



Anlagepolitik – Juli 2018

Investment Office Raiffeisen Gruppe

Halbvoll oder halbleer?

Raiffeisenbank Belfaux, Hauptsitz Belfaux

Architekt: deillon delley architectes, Bulle

Fotograf: Roger Frei

RAIFFEISEN

Inhalt

Taktische Asset Allokation im Überblick	3
Marktkommentar	4
Halbvoll oder halbleer?	
Konjunktur	5
Donald Trumps Handelspolitik bedroht die Weltwirtschaft	
Obligationen	6
Zugenommener Gegenwind für Schwellenländeranleihen	
Aktien	8
Handelskrieg als Nullsummenspiel	
Alternative Anlagen	10
OPEC versucht Ölpreisanstieg zu verhindern	
Währungen	11
«Dovishe» EZB spricht kurzfristig gegen den Euro	
Portfolio-Übersicht	12
Prognosen	13

Hinweis zum Redaktionsschluss:

Die aktuellen Entwicklungen wurden berücksichtigt bis:
Donnerstag, 28. Juni 2018; 17:00

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

- Das Anlageumfeld präsentiert sich durch viele Unsicherheiten geprägt. Wir erachten in dieser Situation unser Untergewicht bei Obligationen und Aktien weiter für angezeigt und reduzieren die empfohlene Quote für Schwellenländeraktien auf neutral, während wir die Positionierung für Immobilienanlagen auf leichtes Übergewicht erhöhen.
- Emerging Markets sind bei einer Eskalation der Handelsstreitigkeiten besonders stark im Risiko, weshalb wir bei Schwellenländer-Aktien neu zu einer neutralen Quote raten. Wir empfehlen weiterhin attraktivere Märkte wie Japan und für heimisch orientierte Anleger defensivere Investments.
- Wir sehen uns in unserer zurückhaltenden Positionierung für Öl-Anlagen bestätigt. Hingegen erhöhen wir aufgrund der relativen Attraktivität der Ausschüttungsrenditen die Empfehlung für indirekte Immobilienanlagen auf leichtes Übergewicht.

Halbvoll oder halbleer?

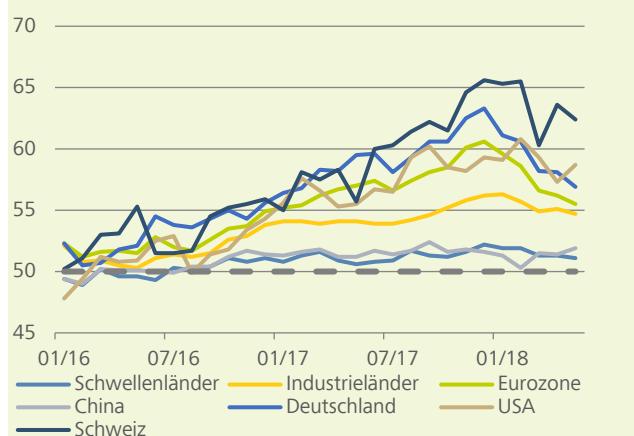
Das Anlageumfeld präsentiert sich durch viele Unsicherheiten geprägt. Wir erachten in dieser Situation unser Untergewichten bei Obligationen und Aktien weiter für angezeigt und reduzieren die empfohlene Quote für Schwellenländeraktien auf neutral, während wir die Positionierung für Immobilienanlagen auf leichtes Übergewichten erhöhen.

Die Frage nach dem halbvollen oder halbleeren Glas treibt viele Anleger um. Die Optimistischeren verweisen vor allem auf die globale Konjunktur, die insgesamt noch immer robust ausfällt. Denn auch wenn die Indikatoren für die Eurozone zuletzt durchzogen ausfielen, handelt es sich um eine Konsolidierung auf hohem Niveau, welches den positiven Ausblick unter dem Strich vorerst intakt belässt. Davon profitiert auch die Schweizer Wirtschaft, die 2018 mit mehr als 2% wachsen dürfte.

Auch in den anderen Teilen der Welt zeigt sich die Konjunktursituation zur Jahresmitte weiterhin solide. In den USA etwa läuft der Wirtschaftsmotor weiter auf nahezu vollen Touren. Die Vorlaufindikatoren zeigen ein anhaltend solides Wachstum an und der Arbeitsmarkt präsentiert sich starker Verfassung. Ebenso ist die Lage der Schwellenländer (noch) nicht bedrohlich. Zwar sind steigende US-Zinsen und zunehmender Protektionismus für eine neuerliche Zunahme der Expansionsdynamik durchaus hinderlich. Gleichzeitig bleibt das Zinsnormalisierungstempo der Fed jedoch gemächlich, und die anhaltende Nachfrage aus den Industriestaaten dürfte vorerst weiter für Unterstützung sorgen. Und nicht zuletzt zeichnet sich in China – wenn überhaupt – keine dramatische Wachstumsverlangsamung ab: Obwohl das wichtigste Schwellenland verstärkt die

Ist das Glas nun halbvoll...

Einkaufmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe



Quelle: Bloomberg, Investment Office Raiffeisen Gruppe

Bekämpfung von wirtschaftlichen Ungleichgewichtung und Übertreibungen am Immobilienmarkt in Angriff nimmt, scheint die Konjunkturdynamik bislang noch nicht darunter zu leiden. Gründe für eine gewisse Zuversicht gibt es also einige. Dennoch lassen sich stimmungstrübende Faktoren nicht wegdiskutieren. Allen voran der Handelsstreit, im Zug dessen die immer neuen Strafzölle und entsprechenden Retorsionen, die Aktienmärkte zuletzt unter erheblichen Abgabedruck setzten. Dass sich gleichzeitig Europa mal wieder im Krisenmodus befindet (Flüchtlingsfrage, Italien, Eurozone-Reformen) und Schweregewicht Deutschland in einer veritable innenpolitischen steckt, trägt nicht eben zur Aufhellung der Lage bei: Ein allenfalls politisch gelähmtes Europa ist angesichts der forsch-protektionistischen USA sowie einer sich allenfalls abkühlenden Wachstumsdynamik in der Eurozone sicherlich nicht ideal.

Ob das Glas also halbvoll oder halbleer ist, lässt sich nicht abschliessend beantworten. Sicher scheint, dass die Risiken erhöht bleiben, solange die politischen Unsicherheiten andauern und die Handelsstreitigkeiten weiter schwelen oder zusätzlich eskalieren. Wir sehen uns daher in unserer untergewichteten Positionierung bei Obligationen und Aktien bestätigt, während wir gleichzeitig die empfohlene Aktienquote für Schwellenländer auf neutral reduzieren. Dies weil Schwellenländer gegenüber länger andauernden Handelsstreitigkeiten in einem besonderen Ausmass exponiert sind. Die übergewichtete Positionierung bei Alternativen Anlagen behalten wir bei und erhöhen aufgrund der relativ attraktiven Ausschüttungsrenditen bei überschaubarem Risiko die empfohlene Quote für indirekte Immobilienanlagen auf leichtes Übergewichten.

santosh.brivio@raiffeisen.ch

...oder doch halbleer?

Citi Economic Surprise Indizes



Quelle: Bloomberg, Investment Office Raiffeisen Gruppe

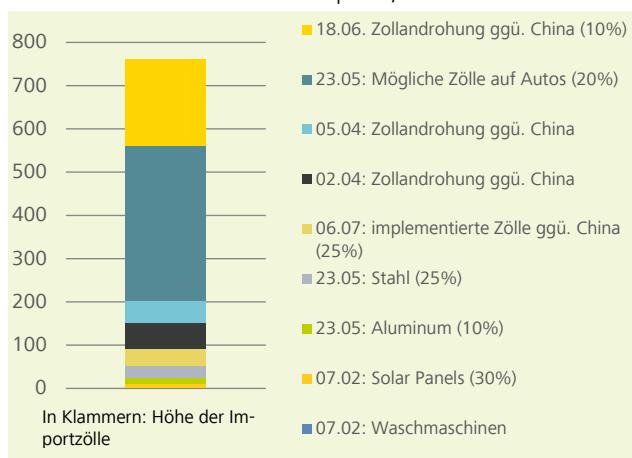
Donald Trumps Handelspolitik bedroht die Weltwirtschaft

Der eskalierende Handelskonflikt zwischen den USA und ihrer Handelspartner dürfte schwer auf dem Welthandel lasten. Die USA sind davon weniger betroffen als der Rest der Welt. Daher wird die amerikanische Notenbank die geldpolitischen Zügel weiter straffen, wohingegen die europäische Zentralbank die erste Leitzinsanhebung nach hinten verschiebt.

Der chronologische Verlauf des Handelsdisputes ist eindrücklich (siehe Grafik 1). Zuerst standen US-Importzölle auf Waschmaschinen und Solarzellen auf dem Programm, dann auf Aluminium und Stahl. Ende Mai verkündeten die USA dann Zölle gegen China für eine erste Tranche im Umfang von 34 Milliarden US-Dollar. In Reaktion auf Chinas Vergeltungsmassnahmen drohte Trump Mitte Juni mit zusätzlichen Importzöllen von 200 Milliarden US-Dollar. Das Neueste sind potenzielle Importzölle auf Autos. Die bis Ende Mai eingeführten Zölle betreffen erst zwei Prozent der US-Importe und dürften den US-Konsumentenpreisindex lediglich um weniger als 0.2 Prozentpunkte ansteigen lassen. Würde zusätzlich die zweite Stufe der Importzölle für China gezündet, könnte die US-Inflation jedoch um bis zu 0.5 Prozentpunkte steigen. Werden alle in Grafik 1 dargestellten Zölle eingeführt, würden rund ein Drittel der gesamten US-Importe Zölle unterliegen und die US-Teuerung würde um insgesamt 1.9 Prozentpunkte steigen. Ein solches Szenario ist zwar unseres Erachtens unwahrscheinlich, trotzdem dürften sich die Risiken eines Handelskriegs negativ auf die Weltwirtschaft auswirken.

Zusätzlich knapp 800 Mrd. USD US-Importe könnten 2018 Zöllen unterliegen

Von US-Zöllen betroffene US-Importe, in Mrd. USD



Quelle: : White House, DOC, Vontobel Asset Management

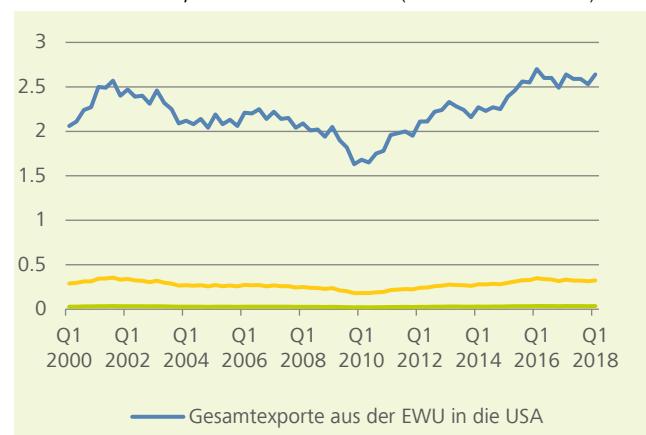
Trotz ihrer bereits teilweise umgesetzten Gegenmassnahmen, dürften die Eurozone, Japan und China unter den neuen US-Zöllen stärker leiden als die USA selbst. Der Anteil der Exporte dieser Länder an ihrer Wertschöpfung ist mit 14 Prozent (bereinigt um Rückimporte und -exporte) deutlich höher als der bereinigte Exportanteil der USA mit knapp 10 Prozent. Die bisherigen US-Importzölle auf Stahl und Aluminium sind gesamtwirtschaftlich noch unerheblich. Sollten jedoch die angedrohten US-Zölle auf Autos umgesetzt werden, würde sich das Bild schlagartig ändern. Durch einen Einbruch der US-Autoimporte könnte die Eurozone bis zu 0.3 Prozentpunkte des Bruttoinlandprodukts (BIP) verlieren. Japan wäre noch stärker betroffen mit einem möglichen Verlust von bis zu 1.1 Prozentpunkten am BIP (siehe Grafik 2). Die mögliche Einsetzung von US-Zöllen auf Autos (und Autozubehör) entscheidet deshalb darüber, ob die Weltkonjunktur abgewürgt wird, oder nicht.

Die Fed prescht voran, die EZB wird vorsichtiger

Ungebrochen ist das Vertrauen der Fed in die Stärke der US-Wirtschaft. Wie im Juni verkündet will sie die Zinsen 2018 nun insgesamt um 100 (statt 75) Basispunkte anheben. Demgegenüber scheint die EZB eher verunsichert. Dies nicht nur aufgrund der angedrohten US-Importzölle, sondern auch wegen «EU-interner» Probleme mit Immigration, der neuen EU- und Eurokritischen Regierung Italiens und den schleppenden Brexit-Verhandlungen. So will die EZB zwar ihre Anleihenkäufe auf Ende Jahr einstellen, wird sich aber bei Leitzinserhöhungen noch bis über den Sommer 2019 zurückhalten.

Eurozone-Autoexporte in die USA sind massiv bedeuter wie Stahl- und Aluminiumausfuhren

Ausfuhrvolumen, in % des EWU-BIPs (12m-Durchschnitt)



Quelle: Datastream, Eurostat, Vontobel Asset Management

Obligationen leicht untergewichtet

Zugenommener Gegenwind für Schwellenländeranleihen

Die Schwellenmärkte standen zuletzt nicht nur wegen Argentinien oder der Türkei unter Druck. Die Furcht vor Handelskriegen, einem dadurch schwächeren Weltwirtschaftswachstum und einer Aufwertung des US-Dollar belastet die Wertentwicklung von Schwellenländeranleihen ebenfalls.

Die bei einigen Marktakteuren verbreite Skepsis gegenüber Schwellenländeranleihen in Hartwährung erwies sich als wohl begründet: Die USD-Zinsen stiegen tatsächlich und Schwellenländeranleihen in Hartwährung blieben bis Ende April hinter den meisten anderen Fixed-Income-Segmenten zurück. Schwellenländeranleihen in Lokalwährung entwickelten sich dagegen sehr gut (Grafik 1).

Im Mai änderte sich die Lage. Zum einen ist es seitdem zunehmend in einzelnen Ländern wie Argentinien, der Türkei und Brasilien zu landesspezifischen Krisen gekommen, die die Preise bestimmter Vermögenswerte und die Anlegerstimmung belastet haben.

Zum anderen, und nicht weniger wichtig, erscheinen jetzt makroökonomische Probleme am Horizont: Die zunehmenden Drohungen mit einem Handelskrieg und die Einführung der ersten Importzölle stellen zweifellos eine Belastung für den Welthandel und das Wirtschaftswachstum dar – schlechte Bedingungen für die Schwellenländer. Außerdem belastet ein stärkerer US-

Dollar sowohl Hart- als auch Lokalwährungsanleihen von Schwellenländern erheblich.

Nach dieser Verschlechterung des fundamentalen Umfelds weiteten sich die Spreads von Credit Default Swaps (CDS) auf Schwellenländeranleihen in Hartwährung von Ende Januar bis heute um rund 100 Bp aus (Grafik 2). Und die Rendite des GBI-EM-Index für Schwellenländeranleihen in Lokalwährung stieg im selben Zeitraum von 6.0 auf 6.7 Prozent.

Reicht diese Neubewertung aus, um eine günstige Gelegenheit zum Wiedereinstieg in Schwellenländeranleihen darzustellen? Wir glauben ja, wenn sich die Situation des Welthandels verbessert. Im Worst-Case-Szenario eskalierender Handelsspannungen und eines stärkeren US-Dollar würden sich Schwellenländeranleihen jedoch weiter unterdurchschnittlich entwickeln, weil ihre aktuellen Renditen und Renditeabstände von «Krisenniveaus» noch relativ weit entfernt sind.

Wenn die Handelsspannungen nicht weiter eskalieren, könnten Renditeabstände von rund 4 Prozent (derzeit 3.75 Prozent) für Schwellenländeranleihen in Hartwährung und Renditen von 7 Prozent (derzeit 6.7 Prozent) für Schwellenländeranleihen in Lokalwährung eine Einstiegsgelegenheit darstellen.

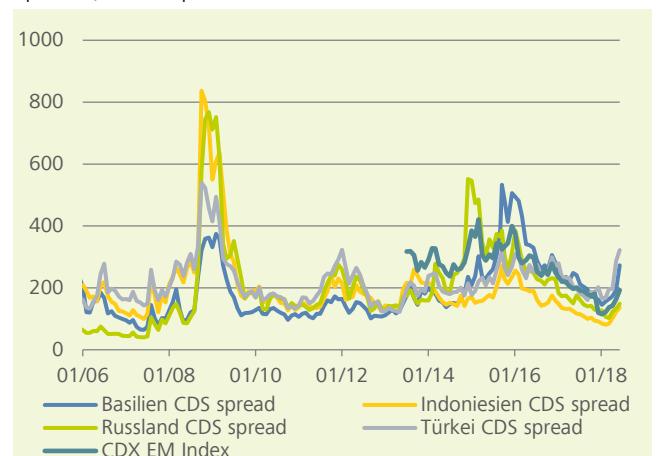
Schwellenländeranleihen liegen 2018 hinter den meisten Fixed-Income-Segmenten zurück

Indexiert (100 = 31.12.2017)



Das Schwellenländern-Kreditrisiko nimmt zu, liegt aber bislang unter den Höchstständen früherer Krisen

Spreads, in Basispunkten



Obligationen leicht untergewichtet

– Obligationen hoher bis mittlerer Kreditqualität

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

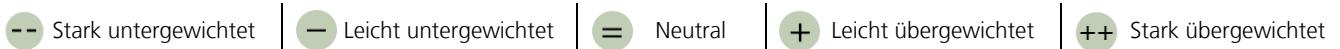
Im Tiefzinsumfeld zeigen Unternehmensanleihen hoher bis mittlerer Kreditqualität immer noch ein leicht positives Ertragspotential, während die Kreditrisiken überschaubar sind.

– 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

Zwar sind die Handelsstreitigkeiten für die Schwellenländer ein nicht zu unterschätzendes Risiko. Ein bislang aber noch stabiles globales Makroumfeld mit stabilisierten Rohstoffpreisen und ein nicht allzu stark werdender USD lassen die neutrale Positionierung vorerst als angezeigt erscheinen.



Handelskrieg als Nullsummenspiel

Ein globaler Handelskrieg kennt keine Gewinner. Emerging Markets sind bei einer Eskalation der Handelsstreitigkeiten besonders stark im Risiko, weshalb wir bei Schwellenländer-Aktien neu zu einer neutralen Quote raten. Wir empfehlen weiterhin attraktivere Märkte wie Japan und für heimisch orientierte Anleger defensivere Investments.

Erinnert man sich an die grosse Depression der 30er Jahre könnte man meinen, dass wir uns angesichts einer starken Weltwirtschaft in einer komplett anderen Situation befinden. Allerdings wurden damals wie heute Zölle von vielen Ländern als „Waffe“ eingesetzt, um die heimischen Volkswirtschaften zu schützen. Während der 30er Jahre haben diese Zölle wesentlich zum Rückgang des Welthandels beigetragen. Eine Wiederholung der Handelskriege in diesem Ausmass ist aufgrund der globalisierten Fertigungsketten zwar unwahrscheinlich, aber negative Effekte, beispielsweise auf ausbleibende Investitionen einzelner Unternehmen, sind bereits jetzt spürbar.

Bei Krisen reagieren Anleger immer nach einem einfachen Muster: sichere Anlagen werden riskanten vorgezogen. Dabei steigt auch oft der US-Dollar als sichere Krisenwährung, während zugleich die Währungen von Entwicklungsländern abwerten. Auch in den letzten Wochen folgten die Märkte diesem Schema. Das hatte zur Folge, dass die Erwartungen an die zukünftigen Unternehmensgewinne in den Entwicklungsländern (in USD gerechnet) zuletzt deutlich abgenommen haben, während sie in den Industriestaaten weiter anstiegen. Gegenläufige

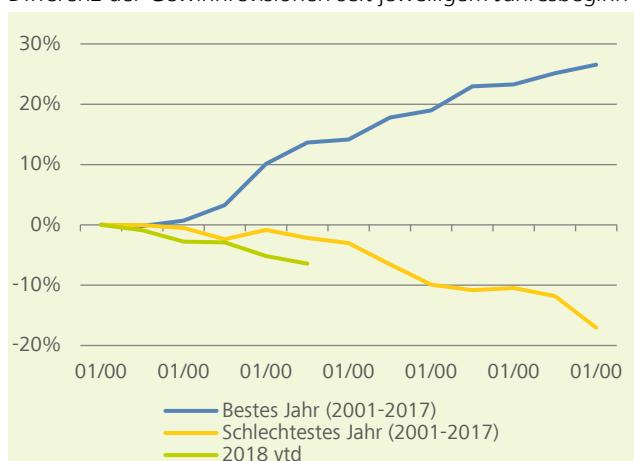
Gewinnentwicklungen zwischen den entwickelten und weniger entwickelten Märkten sind auch in der Vergangenheit nicht unüblich gewesen, doch die aktuelle Diskrepanz ist im Kontext der letzten 20 Jahre einmalig (Grafik 1). Obwohl wir an die langfristige Attraktivität der Entwicklungsländer (strukturell höheres Wachstum und günstige Bewertungen) glauben, empfehlen wir aufgrund der drohenden Zuspitzung des amerikanisch-chinesischen Handelskonfliktes neu eine neutrale Positionierung.

Regional hegen wir unverändert eine relative Präferenz für japanischen Aktien. Expansive Zentralbanken haben wesentlich zur sehr guten Performance in den letzten Jahren beigetragen und die BoJ dürfte die letzte grosse Notenbank sein, die ihre enormen Liquiditätsspritzen zurückföhrt. Nicht zuletzt aufgrund der sehr niedrigen Zinsen ist die Aktienrisikoprämie in Japan sehr hoch und der Markt damit im globalen Vergleich für Aktienanleger sehr attraktiv (Grafik 2). Zwar würde Japan mit seiner global orientierten Industrie bei einem weltweiten Handelskrieg ebenfalls leiden, doch die extrem konservative Finanzierung der Unternehmen, die vernünftige Bewertung des Marktes und die solide Gewinnentwicklung gekoppelt mit langsamem, strukturellen Reformen des japanischen Marktes überwiegen aus unserer Sicht die Risiken.

Unsere allgemeine Einschätzung fällt weiterhin zurückhaltend aus, weshalb wir unsere Empfehlung einer leicht untergewichteten Positionierung beibehalten. Der heimisch orientierte Aktienanleger kann dem begegnen, indem er z.B. in Schweizer Blue Chips investiert.

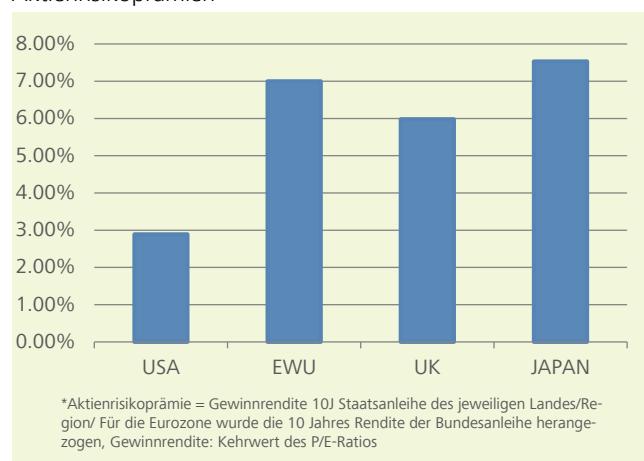
Gewinnrevisionen sind bislang äussert negativ

Differenz der Gewinnrevisionen seit jeweiligem Jahresbeginn



Japanische Aktien sind relativ attraktiv

Aktienrisikoprämien*



= 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 behalten wir für europäische Aktien unsere Empfehlung einer leicht untergewichteten Positionierung bei.

- USA

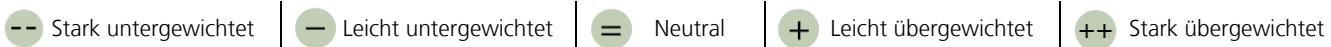
Die hohen Erwartungen an das Konjunkturprogramm scheinen je länger desto mehr nicht berechtigt zu sein und bergen Enttäuschungspotenzial. Die Schweiz ist taktisch im Vorteil.

= Japan

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

= Emerging Markets

Obwohl wir an die langfristige Attraktivität der Entwicklungsländer glauben, empfehlen wir aufgrund des Handelskonfliktes – Schwellenländer sind einer allfälligen Zuspitzung gegenüber besonders exponiert – neu neutrale Positionierung.



Alternative Anlagen leicht übergewichtet

OPEC versucht Ölpreisanstieg zu verhindern

Wie erwartet, haben die Opec und Russland Pläne bekannt gegeben, das Fördervolumen zu erhöhen. Wir sehen uns daher in unserer zurückhaltenden Positionierung für Öl-Anlagen bestätigt. Hingegen erhöhen wir aufgrund der relativen Attraktivität der Ausschüttungsrenditen die Empfehlung für indirekte Immobilienanlagen auf leichtes Übergewichten.

Die Entscheidung der Opec, ihre Fördermengen um 1 Million Barrel pro Tag bis zum Jahresende zu erhöhen, hat uns nicht kalt erwischt. Damit sinkt die Wahrscheinlichkeit, dass der Ölpreis über 85 US-Dollar steigt. Unser Hauptszenario, dass sich der Ölpreis in einer Spanne zwischen 65 und 85 US-Dollar bewegen wird, bleibt somit intakt. Man sollte aber auch nicht übersehen, dass die geplanten Erhöhungen der Fördermengen auch die Reservekapazitäten der Opec schmälern (siehe Grafik 1), was die Reaktionsmöglichkeiten bei Angebotsausfällen einschränkt. Diese können in verschiedenen Regionen eintreten, etwa im Iran (US-Sanktionen), Venezuela (veraltete Förderanlagen und demotivierte Arbeiterschaft), Libyen & Nigeria (Bürgerkrieg) oder sogar in Kanada (Stromausfall bei einem Ölsandabbauunternehmen). Solche Unsicherheiten auf der Angebotsseite dürfen einen neuen Ölinvestitionszyklus in Gang setzen und den langfristigen Ölpreisen Unterstützung bringen.

Auch Rohstoffpreise im Banne des Handelskrieges

Preise von Industrie- & Edelmetalle sowie Landwirtschaftsgüter mussten im Juni herbe Rückschläge hinnehmen. Die trüben Aussichten für das globale Handelsvolumen aufgrund neuer Zölle sowie die daraus resultierende US-Dollar Stärke sind die Gründe für die jüngst negative Preisentwicklung. Für Gold behalten wir dennoch die leicht übergewichtete Positionierung bei – dies vor allem aufgrund dessen glättenden Eigenschaften für das Gesamtportfolio im Fall gröserer Schwankungen durch die anhaltend erhöhten Unsicherheiten.

Indirekte Immobilienanlagen bauen Attraktivität aus

Eine leicht übergewichtete Positionierung empfehlen wir neu auch für indirekte Immobilienanlagen in der Schweiz. Insbesondere bei den Ausschüttungsrenditen für Immobilienfonds mit gewerblichen Liegenschaften konnte zuletzt ein spürbares Anziehen verzeichnet werden. Im zumindest hierzulande nach wie vor anhaltenden Tiefstzinsumfeld hat sich damit die relative Attraktivität weiter verbessert, während die Risiken solcher Anlagen weiterhin sehr überschaubar bleiben.

Eine unverändert starke Übergewichtung empfehlen wir weiterhin für alternative Strategien. Denn sollten insbesondere eskalierende Handelsstreitigkeiten zu längeren Phasen von Abwärtsbewegungen an den Aktienmärkten führen, besitzen solche Strategien das Potenzial, dennoch mit einem positiven Renditebeitrag für das Portfolio aufzuwarten.

Reservekapazitäten der Opec werden weiter sinken

Freie Produktionskapazitäten der OPEC in Mio. Fass/Tag



Quelle: EIA, Datastream, Vontobel Asset Management

Immobilienfonds: Relative Attraktivität nimmt zu

Ausschüttungsrenditen vs. Eidgenossenrendite, in %



Quelle: Geschäftsberichte, Bloomberg, Vontobel Asset Management

Währungen

«Dovishe» EZB spricht kurzfristig gegen den Euro

Da sich die EZB gegen einen ersten Zinsschritt bis Herbst 2019 an ihrer letzten Sitzung ausgesprochen hat und die Risiken eines Handelskriegs gestiegen sind, dürfte kurzfristig der Dollar und der Yen stärker werden. Die Bank of England sollte jedoch das Pfund erst unterstützen können, wenn die Brexitverhandlungen mehr Konturen annehmen.

Der weiterhin «geldpolitisch lockere» Ton der Kommentare von EZB-Präsident Draghi, hat auf breiter Front überrascht. Die EZB plant neu, die Zinsen frühestens im September 2019 anzuheben. Während die Zinsdifferenzen in der Eurozone damit länger tief bleiben dürften, gehen wir davon aus, dass die US-Notenbank im Rhythmus von 3 Monaten die Zinsen bis Herbst 2019 anheben wird. Dies dürfte den Dollar in den kommenden Monaten stützen. Auch dürfte eine weitere Eskalation des Handelsstreits – eine solche wäre in unmittelbar für den US-Dollar positiv – vorerst noch eine Bedrohung für die Investorenstimmung bleiben. Die erste Zinserhöhung der EZB ist unserer Meinung nach jedoch nur aufgeschoben und in Anbetracht des doch schon weit fortgeschrittenen US-Zinszyklus erwarten wir, dass sich die Zinsdifferenzen gegen Ende 2018 langsam zu Gunsten des Euros entwickeln. Somit halten wir an unserem konstruktiven 12-Monatsausblick für EUR/USD fest.

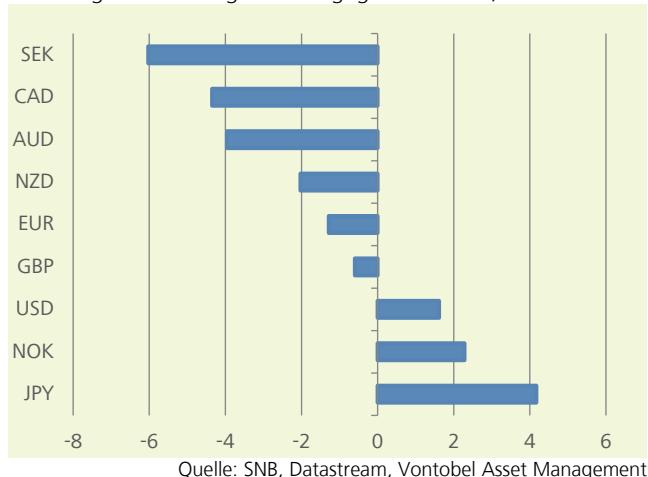
Als «sicherer Hafen» bleibt der Yen aber auch der Franken in Zeiten steigender Risikoaversion eine gefragte Währung. Letztere insbesondere dann, wenn diese ihre Ursache in Europa hat. Kürzlich haben sich die 10-jährigen italienischen Renditen jedoch bei unter drei Prozent stabilisieren können. Sollte ein Konfrontationskurs zwischen der italienischen Regierung und Brüssel ausbleiben und die italienischen Renditen nicht nachhaltig deutlich steigen, dürfte sich der Euro von derzeitigen Niveaus in den kommenden Monaten erholen. Schliesslich erscheint es uns gegenwärtig nach wie vor als unwahrscheinlich, dass die SNB den Leitzins deutlich vor der EZB erhöhen wird.

Erste Leitzinserhöhung in Grossbritannien rückt näher

Vor nahezu genau zwei Jahren stimmte das britische Volk für den Ausstieg des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union. Dennoch wissen wir noch nicht, wie der Austritt letztlich aussehen wird. Ein weicher Brexit – bei welchem die Handelsbarrieren zwischen Grossbritannien und der EU gering bleiben – wäre ein positiver Schub für das Pfund. Sogar eine Wiederholung – für uns eher unwahrscheinlich – des Referendums stand kürzlich im Raum. Insgesamt spricht die günstige Bewertung, sowie die verbesserte Leistungsbilanz dafür, dass das Pfund Erholungspotential hat. Insbesondere, da die Bank of England (BoE) langsam auf eine weitere Zinserhöhung zusteuert. Auf der letzten geldpolitischen Sitzung hat nun auch der Chefökonom der BoE für eine Erhöhung votiert. Mit 3:6 Stimmen wurde das Ergebnis jedoch «noch» abgelehnt.

Zugenommene Risiken haben den CHF gegen die meisten Währungen aufwerten lassen

Währungsentwicklung in 2018 gegenüber CHF, in %



Euro dürfte gegenüber Dollar wieder zulegen

EUR/USD: Effektiver Wechselkurs, Prognosen und Fair-Value-Modell



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%	7.8%	0%	5%	40%	8.6%	0%	5%	40%	7.0%	0%	5%	40%	6.9%	0%	5%	40%	5.2%	
Cash				7.8%				8.6%				7.0%				6.9%				5.2%	
Obligationen (angestrebte Laufzeit 6.0 J.)	6.5%	80.0%	95%	71.7%	4.5%	60.0%	75%	52.5%	2.5%	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)	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%	18.4%	25%	40.0%	55%	37.0%	4.5%	60.0%	75%	55.2%	6.5%	80.0%	95%	73.4%	
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%				3.0%				5.0%				9.0%				
Aktien USA					0.0%				4.0%				8.0%				7.0%				
Aktien Asia Pazifik / Japan					0.0%				1.0%				2.0%				2.0%				
Aktien Schwellenländer					0%				2.0%				5.0%				6.3%				
Alternative Anlagen	0%	15.0%	30%	20.5%	0%	15.0%	30%	20.5%	0%	15.0%	30%	20.5%	0%	15.0%	30%	21.0%	0%	15.0%	30%	21.4%	
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%	6.0%	0%	5.0%	15%	6.0%	0%	5.0%	15%	6.0%	0%	4.0%	14%	4.8%	0%	3.0%	13%	3.6%	
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%				
Fremdwährung	6%		7.5%		16%		15.9%		26%		24.5%		37%		34.4%		48%		44.2%		
Aktuelle Quote***	6%		7.5%		12%		13.1%		19%		19.5%		25%		26.0%		31%		32.4%		
USD	0%		0.0%		3%		1.8%		5%		3.0%		9%		5.4%		13%		7.8%		
EUR	0%		0.0%		1%		1.0%		2%		2.0%		3%		3.0%		4%		4.0%		
JPY	21%		22.5%		31%		30.9%		41%		39.5%		52%		49.4%		63%		59.2%		

* 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	1.8	1.8
Eurozone	0.0	0.2	1.5	1.8	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	-0.75
EUR	-0.32	-0.33	-0.32	-0.35	-0.35
USD	1.00	1.69	2.34	2.50	2.90
JPY	-0.05	-0.02	-0.05	0.00	0.00
Kapitalmarktzinsen					
Renditen 10-jährige Staatsanleihen (Jahresende; Rendite in %)					
CHF	-0.18	-0.15	-0.10	0.2	0.6
EUR (Deutschland)	0.23	0.45	0.34	0.6	0.9
EUR (PIIGS)	2.01	2.01	2.24	2.4	2.7
USD	2.45	2.41	2.88	3.0	3
JPY	0.04	0.05	0.04	0.1	0.1
Wechselkurse					
Jahresende					
EUR/CHF	1.07	1.17	1.16	1.17	1.22
USD/CHF	1.02	0.97	0.99	1.04	1.00
JPY/CHF (pro 100 JPY)	0.87	0.86	0.90	0.95	0.98
EUR/USD	1.05	1.20	1.17	1.12	1.22
USD/JPY	117	113	111	110	102
Rohstoffe					
Jahresende					
Rohöl (Brent, USD/Barrel)	57	67	78	70	70
Gold (USD/Unze)	1152	1303	1246	1290	1290

*03.07.2018

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 Kotierungsinserrat 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.