



Anlagepolitik – September 2018

Investment Office Raiffeisen Gruppe

Anhaltender Schlingerkurs

Raiffeisenbank Tägerwilen, Hauptsitz Tägerwilen

Fotograf: Licht & Gestaltung, Gabriele Pecoraino

RAIFFEISEN

Inhalt

Taktische Asset Allokation im Überblick	3
Marktkommentar Anhaltender Schlingerkurs	4
Konjunktur Risiken in Form von Handelskonflikt und italienischer Regierung	5
Obligationen Unerwartete Impulse für Emittenten von US-Hochzinsanleihen	6
Aktien Schwellenländer-Aktien: Relativ interessant aber relativ riskant	8
Alternative Anlagen Irans Ausfuhren stocken wegen US-Sanktionen zusehends	10
Währungen Die Politik als möglicher Stolperstein für den Euro	11
Portfolio-Übersicht	12
Prognosen	13

Hinweis zum Redaktionsschluss:

Sofern nicht anders vermerkt wurden die aktuellen Entwicklungen berücksichtigt bis:
Donnerstag, 30. August 2018; 16:00

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

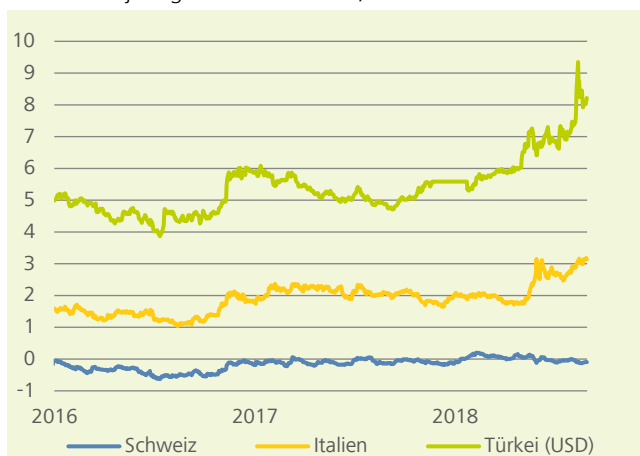
1. Spannung und Entspannung wechseln sich in der Politik und an den Märkten weiterhin ab. Konjunkturdaten und Unternehmensgewinne geben den Aktien ein solides Fundament, während die Politik belastet. Der Schweizer Aktienmarkt dürfte gegenüber den USA und der Eurozone leicht im Vorteil sein.
2. «Trumponomics» kommt Emittenten von hochverzinslichen Anleihen zu Gute: Sie können nun das repartierte Geld zur Schuldentilgung verwenden. Gleichzeitig hat sich die Rentabilität der Unternehmen durch eine geringere Steuerbelastung und ein höheres Wirtschaftswachstum verbessert. Infolgedessen verbessern sich auch die Kreditkennzahlen derzeit deutlich, weshalb wir unsere empfohlene Quote auf neutral erhöhen.
3. Bei tiefen Zinsen bleiben unseres Erachtens die alternativen Anlagen interessant. Gold beispielsweise dürfte um USD 1'200 pro Unze einen Boden gefunden haben und bleibt daher in unserer Portfolioallokation leicht übergewichtet.

Anhaltender Schlingerkurs

Spannung und Entspannung wechseln sich in der Politik und an den Märkten weiterhin ab. Konjunkturdaten und Unternehmensgewinne geben den Aktien ein solides Fundament, während die Politik belastet. Der Schweizer Aktienmarkt dürfte gegenüber den USA und der Eurozone leicht im Vorteil sein.

Der Schlingerkurs in der Politik überträgt sich weiterhin auf die Finanzmärkte. Der Handelsstreit zwischen den USA und China bleibt eine Belastung. Die Fronten zwischen den USA und Europa wie auch Mexiko haben sich dagegen etwas aufgeweicht – auch wenn zwischen Washington und Brüssel zuletzt wieder Misstöne laut wurden. Gleichzeitig wirft die Debatte um das italienische Budget für 2019 bereits ihre Schatten voraus. Auch die ungelöste Brexit-Diskussion und die Wirren in der Türkei belasten. Zudem stehen im November die Halbzeitwahlen in den USA an, während Präsident Trump möglichen juristischen Gegenwind fürchten muss und wohl auch daher vor den Wahlen eventuell aussenpolitisch ebenfalls Stärke zeigen will. Das politische Hin und Her lässt die sehr guten Unternehmensdaten zu stark in den Hintergrund rücken. Dabei hat sich bei steigenden Unternehmensgewinnen und konsolidierenden Aktienkursen ein kritischer Punkt für die Aktienmärkte etwas entspannt: die Bewertung. Bewertungsmaße wie das Kurs/Gewinn-Verhältnis erscheinen nach Unternehmensgewinnanstiegen von rund 10-20% und einer mässigen Aktienkursentwicklung wieder etwas attraktiver. Dennoch sehen wir aktuell davon ab, die Allokation von Aktien zu erhöhen. Denn die politischen Wogen

Politik erhöht Risikoaufschläge bei den Obligationen
Rendite 10-jähriger Staatsanleihen, in %



Quelle: Bloomberg, Investment Office Raiffeisen Gruppe

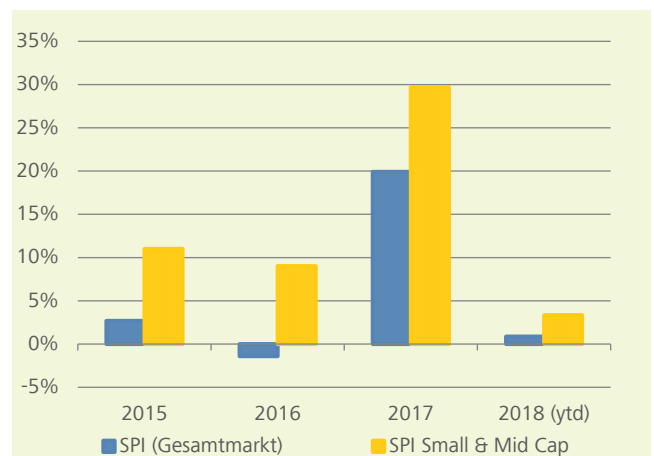
dürften sich nicht so schnell glätten. Im Schweizer Aktienmarkt orten wir gegenüber den USA (teurere Bewertung) und der Eurozone (Italien) leichte Vorteile. Seit Ende Juli konnte sich der SMI von den Jahrestiefstständen um 8'400 Punkten deutlich lösen, angeführt von den Indexschwergewichten. Small & Mid Caps konnten dagegen in diesem Jahr die Outperformance der Vorjahre (noch) nicht wiederholen (siehe Grafik), sollten aber aufgrund der positiven Gewinnentwicklung im Portfolio nach wie vor berücksichtigt werden.

Relativ geräuschlos schreitet die Zinsnormalisierung in den USA voran. Noch in diesem Monat dürfte die Fed den Leitzins erneut um 0.25 Prozentpunkte erhöhen. Mit einem Leitzins von etwas über 2% nähert sich die Fed schrittweise einem „neutralen“ Niveau, das wir in den USA bei knapp 3% schätzen. Aufgrund der Zinsdifferenz und der sich verbessernden Kreditqualität in den USA haben wir das dollar-dominierte Segment der Hochzinsanleihen taktisch von untergewichtet auf neutral erhöht.

Die Zinsdifferenz zu Europa dürfte dem Dollar bei USD/CHF knapp unter Parität gute Unterstützung geben sollte. Den Euro erwarten wir gegenüber dem Franken tendenziell etwas stärker, aber ein rascher Wiederanstieg auf 1.20 wird durch die politische Situation in Italien verhindert. Der Konjunkturverlauf in der Eurozone bleibt jedoch solid und somit zeichnen sich zumindest weit am Horizont auch in Europa leicht höhere Kurzfristzinsen ab. Bei tiefen Zinsen bleiben unseres Erachtens die alternativen Anlagen interessant. Gold beispielsweise dürfte um USD 1'200 pro Unze einen Boden gefunden haben und bleibt daher in unserer Portfolioallokation leicht übergewichtet.

roland.klaeger@raiffeisen.ch

Small & Mid Caps schwingen nicht mehr obenaus
Performance Schweizer Aktienmarkt



Quelle: Bloomberg, Investment Office Raiffeisen Gruppe

Risiken in Form von Handelskonflikt und italienischer Regierung

Wir sehen zwei wichtige politische Risikofaktoren für die globale Konjunktur: Im Handelsstreit zwischen China und den USA droht eine neue Eskalationsstufe. Und der Konflikt zwischen der italienischen Regierung und der Europäischen Union bezüglich dem Staatsbudget dürfte sich im Herbst akzentuieren.

Am 23. August trat die zweite Tranche von US-Zöllen auf Importen aus China in Höhe von 16 Mrd. USD in Kraft. Derzeit läuft das Anhörungsverfahren für die Zölle auf weiteren 200 Mrd. USD Importen aus China, welche die USA androhten. Die Verhandlungen zur Abwendung eines Handelskriegs zwischen China und den USA Ende August blieben ergebnislos.

Die bisher von den USA auferlegten Zölle betreffen einen Importwert von 100 Mrd. US-Dollar bzw. 4.4 Prozent der US-Importe. In solch kleinem Ausmass sind die Auswirkungen auf die Wirtschaft und die Inflation vernachlässigbar. Rechnen wir jedoch die weiteren China androhten Zölle dazu, wären über 20 Prozent der US-Importe betroffen. Falls die USA den Ende Juli mit der EU vereinbarten Waffenstillstand brechen und auch deren Autoimporte mit einem Zoll belegen würden, erreicht der Anteil fast 40 Prozent der US-Importe (siehe Grafik 1).

Würden sämtliche US-Importe aus China gemäss den in der Grafik aufgeführten Sätzen verzollt, stiege wegen verminderter Importe das US-BIP einmalig um 0.4 BIP-Prozentpunkte (Importpreiselastizität von 1). Berücksichtigt werden müssen auch

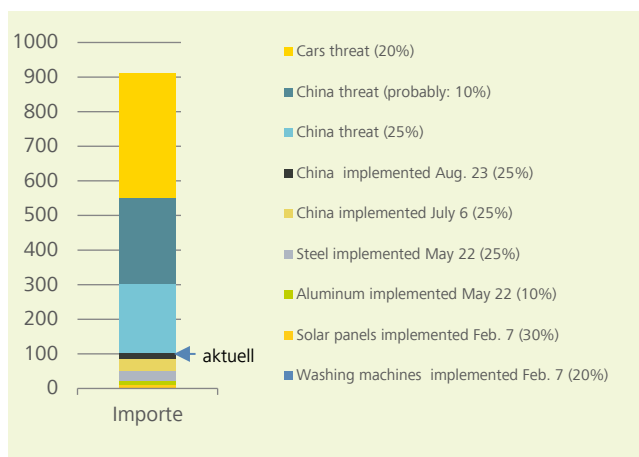
die Vergeltungsmassnahmen Chinas, welche die US-Exporte beeinträchtigen und damit das BIP schmälern. Längerfristig schaden Zölle dem globalen Wettbewerb und damit der Innovationskraft. Wir schätzen den Effekt der China bereits auferlegten und angedrohten weiteren Importzölle auf die Konsumentenpreis-inflation auf 1.2 Prozentpunkte (PP). Ein tieferes Realeinkommen schmälert den Konsum bei einer Elastizität von 1 um 1.2 und das Bruttoinlandprodukt sinkt um 0.8 PP, insgesamt dürfte das Wirtschaftswachstum um 0.4 PP fallen. Die USA schneidet sich mit dem Handelskrieg ins eigene Fleisch.

Keine Sommerferien für Italiens Regierung

Kein Tag vergeht, an dem die Chefs der zwei Regierungsparteien Lega und Movimento 5 Stelle nicht gegen die EU wettern. Dies schürt die Unsicherheit der Investoren, abzulesen an der stark ausgeweiteten Zinsdifferenz zwischen italienischen und deutschen Staatsanleihe. Der tragische Brückeneinsturz in Genua hat der italienischen Regierung auch ein «moralisches» Argument geliefert, die Staatsausgaben zusätzlich zu erhöhen. Die Investoren befürchten nun, dass die bereits sehr hohe Staatsverschuldung weiter wächst. Sollte sich Ende September im Parlament ein Budgetdefizit von über 3 Prozent abzeichnen, ist ein Konflikt mit der EU-Kommission vorprogrammiert. Wir sehen aber weder den EU-Austritt Italiens noch einen Zusammenbruch des Euroraums voraus, sondern erwarten auf Ende Jahr einen wackligen europäischen Kompromiss. Der Weg dahin dürfte jedoch äusserst holprig sein.

Drastische Zollandrohungen stehen im Raum

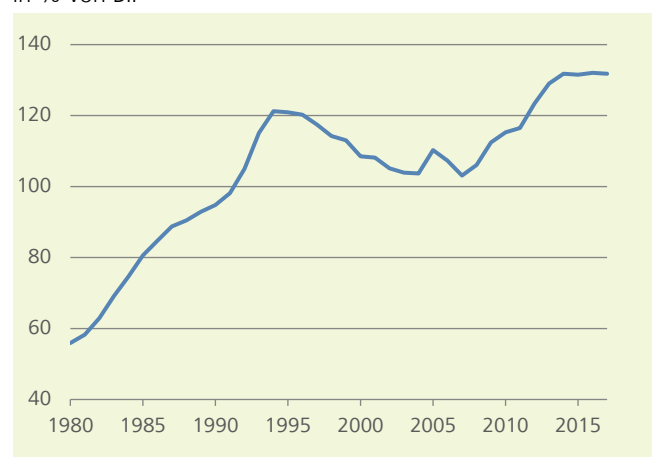
Importe mit effektiven und androhten Zöllen, in mrd. USD



Quelle: White House, DOC, Vontobel Asset Management

Italiens Staatsverschuldung droht sich auszuweiten

Italien: Verschuldung, in % von BIP



Quelle: Bloomberg, Investment Office Raiffeisen Gruppe

US-Hochzinsanleihen: Kreditqualität verbessert

US-Emittenten von Hochzinsanleihen litten in den letzten Jahren unter Schulden- und Rentabilitätsproblemen. Allerdings haben die letzten Massnahmen der Trump-Regierung das Gesamtbild verändert: Die Unternehmen verwenden repatriierte Gelder zur Schuldentilgung und profitieren von Steuerersenkungen. Dies lindert die Sorge der Anleger.

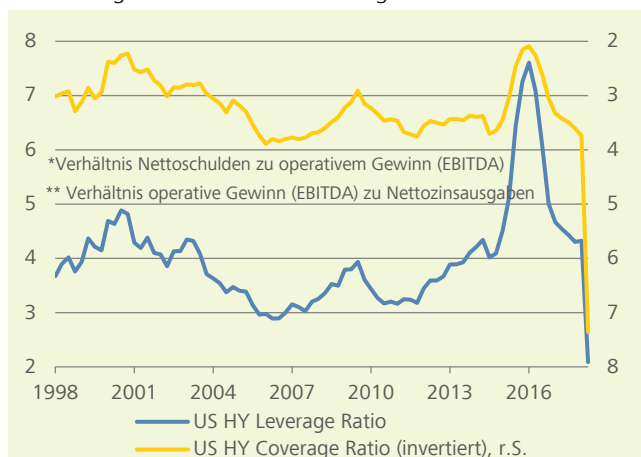
Wenn Unternehmen mit tiefer Kreditqualität (High Yield)«-Bereich, HY) schneller Schulden als Gewinne anhäufen, verschlechtert sich ihre Bonität. Am Ende des Konjunkturzyklus (üblicherweise ist dies eine Rezession) besteht somit eine höhere Gefahr, dass sie ihre Schulden nicht begleichen – und damit die Möglichkeit massiver Verluste.

Schwierigkeiten aus dem Jahr 2016 sind überwunden

Die Kreditqualität begann sich Anfang 2015 zu verschlechtern, die Nettoverschuldung im Vergleich zu den Gewinnen und den Zinsaufwendungen für Schulden stieg bis März 2016 an. Damals löste ein starker Rückgang der Ölpreise eine ausgewachsene Krise für HY-Anleiheemittenten – meist Energieunternehmen – aus, die bei vielen in Zahlungsausfällen mündeten. Später im Jahr 2016 erholten sich die Ölpreise, und die meisten US-Energieunternehmen mit HY-Rating durchliefen eine Restrukturierung. Dennoch blieb das Verhältnis von Schulden zu Gewinnen auf einem erhöhten Niveau, was Sorge über einen weiteren Anstieg der Verschuldung und entsprechende Verluste an den Märkten auslöste.

Kreditkennzahlen von US-Hochzinsanleihen Emittenten verbessern sich

HY-Leverage-Ratio* und HY-Coverage-Ratio**



Quelle: BofAML, Bloomberg, Vontobel Asset Management

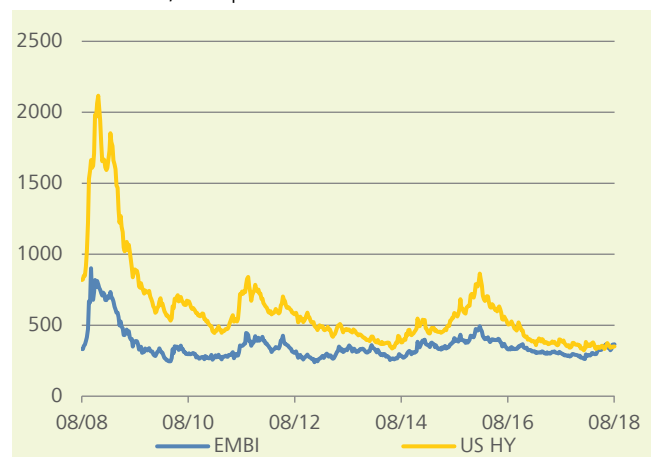
Etwas unerwartet kam «Trumponomics» jedoch den Emittenten von hochverzinslichen Anleihen zu Hilfe: Sie können nun das Geld, das amerikanische Unternehmen aus Übersee zurückführen, zur Schuldentilgung verwenden. Gleichzeitig hat sich die Rentabilität der Unternehmen durch eine geringere Steuerbelastung und ein höheres Wirtschaftswachstum verbessert. Infolgedessen verbessern sich auch die in Grafik 1 dargestellten Kreditkennzahlen derzeit deutlich.

Die Erwartung, dass die US-Notenbank im Zinserhöhungszyklus weit fortgeschritten ist und eine Rezession in den USA noch weit entfernt ist, hält die Renditeaufschläge im Zaum. Ausserdem sind die Emittenten von US-Hochzinsanleihen auf das Inland fokussiert, was sie gegenüber politischen Risiken aus Europa oder «Handelskriegen» abschirmt.

US-Hochzinsanleihen halten wir angesichts ihrer Renditeaufschläge von rund 3.5 Prozent gegenüber US-Treasuries und einer Gesamtrendite von 6.3 Prozent wieder für interessanter. Sie erscheinen auch attraktiver als Schwellenländeranleihen in Hartwährung. Diese bieten ein ähnliches Einkommen, jedoch mit einer längeren Duration und deutlich höherem geopolitischem Risiko. Generell erhöhen die Argumente für US-Hochzinsanleihen automatisch die Attraktivität des gesamten Marktes, da amerikanische Emissionen mehr als 75 Prozent des Gesamtmarkts bestreiten. Entsprechend erhöhen wir taktisch die Allokation für High-Yield Anleihen von leicht untergewichtet auf neutral.

HY-Spreads gegenüber Staatsanleihen sind mittlerweile auf Niveaus jener von EM-Anleihen in Hartwährung

Zinsdifferenzen, Basispunkten



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. Wir bestätigen die Übergewichtung von Unternehmensanleihen.

= Global High-Yield

«Trumponomics» kommt Emittenten von hochverzinslichen Anleihen zu Gute: Sie können nun das repartiertes Geld zur Schuldentilgung verwenden. Gleichzeitig hat sich die Rentabilität der Unternehmen durch eine geringere Steuerbelastung und ein höheres Wirtschaftswachstum verbessert. Infolgedessen verbessern sich auch die Kreditkennzahlen derzeit deutlich, weshalb wir unsere empfohlene Quote auf neutral erhöhen.

= 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

Schwellenländer-Aktien: Relativ interessant aber relativ riskant

Die aktuellen Handelskonflikte hatten bisher wirtschaftlich kaum Relevanz, was jedoch für die Aktienmärkte nicht behauptet werden kann. Entwicklungsländer sind günstig bewertet. Angesichts wesentlicher Risiken empfehlen wir aber diese im Portfolio neutral zu gewichten.

Während die Konjunktur in den USA brummt und die amerikanischen Aktienindizes neue Hochs erklimmen, haben europäische Aktien und auch Schwellenländer-Aktien dieses Jahr bisher eine enttäuschende Entwicklung hinter sich.

Die Emerging Markets haben aktuell mit mehreren Problemen zu kämpfen. So hat ihre Auslandsverschuldung in der Vergangenheit stark zugenommen. Die Türkei ist dafür ein besonders extremes Beispiel, wo eine schuldenfinanzierte Konjunktur zunächst zur starken Abwertung der Lira führte und womöglich bald die Wirtschaft in einer Bruchlandung enden lässt. Auch China hat sein starkes Wachstum der letzten Jahre wesentlich durch gestiegene Verschuldung angekurbelt.

Die robuste Konjunktur in den USA wiederum sorgt für steigende Zinsen für Dollarkredite und einen festeren USD. Die Entwicklungsländer sind oft in USD verschuldet, sodass die beide Effekte belasten. Hinzu kommen die aktuellen Handelskonflikte mit den USA, die sich innerhalb der Schwellenländer besonders gegen China richten. Zwar ist ihre Wirkung auf die Realwirt-

schaft bisher gering gewesen, doch kann sich das schnell ändern wenn China und die USA nicht nachgeben und auf ihren Positionen beharren. Da die Börse der wirtschaftlichen Entwicklung vorseilt, ist der noch zu erwartende wirtschaftliche Effekt in den Aktienkursen des MSCI Emerging Markets schon abzusehen, der in diesem Jahr (bis 24. August, in USD) bereits um -8% nachgegeben hat.

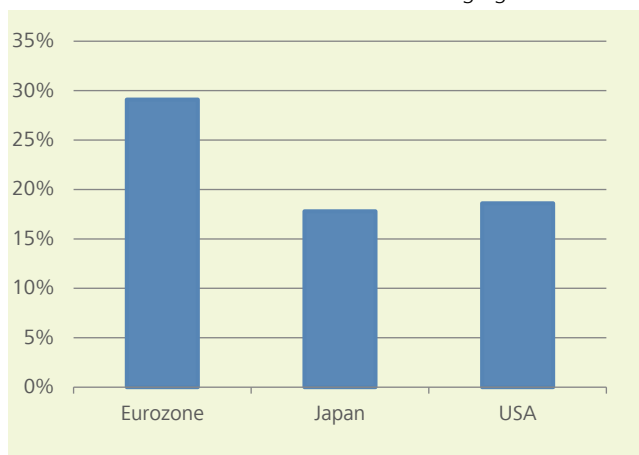
Auch die Aktienmärkte Europas hatten bis dato ein schwaches Jahr. Sollten sich die Probleme in den Entwicklungsländern verschärfen, wären europäische Firmen stärker betroffen als japanische oder amerikanische Firmen, denn das Umsatzexposure zu den aufstrebenden Regionen ist in Europa weitaus höher (siehe Grafik). Diese relativ hohe Abhängigkeit Europas von den Emerging Markets, zeigt sich auch an der langjährigen positiven Korrelation der Märkte beider Regionen.

Eine gewisse Anziehungskraft üben inzwischen allerdings die extrem niedrigen Bewertungsniveaus der Schwellenländermärkte aus. Auf Basis eines um die Konjunkturzyklen adjustierten PE-Ratios handelt der MSCI Emerging Market Index aktuell um 36% tiefer als der MSCI World. Das ist nahe am historischen Tiefstwert, der zuletzt Anfang 2016 erreicht wurde.

Angesichts der Risiken empfehlen wir aktuell dennoch eine „lediglich“ neutrale Positionierung. Anleger, die jetzt in EM-Titel investieren, erhalten diese Aktien zwar günstig, nehmen damit aber auch grössere Risiken auf sich und müssen bereit sein, weitere Verluste aussitzen zu können.

Europäische Unternehmen mit relativ starker Verflechtung zu den Schwellenländern

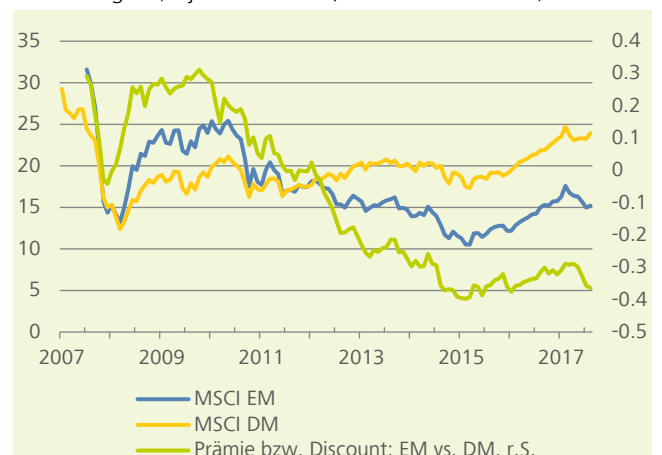
Umsatzanteil von Unternehmen in den Emerging Markets



Quelle: FactSet, Vontobel Asset Management

Schwellenländeraktien sind gegenwertig äusserst günstig bewertet

Bewertungen (adjustiertes KGV, Stand: 31.07.2018)



Quelle: FactSet, Vontobel Asset Management

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

Irans Ausfuhren stocken wegen US-Sanktionen zusehends

Im Moment bereitet die fortschreitende Verknappung von iranischem Erdöl den Marktteilnehmern noch kaum Kopfzerbrechen. Dies könnte sich zum Jahresende ändern, wenn die US-Sanktionen richtig greifen. Die Preise dürften vor diesem Hintergrund gut unterstützt bleiben, da kein wichtiger Ölproduzent für Iran in die Bresche springen kann.

Die Preise der Erdölsorte Brent bewegen sich seit April dieses Jahres in einem Seitwärtskanal zwischen 70 und 80 US-Dollar. Grund hierfür ist hauptsächlich die Entscheidung der Organisation erdölexportierender Länder vom vergangenen Juni, die Produktion wieder zu erhöhen. Doch auch die Unsicherheit bezüglich dem globalen «Handelskrieg» sowie Donald Trumps Drohung, er werde höhere Erdölpreise nicht akzeptieren, trugen zur Konsolidierung bei.

Nur noch China als Abnehmer

Diese Ruhe an den Energiemärkten könnte unserer Ansicht nach auf wackligen Beinen stehen. Spätestens im November werden nämlich die neuen US-Sanktionen gegen Iran das weltweite Erdölangebot signifikant verändern. Wichtige Abnehmer von iranischem Erdöl wie Royal Dutch Shell oder Total haben bereits ihre Handelsbeziehung mit dem Staat am Persischen Golf eingestellt. Die Erdölfirmen möchten keinerlei Konfrontation mit den Vereinigten Staaten riskieren, da sie sonst ebenfalls in das Visier der US-Behörden geraten könnten. Somit könnten iranische Exporte nach Europa bald der Vergangenheit ange-

hören, obwohl europäische Staaten die neue US-Sanktion ablehnen. Auch Südkorea kauft bereits seit Ende Juni kein iranisches Erdöl mehr, Japan wird dem Beispiel sehr wahrscheinlich folgen und Indien plant ebenfalls, seine Importe zurückfahren. China als einzig verbleibender Käufer will die Importe aus Iran zumindest nicht erhöhen.

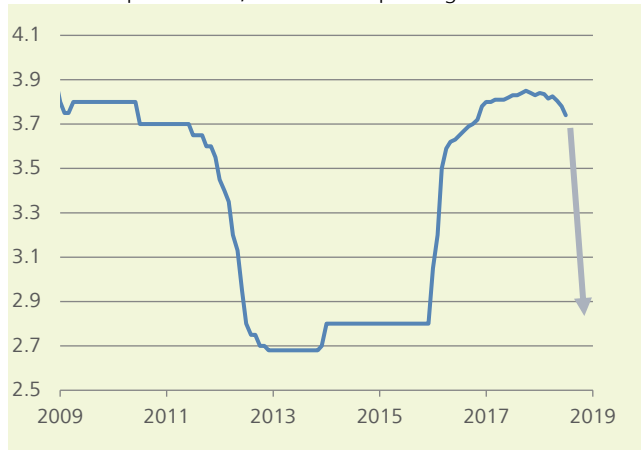
Daraus lässt sich ableiten, dass um die 1 Million Fass pro Tag Erdöl weniger auf die globalen Märkte gelangt (siehe Grafik 1). Gleichzeitig wächst die globale Nachfrage jährlich um rund 1.5 Millionen Fass pro Tag. Unserer Ansicht nach werden andere Produzenten dies kaum wettmachen können, was sinkende globale Lagerbeständen nach sich ziehen dürften.

Starker US-Dollar, überverkaufte Edelmetalle

Die Edelmetalle erlebten einen harten Sommer. Der Preis für die Feinunze Gold fiel im August bis auf 1'160 US-Dollar, bevor es sich wieder auf knapp über 1'200 US-Dollar erholte. Auch Silber und Platin steckten herbe Verluste weg. Grund hierfür war – wie schon so oft – die starke US-Währung (siehe Grafik 2). Eine Verschärfung des gegenwärtigen Handelskonflikts würde dem US-Dollar weiter nützen. Dann würde es für «Gold & Co.» ungemütlich bleiben. Allerdings dürften die Finanzmärkte derzeit mögliche negative Entwicklung vorwegnehmen. Sollte es hingegen zu bedeutenden handelspolitischen Entspannungen kommen, dürfte dies um Umkehrschluss den USD schwächeln lassen und namentlich für Gold neues Aufwärtspotential eröffnen. Wir behalten daher unsere Empfehlung einer übergewichteten Goldquote unverändert bei.

Wie stark geht Irans Ölproduktion zurück?

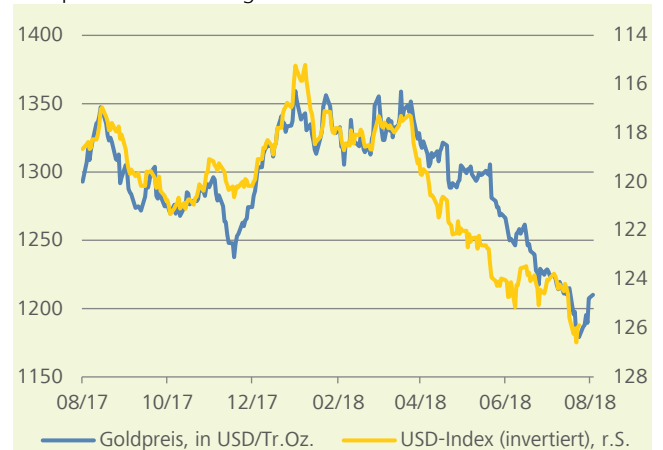
Iranische Ölproduktion, in mio. Fass pro Tag



Quelle: EIA, Datastream, Vontobel Asset Management

Starker US-Dollar, schwaches Gold

Goldpreis und handelsgewichteter USD-Index



Quelle: Datastream, Vontobel Asset Management

Die Politik als möglicher Stolperstein für den Euro

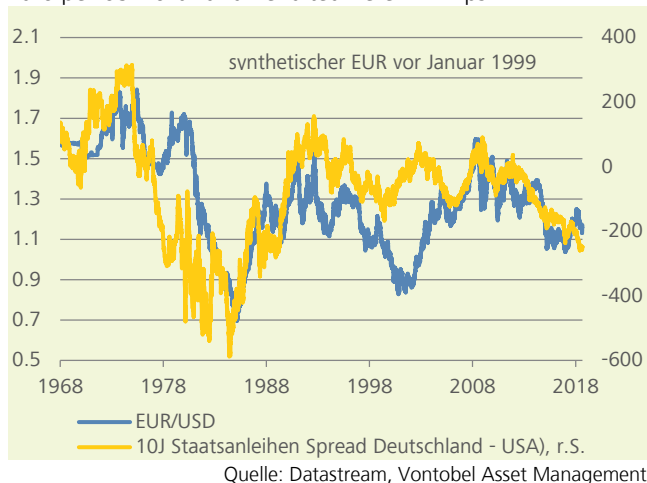
Die von uns erwartete Zinserhöhung der Europäischen Zentralbank im Jahr 2019 spricht für eine Erholung der europäischen Währungen gegenüber dem Dollar. Deren Aufwärtstrend stehen jedoch politische Risiken auf globaler und europäischer Ebene im Weg. Diese werden wohl auch über die Frankenentwicklung entscheiden.

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat jüngst recht deutlich signalisiert, dass die lange Phase der Tiefzinsen nächstes Jahr zu Ende gehen wird. Vorausgesetzt, Konjunktur und Inflation ziehen langsam an, dürfte das Frankfurter Gremium in der zweiten Jahreshälfte 2019 die Leitzinsen zum ersten Mal seit 2011 anheben. Ab Frühjahr 2019 dürften Marktteilnehmer in verstärktem Mass höhere Zinsen erwarten, was den EUR im 2019 langsam über die Marke von 1.20 per USD in Richtung fairen Wert (1.28) hieven könnte. Dies basiert auf unserer Einschätzung einer sich im 2019 langsam umkehrenden extremen geldpolitischen Divergenz zwischen Europa und den USA (siehe Grafik 1). Schliesslich erwarten wir, dass in den USA der Ende 2014 begonnene Zinserhöhungszyklus langsam ausklingen wird.

In Anbetracht des lediglich langsam zunehmenden Inflationsdrucks in der Schweiz dürfte die Schweizerische Nationalbank in diesem Szenario in der Lage sein, die Leitzinsen gleichzeitig mit der EZB zu erhöhen. Mit einer generellen Aufwertung des EUR, insbesondere gegenüber dem USD, dürfte auch EUR/CHF wieder in Richtung 1.20 ansteigenden.

Zinswende in Europa 2019 dürfte den Euro längerfristig stützen

Euro per US-Dollar und Renditedifferenz in Bps.



Offene Fragen um italienischen Staatshaushalt

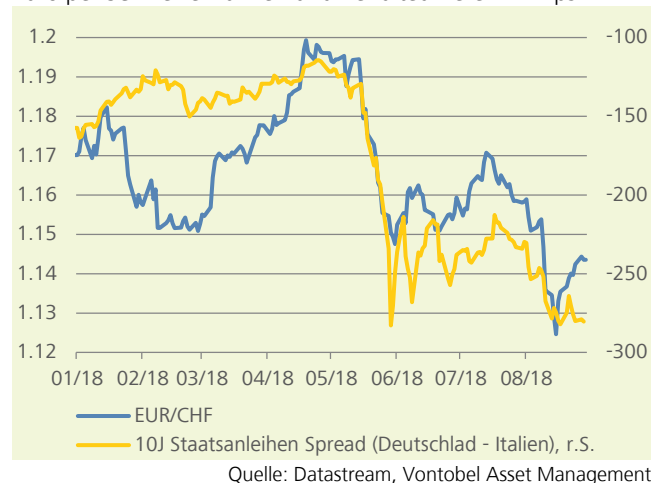
Allerdings begrenzen derzeit unter anderem die schwelenden politischen Risiken in Europa das Potenzial für den Euro. So hat insbesondere die steigende Risikoprämie auf italienische Staatsanleihen die europäische Einheitswährung belastet. Dies wiederum hat den Schweizerfranken aufwerten lassen. Ein offen ausgetragener Budgetstreit zwischen Italien und Brüssel könnte die Risikoprämie in den Herbstmonaten noch weiter deutlich ansteigen lassen. Interventionen der Schweizerischen Nationalbank am Devisenmarkt wären in diesem Fall nötig, um den Franken nicht allzu stark aufwerten zu lassen.

Handelsstreit als weiterer Unsicherheitsfaktor

Kopfzerbrechen bereitet auch der Handelsstreit zwischen den USA und China. Dieser wirkt sich tendenziell negativ auf den Euro aus. Da es seit Monaten kein Treffen auf höchster Ebene zwischen China und den USA gegeben hat, scheint eine Beilegung des Handelskonflikts noch nicht in Reichweite. Das kürzlich verabschiedete Handelsabkommen zwischen den USA und Mexiko zeigt jedoch, dass eine Einigung grundsätzlich möglich ist. Wir sehen eine Chance für einen «Deal» im kommenden November. Bis dahin ist jedoch eine weitere Eskalation des Konflikts zwischen den USA und China nicht ausgeschlossen, bevor es dann doch zu einer Einigung kommt. Eine Eskalation hätte wohl eine Frankenaufwertung zur Folge, da sich Investoren in solche «sichere Anlagen» flüchten würden. Somit bleiben die Risiken einer Frankenaufwertung in der kurzen Frist bestehen.

Je grösser die Renditedifferenz Italiens zu Deutschland, desto negativer für den Euro

Euro per Schweizerfranken und Renditedifferenz in Bps.



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%	10.4%	0%	5%	40%	10.0%	0%	5%	40%	7.5%	0%	5%	40%	6.8%	0%	5%	40%	5.8%
Cash				10.4%				10.0%				7.5%				6.8%				5.8%
Obligationen (angestrebte Laufzeit 6.0 J)	65%	80.0%	95%	69.1%	45%	60.0%	75%	51.2%	25%	40.0%	55%	35.0%	5%	20.0%	35%	17.3%	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%	4.0%	0%	4.0%	14%	4.0%	0%	4.0%	14%	4.0%	0%	4.0%	14%	4.0%	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																				
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	1.0	0.8
Deutschland	0.2	0.5	1.7	1.8	1.8
Eurozone	0.0	0.2	1.5	1.7	1.6
USA	0.1	1.3	2.1	2.4	2.2
China	1.4	2.0	1.6	2.1	2.4
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	-0.60
EUR	-0.32	-0.33	-0.32	-0.35	-0.20
USD	1.00	1.69	2.32	2.70	3.10
JPY	-0.05	-0.02	-0.03	0.00	0.00

Kapitalmarktzinsen

Renditen 10-jährige Staatsanleihen (Jahresende; Rendite in %)

CHF	-0.18	-0.15	-0.09	0.2	0.6
EUR (Deutschland)	0.23	0.45	0.34	0.6	0.9
EUR (PIIGS)	2.01	2.01	2.46	2.4	2.7
USD	2.45	2.41	2.86	3.0	3.2
JPY	0.04	0.05	0.12	0.1	0.1

Wechselkurse

Jahresende

EUR/CHF	1.07	1.17	1.12	1.16	1.20
USD/CHF	1.02	0.97	0.97	0.99	0.98
JPY/CHF (pro 100 JPY)	0.87	0.86	0.87	0.90	0.96
EUR/USD	1.05	1.20	1.16	1.17	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	1200	1250	1290

*03.09.2018

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.