

# Portfolio Management Info

## Aktuelle Anlagepolitik der AKB

23 | 10

7. September 2010



### Anlagepolitik-Ausschuss vom 10.08.2010

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

### Aktuelle Anlagestrategie

Geldmarkt:	↗	CHF
Obligationen:	↗	+JPY, +AUD, -USD, -EmMa; Duration untergewichtet (CHF, EUR, GBP, AUD, JPY)
Aktien:	↘	+Japan, -USA, -Osteuropa, -Asien ex J., -Lateinamerika
Übrige:	↗	CH-Immobilienfonds, Rohstoffe

↑ übergewichtet   ↗ leicht übergewichtet   → neutral   ↘ leicht untergewichtet   ↓ untergewichtet

## Marktübersicht

Die internationalen Finanzmärkte stehen weiterhin im Bann der vorherrschenden Unsicherheit über den weiteren globalen Konjunkturverlauf. Die Dynamik des Erholungsprozesses hat insbesondere in den USA gemäss den jüngsten Wirtschaftsdaten wieder abgenommen und die Befürchtungen eines Rückfalls in die Rezession und somit eines Double Dips sind wieder gestiegen. Der globale Konjunkturerholungsprozess schreitet zwar weiter voran, doch steht er auf äusserst fragilen Beinen. Kopfzerbrechen bereitet den Ökonomen unter anderem die anhaltend hohe Arbeitslosigkeit in den USA. In diesem Zusammenhang wird auf den strukturellen Charakter der Minderbeschäftigung hingewiesen. Aus einem Bauarbeiter kann man nicht plötzlich einen Industriearbeiter machen, weshalb die aktuell hohe Quote

noch einige Zeit andauern kann. Damit fehlt momentan mit dem US-Privatkonsum einer der Haupttreiber der Weltwirtschaft der letzten Jahre.

Es zeigt sich immer deutlicher, dass es nicht einfach reicht, eine expansive Geld- und Finanzpolitik zu fahren, um eine Wirtschaft aus der Krise zu führen. Wäre dies so einfach, müssten die USA eigentlich boomen. Doch kämpft gerade die grösste Volkswirtschaft mit einer abnehmenden Wachstumsdynamik der Wirtschaft, hoher Arbeitslosigkeit, einer starken Zunahme der Staatsverschuldung sowie der Gefahr einer Deflation. Es wird immer deutlicher, dass jetzt vor allem eines gefragt ist: Geduld. Die Exzesse der letzten Jahre lassen sich nicht über Nacht beseitigen.



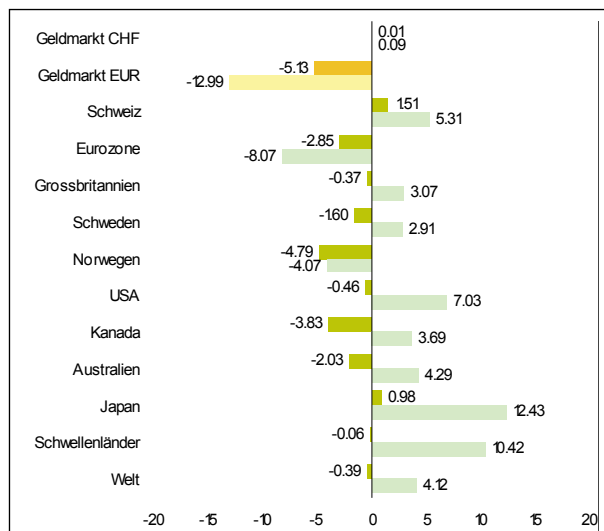
**Aargauische  
Kantonalbank**

Ein widersprüchliches Signal bezüglich des weiteren Konjunkturverlaufs zeigen momentan die beiden Märkte für Aktien und Obligationen. Glaubt man den Aktienkursen, müsste die Zukunft einigermassen rosig aussehen. Betrachtet man hingegen das tiefe Renditeniveau der Obligationen, müsste die Wirtschaft erneut in eine Rezession abgleiten. Die Anleger sind entsprechend verunsichert, was sich im volatilen Marktgeschehen widerspiegelt. Diese Entwicklung wird aller Voraussicht nach noch einige Zeit andauern. Das Motto ist und bleibt: Prognosen sind schwierig zu machen, insbesondere wenn sie die Zukunft betreffen!

## Zinsmärkte

Die Ankündigung einer Rückkehr zur quantitativen Lockerung durch das FED war Auslöser für den erneuten Rückgang der Zinsen. Ging man vor einigen Monaten noch davon aus, dass bei einer Fortsetzung des konjunkturellen Erholungsprozesses auch die Notenbanken bei der Zinspolitik zunehmend eine Normalisierung einleiten würden, hat sich diese Einschätzung mit den wenig erbaulichen Wirtschaftsdaten aus den USA wieder eingetrübt. Eine zunehmende Anzahl von Marktteilnehmern geht von einem länger anhaltenden Tiefzinsumfeld aus, gekoppelt mit einer tiefen Inflationsrate. Dies treibt die Anleger auch auf dem aktuell tiefen Zinsniveau noch in die Anleihen. Diese Konjunktur- und Deflationsängste haben dafür gesorgt, dass die Renditen der Staatsanleihen grosser Industrienationen zuletzt beinahe täglich neue Tiefststände erreicht haben. Die Zinskurve hat sich mit diesen jüngsten Zinsbewegungen weiter verflacht.

Während in Europa die Europäische Zentralbank EZB die Verschuldungskrise als Anlass nimmt bezüglich Geldpolitik weiterhin auf standby zu bleiben, wird die US-Notenbank FED aufgrund der angespannten Situation am Arbeitsmarkt sowie der abnehmenden Dynamik im wirtschaftlichen Erholungsprozess vorderhand wohl auf eine restriktivere Gangart verzichten. Anders sieht die Situation in der Schweiz aus. Die Schweizerische Notenbank SNB könnte sich aufgrund der guten Verfassung der einheimischen Konjunktur dazu veranlasst sehen, einen einsamen Weg im Normalisierungsprozess zu gehen. Die Kreditvergabe im Hypothekenmarkt läuft immer noch auf Hochtouren, die Zahlen des BIP sowie auch die Vorlaufindikatoren zeigen ein positives Bild, der Aussenhandel präsentiert sich stabil und die Arbeitslosenquote ist unter 4%. Dies könnte die SNB früher als andere Notenbanken dazu veranlassen, die Zinsen leicht zu erhöhen. Dies sollte aber nicht als restriktivere Gangart sondern als erster Schritt im Normalisierungsprozess betrachtet werden. Zudem würde dies nur die kurzen Sätze betreffen, da die mittleren und langen Laufzeiten verstärkt unter dem Einfluss der internationalen Zinsentwicklung stehen. Grundsätzlich lässt sich festhalten, dass im Gegensatz zu den USA die tiefen Zinsen auch wirklich in der Wirtschaft und im Konsum angekommen sind und damit die konjunkturell dringend nötigen Impulse gebracht haben.



Performance August 2010 (dunkle Farbe)/YTD (helle Farbe) in %, Basis CHF

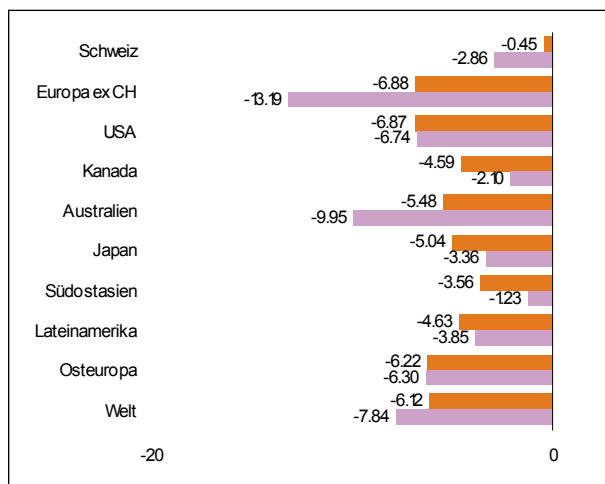
## Aktienmärkte

Aufgrund der jüngsten Konjunkturdaten, insbesondere aus den USA, hat die Angst vor einem neuerlichen Zurückgleiten der Wirtschaft in eine Rezession (Double Dip) zugenommen. Nur so kann die Preiskorrektur an den Aktienmärkten im letzten Monat erklärt werden. Obwohl die Gewinnlage der Unternehmen in den meisten Sektoren sehr gut ist, wurden bisher keine oder nur wenige neue Arbeitsplätze geschaffen. Glaubt man den eher verhaltenen Ausblicken, welche verschiedene führende Unternehmen für den weiteren Jahresverlauf gegeben haben, ist nicht mit einer raschen Trendwende am Arbeitsmarkt zu rechnen. Zum einen sind die Unternehmen mit ihren Ausrüstungsinvestitionen weiterhin zurückhaltend, zum anderen ist der Lageraufbau bereits wieder abgeschlossen.

Positiv können die in letzter Zeit gestiegenen Aktivitäten im Bereich der Zusammenschlüsse und Übernahmen (M&A) gewertet werden. Viele Unternehmen halten momentan im historischen Vergleich hohe Liquiditätsbestände, welche sie im Laufe der jüngsten Krise angehäuft haben. Aufgrund der bescheidenen Renditemöglichkeiten werden vermehrt Investitionsmöglichkeiten in anderen Unternehmen geprüft, was zu einer erhöhten M&A-Aktivität führt. Interessanterweise sind dabei Unternehmen aus Schwellenländern sehr aktiv, was deren steigende Bedeutung an den globalen Aktienmärkten unterstreicht.

Nach der jüngsten Korrektur sieht die Bewertung der Aktienmärkte noch etwas günstiger aus. Ein guter Indikator dafür ist die Dividendenrendite. Vergleicht man diese mit den aktuellen Obligationenrenditen, sehen die Aktienmärkte relativ zu den Bondmärkten verlockend attraktiv aus. Eine Voraussetzung ist natürlich, dass die Ausschüttungen der Beteiligungspapiere eini-

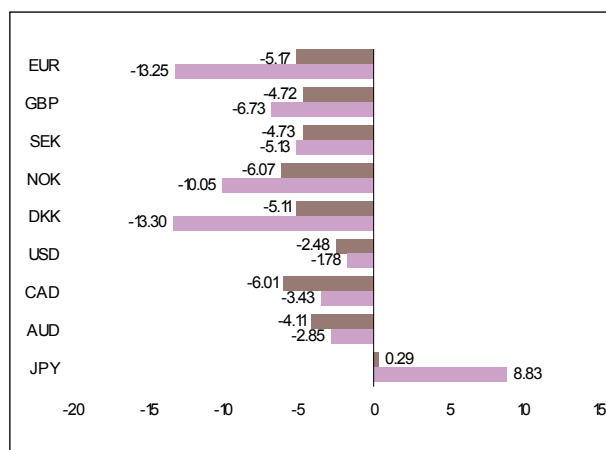
germassen stabil bleiben. Dem Aktienanleger bietet diese hohe Dividendenrendite einen gewissen Puffer gegen allfällige leichte Kursverluste.



Performance August 2010 (dunkle Farbe)/YTD (helle Farbe) in %, Basis CHF

### Devisenmärkte

An den Devisenmärkten hat sich wieder das bekannte Verhaltensmuster eingestellt. Die gesunkene Risikofreudigkeit der Investoren hat dazu geführt, dass einmal mehr der Schweizer Franken und der Japanische Yen gesucht waren. Für unsere heimische Währung sprechen nach wie vor erfreuliche Wachstumsraten der Wirtschaft, eine tiefe Inflation und relativ gesunde Staatsfinanzen. Der Yen profitiert einerseits von einer einigermaßen «stabilen Verschuldungssituation» – rund 95% der japanischen Schulden werden von inländischen Instituten und Anlegern gehalten – andererseits von den fehlenden Alternativen. Die Skepsis gegenüber dem Euro (Defizitprobleme) wie auch dem US-Dollar (abnehmende Wirtschaftsdynamik) lassen den Yen als einzige liquide Alternative zu, in welche entsprechend grosse Summen investiert werden können. Die geschrumpfte Zinsdifferenz zwischen den einzelnen Währungen macht Anlagen in der japanischen Valuta zusätzlich attraktiv. Interessanterweise zeigten sich die Märkte von der Ankündigung eines weiteren Konjunkturprogramms durch die japanische Regierung sowie der zusätzlichen Liquiditätsbereitstellung durch die Bank of Japan unbeeindruckt.



Performance August 2010 (dunkle Farbe)/YTD (helle Farbe) in %, Basis CHF

Der Dollar, in früheren Korrekturphasen ebenfalls ein Hort der Sicherheit, hat dieses Mal zum Schweizer Franken und zum Yen an Terrain eingebüsst. Dies ist vor allem die Folge der unsicheren Konjunkturaussichten sowie des anhaltend hohen Verschuldungsgrades. Zudem hat die Regierung wie auch die Notenbank angekündigt, weitere Stimulierungsmassnahmen einzuleiten, um ein erneutes Abgleiten der Wirtschaft in rezessive Territorien zu verhindern. Damit ist einerseits klar, dass vorderhand nicht mit höheren Zinsen zu rechnen ist und andererseits, dass die hohe Staatsverschuldung eher weiter wächst als zurückgeht. Beide Faktoren sprechen gegen ein Engagement im Dollar.

Obwohl die jüngsten Konjunkturdaten aus der Euro-Zone, insbesondere aber nicht nur in Deutschland, überraschend stark ausgefallen sind, konnte die Einheitswährung ein Abgleiten nicht verhindern. Viele Marktteilnehmer gewichten die nach wie vor vorhandenen strukturellen und defizitären Probleme höher und stehen dem Euro weiterhin skeptisch gegenüber. Die erneute Herabstufung der Kreditwürdigkeit Irlands und Portugals durch die Ratingagenturen zeigt, dass die strukturellen Probleme in der Euro-Zone nicht von heute auf morgen gelöst sein werden. Entsprechend volatil wird sich der Kursverlauf der Einheitswährung vorderhand darstellen.

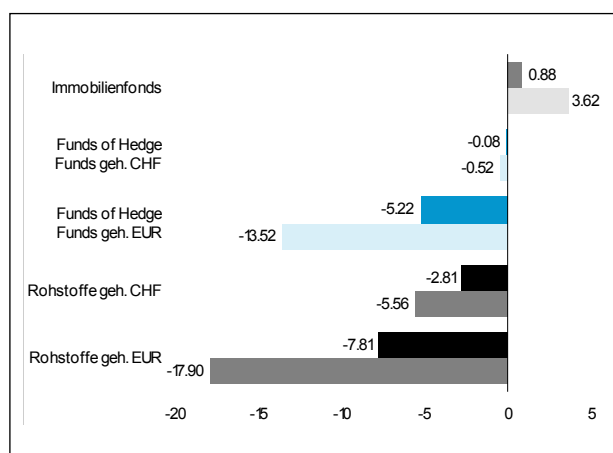
### Übrige Anlagekategorien

Auf der Suche nach Renditeperlen machen die Anleger weiterhin Halt bei den Schweizer Immobilienfonds. Nachdem sich die Sorgen um den weiteren globalen Konjunkturverlauf wieder gemehrt und damit verbunden die Befürchtungen einer baldigen Zinserhöhung verflüchtigt haben, sind die zinsensitiven Immo-fonds wieder verstärkt gesucht worden. Auf Basis der aktuell

tiefen Zinsen ist die Bewertung weiterhin moderat und lässt durchaus noch Spielraum für höhere Preise.

Trotz einer unspektakulären Performance um die 0% lässt sich festhalten, dass es für die Hedge Funds momentan deutlich besser aussieht als für die Aktienmärkte. Damit lässt sich die von Skeptikern häufig geäußerte Kritik einer hohen Korrelation zu den Aktienmärkten wenigstens teilweise widerlegen. Auf der Suche nach Rendite geht es den Hedge Funds momentan nicht anders als vielen anderen institutionellen und privaten Investoren auch. Die Möglichkeiten sind sehr begrenzt, nicht zuletzt wegen der tiefen Zinsen. Damit sollte klar sein, dass die Erwartungen für die Zukunft nicht zu hoch sein dürfen und nicht mit den Renditen der Vergangenheit gerechnet werden darf.

Die Rohstoffpreise lagen ebenfalls im Bann der zukünftigen Konjunkturaussichten, welche sich wieder etwas eingetrübt haben. Dies spürten insbesondere die Energiewerte, welche im Vergleich zum Vormonat tiefer notierten. Die Reserven und Reservekapazitäten sind weiterhin zu gross und die Nachfrageseite wächst nur ungenügend um höhere Preise zu rechtfertigen. Gesucht waren auf der anderen Seite diverse Agrargüter, welche unter dem Einfluss der weltweiten Wetterkapriolen und damit verbunden der Erwartung tieferer Ernten standen.



Performance August 2010 (dunkle Farbe)/YTD (helle Farbe) in %, Basis CHF