



Anlagepolitik – April 2018

Investment Office Raiffeisen Gruppe

Zwischen Bangen und Hoffen

Raiffeisenbank della Campagnadonna, sede principale Campagnadonna

Architekt: Tiziana Montemurro und Cristiano Aguiar, Studio d'Architettura Montemurro

Fotograf: Simone Bossi

RAIFFEISEN

Inhalt

Taktische Asset Allokation im Überblick	3
Marktkommentar Zwischen Bangen und Hoffen	4
Konjunktur Szenario mit Konjunkturschwäche vorerst nicht wahrscheinlich	5
Obligationen Nur temporäre Stresssignale auf dem USD-Interbankenmarkt	6
Aktien Ausgereizte Bewertungen – können die Gewinne noch zulegen?	8
Alternative Anlagen Rohstoffe im Strudel der Ankündigungen aus Washington	10
Währungen US-Protektionismus höchstens kurzfristig positiv für USD	11
Portfolio-Übersicht	12
Prognosen	13

Taktische Asset Allokation im Überblick

Anlageklasse	untergewichtet		neutral	übergewichtet	
	stark	leicht		leicht	stark
Cash				o	
Obligationen (angestrebte Laufzeit: 6.0 J.)*		o			
CHF mit hoher bis mittlerer Kreditqualität		o			
Fremdwährung mit hoher bis mittlerer Kreditqualität (hedged)		o			
Tiefe Kreditqualität (hedged)		o			
Schwellenländer (hedged)			o		
Aktien			o		
Schweiz			o		
Global		o			
Aktien Europa			o		
Aktien USA		o			
Aktien Japan			o		
Aktien Schwellenländer				o	
Alternative Anlagen				o	
Alternative Strategien (CHF hedged)					o
Immobilien Schweiz			o		
Edelmetalle		o			
Rohstoffe		o			

Währungen	untergewichtet		neutral	übergewichtet	
	stark	leicht		leicht	stark
USD			o		
EUR			o		
JPY			o		
Laufzeiten CHF					
1 bis 3 Jahre	o				
3 bis 7 Jahre		o			
7 und mehr Jahre	o				

*Durchschnittliche Laufzeit des Obligationenportfolios
o = Gewichtung im Vormonat

Kernbotschaften

1. Auch wenn wir gegenwärtig einen unkontrollierten Handelskrieg für wenig wahrscheinlich halten, bleibt der Ausgang der aktuellen Handelsstreitigkeit nicht zuletzt aufgrund der Unberechenbarkeit Trumps vorerst ungewiss. Angesichts robuster Unternehmensgewinne und der leichten bewertungsseitiger Entspannung sehen wir uns trotz dieser Unsicherheit in unserer Empfehlung einer insgesamt neutralen Aktienquote bestätigt.
2. Auf dem USD-Interbankenmarkt sind unlängst unerwartete Stresssignale aufgetreten, die wir jedoch als temporär erachteten. Demgegenüber erweisen sich auf Euro und Schweizerfranken lautende Unternehmensanleihen bislang als widerstandsfähig. Wir geben daher bei einer insgesamt weiterhin leicht untergewichteten Obligationenquote Unternehmensanleihen weiter den Vorzug.
3. Die zugenommene Unsicherheit lässt die Anleger sich wieder vermehrt der Krisenwährung Gold zuwenden, was den Preis des gelben Metalls trotz steigender US-Zinsen unterstützen dürfte. Wir heben daher die empfohlene Goldquote von leichter Untergewichtung auf neutral an. Ebenfalls empfehlen wir, bei der Umsetzung der Alternative-Anlagen-Quote indirekten Immobilienanlagen und insbesondere alternativen Strategien zu bevorzugen.

Marktkommentar

Zwischen Bangen und Hoffen

Die Anleger werden von den Sorgen einer Eskalation der Handelsstreitigkeiten umgetrieben. Wir halten im Umfeld guter Unternehmensergebnisse an der neutralen Aktienquote und der leicht untergewichteten Obligationen-Positionierung fest, haben aber die Empfehlung für Gold auf neutral an.

Das Geschehen an den Aktienmärkten wird hauptsächlich von den durch die Trump-Regierung induzierten Handelsstreitigkeiten beherrscht. Einerseits bangen die Anleger davor, dass der Handelsstreit zu einem veritablen Handelskrieg ausartet, der dem freien Welthandel nachhaltig Schaden zufügt. Auf der anderen Seite vermag die Hoffnung, dass eine folgenschwere Eskalation doch noch irgendwie vermieden werden kann, die Aktienkurse immer wieder zeitweilig vom Abgabedruck entlasten.

Wir halten zwar einen unkontrollierten Handelskrieg gegenwärtig für wenig wahrscheinlich – auf welche Seite das Pendel letztlich ausschlagen wird, ist aufgrund des unberechenbaren Regierungsstils von Trump schwierig abzuschätzen. Klar erscheint einzig, dass die Diskussionen um protektionistische Massnahmen vorerst weiter für Unruhe und für entsprechend erhöhte Aktienmarktvolatilität sorgen dürften. Es darf jedoch nicht vergessen werden, dass die aktuellen Kursschwankungen deutlich mehr dem Normalfall entsprechen, als das extrem tiefe Niveau von 2017 (siehe Grafik). Doch auch wenn Volatilitätsmäßig sozusagen Normalität eingekehrt ist, sehen wir uns durch den ungewissen Ausgang des Handelsstreits bei gleichzeitig robusten Unternehmensgewinnen unserer Empfehlung einer insgesamt neutralen Aktienquote bestätigt. Die jüngsten

Marktkorrekturen konnte bei den ambitionierten Bewertungen sogar eine leichte Entspannung bringen.

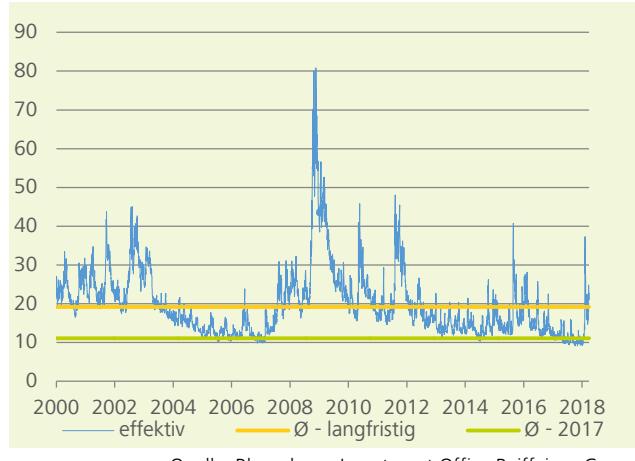
Eine Eskalation des Handelsstreits könnte auch die amerikanischen Staatsanleihen zusätzlich belasten. Denn fährt die US-Regierung gegenüber Peking weiterhin einen konfrontativen Kurs, ist nicht auszuschliessen, dass die Chinesen als grössten Gläubiger der USA im Gegenzug den zukünftigen Kauf von US-Anleihen in Frage stellen. Dies würde die amerikanischen Papiere weiter unter Druck bringen – schon jetzt notiert die Renditedifferenz zwischen den amerikanischen und den Anleihen europäischer Kernländer, aber auch der Schweiz auf historisch hohem Niveau (siehe Grafik). Eine weitere Zinsdifferenzausweitung ist vor diesem Hintergrund nicht auszuschliessen. Denn während die US-Anleihen neben den möglichen Auswirkungen der Handelsstreitigkeiten zusätzlich durch die restriktivere Politik der Fed und deren Bilanzabschmelzung bestimmt werden, zeigen sich die europäischen Obligationen vorerst noch durch das wenigstens bis zum Herbst andauernde EZB-Anleihenkaufprogramm unterstützt. In diesem Umfeld halten wir unsere Empfehlung einer leicht untergewichteten Obligationenquote weiter aufrecht, wobei wir den Unternehmensanleihen weiterhin den Vorzug gegenüber den Staatsobligationen geben und nach wie vor Potenzial bei Schwellenländeranleihen verorten.

Die zugenommene Unsicherheit lässt die Anleger sich wieder vermehrt der Krisenwährung Gold zuwenden, was den Preis des gelben Metalls trotz steigender US-Zinsen unterstützen dürfte. Wir heben daher die empfohlene Goldquote von leichter Untergewichtung auf neutral an.

santosh.brivio@raiffeisen.ch

Aktienmarkt-Volatilität wieder auf normalen Niveau

Implizite Volatilität im S&P 500



USA und Europa: Historisch hohe Zinsdifferenz

Anleiherenditen, in %



Konjunktur

Szenario mit Konjunkturschwäche vorerst nicht wahrscheinlich

Wie gehen davon aus, dass ein Handelskrieg zwischen den USA und China letztlich nicht wahrscheinlich ist. Gleichzeitig verhindert die Abschwächung der (zu) starken Dynamik im verarbeitenden Gewerbe eine Überhitzung in der Eurozone, während die Inflation in der Schweiz sich nur langsam normalisieren sollte. Die SNB dürfte deshalb die Zinsen erst im ersten Halbjahr 2019 erhöhen.

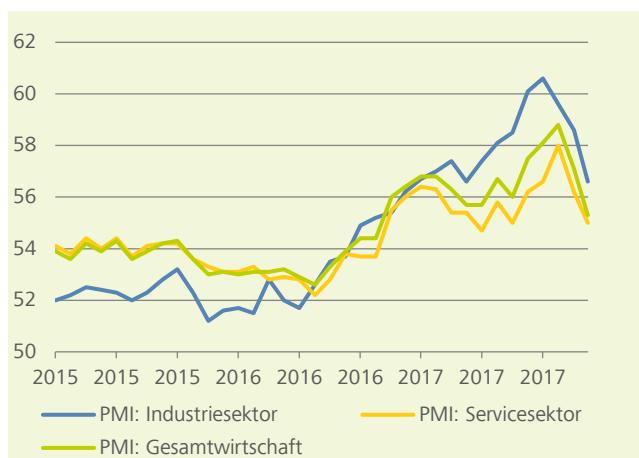
Gemäss unserer gegenwärtigen Einschätzung dürfte die Drohung der USA, Importzölle einzuführen, nicht zu einem Handelskrieg führen, der die Weltwirtschaft aus einem „Goldilocks-Szenario“ in ein Szenario mit schwacher Konjunktur abdriften liesse. Stattdessen dürfte es China in Verhandlungen gelingen, unter Konzessionen (z.B. Abbau nicht-tarifäre Handelshemmisse) die Strafzölle abzuwenden – ähnlich wie das die Naftaländer und die EU hinsichtlich der Zölle auf Aluminium und Stahl erreicht haben.

Die EU will einen Handelskrieg mit den USA vermeiden

Sollten die Streitigkeiten doch zu einem Handelskrieg mit den USA eskalieren, wäre ein solcher für Europa zwar verkraftbar, aber aufgrund der starken Exportwirtschaft einiger grösserer Länder wie Deutschland würde ein global unsicheres Handelsklima die Wirtschaftsleistung stark bremsen. Diese Angst drückt momentan auf das Wirtschaftsklima. Zusätzlich belastet auch die Aufwertung des Euro die Exportwirtschaft weiter, wie die Abschwächung der Einkaufsmanagerindizes (PMIs) anzeigen, dennoch verbleiben sie immer noch auf einem guten Niveau.

PMIs verbleiben trotz Abkühlung auf solidem Niveau

Eurozone-PMIs



Im ersten Quartal des neuen Jahres sollte dementsprechend ein starkes Wachstum analog des letzten Quartals von 2017 zu stehen kommen.

Auch wenn die PMI-Umfrage insbesondere für Deutschland ein schwächeres Wachstum der Auftragseingänge vorhersagt, dürfte eine solche Abkühlung weiterhin keine Gefahr für die Konjunktur darstellen. Insbesondere, da die Auftragsbestände zusammen mit Lieferzeiten sowie den Kosten für Materialien und Löhne weiter wachsen. Somit scheint eine Abkühlung gelegen zu kommen, damit die Wirtschaft (insbesondere in Deutschland) nicht überhitzt. Dies könnte sonst die EZB zu einer schnellen „Normalisierung“ der Geldpolitik zwingen, was die Konjunktur wiederum abwürgen könnte.

Bei ihrer geldpolitischen Lagebeurteilung im März hat die Schweizerische Nationalbank (SNB) ihre Inflationsprognose nach unten revidiert. Die SNB begründete ihre niedrigere Inflationsprognose mit dem etwas stärkeren Franken. Allerdings hat sich der Schweizer Franken seither wieder abgeschwächt, so dass wir damit rechnen, dass die SNB bereits im Juni ihre Inflationsprognose wieder zurück nach oben anpassen wird. Dies ändert jedoch nichts an der Tatsache, dass die Teuerung in der Schweiz bis Ende 2019 zwar ansteigen wird, aber mit 1.3% immer noch recht tief bleiben dürfte (siehe Grafik). Deshalb wird die SNB wohl erst im ersten Halbjahr 2019 den Leitzins anheben. Um keine Aufwertung des Frankens zu provozieren wird sie diesen Zinsschritt erst nach oder frühestens gleichzeitig mit einem entsprechenden Schritt der Europäischen Zentralbank vornehmen.

SNB verringert wegen CHF Inflationsprognose

Schweizer Konsumentenpreisindex



Obligationen leicht untergewichtet

Nur temporäre Stresssignale auf dem USD-Interbankenmarkt

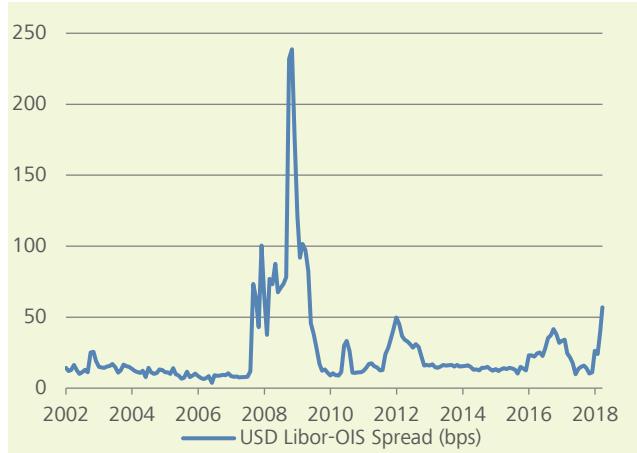
Auf dem US-Dollar-Interbankenmarkt sind unlängst unerwartete Stresssignale aufgetreten. Manchen Marktteilnehmern bereitet dies Sorge. Wir vertreten indes die Meinung, dass es sich nur um eine vorübergehende Marktstörung handelt, die teilweise dem aussergewöhnlich hohen Emissionsvolumen von US Treasury Bills geschuldet ist. Demgegenüber erweisen sich auf Euro und Schweizerfranken lautende Unternehmensanleihen bislang als widerstandsfähig.

Nach einer langen Phase der Ruhe signalisierte der Indikator für den Libor-Overnight Indexed Swap (OIS) im Dezember 2017 Marktstress. Der während der Finanzkrise im Jahr 2008 prominent gewordene Indikator misst die Differenz zwischen den sehr kurzfristigen Overnight-Sätzen und den Dreimonats-Interbankensätzen. Angesichts der normalerweise geringen Differenz zwischen dem Libor und dem OIS (im Durchschnitt 0.2 Prozent in den letzten 15 Jahren) signalisiert jede Ausweitung tendenziell eine Liquiditäts- oder Kreditkrise – wie während der Finanzkrise 2008, als der Spread auf rund 2.5 Prozent (siehe Grafik 1) sprang und in geringerem Ausmass während der europäischen Schuldenkrise von 2011 bis 2012. Seit Jahresbeginn ist der Spread auf nahezu 0.6 Prozent geklettert.

Für die Ausweitung gibt es gute markttechnische Gründe. Die USA fluten den Markt mit Treasury Bills (Geldmarktpapiere mit einer maximalen Laufzeit von zwölf Monaten) in einer Zeit, in

USA: Liquiditätsindikator deutet zuletzt wieder Stresssituation an

USD Libor-OIS Spread, in Bps



Quelle: Bloomberg, Vontobel Asset Management

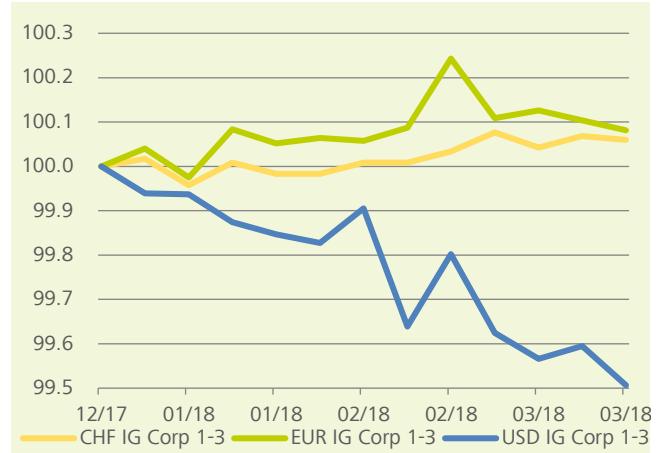
der weder das Fed (das seine Wertpapierbestände herunterfährt) noch die US-Unternehmen (die kurzfristige Anleihen verkaufen, um sich im Rahmen der Rückführung von Cash in die USA liquide Mittel zu beschaffen) bereit sind, als Käufer aufzutreten.

Es wird heute breit diskutiert, ob sich diese Belastungsfaktoren in eine ausgewachsene Krise entwickeln und den Inhabern von Unternehmensanleihen erhebliche Verluste bescheren könnten. Dies ist bislang nicht der Fall, sieht man von der Underperformance der USD-Anleihen und der Tatsache ab, dass die Anleger mit Firmenanleihen im laufenden Jahr insgesamt einige Verluste erlitten haben. Allerdings erzielten vor allem kurzfristige EUR- und CHF-Unternehmensanleihen seit Jahresbeginn positive Renditen und boten somit den letzten Monat von uns empfohlenen Schutz (siehe Grafik 2).

Einstweilen gehen wir davon aus, dass es sich in den USA um eine vorübergehende Liquiditätskrise handelt. Das Emissionsvolumen von Treasury Bills dürfte sinken und die «Notverkäufe» der US-Unternehmen wahrscheinlich nachlassen. Dies wiederum bedeutet, dass sich kurzfristige US-Firmenanleihen voraussichtlich erholen werden. Trotzdem kann der Normalisierungsprozess mehrere Monate dauern. Wir sehen daher in EUR- und CHF-Unternehmensanleihen besseres Wertpotenzial. Diese Papiere profitieren immer noch von einer höheren Kreditqualität und den substantiellen Liquiditätsspritzen der Europäischen Zentralbank, die noch mindestens bis zum Ende des dritten Quartals fortgesetzt werden.

Kurzlaufende EUR- und CHF-Unternehmensanleihen mit positiven Renditen im laufenden Jahr

Ausgewählte Unternehmensanleihen-Indizes, total return



Quelle: : SBI, ICE, Bloomberg, Vontobel Asset Management

Obligationen leicht untergewichtet

– Obligationen hoher bis mittlerer Kreditqualität

Bei den Staatsanleihen der Industrieländer bleiben wir stark untergewichtet. Die Verfallsrenditen bleiben historisch tief und unattraktiv.

Im Tiefzinsumfeld zeigen Unternehmensanleihen hoher bis mittlerer Kreditqualität immer noch ein leicht positives Ertragspotential, während die Kreditrisiken überschaubar sind.

– Global High-Yield

Zwar dürften sich die Ausfallraten bei High-Yield Anleihen mit den stabilisierten Ölpreisen insbesondere in den USA weiterhin nicht erhöhen. Insgesamt sind die Renditeaufschläge von High-Yield gegenüber den Investment-Grade Anleihen aber relativ gering und die Kreditqualität verbessert sich nicht weiter. Wir bestätigen somit unsere leicht untergewichtete Positionierung.

= Emerging Markets

Ein generell stabiles globales Makroumfeld mit Rohstoffpreisen, die sich deutlich über den Tiefstständen von 2016 stabilisiert haben und ein schwächernder Dollar sind ein solides Umfeld für Anleihen aus Schwellenländern.



Ausgereizte Bewertungen – können die Gewinne noch zulegen?

Die Bewertung des US-Marktes ist im historischen Vergleich hoch und eine weitere Verteuerung unwahrscheinlich. Der Aktienmarkt ist auf ein positives Gewinnwachstum angewiesen, was auch von Analystenseite erwartet wird. Allerdings steigen die Risiken, zumal die USA mit ihren jüngsten Strafzollmassnahmen den Beginn eines weltweiten Handelskrieges provozieren könnten.

Die Aktienrendite setzt sich zusammen aus der Dividendenrendite, dem Gewinnwachstum und dem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV). Das KGV zeigt an, welches Vielfache der Anleger bereit ist, für eine Einheit des Gewinns zu bezahlen. Wir haben die Veränderung des KGVs im Zeitablauf dargestellt, wobei wir dessen Kehrwert- die sogenannte Gewinnrendite- abgebildet haben, damit man die Aktienmarktbewertung besser mit der Zinsentwicklung vergleichen kann.

Im November 2008 lag das KGV des US-Aktienmarktes bei 9.1x und die Gewinnrendite damit bei 11.0%. Aufgrund der damaligen Unsicherheit und der, schwachen wirtschaftlichen Lage waren Anleger nur bereit, das 9-Fache der erwarteten Gewinne zu bezahlen. Heute hingegen bezahlen sie für jeden erwarteten Dollar Gewinn das 18-Fache – ein Ausdruck der aktuell starken Wirtschaft und grossen Zuversicht.

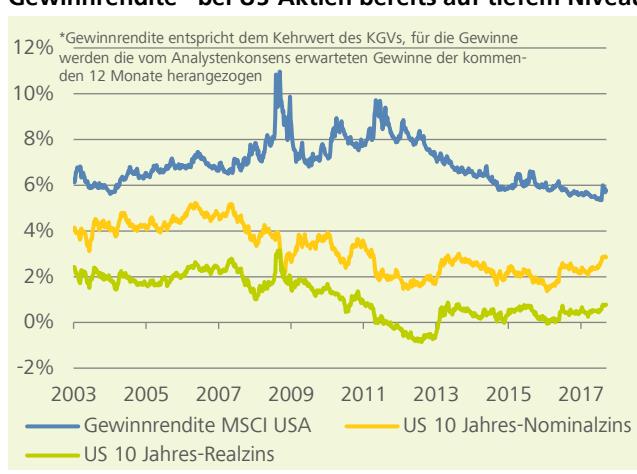
Aus der historischen Perspektive heraus ist diese Gewinnrendite von unter 6% jedoch bereits sehr niedrig. Da nicht mit einer weiteren Ausweitung der KGVs zu rechnen ist, fällt diese Komponente als Antriebsfeder für weiter steigende Aktienkurse wohl aus. Das gilt umso mehr, da die Zinsen von ihnen aktuell

niedrigen Niveaus langfristig steigen dürften, was Aktien im Vergleich zu Anleihen unattraktiver machen würde.

Anleger sollten also nicht darauf hoffen, dass noch höhere Bewertungen zu positiven Renditen führen. Sollten allerdings die Gewinne der Unternehmen um z.B. 20% zulegen, würden die Aktienmärkte bei gleichem KGV auch um 20% steigen. In der Tat sind in der Vergangenheit die Gewinne der Unternehmen in den meisten Jahren gestiegen. Auch aktuell gehen wir von einem soliden wirtschaftlichem Wachstum aus, welches sich in steigenden Gewinnen der Firmen widerspiegeln sollte. Auch der Analystenkonsens erwartet aktuell eine weitere Zunahme der Gewinne in den USA von 19% in 2018 und je 11% für 2019 und 2020. Sollte dies tatsächlich eintreffen, bestünde also trotz ausgereizter Bewertungen immer noch eine gute Chance, dass US-Aktien in drei Jahren höher stehen als heute.

Dennoch ist Vorsicht angebracht. Zum einen dauert der aktuelle gute Konjunkturzyklus schon sehr lange, zum anderen erhöht die US-Notenbank kontinuierlich die Zinsen. Zusätzlich hat den Aktienmarkt aktuell die Angst vor einem möglichen, weltweiten Handelskrieg erfasst, der durch die von US-Präsident Trump geplanten Importzölle ausgelöst werden könnte. Die bisher verkündeten Zölle der USA und die darauffolgenden chinesischen Gegenmassnahmen reichen zwar bei weitem nicht aus, um das starke Wirtschaftswachstum deutlich bremsen, sie trüben aber stark die Stimmung und beeinflussen Investitionsentscheidungen der Unternehmen. Sollte eine Eskalation des Handelskonfliktes das Wirtschaftswachstum hemmen und die erwarteten Gewinnsteigerungen beeinträchtigen, würde dem Aktienmarkt die Unterstützung fehlen.

Gewinnrendite* bei US-Aktien bereits auf tiefem Niveau



Gewinnerwartung für US-Markt weiterhin intakt



Aktien neutral

= Schweiz

Der Schweizer Markt ist auf Basis Kurs/Gewinn-Verhältnis weiterhin relativ teuer bewertet. Die Unternehmensgewinne weisen einen ermutigenden Trend auf. Wir halten die Allokation auf neutral.

= Europa

Bei einer breiteren Entspannung in der Eurozone aufgrund der politischen Beruhigung und einer robusten Konjunkturerholung halten wir die Allokation weiterhin auf neutral. Insbesondere für Banktitel verorten wir weiter Potenzial.

- USA

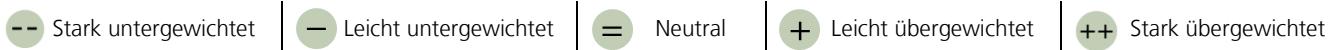
Die hohen Erwartungen an das Konjunkturprogramm scheinen je länger desto mehr nicht berechtigt zu sein und bergen Enttäuschungspotenzial. Die Schweiz und Europa sind taktisch im Vorteil.

= Japan

Die Konjunktur behält weiterhin Fahrt. Die expansive Geldpolitik sollte zudem die Aktienmärkte weiter stützen.

+ Emerging Markets

Die Stabilisierung der Konjunktur in den Schwellenländern hält an. Zudem sorgt die weiterhin lockere Geldpolitik in den Industrieländern für Rückenwind. Wir behalten daher die Quote für Schwellenländeraktien auf leichtem übergewichteten.



Alternative Anlagen übergewichteten

Rohstoffe im Strudel der Ankündigungen aus Washington

Nordkorea, Iran oder Venezuela: Donald Trump nutzt jede Gelegenheit, die Muskeln spielen zu lassen. Für die Finanzmärkte birgt dies Gefahren. Sofern Anleger diese im Blick behalten, kann sich aber auch ein Engagement im Rohstoffbereich lohnen. Bei alternativen Strategien sollte man ebenfalls genau hinschauen, auf welches Pferd man setzen möchte.

US-Präsident Donald Trump hält die Finanzmärkte weiter in Atem. Die ersten Massnahmen im vergangenen Jahr in Zusammenhang mit Deregulierung und Steuerreform wurden von den Finanzmärkten positiv aufgenommen. Spätestens seit der Ankündigung neuer Handelszölle hat die Stimmung an der Börse jedoch gedreht.

Gold und Erdöl profitieren von Trumps Politik

Auch der Rohstoffsektor wird von den Ereignissen in Washington in Mitleidenschaft gezogen. So könnte Donald Trumps Ankündigung, Außenminister Rex Tillerson durch den derzeitigen CIA-Chef Michael Pompeo zu ersetzen, die Erdölförderung im Iran beeinträchtigen. Schliesslich ist der designierte Außenminister wie Trump selber bekannt für seine kritische Einstellung zum sogenannten Nuklearabkommen mit dem mittelöstlichen Staat. Von einer erneuten Eskalation des Streits wären bis zu einer Million Fass iranischen Erdöls pro Tag betroffen (siehe Grafik 1). Ähnliche Implikationen hätte eine Zuspitzung des Streits zwischen Trump und Venezuela, wo ebenfalls bis zu 1.5 Millionen Fass Erdöl pro Tag gefährdet sind. Eine Verknappung des Angebots wäre die Folge.

Iranische Ölproduktion unter Beobachtung

Iranische Ölproduktion, in Mio. Fass pro Tag



Quelle: EIA, Datastream, Vontobel Asset Management

Weniger klar sind die Aussichten gegenwärtig für andere Rohstoffe wie Gold. Einerseits bewegen sich die Realzinsen dank Deregulierung und Steuersenkungen nach oben, was dem Goldpreis schaden sollte. Andererseits heizen die steigenden politischen Risiken die Nachfrage nach dem Edelmetall, das als eine Art Krisenwährung beliebt ist, an (siehe Grafik 2). Wir haben Gold daher auf neutral erhöht.

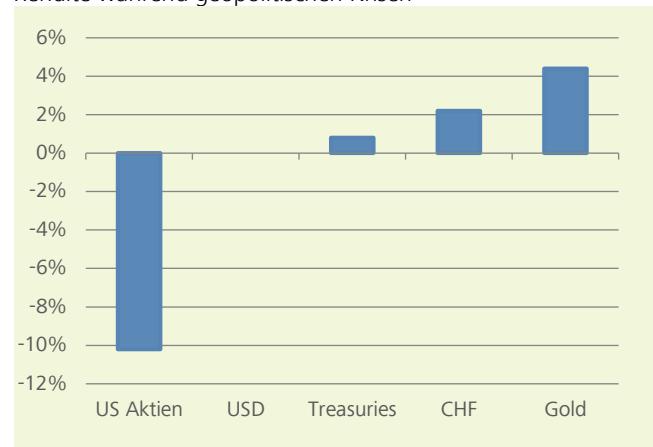
Marktneutrale Long Short Aktien Strategie attraktiv

Weniger stark von politischen Risiken betroffen sind oft alternative Strategien. Allerdings muss hier unterschieden werden: Beispielsweise werden CTA-Strategien, welche meist längerfristigen Markttrends folgen, bei unvorhersehbaren politischen Schocks oft auf dem falschen Fuss erwischten.

Die meisten anderen alternativen Strategien sind weniger von politischen Risiken betroffen. Beispielsweise schneiden marktneutrale Long/Short Aktien Strategien seit einigen Monaten erfolgreich ab und entsprechen auch unserer Überzeugung. Der Hauptgrund liegt in der tieferen Korrelation zwischen den Einzelaktientitel. Die Finanzmärkte unterscheiden derzeit weit mehr zwischen guten und schlechten Unternehmensmodellen. Dies war bis vor einiger Zeit völlig anders, als die Zentralbank alle Aktientitel gleichzeitig hoch oder runter trieb, indem sie mehr oder weniger Geld in den Markt pumpte. Entsprechend haben die Portfoliomanager jener Strategien heutzutage mehr Spielraum, um Marktineffizienzen auszunützen und Mehrwert für den Kunden zu generieren.

Gold ist die beste Absicherung gegen politische Risiken

Rendite während geopolitischen Krisen



Quelle: BCA, Vontobel Asset Management

Währungen

US-Protektionismus höchstens kurzfristig positiv für USD

Die protektionistischen Massnahmen der USA haben dem Dollar zuerst Auftrieb verliehen, doch dürfte dies kaum von Dauer sein. Fester sehen wir hingegen den Yen und insbesondere europäische Währungen. Im Zuge der erwarteten Euro-Aufwertung dürfte der EUR/USD-Wechselkurs im Jahr 2019 auf 1.40 zusteuern. Lokalwährungsanleihen in Schwellenländern bleiben aus unserer Sicht ebenfalls attraktiv.

Zwar sprechen die expansive Fiskalpolitik sowie die protektionistischen Massnahmen der USA kurzfristig für eine gewisse Dollarunterstützung. Entscheidend dürfte in der mittleren Frist jedoch die in der Eurozone anstehende geldpolitische Normalisierung sein. Hier hat die Zentralbank noch nicht einmal begonnen, die Leitzinsen anzuheben, während dieser Prozess in den USA schon fortgeschritten ist.

Risiken für den Dollar, Auftrieb für den Euro

Weshalb sehen wir den Dollar in der mittleren bis längeren Frist schwächer? In den USA könnten Zölle auf Zwischenprodukte, die amerikanische Unternehmen für ihre Fertigung brauchen, die Produktivität verringern. Dies wäre dann der Fall, wenn die Produzenten in den USA aufgrund der Zölle gezwungen wären, auf billigere, aber weniger qualitative Zwischenprodukte umzusteigen. Auch könnte das auf rund 5 Prozent zum BIP ansteigende Staatsdefizit Fragen bezüglich der Tragfähigkeit der US-Schulden aufwerfen. Die Renditen von Staatsanleihen müssten

in diesem Fall steigen, um die Investoren bei der Stange zu halten ohne jedoch den Dollar zu stützen.

In Europa hingegen sind politische Risiken wie die griechische Schuldenkrise in den Hintergrund gerückt. Nun dürften die Zentralbanken der Welt, die den Euro-Anteil in ihren Währungsreserven nach den Finanzmarktturbulenzen der vergangenen Jahre deutlich reduziert hatten (siehe Grafik 2), wieder verstärkt Euro nachfragen.

Franken dürfte sich auf 1.20 per Euro abschwächen

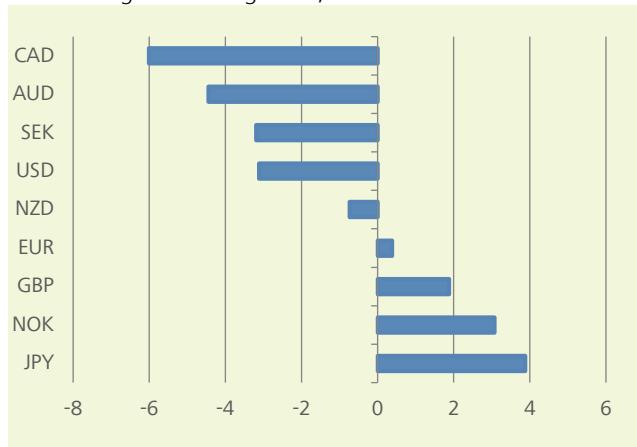
Zudem hat die Europäische Zentralbank klar signalisiert, dass sie die Geldpolitik straffen will. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) dürfte sich mit solchen Schritten hingegen Zeit lassen. Der Inflationsdruck in der Schweiz dürfte zu schwach sein, als dass er die SNB schon in diesem Jahr zu einer weniger expansiven Geldpolitik nötigen könnte. Insgesamt wird der Euro gegenüber dem Schweizerfranken deshalb aus unserer Sicht zur Stärke neigen und ein EUR/CHF-Niveau um 1.20 anvisieren.

Brexit-Übergangsvereinbarung lässt das Pfund aufatmen

Brüssel und London haben eine Übergangsvereinbarung ausgehandelt, die den Austritt Grossbritanniens aus der Europäischen Union effektiv auf Ende 2020 verschiebt. Somit verfügen britische Unternehmen nun über mehr Planungssicherheit. Das Risiko eines abrupten «Brexit» scheint also fürs Erste abgewendet. Obwohl sich die Brexit-Verhandlungen weiterhin schwierig gestalten dürften, sehen weiterhin moderates Erholungspotenzial für das unterbewertete britische Pfund.

Japanischer Yen mit starker Entwicklung

Entwicklung seit Anfang 2018, in Prozent



Quelle: Datastream, Vontobel Asset Management

Anteil des Euros dürfte zu Lasten des Dollars steigen

Prozentualer Währungsanteil im Portfolio der Zentralbanken



Quelle: Datastream, Vontobel Asset Management

Portfolio-Übersicht

Anlageklasse	Sicherheit			Ertrag			Ausgewogen			Wachstum			Aktien							
	strategisch	taktisch		strategisch	taktisch		strategisch	taktisch		strategisch	taktisch		strategisch	taktisch						
	min.	neutral	max.		min.	neutral	max.		min.	neutral	max.		min.	neutral	max.					
Liquidität	0 %	5%	25%	10.8 %	0 %	5%	40%	10.0 %	0 %	5%	40%	7.0 %	0 %	5%	40%	2.5 %				
Cash				10.8 %				10.0 %				7.0 %				2.5 %				
Obligationen (angestrebte Laufzeit 6.0 J)	6.5%	80.0%	9.5%	71.7%	4.5%	60.0%	7.5%	52.5%	2.5%	40.0%	5.5%	35.5%	5%	20.0%	3.5%	16.9 %				
CHF mit hoher bis mittlerer Kreditqualität	25%	40.0%	55%	30.2 %	10%	25.0%	40%	18.0 %	1%	16.0%	31%	11.5 %	0%	7.0%	22%	5.0 %				
FW mit hoher bis mittlerer Kreditqualität (hedged)*	15%	30.0%	45%	33.5 %	10%	25.0%	40%	26.6 %	1%	16.0%	31%	17.0 %	0%	6.0%	21%	6.4 %				
Tiefe Kreditqualität (hedged)**	0%	4.0%	14%	3.0 %	0%	4.0%	14%	3.0 %	0%	4.0%	14%	3.0 %	0%	4.0%	14%	3.0 %				
Schwellenländer (hedged)	EM CHF Hedged	0%	6.0%	16%	3.0 %	0%	6.0%	16%	3.0 %	0%	4.0%	14%	2.0 %	0%	3.0%	13%	1.5 %			
	EM Local Currency	0%	0.0%	10%	2.0 %	0%	0.0%	10%	2.0 %	0%	0.0%	10%	2.0 %	0%	0.0%	10%	2.0 %			
Aktien	0 %	0.0 %	0 %	0.0 %	5 %	20.0 %	35 %	20.0 %	25 %	40.0 %	55 %	40.0 %	45 %	60.0 %	75 %	60.0 %	65 %	80.0 %	95 %	80.0 %
Aktien Schweiz	0%	0.0%	0%	0.0 %	0%	10.0%	20%	10.0 %	10%	20.0%	30%	20.0 %	20%	30.0%	40%	30.0 %	30%	40.0%	50%	40.0 %
Aktien Global	0%	0.0%	0%	0.0 %	0%	8.0%	18%	7.5 %	5%	15.0%	25%	14.0 %	14%	24.0%	34%	22.5 %	23%	33.0%	43%	31.0 %
	Aktien Europa (ex CH)	0.0%			3.0%				5.0%				9.0%				13.0%			13.0 %
	Aktien USA	0.0%			4.0%				8.0%				12.0%				16.0%			14.0 %
	Aktien Asia Pazifik / Japan	0.0%			1.0%				2.0%				3.0%				4.0%			4.0 %
Aktien Schwellenländer	0%	0.0%	0%	0.0 %	0%	2.0%	12%	2.5 %	0%	5.0%	15%	6.0 %	0%	6.0%	16%	7.5 %	0%	7.0%	17%	9.0 %
Alternative Anlagen	0 %	15.0 %	30 %	17.5 %	0 %	15.0 %	30 %	17.5 %	0 %	15.0 %	30 %	17.5 %	0 %	15.0 %	30 %	17.5 %	0 %	15.0 %	30 %	17.5 %
Alternatieve Strategien (CHF Hedged)	0%	4.0%	14%	7.0 %	0%	4.0%	14%	7.0 %	0%	4.0%	14%	7.0 %	0%	4.0%	14%	7.0 %	0%	4.0%	14%	7.0 %
Immobilien Schweiz	0%	5.0%	15%	5.0 %	0%	5.0%	15%	5.0 %	0%	5.0%	15%	5.0 %	0%	4.0%	14%	4.0 %	0%	3.0%	13%	3.0 %
Edelmetalle	0%	3.0%	13%	3.0 %	0%	3.0%	13%	3.0 %	0%	3.0%	13%	3.0 %	0%	4.0%	14%	4.0 %	0%	5.0%	15%	5.0 %
Rohstoffe	0%	3.0%	13%	2.5 %	0%	3.0%	13%	2.5 %	0%	3.0%	13%	2.5 %	0%	3.0%	13%	2.5 %	0%	3.0%	13%	2.5 %
Total	100 %	100.0 %		100 %	100.0 %		100 %	100.0 %	100 %	100.0 %		100 %	100.0 %		100 %	100.0 %		100 %	100.0 %	
Fremdwährung		6 %		5.5 %		16 %		15.5 %		26 %		25.5 %		37 %		36.5 %		48 %		47.5 %
Aktuelle Quote**																				
USD	6%			5.5 %	12%			11.5 %	19%			18.5 %	25%			24.5 %	31%			30.5 %
EUR	0%			0.0 %	3%			3.0 %	5%			5.0 %	9%			9.0 %	13%			13.0 %
JPY	0%			0.0 %	1%			1.0 %	2%			2.0 %	3%			3.0 %	4%			4.0 %
Max	21%			20.5 %	31%			30.5 %	41%			40.5 %	52%			51.5 %	63%			62.5 %

* Investment Grade (Rating AAA bis BBB-)

** Unternehmensanleihen, Sub-Investment Grade (<BBB-)

*** Wird u.a. durch Währungstransaktion erzielt

Prognosen

Konjunktur	2015	2016	2017	Prognose 2018	Prognose 2019
BIP					
Durchschnittliches jährliches Wachstum (in %)					
Schweiz	1.2	1.4	1.0	2.1	1.8
Deutschland	1.5	1.8	2.5	2.0	1.8
Eurozone	2.0	1.8	2.5	1.9	1.9
USA	2.9	1.5	2.3	2.5	2.2
China	6.9	6.7	6.8	6.3	6.3
Japan	1.1	0.9	1.6	1.1	0.9
Global (PPP)	3.1	3.1	3.7	3.8	3.8
Inflation					
Jahresdurchschnitt (in %)					
Schweiz	-1.1	-0.4	0.5	0.6	1.0
Deutschland	0.2	0.5	1.7	1.6	1.8
Eurozone	0.0	0.2	1.5	1.4	1.9
USA	0.1	1.3	2.1	2.1	2.3
China	1.4	2.0	1.6	2.1	2.2
Japan	0.8	-0.1	0.5	0.8	1.1
Finanzmärkte	2016	2017	Aktuell*	Prognose 3 Monate	Prognose 12 Monate
3M Libor					
Jahresende (in %)					
CHF	-0.73	-0.75	-0.74	-0.75	-0.75
EUR	-0.32	-0.33	-0.33	-0.35	-0.25
USD	1.00	1.69	2.31	2.50	2.90
JPY	-0.05	-0.02	-0.03	0.00	0.00
Kapitalmarktzinsen					
Renditen 10-jährige Staatsanleihen (Jahresende; Rendite in %)					
CHF	-0.18	-0.15	-0.01	0.2	0.6
EUR (Deutschland)	0.23	0.45	0.51	0.8	1.1
EUR (PIIGS)	2.01	2.01	1.94	2.4	2.7
USD	2.45	2.41	2.77	2.9	3
JPY	0.04	0.05	0.02	0.1	0.1
Wechselkurse					
Jahresende					
EUR/CHF	1.07	1.17	1.18	1.18	1.20
USD/CHF	1.02	0.97	0.96	0.98	0.94
JPY/CHF (pro 100 JPY)	0.87	0.86	0.90	0.91	0.92
EUR/USD	1.05	1.20	1.23	1.20	1.28
USD/JPY	117	113	106	108	102
Rohstoffe					
Jahresende					
Rohöl (Brent, USD/Barrel)	57	67	68	67	65
Gold (USD/Unze)	1152	1303	1332	1350	1300

*03.04.2018

Herausgeber

Investment Office Raiffeisen Gruppe
Bohl 17

9004 St. Gallen

investmentoffice@raiffeisen.ch

Internet

www.raiffeisen.ch/anlegen

Beratung

Kontaktieren Sie Ihren Anlageberater oder Ihre lokale Raiffeisenbank

www.raiffeisen.ch/web/lhre+bank+vor+ort

Weitere Publikationen

Hier können Sie die vorliegende und auch weitere Publikationen von Raiffeisen abonnieren

<https://www.raiffeisen.ch/rch/de/ueber-uns/publikationen/maerkte-und-meinungen/research-publikationen.html>

Rechtlicher Hinweis**Kein Angebot**

Die in dieser Publikation veröffentlichten Inhalte werden ausschliesslich zu Informationszwecken bereitgestellt. Sie stellen also weder ein Angebot im rechtlichen Sinne noch eine Aufforderung oder Empfehlung zum Erwerb resp. Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die Publikation stellt kein Kotierungsinsert und keinen Emissionsprospekt gem. Art. 652a bzw. Art. 1156 OR dar. Die alleine massgeblichen vollständigen Bedingungen sowie die ausführlichen Risikohinweise zu diesen Produkten sind in den jeweiligen rechtsverbindlichen Verkaufsdokumenten (z.B. Prospekt, Fondsvertrag) enthalten. Aufgrund gesetzlicher Beschränkungen in einzelnen Staaten richten sich diese Informationen nicht an Personen mit Nationalität oder Wohnsitz eines Staates, in dem die Zulassung von den in dieser Publikation beschriebenen Produkten beschränkt ist. Diese Publikation ist weder dazu bestimmt, dem Anwender eine Anlageberatung zukommen zu lassen, noch ihn bei Investmententscheiden zu unterstützen. Investitionen in die hier beschriebenen Anlagen sollten nur getätigt werden, nachdem eine entsprechende Kundenberatung stattgefunden hat, und/oder die rechtsverbindlichen Verkaufsdokumente studiert wurden. Entscheide, die aufgrund der vorliegenden Unterlagen getroffen werden, erfolgen im alleinigen Risiko des Anlegers. Weiter verweisen wir auf die Broschüre «Besondere Risiken im Effektenhandel». Bei der aufgeführten Performance handelt es sich um historische Daten, auf Grund derer nicht auf die laufende oder zukünftige Wertentwicklung geschlossen werden kann. Für die Berechnung der Performance daten wurden die bei der Ausgabe und gegebenenfalls bei der Rücknahme der Anteile erhobenen Kommissionen und Kosten nicht berücksichtigt.

Keine Haftung

Raiffeisen Schweiz unternimmt alle zumutbaren Schritte, um die Zuverlässigkeit der präsentierten Daten zu gewährleisten. Raiffeisen Schweiz übernimmt aber keine Gewähr für Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der in dieser Publikation veröffentlichten Informationen.

Raiffeisen Schweiz haftet nicht für allfällige Verluste oder Schäden (direkte, indirekte und Folgeschäden), die durch die Verteilung dieser Publikation, deren Inhalt verursacht werden oder mit der Verteilung dieser Publikation im Zusammenhang stehen. Insbesondere haftet sie nicht für Verluste infolge der den Finanzmärkten inhärenten Risiken. Es ist Sache des Kunden, sich über allfällige Steuerfolgen zu informieren. Je nach Wohnsitzstaat können sich unterschiedliche Steuerfolgen ergeben. In Bezug auf allfällige, sich durch den Kauf der Titel ergebende Steuerfolgen lehnen Raiffeisen Schweiz und die Raiffeisenbanken jegliche Haftung ab.

Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse

Die Publikation wurde von Raiffeisen Schweiz erstellt und ist nicht das Ergebnis einer Finanzanalyse. Die "Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse" der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg) finden demzufolge auf diese Publikation keine Anwendung.

Der aktuelle Fondsprospekt/-vertrag des/der erwähnten Fonds kann/können bei der jeweiligen Fondsgesellschaft, respektive dem Vertreter in der Schweiz bezogen werden.