



Investment Strategie

4. Quartal 2020

Historisch starker Wachstumseinbruch
 Konjunktursignale jüngst wieder deutlich positiver
 Aktienmärkte bleiben auf hohen Niveaus

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

Die in den letzten Wochen weltweit veröffentlichten Wachstumswahlen zeigen emotionslos den beispiellosen globalen Wachstums- einbruch im 2. Quartal dieses Jahres. Somit bewahrheiten sich leider die Befürchtungen, die seit den massiven Lockdown-Massnahmen erwartet worden sind.

Erfreulicherweise deuten nun aber die jüngsten Indikatoren – allen voran die Einkaufsmanagerindizes – wie erwartet darauf hin, dass mit der Aufhebung dieser Massnahmen eine starke Gegenbewegung eingesetzt hat. Allerdings scheinen nicht alle Sektoren gleich von den Lockerungsmassnahmen profitieren zu können. Insbesondere das Gastgewerbe, die Eventbranche, Kunst und Kultur sowie viele vom Tourismus abhängige Sektoren sind immer noch weit von den früheren Umsatzniveaus entfernt.

Die von uns propagierte Erholung in Form des bekannten «Swoosh»-Logos von Nike scheint sich grösstenteils zu bewahrheiten. So dürfte dem massiven Einbruch im 2. Quartal eine zwar starke Erholung im 3. Quartal folgen, wobei wir uns wachstums- mässig aber immer noch deutlich unter dem Vorkrisenniveau bewegen.

Wie die weitere Erholung ablaufen wird, lässt sich nach wie vor nur schwierig abschätzen. Wir müssen wohl damit rechnen, dass die Arbeitslosenzahlen nochmals weiter steigen und dass zahlreiche Unternehmungen aufgrund der Folgen der Pandemie letztlich verschwinden werden. Zumindest deutet die bereits wieder etwas pessimistischere Konsumentenstimmung darauf hin. Somit verzögert sich auch die Rückkehr zu einem «normalen» Wachstums- niveau weiter. Eine grosse Unbekannte dabei ist auch das generelle Verhalten der Gesellschaft in den nächsten Monaten, zumal die Infektionszahlen in jüngerer Zeit tendenziell eher wieder zugenommen haben.

Eines dürfte hingegen gewiss sein. Die kommenden Monate werden auch weiterhin eine sehr spezielle und herausfordernde Zeit werden!

Wir wünschen Ihnen eine anregende Lektüre und bleiben Sie gesund.

Herzlichst, Ihre Aargauische Kantonalbank

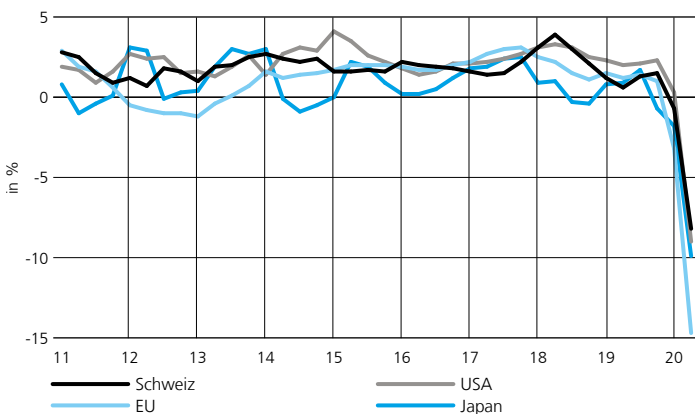
Makroökonomie Europa und Schweiz

Europa

Extremer Wirtschaftseinbruch im 2. Quartal

Das Bruttoinlandsprodukt (BIP) der Euro-Zone ist im 2. Quartal 2020 im Zuge der strikten Eindämmungsmassnahmen um über 12% eingebrochen, was dem stärksten Rückgang seit Beginn der Statistik entspricht. Dabei verzeichneten sowohl Investitionen als auch Aussehenhandel und Privatkonsum massive Einbussen. Alle vier grossen Volkswirtschaften der Euro-Zone verzeichneten einen zweistelligen BIP-Rückgang, wobei dieser in Deutschland am kleinsten und in Spanien am grössten ausfiel. In den kleineren Volkswirtschaften fiel der Rückgang teilweise erheblich geringer aus. Diese Entwicklung entsprach unseren Erwartungen, weshalb die Wachstumsprognose im laufenden Jahr für die Euro-Zone unverändert bei -6% liegt.

Entwicklung Bruttoinlandsprodukt (Industriestaaten)



Kein neuerlicher flächendeckender Lockdown erwartet

Zwar hat jüngst die Zahl der Neuinfektionen wieder deutlich zugenommen, was zu erneuten lokalen Einschränkungen geführt und die Geschäftsaktivitäten der Firmen sowie das Mobilitätsverhalten der Konsumenten beeinträchtigt hat. Ein deutlicher Anstieg der Arbeitslosigkeit sowie eine restriktivere Kreditvergabe der Banken stellen zudem weitere Risiken für den Konjunkturverlauf dar. Allerdings sollte dies aus unserer Sicht die Erholung nicht in Frage stellen, zumal wir nicht mit einem erneuten flächendeckenden Lockdown rechnen. Der weitere Aufschwung dürfte aber nach wie vor von Unsicherheiten geprägt sein und eher verhalten erfolgen.

Kernnteuerung auf historischem Tiefstand

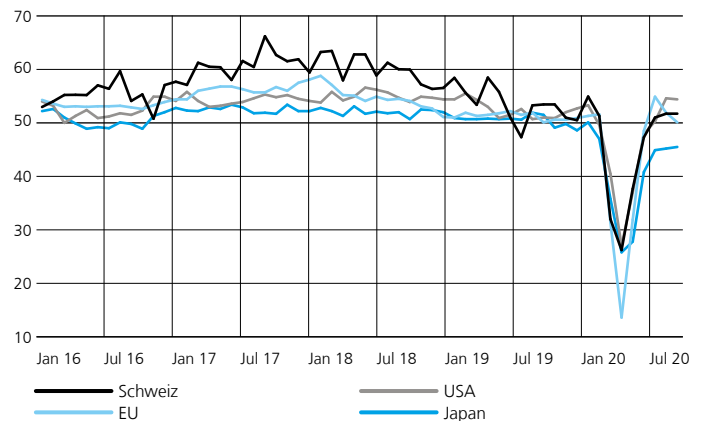
Die Inflationsrate im Euro-Raum ist trotz zuletzt wieder steigender Energiepreise im August mit -0,2% wieder in den negativen Bereich gerutscht. Die Teuerungsrate ohne die stark schwankenden Preise für Energie, Nahrungs- und Genussmittel, die sogenannte Kerninflation, fiel auf 0,4%. Dies ist der niedrigste Wert seit Gründung der Währungsunion. Über das ganze Jahr 2020 rechnen wir mit einer Teuerungsrate von rund 0,2%.

Schweiz

Vergleichsweise geringerer Wachstumsrückgang

Die Schweizer Wirtschaft ist im 2. Quartal 2020 im Vergleich zum Vorquartal um 8,2% geschrumpft. Wie zu erwarten war, musste insbesondere das Gastgewerbe einen dramatischen Einbruch hinnehmen. Trotz dieser stärksten Schrumpfung seit Beginn der vierteljährlichen Messreihe im Jahr 1980 kommt die Schweiz im europäischen Vergleich bisher relativ gut durch die Krise. Auch die Erwartungen für das 3. Quartal sind sehr optimistisch. Wir gehen daher davon aus, dass der BIP-Rückgang im laufenden Jahr «nur» -4% betragen wird. Im kommenden Jahr dürfte das Wachstum gegenüber 2020 wieder um rund 3,5% zunehmen. Die Rückkehr zum Vorkrisen-niveau wird aber wohl noch mindestens bis Anfang 2022 dauern.

Entwicklung Einkaufsmanagerindex (PMI)



Unterschiedliche Entwicklungen am Arbeitsmarkt

Auch auf dem Arbeitsmarkt sind die Branchen sehr unterschiedlich von der Coronakrise betroffen. Während die Gesamtbeschäftigung per Ende Juni 2020 innert Jahresfrist um 0,6% zurückging, musste das Gastgewerbe eine Einbusse von 12% hinnehmen. Dagegen hat sich die Zahl der Stellen in der Informatikbranche innerhalb eines Jahres um über 5% erhöht. Dementsprechend melden knapp die Hälfte aller IT-Unternehmen weiterhin Schwierigkeiten bei der Rekrutierung qualifizierter Arbeitskräfte. Dieses Auseinanderdriften auf dem Arbeitsmarkt wird aus unserer Sicht auch in den kommenden Monaten noch anhalten.

Führen Lieferantenwechsel zu Inflationsanstieg?

Gemäss PMI-Umfrage haben rund ein Drittel der Schweizer Unternehmen ihre Lieferketten aufgrund der Coronakrise bereits verändert. Insbesondere kaufen sie vermehrt bei lokalen und regionalen Lieferanten ein. Treibt dies die Preise in die Höhe? Für einzelne Güter könnte dies durchaus der Fall sein. Betrachten wir aber die Kerninflation, lässt sich noch keine Inflationsbeschleunigung ausmachen.

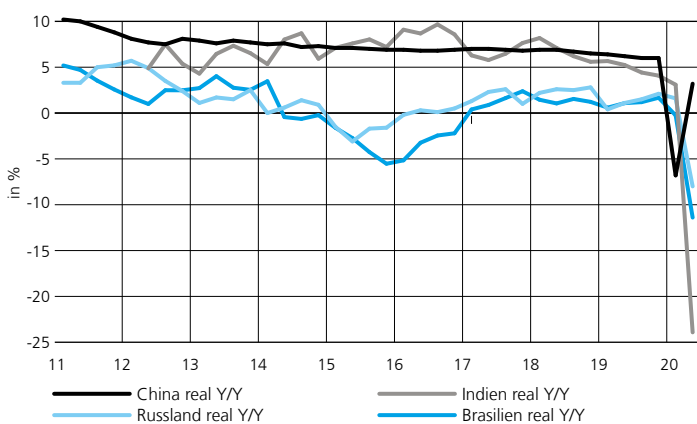
Makroökonomie Nordamerika und Asien

Nordamerika

Tiefpunkt wohl durchschritten

Die harten, realwirtschaftlichen US-Daten für Juli fielen insgesamt erfreulich aus und haben den Grundstein für ein kräftiges Wachstum im 3. Quartal 2020 gelegt. Diese vergleichsweise kräftige Belebung der Wirtschaft im Sommer sollte das Wachstum im 3. Quartal annualisiert deutlich über 20% getrieben haben. Danach dürfte aber der anhaltende Bedarf an physischen Distanzierungsmaßnahmen sowie lokalen Einschränkungen das Tempo der Erholung – speziell im Dienstleistungssektor – wieder etwas bremsen. Ernüchternd ist zudem der Dämpfer beim Konsumentenvertrauen. Zwar haben sich die Verbraucherausgaben dank staatlicher Unterstützung rasch erholt. Angesichts der zunehmenden Besorgnis über die wirtschaftlichen und finanziellen Aussichten droht aber auch hier eine Abkühlung. Last but not least belasten auch die Nachwirkungen der Krise etwa in Form höherer Schulden und Unsicherheit sowie verschwundener Unternehmen und Arbeitsplätze die Wirtschaft nachhaltig.

Entwicklung Bruttoinlandsprodukt (Schwellenländer)



US-Wahlkampf geht in die heiße Phase

An virtuell abgehaltenen Parteikonvents haben sowohl Demokraten als auch Republikaner ihre Kandidaten für die Präsidentschaftswahlen nominiert. Angesichts der schwierigen wirtschaftlichen Lage, der von Trump schlecht gemanagten Coronakrise und schwacher Zustimmungswerte stehen die Chancen für die Demokraten relativ gut, in das Weiße Haus einzuziehen und die Kontrolle über den US-Kongress zu erlangen. An den Finanzmärkten herrscht deshalb die Sorge, dass es zu einem starken Anstieg der Steuern, zusammen mit einer Neuordnung der Gesundheits-, Regulierungs- und Handelspolitik, kommt. Da die Fiskal- und Geldpolitik unabhängig davon, wer gewinnt, sehr locker bleiben wird, ist aber davon auszugehen, dass die Wahl keinen grossen Einfluss auf die kurzfristigen Konjunkturaussichten haben wird.

Asien

Japan: Rücktritt ohne Folgen

Premierminister Shinzo Abe hat seinen Rücktritt als Premierminister erklärt. Er hatte sein Amt seit Dezember 2012 inne und ist damit der japanische Regierungschef mit der längsten Amtszeit. Sein Name ist mit der Wirtschaftspolitik der «Abenomics» verbunden. Eine Kombination von Deregulierungen, Konjunkturprogrammen und einer expansiven Geldpolitik sollte die Wirtschaft beleben. Sein Nachfolger Yoshihide Suga will Abenomics grundsätzlich fortsetzen.

Die japanische Wirtschaft ist im 2. Quartal 2020 um 7,9% geschrumpft, ein Rekordeinbruch. Wie schon im 1. Quartal 2020 (-0,6%) war das Minus aber deutlich geringer als in den meisten anderen Industrieländern. Allerdings war das reale BIP bereits im 4. Quartal 2019 wegen der Erhöhung der Mehrwertsteuer deutlich gefallen.

China: Industrie stützt den Aufschwung

Die Erholung in China ist zu Beginn des 3. Quartals 2020 leicht abgeflacht, sie bleibt aber auf Kurs. Im August enttäuschten die Detailhandelsumsätze mit einem Rückgang gegenüber dem Vorjahr erneut. Doch der Zuwachs in der Industrie fiel anhaltend solide aus und auch die Anlageinvestitionen legten kräftig zu. Augenfällig war dabei die Produktionssteigerung bei Stahl und Stahlprodukten sowie die rege Investitionstätigkeit im Infrastrukturbereich und in der Immobilienentwicklung. Während der Konsum also noch auf sich warten lässt, wird der staatlich induzierte Bauboom den Konjunkturaufschwung in den kommenden Monaten stützen. Auf der anderen Seite verschlechtert der anhaltende Handelskonflikt mit den USA die Wachstumsaussichten in den nächsten Jahren. Dies gilt umso mehr, als China seit Anfang Mai 2020 hierauf mit einer Wende nach innen zu reagieren scheint, wie es das zuletzt präsentierte Konzept der «dual circulation» nahelegt. Das damit verbundene Streben nach mehr Autarkie würde mittel- bis langfristig den Produktivitätsanstieg empfindlich bremsen.

Indien: Düstere Wirtschaftsaussichten halten an

Im 2. Quartal 2020 ist das indische BIP um fast 24% im Vergleich zum Vorjahr gefallen. Angesichts ausbleibender Fortschritte im Kampf gegen die Pandemie rechnen wir lediglich mit einer verhaltenen Erholung. Erstmals in vier Jahrzehnten wird die indische Wirtschaft in diesem Jahr schrumpfen. Der schwache Wirtschaftsausblick fördert den Einsatz fiskal- und geldpolitischer Massnahmen. Die Regierung hat jedoch nur einen begrenzten finanzpolitischen Spielraum, um den wirtschaftlichen Schaden einzudämmen. Daher dürfte wohl die indische Zentralbank ihren lockeren geldpolitischen Kurs vorerhand beibehalten.

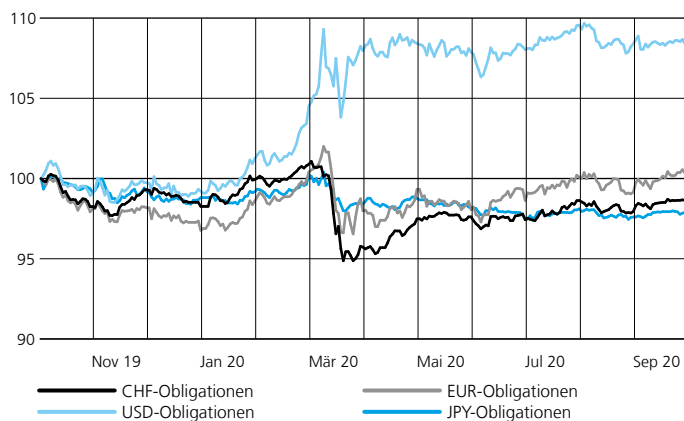
Geldmarkt und Obligationen

Geld- und Kapitalmärkte im Überblick

Unaufgeregte Zinsmärkte

Grössere Anpassungen hat es an den Zinsmärkten im letzten Quartal nicht gegeben. Angesichts der unveränderten Ausgangslage ist die Seitwärtstendenz nicht weiter verwunderlich. Die Notenbanken sorgen mit einem Mix aus tiefen Zinsen, Wertpapierkäufen und der Steuerung der Markterwartungen für ein stabiles Marktumfeld. Zwar führten zwischenzeitlich aufkommende Inflationsängste zu einer steigenden Verunsicherung bei den Investoren. Angesichts der Liquiditätsschwemme von Regierungen und Notenbanken sind die Sorgen nachvollziehbar. Allerdings sind am Höhepunkt der Coronakrise die Inflationserwartungen auf einen sehr tiefen Stand gesunken, welcher zuletzt während der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008 zu beobachten war. Der jüngste Anstieg kommt somit vielmehr einer Normalisierung gleich und hat weniger mit tatsächlich steigenden Konsum- und Dienstleistungspreisen zu tun. Gleichzeitig sind die Realzinsen auf einen neuen Rekordtiefstand gesunken. Irgendwie passt das so gar nicht zur erwarteten Konjunkturerholung und ist in erster Linie mit der verzerrenden Wirkung der äusserst expansiven Geldpolitik zu erklären.

Entwicklung Obligationenmärkte 1 Jahr (indexiert)



Deutlich entspannt hat sich die Lage bei den Risikoprämien für Unternehmensanleihen. Die Aufschläge für Schuldner mit tiefer Bonität sind nach ihrem sprunghaften Anstieg am Höhepunkt der Krise mittlerweile deutlich gesunken. Dieser Trend hat nach unserer Einschätzung mit zwei Faktoren zu tun. Einerseits sorgten die Wertpapierkäufe der Notenbanken für eine deutliche Entspannung an den Kreditmärkten. Andererseits hat die eingesetzte Konjunkturerholung die finanzielle Lage der Unternehmen offensichtlich verbessert. Die Zahl von Insolvenzen ist deutlich zurückgegangen. Allerdings ist es noch zu früh für eine generelle Entwarnung. Die Zahl der Pleiten könnte in nächster Zeit, wenn die konjunkturstützenden Programme langsam auslaufen, durchaus wieder ansteigen.

Die Teuerungsrate in den USA hat leicht zugenommen. Insbesondere die höheren Energiepreise und die besseren Konjunkturaussichten machen sich bemerkbar. Das absolute Niveau liegt aber immer noch deutlich unter der von der US-Notenbank anvisierten Zielmarke von 2%. Die tiefe Kapazitätsauslastung der Produktionsbetriebe und die erhöhte Arbeitslosigkeit sprechen vorderhand gegen einen raschen Anstieg der Inflationsraten. Allerdings bleiben die Anleger angesichts der massiven staatlichen Stimulierungsprogramme sowie der beispiellosen geldpolitischen Lockerungen wachsam, was einen möglichen Inflationsschub anbelangt. In diesem Zusammenhang wird auch vermehrt der zukünftige Umgang der Notenbanken mit der Inflation diskutiert. Eine fixe Zielmarke gilt als veraltet. Vor allem die Tatsache, dass der Wert seit Jahren nicht mehr erreicht wurde, stört die Zinshüter. Bereits gehandelt hat die amerikanische Notenbank. Das permanente Inflationsziel von 2% weicht zukünftig einer langfristigen Durchschnittsbetrachtung. Der Vorteil liegt in der Möglichkeit, dass nach einer Phase tiefer Teuerungsraten das anvisierte Ziel für eine gewisse Zeit überschritten werden kann. Die Notenbanken gewinnen dadurch mehr Flexibilität und müssen während einer wirtschaftlichen Erholung nicht umgehend die Handbremse in Form von Zinserhöhungen ziehen.

Die massgebenden Notenbanken haben an ihren jüngsten Treffen ihre lockere Geldpolitik bestätigt. Es wird immer offensichtlicher, dass die Zinsen noch für eine sehr lange Zeit auf tiefem Niveau bleiben werden. Am Beispiel der amerikanischen Notenbank bedeutet dies, dass die selbstdefinierten Kriterien bezüglich Vollbeschäftigung und Preisstabilität für eine Zinserhöhung voraussichtlich selbst Ende 2023 noch nicht erfüllt sein werden. Insbesondere die vielbeachtete Kerninflation, ohne die volatilen Preise für Energie, Nahrungs- und Genussmittel, bleibt hartnäckig unter der anvisierten Marke von 2%. Die Wertpapierkäufe, das zweite wichtige Instrument der Notenbanken, werden zudem fortgesetzt und schaffen die nötige Stabilisierung am Kapitalmarkt. Zudem sorgen die permanenten Käufe für tiefe Zinsen über das gesamte Laufzeitenspektrum hinweg. Der wirtschaftliche Erholungsprozess wird dadurch unterstützt. Das mittlerweile bekannte Sprichwort «Stell dich nicht gegen die US-Notenbank (don't fight the FED)» hat nichts von seiner Gültigkeit verloren.

Vorderhand gehen wir von sich seitwärts bewegenden Zinsen aus. Potenzielle Aufwärtstreiber sind momentan nicht auszumachen. Höhere Sätze sind unseres Erachtens erst dann denkbar, wenn sich die Wirtschaftserholung deutlich beschleunigt und die Inflationsraten zunehmend steigen. Von beidem ist in den nächsten Monaten nicht auszugehen. Damit bleibt die anhaltende Tiefzinspolitik der Notenbanken der massgebliche Faktor. Eine erhöhte Risikoaversion der Anleger, wie wir sie jüngst beobachten konnten, verstärkt zudem eine erhöhte Nachfrage nach sicheren Anlagen und die Tendenz zu tiefen Zinsen.

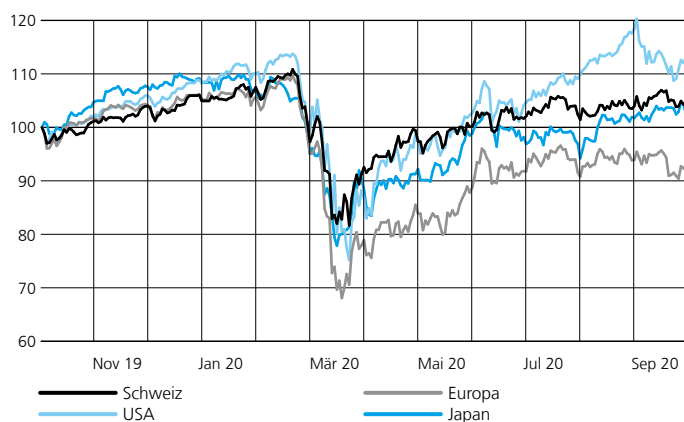
Aktien

Aktienmärkte im Überblick

Rekordjagd geht weiter – wie lange reicht die Kraft noch aus?

Selten war die Verbindung zwischen monetärer und fiskalischer Unterstützung der Staaten so eng und notwendig. Ohne sie wäre die Weltwirtschaft in eine der schlimmsten Rezessionen der jüngeren Vergangenheit geschlittert. Die rasche und massive globale Reaktion der Politik verhinderte nicht nur ein solches Ereignis, sondern ermöglichte auch einen raschen Konjunktumschwung und eine Wiederbelebung der Finanzmärkte. Die Konjunkturerholung ist in einer ersten Phase signifikant und die Hoffnung auf einen Impfstoff gegen Covid-19 befeuert die Zuversicht der Anleger. Sollte der Impfstoff in absehbarer Zeit entwickelt werden, so könnte die Weltwirtschaft nach dem Dämpfer im ersten Halbjahr 2020 bald wieder den alten Wachstumspfad aufnehmen und im besten Fall die eingebüßte Wirtschaftsleistung in den folgenden Jahren komplett wettmachen.

Entwicklung Aktienmärkte 1 Jahr (indexiert)



Fundamentale Bewertung eher sekundär

Das Momentum an den Aktienmärkten war und ist dementsprechend enorm stark. Praktisch sämtliche Unternehmensneuigkeiten werden von den Anlegern als positiv bewertet. Die Quartalsergebnisse waren meistens weniger schlimm als erwartet und die Schätzungen der Analysten konnten nach der massiven Reduktion im ersten Halbjahr wieder erhöht werden. Sie bleiben aber auch für das nächste Jahr in den meisten Fällen unter dem 2019er-Niveau. Die Kurse haben aber, in Kombination mit der weiterhin extrem lockeren Geldpolitik der Zentralbanken, stark zugelegt. Die Bewertung der Aktien scheint deshalb bereits seit einigen Wochen bei der Aktienselektion nicht im Vordergrund zu stehen.

Es ist jedoch Vorsicht geboten, da die Vergangenheit oft gezeigt hat, dass dies einen idealen Nährboden für Spekulationsblasen darstellt. Zwischenzeitliche markante Kurseinbrüche sind deshalb nicht auszuschliessen. Wieder steigende Corona-Neuinfektionen und restriktivere Einschränkungen (oder sogar zweite Lockdowns) bergen das Risiko eines erneuten wirtschaftlichen Rückschlags. Das Tempo der Erholung der Konjunktur- und Arbeitsmarktzahlen ist nach dem Stillstand und der folgenden V-förmigen Erholung ohnehin bereits am Schwächeln, die mittel- bis langfristigen Folgeschäden sind auch noch nicht absehbar. So hat sich zum Beispiel die Arbeitslosenzahl in den USA zwar vom Höchst im Mai dieses Jahres von 25 Millionen auf rund 12,5 Millionen halbiert. Der aktuelle Wert liegt aber immer noch klar über dem Niveau vor Corona von unter 2 Millionen. Da benötigt es weiterhin starke staatliche Unterstützungsmassnahmen, um die Wirtschaft am Laufen zu halten. Des Weiteren dürften auch die wieder aufflammenden Spannungen rund um den Brexit, mögliche Turbulenzen, ausgelöst durch den bevorstehenden US-Wahlkampf, sowie die erneuten Muskelspiele der USA gegenüber China (TikTok, weitere Einschränkungen Technologieexporte) für eine erhöhte Volatilität an den Aktienmärkten sorgen.

Weniger Aktienrückkäufe und Dividendenkürzungen

Die Unternehmen selbst gehörten in der Zeit vor Corona zu bedeutenden Käufern am Aktienmarkt. Diese Buy-backs waren in Europa und den USA teilweise eine grosse Kursstütze. Aufgrund des Nachfrage- und somit des Gewinneinbruchs im ersten und zweiten Quartal 2020 fehlte der finanzielle Spielraum und die Rückkäufe wurden folglich begrenzt. Auch die Dividenden wurden bei einigen Unternehmen gekürzt oder ausgesetzt (z. T. auch durch staatliche Einflussnahme (Banken)). Im vierten Quartal dürften diese Käufe eigener Aktien zwar wieder zunehmen, sie werden aber insgesamt wohl trotzdem deutlich unter dem Vorjahr zu liegen kommen.

Es führt weiterhin kein Weg an Aktien vorbei

Wir sind grundsätzlich nach wie vor der Meinung, dass Aktien auf mittlere Frist die interessanteste Anlageklasse darstellen und die Anleger mit einer angemessenen Risikoentschädigung rechnen können – auch unter Berücksichtigung der zuvor erwähnten Korrekturrisiken. Die Zinsen werden noch länger auf tiefem Niveau verharren, der Anlage- und Renditedruck bei den Investoren ist weiterhin vorhanden. Wir halten deshalb an unserer vorsichtig optimistisch ausgerichteten Anlagestrategie fest und setzen weiterhin auf Aktien von Unternehmen mit solider Bilanz, überzeugendem Geschäftsmodell und starkem Leistungsausweis der Führungsorgane. Unternehmen, die von der Pandemie profitieren oder sehr flexibel darauf reagieren konnten, waren in der Lage, ordentliche Gewinne und Cashflows zu erwirtschaften und bleiben trotz höheren Bewertungskennzahlen attraktiv.

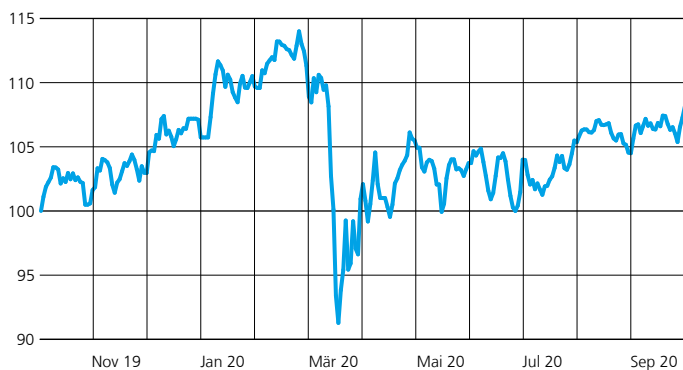
Nicht traditionelle Anlagen

Immobilienfonds Schweiz

Stabilisierung der Immobilienfonds

Die Schweizer Immobilienfonds sind bisher verhältnismässig gut durch die aktuelle Coronakrise gekommen. Es ist vor allem dem hohen Anteil an Wohnliegenschaften zu verdanken, dass sich die negativen Folgen der Pandemie in Form von Mietkürzungen oder -ausfällen in Grenzen halten. Von rückläufigen Erträgen sind bisher hauptsächlich Verkaufs- und Büroflächen sowie die Hotellerie betroffen. Diese Segmente sind in den einzelnen Immobilienfonds weniger stark vertreten als zum Beispiel in den Immobilienaktien. Auch die rückläufigen Zinsen haben den indirekten Immobilienanlagen geholfen. Die Schattenseite ist die mittlerweile stolze Bewertung. Mit einem durchschnittlichen Agio von 32% sind die einheimischen Immobilienfonds nicht mehr günstig. Die laufenden oder angekündigten Kapitalerhöhungen sowie die anstehenden Neukotierungen beschränken zudem das weitere Aufwärtspotenzial bis Ende des Jahres. Sie führen zu Umschichtungen aus bestehenden Gefässen und bergen die Gefahr von Gewinnverwässerungen. Mittel- und langfristig betrachtet bleiben die indirekten Immobilienanlagen im anhaltenden Tiefzinsumfeld eine attraktive Portfoliobeimischung.

Entwicklung Immobilienfonds Schweiz 1 Jahr (indexiert)



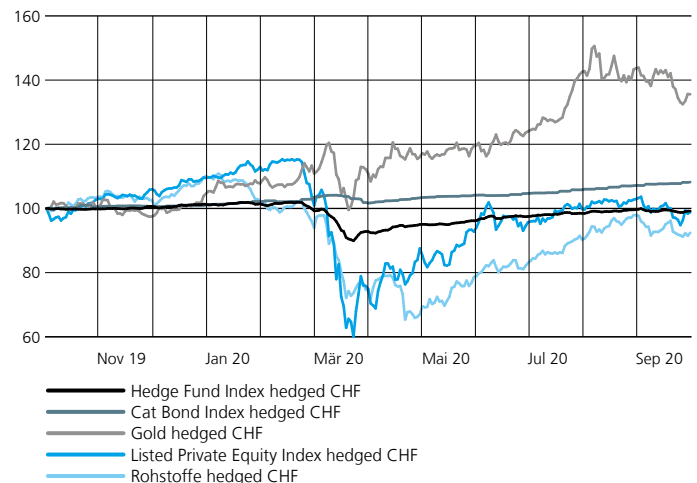
Übrige Anlagen

Die passende Mischung, um gute Ergebnisse zu erzielen

Unter anderem zählen Anlagen in gemischte **Rohwaren** zur Gruppe der Übrigen Anlagen. Ein wesentlicher Bestandteil der Rohstoffe sind Energiewerte wie zum Beispiel Rohöl. Nach einem turbulenten Frühjahr, mit sogar negativen Ölpreisen am Terminmarkt, hatte sich der Preis für das schwarze Gold in den Sommermonaten stabilisiert. Zu Beginn des Quartals lag die Notierung für ein Barrel (159 Liter) US-Rohöl der Sorte WTI bei USD 39.27 und verteuerte sich sukzessive um rund 10,5% bis kurz vor Ende August. Die nachfolgende Reduktion der Förderbeschränkungen und die wieder aufkommende Unsicherheit bezüglich der weiteren globalen Wirt-

schaftsentwicklungen schlugen sich Anfang September plötzlich in einem markanten Preisabschlag nieder. Ausschlaggebend für die hohe Stimmungsabhängigkeit ist vor allem die Coronakrise, die in erster Linie die Nachfrage schwächt. Im Quartalsvergleich veränderte sich der Preis aber wenig und liegt bei aktuell bei USD 40.22, rund 2,4% höher als zu Quartalsbeginn. Im dritten Quartal verzeichnete **Gold** ein neues Rekordhoch bei rund USD 2070 je Unze. Die anhaltende Verunsicherung über die Auswirkungen der Coronapandemie und die hemmungslose Unterstützung der Finanzmärkte mit billigem Geld durch die Notenbanken der USA und der EU waren die Haupttreiber des Goldrausches. Vom Höchstwert verlor

Entwicklung Übrige Anlagen CHF 1 Jahr (indexiert)



das Gold aufgrund von Gewinnmitnahmen mittlerweile rund 8,9% und liegt am Quartalsende bei USD 1886 je Unze. Obwohl das gelbe Edelmetall nur von Wertsteigerungen profitiert und keine regelmässigen Erträge wie Zinsen oder Dividenden abwirft, gehen wir davon aus, dass es weiterhin hoch in der Gunst der Anleger stehen wird. Zu ausgeprägt sind die aktuellen Unsicherheiten rund um den weiteren Verlauf der Weltwirtschaft. Im Markt für **versicherungsbasierte Anleihen (Cat Bonds)** und bei den **besicherten Rückversicherungsverträgen (CRI-Verträge)** bestimmen die **atlantischen Hurrikanaktivitäten** das Geschehen. Bereits in der Halbzeit der Wirbelsturmsaison sind 23 benannte Stürme aufgetreten. Nur im Jahr 2005 waren es mit total 28 Stürmen noch mehr. Jedoch läuft die aktuelle Saison noch zwei weitere Monate. Mit dem Sturmtief «Laura» traf der fünfstärkste je gemessene Sturm seit Beginn der Aufzeichnungen auf das US-Festland in der Grenzregion von Louisiana und Texas. Er verursachte erhebliche Sturmfluten und Schäden durch kräftige Winde. Nichtsdestotrotz sind bei versicherungsbasierten Anlagen noch keine nennenswerten Ausfälle resp. Minderrenditen zu beklagen.

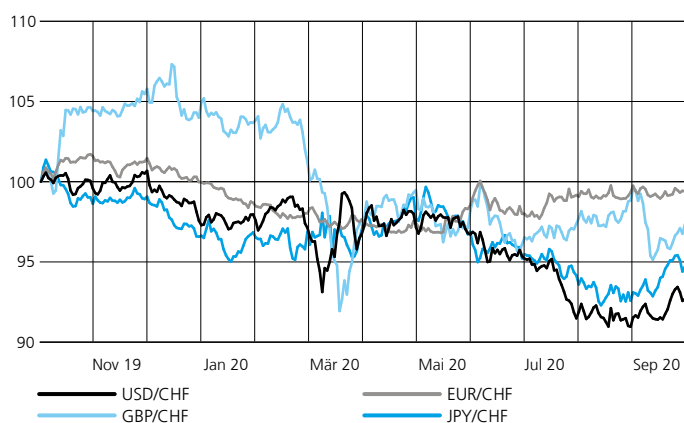
Währungen

Währungen im Überblick

Wiederaufbaufonds (PEPP) steigert Vertrauen in Euro

Die Einigung der europäischen Entscheidungsträger auf den EU-Wiederaufbaufonds verlieh dem Euro in den letzten Monaten einen Höhenflug. Im Rahmen des Wiederaufbaufonds kann nun über gemeinsame europäische Anleihen Geld am Kapitalmarkt aufgenommen werden. Die Entscheidung wurde von den Märkten als erster Schritt auf dem Weg zu einer Fiskalunion interpretiert und stärkte das Vertrauen in die europäische Gemeinschaftswährung. Ein starker Euro liegt jedoch nicht im Interesse der europäischen Wirtschaft und der EU-Währungshüter. Die Währungsunion ist, um in den globalen Absatzmärkten wettbewerbsfähig zu bleiben und die durch die Coronapandemie geschwächte Wirtschaft anzukurbeln, auf eine schwache Währung angewiesen. Zudem macht der starke Euro Importe billiger und drückt die ohnehin schon niedrige Inflation weiter nach unten. Spannungen zwischen der EU und allen voran den USA sind somit vorprogrammiert. Die Infektionsdynamik der Coronapandemie nimmt ebenfalls wieder zunehmend Einfluss auf die Entwicklung an den Devisenmärkten. Bislang lasteten die Coronakrise und das unzureichende Management dieser in den USA auf dem US-Dollar. In den letzten Monaten kam es jedoch im europäischen Raum zu einem erneuten Wiederaufflammen der Infektionszahlen. Bislang scheint die wirtschaftliche Erholung davon im Euro-Raum nicht gefährdet zu sein, könnte aber aufgrund möglicher Lockdowns ins Stocken geraten. Der EUR wertete sich im vergangenen Quartal um rund 1,5% zum CHF auf.

Währungsentwicklung 1 Jahr (indexiert)

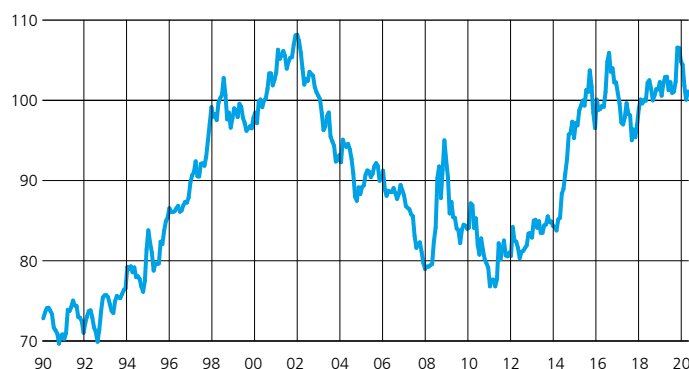


Fokus der SNB schwenkt auf den US-Dollar

In den vergangenen Jahren lag der Hauptfokus der Schweizerischen Nationalbank (SNB) vordergründig beim Euro. Mittlerweile hat sich der auf dem Rückzug befindliche US-Dollar zu einem ähnlich grossen Sorgenkind entwickelt. Durch die Strategieanpassung der US-Notenbank (FED) weg von einem fixen zu einem flexiblen Inflationsziel dürften die Leitzinsen in den USA über einen längeren

Zeitraum sehr niedrig bleiben. Damit fällt die Zinsdifferenz weg, welche in der Vergangenheit für den Dollar sprach, was die US-Valuta geschwächt hat. Ein grosser Unsicherheitsfaktor, der auf dem Greenback lastet, sind die kommenden US-Wahlen im November. Ein Ausgang ohne klaren Sieger oder ein Trump, der sich an sein Amt klammert, sind Szenarien, die zu einer politischen Lähmung führen könnten. In der aktuellen Zeit der Bewältigung der Coronakrise würde dies zu grosser Verunsicherung führen und sich durch eine steigende Volatilität an den FX-Märkten manifestieren. Die US-Valuta schwächte sich in den vergangenen drei Monaten um rund 2,8% zu unserer Heimwährung ab. Nun stellt sich die Frage, wie die Schweiz mit dieser neuen Situation umgehen soll. Der zinspolitische Spielraum ist angesichts der niedrigen Sätze ziemlich eingeschränkt. Somit bleiben die bislang bekannten Interventionen am Devisenmarkt als einzig valabler Modus Operandi übrig.

USD handelsgewichteter Index

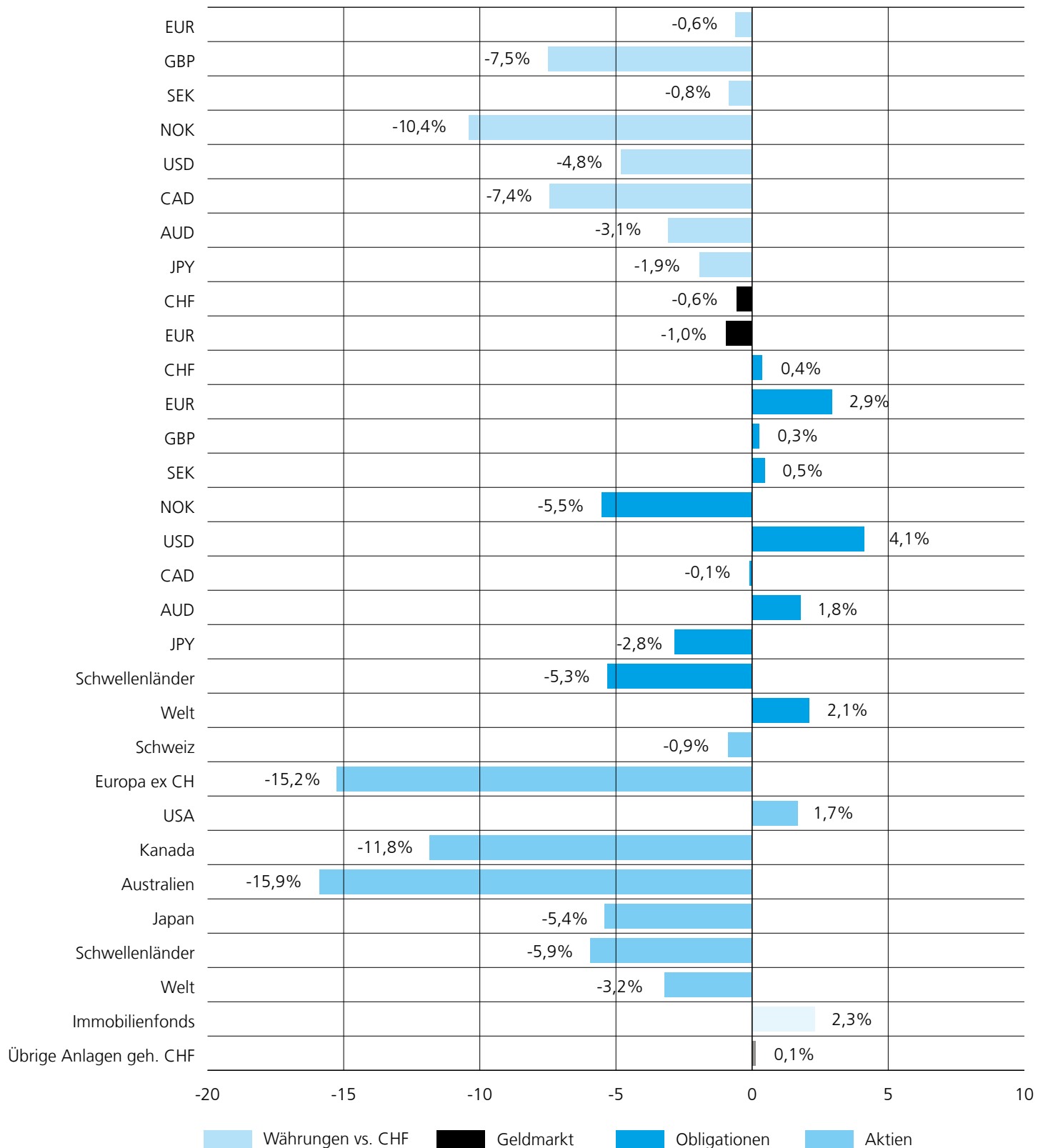


Brexit-Differenzen belasten britisches Pfund

Das britische Pfund leidet weiterhin unter dem Gezerre rund um die Brexit-Verhandlungen. Der britische Premierminister hat den Brexit-Deal mit der EU in Frage gestellt und ganz offen mit einem Bruch von britischer Seite her gedroht. Die drohenden Aussichten eines harten Brexits ohne Freihandelsabkommen sorgen bei den Anlegern für steigende Nervosität. Die verfahrenere Situation erschwert die Prognose über den Ausgang der Verhandlungen und erhöht die Schwankungsbreite im GBP. Ein No-Deal-Brexit hätte äusserst negative Folgen für beide Seiten des Ärmelkanals. Je näher die Ablauffrist der Übergangsbestimmungen ohne Einigung rückt, desto grösser dürften die Ausschläge im Pfund Sterling werden. Zum Schweizer Franken legte die britische Währung im abgelaufenen Quartal rund 1,2% an Wert zu.

Marktpformance

1. Januar bis 30. September 2020 (Basis CHF)



Anlagestrategie

Konjunktur

	BIP (vs. Vorjahr)		Inflation (Jahresdurchschnitt)	
	2020	2021	2020	2021
Schweiz	-4,0	3,5	-0,7	0,3
Euro-Zone	-6,0	4,5	0,2	0,9
USA	-5,0	4,0	0,7	1,6
Japan	-4,5	2,5	0,0	0,5
China	5,5	7,0	1,5	2,3
Schwellenländer	1,5	4,5	2,5	3,0

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 Finanzmärkte haben ihre Erholung im dritten Quartal fortgesetzt. Dieses Mal allerdings im Gleichschritt mit der globalen Wirtschaft, welche sich mittlerweile auf dem Weg aus der coronabedingten Rezession befindet. Im Gegensatz zur Konjunktur verliert der Höhenflug an den Finanzmärkten zunehmend an Dynamik. Die Aktienkurse sind bereits kurz nach dem Höhepunkt der Coronakrise im März dieses Jahres deutlich gestiegen. Die amerikanische Börse hat zwischenzeitlich sogar einen neuen Rekordstand erreicht. Der Hauptgrund liegt in der beispiellosen geld- und fiskalpolitischen Unterstützung. Geblieben ist das Covid-19-Virus selber. Steigende Infektionszahlen haben mittlerweile in Europa zu erneuten Einschränkungen des öffentlichen Lebens geführt. Dieser Umstand könnte den erhofften konjunkturellen Erholungsprozess verzögern. Es ist allerdings nicht davon auszugehen, dass die Wirtschaft in einen zweiten Lockdown gezwungen wird. Vielmehr versuchen die Behörden allfällige Ansteckungsherde zu isolieren. Trotzdem reagieren die Märkte nervös auf diese Entwicklung und die Anleger neigen vermehrt zu Gewinnmitnahmen. Für zusätzliche Verunsicherung sorgen verschiedene Ereignisse an der politischen Front. Neben den ungeklärten EU-Austrittsbedingungen für Grossbritannien sind es die anhaltenden sino-amerikanischen Spannungen sowie die kommende US-Präsidentenwahl, welche die Anleger beschäftigen.

Zwar haben die Aktienmärkte in den letzten Wochen etwas an Schwung eingebüsst, sie bleiben jedoch die erste Wahl für renditesuchende Anleger. Die Bewertung ist zwar nicht mehr günstig und die positiven Treiber werden grossenteils in den aktuellen Kursen abgebildet. Aber im Vergleich zu den anderen Anlageklassen, und insbesondere zu den Obligationen, weisen die Beteiligungspapiere noch eine attraktive Risikoentschädigung auf. Dafür sind vor allem die rekordtiefen Zinsen verantwortlich. Angesichts der jüngsten Aussagen der wichtigsten Notenbankchefs wird sich daran noch für lange Zeit nichts ändern. Dieser Umstand rechtfertigt für uns, trotz der zunehmenden Risiken weiterhin eine neutrale Aktienquote zu verfolgen. Das Renditepotenzial der festverzinslichen Papiere erachten wir dagegen als bescheiden und wir behalten das taktische Untergewicht bei. Als Alternative bieten sich vor allem die Übrigen Anlagen an. Gold zum Beispiel erachten wir nach wie vor als attraktiv. Einerseits sprechen die tiefen Zinsen für die ertragslose Anlageklasse. Andererseits stellt eine Goldinvestition eine Rückversicherung in einem volatilen Marktumfeld dar. Auch Schweizer Immobilienfonds profitieren vom vorherrschenden Tiefzinsumfeld. Allerdings ist ihre Bewertung bereits hoch. Zudem wird das Angebot durch neue Gefässe und Kapitalerhöhungen stetig ausgebaut. Deshalb verfolgen wir momentan trotz interessanter Ausschüttungsrendite eine neutrale Gewichtung.

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

Marco Fink, 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

Marc Schönenberger, 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 2020

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.

