

# Portfolio Management Info

## Aktuelle Anlagepolitik der AKB

02 | 18





13. Februar 2018



### Anlagepolitik-Ausschuss vom 13.02.2018

Der APA hat an seiner Sitzung keine Änderungen der Anlagestrategie beschlossen.

### Aktuelle Anlagestrategie

Geldmarkt:		CHF
Obligationen:		+ NOK, - CHF, - CAD, - AUD Duration untergewichtet (USD, GBP)
Aktien:		+ Japan - USA, - Australien
Übrige Anlagen:		+ Immobilienfonds Schweiz

 übergewichtet     leicht übergewichtet     neutral     leicht untergewichtet     untergewichtet

## Marktübersicht

Die Finanzmärkte sind im noch jungen Jahr von ungewohnter Hektik dominiert. Höhere Inflationserwartungen und steigende Zinsen liefern momentan genügend Gesprächsstoff um die Anleger zu verunsichern. Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen ist auf das höchste Niveau seit Anfang 2014 gestiegen. Gleichzeitig ist es an den Aktienmärkten nach einem erfreulichen Jahresstart zu deutlichen Kurseinbüssen gekommen. Auf den ersten Blick scheint ein direkter Zusammenhang zwischen dem vorausgegangenen Zinsanstieg und der Aktienmarktkorrektur zu bestehen. Allerdings würde diese Erklärung zu wenig weit greifen. Wie so oft bei solch plötzlichen Kurseinbrüchen ist der Auslöser nicht in einem einzelnen Ereignis zu

suchen, sondern gründet in einer Kombination verschiedener Einflussfaktoren. Es stellt sich nun die Frage, ob dies der Wendepunkt der seit mittlerweile fast neun Jahren andauernden Aktienhausse darstellt. Oder ob es sich um eine zwischenzeitliche Korrektur eines überhitzten Marktes handelt. Darauf versuchen wir in den nachfolgenden Ausführungen eine Antwort zu geben.

Die gute Nachricht ist, dass sich realwirtschaftlich betrachtet die positiven Rahmenbedingungen nicht geändert haben. Die USA sind nach wie vor erfreulich unterwegs. Neben der soliden Binnenkonjunktur profitiert die grösste Volkswirtschaft zueh-

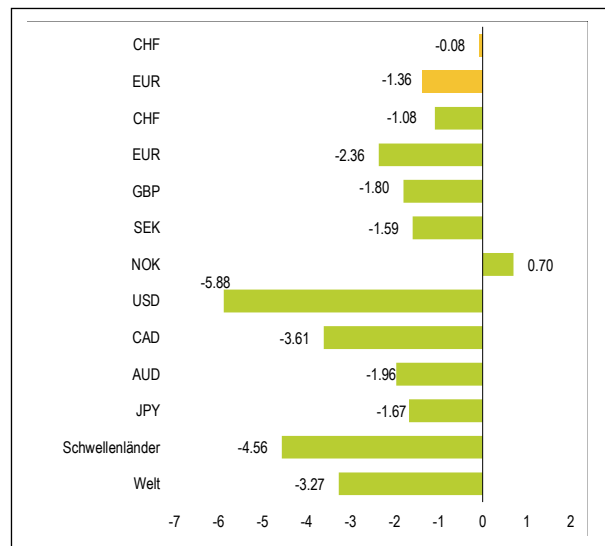


ment vom Aussenhandel. Der schwache Dollar sorgt für günstige Preise amerikanischer Produkte im Ausland und steigert die exportorientierte Nachfrage. Gleichzeitig sorgt die Steuerreform für einen kräftigen Schub der Investitionstätigkeit von Unternehmen sowie der Kauflust bei den Konsumenten. Mit einer baldigen Abkühlung der US-Wirtschaft ist deshalb nicht zu rechnen. Auch die Eurozone hält das konjunkturelle Wachstumstempo hoch. Immer stärker profitiert davon der Arbeitsmarkt. Die Beschäftigungszahlen legten so kräftig zu wie seit dem Jahr 2000 nicht mehr. Die Stimmung ist unter Produzenten und Konsumenten gleichermaßen gut. Auch die Schwellenländer profitieren von der boomenden Globalwirtschaft. Die Nachfrage nach ihren Exportgütern steigt stetig an. Zudem werden sie als Absatzmarkt westlicher Produkte und Dienstleistungen immer wichtiger. Der wichtigste Vertreter, China, ist im letzten Jahr stärker gewachsen als prognostiziert. Im neuen Jahr gilt es allerdings grosse Herausforderungen wie die hohe Verschuldung oder der überhitzte Immobilien- und Finanzsektor zu meistern. Dies dürfte das Wachstum allerdings nur dann spürbar bremsen, wenn die globale Konjunktur sich abkühlen würde. Davon gehen wir momentan nicht aus. Japan läuft es konjunkturell betrachtet weiterhin gut. Die aktuelle Wachstumphase hält so lange an wie seit zwei Jahrzehnten nicht mehr. Auch die Konsumenten spüren die gute Stimmung und zeigen sich ausgabefreudig. Bereits machen Spekulationen die Runde, die japanische Notenbank könnte früher als erwartet von ihrer äusserst lockeren Geldpolitik abweichen. Allerdings wird sie sich hüten das lang ersehnte Wirtschaftswachstum vorzeitig abzuwürgen.

### Zinsmärkte

An der Zinsfront ist zum Jahresbeginn Bewegung eingeleitet. Höhere Inflationserwartungen, vor allem aus den USA, haben die Anleger aufgeschreckt. Hauptverantwortlich sind die steigenden Rohstoffpreise und die zunehmende Verknappung von Arbeitskräften. Es mehren sich die Befürchtungen, dass als direkte Folge davon die wichtigsten Notenbanken früher als allgemein erwartet ihre Geldpolitik normalisieren könnten. Wir stufen allerdings die jüngste Aufwärtsbewegung nicht als Beginn einer länger anhaltenden Phase steigender Zinsen ein. Im Vorfeld sind die Renditen auf eine rekordtiefe Marke gefallen. Der gute Konjunkturverlauf, die anstehende geldpolitische Normalisierung sowie die teureren Rohstoffpreise rechtfertigen ein leicht höheres Niveau. Zudem ist die aktuelle Aufwärtsbewegung der Zinsen in erster Linie von den USA ausgegangen und hat über die internationalen Zusammenhänge die restliche Welt mitgezogen. Auch wenn der Tiefpunkt bei den Zinsen defi-

nitiv durchschritten ist, scheint das weitere Aufwärtspotenzial vorerst begrenzt zu sein. Ausserhalb der USA verbleiben die meisten Notenbanken im wirtschaftsfreundlichen Stimulierungsmodus. Dies betrifft insbesondere die EZB und die Bank of Japan. In beiden Regionen verharrt die Teuerungsrate auf tiefem Niveau und gibt damit den Notenbanken den nötigen Spielraum für eine expansive Ausrichtung der Geldpolitik.



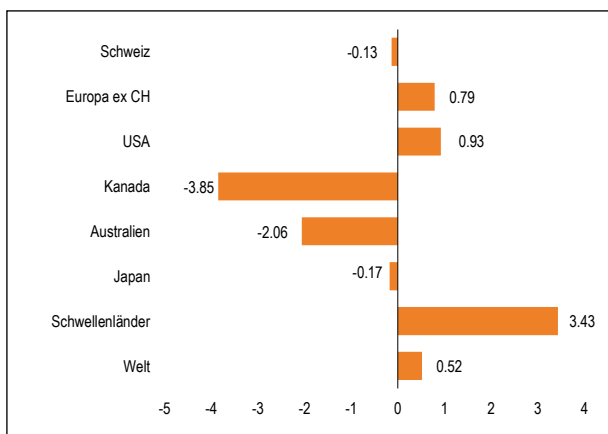
Performance Januar 2018 in %, Basis CHF

### Aktienmärkte

Die Befürchtungen über steigende Inflationsraten, restriktivere Notenbanken und steigende Zinsen haben die Aktienmärkte weltweit in einen zwischenzeitlichen Korrekturmodus versetzt. Die Anleger wollten ihre aufgelaufenen Gewinne ins Trockene bringen und sorgten für eine vorübergehende Verkaufswelle. Die Volatilität, eine Messgrösse für den Stress an den Finanzmärkten, ist sprunghaft nach oben geschneilt. Eigentlich sind die Aktienmärkte ähnlich gut in das neue Jahr gestartet wie sie das alte abgeschlossen haben. Diverse Märkte erzielten sogar neue Höchststände. Angesichts der rasch gestiegenen Kurse der letzten Monate sind die aktuellen Gewinnmitnahmen nichts Aussergewöhnliches. Nach einer langanhaltenden Phase ruhiger Börsen sind sich die Anleger allerdings derartiger Bewegungen nicht mehr gewohnt. Nüchtern betrachtet hat sich an den positiven Kurstreibern des letzten Jahres nichts geändert. Der globale Wirtschaftsmotor brummt, die Unternehmensgewinne wachsen und Rezessionsrisiken sind momentan keine auszumachen. Zudem glauben wir nicht an eine rasche Änderung des vorherrschenden Tiefzinsregimes. Die Verknappung der Ressourcen kann zwar zu höheren Preisen führen, doch ist dies vorderhand kein

globales Phänomen. Und selbst in den USA wird sich die Inflation voraussichtlich nicht wesentlich über die vom Fed angestrebte Komfortzone von 2% bewegen.

Beinahe vollständig untergegangen in der vorherrschenden Krisenstimmung sind die guten Resultate, welche die Unternehmen bezogen auf das vierte Quartal 2017 veröffentlicht haben. Die hohen Erwartungen der Analysten konnten in den meisten Fällen erfüllt oder gar übertroffen werden. Zudem sehen sich die Analysten aufgrund der guten Konjunkturlage veranlasst die Gewinnaussichten nach oben anzupassen. Für die amerikanischen Aktien wird zudem von einer positiven Stimulierung der Gewinne durch die soeben beschlossene Steuerreform ausgegangen. Und der schwache Dollar hilft den Unternehmen mit hohem Exportanteil. Insbesondere diese zwei Punkte sollten den US-Börsen trotz fortgeschrittenem Konjunkturzyklus zu weiteren Kurssteigerungen verhelfen.

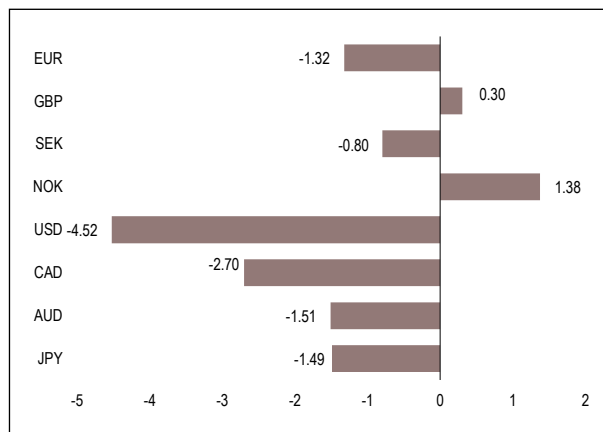


Performance Januar 2018 in %, Basis CHF

### Devisenmärkte

Der Euro zeigt sich im Austauschverhältnis zu den meisten anderen Währungen weiterhin äusserst robust. Vor allem die guten Konjunkturaussichten verhelfen der europäischen Einheitswährung zu zusätzlichen Kursavancen. Zudem hat die Europäische Zentralbank an ihrer letzten Sitzung wider Erwarten keine Anstrengungen unternommen, den Euro schwach zu reden. Zum US-Dollar ist er mittlerweile auf das höchste Niveau seit Dezember 2014 geklettert. Für den jüngsten Schwächeanfall des Greenbacks mitverantwortlich ist sicher die US-Regierung, welche gemäss ihren jüngsten Aussagen eine schwache Währung begrüsst. Zudem wachsen die Verbindlichkeiten (Steuerreform, Infrastrukturprogramm) stetig an und machen die USA noch stärker abhängig von ausländischen Käufern ihrer Staatsanleihen. Eine reduzierte Nachfrage oder ein erhöh-

ter Bedarf kann das Aufwärtspotenzial für den Dollar trotz Renditevorteil auch zukünftig einschränken. Positiv entwickelt sich momentan das britische Pfund. Angetrieben von einer positiven Wachstums- und Inflationsprognose durch die englische Notenbank hat die britische Währung zugelegt. Es wird darüber spekuliert, ob die Bank of England früher als erwartet die Zinsen anheben wird.



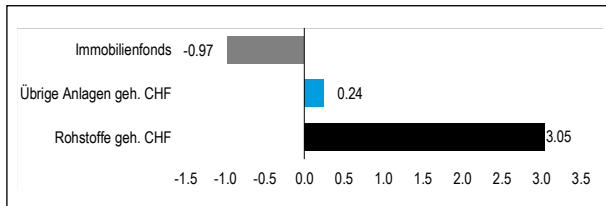
Performance Januar 2018 in %, Basis CHF

### Übrige Anlagekategorien

Die gemischten Rohstoffanlagen wurden zwar auch von der jüngsten Verkaufswelle erfasst, sind aber eigentlich gut in das neue Jahr gestartet. Der Preis für den gewichtigsten Rohstoff Erdöl wird seit Monaten durch den zunehmenden Abbau der übervollen Lager positiv stimuliert. Die Förderkürzungen der OPEC im Zusammenspiel mit einer höheren Nachfrage aufgrund der ausgezeichneten Verfassung der Globalwirtschaft sind diesbezüglich hauptausschlaggebend. Zusätzlich unterstützten die politische Krise im Nahen Osten, der Kälteeinbruch in den USA sowie der schwächere Dollar die Aufwärtsbewegung des Ölpreises. Mittelfristig wird die gesteigerte US-Schieferölproduktion die stärkere Nachfrage kompensieren. Die höheren Notierungen für Erdöl machen diese aufwendige Förderungsmethode attraktiv und sorgen für eine Ausdehnung der Angebotsseite. Gold hat in erster Linie vom schwächeren Dollar und den gestiegenen Inflationserwartungen profitiert. Gold gilt nach wie vor als guter Schutz vor einem Teuerungsanstieg.

Nach einem fulminanten Jahresendrally haben sich die Preise für Immobilienfonds in den letzten Wochen deutlich reduziert. Als zinsensitive Produkte waren sie im Umfeld steigender Renditen weniger gefragt. Weil wir weder den jüngsten Zinsanstieg als nachhaltig betrachten, noch grosse Veränderungen am Realmarkt wahrnehmen, bleibt unsere positive Einschätzung

für die indirekten Immobilienanlagen erhalten. Die günstigere Bewertung wird voraussichtlich den einen oder anderen Käufer anlocken und für eine erhöhte Nachfrage sorgen.



Performance Januar 2018 in %, Basis CHF

### Schlussfolgerung

Zum Schluss wollen wir eine Antwort auf die eingangs gestellte Frage geben, ob es sich bei der jüngsten Verkaufswelle lediglich um eine Konsolidierung oder um eine Trendwende handelt. Soviel schon vorweg: Wir gehen von ersterem aus. Unseres Erachtens bleibt die Einschätzung für die Aktien-

märkte angesichts der hohen Gewinn- und Konjunkturdynamik positiv. Die mittlerweile wieder moderate Bewertung der Beteiligungspapiere wird durch die erfreulichen Gewinnaussichten mehr als gerechtfertigt. Zwischenzeitliche Konsolidierungsphasen sind nach einer langanhaltenden Periode mit stetig steigenden Kursen normal. Den jüngsten Anstieg der Zinsen würden wir zudem nicht überinterpretieren. Die Notenbanken bleiben ihrer Linie einer behutsamen Anpassung der Geldpolitik treu. Und der globale Wirtschaftsboom verträgt leicht höhere Renditen, welche nicht automatisch zum Belastungsfaktor der Finanzmärkte oder des Konjunkturaufschwungs werden. Erst eine deutlich ansteigende Inflationsrate oder ein stark rückläufiges Konjunkturwachstum würden zu einem nachhaltigen Belastungsfaktor werden. Bleiben wird vorderhand neben der aktuellen Verunsicherung unserer Meinung nach eine erhöhte Schwankungsbreite an den Finanzmärkten. Darauf müssen sich die Anleger wohl oder übel einstellen.

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.