noch mit geringen Preiszuwächsen. Angesichts der anhaltend tiefen Zinsen, der attraktiven Ausschüttungsrendite sowie der Stabilität des Realmarktes stellen die Schweizer Immobilienfonds aber weiterhin eine solide Anlageklasse dar.

Entwicklung indirekte Immobilien Schweiz 1 Jahr (indexiert)



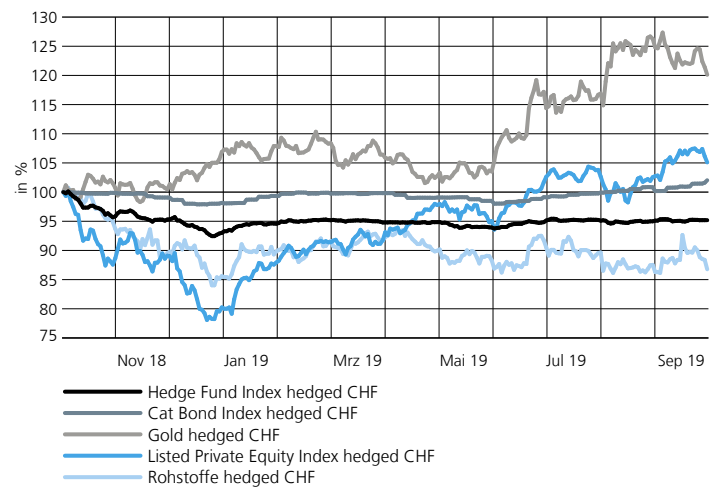
Übrige Anlagen

Die passende Mischung, um gute Ergebnisse zu erzielen

Zu den Übrigen Anlagen zählen wir Investitionen, welche nicht den Kategorien Liquidität, Obligationen, Aktien und Immobilien zugeordnet werden können. Damit streben wir eine strikte Trennung von herkömmlichen Investitionen zu Produkten mit teilweise vielschichtigen, komplexen Strukturen sowie einer möglicherweise eingeschränkten Liquidität an. Unter anderem zählen Anlagen in

gemischte Rohwaren zu dieser Gruppe. Ein wesentlicher Bestandteil der Rohstoffe sind Anlagen in Energiekomponenten wie bspw. Rohöl. Zu Beginn des Quartals lag der Preis für ein Barrel Rohöl der Sorte Brent bei 66.55 USD. In den ersten zwei Quartalsmonaten schwächte sich der Preis aufgrund der allgemeinen Verunsicherung

Entwicklung Übrige Anlagen CHF 1 Jahr (indexiert)



gen über den Zustand der Weltwirtschaft um $-15,5\%$ ab und schloss Ende August rund $-9,2\%$ tiefer auf 60.43 USD. Mit dem Angriff auf Ölanlagen in Saudi-Arabien vollzog der Preis für Rohöl aus der Nordsee kurzzeitig einen Kurssprung von rund 12 US-Dollar je Barrel. Dies bedeutete eine Zunahme von fast 20%. Mehrere Explosionen hatten die grösste Raffinerie des Landes in Mitleidenenschaft gezogen. Der Produktionsausfall schien zu Beginn markante Auswirkungen auf die weltweite Versorgung zu haben. Doch schon anderthalb Wochen nach den Drohnen-Angriffen verkündete der saudische Energieminister, dass die getroffenen Anlagen mehr oder weniger normal arbeiten, was sich auch umgehend in tieferen Notierungen widerspiegelte. Der Preis für ein Barrel liegt per Ende Quartal bei 60.78 USD, ca. $8,7\%$ tiefer als zu Beginn des Quartals. Gegen Ende August sorgte Hurrikan «Dorian» im versicherungsbasierten Anleihenmarkt (Cat Bonds) für grosse Beunruhigung. Es drohte ein direkter Hurrikan-Landeinschlag im dicht besiedelten Süden Floridas. Dies, nachdem «Dorian» bereits die Nord-Bahamas als Hurrikan der Kategorie 4 bis 5 auf einer Skala von 1 (schwach) bis 5 (verwüstend) getroffen hatte, was eine grosse Anzahl Todesopfer forderte. Ebenso hinterliess das Sturmtief markante Sach- und Infrastrukturschäden. Überraschenderweise nahm der Hurrikan eine Richtungsänderung vor und zog «nur» als heftiger Sturm an der Küste Floridas und den beiden benachbarten Bundesstaaten Carolinas nach Nordosten hoch. Der CoCo-Markt (bedingte Wandelanleihen) profitierte im dritten Quartal weiter von der gestiegenen Nachfrage nach höher verzinslichen Krediten von ansprechender Qualität. Die Quartalsperformance liegt bei rund $+2,5\%$.

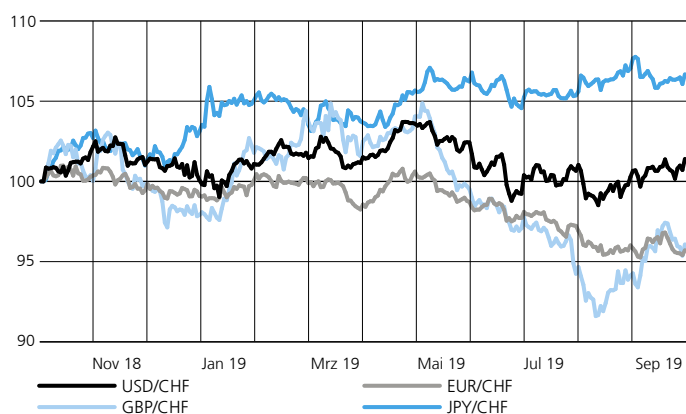
Währungen

Währungen im Überblick

Schweizer Franken unter Aufwertungsdruck

Im vergangenen Quartal lieferten die wichtigsten Notenbanken die von ihnen erwarteten geldpolitischen Impulse. Die Schweizerische Nationalbank führt ihre expansive Geldpolitik weiter und behält den Zins auf Sichteinlagen der Geschäftsbanken bei $-0,75\%$. Die jüngste Zinssenkung der Europäischen Zentralbank EZB und der US-Notenbank FED wurde damit nicht nachvollzogen. Aus dieser Ecke waren somit keine grossen Überraschungen auszumachen. Weiterhin Bestand hatten die geopolitischen und politischen Brandherde, welche sich durch den Drohnenangriff auf die saudische Ölproduktion weiter ausgedehnt haben. Aufgrund der angespannten Lage (Stichwort Handelsstreit, Brexit und Situation im Nahen Osten), welche sich negativ auf den Risikoappetit der Anleger auswirkt, ist es nicht erstaunlich, dass der Schweizer Franken als sicherer Hafen weiterhin gefragt ist. Die SNB bleibt jedoch am Devisenmarkt aktiv, wobei die gesamte Währungssituation berücksichtigt wird. Sollte sich die Konjunktur in Europa eintrüben, die EZB weitere Lockerungsmassnahmen beschliessen oder sich unsere Heimwährung aufgrund politischer Risiken nochmals deutlich aufwerten, greift die SNB korrigierend ein. Daher gehen wir im Währungspaar CHF/EUR von einer weiterhin volatilen Seitwärtsbewegung aus.

Währungsentwicklung 1 Jahr (indexiert)

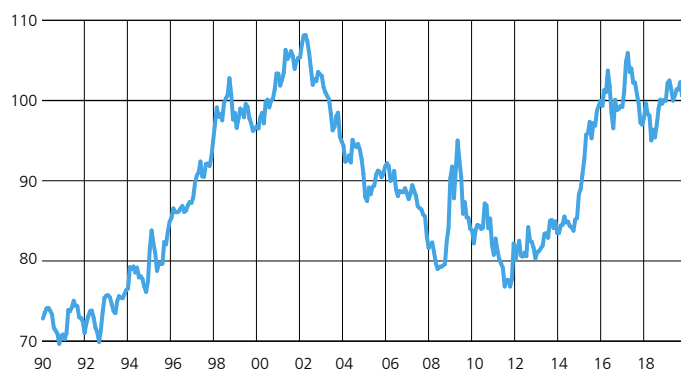


US-Dollar auf Rekordniveau

Auch die amerikanische Währung ist in unsicheren Zeiten gefragt. Gemessen am handelsgewichteten Dollar-Index erreichte der Greenback ein Rekordniveau. Zum Schweizer Franken vermochte er im vergangenen Quartal rund 2% zuzulegen. Auch die Strategieänderung des FED hat daran bislang nichts geändert. Der US-Dollar bleibt aufgrund seines weiterhin höheren Zinsniveaus attraktiver als andere Währungen. Zudem schlägt sich die amerikanische Wirtschaft im internationalen Vergleich immer noch relativ gut, während sich die Folgen des Handelskonfliktes bei den europäischen

Exportunternehmen zunehmend negativ bemerkbar machen und die EZB zu weiteren Massnahmen zwingen könnte. Der Renditeunterschied zwischen den USA und Europa dürfte also tendenziell anhalten. Selbst die hohen Unternehmensverbindlichkeiten und die weiterhin zunehmenden Staatsschulden scheinen die Anleger bis jetzt nicht von Investitionen in die USA abzuschrecken. Viel Negatives wird momentan einfach ausgeblendet. Unter dem Strich sehen wir ein eher ausgeglichenes Chancen-Risiko-Verhältnis und bleiben deshalb bei einem neutralen Ausblick auf die zukünftige US-Dollar-Entwicklung.

USD handelsgewichteter Index

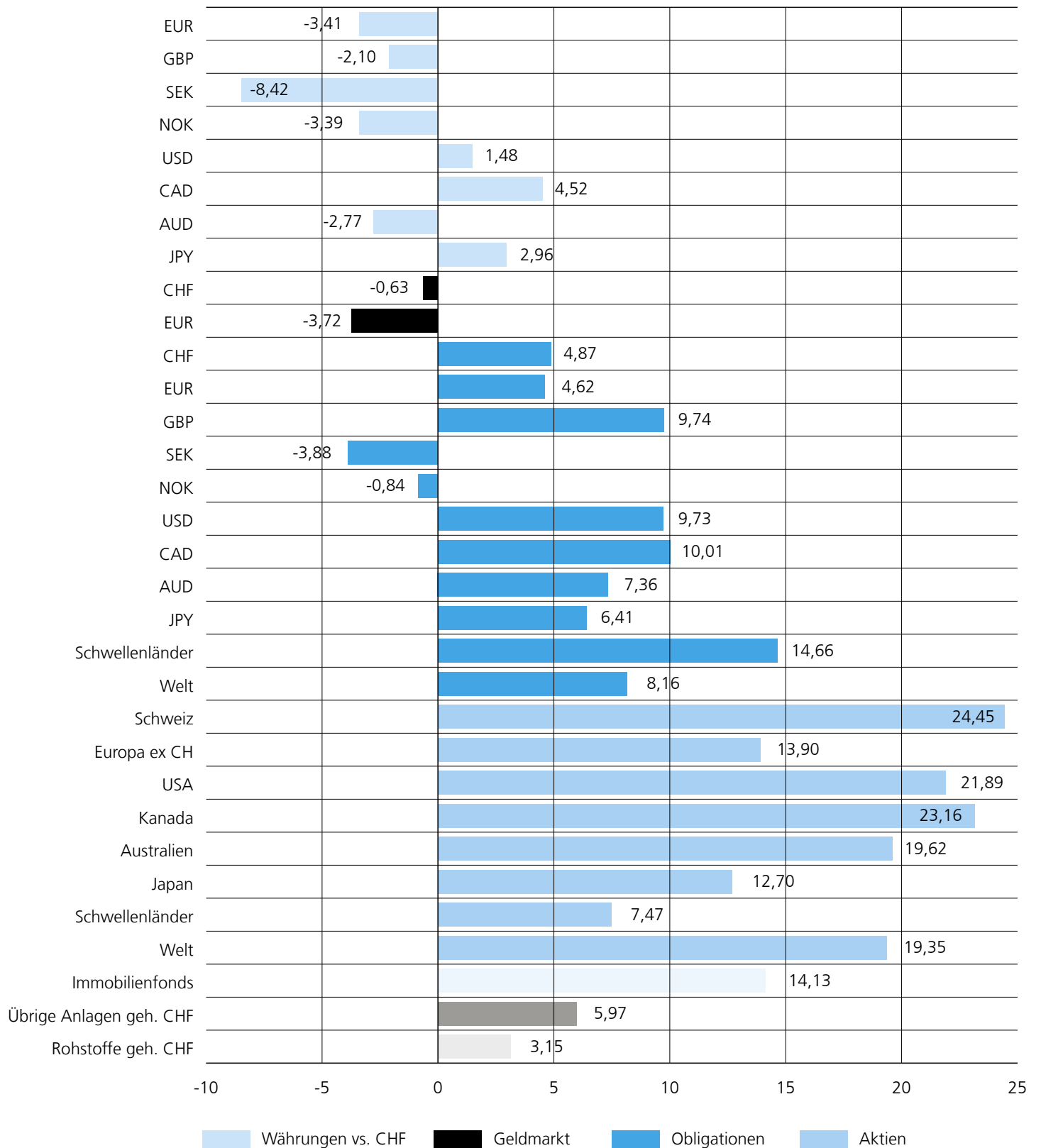


Innenpolitisches Chaos in Grossbritannien

In London tobt ein Machtkampf zwischen dem britischen Parlament und der Regierung von Premierminister Johnson. Der oberste Gerichtshof hat entschieden, dass die von der Regierung verhängte parlamentarische Zwangspause rechtswidrig sei. Die Abgeordneten kommen somit nach den Zwangsferien wieder zusammen und werden Johnson das Leben schwer machen, denn eine Mehrheit im Parlament hat er nicht mehr. Die von ihm geforderte Neuwahl wird ihm wohl verwehrt bleiben. Ein No-Deal-Brexit am 31. Oktober scheint momentan unwahrscheinlich zu sein, was dem britischen Pfund Rückenwind verleiht. Das Risiko eines ungeregelten Brexits zu einem späteren Zeitpunkt ist jedoch nicht auszuschliessen. Ein Ende im politischen Seilziehen zwischen London und Brüssel ist nicht in Sicht. Das britische Pfund hält deshalb weiterhin eine ansehnliche Risikoprämie, welche aufgrund der politischen Risiken jedoch gerechtfertigt zu sein scheint. Am Ende des dritten Quartals betrug der Wechselkurs zum Schweizer Franken 1.23.

Marktpformance

1. Januar bis 30. September 2019 (Basis CHF)



Anlagestrategie

Konjunktur

	BIP (vs. Vorjahr)		Inflation (Jahresdurchschnitt)	
	2019	2020	2019	2020
Schweiz	0,9	1,3	0,4	0,9
Euro-Zone	1,0	1,1	1,3	1,4
USA	2,1	1,8	1,9	2,0
Japan	0,8	0,4	1,1	1,7
China	6,2	5,9	2,5	2,4
Schwellenländer	4,2	4,5	4,5	4,7

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

Das Geschehen an den Finanzmärkten wird weiterhin geprägt von den verschiedenen politischen und wirtschaftlichen Risiken. Der stetig wechselnde Nachrichtenfluss zu den einzelnen Themen zwingt die Anleger, sich stets mit einer neuen Ausgangslage zu beschäftigen. Es wechseln sich eine erhöhte Risikobereitschaft und damit der Fokus auf Sachanlagen wie Aktien ab mit einer steigenden Vorsicht und dem Fokus auf sichere Häfen wie den Franken, Gold oder sichere Staatsanleihen. Da vor allem die Entwicklung der politischen Einflussfaktoren schwierig vorherzusehen ist, sind Anleger mit einer langfristig orientierten Anlagestrategie gut beraten, ihrer strategischen Ausrichtung treu zu bleiben. Die wirtschaftlichen Risiken gilt es allerdings sehr genau zu beobachten. Ein gesundes wirtschaftliches Fundament wird mittel- bis langfristig den wichtigsten Nährboden für eine freundliche Entwicklung an den Finanzmärkten darstellen. Und an diesem Punkt kommt die Geldpolitik ins Spiel, welche seit Ausbruch der letzten Wirtschaftskrise 2007 eine unverzichtbare Rückendeckung für eine freundliche Konjunktorentwicklung darstellt. Trotz aller gegenteiligen Bemühungen verharren allerdings die Notenbanken bis heute im Krisenmodus. Weil die geldpolitischen Stimulierungsmittel immer mehr fehlen, soll nun zunehmend die Politik für eine nachhaltige Belebung der Wirtschaft sorgen. Steuersenkungen und höhere Staatsausgaben sollen den Konsum sowie die Investitionstätigkeit der Unternehmen ankurbeln. Die ganze Entwicklung erinnert zunehmend an das so gefürchtete Japanszenario. Bescheidenes Wirtschaftswachstum, tiefe Zinsen und eine gedämpfte Inflationsentwicklung sind seit vielen Jahren die treuen Begleiter der drittgrössten Volkswirtschaft, allerdings mit mässigem Erfolg. Insbesondere in Europa zeigen sich auffällig viele Parallelen.

Angesichts der vorherrschenden Unsicherheiten bleiben wir in der taktischen Ausrichtung unserer Anlagestrategie defensiv ausgerichtet. Die Aktienquote wird zu diesem Zweck leicht untergewichtet. Die Beteiligungspapiere weisen heute eine überdurchschnittliche Bewertung auf und bilden die vorherrschenden Risiken nicht vollumfänglich ab. Dies führt zu einem erhöhten Enttäuschungspotenzial. Allerdings gibt es wenig Anlagealternativen. Die Renditeausichten für Obligationen sind nach wie vor bescheiden. Noch tiefere Zinsen und damit höhere Preise sind nur bei einer weiteren Verschärfung der Unsicherheitsfaktoren zu erwarten. Davon gehen wir aktuell nicht aus. Hingegen ist auch das Aufwärtspotenzial bei den Zinsen aufgrund der geldpolitischen Lockerungshaltung sowie der gedämpften Inflationsentwicklung beschränkt. Die freigewordenen Mittel parkieren wir deshalb zwischenzeitlich in der Liquidität. Auf diese Weise können wir rasch sich bietende Opportunitäten am Markt für einen Positionsaufbau nützen.

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

Impressum

Ihre Ansprechpartner in den Regionen

Region Aarau

Dieter Bruttel, Regionaldirektor
Bernard Hennet, Private Banking Region

Region Baden/Wettingen

Marc Hunsperger, Regionaldirektor
Michael Käppeli, Private Banking Region

Region Brugg

Andreas Schreiber, Regionaldirektor
Christoph Kühne, Private Banking Region

Region Olten

Jörg Sutter, Regionaldirektor
Christian Wüthrich, Private Banking Region

Region Rheinfelden

Lukas Fässler, Regionaldirektor
Ueli Moser, Private Banking Region

Region Wohlen

Michael Wertli, Regionaldirektor
Adrian Koch, Private Banking Region

Region Zofingen

Jörg Meier, Regionaldirektor
Ivan Jelic, Private Banking Region

Aargauische Kantonalbank

Bahnhofplatz 1, CH-5001 Aarau
Telefon: ++41 62 835 77 77
Telefax: ++41 62 835 77 78
E-Mail: akb@akb.ch
Internet: www.akb.ch

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.

Ihre Ansprechpartner in der Zentrale

Key Account Private Banking

Markus Bucher

Key Account Firmenkunden

Marco Canonica

Institutionelle Kunden

Jan Schneider

Portfolio Management

Sascha Haudenschild

Finanzplanung

Stéphane Curchod

Fondsanlagen und Anlageprodukte Kunden

Daniel Meier

Investment Research

Marcel Koller

Devisen- und Wertschriftenhandel

Andreas Mühlemann

Zinshandel

Peter Pastor

Redaktion

Marcel Koller, Investment Research
Sascha Haudenschild, Portfolio Management
Raphael Donati, Portfolio Management
Daniel Pfister, Portfolio Management
Thomas Vögeli, Portfolio Management
Martin Schwab, Titelresearch
Niculin Camenisch, Titelresearch

Redaktionsschluss: 30. September 2019

Datenmaterial für Charts by Bloomberg®

Diese Publikation steht Ihnen auch in elektronischer Form (PDF-Format) zur Verfügung. Abonnieren Sie sich einen Mail-Hinweis bei Neuerscheinungen unter www.akb.ch/e-news.

