



Anlagepolitik – Mai 2018

Investment Office Raiffeisen Gruppe

Normalisierung setzt sich fort – nicht nur bei den Zinsen

Raiffeisenbank Rapperswil-Jona, Hauptsitz Rapperswil-Jona

Architekt: Halter Hunziker Architekten AG

Fotograf: Fotostudio Walter Meli GmbH

RAIFFEISEN

Inhalt

Taktische Asset Allokation im Überblick	3
Marktkommentar Normalisierung setzt sich fort – nicht nur bei den Zinsen	4
Konjunktur Handelsstreit (noch) kein unmittelbares Konjunkturrisiko	5
Obligationen CHF-Kurs mit nur beschränkten Einfluss auf CHF-Anleihen	6
Aktien Profitieren Schweizer Aktien vom starken Euro?	8
Alternative Anlagen Rohstoffe im Bann der Geopolitik	10
Währungen Jordan gibt grünes Licht für weitere moderate CHF-Schwäche	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. Sowohl an den Märkten als auch (wirtschafts-) politisch stehen die Zeichen auf moderate Normalisierung. Damit dürfte das Goldilocks-Umfeld andauern, womit die Beibehaltung der anlagetaktischen Positionierung angezeigt scheint.
2. Der Abschwächung der Frankens gegenüber dem Euro dürfte beim aktuellen Niveau vorerst etwas die Luft ausgehen. Zwar kann EUR/CHF in nächster Zeit immer wieder mal ausschlagen, eine nachhaltige weitere Abwertung der Heimwährung verorten wir aber erst auf Jahressicht.
3. Mit dem aktuellen Renditeanstieg bei den Staatsanleihen haben die an den Terminmärkten implizierten Wahrscheinlichkeiten für eine schnellere Fed-Gangart bei der Zinsnormalisierung erhöht. Wir halten diese Erwartungen jedoch als zu ambitioniert und gehen nach wie vor von zwei Fed-Zinserhöhungen im weiteren Jahresverlauf aus.

Marktkommentar

Normalisierung setzt sich fort – nicht nur bei den Zinsen

Sowohl an den Märkten als auch (wirtschafts-) politisch stehen die Zeichen auf moderate Normalisierung. Damit dürfte das Goldilocks-Umfeld andauern, womit die Beibehaltung der anlagetaktischen Positionierung angezeigt scheint.

Die Zinsnormalisierung hat zuletzt neuen Schwung erhalten. So knackten die Renditen auf zehnjährige Treasuries zum ersten Mal seit mehr als vier Jahren die 3%-Marke. Gleichzeitig zogen auch in Europa die Zinsen an, etwa beim Bund oder auch bei den Eidgenossen.

Diese Normalisierungstendenzen beschränken sich nicht nur auf die Zinsfront, sondern manifestieren sich auch beim EUR/CHF-Wechselkurs. Mit rund 1.20 bewegt sich die heimische Währung zum Euro mittlerweile wieder im Bereich, welcher in der Region einer fairen Bewertung taxiert werden kann.

Zumindest verhaltene Normalisierungsanzeichen sind hinsichtlich der von den USA ausgelösten Handelsstreitigkeiten auszumachen. Einerseits liegen die Hoffnungen darauf, dass die Staatsbesuche Macrons und Merkels in der Sache eine beschwichtigende Wirkung auf den US-Präsidenten entfaltet. Andererseits deutete US-Finanzminister Mnuchin jüngst eine mögliche Annäherung Chinas und den USA bei dem schwelenden Handelskonflikt an. Wir sehen uns vor diesem Hintergrund in unserem Basisszenario bestätigt, wonach eine unkontrollierbare Eskalation des Handelsstreits wenig wahrscheinlich ist.

Fraglich bleibt hingegen, ob sich in geopolitischen Fragen eine Normalisierung auf breiter Front abzeichnet. So deutet zurzeit

immer noch vieles darauf hin, dass Donald Trump vom Atomdeal mit dem Iran zurücktreten wird. Gleichzeitig ist jedoch das bevorstehende Treffen des US-Präsidenten mit Kim Jong Un zumindest als grosser Schritt in Richtung Normalisierung zu betrachten. Somit stehen geopolitisch zumindest einige Zeichen auf Normalisierung.

Auch Konjunkturseitig können die zuletzt etwas eintrübten Vorlaufindikatoren aus den USA und der Eurozone Indiz einer Normalisierung gedeutet werden. Gerade bei den Einkaufsmanagerindizes kann der Rückgang von den aussergewöhnlich hohen Niveaus bei gleichzeitigem Verbleiben in der Expansionszone als Verminderung der Gefahr einer drohenden Überhitzung gesehen werden.

Und schliesslich ist auch die Rally bei den Rohstoffen – namentlich beim Öl – als Schritt in Richtung Normalität zu betrachten, zumindest bei Orientierung an den langfristigen Durchschnittspreisen (siehe Grafik).

Diese generelle Normalisierung erzeugt nicht nur erwünschte Effekte: So macht der gestiegene Ölpreis das Tanken teurer, der schwächere Franken verteuert den Urlaub oder den Einkauf ausserhalb der Schweiz und die zurückgekehrte Volatilität kann bei Aktienanlegern auch mal zu (zeitweiligen) Kursverlusten führen. Wir erachten diese Entwicklung aber insgesamt als nicht bedrohlich und sehen wie schon im Vormonat das Goldilocks-Szenario als nicht gefährdet. Entsprechend belassen wir unsere taktische Empfehlung für die Positionierung bei Aktien, Obligationen und alternativen Anlagen unverändert.

santosh.brivio@raiffeisen.ch

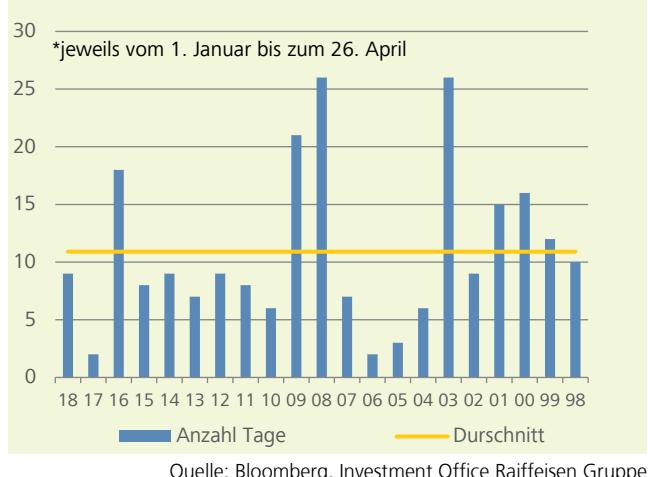
Ölpreis: Nähert sich der Normalität der letzten 10 Jahre Preis für ein Fass Brent-Öl, in USD



Quelle: Bloomberg, Investment Office Raiffeisen Gruppe

Kurschwankung: Wieder nahe am Durchschnitt

Anzahl Tage* mit einem Verlust von mehr als 1% im SMI



Quelle: Bloomberg, Investment Office Raiffeisen Gruppe

Konjunktur

Handelsstreit (noch) kein unmittelbares Konjunkturrisiko

Wir gehen weiterhin davon aus, dass der Handelsdisput zwischen den USA und China bzw. den USA und der EU vermieden werden kann. Allerdings hat die härtere handelspolitische Rhetorik die Risiken steigen lassen, dass die positive Entwicklung des globalen Wirtschaftswachstums einen Dämpfer erhalten könnte.

Präsident Donald Trump setzte im März Importzölle auf Aluminium (25%) und Stahl (10%) in Kraft. Zunächst wurden die beiden Nafta-Partner Kanada und Mexiko von den Importzöllen ausgenommen anschliessend auch Südkorea, Australien, Argentinien, Brasilien und die EU, letztere jedoch nur bis Ende April. Für alle anderen Länder gelten die Importzölle, wie beispielsweise auch für die Schweiz, deren Stahl- und Aluminiumexporte in Richtung USA jedoch nur 2.7% des Wertes aller Stahl- und Aluminiumexporte der Schweiz ausmachen.

Ob der französische Präsident Emmanuel Macron oder die deutsche Kanzlerin Angela Merkel bei den Konsultationen in Washington eine permanente Ausnahme von den Importzöllen erreichen konnten, ist noch nicht bekannt. Die EU hat jedoch bereits vorgesorgt, sollte sie nicht permanent von Importzöllen ausgenommen werden und bei der WTO Einsprache erhoben.

Wie wird US-Präsident Trump weiter vorgehen?

Anfangs April drohte die USA die Verhängung von Zöllen auf chinesische Güter an, welche 2017 rund 50 Mrd. USD ausmachten. Das sind 10% aller US-Importe aus China. China reagierte sofort und drohte mit der Verhängung von Zöllen auf

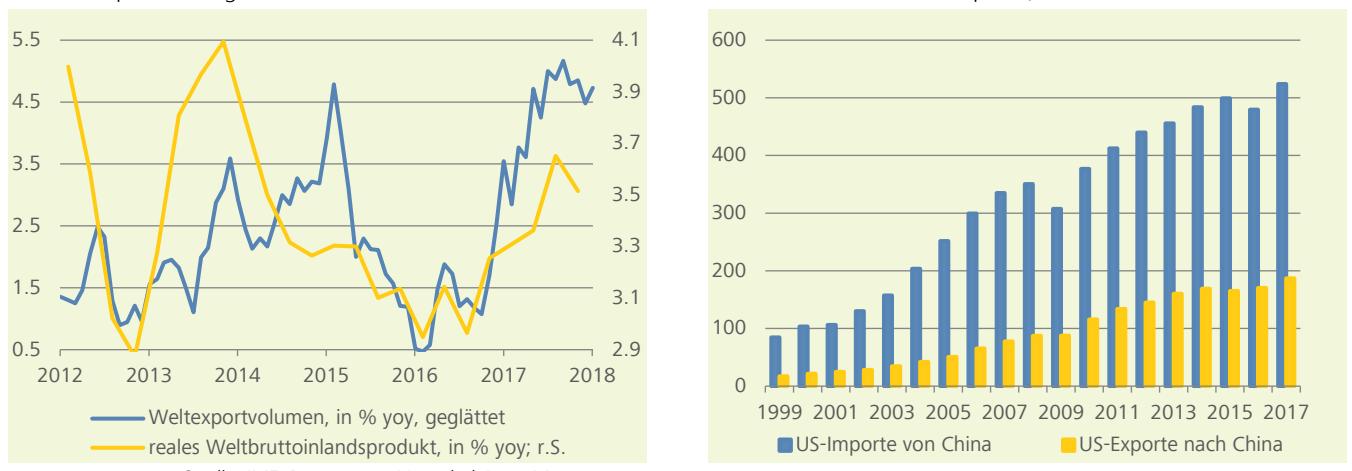
Importgütern aus den USA, ebenfalls im Wert von 50 Mrd. USD. Allerdings würde China diese Zölle nur dann erheben, wenn die USA die Importzölle in Kraft setzt. US-Präsident Donald Trump doppelte nach, und drohte die Verhängung von zusätzlichen Zöllen auf Importe aus China im Wert von weiteren 100 Mrd. USD an. Danach machte China aber klar, dass es einen Handelskrieg vermeiden wolle und beendete das Karussell der Drohungen. Ebenso hat China auf einige Forderungen der USA bereits reagiert. So will China bis Ende dieses Jahres Restriktionen für ausländische Beteiligungen für Firmen im verarbeitenden Gewerbe lockern, den chinesischen Finanzsektor für ausländische Investoren öffnen und die Importzölle für Autos senken.

Im Gegensatz zu den Importzöllen auf Waschmaschinen, Solarpanels (beide Januar), Aluminium und Stahl (beide März) sind die Strafzölle für China noch nicht in Kraft gesetzt. Am 15. Mai wird es eine Anhörung von US-Handelsbeauftragten Robert Lighthizer zu den gegen China vorgeschlagenen Massnahmen geben. Die endgültige Liste der von Zöllen betroffenen Importgüter aus China wird frühestens auf Ende Juni oder Juli erwartet. Es bleibt also noch viel Zeit für Verhandlungen zwischen China und den USA.

Wir bleiben bei unserem Basiszenario, dass ein Handelskonflikt abgewendet werden kann. Dennoch hat uns die zwischenzeitliche Eskalation der Rhetorik dazu veranlasst, die Wahrscheinlichkeit eines Alternativszenarios mit tieferen Wachstumsraten etwas zu erhöhen.

USA: Deutlich negative Handelsbilanz mit China

Amerikanische Ex- und Importe, in Mrd. USD



Obligationen leicht untergewichtet

CHF-Kurs mit nur beschränkten Einfluss auf CHF-Anleihen

Nach der jüngsten Abschwächung des Schweizerfrankens gegenüber dem Euro stellt sich die Frage, inwiefern die Stärke des Frankens die Performance von CHF-Anleihen beeinflusst. Die geringe Korrelation zeigt, dass die Renditen von Schweizer Anleihen und deren Performance nur in begrenztem Masse vom Wechselkurs beeinflusst werden.

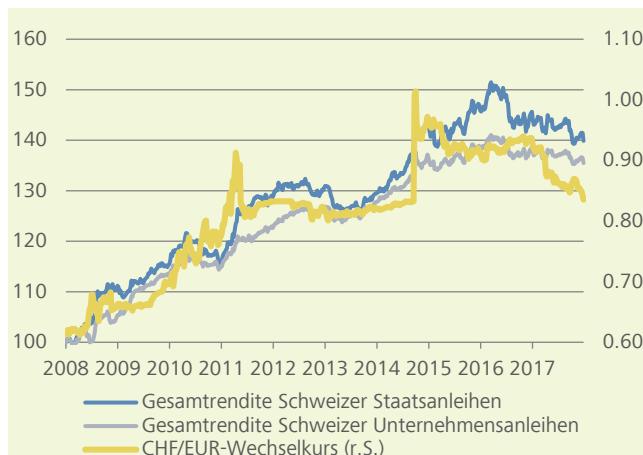
Der Franken hat 2018 bislang schwach tendiert. Da sich dieser Trend fortsetzen könnte, fragen sich manche Anleger, ob sich ein abschwächernder Franken nachteilig auf die Performance von CHF-Anleihen auswirken könnte. Wir haben daher den Wechselkurs-Effekt auf CHF-Anleihen der letzten Jahre untersucht.

Theoretisch sollte ein starker Franken als deflationäre Kraft wirken und die Anleihen-Renditen nach unten drücken, wodurch CHF-Anleihen Gewinne erzielen würden. Bei einem schwächeren Franken sollte das Gegenteil eintreten (höhere Zinsen, CHF-Anleihen verzeichnen Verluste).

Bei der Analyse des Zusammenhangs zwischen der Performance von CHF-Anleihen und dem Franken (Grafik 1) sehen wir genau diese Dynamik: In den letzten zehn Jahren sind die Gewinne von CHF-Anleihen im Zuge der Erstarkung des Frankens stetig gestiegen. Bis zur letzten starken Neubewertung im Januar 2015. Seitdem tendiert der Franken eher zur Schwäche, und das hatte auch eine stagnierende Performance für CHF-Anleihen zur Folge.

Ein starker Schweizerfranken drückt grundsätzlich auf die Anleihenrenditen...

Wechselkurs und Gesamtrendite von Schweizer Anleihen



Wir finden jedoch nur eine schwache Korrelation zwischen dem Franken und der Performance von CHF-Anleihen (Grafik 2). Ausnahme war die kurzlebige, schockartige Aufwertung des Frankens im Januar 2015. In den letzten zehn Jahren war diese Korrelation wie erwartet negativ (d.h. ein schwächerer Franken bedeutet höhere CHF-Renditen), jedoch ziemlich schwach.

Aus diesem Befund lassen sich zwei Schlussfolgerungen ableiten:

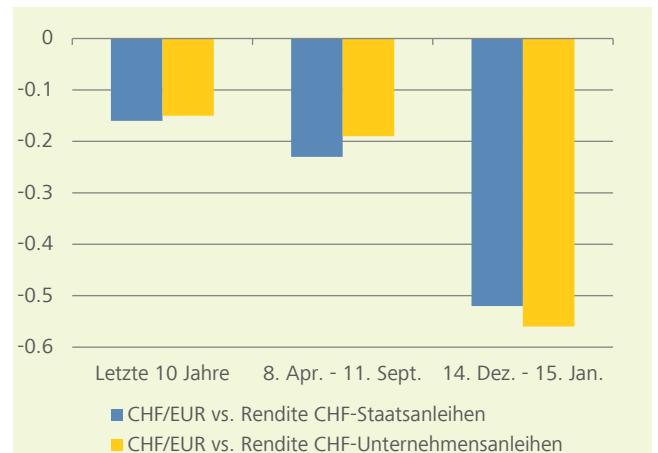
Einerseits scheint die theoretische Erklärung, dass ein schwächerer Franken mit höheren Renditen und folglich Verlusten von CHF-Anleihen einhergeht, bis zu einem gewissen Grad richtig zu sein, zumindest in den letzten zehn Jahren.

Andererseits: Der Zusammenhang ist eher schwach, abgesehen vom Wechselkurs-Schock. Des Weiteren existieren selbstverständlich mehr Determinanten für die Rendite von CHF-Anleihen als nur das Niveau des Wechselkurses.

Wenn man berücksichtigt, dass wir aus den USA starke fundamentale Signale für höhere Anleihenrenditen erhalten (Leitzinserhöhungen der US-Notenbank, höheres Wachstum und höhere Inflation) und dass die langfristigen Renditen weltweit tendenziell stark miteinander korrelieren, rechnen wir auch in der Schweiz mit höheren Zinsen. Wir empfehlen weiterhin, Staatsanleihen zu meiden und Unternehmensanleihen mit kurzen Durationen zu bevorzugen. Das Argument des schwächeren Frankens ist dabei allerdings nicht zentral.

...jedoch nur in einem äusserst begrenzten Ausmass

Korrelation zwischen CHF/EUR und Rendite auf Schweizer Anleihen in verschiedenen Perioden



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.



Profitieren Schweizer Aktien vom starken Euro?

Der Schweizer Franken befindet sich seit Monaten in einer Phase kontinuierlicher Abwertung zum Euro. Doch welchen Einfluss haben diese Kurschwankungen sowohl auf die relative Gewinnentwicklung, als auch auf die relative Performance von Schweizer gegenüber Eurozone Aktien?

Schweizer Firmen exportieren bekanntlich sehr viel ins Ausland und sind dementsprechend permanenten Wechselkursschwankungen unterworfen, wobei für die Gesamtwirtschaft der Euro am wichtigsten ist. In den vergangenen Monaten hat der CHF im Vergleich zum Euro stetig abgewertet. Daher haben wir untersucht, welchen Einfluss Änderungen beim EUR/CHF Wechselkurs sowohl auf das relative Gewinnwachstum als auch auf die relative Performance von Schweizer Aktien haben. Zunächst verglichen wir auf jährlicher Basis der Median Gewinnwachstum der Schweizer Firmen mit europäischen Firmen unter Berücksichtigung des EUR/CHF Wechselkurses seit 1994*.

Die Ergebnisse (Grafik 1) verdeutlichen, dass Schweizer Firmen zumindest seit 2003 ein besseres Gewinnwachstum als Europäer verzeichnen konnten (+1.8% p.a.). Besonders gut war das Gewinnwachstum dabei in Jahren mit starker Abwertung des Frankens, besonders schlecht bei starker Aufwertung. Bezuglich der Sensitivität der Gewinne (Grafik 2) lässt sich sagen, dass ein Gewinnanstieg im MSCI EMU Index von +10% zu einem Gewinnanstieg von +8.1% (94-17) bzw. +5.6% (03-17) bei Schweizer Firmen führte. Die hohe Korrelation liegt daran, dass beide Regionen ähnlich von der weltwirtschaftlichen Entwick-

Besonders bei starker CHF-Abwertung überflügelt das Gewinnwachstum in der Schweiz jenes der Europäer

Median Gewinnwachstum MSCI Schweiz vs. CHF/EUR



Quelle: MSCI, FactSet, Vontobel Asset Management

*Zwischen 1994-2001 wurde die Deutsche Mark als Prox für den EUR verwendet

lung beeinflusst werden. Gleichzeitig kann man aber auch einen starken Effekt des EUR/CHF feststellen: Wertete sich der CHF zum Euro um 10% ab (auf), so stiegen (sanken) die relativen Gewinne der Schweizer Firmen im Vergleich zum Vorjahr um +/-7.4% (94-17) bzw. +/- 10.1% (03-17).

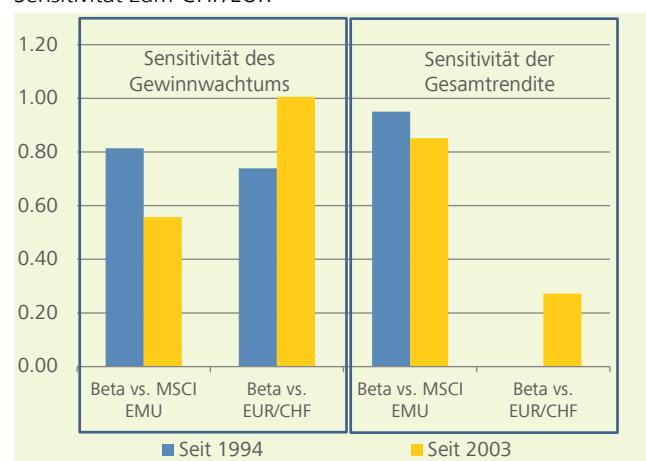
Der Effekt von CHF/EUR Schwankungen auf die relative Performance ist längerfristig jedoch schwach und lässt sich folgendermassen erklären: Die Performance von Aktienmärkten ist z.B. durch gleichgerichtete Zu- oder Abflüsse von Anlegergeldern in bzw. aus Aktien stark miteinander korreliert. Bewegten sich EMU Aktien um +/- 10%, so bewegten sich Schweizer Aktien ähnlich um +/- 9.5% bzw. +/- 8.5% (Grafik 2).

Auch theoretisch lässt sich das Ergebnis dadurch erklären, dass Anleger eine Wechselkursänderung nur als temporär erachten und folglich der Unternehmenswert nicht im gleichen Ausmass steigt oder fällt. Das gilt v.a. dann, wenn man annimmt, dass der Wechselkurs langfristig um seinen fairen Wert schwankt. Ein weiterer Grund ist, dass in Krisenzeiten der CHF tendenziell aufwertet, jedoch zugleich der defensive Charakter der Schweizer Aktien Anleger anlockt und einem negativen Performanceeinfluss durch den stärkeren CHF entgegenwirkt.

Deshalb sollten Anleger keine allzu grosse Erwartung an eine isolierte EUR-Aufwertung als relativen Performancetreiber für Schweizer Aktien hegen. Sollten andere Währungen wie der USD ebenfalls aufwerten könnten Schweizer Aktien etwas mehr profitieren, da vor allem grosse Firmen auch viel Geschäft im Dollarraum betreiben

Sensitivität zum CHF/EUR ist insgesamt jedoch relativ schwach ausgeprägt

Sensitivität zum CHF/EUR



Quelle: MSCI, FactSet, Vontobel Asset Management

= 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

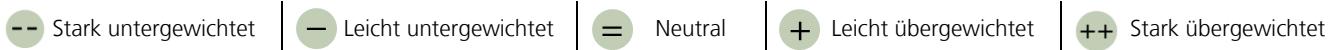
Die hohen Erwartungen an das Konjunkturprogramm scheinen je länger desto mehr nicht berechtigt zu sein und bergen Enttäuschungspotenzial. Die Schweiz und Europa sind taktisch im Vorteil.

= 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 Bann der Geopolitik

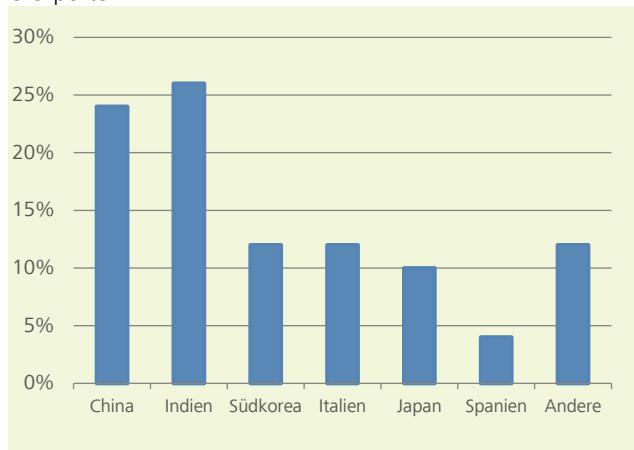
Die Geopolitik hat die Rohstoffmärkte weiterhin fest im Griff. Dies bietet für Rohstoffinvestoren ein interessantes Umfeld. Bei einer grösseren Eskalation im Nahen Osten oder im Konflikt zwischen den USA und Russland ist man gegenüber ungünstigen Ausgängen gut geschützt.

Der Erdölpreis ist über den vergangenen Monat erneut kräftig angestiegen und notiert für ein Fass Brent um die 75 US-Dollar. Den Grossteil dieser Entwicklung ist auf die Unsicherheit über potentiell neue US-Sanktion gegen den Erdölexporteur Iran zurückzuführen. Nun könnte man einwenden, dass gar kein iranisches Erdöl in die Vereinigten Staaten exportiert wird. Konkret wird nämlich ungefähr die Hälfte nach China und Indien transportiert, welche solche Sanktionen seit jeher ignorieren. Die andere Hälfte wird in europäische und asiatische Industrieländer geliefert (siehe Chart 1).

Diese entwickelten Nationen werden sich kaum den neuen US-Sanktionen gegen den Iran anschliessen. Hingegen gilt das nicht notwendigerweise für die Unternehmen, welche das Erdöl in Richtung westliche Welt transportieren. Jene sind wirtschaftlich meist eng mit den Vereinigten Staaten verbunden, oder wickeln ihre Geschäfte in der US-Währung ab. Entsprechend würden diese Firmen aus Respekt vor der amerikanischen Justiz diesen Sanktionen sehr wahrscheinlich folgen. Spätestens am 12. Mai muss sich Donald Trump für oder gegen neue Sanktion entscheiden. Bei einem Entscheid gegen den

Keine iranische Erdölexporte in die USA

Iranische Ölexporte nach Zieldestination, in % der gesamten Ölexporte



Quelle: GTT, Goldman Sachs, Vontobel Asset Management

Iran könnte der Erdölpreis kurzfristig auf bis zu 80 US-Dollar steigen.

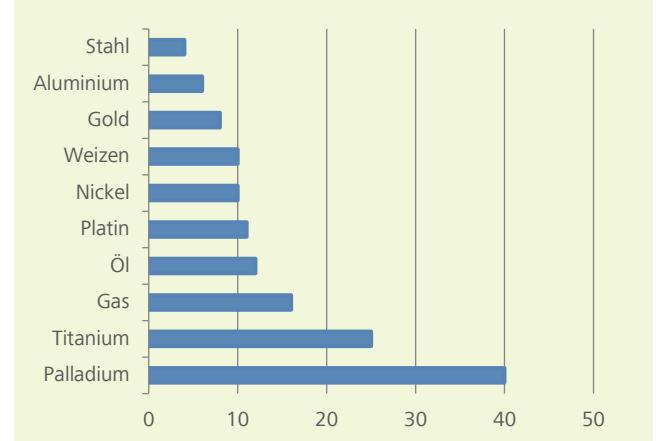
Besonders wichtig für die Rohstoffmärkte sind aber auch die neuen Sanktionen gegen Russland, einem der wichtigsten globalen Rohstoffproduzenten. Dabei sind die bedeutendsten Rohstoffunternehmen in der Hand von Oligarchen, welche Präsident Putin nahestehen. Genau jene Freunde Putins wurden nun von den Vereinigten Staaten unter Sanktionen gestellt, und mit ihnen oft auch die dazugehörigen Rohstofffirmen.

Russland spielt für verschiedene Rohstoffe eine entscheidende Rolle in der weltweiten Produktion (siehe Chart 2). Entsprechend reagierten die betroffenen Rohstoffpreise mit teils kräftigen Preisausschlägen nach oben. Die Finanzmärkte beruhigten sich zwar etwas, nachdem die USA die Sanktionen auf politischen Druck hin etwas entschärften. Trotzdem rätseln die Experten, wie das Angebot russischer Rohstoffe zukünftig den Weg in den Weltmarkt findet. Denn die Sanktionen gegen die russischen Oligarchen dürften längerfristig bestehen bleiben, und damit auch eine höhere Risikoprämie für die betroffenen Rohstoffe.

Zumindest bis zu den Zwischenwahlen in den USA erwarten wir keine merkliche Abkühlung der geopolitischen Risiken. Entsprechend lohnt sich aus heutiger Sicht weiterhin, eine Beimischung von Rohstoffen im Portfolio beizubehalten.

Russland ist ein bedeutender Player am internationalen Rohstoffmarkt

Russlands Anteil am globalen Angebot, in %



Quelle: USDA USGS, WSA, BP, GS, Vontobel Asset Management

Währungen

Jordan gibt grünes Licht für weitere moderate CHF-Schwäche

Die Frankenschwäche dürfte sich in den kommenden Monaten noch etwas fortsetzen. Während skandinavische Währungen weiterhin ein mittel- bis längerfristiges Thema für uns bleiben hat der US-Dollar im Umfeld schwächerer europäischer Konjunkturdaten noch etwas Luft nach oben. Strukturelle Faktoren sprechen jedoch längerfristig gegen den Dollar.

Der EUR/CHF-Wechselkurs hat das Kursziel, welches wir im letzten Jahr ausgerufen haben erreicht. Allerdings hat sich unsere damalige Einschätzung, dass die SNB den Franken bei 1.20 – entspricht dem fairen Wert unseres Kaufkraftparitätsmodells – nicht mehr als «hoch bewertet» bezeichnet, nicht bewährt. In seiner jüngsten Rede hat SNB-Chef Jordan klargemacht, dass er keinen Anlass für eine Änderung der Geldpolitik sieht. Dies bedeutet unserer Meinung nach, dass die SNB noch ein Stück weit davon entfernt ist die geldpolitische Normalisierung einzuleiten. Unter dieser Annahme sehen wir weiterhin mittelfristig ein moderates Abwertungspotential für den Franken. Insbesondere dann, wenn die politische Risikoprämie, die auf dem Euro lastet, weiter abgebaut wird (Abbildung 2). Die italienische Regierungsbildung bleibt weiterhin der Haupteinflussfaktor auf diese Risikoprämie.

Eine populistische italienische Regierung, welche wir nicht ausschliessen können, bleibt ein wesentliches Risiko. Diese Unsicherheit gepaart mit schwächeren europäischen Konjunkturdaten sprechen in der kurzen Frist gegen einen ungebremsten weiteren Anstieg des EUR/CHF-Kurses.

NOK profitiert von Ölpreisanstieg

Entwicklung seit Anfang 2018, in Prozent



Dollarerholung dürfte kurzfristig bleiben

Die ausgesprochen soliden Konjunkturdaten in den USA, steigender Inflationsdruck sowie das von Donald Trump verabschiedete Steuerprogramm sprechen in der kurzen Frist für einen leicht stärkeren US-Dollar. EUR/USD-Niveaus um 1.20 würden wir jedoch als EUR-Kaufgelegenheit betrachten. So befindet sich die US Fed im fortgeschrittenen Stadium des Zinserhöhungszyklus, während die EZB noch nicht einmal begonnen hat zu normalisieren. Somit dürfte in den kommenden Jahren die Zinsunterstützung für den Dollar rückläufig sein. Auch spricht die zunehmend in Frage gestellte Nachhaltigkeit der US-Staatsfinanzen längerfristig gegen den Dollar. Hinzu kommt, dass Zentralbanken ihre EUR-Bestände im Nachgang der Finanzmarktkrise deutlich reduziert haben. Fallende politische Risiken in der Eurozone sprechen allerdings dafür, dass dieser Trend dreht. Somit bleiben wir für den EUR/USD-Wechselkurs auf 12-24 Monate ausgesprochen optimistisch.

Verschnaufpause bei Schwellenländerwährungen

Schwellenländerwährungen bleiben unserer Meinung nach eine der attraktivsten Anlageklassen im Anleihen-Segment. Allerdings sprechen die derzeit schwächeren Konjunkturindikatoren gegen eine unmittelbare Fortsetzung der Währungserholung. Grösstes Risiko für Schwellenländer bleibt jedoch ein sich hoch schaukelnder globaler Handelskrieg, was wir allerdings als unwahrscheinlich erachten.

Franken bei 1.20 langsam fair bewertet

Wechselkurs und EWU-Risikoprämie



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 %		10.0 %		100 %		100.0 %		100 %		100.0 %		100 %		100 %			
Fremdwährung	6 %		5.5 %		16 %		15.5 %		26 %		25.5 %		37 %		36.5 %		48 %	
Aktuelle Quote**																		
USD	6%		5.5 %		12%		11.5 %		19%		18.5 %		25%		24.5 %		31%	
EUR	0%		0.0 %		3%		3.0 %		5%		5.0 %		9%		9.0 %		13%	
JPY	0%		0.0 %		1%		1.0 %		2%		2.0 %		3%		3.0 %		4%	
Max	21%		20.5 %		31%		30.5 %		41%		40.5 %		52%		51.5 %		63%	

* 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	1.7	1.9	2.2	2.0	1.8
Eurozone	2.1	1.8	2.4	1.9	1.9
USA	2.9	1.5	2.3	2.5	2.2
China	6.9	6.7	6.9	6.6	6.3
Japan	1.4	0.9	1.7	1.4	0.9
Global (PPP)	3.4	3.2	3.7	3.9	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	1.6	1.9
USA	0.1	1.3	2.1	2.4	2.4
China	1.4	2.0	1.6	2.1	2.2
Japan	0.8	-0.1	0.5	1.0	1.1
Finanzmärkte	2016	2017	Aktuell*	Prognose 3 Monate	Prognose 12 Monate
3M Libor					
Jahresende (in %)					
CHF	-0.73	-0.75	-0.73	-0.75	-0.50
EUR	-0.32	-0.33	-0.33	-0.35	-0.20
USD	1.00	1.69	2.36	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	0.06	0.2	0.6
EUR (Deutschland)	0.23	0.45	0.57	0.8	1.1
EUR (PIIGS)	2.01	2.01	1.66	2.4	2.7
USD	2.45	2.41	2.96	3.0	3
JPY	0.04	0.05	0.04	0.1	0.1
Wechselkurse					
Jahresende					
EUR/CHF	1.07	1.17	1.20	1.20	1.25
USD/CHF	1.02	0.97	0.99	1.01	0.98
JPY/CHF (pro 100 JPY)	0.87	0.86	0.91	0.93	0.96
EUR/USD	1.05	1.20	1.21	1.20	1.28
USD/JPY	117	113	109	108	102
Rohstoffe					
Jahresende					
Rohöl (Brent, USD/Barrel)	57	67	75	70	70
Gold (USD/Unze)	1152	1303	1311	1350	1350

*01.05.2018

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/ihre+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 Kotierungsinserat 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.