



Anlagepolitik – Juni 2018

Investment Office Raiffeisen Gruppe

Trotz Regierungsbildung: Italien macht Europa nervös

Raiffeisenbank Region Zofingen, Geschäftsstelle Oftringen

Architekt: Alberati Architekten AG

Fotograf: René Dürr

RAIFFEISEN

Inhalt

| | |
|--|----|
| Taktische Asset Allokation im Überblick | 3 |
| Marktkommentar | 4 |
| Trotz Regierungsbildung: Italien macht Europa nervös | |
| Konjunktur | 5 |
| Politische und ökonomische Fragezeichen in Europa | |
| Obligationen | 6 |
| Polit-Chaos in Italien weckt erneut Bedenken | |
| Aktien | 8 |
| Europäische Aktien im Zeichen des italienischen Polit-Chaos | |
| Alternative Anlagen | 10 |
| Gold: Guter Portfolio-Stabilisator in turbulenten Zeiten | |
| Währungen | 11 |
| CHF und JPY als Krisenwährungen gesucht | |
| Portfolio-Übersicht | 12 |
| Prognosen | 13 |

Hinweis zum Redaktionsschluss:

Die aktuellen Entwicklungen (insbesondere zu Italien) wurden berücksichtigt bis:
Freitag, 1. Juni 2018; 15:30

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. Politisches Chaos in der drittgrössten Volkswirtschaft bei sich gleichzeitig abschwächenden Konjunkturindikatoren – die Lage in Europa hat sich definitiv eingetrübt. Wir reduzieren vor diesem Hintergrund unsere Empfehlung für europäische Aktien und sind neu bei Aktien insgesamt leicht untergewichtet positioniert.
2. Trotz der letztlich zustande gekommenen Regierungsbildung in Italien wird die Verunsicherung in Europa vorerst wohl noch anhalten. EUR/CHF dürfte daher auf kurze Frist weiter unter Druck stehen. Längerfristig erwarten wir jedoch weiterhin eine Aufwertung des Euro.
3. Die erhöhte Unsicherheit in Europa sollte trotz des stärkeren USDs unterstützend für Gold wirken, weshalb wir neu zu einem leichten Übergewichten des gelben Metalls raten. Auch wenn das Aufwärtspotential limitiert sein dürfte, spricht für eine erhöhte Quote auch, dass Gold in etwas turbulenten Zeiten als stabilisierender Anker für das Portfolio dient.

Trotz Regierungsbildung: Italien macht Europa nervös

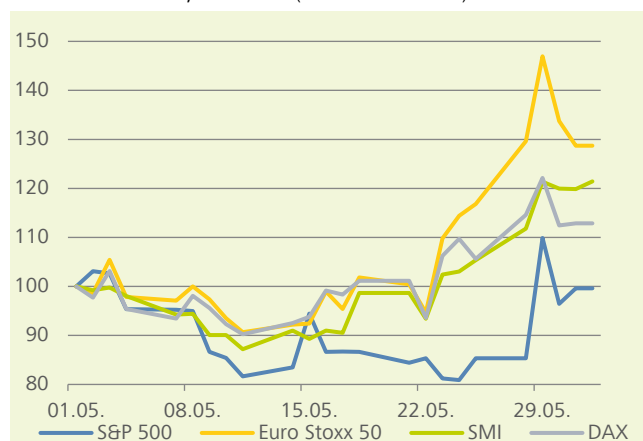
Politisches Chaos in der drittgrößten Volkswirtschaft bei sich gleichzeitig abschwächenden Konjunkturindikatoren – die Lage in Europa hat sich definitiv eingetrübt. Wir reduzieren vor diesem Hintergrund unsere Empfehlung für europäische Aktien und raten zu einer Erhöhung für Gold.

Noch vor rund 12 Monate atmete Europa spürbar auf. Die Wahlen in Frankreich und in den Niederlanden nahmen einen glimpflichen Ausgang und die von der EZB befeuerten Höhenflüge an den Aktienbörsen sowie ausserordentlich gute Wirtschaftsdaten trugen das ihre zur guten Stimmung bei. Zusätzlich skizzierte die wieder erstarkte Achse zwischen Berlin und Paris kühne Reformideen für die EU und die Währungsunion.

Ein Jahr später ist angesichts des politischen Chaos in Italien von dieser Aufbruchsstimmung nicht mehr viel übrig. Zwar gelang es Giuseppe Conte im zweiten Anlauf, eine Koalitionsregierung zwischen den beiden populistischen Parteien Lega und 5 Stelle zu bilden. Damit ist zwar das Risiko von baldigen Neuwahlen (vorerst) abgewendet. Nicht aber das vorgesehene Regierungsprogramm der beiden Koalitionäre, welches in Europa und an den Finanzmärkten für Unruhe sorgt. Denn Conte dürfte ein schwacher Premier sein – die starken Figuren der neuen Regierung sind die Chiefs der beiden Koalitionsparteien Salvini und Di Maio. Das bedeutet, dass ihr Regierungsprogramm – massiv höhere Ausgaben bei gleichzeitiger Steuersenkung – weiter auf dem Tisch bleibt, was für Italien mit seiner Staatsverschuldung von über 130% des BIPs praktisch unfinanzierbar ist und in Europa für Unsicherheit sorgt. Und dass der von Matarella als Finanzminister verhinderte erklärte Europa-

Unsicherheit erfasste vor allem Europäische Aktien

Volatilitätsindizes, indexiert (100 = 1.5.2018)



Quelle: Bloomberg, Investment Office Raiffeisen Gruppe

Gegner nun als Minister für europäische Angelegenheiten amtiert, während der zwar weniger provozierende aber ähnliche Positionen vertretende Giovanni Tria Finanzminister ist, dürfte auch nicht eben zur allgemeinen Beruhigung beitragen.

Mehr noch: Die Pläne der neuen Regierung drohen die Bemühungen um die angestrebten Reformen für die Eurozone zu lähmen. Denn insbesondere die Stimmen aus Deutschland, welche davor warnen, dass mit deutschen Steuermilliarden zu sehends unseriöses Wirtschaften anderer Euro-Staaten finanziert werde, dürften weiter Aufwind erhalten.

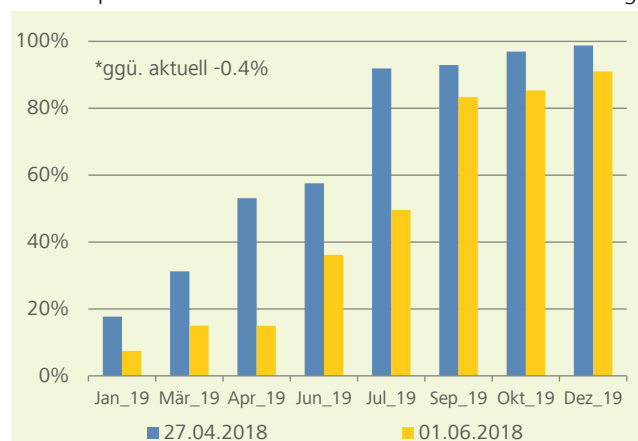
Des Ungemachs nicht genug, fallen die Unsicherheiten für die Eurozone mit sich abschwächenden Konjunkturindikatoren zusammen. Dies führt zu weiterhin erhöhter Verunsicherung insbesondere an den europäischen Aktienbörsen und gleichzeitig wird an den Märkten mittlerweile erwartet, dass die EZB noch etwas zögerlicher bezüglich eines ersten Zinsschrittes agieren wird – wohl nicht zuletzt auch infolge des Umstandes, dass Trump Europa nicht mehr länger von Strafzöllen ausnimmt.

Sich eintrübende Eurozone-Konjunkturdaten, politische Unruhen in Europa und nach wie vor schwelende Handelsstreitigkeiten: Diese Unwägbarkeiten dürften insbesondere für Unruhe an den europäischen Aktienbörsen sorgen, weshalb wir unsere taktische Empfehlung für europäische Aktien auf leichtes Untergewichten reduzieren. Gleichzeitig erhöhen wir die Empfehlung bei der Goldquote auf leichtes Übergewichten. Ebenso behalten die Übergewichtung von Alternativen Strategien bei, während wir bei Öl bei den aktuellen Preisniveaus Abwärtsrisiken verorten und leicht untergewichtet positioniert bleiben.

santosh.brivio@raiffeisen.ch

Deutlich abgenommene Zinserwartungen

Marktimplizite Wahrscheinlichkeit für eine EZB-Zinsanhebung*



Quelle: Bloomberg, Investment Office Raiffeisen Gruppe

Politische und ökonomische Fragezeichen in Europa

Die Finanzmärkte haben stark negativ auf das Polit-Chaos in Italien reagiert. Auch wenn mit der Regierungsbildung Neuwahlen vorerst vom Tisch sind, dürfte die Unsicherheit andauern. Ebenso beunruhigt die Drohung der US-Regierung, neben beschlossenen Handelstarifen auf Alu und Stahl sogar Strafzölle auf europäische Autos zu erheben.

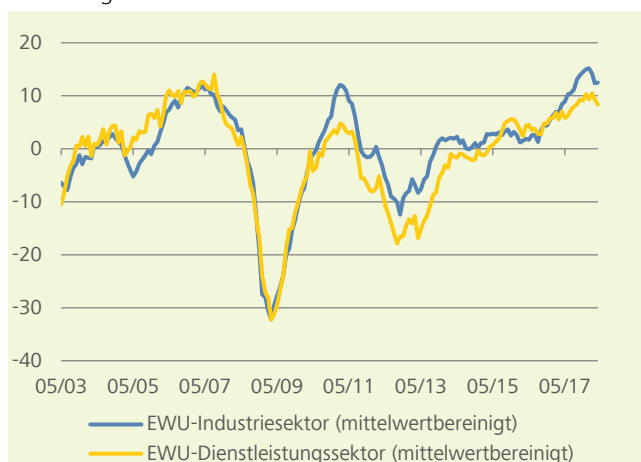
Die Polit-Krise in Italien hat die Märkte seit vergangener Woche fest im Griff. Die Regierungsbildung ist zwar doch noch zustande gekommen, die Unsicherheit über Italien, aber auch die Angst vor einem Bruch des Euro wird wohl dennoch anhalten, insbesondere, weil Euro- und EU-skeptische Kräfte in der neuen Regierung das Sagen haben und wichtige Schlüsselpositionen besetzen. Zusätzlich wird die Risikowahrnehmung verschärft, weil auch in Spanien Regierungschef Rajoy abgesetzt wurde und trotz der noch verbleibenden zwei Amtsjahre von Nachfolger Sánchez Neuwahlen wahrscheinlich sind.

Unsicherheit hält an

Die politischen Unwägbarkeiten treffen die europäische Wirtschaft zu einer Zeit, in der verschiedene Konjunktur- und Stimmungsindikatoren schwächer werden. Das Niveau der Indikatoren ist weiterhin hoch im langjährigen Vergleich, doch der Trend fällt. Dazu ist die Wirtschaft im ersten Quartal des laufenden Jahres mit 0.4% zum Vorquartal schwächer als erwartet gewachsen. Wir erwarten dennoch ein stärkeres Wachstum im nächsten Quartal, da die letzten Umfragewerte zu neuen Aufträgen der Firmen weiterhin relativ hoch bleiben. Die nun

Trotz schwächeren Vorlaufindikatoren dürfte das EWU-Wachstum anhalten

Stimmungsindikatoren



tatsächlich in Kraft gesetzten US-Zölle auf Stahl- und Aluminiumprodukte aus Europa, sowie die angedrohte striktere Regulierung von Einfuhren europäischer Autos dürften jedoch einen spürbar negativen Effekt auf die Stimmung und Aussichten der Eurozonen-Konjunktur ausüben.

Handelsstreitereien und geopolitische Konflikte

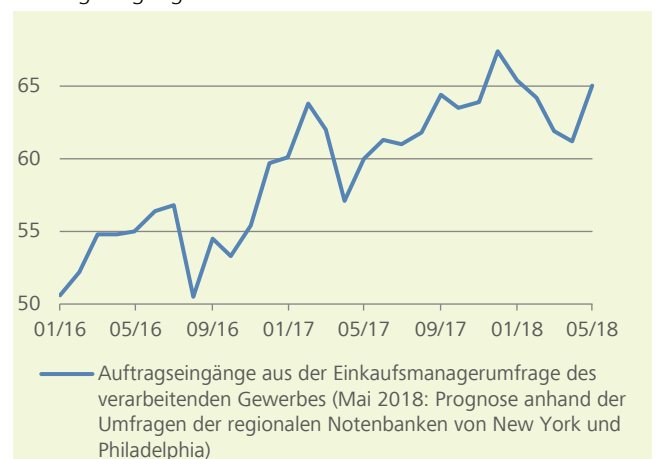
Die USA zogen sich als einziger Vertragsstaat aus dem Nuklearvertrag mit Iran zurück. Dadurch kommen Europäische Unternehmen mit Geschäftsinteressen in den USA in die Zwickmühle und riskieren US-Sanktionen, wenn sie weiterhin Geschäfte mit Iran tätigen. Ebenso ist das Ergebnis des nun doch stattfindenden Treffens zwischen Donald Trump und Kim Jong-Un noch mehr als offen. Dagegen scheint sich der Handelskonflikt USA-China zumindest zwischenzeitlich etwas zu entspannen, nachdem die Strafzölle vorläufig ausgesetzt wurden. Ähnlich wie bei Aluminium und Stahl beabsichtigt die US-Regierung jedoch Schutzzölle auf Autoimporte auszudehnen, womit sich eine neue Front im Handelskonflikt auftut.

USA: Trotz allem solide Wirtschaftszahlen

Trotz dieser Turbulenzen beschleunigt sich die US-Konjunktur wieder, nachdem sich die Auftragseingänge seit ihrem Höchststand im Dezember jeden Monat abgeschwächt haben. Die regionalen Einkaufsmanagerindizes haben sich im Mai unisono wieder verbessert, ein Indiz dafür, dass die Industriekonjunktur einen soliden Wachstumspfad folgt. Der Arbeitsmarkt ist in äusserst guter Verfassung, die Arbeitslosenrate ist auf den tiefsten Stand seit 2000. Wir halten deshalb an unserer optimistischen Prognose für das laufende Jahr fest.

USA: Auftragseingänge gewinnen nach Schwächephase wieder an Fahrt

Auftragseingangs-Index



Polit-Chaos in Italien weckt erneut Bedenken

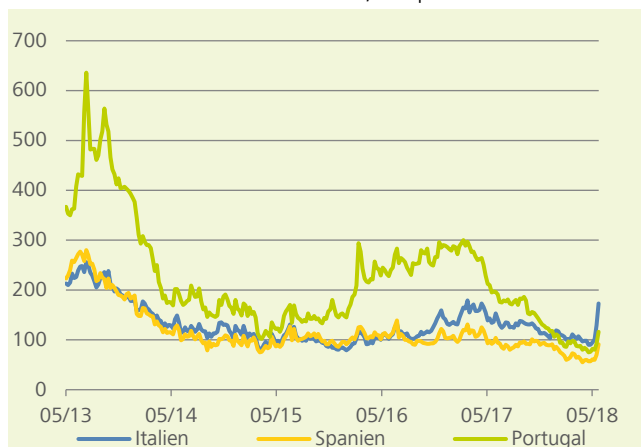
Die politischen Turbulenzen in Italien sorgen bei italienischen Anleihen erneut für Verkaufsdruck. Von der Verunsicherung wurden auch andere süd-europäische Märkte angesteckt. Wir erwarten kein Auseinanderbrechen der Eurozone. Dennoch dürfen sich die Renditen zunächst ausweiten.

Obschon die beiden populistischen Anti-EU-Parteien Lega Nord und Movimento 5 Stelle im März die italienischen Parlamentswahlen gewonnen hatten, blieb es am italienischen Anleihenmarkt auffällig ruhig. Die Risikoaufschläge schrumpften zuletzt sogar. Dies könnte markttechnisch bedingt sein, weil die Tilgungen fälliger Anleihen und die Anleihenkäufe der Europäischen Zentralbank (EZB) das Emissionsangebot übersteigen.

Erst in den letzten Tagen manifestierte sich die neue Realität auf den Anleihenmärkten: Zwei euroskeptische italienische Parteien, die eine heterodoxe Politik befürworten – unter anderem fordern Sie von der EZB einen Schuldenerlass – fanden sich zu einer unheiligen Allianz zusammen. Die Bedenken schwappten seither auch auf andere potenziell anfällige Märkte wie Spanien und Portugal (siehe Grafik 1) über. Da Italien «too big to fail» ist, würde der Austritt des Landes aus der Eurozone wahrscheinlich das Ende der Gemeinschaftswährung bedeuten.

Der Spekulation ist derzeit Grenzen gesetzt, weil die EZB die grösste Käuferin auf dem Anleihenmarkt ist. Italien konnte in den letzten fünf Jahren die Kosten für die Verschuldung erheblich verringern (siehe Grafik 2), weil die EZB italienische und andere Staatsanleihen der Peripherieländer kaufte und das Land

Steigende Risikoprämien für italienische Anleihen schwappen auch auf andere Peripheriestaaten über Renditedifferenzen zu Deutschland, in Bps.



Quelle: BofAML, Bloomberg, Vontobel Asset Management

auf Fiskaldisziplin setzte. Die EZB dürfte unserer Meinung nach erst zusätzliche Massnahmen zur Unterstützung Italiens ergreifen, wenn die Marktinstabilität die Integrität der Eurozone gefährdet. Davon sind wir unseres Erachtens noch weit entfernt. Die EZB ging diesen Weg zuletzt 2012.

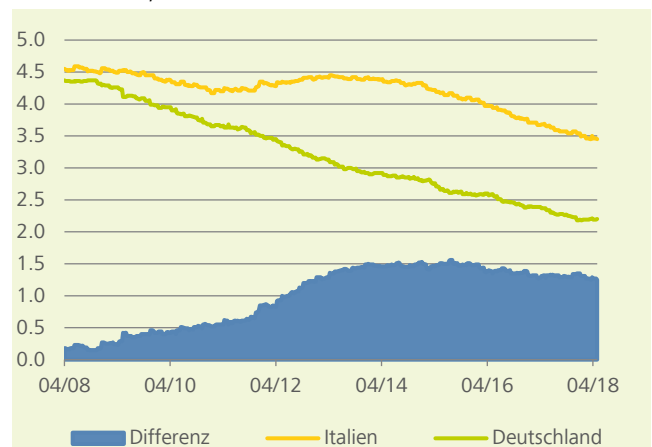
Das Rating von Italien ist ebenfalls ein zentraler Punkt. Derzeit ist das Land mit BBB noch zwei Stufen vom Non-Investment-Grade-Rating entfernt. Moody's hat das Rating bereits auf die Watch-Liste gesetzt. Würde Italien von allen Ratingagenturen mit Non-Investment-Grade eingestuft, was wir kurzfristig für unwahrscheinlich halten, wären italienische Staatsanleihen vom Anleihenkaufprogramm der EZB ausgeschlossen.

Jede neue italienische Regierung dürfte mit der Unterstützung des aktuellen Parlaments ehrgeizige Ausgabenprogramme bekannt geben. Aus diesem Grund ist es unserer Meinung nach im Interesse des Landes, eine tragfähige Lösung mit der EU auszuhandeln. Italien könnte mit der EU sogar einen Kompromiss erzielen, wenn diese zusätzlichen Budgetdefizite vorübergehender Natur sind. Allerdings ist es schwierig zu beurteilen, ob die extravaganten Pläne der populistischen italienischen Parteien zur Verhandlungstaktik gehören oder einfach nur echte fiskalische Verantwortungslosigkeit widerspiegeln.

Angesichts der dynamischen Situation empfehlen wir derzeit abzuwarten. Bis sich das fundamentale Bild nachhaltig verbessert, bevorzugen wir weiterhin Unternehmensanleihen mit einem niedrigen Investment-Grade-Rating. Diese Papiere weisen ein deutlich besseres Rendite-Risiko-Profil auf.

EZB-Politik stützt italienische Anleihen

Durchschnittlicher Coupon (letzte zehn Jahre) auf ausstehenden Anleihen, in %



Quelle: : BofAML, 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 schwächelnder Dollar sind ein solides Umfeld für Anleihen aus Schwellenländern.

-- Stark untergewichtet | – Leicht untergewichtet | = Neutral | + Leicht übergewichtet | ++ Stark übergewichtet

Europäische Aktien im Zeichen des italienischen Polit-Chaos

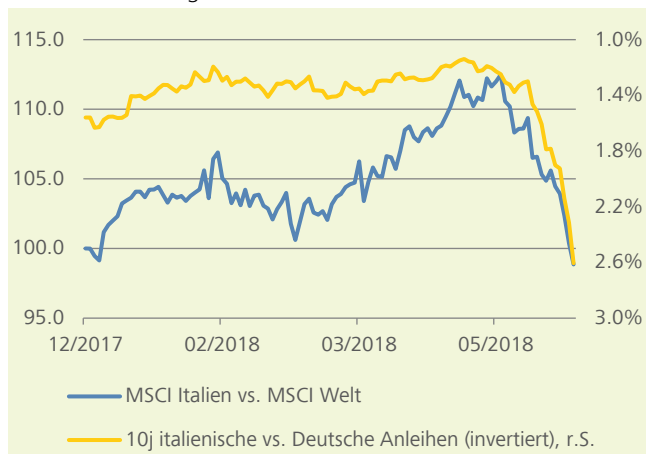
Die Aktienmärkte stehen dieses Jahr ungefähr dort, wo sie das Jahr begonnen haben. Europäische Aktien haben in den letzten Wochen aber zusehend unter der politischen Situation in Italien gelitten – weitaus mehr als z.B. US und UK Aktien. Die Notenbanken auf beiden Seiten des Atlantiks könnten aber bei starken Verwerfungen ihre Stimuli eher länger als kürzer aufrechterhalten.

Pünktlich zum „Sell in May and go away“ – scheint Bewegung in die Aktienmärkte zu kommen, da aufgrund des politischen Chaos in Italien und diesbezüglichen Sorgen über eine mögliche Abschreibung der Staatsschulden die italienischen Anleiherenditen deutlich gestiegen sind. Italienische Aktien haben bereits deutlich gelitten, weil dort Banken, Telekomfirmen sowie Versorger stark vertreten sind und diese Branchen u.a. durch eine hohe Abhängigkeit zu Risikoaufschlägen und durch eine hohe Verschuldung besonders exponiert sind. Die relative Performance von italienischen Aktien zum MSCI World korrelierte kürzlich sehr stark mit dem Zinsaufschlag der italienischen ggü. der deutschen Staatsanleihen.

In den letzten Jahren haben sowohl die Fed als auch die EZB die Richtung der Finanzmärkte massiv (nach oben) beeinflusst und die Wahrscheinlichkeit nimmt zu, dass sie den Aktienmarkt länger unterstützen als angenommen. So scheint die Fed ein kurzfristiges Überschiessen der Inflation über 2% in den USA zu tolerieren und die EZB dürfte wieder mit monetären Mass-

Italienische Aktien korrelierten zuletzt stark mit den Risikoaufschlägen italienischer Staatsanleihen

Aktienentwicklung und Renditedifferenz



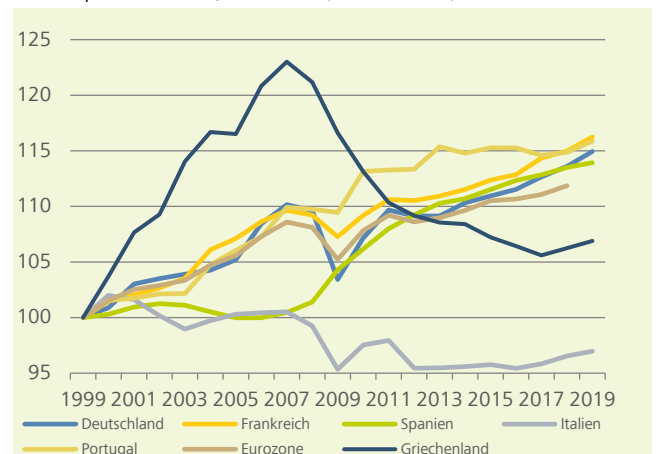
nahmen helfen, sollte eine Situation ähnlich wie 2012 entstehen, als Renditen der italienischen Staatsanleihen zu hoch stiegen. Letzteres würde möglicherweise wieder einen guten Zeitpunkt für den Einstieg in italienische Aktien darstellen. Vor allem dann, wenn das im Raum stehende Regierungsprogramm neben der Verschärfung der Haushaltsprobleme längerfristig allenfalls sogar zu mehr Investitionen und Wachstum sowie zu einer Steigerung der Produktivität und einer Senkung der Lohnstückkosten führen sollten.

Ob es jedoch überhaupt so weit kommt ist gegenwärtig mehr als fraglich. Denn kurzfristig dürften sich die aktuellen Probleme Italiens eher akzentuieren. Anleger sollten daher europäischen Aktien-Investments gegenüber US-Aktien nicht mehr bevorzugen. Denn in den USA fiel die Gewinnsaison viel besser aus als in Europa. Weitere Alternative wären UK-Aktien (bei konstruktiven Brexit-Verhandlungen), wo Anleger aufgrund evtl. zu massiver Brexit-Sorgen stark untergewichtet sind, die Börse aber nur teilweise vom Heimatmarkt abhängig ist.

Bleibt anzumerken, dass das Aufkommen einer neuen möglichen Krise auch direkte „Profiteure“ hervorbringt. Die Verkäufer italienischer Staatsanleihen flüchten sich nämlich in deutsche Staatsanleihen und verringern so weiter die schon ohnehin tiefen Zinskosten des deutschen Staates. Der schwächere Euro hilft u.a. deutschen Autobauern gegen Sorgen wie mögliche US-Zölle und Probleme beim Diesel. Und freuen können sich nicht zuletzt auch deutsche Immobilienbesitzer, die sich durch wieder tiefere Zinssätze refinanzieren können.

Reformen wären für die italienische Wirtschaft dringend von Nöten

Arbeitsproduktivität, indexiert (100 = 1999)



= 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

Aufgrund der von Italien ausgehenden Unwägbarkeiten für die Eurozone reduzieren wir unsere Empfehlung für europäische Aktien von neutral auf leichtes Untergewichten.

- USA

Die hohen Erwartungen an das Konjunkturprogramm scheinen je länger desto mehr nicht berechtigt zu sein und bergen Enttäuschungspotenzial. Die Schweiz ist 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 Übergewichten.

-- Stark untergewichtet | - Leicht untergewichtet | = Neutral | + Leicht übergewichtet | ++ Stark übergewichtet

Alternative Anlagen leicht übergewichtet

Gold: Guter Portfolio-Stabilisator in turbulenten Zeiten

Die Aussicht auf eine populistische italienische Regierung liessen die Risikoprämien in der Eurozone stark ansteigen. Trotz einem stärkeren USD sollte dies den Goldpreis unterstützen, weshalb wir das gelbe Metall neu übergewichten. Währenddessen hält die steigende Tendenz bei den Ölpreisen ununterbrochen an. Die Abwärtsrisiken haben jedoch zugenommen.

Gold gilt als geeignete Anlage in unsicheren politischen Zeiten. Mit der Regierungskoalition zwischen der Lega und der 5-Sterne Partei in Italien könnten solche Zeiten in der Eurozone wieder angebrochen sein. Zumindest zeigen sich die Finanzmärkte nicht erfreut und bestrafen die Italiener mit höheren Risikoaufschlägen auf ihren Staatsanleihen. Auch der Schweizer Franken stieg, welcher gemeinhin als «sicherer Hafen» in Europa gilt. Für viele überraschend konnte Gold noch nicht von den neuen Unsicherheiten profitieren, welche das neue italienische Regierungsprogramm mit sich bringt.

Einerseits bewegen sich die US-Realzinsen dank Deregulierung und Steuersenkungen nach oben, was dem Goldpreis längerfristig schaden könnte. Der stärkste Gegenwind kommt zurzeit jedoch von einem erstarkten US-Dollar (siehe Grafik 1). Da die US Zentralbank dank einer boomenden Wirtschaft die Zinsen kontinuierlich erhöhen kann, legt der Greenback zurzeit wieder zu. Das bedeutet für Edelmetalle, welche in US-Dollar notiert sind, eine schwächere Nachfrage ausserhalb der Vereinigten

Staaten. Dies hat gemäss Investorenumfragen dazu geführt, dass die Aussichten für Gold extrem pessimistisch sind. Wir halten diese negative Stimmung für übertrieben. Seine Rolle als Krisenanlage sollte für Gold insgesamt sogar leicht unterstützend wirken. Auch wenn das Aufwärtspotential limitiert sein dürfte, spricht für eine erhöhte Quote auch, dass Gold in etwas turbulenten Zeiten als stabilisierender Anker für das Portfolio dient. Wir verorten angesichts der aktuellen Unsicherheit sogar Aufwärtspotential für das gelbe Metall und erhöhen die empfohlene Quote von neutral auf leichtes Übergewichten

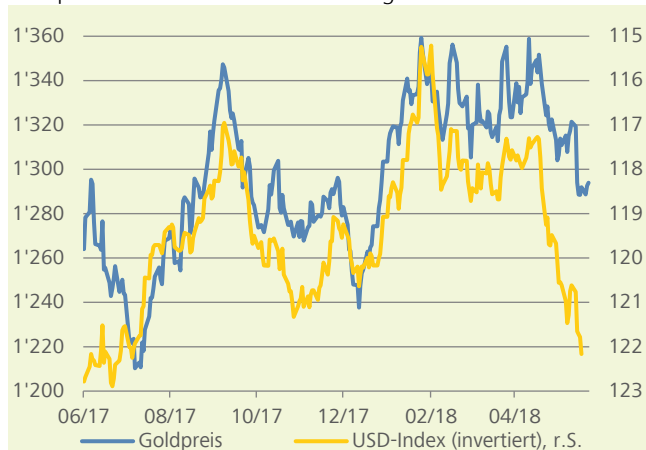
Abwärtsrisiken beim Öl haben zugenommen

Spätestens seit Donald Trump die Kündigung des Nuklear-Deals mit Iran bekanntgegeben hat, sind die Ängste von einem «Ölpreisschock» wieder zurück. Unseres Erachtens ist ein solcher Schock, bei welchem die Preise wieder über 100 US-Dollar pro Fass gehen könnten, in den nächsten Monaten tatsächlich möglich, wenn auch nicht wahrscheinlich. Insgesamt dürften bei den aktuellen Preisniveaus sogar eher die Abwärtsrisiken zugenommen haben, da unkonventionelle Förderarten mittlerweile wieder attraktiv sind und dadurch eine globale Angebotsausweitung zusehends wieder im Bereich des Möglichen liegt.

Nichtsdestotrotz können geopolitische Unsicherheiten in Zeiten ausgelasteter Produktionskapazitäten (siehe Grafik 2) und von tieferen Lagerbeständen ein kurzfristiger Treiber für den Ölpreis sein. Es empfiehlt sich daher weiterhin, Öl-Anlagen im Portfolio zu halten.

Stärkerer US-Dollar drückt auf den Goldpreis

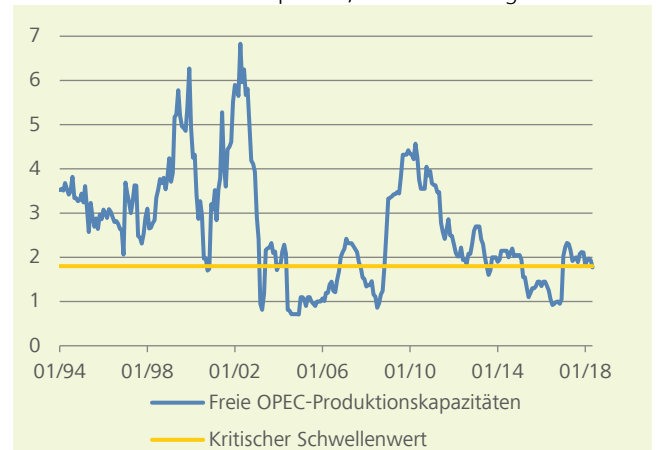
Goldpreis in USD/Tr.Oz. und handelsgewichteter USD-Index



Quelle: Datastream, Vontobel Asset Management

Puffer gegen geopolitische Risiken ist kleiner geworden

Freie OPEC-Produktionskapazität, in Mio Fass/Tag



Quelle: Bloomberg, Vontobel Asset Management

Währungen

CHF und JPY als Krisenwährungen gesucht

Steigende politische Risiken in Italien sprechen in der kurzen Frist für den US-Dollar und die sicheren Häfen Franken und Yen. Wir sind jedoch für europäische Währungen längerfristig zuversichtlich. Auch könnte der Zeitpunkt zum Kauf von Schwellenländerwährungen bald kommen.

Das Schicksal Italiens liegt bis auf weiteres in den Händen einer populistischen Regierungskoalition aus Lega und 5 Stelle. Diese neue Konstellation und die Wirren im Vorfeld der Regierungsbildung haben zumindest den kurzfristigen Ausblick für den Dollar geändert. In den kommenden Wochen erscheint uns nun eine Korrektur des Euro auf 1.10-1.15 als möglich. Insbesondere dann, wenn sich die Stimmungsindikatoren für die europäische Konjunktur weiter verschlechtern. Allerdings sprechen eine expansive Geldpolitik in Europa, sich langsam aufbauender Lohndruck und der mittlerweile wieder schwächere Euro für eine baldige Bodenbildung des Wachstums. Unter der Annahme, dass die sich ausweitenden Renditedifferenzen zwischen Italien und «Kerneuropa» (EWU-Risikoprämie) ab einem gewissen Punkt die neue Regierung disziplinieren werden, halten wir an unserem zuversichtlichen Euro-Ausblick auf drei bis zwölf Monate fest.

Italienische Wirren treiben Anleger in den Franken

Schon seit März, also der heißen Phase des italienischen Wahlkampfes, haben die Zuflüsse in die Schweiz wieder zugenommen (siehe Grafik 2). Das Schreckgespenst einer europafeindli-

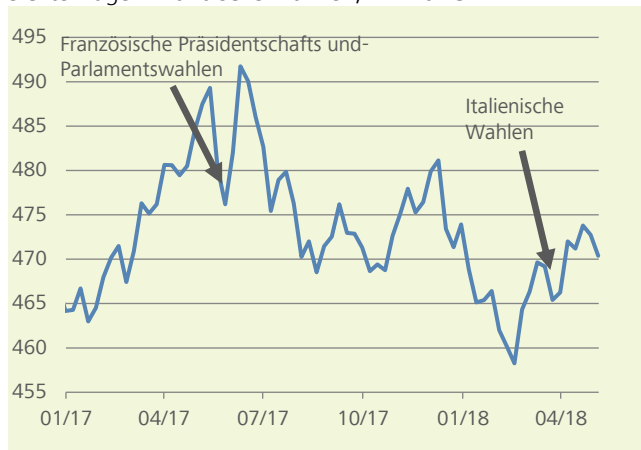
chen italienischen Regierung deutet darauf hin, dass Frankenstärke noch etwas andauern könnte. Dennoch erwarten wir, dass die europäische Risikoprämie wieder zurückkommen wird. Daher halten wir an unserem längerfristigen Ziel von 1.25 (EUR/CHF) derzeit fest und passen unsere Dreimonatsprognose leicht nach unten an. Der Dollar dürfte im Umfeld steigender politischer Risiken gegenüber dem Franken leicht nachgeben. Stärkere Zugewinne des Franken gegenüber dem Dollar erwarten wir jedoch erst in 2019, sollte sich die Konjunktur in der Eurozone tatsächlich erholen und die EZB die Märkte auf eine erste Zinserhöhung vorbereiten.

Aufhellung für Schwellenländerwährungen

Schwächere Vorlaufindikatoren in Schwellenländern, schnell steigende US-Renditen und der stärkere Dollar haben Schwellenländerwährungen belastet. Attraktive Einstiegsniveaus könnten jedoch bald erreicht werden. Für eine Stabilisierung sprechen folgende Punkte. Zum einen entwickeln sich die Arbeitsmärkte günstig und der Inflationsdruck ist moderat. Zum anderen haben Zentralbanken beispielsweise in der Türkei begonnen, sich dem Abwertungsdruck entgegenzustellen. Auch die US-Renditen dürften sich aus unserer Sicht bald stabilisieren. Bleibt – neben Themen wie Protektionismus – der US-Dollar. Dieser dürfte seinen Aufwärtstrend unterbrechen, sobald sich die Stimmungsindikatoren in der Eurozone wieder erholen und die Euro-Risikoprämie nicht mehr ansteigt. Hiervon gehen wir später in diesem Jahr aus.

Steigende SNB-Sichteinlagen als Indiz für Flucht in den Franken

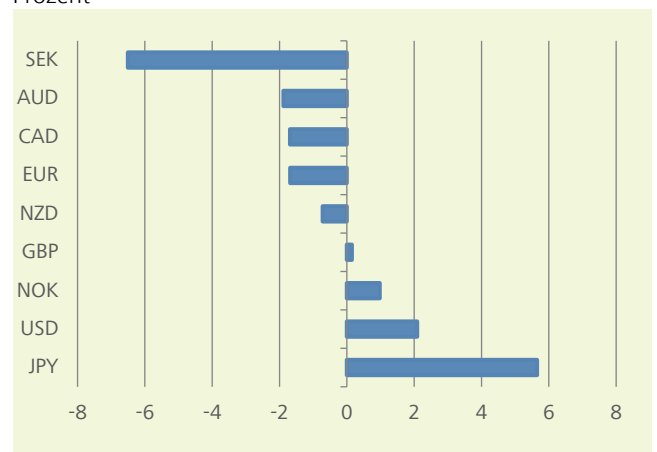
Sichteinlagen inländischer Banken, in Mrd. CHF



Quelle: SNB, Datastream, Vontobel Asset Management

CHF hat ggü. vielen Währungen an Wert gewonnen

Performance seit Jahresbeginn zum Schweizer Franken, in Prozent



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. | | min. | neutral | max. | |
| Liquidität | 0% | 5% | 25% | 8.8% | 0% | 5% | 40% | 9.2% | 0% | 5% | 40% | 7.0% | 0% | 5% | 40% | 6.5% | 0% | 5% | 40% | 4.4% |
| Cash | | | | 8.8% | | | | 9.2% | | | | 7.0% | | | | 6.5% | | | | 4.4% |
| Obligationen (angestrebte Laufzeit 6.0 J.) | 65% | 80.0% | 95% | 71.7% | 45% | 60.0% | 75% | 52.5% | 25% | 40.0% | 55% | 35.5% | 5% | 20.0% | 35% | 16.9% | 0% | 0.0% | 15% | 0.0% |
| 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% | 0% | 0.0% | 15% | 0.0% |
| 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% | 0% | 0.0% | 15% | 0.0% |
| 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% | 0% | 0.0% | 10% | 0.0% |
| Schwellenländer (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% | 0% | 0.0% | 10% | 0.0% |
| 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% | 0% | 0.0% | 10% | 0.0% |
| 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% | 1.0% | 0% | 0.0% | 10% | 2.0% |
| Aktien | 0% | 0.0% | 0% | 0.0% | 5% | 20.0% | 35% | 18.8% | 25% | 40.0% | 55% | 38.0% | 45% | 60.0% | 75% | 56.4% | 65% | 80.0% | 95% | 74.8% |
| 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% | 6.3% | 5% | 15.0% | 25% | 12.0% | 14% | 24.0% | 34% | 18.9% | 23% | 33.0% | 43% | 25.8% |
| Aktien Europa (ex CH) | | 0.0% | | 0.0% | | 3.0% | | 1.8% | | 5.0% | | 3.0% | | 9.0% | | 5.4% | | 13.0% | | 7.8% |
| Aktien USA | | 0.0% | | 0.0% | | 4.0% | | 3.5% | | 8.0% | | 7.0% | | 12.0% | | 10.5% | | 16.0% | | 14.0% |
| Aktien Asia Pazifik / Japan | | 0.0% | | 0.0% | | 1.0% | | 1.0% | | 2.0% | | 2.0% | | 3.0% | | 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% | 19.5% | 0% | 15.0% | 30% | 19.5% | 0% | 15.0% | 30% | 19.5% | 0% | 15.0% | 30% | 20.2% | 0% | 15.0% | 30% | 20.8% |
| Alternative 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% | 5.0% | 0% | 3.0% | 13% | 5.0% | 0% | 3.0% | 13% | 5.0% | 0% | 4.0% | 14% | 6.7% | 0% | 5.0% | 15% | 8.3% |
| 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% |
| Fremdwährung | | 6% | | 7.5% | | 16% | | 16.3% | | 26% | | 25.5% | | 37% | | 35.6% | | 48% | | 45.6% |
| Aktuelle Quote*** | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| USD | | 6% | | 7.5% | | 12% | | 13.5% | | 19% | | 20.5% | | 25% | | 27.2% | | 31% | | 33.8% |
| EUR | | 0% | | 0.0% | | 3% | | 1.8% | | 5% | | 3.0% | | 9% | | 5.4% | | 13% | | 7.8% |
| JPY | | 0% | | 0.0% | | 1% | | 1.0% | | 2% | | 2.0% | | 3% | | 3.0% | | 4% | | 4.0% |
| Max | | 21% | | 22.5% | | 31% | | 31.3% | | 41% | | 40.5% | | 52% | | 50.6% | | 63% | | 60.6% |

* 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 | 0.8 | 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 | -0.32 | -0.35 | -0.20 |
| USD | 1.00 | 1.69 | 2.32 | 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 | -0.05 | 0.2 | 0.6 |
| EUR (Deutschland) | 0.23 | 0.45 | 0.42 | 0.8 | 1.1 |
| EUR (PIIGS) | 2.01 | 2.01 | 2.24 | 2.4 | 2.7 |
| USD | 2.45 | 2.41 | 2.92 | 3.0 | 3 |
| JPY | 0.04 | 0.05 | 0.05 | 0.1 | 0.1 |
| Wechselkurse | | | | | |
| Jahresende | | | | | |
| EUR/CHF | 1.07 | 1.17 | 1.15 | 1.19 | 1.25 |
| USD/CHF | 1.02 | 0.97 | 0.98 | 0.99 | 0.98 |
| JPY/CHF (pro 100 JPY) | 0.87 | 0.86 | 0.90 | 0.92 | 0.96 |
| EUR/USD | 1.05 | 1.20 | 1.17 | 1.20 | 1.28 |
| USD/JPY | 117 | 113 | 110 | 108 | 102 |
| Rohstoffe | | | | | |
| Jahresende | | | | | |
| Rohöl (Brent, USD/Barrel) | 57 | 67 | 77 | 70 | 70 |
| Gold (USD/Unze) | 1152 | 1303 | 1294 | 1350 | 1350 |

*04.06.2018

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 Performancedaten 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.