



Anlagepolitik – August 2018

Investment Office Raiffeisen Gruppe

Verschnaudpause!

Raiffeisenbank Horw, Hauptsitz Horw

Architekt: Architekturbüro Kurt Brawand

Fotograf: Elmar Laubender

RAIFFEISEN

Inhalt

| | |
|--|----|
| Taktische Asset Allokation im Überblick | 3 |
| Marktkommentar Verschlaufpause! | 4 |
| Konjunktur US-Zinsverflachung als Warnsignal? | 5 |
| Obligationen Untergewichtung von Staatsanleihen weiter angezeigt | 6 |
| Aktien Q2-Gewinnsaison unterstützt die Aktienmärkte | 8 |
| Alternative Anlagen Wie Trump den Erdöl- & Goldpreis beeinflusst | 10 |
| Währungen Dollarrally dürfte bald die Luft ausgehen | 11 |
| Portfolio-Übersicht | 12 |
| Prognosen | 13 |

Hinweis zum Redaktionsschluss:

Sofern nicht anders vermerkt wurden die aktuellen Entwicklungen berücksichtigt bis:
Donnerstag, 27. Juli 2018; 11:00

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

- Obwohl die Zeichen im transatlantischen Handelskonflikt jüngst auf Entspannung stehen, dürfte es noch zu früh sein, um bereits von einer nachhaltigen Beruhigung des Marktumfeldes zu sprechen. Wir behalten daher vorerst unsere taktische Empfehlung einer leicht untergewichteten Aktienquote bei.
- Im aktuellen Zins- und Konjunkturumfeld ist die Untergewichtung der Staatsobligationen Deutschlands, der Schweiz und Japans weiter angezeigt, denn das Kursrückschlagsrisiko von steigenden Renditen wird durch das tiefe Renditeniveau keinesfalls ausgeglichen. Aber auch bei US-Obligationen sind wir vorsichtig. Zwar würde bei US-Papieren ein Kursverlust infolge eines Zinsanstieg durch höhere Renditen eher kompensiert. Allerdings ist in den USA auch das Risiko einer Konjunkturüberhitzung am grössten.
- Solange sich die politischen Unsicherheiten auf die weltweiten Handelsbeziehungen beziehen, scheint der US-Dollar ein besserer Portfolio-Diversifikator zu sein als Gold. Sobald jedoch wieder andere politische Risiken in den Fokus der Finanzmärkte geraten, werden Edelmetalle wieder an Attraktivität gewinnen, weshalb wir weiterhin eine erhöhte Goldquote empfehlen.

Verschnaufpause!

Obwohl die Zeichen im transatlantischen Handelskonflikt jüngst auf Entspannung stehen, dürfte es noch zu früh sein, um bereits von einer nachhaltigen Beruhigung des Marktumfeldes zu sprechen. Wir behalten daher vorerst unsere taktischen Empfehlungen unverändert bei.

US-Präsident Donald Trump und EU-Kommissionspräsident haben sich überraschend darauf geeinigt, einen Prozess zur Verringerung von Zöllen und Subventionen heimischer Wirtschaftszweige in die Wege zu leiten. Dass die Verhandlungen dabei zum Ziel haben eine allgemeine Reduzierung der Handelsbarrieren zu erreichen ist dabei aus Sicht des freien Handels besonders erfreulich. Denn obwohl der aktuelle Handelskonflikt durch die Trump-Administration losgetreten wurden, darf dies nicht darüber hinwegtäuschen, dass die EU den USA hinsichtlich Importzöllen eigentlich in nichts nachstehen – die Anzahl der Produkte, auf denen ein gegenseitiger Importzoll zwischen 1% und 20% erhoben wird, liegt auf seitens der EU sogar deutlich höher, als auf amerikanischer Seite (siehe Grafik).

Ebenso erfreulich ist, dass für die Dauer der eingeläuteten Verhandlungen sozusagen ein Strafzollmoratorium gilt. Das heisst die insbesondere von Deutschland gefürchteten US-Zölle auf europäische Automobile sind vorerst vom Tisch und folglich auch die europäischen Retorsionen, welche wohl postwendend erfolgt wären.

Die Finanzmärkte nutzen diese neuen Entwicklungen um Luft zu holen, nachdem sie durch die Handelsstreitigkeiten monatelang in Atem gehalten wurden. Vor verfrühter Euphorie ist

jedoch zu warnen. Denn erstens ist es aufgrund des erratischen Regierungsstils von Donald Trump nicht auszuschliessen, dass die nun auf handlungspolitische Entspannung stehenden Zeichen buchstäblich mit einem einzigen Tweet wieder in Richtung Eskalation drehen. Und selbst wenn die Entspannung zwischen Brüssel und Washington nachhaltiger Natur wäre, bleiben immer noch die verhärteten Fronten zwischen China und den USA – den beiden grössten Volkswirtschaften der Welt.

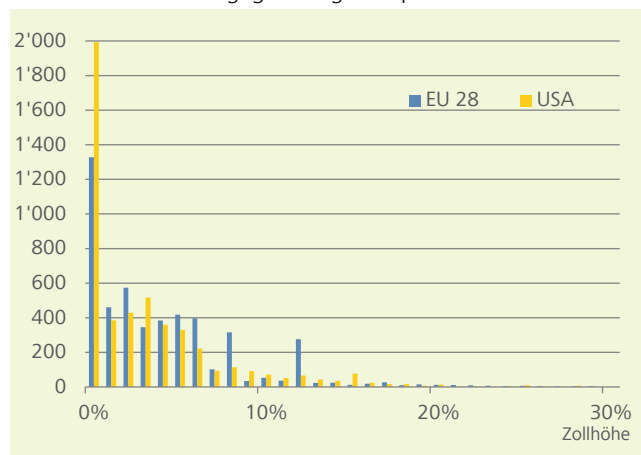
Auch neben dem Handelskonflikt lauern weiterhin Stolpersteine für die Märkte. So scheint etwa das Wachstum in Europa die Dynamik vom Vorjahr nicht ganz halten zu können. Der Fortschritt bzw. der Ausgang der Brexit-Verhandlungen sind anhaltend ungewiss, die anstehenden Budgetplanung der populistischen Regierung Italiens dürften bestenfalls für Nervosität in der Eurozone sorgen und in den USA dürften die näher rückenden Zwischenwahl ebenfalls nicht eben ein ruhiges Fahrwasser garantieren.

Insofern sehen wir das aktuelle Marktumfeld vorerst mehr als willkommene Verschnaufpause, die zudem massgeblich von den Ergebnissen der Q2-Berichtssaison getragen wird – gerade im Leitmarkt USA dürfte jedoch die Luft für zukünftiges positives Gewinnwachstum zusehends dünner werden (siehe Grafik). Somit erscheint es uns noch zu früh, um taktische Änderungen vorzunehmen, weshalb wir die empfohlenen Positionierungen gegenüber dem letzten Monat unverändert belassen.

santosh.brivio@raiffeisen.ch

Zollabbau betreffe sowohl die USA als auch die EU

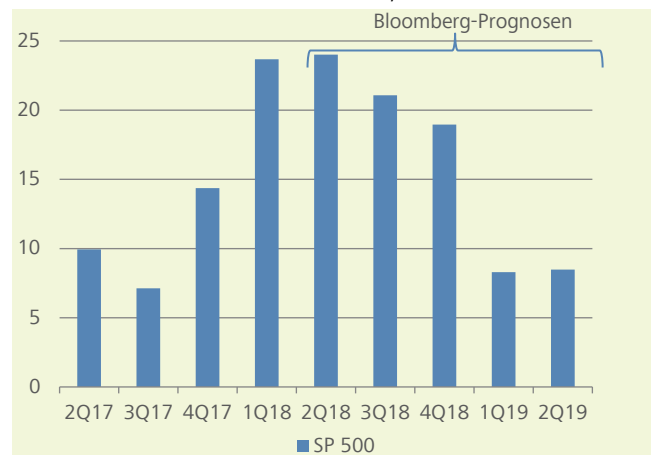
Anzahl Produkte mit gegenseitigen Importzöllen



Quelle: ifo, Investment Office Raiffeisen Gruppe

Tieferes Wachstum wird wahrscheinlicher

Durchschnittliches Gewinnwachstum, in %



Quelle: Bloomberg, Investment Office Raiffeisen Gruppe

US-Zinsverflachung als Warnsignal?

Auch wenn der Handelskonflikt nicht eskaliert, könnte eine Verflachung der Zinskurve in den USA davor warnen, dass der Konjunkturzyklus sich dem Ende zuneigt. Wir teilen diese Befürchtung nicht. Auch Europas Aufschwung hätte weiter Luft nach oben, doch dürften sich hier politische Unruheherde weiter erhitzen.

Die Steigung der US-Zinskurve ist seit 2013 deutlich zurückgegangen. Eine negative Zinskurve ist oft Vorbote einer Rezession. Bis auf zwei Fehlsignale 1998 und 2006 kündigte eine negative Zinskurve seit 1980 in den nächsten zehn bis 19 Monate in den USA eine Rezession an (siehe Grafik 1). Auch die Dauer des gegenwärtigen Aufschwungs mahnt zur Vorsicht. Der gegenwärtige Aufschwung dauert bereits 9 Jahre, seit 1945 war nur der Aufschwung von 1991 bis 2001 länger (siehe Grafik 2).

Vorlaufindikatoren sprechen gegen eine Rezession

Wir sind der Überzeugung, dass die US-Wirtschaft noch nicht Gefahr läuft, in eine Rezession abzugleiten. Der Aufschwung sollte trotz seiner Länge und der flachen Zinskurve noch mindestens bis Ende 2019 weitergehen. Denn erstens ist der gegenwärtige Aufschwung deutlich schwächer als die vergangenen fünf längsten Aufschwünge der Nachkriegsgeschichte (siehe Grafik 2). Zweitens startete der Konjunkturzyklus in Europa erst viel später, sollte deshalb auch noch länger anhalten, und damit den US-Zyklus verlängern. Und drittens steigt mit

dem Indikator des Conference Boards (CB) ein anderes wichtiges Vorlaufsignal weiterhin in den positiven Bereich und zeigt sogar eine Beschleunigung. Dieser Indikator gibt meist ein Rezessionswarnsignal mit einem Vorlauf von 8 bis 20 Monaten, wovon aber noch nichts zu sehen ist (siehe Grafik 1).

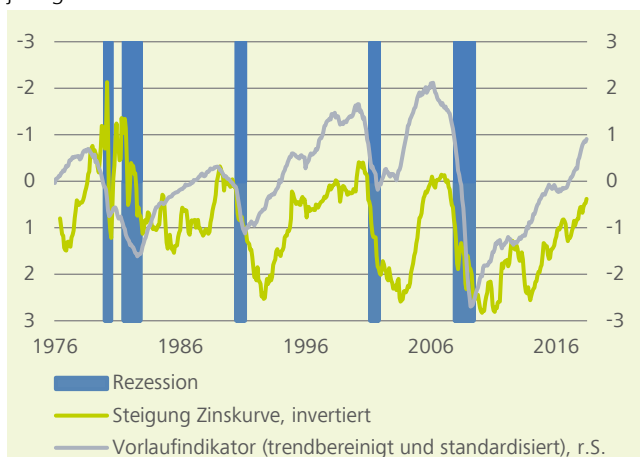
Allerdings muss nun genau beobachtet werden, wie weit sich der Handelskonflikt verschärft, und ob es zu einer Abschwächung der Vorlaufindikatoren kommt. Dann müssten wir unsere derzeitige Einschätzung revidieren.

Herbst wird wegweisend für die EU und den Euro

Auch ohne weitere Verschärfung des Handelskonflikts dürfte die politische Temperatur in Europa erhöht bleiben. Englands Premierministerin Theresa May hat zuletzt sich selbst zur Brexit-Verhandlungsführerin erklärt, was eher auf einen «weichen» Austritt hindeutet und die Unsicherheit dämpfen und damit das britische Pfund etwas stärken dürfte. Aber auch andere Unruheherde werden wohl im Herbst die Unsicherheit immer wieder anfachen und damit auch den Euro zumindest zeitweise schwächen. Hier ist insbesondere Italien ein Sorgenkind für Brüssel. Die neue EU- und Euro-kritische Regierung wird wahrscheinlich den Disput über die Budgetdisziplin aber auch über die Immigration weiter anheizen und dabei auch immer wieder einen Austritt aus EU und Euro zumindest unterschwellig als Pfand einsetzen. Zuletzt könnte aber aufgrund der divergierenden Ansichten der zwei Regierungsparteien auch der Zusammenbruch der Regierungskoalition selbst die Unsicherheit in Italien wieder ansteigen lassen.

Uneinheitlich: US-Zinskurve und Vorlaufindikator

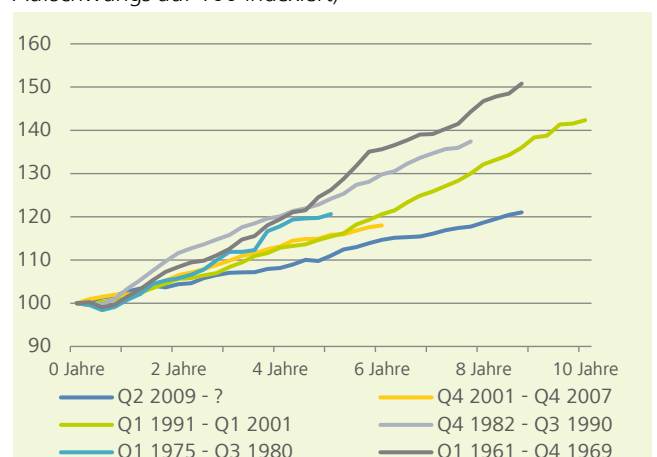
Steigung Zinskurve (Renditedifferenz zwischen 10- und 2-jährigen Staatsanleihen und CB-Vorlaufindikator



Quelle: Datastream, The Conference Board, Vontobel Asset Management

USA: Aktueller Aufschwung ist der zweitlängste

Die sechs längsten Zyklen (reales BIP jeweils zu Beginn des Aufschwungs auf 100 indexiert)



Quelle: Datastream, BEA, NBER, Vontobel Asset Management

Untergewichtung von Staatsanleihen weiter angezeigt

Trotz sich verflachender Zinskurve in den USA rechnen wir damit, dass der US-Aufschwung auch 2019 anhält. Selbst das Risikoszenario eines Handelskrieges könnte zu steigenden Renditen führen. Wir halten an der Untergewichtung von Staatsanleihen fest.

Seit Jahresanfang sind die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen in den USA stärker gestiegen, als in Deutschland, der Schweiz und Japan. Gleichzeitig ist das Renditeniveau in den USA deutlich höher als in den anderen genannten Ländern (siehe Grafik 1). Wir nehmen an, dass der Konjunkturzyklus trotz flacherer Zinskurve in den USA weitergeht (siehe Konjunktur, Seite 5), also im nächsten Jahr keine Rezession ansteht. Aufgrund des bereits angespannten Arbeitsmarkts und einer Kerninflation, welche nahe beim 2%-Ziel liegt, gehen wir davon aus, dass die US-Notenbank fortfahren wird, die Leitzinsen sukzessive zu erhöhen und die Obligationen in ihrem Bestand planmässig weiter reduziert. Die Europäische Zentralbank EZB hat angekündigt, zu Jahresende ihre Obligationenbestände nicht mehr weiter auszudehnen, also ihr Anleihenkaufprogramm einzustellen. Wir rechnen damit, dass innert Jahresfrist die Renditen ansteigen, und zwar in Europa und der Schweiz deutlicher als in den USA. Grund dafür ist, dass das Renditeniveau in Europa wesentlich niedriger ist als in den USA. Ausserdem ist der Kon-

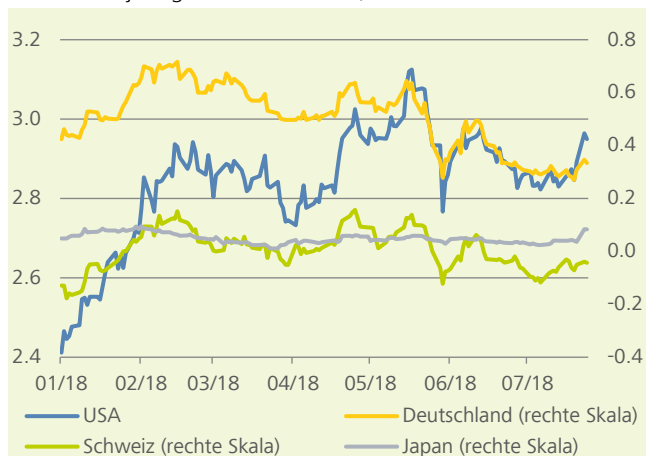
junkturzyklus in der Eurozone noch nicht so weit fortgeschritten wie in den USA, womit die Renditen erst am Anfang des Zyklus stehen.

In einem solchen Umfeld unstrittig ist die Untergewichtung der Staatsobligationen Deutschlands, der Schweiz und Japans. Das Kursrückfallsrisiko von steigenden Renditen wird durch das tiefe Renditeniveau keinesfalls ausgeglichen. Aber auch bei US-Obligationen sind wir vorsichtig. Zwar ist das Renditeniveau deutlich höher als in den anderen genannten Ländern und somit würde ein Kursverlust infolge eines Zinsanstieg durch höhere Renditen eher kompensiert als in Deutschland, der Schweiz oder Japan. Allerdings ist in den USA auch das Risiko einer Überhitzung der Ökonomie am grössten. Beispielsweise ist die Arbeitslosenrate in den USA auf den tiefsten Stand seit 2000, während sie in der Eurozone von solchen Tiefständen noch weit entfernt ist (siehe Grafik 2). Eine Überhitzung in den USA würde zu einem Anstieg der Inflationserwartungen, und zu steigenden Renditen führen. Dies ist zwar nicht unser Hauptszenario, doch ein nicht zu unterschätzendes Risikoszenario.

Sollte sich der Handelskonflikt zu einem veritablen Handelskrieg entwickeln, wäre auch ein unschönes Szenario mit Stagflationstendenzen denkbar. Importzölle und Handelsrestriktionen könnten in solch einem Fall sowohl zu steigender Inflation als auch zu einem Rückgang des Wirtschaftswachstums führen. Wie die Notenbanken in einem solchen Dilemma reagieren ist äusserst unsicher. Insofern scheint deshalb auch eine erhöhte Quote an liquiden Mitteln weiterhin als angemessen.

Höheres Renditeniveau und stärkere Zinsanstieg in den USA als in Europa und Japan

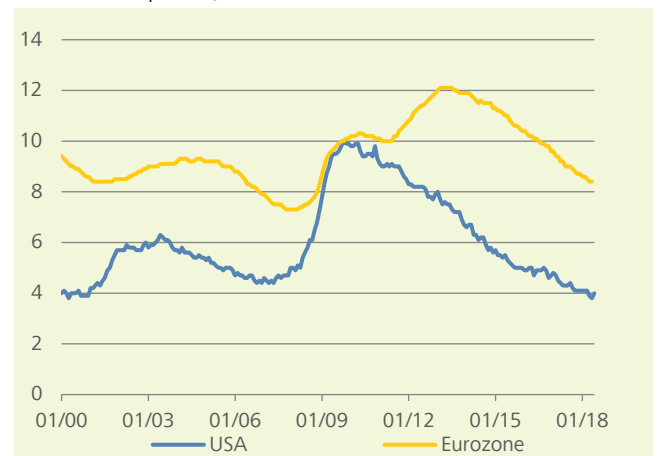
Rendite 10-jähriger Staatsanleihen, in %



Quelle: Datastream, Vontobel Asset Management

Amerikanische Arbeitslosenquote auf dem tiefsten Stand seit 2000

Arbeitslosenquoten, in %



Quelle: BLS, Eurostat, 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. Wir bestätigen die Übergewichtung von Unternehmensanleihen.

– 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 behalten daher die leicht untergewichtete Positionierung bei.

= 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.

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

Q2-Gewinnsaison unterstützt die Aktienmärkte

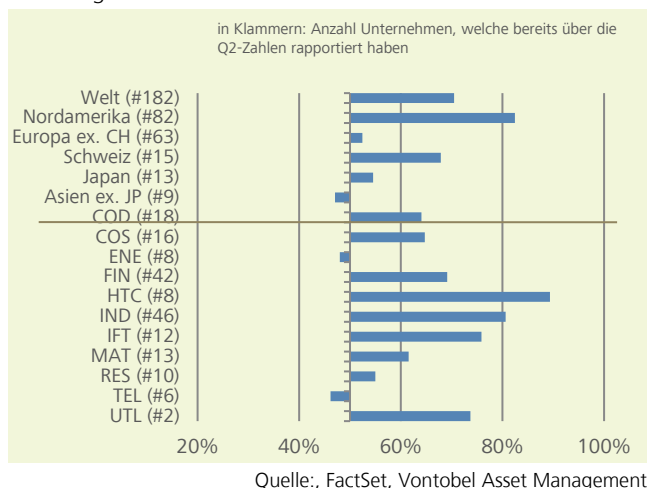
Brummende US-Wirtschaft, sprudelnde Gewinne. So in etwa lässt sich der Verlauf der aktuellen Berichtssaison zusammenfassen. Diese verläuft für nordamerikanische Unternehmen bisher extrem stark, Europa dagegen hinkt noch deutlich hinterher, wobei sich die Schweiz vom Rest Europas abkoppeln konnte.

Von den Firmen aus dem MSCI Welt Index, welche bereits ihre Zahlen für das zweite Quartal publiziert haben, konnten bislang rund 70% die Gewinnschätzungen übertreffen. Zwar ist es kein Geheimnis, dass die Unternehmen versuchen die Analystenschätzungen im Vorfeld in Ihrem Sinne zu beeinflussen, um diese anschliessend knapp schlagen zu können. Dennoch lässt sich ein Wert von 70% als hoch und somit als für den Aktienmarkt unterstützend einstufen, auch wenn die Q2 Gewinnsaison noch nicht abgeschlossen ist.

Besonders positiv sind dabei die Ergebnisse in den USA bzw. Nordamerika, wo ein extrem hoher Anteil von 82% der Firmen die Gewinnschätzungen übertreffen konnte. Die Gewinnsaison deutet also nicht auf eine Rezession hin und untermauert unser makroökonomisches Bild von einem weiterhin robusten Wachstum (siehe Konjunktur Seite 5). Dennoch bleiben wir für US-Aktien zurückhaltend positioniert. Denn mit Indexständen nahe den Allzeithochs ist bereits einiges eingepreist, und insbesondere bei den Technologiewerten fällt die Bewertung auf Basis des Kurs-/Gewinnverhältnisses weiterhin teuer aus.

Anteil der Unternehmen, welche die EPS Schätzungen übertroffen haben (Stand 30.7.2018)

Nach Regionen und Sektoren



Mit den US-Vorgaben kann Europa einmal mehr nicht mithalten. Auf dieser Seite des Atlantiks konnten bisher nur rund die Hälfte der Firmen die Schätzungen übertreffen, sodass der Abstand zu den USA deutlich ausgeprägt ist.

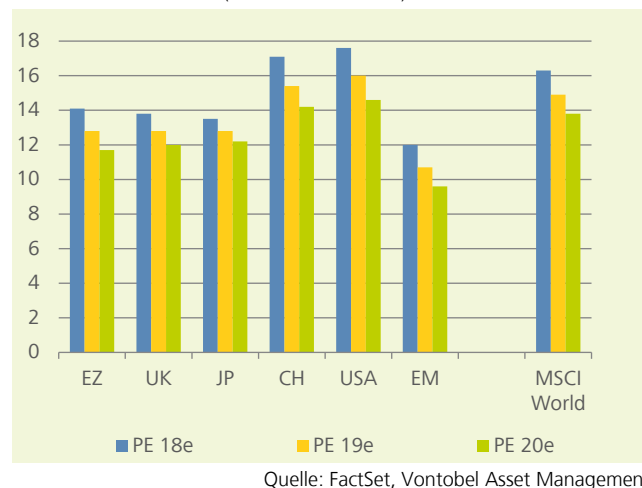
In der Schweiz haben Schwergewichte wie UBS, ABB oder Novartis hingegen insgesamt gut berichtet, was den Schweizer Markt nach monatelanger Underperformance im Juli beflügelte. Insgesamt haben bisher rund zwei Drittel der grossen Schweizer Firmen die Schätzungen übertroffen und konnten sich somit positiv vom übrigen Europa abheben.

Innerhalb der Sektoren fällt auf, dass Finanz-, Informations-technologie- und Industrieaktien – also eher Zyklischer – sehr gut berichtet haben. Hingegen waren die Erwartungen an Energietitel scheinbar etwas zu hoch. Auch die wenigen Telekommunikationsunternehmen, die bisher berichtet haben, konnten noch nicht überzeugen.

Für die kommende Entwicklung der Aktienkurse ist auch der Blick auf die Bewertung wichtig. Basierend auf den aktuellen Gewinnschätzungen für das Jahr 2018 notiert der MSCI Welt Index auf einem Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV) von 16, welches bis 2020 weiter auf 14 sinken sollte. Glaubt man an die Fortsetzung der aktuellen Dynamik, kann man von einer Überbewertung der Aktienmärkte auch im zehnten Jahr nach der Finanzkrise nicht sprechen. Angesichts seines defensiven Charakters ist auch der MSCI Schweiz Index mit einem KGV von 17 für dieses Jahr bzw. 14 für 2020 nicht sehr teuer bewertet.

Amerikanische Aktien dürften vergleichsweise teuer bewertet bleiben

Erwartete P/E Ratios (Stand 30.7.2018)



Aktien leicht untergewichtet

= Schweiz

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

- Europa

Aufgrund der nach wie vor bestehenden Unwägbarkeiten für die Eurozone (Brexit, Italien, Handelskonflikt) behalten wir für europäische Aktien unsere Empfehlung einer leicht untergewichteten Positionierung bei.

- USA

Mit Indexständen nahe den Allzeithochs ist bereits einiges eingepreist, und insbesondere bei den Technologiewerten fällt die Bewertung auf Basis des Kurs-/Gewinnverhältnisses weiterhin teuer aus. 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 weiterhin – Schwellenländer sind einer allfälligen Zuspitzung gegenüber besonders exponiert – lediglich eine neutrale Positionierung.

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

Alternative Anlagen leicht übergewichtet

Wie Trump den Erdöl- & Goldpreis beeinflusst

Die Erdölpreise sollten in den nächsten Wochen unter Druck bleiben. Die US-Regierung scheint gewillt zu sein, die Benzinpreise im Sinne seiner Wählerbasis nicht weiter ansteigen zu lassen. Auch auf die anderen Rohstoffe lastet derzeit die Politik von Donald Trump, da seine Politik kurzfristig einen stärkeren US-Dollar zur Folge hat.

Wir erachten die mittelfristigen Aussichten für die Erdölpreise weiterhin als verhalten, auch wenn die Nachfrage über die nächsten 12 Monate mit dem Angebotswachstum mithalten dürfte. Höhere Erdölpreise passen zudem überhaupt nicht ins Konzept von US-Präsident Trump, dessen Wählerbasis über höhere Benzinpreise verärgert sein könnte. Dies insbesondere deshalb, weil der Republikaner mit den neu angekündigten Sanktionen gegen den Iran massgeblichen Einfluss am Erdölpreisanstieg hatte. Die US Regierung erwägt als eine Art Befreiungsschlag, dem Preisdruck durch den Teilabbau ihrer langfristigen, strategischen Erdölreserven (SPR) entgegenzuwirken (siehe Grafik 1). Dies könnte unserer Ansicht nach für Abwärtsdruck bei den Erdölpreisen führen, zumindest bis die US-Zwischenwahlen im November vorbei sind.

Gold kämpft gegen einen starken US-Dollar

Nicht nur der Erdölpreis bereitet Donald Trump Kopfzerbrechen. Kürzlich zeigte er sich über Twitter auch nicht erfreut über die starke einheimische Währung. Jene hatte im Zuge der Unsicherheit über die zukünftigen globalen Handelsbeziehungen sowie der stark wachsenden US-Wirtschaft handelsgeachtet deutlich zugelegt. Eine starke US-Währung bedeutet

meistens auch Gegenwind für Rohstoffe, da diese in US-Dollar gehandelt werden. Wertet die Basiswährung auf, sinkt die Nachfrage aus Ländern ausserhalb des US-Dollarraums. Insbesondere der Goldpreis, aber auch andere Metallpreise kamen deshalb in den letzten Wochen unter Druck (siehe Grafik 2).

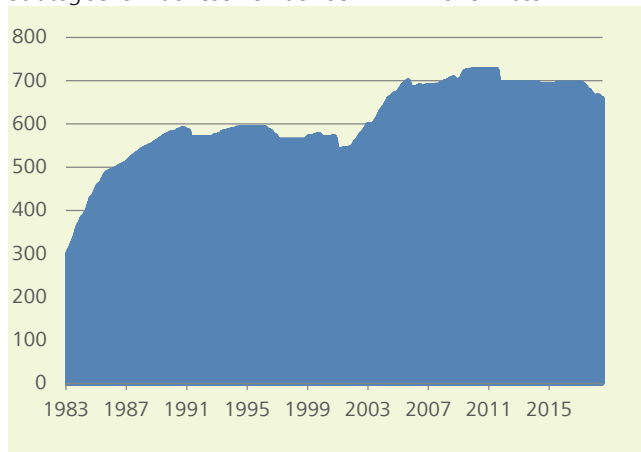
Wie sich der US-Dollar und entsprechend der Goldpreis in den kommenden Wochen verhalten wird, hängt massgeblich von der Entwicklung der globalen Handelspolitik ab. Eine trotz jüngster Entspannungszeichen nicht auszuschliessende weitere Eskalation des Konfliktes zwischen Donald Trump und seinen Handelspartner könnte den US-Dollar weiter aufwerten lassen. Dies dürfte dann auch dem Goldpreis weiter schaden, obwohl das Edelmetall im Normalfall von politischen Unsicherheit profitiert. Solange sich die politischen Unsicherheiten auf die weltweiten Handelsbeziehungen beziehen, scheint der US-Dollar ein besserer Diversifikator im Portfolio zu sein als Gold. Sobald jedoch wieder andere politische Risiken in den Fokus der Finanzmärkte geraten, werden Edelmetalle wieder an Attraktivität gewinnen. Mit den anstehenden Debatten rund um das Staatsbudget der neuen italienischen Regierung oder einer potentiellen weiteren Eskalation des Streits zwischen dem Iran und der USA stehen weitere politische Risiken vor der Tür.

Indirekte Immobilienanlagen bleiben attraktiv

Eine leicht übergewichtete Positionierung empfehlen wir weiterhin für indirekte Immobilienanlagen in der Schweiz, während wir für alternative Strategien unverändert eine starke Übergewichtung empfehlen

SPR: erhebliches politisches Kapital?

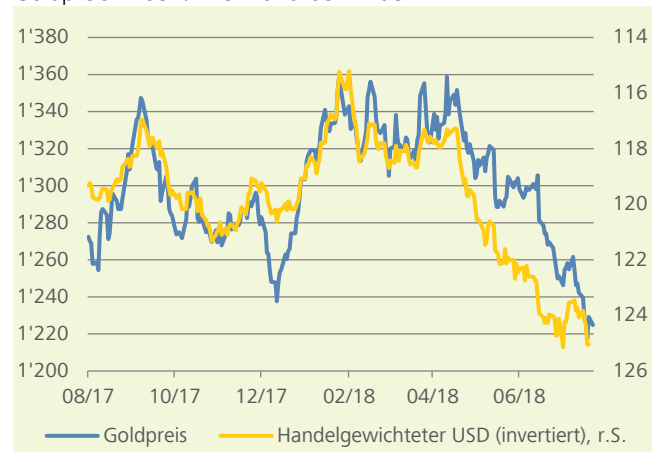
Strategische Erdölreserven der USA in Millionen Fass



Quelle: EIA, Datastream, Vontobel Asset Management

Der starke US-Dollar lastet auf dem Goldpreis

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



Quelle: EIA, Datastream, Vontobel Asset Management

Währungen

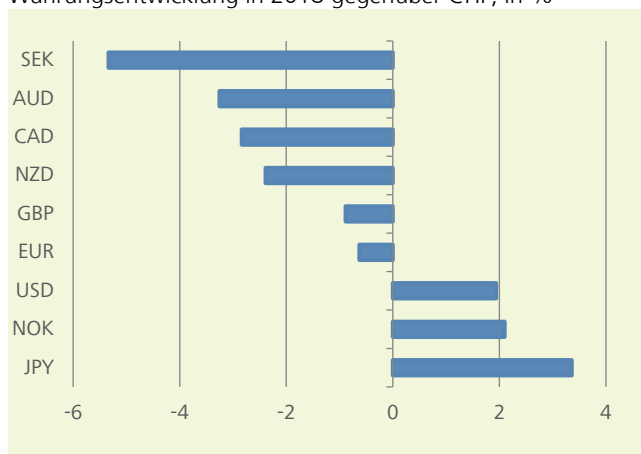
Dollarrally dürfte bald die Luft ausgehen

Die relative Geldpolitik sowie das Risiko eines Handelskriegs stützen derzeit den Dollar gegenüber sämtlichen Währungen (Grafik 1). Eine Einigung im Handelsstreit zwischen den USA, Europa und China dürfte jedoch die Dollarrally beenden. Profitieren dürften neben dem Euro auch der Franken, skandinavische Währungen und Schwellenländerwährungen.

Wir sehen weiterhin das Potential einer kurzfristigen Dollarerholung. Schliesslich macht die EZB weiterhin keine Anstalten die für «frühestens» September 2019 in Aussicht gestellte Zinserhöhung vorzuziehen während die US Zentralbank (Fed) an ihrem Plan einer Zinserhöhung pro Quartal im 2018 festhalten dürfte. Somit dürften sich die Zinsdifferenzen vorerst noch ausweiten. Spätestens Ende 2018 sollten sich die Vorzeichen jedoch ändern. Schliesslich dürfte die Fed die Märkte dann langsam auf das Ende des Zinserhöhungszyklus in 2019 vorbereiten, während die Eurozone langsam der ersten Zinserhöhung entgegensteuert. Grosses Risiko bleibt jedoch der Handelsstreit zwischen den USA und dem Rest der Welt. Die zahlreichen bilateralen Treffen zwischen den USA und der EWU, Grossbritannien, Japan und eventuell China in den kommenden Wochen sprechen für baldige Klarheit, ob wir eine Eskalation mit hohen Tarifen zu befürchten haben oder nicht. Eine Eskalation – wovon wir derzeit nicht ausgehen – würde den Dollar wohl auf ca. 1.10 per Euro absacken lassen.

JPY, NOK und Dollar konnten sich dieses Jahr gegenüber CHF behaupten

Währungsentwicklung in 2018 gegenüber CHF, in %



Quelle: Datastream, Vontobel Asset Management

Die vergangenen Monate haben gezeigt, dass der Franken eher von den politischen Risiken (siehe Grafik 2) und Konjunkturdaten innerhalb der Eurozone getrieben wird als durch den globalen Handelskonflikt. Eine Eskalation würde jedoch wohl auch den Franken aufwerten lassen. Die leicht rückläufigen Renditen in Italien sowie die sich stabilisierenden Konjunkturvorlaufindikatoren in der Eurozone sprechen jedoch für einen moderaten Anstieg des EUR/CHF-Wechselkurses. Der USD/CHF-Wechselkurs dürfte in der kurzen Frist noch durch die Zinserhöhungen in den USA gestützt werden. Auf 12-Monatssicht dürfte die geldpolitische Normalisierung in Europa den Euro und in einem geringeren Ausmass dem Franken Auftrieb geben.

Pfund derzeit noch zurecht unterbewertet

Das Pfund konnte sich bisweilen nicht von dem Brexit-Schock im Sommer 2016 erholen. Dabei hat es die von vielen Ökonomen prophezeite Rezession nie gegeben. Auch ist – mitunter dank der günstigen Währung – das Leistungsbilanzdefizit von -6% zum BIP auf -4% gefallen. Dennoch sind wir der Meinung, dass das Pfund derzeit zu recht über 15% zum Schweizer Franken unterbewertet ist. Schliesslich ist weiterhin unklar, wie der Brexit aussehen wird. In Anbetracht der grossen wirtschaftlichen Verflechtungen, wobei knapp 50% des Exports von Gütern und Dienstleistungen aus Grossbritannien in die Eurozone gehen, würde ein «harter» Brexit die Unterbewertung rechtfertigen. Allerdings sind die Chancen auf einen «weichen» Brexit leicht gestiegen. Daher sehen wir für das Pfund auf 12 Monate Erholungspotential.

Fallende politische Risikoprämie stützt EUR/CHF

EUR/CHF und Risikoprämie der Peripherie* ggü. Deutschland (mit nominalem BIP gewichtet; in %)



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% | 11.4% | 0% | 5% | 40% | 11.0% | 0% | 5% | 40% | 8.5% | 0% | 5% | 40% | 7.8% | 0% | 5% | 40% | 5.8% |
| Cash | | | | 11.4% | | | | 11.0% | | | | 8.5% | | | | 7.8% | | | | 5.8% |
| Obligationen (angestrebte Laufzeit 6.0 J) | 65% | 80.0% | 95% | 68.1% | 45% | 60.0% | 75% | 50.2% | 25% | 40.0% | 55% | 34.0% | 5% | 20.0% | 35% | 16.3% | 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% | 29.9% | 10% | 25.0% | 40% | 24.2% | 1% | 16.0% | 31% | 15.5% | 0% | 6.0% | 21% | 5.8% | 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% | 18.3% | 25% | 40.0% | 55% | 37.0% | 45% | 60.0% | 75% | 54.9% | 65% | 80.0% | 95% | 72.8% |
| 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% | 2.0% | 0% | 5.0% | 15% | 5.0% | 0% | 6.0% | 16% | 6.0% | 0% | 7.0% | 17% | 7.0% |
| 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% |
| 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% | 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% | | 100.0% |
| Fremdwährung | | 6% | | 7.5% | | 16% | | 15.8% | | 26% | | 24.5% | | 37% | | 34.1% | | 48% | | 43.6% |
| Aktuelle Quote*** | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| USD | | 6% | | 7.5% | | 12% | | 13.0% | | 19% | | 19.5% | | 25% | | 25.7% | | 31% | | 31.8% |
| 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% | | 30.8% | | 41% | | 39.5% | | 52% | | 49.1% | | 63% | | 58.6% |

* 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 | 2.8 | 2.3 |
| China | 6.9 | 6.7 | 6.9 | 6.6 | 6.3 |
| Japan | 1.4 | 0.9 | 1.7 | 1.1 | 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 | -0.72 | -0.75 | -0.75 |
| EUR | -0.32 | -0.33 | -0.32 | -0.35 | -0.30 |
| USD | 1.00 | 1.69 | 2.34 | 2.50 | 2.90 |
| JPY | -0.05 | -0.02 | -0.04 | 0.00 | 0.00 |
| Kapitalmarktzinsen | | | | | |
| Renditen 10-jährige Staatsanleihen (Jahresende; Rendite in %) | | | | | |
| CHF | -0.18 | -0.15 | -0.02 | 0.2 | 0.6 |
| EUR (Deutschland) | 0.23 | 0.45 | 0.42 | 0.6 | 0.9 |
| EUR (PIIGS) | 2.01 | 2.01 | 2.24 | 2.4 | 2.7 |
| USD | 2.45 | 2.41 | 2.95 | 3.0 | 3 |
| JPY | 0.04 | 0.05 | 0.07 | 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 | 1.00 | 1.00 |
| JPY/CHF (pro 100 JPY) | 0.87 | 0.86 | 0.89 | 0.91 | 0.98 |
| EUR/USD | 1.05 | 1.20 | 1.17 | 1.17 | 1.22 |
| USD/JPY | 117 | 113 | 111 | 110 | 102 |
| Rohstoffe | | | | | |
| Jahresende | | | | | |
| Rohöl (Brent, USD/Barrel) | 57 | 67 | 75 | 70 | 70 |
| Gold (USD/Unze) | 1152 | 1303 | 1221 | 1290 | 1290 |

*31.07.2018

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 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.