



# Investment Strategie

## 3. Quartal 2021

Starke Wachstumsbeschleunigung im Sommer  
 Positive Entwicklung an den Arbeitsmärkten  
 Aktuelle Inflationsentwicklung nicht nachhaltig

# 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

Bereits zum sechsten Mal befasst sich dieses Editorial nun mit dem Thema «Pandemie» oder besser gesagt mit den Konsequenzen deren Bekämpfung für Gesellschaft, Wirtschaft und Finanzmärkte.

Allerdings konnten wir an dieser Stelle noch nie von so positiven Aussichten berichten, wie das aktuell der Fall zu sein scheint.

In den USA brummt der Wirtschaftsmotor schon seit Ende 2020 so, als hätte es nie eine Pandemie gegeben. Und auch in Europa wird das Licht am Ende des Tunnels immer heller und verspricht erfreulich normale Sommermonate.

Inzwischen scheint sich jedoch eine gewisse Sorglosigkeit im Umgang mit dem Virus einzustellen. Die Imp fzahlen sind hoch, die Inzidenzfälle tief und die neuen Mutationen scheinen aus Sicht vieler Menschen «noch weit weg zu sein».

Das Ganze tönt irgendwie fast so wie im Januar 2020, als wir das erste Mal von «einem Virus aus China» hörten ...

Stand heute rechnen wir aber durchaus damit, dass bis zu den kommenden kälteren Jahreszeiten eine ordentliche Herdenimmunität erreicht sein sollte und wir alle wieder zu einer neuen Normalität zurückkehren können.

Hoffen wir, dass sich die Situation weiterhin so positiv wie im Moment entwickelt, und erfreuen wir uns weiterhin an den aussichtsreichen Entwicklungen der Konjunktur und an den Finanzmärkten.

Wir wünschen Ihnen wie immer eine anregende Lektüre.

Herzlichst, Ihre Aargauische Kantonalbank

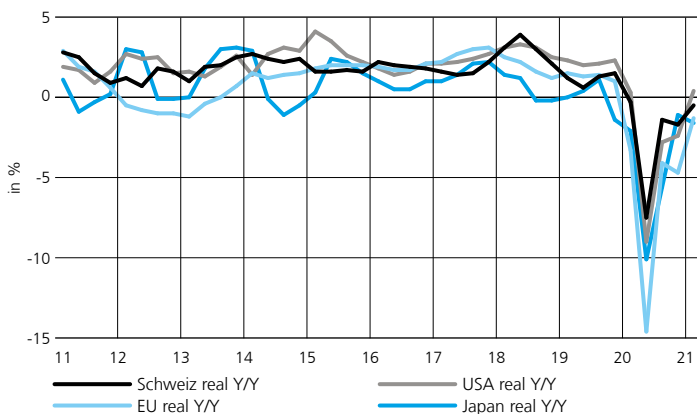
# Makroökonomie Europa und Schweiz

## Europa

### Schwieriges Winterhalbjahr geht zu Ende

Die Aktivität im Euro-Raum nimmt wieder spürbar zu und die Wirtschaft erholt sich von der Rezession im Winterhalbjahr 2020/21. Angesichts laufend fallender Neuinfektionen und eines deutlich beschleunigten Impfprozesses haben viele Länder damit begonnen, die Coronabeschränkungen spürbar zu lockern. Hiervon profitieren vor allem Dienstleistungen wie der Tourismus und das Gastgewerbe. Der Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungssektor ist im Juni erneut gestiegen und liegt nun bei 58 Punkten, was auf eine spürbare Expansion in diesem Sektor hindeutet. Anders stellt sich das Bild in der Industrie dar. Zwar liegt auch der Industrie-Einkaufsmanagerindex seit März auf über 60 Punkten. Aber dies ist nicht

### Entwicklung Bruttoinlandsprodukt (Industriestaaten)



auf ein starkes Anziehen der Produktion zurückzuführen, sondern in erster Linie auf den starken Einbruch im Vorjahr. Denn durch ihn fiel der Vorjahresvergleich, an dem sich viele Unternehmen bei der Beurteilung der Lage orientieren, sehr positiv aus, obwohl die Produktion seit November stagniert. Aufgrund der Erholung im Frühjahr 2020 wird sich der Vorjahresvergleich in den nächsten Monaten nicht mehr so positiv darstellen.

### Mit kräftiger Dynamik in den Sommer

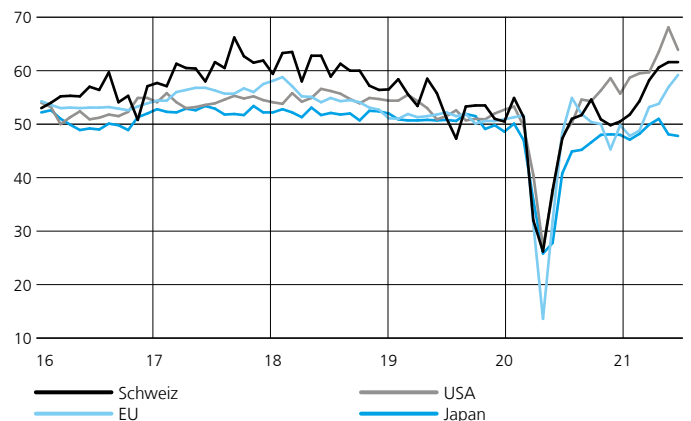
Die in jüngster Zeit bereits wieder erfreulich steigende Nachfrage wird aktuell zusätzlich durch die hohen Zwangsparsnisse, die die privaten Haushalte aufgrund der eingeschränkten Konsummöglichkeiten während der Pandemie gebildet haben, angeheizt. Je nach Schätzung summieren sich diese seit dem Frühjahr 2020 gebildeten zusätzlichen Ersparnisse im Euro-Raum auf rund 5% der verfügbaren Einkommen. Aufgrund dieser positiven Entwicklungen gehen wir davon aus, dass die Wirtschaft im Euro-Raum zum Ende des Jahres wieder ihr Vorkrisenniveau erreicht. Das reale Bruttoinlandsprodukt dürfte 2021 gegenüber dem Vorjahr um 4,5% zulegen. Für 2022 erwarten wir eine Zunahme von 3,5%.

## Schweiz

### Stetig steigende Zuversicht

Das Impftempo in der Schweiz hat in den letzten Wochen mächtig angezogen. Mit den Impffortschritten steigt nun auch die konjunkturelle Zuversicht. So haben die Güterexporte bereits das Vorkrisenniveau überschritten, wichtige Vorlaufindikatoren stehen auf historischen Höchstständen und die Bauwirtschaft meldet steigende Auftragseingänge. Selbst in vielen der von der Coronakrise arg gebeutelten Dienstleistungsbranchen macht sich Zuversicht breit. Dass aber die Bäume nicht in den Himmel wachsen, signalisiert der wöchentlich vom Seco publizierte Aktivitätsindex. Nachdem im April Höchstwerte zu vermelden waren, hat der Indexstand im Mai wieder leicht nachgegeben. Wir prognostizieren ein BIP-Wachstum von 4% für 2021, im kommenden Jahr dürfte die Zunahme dann noch bei rund 3% liegen.

### Entwicklung Einkaufsmanagerindex (PMI)



### Kurzarbeitsentschädigung nach wie vor wichtig

Dank den grosszügig und unkompliziert zur Verfügung gestellten Kurzarbeitsentschädigungen ist der sonst stetige wirtschaftliche Strukturwandel in den letzten Quartalen zum Erliegen gekommen. Sobald die Covid-19-Unterstützungsmassnahmen auslaufen, dürfte sich dies insbesondere am Arbeitsmarkt bemerkbar machen. Allerdings hat der Bundesrat die maximale Bezugsdauer der Kurzarbeitsentschädigung jüngst auf 24 Monate verlängert – durchaus nachvollziehbar bei der weiterhin hohen Zahl von Beschäftigten, die noch in Kurzarbeit sind. Diese Verlängerung verzögert jedoch den unumgänglichen Strukturwandel. Somit dürfte die Arbeitslosenquote in diesem Jahr noch relativ tief bleiben. Allerdings ist dann im kommenden Jahr mit einem Anstieg zu rechnen. Obwohl die Konsumenten auch dieses Mal ihre Konsumausgaben steigern werden, wird dieser Effekt aufgrund des geringeren Nachholbedarfs bescheidener ausfallen. Dies zeigt sich bereits jetzt in stetig steigenden Konkursraten in vielen Branchen, mit nachgelagerten entsprechenden Auswirkungen am Arbeitsmarkt.

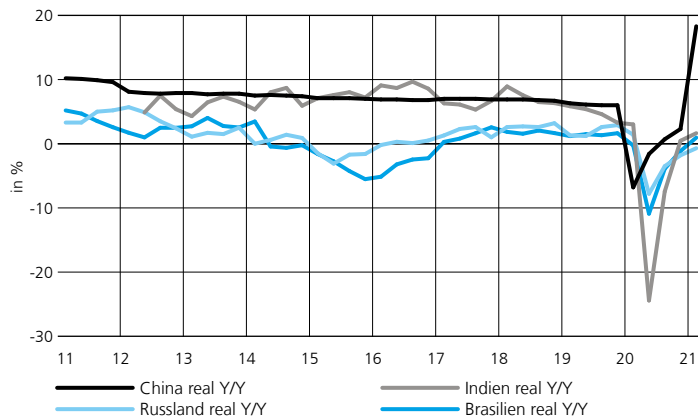
# Makroökonomie Nordamerika und Asien

## Nordamerika

### Vorkrisenniveau bereits erreicht

Die US-Wirtschaft ist im ersten Quartal 2021 gegenüber dem Vorquartal um 1,6% gewachsen und bestätigte damit die deutlich höhere Dynamik gegenüber Europa im vergangenen Winterhalbjahr. Besonders der private Konsum vermochte kräftig zuzulegen. Damit dürfte die Wirtschaftsleistung bereits im laufenden Quartal das Vorkrisenniveau wieder erreichen. Allerdings leiden auch die USA unter gewissen Engpässen bei den Zulieferungen, was sich vor allem im Bau und in der Automobilbranche bemerkbar macht.

### Entwicklung Bruttoinlandsprodukt (Schwellenländer)



Auch zeichnet sich eine gewisse Knappheit an Arbeitskräften ab. Dies ändert aber nichts an den nach wie vor äusserst positiven Aussichten. Die Infektionszahlen sind rückläufig, grosse Teile der Bevölkerung sind bereits geimpft. Die private Nachfrage dürfte auch in den kommenden Monaten der wichtigste Wachstumstreiber bleiben. Dazu tragen auch die 2020 gebildeten hohen Ersparnisse bei, da die Einkommen wegen aussergewöhnlicher staatlicher Hilfen nur wenig gesunken, die Ausgaben wegen der Schliessung vieler Geschäfte aber eingebrochen sind. Wir gehen 2021 von einem Wachstum des BIP von rund 6,5% aus, 2022 wird die Zunahme immer noch bei rund 4% liegen.

### Enttäuschender Stellenaufbau

Das starke Wachstum und verschiedene Engpässe bei Zwischen- und Rohstoffgütern führten jüngst zu einem deutlichen Teuerungsantrieb. Es scheint jedoch so, dass das Arbeitsangebot nicht gleich wie die Arbeitsnachfrage zugenommen hat. Dies liegt zum einen wohl an gesundheitlichen Bedenken, zum anderen aber auch an den grosszügigen Arbeitslosengeldern. Diese Probleme sollten sich jedoch bis in den Herbst normalisieren und dem Arbeitsmarkt wieder mehr Arbeitskräfte zur Verfügung stehen, was wiederum ein befürchtetes nachhaltig stärkeres Lohnwachstum verhindern sollte.

## Asien

### Japan: Rahmenbedingungen bleiben schwierig

Nach dem erfreulichen Quartalswachstum von fast 3% im letzten Quartal 2020 meldete Japan einen Verlust der Wirtschaftsleistung von -1% im ersten Quartal 2021. Damit liegt die Wirtschaftsleistung immer noch über 3% niedriger als Ende 2019, bevor die Pandemie die Wirtschaft in die Rezession stürzte. Gebremst wurde die Wirtschaft aktuell durch die verschärfte Coronalage. Wegen einer deutlichen Zunahme der Neuinfektionen hatte die Regierung neue Einschränkungen verhängt.

Der Rückschlag zum Jahresauftakt ist aber vermutlich nur ein temporärer Effekt. Japan profitiert von der Verbesserung der Weltwirtschaft und der starken Nachfrage aus China. Die Industrie hat sich – wie in anderen Ländern auch – bis zuletzt robust gezeigt. So hat die Produktion den Stand von vor der Pandemie bereits wieder erreicht. Insgesamt rechnen wir in Japan weiterhin mit einer stetigen Erholung. Im laufenden Jahr gehen wir von einer Zunahme des Bruttoinlandsprodukts von 3,5% aus, im kommenden Jahr dürfte die Konjunktur dann rund 2,5% zulegen.

### China: Aufschwung setzt sich fort

Die chinesische Wirtschaft wächst in einem normalen Quartal durchschnittlich um rund 1,5% (d. h. rund 6% in einem Jahr). Im ersten Quartal 2021 betrug der Zuwachs gegenüber dem letzten Quartal 2020 nur gerade 0,6%, was eigentlich auf eine spürbare Abschwächung der Konjunktur hindeutet. Der Hauptgrund dafür waren die vorübergehenden regionalen Lockdown-Massnahmen, mit denen die Regierung auf den zwischenzeitlichen Wiederanstieg der Neuinfektionen dieses Jahres reagiert hatte. Wir gehen allerdings davon aus, dass dieses schwächere erste Quartal nicht auf einen nachhaltigen Wachstumsrückgang hindeutet. Zum einen scheint die Regierung die Pandemie tatsächlich weitgehend unter Kontrolle zu haben. Die Dienstleister können ihren Geschäften nachgehen, und die inländische Nachfrage zeigt sich robust. Auch profitiert die chinesische Wirtschaft derzeit von einer starken Auslandsnachfrage, insbesondere aus den westlichen Industrieländern, die sich, wie bereits beschrieben, nun ebenfalls auf dem Weg der Erholung befinden. Für das laufende Jahr rechnen wir daher nach wie vor mit einem Wachstum von rund 8%. Und auch im kommenden Jahr wird Chinas Wirtschaft um über 5% expandieren.

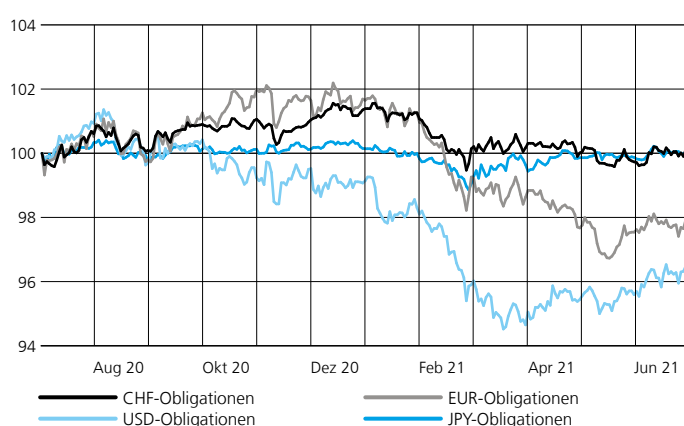
# Geldmarkt und Obligationen

## Geld- und Kapitalmärkte im Überblick

### Inflationsthema dominiert

Auch wenn der Aufwärtsdruck auf die Zinsen im 2. Quartal deutlich abgenommen hat, bleiben die Einschätzungen bezüglich der weiteren Entwicklung gespalten. Die Notenbanken fühlen sich in ihrer Meinung vorübergehend hoher Werte bestätigt. Sie vergleichen die wirtschaftliche Öffnung nach der Coronakrise mit einem Kaltstart. Der aufgestaute Konsum- und Investitionsbedarf führt zu einem erheblichen Nachfrageüberhang. Dieser trifft auf ein teilweise eingeschränktes Angebot, was die Preise für Produkte und Dienstleistungen zwangsweise erhöht. Allerdings ist dieser Sondereffekt temporär und wird sich nachfolgend wieder normalisieren. Ein Vergleich zu früheren wirtschaftlichen Boomphasen ist deshalb nur bedingt möglich. Zudem wird sich die Basis, mit welcher die aktuellen Inflationsdaten aufgrund der Jahresbetrachtung verglichen werden, sukzessive erhöhen. Nicht zuletzt aufgrund dieses statistischen Effekts werden die zukünftigen Werte tiefer ausfallen. Die Skeptiker weisen auf die jüngst veröffentlichten Werte aus den USA hin. Mit 5% liegt die Gesamtinflation deutlich über der angestrebten Zielmarke der US-Notenbank von 2%. Selbst die viel beachtete Kernteuerung, welche die volatilen Preise für Nahrungsmittel und Energie ausschliesst, lag bei 3,8%. Die höheren Produktionskosten aufgrund von gestiegenen Preisen für Rohwaren, Transport und teilweise Löhnen werden wo immer möglich an die Konsumenten weitergegeben. Sie wirken somit inflationär.

### Entwicklung Obligationenmärkte 1 Jahr (indexiert)



In den Regionen ausserhalb der USA fällt der Preisauftrieb zwar bescheidener aus. Allerdings hinken sie im konjunkturellen Erholungsprozess grossenteils hinterher. Und mit 2,4% liegt beispielsweise auch in Europa die Teuerung über dem von der EZB anvisierten Ziel von 2%. Allen Wirtschaftsräumen gleich kommt der Hinweis der Zinshüter auf den vorübergehenden Charakter der höheren Teuerungsraten. Auch sie verweisen auf Sondereffekte und fühlen sich deshalb nicht dazu veranlasst, darauf zu reagieren.

Die Ankündigung vereinzelter Notenbanken, ihre Wertpapierkäufe leicht zu reduzieren, darf nicht mit einer Straffung der Geldpolitik verwechselt werden. Schliesslich wurden die Bilanzen zur Bekämpfung der negativen Pandemiefolgen massiv ausgedehnt. Dass dies kein Dauerzustand ist, insbesondere in einem boomenden Konjunkturmilieu, darüber sind sich alle einig. Selbst die sonst sehr marktfreundliche US-Notenbank hat mit ihrer anlässlich des letzten Zinsmeetings vorgenommenen Äusserung zum Tapering – der langsamen Rückführung der Wertpapierkäufe – schon einmal den Puls der Märkte spüren wollen. Gleichzeitig wurde der Termin für eine erste Zinserhöhung mit Ende 2023 konkretisiert. Das wäre früher als allgemein erwartet und hat zu einer gewissen Verunsicherung geführt.

Kritiker an den Notenbanken bringen für deren Zurückhaltung noch einen anderen Grund ins Spiel. Sie würden mit den Regierungen in einem Boot sitzen und die enorme Schuldenlast, welche im Zuge der coronabedingten Rettungspakete aufgebaut wurde, mitfinanzieren. Einerseits kaufen die Notenbanken bevorzugt Anleihen des eigenen Landes und sorgen so für eine genügende Nachfrage. Andererseits würden sie mit ihrer Tiefzinspolitik für die Finanzierbarkeit der Schulden sorgen. Höhere Zinsen würden den Schuldendienst der einzelnen Länder massiv erhöhen, was nicht in jedem Fall unproblematisch wäre. Die Unabhängigkeit der Notenbanken wird deshalb vermehrt in Frage gestellt.

### Wann kommt die Zinswende?

Voraussichtlich werden das Inflationsthema sowie die Frage der zukünftigen Gestaltung der Geldpolitik die Finanzmärkte noch längere Zeit beschäftigen. Zumindest bei der Teuerung scheinen die Anleger die Optik der Notenbanken mittlerweile zu teilen. Die Treiber der aktuell hohen Inflationswerte sind temporärer Natur und werden grossenteils wieder verschwinden. Allerdings könnte diese vorübergehende Phase länger dauern als ursprünglich prognostiziert. Zudem hat insbesondere die US-Notenbank jüngst einen leicht vorsichtigeren Ton angeschlagen. Es ist klar geworden, dass die expansive Geldpolitik, wie sie heute vorherrscht, kein Dauerzustand ist. Allerdings ist man sich in der Frage des Zeitpunkts einer zukünftigen Normalisierung sehr uneinig. Die Pessimisten glauben, dass wir bereits mitten im Anpassungsprozess stecken. Die Optimisten sehen das aktuelle Tiefzinsregime gar als die neue Normalität an. Unabhängig davon gehen wir davon aus, dass die Zinsen kurzfristig im Sog einer wachsenden Wirtschaft eher steigen werden.

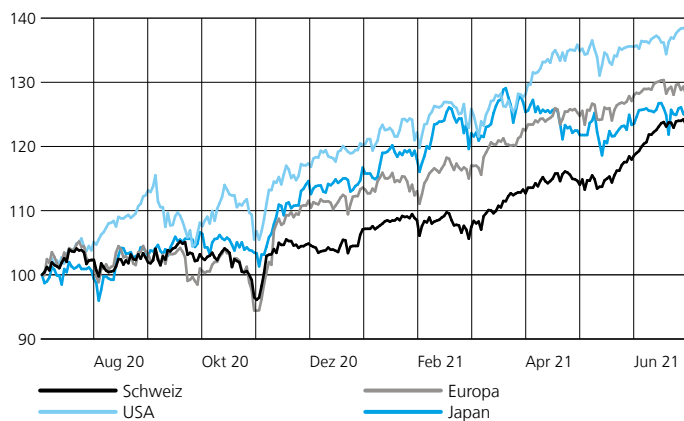
# Aktien

## Aktienmärkte im Überblick

### Der Konjunkturoptimismus hält an – allerdings mit einigen möglichen Stolpersteinen

Die schrittweise Aufhebung der Coronabeschränkungen und die stetigen Gewinnrevisionen nach oben hielten im 2. Quartal des laufenden Jahres an, was sich unterstützend auf die Aktienkurse auswirkte. Die Sektorrotation zugunsten von zyklischen Werten und Value-Aktien dürfte sich somit auf kurze und mittlere Sicht fortsetzen. Sie wird durch das globale Wachstumsmomentum gestützt. Generell befinden sich die Aktienmärkte aber in einer eher schwierigen Phase, sind sie doch hin und her gerissen zwischen den vielversprechenden Wachstums- und Gewinnaussichten einerseits und aufkommenden Inflationsängsten und den damit zusammenhängenden Befürchtungen über einen bevorstehenden Kurswechsel der Notenbanken andererseits.

### Entwicklung Aktienmärkte 1 Jahr (indexiert)



### Das Auf und Ab der letzten Wochen

In den vergangenen Monaten erlebten die Anleger eine Achterbahnfahrt. Äusserungen von US-Finanzministerin Janet Yellen führten im Mai zu Kursverlusten. Um eine Überhitzung der amerikanischen Wirtschaft zu vermeiden, müssten die Zinsen gegebenenfalls etwas steigen. Sie krebste jedoch noch gleichentags zurück und stellte klar, dass damit keine Empfehlung für eine Leitzinserhöhung impliziert sei, worauf sich die Märkte wieder erholten. Für einen weiteren Börsentaucher sorgte die Publikation der US-Inflationsrate, die deutlich über den Erwartungen lag und den höchsten Stand seit 2008 erreichte. Die Haupttreiber waren dabei der Basiseffekt, eine erhöhte Nachfrage aufgrund der Wiedereröffnung der Wirtschaft sowie Lieferengpässe bei einigen Gütern. Die Anleger schienen das Anspringen der Teuerung aber lediglich als temporäres Phänomen zu beurteilen, wodurch der Schock rasch verdaut war. Die darauf folgende Erholung führte zu starken positiven Kursausschlägen, welche auch die Schweizer Börse zu einem neuen Allzeithöchst beförderte.

### Erholung – aber nicht überall

Die konjunkturelle Erholung nach der Coronakrise schreitet zügig voran, ist aber nicht in allen Regionen der Welt gleich ausgeprägt. Nach wie vor lässt sich ein konjunktureller Graben zwischen einzelnen Industriestaaten sowie zwischen den entwickelten Volkswirtschaften und den Schwellenländern ausmachen. Die Wachstumsdifferenzen lassen sich zu einem grossen Teil mit den sich stark unterscheidenden Impffortschritten erklären. Während die USA, Grossbritannien und zusehends auch Kontinentaleuropa bei der Impfquote starke Fortschritte erzielen, bleiben die meisten asiatischen Volkswirtschaften und zahlreiche Schwellenländer aussen vor. Länder mit tiefer Impfquote haben das Problem, dass ihre wirtschaftliche Erholung anfällig auf das Coronavirus bleibt, da sich dessen Ausbreitung nur mit strikten Eindämmungsmassnahmen bekämpfen lässt, was wiederum Gift für die Konjunkturerholung darstellt.

### Europa: Zurück zur Normalität

Die Impfkampagne macht in der westlichen Welt grosse Fortschritte, womit der schrittweisen Rückkehr zur Normalität nichts mehr im Weg steht. Trotz dem Inflationsdruck lässt das FED die Geldschleusen weit geöffnet, mit den altbekannten Auswirkungen auf die Vermögenspreise. China hat den Wachstumshöhepunkt bereits überschritten, die USA steuern darauf zu und Europa steht diesbezüglich erst in den Startlöchern. Nachdem die Wirtschaft auf dem alten Kontinent im 1. Quartal 2021 noch geschrumpft ist, rechnen wir mit einem umso dynamischeren Aufschwung im 2. und 3. Quartal. Vor diesem Hintergrund darf man der Kursentwicklung in Europa insgesamt optimistisch entgegenblicken und ein Teil des Bewertungsabschlags gegenüber den USA sollte wettgemacht werden.

### Zuversichtliche CEOs

Anlässlich der Publikationen der Quartalszahlen sowie an den im Frühling zahlreich stattfindenden Investorenkonferenzen haben sich die CEOs durchs Band positiv bezüglich der kommenden Gewinnentwicklung geäussert. Die Auftragsbücher sind prall gefüllt und die grosse Befürchtung, dass die stark angestiegenen Inputkosten das Gewinnwachstum bremsen könnten, wurde mehrheitlich entkräftet. Dank Preiserhöhungen und Kosteneinsparungen können die Mehrkosten aufgefangen und die Gewinne geschützt werden. Der Aktienmarkt dürfte weiterhin im Spannungsfeld zwischen Wachstumshoffnungen und Inflations Sorgen hin und her pendeln. Die bevorstehenden Halbjahresergebnisse der Unternehmen könnten jedoch für neue Dynamik sorgen.



# Nicht traditionelle Anlagen

## Immobilien Schweiz

### Deutliche Aufwärtsbewegung

Die Schweizer Immobilienfonds entwickelten sich im zweiten Quartal des laufenden Jahres äusserst erfreulich. Es resultierte, gemessen am Gesamtindex, sogar ein neuer Höchststand. Es scheint, dass der abnehmende Aufwärtsdruck bei den Zinsen für eine gewisse Entspannung bei den indirekten Immobilienanlagen geführt hat. Zudem hat eine grosse Anzahl von Gefässen ihre Ausschüttung vorgenommen, was das Anlegerinteresse jeweils zusätzlich ankurbelt. Mit rund 2,4% liegt die Ausschüttungsrendite immer noch auf einem sehr attraktiven Niveau. Die Schattenseite der Kurszuwächse ist der erneute Bewertungsanstieg. Mit gut 45% liegt das Agio (Aufgeld zum inneren Wert) auf einem historisch betrachtet sehr hohen Niveau. Da sich gleichzeitig die Zinsen in diesem Jahr erhöht haben, ist die Attraktivität der Schweizer Immobilienfonds gesunken. Allerdings treibt der Anlagennotstand weiterhin viele renditesuchende Mittel in die Immobiliengefässe. Das lässt sich unter

### Entwicklung Immobilienfonds Schweiz 1 Jahr (indexiert)



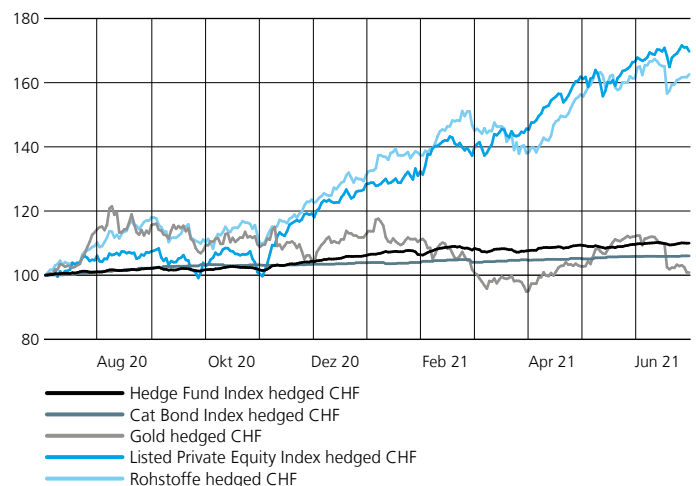
anderem aus der Tatsache ableiten, dass das zusätzliche Angebot durch Emissionen neuer Gefässe und Kapitalerhöhungen bestehender Fonds sehr gut absorbiert wurde. Neben interessanten Kaufobjekten, welche immer rarer zu finden sind, werden die zusätzlichen Mittel von den Fondsmanagern für die Entwicklung bestehender Liegenschaften verwendet. Schwierig bleibt die Situation bei den gewerblichen Immobilienfonds, insbesondere wenn sie im Bereich Retail, Hotellerie oder Büro ein Schwergewicht aufweisen. Zwar hat sich mittlerweile der negative Einfluss der Corona-Krise grossenteils entschärft. Allerdings werden gewisse strukturelle Veränderungen bestehen bleiben, welche die erwähnten Nutzungsbereiche voraussichtlich nachhaltig beeinflussen werden.

## Übrige Anlagen

### Viel Flexibilität beim Investieren

Der Ölpreis ist in einer beispiellosen Rallye wegen der anziehenden Nachfrage infolge der Wirtschaftserholung im 2. Quartal 2021 in Richtung des Höchststands aus dem Jahr 2018 gestiegen. Experten zufolge könnte die angespannte Lage auf dem Rohölmarkt aufgrund der fehlenden US-Anbieter weiter anhalten. Förderten die USA vor der Krise jeden Tag fast 13 Millionen Barrel, liegt die Produktion aktuell nur bei rund 11,2 Millionen. Zudem signalisierten die OPEC+-Staaten im Juni, dass sie die Produktion nur langsam erhöhen wollen. Die wiedergefundene OPEC+-Marktmacht könnte

### Entwicklung Übrige Anlagen CHF 1 Jahr (indexiert)



vorderhand zu dauerhaft höheren Ölpreisen führen. Das Anziehen der Inflation bei stabilen US-Zinsen und ein tiefer US-Dollar waren die Aufwärtstreiber des **Goldpreises** zu Beginn des zweiten Quartals. Das gelbe Edelmetall verteuerte sich bis in die erste Hälfte Juni um rund 11% auf 1900 USD. Nachdem die US-Notenbank FED erste Signale einer vorzeitigen Zinswende sendete, verteuerte sich der US-Dollar und sorgte für einen tieferen Goldpreis. Wir rechnen weiterhin mit einem volatilen Kursverlauf des Goldes, da nicht klar ist, ob die in Aussicht gestellte höhere Inflation positiv oder negativ auf den Kurs des gelben Metalls wirkt. Der Monat Mai war für **versicherungs-basierte Anleihen (Cat Bonds)** und für **besicherte Rückversicherungsverträge (CRI-Verträge)** einer der aktivsten Monate, da viele Erstversicherer ihre Rückversicherungsdeckungen für die am 1. Juni beginnende Hurrikan-Saison im Nordatlantik abschliessen. Nach den letzten Jahren mit grossen Schadensdeckungen, insbesondere nach 2020 mit über USD 90 Mrd., resultierten in den Juni-Erneuerungen attraktive Prämienniveaus. Sollten keine schweren Versicherungsereignisse eintreten, erwarten wir eine positive Wertentwicklung bis Ende Jahr.

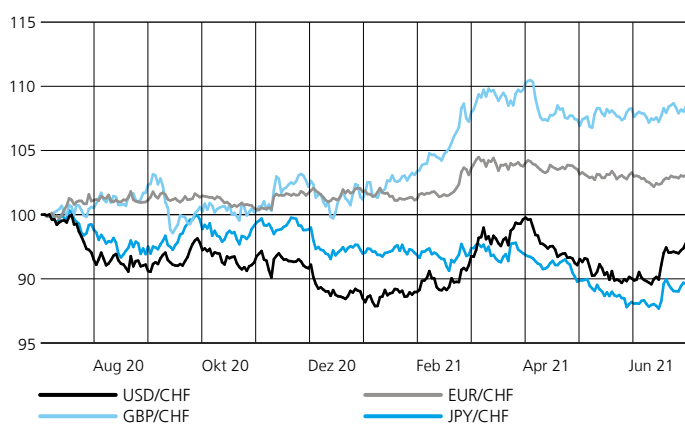
# Währungen

## Währungen im Überblick

### Sichere Häfen weniger gefragt

Mit der fortschreitenden Eindämmung der Pandemie und der damit einhergehenden gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Öffnung scheint es zu einem kräftigen globalen Aufschwung zu kommen. Die Risikobereitschaft der Investoren steigt zunehmend. Das Bedürfnis, sich gegen Risiken abzusichern und vor Verlusten zu schützen, sinkt. Die defensiveren Währungen spüren dies in Form einer gesunkenen Nachfrage. Auch die tendenziell steigenden Zinsen lasten auf den als sichere Häfen geltenden Devisen wie etwa dem Schweizer Franken oder dem japanischen Yen. Unklar bleibt vorerst der Einfluss der steigenden Inflation auf die Währungen. Sehen wir hier lediglich ein temporäres Aufflackern oder handelt es sich um eine kontinuierliche Zunahme? Momentan steigt die Inflation im Ausland stärker als in der Schweiz. Sollte dieser Zustand anhalten, würde dies zu einer realen Abwertung des Schweizer Frankens führen.

### Währungsentwicklung 1 Jahr (indexiert)



### US-Dollar mit Stärkesignal

Im ersten Quartal war die steigende Zinsdifferenz ausschlaggebend für einen stärkeren Greenback. Die Wirtschaft hat sich früher als in anderen Regionen erholt und die Inflationserwartung ist deutlicher angestiegen. Als sich der Renditevorsprung in den Folgemonaten verringerte, sank auch das Interesse am Dollar wieder. Die Sorgen um das anhaltende Zwillingsdefizit (Handelsbilanz und Staatshaushalt) sowie die steigende Verschuldung standen als Belastungsfaktoren zwischenzeitlich im Vordergrund. Die Tatsache, dass sich die US-Notenbank mit dem deutlichen Inflationsanstieg sowie der anziehenden Wirtschaft aktuell intensiver beschäftigt als bislang allgemein angenommen, hat dem US-Dollar zu einem deutlichen Stärkesignal verholfen. Nach der jüngsten Zinssitzung hat die US-Valuta gegenüber den anderen Hauptwährungen eine deutliche Aufwertung vollzogen. Am Ende des zweiten Quartals stand der USD/CHF-Wechselkurs bei rund 0.92. Gestützt durch die weiterhin

gut laufende Konjunktur und mit dem Ausblick auf eine zunehmend restriktivere Geldpolitik kann in den nächsten Monaten von einer zum Schweizer Franken leicht stärkeren US-Währung ausgegangen werden.

### Euro profitiert von Öffnungsschritten

Der Euro startete aufgrund der im ersten Quartal gestiegenen Zinsen mit einem Wechselkurs über 1.10 EUR/CHF in das zweite Quartal und wertete sich bis Mitte Juni wieder beständig ab. Nach einer leichten Erholung beendete der Euro das zweite Quartal etwas unter 1.10 EUR/CHF. Zum US-Dollar vermochte die europäische Einheitswährung seit Quartalsbeginn kontinuierlich zuzulegen, gab jedoch nach der vorgängig erwähnten Zinssitzung der FED jedoch wieder an Wert ab. Ende Quartal lag der EUR/USD-Wechselkurs bei 1.18. Nach etlichen Rückschlägen nimmt der Aufschwung, gemessen an den Vorlaufindikatoren, auch in der Euro-Zone Gestalt an. Das laufend gesteigerte Impftempo und der Abbau der pandemiebedingten Regeln und Einschränkungen dürften bei den Anlegern für mehr Zuversicht sorgen. Die weiterhin ultralockere Geldpolitik der EZB unterstützt die zukünftige wirtschaftliche Erholung. Allerdings könnte die daraus resultierende Zinsdifferenz zu den USA zumindest mittelfristig eine zusätzliche Aufwertung zum US-Dollar verhindern. Mit der wirtschaftlichen Öffnung in Kontinentaleuropa und dem damit einhergehenden höheren Investoreninteresse an europäischen Anlagen sowie aufgrund der moderaten Bewertung sollte der Euro zum Franken über die nächsten Monate höher tendieren.

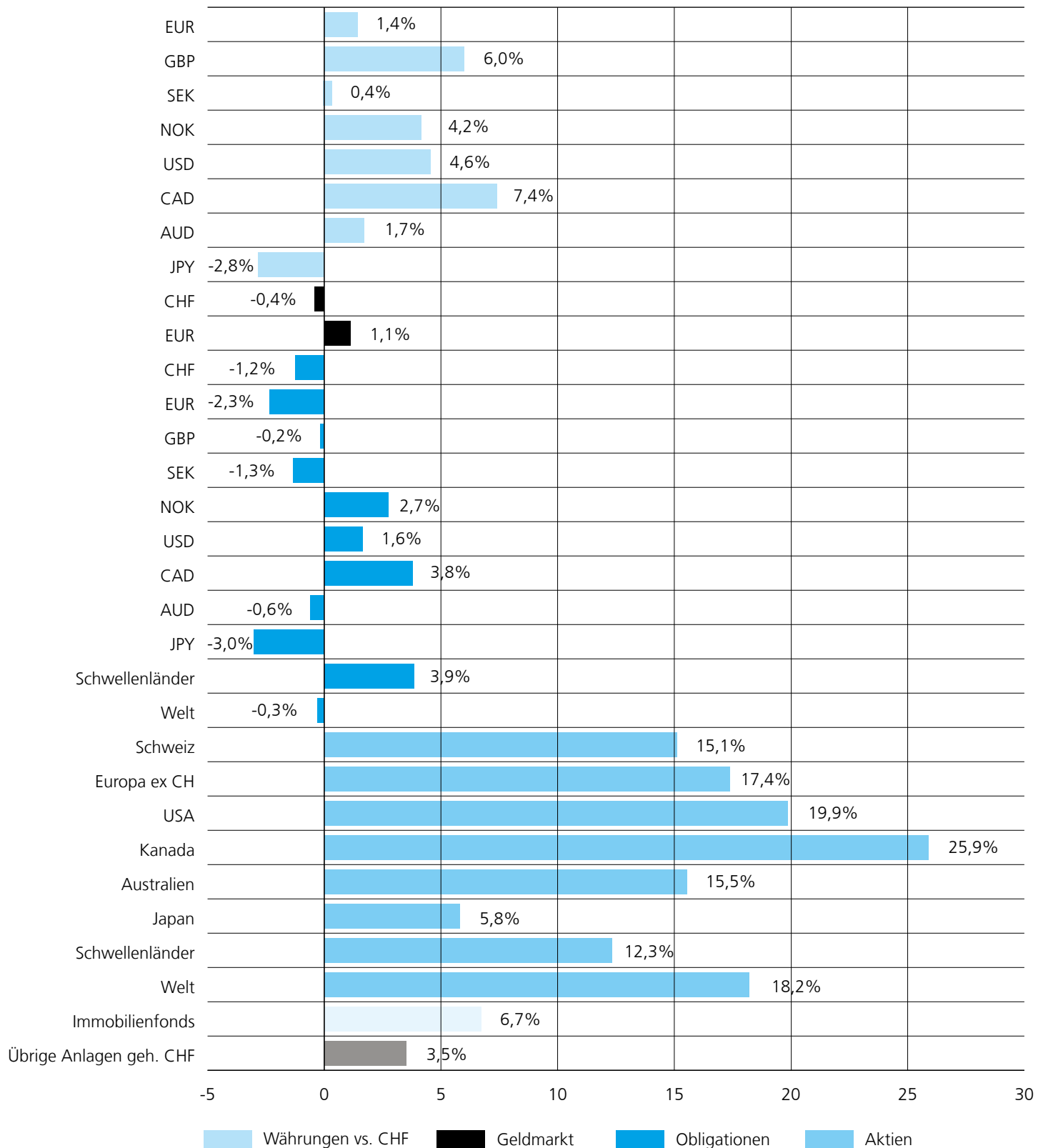
### Bank of England leitet Normalisierung ein

Nach einem Hoch zum Schweizer Franken Anfang April neigte das britische Pfund zur Schwäche und bewegte sich daraufhin seitwärts. Unterstützung erhielt der Sterling jüngst von verschiedenen Wahlausgängen in Grossbritannien Anfang Mai und weiteren Öffnungsschritten auf der Insel. Zuletzt wurden jedoch wieder steigende Infektionszahlen registriert, was die Diskussion um die weiteren Öffnungsschritte entfacht hat. Das Pfund schloss das zweite Quartal zum Franken bei rund 1.28. Der deutlich bessere Wirtschaftsausblick veranlasste die Bank of England, die wöchentlichen Wertpapierkäufe bereits im Mai zu reduzieren. Sie leitete so den ersten Schritt zur geldpolitischen Normalisierung ein. Eine weitere Reduktion wird im August erwartet. Das britische Pfund wird wohl vorerst weiter von einer restriktiver werdenden Geldpolitik und der anziehenden Wirtschaftsaktivität in Grossbritannien profitieren können. Belastet wird die britische Valuta weiterhin durch die politischen Diskussionen rund um den Brexit und ein mögliches Referendum über die schottische Unabhängigkeit.



# Marktpformance

1. Januar bis 30. Juni 2021 (Basis CHF)



# Anlagestrategie

## Konjunktur

	BIP (vs. Vorjahr)		Inflation (Jahresdurchschnitt)	
	2021	2022	2021	2022
Schweiz	4,0	3,0	0,7	1,1
Euro-Zone	4,0	3,5	1,8	1,3
USA	6,5	4,0	3,4	2,3
Japan	3,5	2,5	0,2	0,5
China	8,0	5,5	1,7	2,6
Schwellenländer	6,0	4,5	3,8	3,9

## 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 Angst vor einer nachhaltig steigenden Inflation und einer frühzeitigen Straffung der Geldpolitik durch die Notenbanken hat im zweiten Quartal abgenommen. Der Preisdruck auf **festverzinsliche Anlagen** ist damit vorderhand gewichen. Allerdings bleiben die Renditeaussichten für Obligationen bescheiden. Das Zinsumfeld präsentiert sich weiterhin volatil und die konjunkturellen Fortschritte sprechen tendenziell für höhere Zinsen. Zumindest von den Zentralbanken erwarten wir kurzfristig keine restriktivere Gangart. Zudem bleiben die Anleihen der Sicherheitsanker bei möglichen Turbulenzen an den Finanzmärkten. Wir halten insbesondere bei den CHF-Anleihen die Gewichtung immer noch unter der Benchmarkvorgabe.

Die **Aktienmärkte** laufen von Rekordmarke zu Rekordmarke. Weder neue Virusvarianten noch geldpolitische Diskussionen oder die Angst vor ausufernden Inflationsraten konnten die Börsen bisher nachhaltig beunruhigen. Die Schattenseite ist eine hohe Bewertung, welche das positive Konjunkturmilieu und steigende Unternehmensgewinne grossenteils abbilden. Zusätzliche Aufwärtstreiber werden damit rarer. Es ist mit einem volatileren Marktumfeld und einer steigenden Wahrscheinlichkeit von Gewinnmitnahmen zu rechnen. Wir tragen diesem Umstand mit einer leichten Untergewichtung der Aktienquote Rechnung. Trotzdem gehen wir nicht von einer anhaltenden Trendwende aus. Die Anlagealternativen sind immer noch rar, das Zinsumfeld bleibt voraussichtlich auf einem für Aktien attraktiven Niveau und die Globalwirtschaft wird zunehmend in einen synchronen Aufschwung übergehen.

Die **Schweizer Immobilienfonds** erfreuen die Anleger im bisherigen Jahresverlauf mit einer deutlichen Preissteigerung. Ihre attraktive Ausschüttungsrendite sowie ihr defensiver Charakter sorgt für eine anhaltende Nachfrage. Die Bewertung liegt aufgrund der hohen Kurse deutlich über dem langfristigen Durchschnitt und beschränkt das zukünftige Aufwärtspotenzial. Zudem könnten erneut steigende Zinsen einen zusätzlichen Belastungsfaktor darstellen. Wir haben deshalb die indirekten Immobilienanlagen quotenmässig leicht reduziert. Innerhalb der Übrigen Anlageklassen ist **Gold** immer noch übergewichtet. Trotz der bescheidenen Entwicklung in diesem Jahr aufgrund der Dollarstärke sowie der steigenden Zinsen erachten wir die Positionierung weiterhin als richtig. Das aktuelle Umfeld ist geprägt von vielen Unsicherheiten, was den defensiven Charakter des gelben Metalls in den Vordergrund rückt.

Nähere Informationen zur aktuellen Anlagestrategie finden Sie monatlich unter [www.akb.ch/pm](http://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

Mark 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](mailto:akb@akb.ch)  
Internet: [www.akb.ch](http://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 Zusage 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

Manuel Suter

### Externe Vermögensverwalter

Daniele Russo

### 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  
Martin Schwab, Titelresearch  
Niculin Camenisch, Titelresearch

Redaktionsschluss: 30. Juni 2021

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](http://www.akb.ch/e-news).

