

## Anlagepolitik – Oktober 2018

Investment Office Raiffeisen Gruppe

Auftakt zu einem versöhnlichen Schlussquartal?

Raiffeisenbank Genève Ouest, Geschäftsstelle Quartier de l'Etang

Architekt: Favre & Guth SA, architectes ingénieurs et associés

Fotograf: Claudio Merlini, Architekturfotografie

**RAIFFEISEN**

# Inhalt

Taktische Asset Allokation im Überblick	3
Marktkommentar <b>Auftakt zu einem versöhnlichen Schlussquartal?</b>	4
Konjunktur <b>Italiens Budgetplan sorgt für Besorgnis</b>	5
Obligationen <b>Italien verursacht Schwankungen am Obligationenmarkt</b>	6
Aktien <b>Italiens Budgetdebatte belastet die Banken</b>	8
Alternative Anlagen <b>Erdölpreise im Aufwind</b>	10
Währungen <b>Der Euro im Zeichen von politischen Risiken</b>	11
Portfolio-Übersicht	12
Prognosen	13

Hinweis zum Redaktionsschluss:

Sofern nicht anders vermerkt wurden die aktuellen Entwicklungen berücksichtigt bis:  
Donnerstag, 27. September 2018; 20:00

# Taktische Asset Allokation im Überblick

Anlageklasse	untergewichtet		neutral	übergewichtet	
	stark	leicht		leicht	stark
<b>Cash</b>				o	
<b>Obligationen (angestrebte Laufzeit: 6.0 J.)*</b>		o			
CHF mit hoher bis mittlerer Kreditqualität		o			
Fremdwährung mit hoher bis mittlerer Kreditqualität (hedged)		o			
Tiefe Kreditqualität (hedged)			o		
Schwellenländer (hedged)			o		
<b>Aktien</b>		o			
Schweiz			o		
Global		o			
Aktien Europa		o			
Aktien USA		o			
Aktien Japan			o		
Aktien Schwellenländer			o		
<b>Alternative Anlagen</b>				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		
<b>Laufzeiten CHF</b>					
1 bis 3 Jahre	o				
3 bis 7 Jahre		o			
7 und mehr Jahre	o				

\*Durchschnittliche Laufzeit des Obligationenportfolios  
o = Gewichtung im Vormonat

## Kernbotschaften

- Der Oktober dürfte geprägt sein zwischen der Hoffnung auf eine Jahresendrally im Schlussquartal und möglichen (politischen) Störquellen. Wir halten in diesem Umfeld eine Beibehaltung unserer taktischen Positionierung bei den Hauptanlageklassen für angebracht.
- Die angespannte Situation in Italien dürfte weiterhin für hohe Schwankungen bei italienischen Obligationen führen. Gleichzeitig steigen die Renditen von sicheren Häfen wie den Staatsanleihen aus den USA, Deutschland und der Schweiz leicht an, bleiben aber für Investoren noch zu wenig attraktiv. Für Obligationen aus Schwellenländern und Hochzinsanleihen bleiben wir neutral positioniert.
- Der US-Wirtschaftsmotor brummt und auch global gehen wir von einem soliden Wachstum aus. Die breit abgestützte Robustheit der Schweizer Wirtschaft, für die wir neu ein Wachstum von 3.1% erwarten, gibt dem Aktienmarkt ein solides Fundament. Europäische Bankaktien scheinen günstig bewertet.

# Marktkommentar

## Auftakt zu einem versöhnlichen Schlussquartal?

**Der Oktober dürfte geprägt sein zwischen der Hoffnung auf eine Jahresendrally im Schlussquartal und möglichen (politischen) Störquellen. Wir halten in diesem Umfeld eine Beibehaltung unserer taktischen Positionierung für angebracht.**

Mit dem Oktober ist ein Börsenjahr ins Schlussquartal gestartet, welches für die Anleger bislang durchzogen ausgefallen ist (siehe Grafik). Umso mehr ruht die Hoffnung auf eine Jahresend-Rally, welche das Börsenjahr 2018 doch noch versöhnlich ausklingen lässt. Voraussetzung für einen solchen Endspurt ist jedoch, dass die Märkte Stolperfallen relativ unbehelligt umgehen können, welche in den kommenden Monaten vor allem auf politischer Seite lauern. Zu nennen sind hier die Budgetverhandlungen in Italien, die einmal mehr Alarmstimmung in der Eurozone auslösen. Ebenfalls bleibt der Handelskonflikt zwischen den USA und China ein permanenter Unruheherd für die Märkte. Und diesbezüglich sollte man nicht dem Trugschluss unterliegen, dass eine allfällige demokratische Senatsmehrheit nach den midterms zu einer wesentlichen Entspannung führen würde. Denn ein solches Kräfteverhältnis im US-Parlament dürfte eher zu mehr Blockaden in der amerikanischen Politik sorgen führen und damit die Marktunsicherheiten nicht aus dem Weg räumen. Und schliesslich präsentieren sich die Verhandlungen zum EU-Austritt Grossbritanniens zusehends festgefahren und ein ungeordneter Brexit scheint je länger desto wahrscheinlicher zu werden.

Wie die Märkte auf diese möglicherweise aufkeimender Unruhen gewappnet sind, dürfte nicht zuletzt von der einsetzenden

Berichtssaison zum Q3 abhängen. Am Schweizer Markt liegt das Augenmerk dabei insbesondere auf den grossen defensiven Titeln, die zumindest kleine Kursgewinne verzeichnen müssten, um gerade im SMI für Impulse sorgen zu können, die den Leitindex wieder auf die rund 9600 Punkte vom Januar anschieben würden. Auch Schweizer Small & Mid Caps verzeichnen ein wenig inspiriertes Jahr, insbesondere gemessen am fulminanten Vorjahr (siehe Grafik). Die breit abgestützte Robustheit der Schweizer Wirtschaft, für die wir neu ein Wachstum von 3.1% erwarten, gibt dem Markt ein solides Fundament.

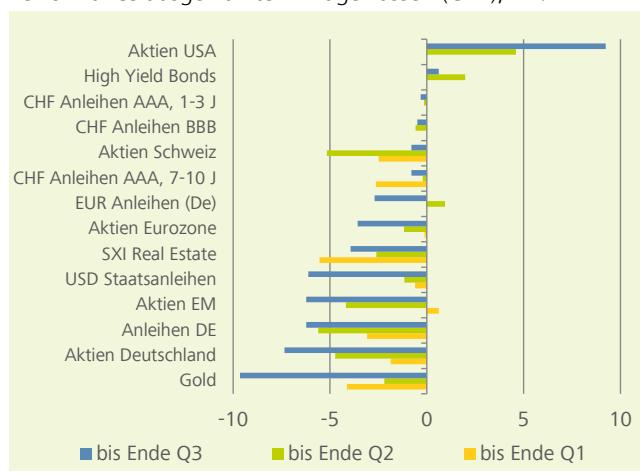
Global gesehen dürfte vor allem der amerikanische Berichtsreigen für Unterstützung sorgen, welcher traditionell von den Banken eröffnet wird. Die guten Vorgaben aus den ersten beiden Quartalen sollten sich auch im dritten Quartal in einem satten Gewinnwachstum manifestieren.

In diesem Umfeld sehen wir uns in der zurückhaltenden Positionierung bestätigt und halten die empfohlene taktische Aktienquote weiterhin bei einem leichten untergewicherten. Ebenfalls bei einem leichten untergewichten belassen wir die Empfehlung bei den Obligationen, für die sich im Oktober zwar keine Verschlechterung abzeichnet, die Zinssituation insgesamt aber nach wie vor wenige befriedigende Renditemöglichkeit bietet. Eine solche verorten wir – zumindest relativ gesehen – weiterhin bei den alternativen Anlagen, weshalb wir weiterhin eine starke (alternative Strategien), bzw. eine leichte Übergewichtung (indirekte Immobilienanlagen sowie Gold) als angezeigt erachten. Aufgrund wahrscheinlichen Angebotsrückgangs erhöhen wir bei Öl zudem die Empfehlung auf neutral.

[santosh.brivio@raiffeisen.ch](mailto:santosh.brivio@raiffeisen.ch)

### 2018: Bislang ein schwieriges Jahr

Performance ausgewählter Anlageklassen (CHF), in %



Quelle: Bloomberg, Investment Office Raiffeisen Gruppe

### Large Caps liegen 2018 hinter Small & Mid Caps zurück

Performance, indexiert (100 = 1.1.2018)



Quelle: Bloomberg, Investment Office Raiffeisen Gruppe

## Italiens Budgetplan sorgt für Besorgnis

**Die Verschärfung des US-Chinesischen Handelsstreits gefährdet den momentan soliden Konjunkturverlauf. Daneben sind die politischen Risiken für Wirtschaft und Finanzmärkte in Europa mit der neuen italienischen Regierung weiterhin hoch. Der italienische Budgetplan dürfte dies kaum ändern.**

Neben der weiteren Verschärfung des Handelsstreits zwischen den USA und China, verorten wir auch innerhalb von Europa zwei grösere politische Unsicherheiten für den zukünftigen Verlauf der Konjunktur: Der Austritt Grossbritanniens aus der EU (Brexit) und die EU-skeptische Regierung Italiens. Bis Ende Jahr sollte es in beiden Punkten mehr Klarheit geben, doch der Weg dahin dürfte holprig werden. Nach den Wahlen im vergangenen März kamen Matteo Salvinis Lega und Luigi Di Maios «Movimento 5 Stelle» (M5S) an die Macht und machte Wahlversprechen in Milliardenhöhe, die sie nur mit einem Budget einhalten können, das die Verschuldungssituation verschärft. Andererseits ist das nun präsentierte Budget mit einem veranschlagten Defizit von über 2 Prozent (siehe Grafik) auch nicht EU-regelkonform. Das Ringen um das Budget 2019 wird den Konjunkturausblick weiterhin trüben. Wir erwarten aber bei Abstrichen bei den Wahlversprechen eine Verschiebung der Wählerpräferenzen, welche die M5S härter treffen dürfte als die Lega. So sähen wir eine erhöhte Chance für Neuwahlen im kommenden Jahr, in denen die «vereinte Rechte» (Lega, Forza

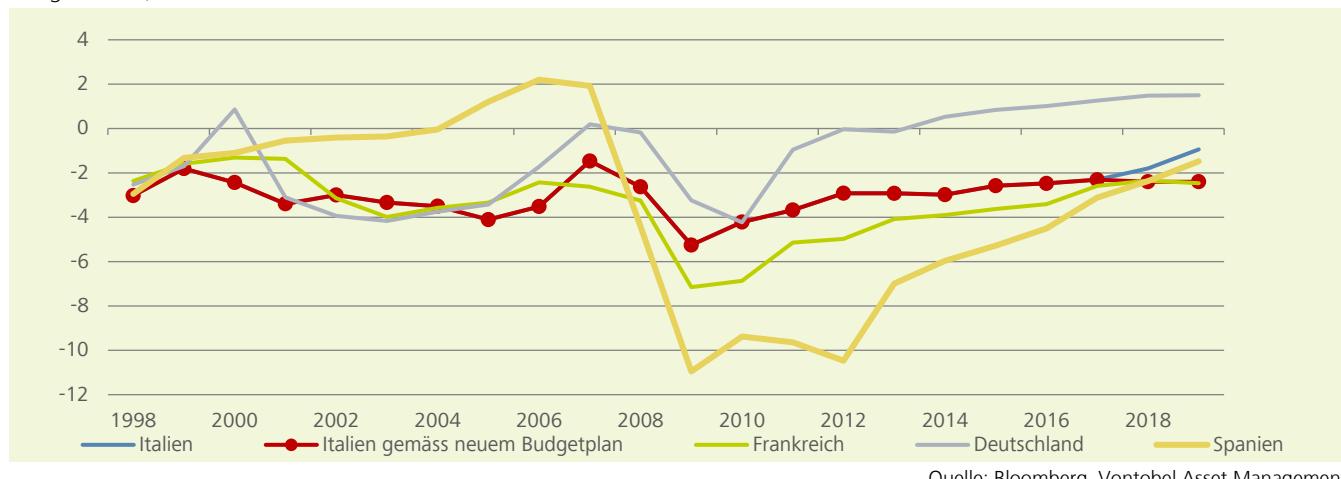
Italia und Fratelli d’Italia) eine Mehrheit im Parlament erzielen könnte. Aus mittelfristiger Anlegerperspektive wäre eine starke «vereinte Rechte» ein positives Zeichen – dürfte dann doch die kostenintensive Ausdehnung der Umverteilung gebremst und die Staatsfinanzen in ruhigere Gewässer geleitet werden. Die Finanzmärkte reagierten deutlich auf die neuen Budgetpläne. So war seit deren Bekanntgabe ein Renditeanstieg ersichtlich. Das Land dürfte auch längerfristig zusätzliche Probleme erhalten, hat doch die neue Regierung den Weg wachstumsfördernder Reformen verlassen, indem sie bereits eine Arbeitsmarktreform zurückgedreht hat. So scheint es, dass unter der aktuellen Regierung auch längerfristig die Weichen wieder in Richtung mehr Schulden und weniger Strukturreformen gestellt werden.

### Die Schweizer Wirtschaft läuft auf Hochtouren

Ganz im Gegenteil zur abfallenden Wirtschaftsleistung in Italien, die im laufenden Jahr nur etwas über 1 Prozent Wachstum erreichen dürfte, laufen die Wirtschaftsmotoren in der Schweiz auf Hochtouren. Das Bundesamt für Statistik hat die Wirtschaftsleistung in mehreren vergangenen Quartalen deutlich nach oben revidiert und die aktuellen Firmenumfragen deuten für die kommenden Quartale auf ein höheres Wirtschaftswachstum hin. Wir haben darum unsere Wachstumsprognose für das laufende Jahr deutlich nach oben auf 3.1% revidiert, während wir aufgrund noch brachliegenden wirtschaftlichen Potenzials weiterhin einen gemässigten Inflationsausblick von deutlich unter 2 Prozent prognostizieren.

### Das Italienische Budget wäre auf gutem Weg gewesen

Budgetdefizit, in % des BIP



Quelle: Bloomberg, Vontobel Asset Management

# Obligationen leicht untergewichtet

## Italien verursacht Schwankungen am Obligationenmarkt

**Im September setzten italienische Anleihen von ihren schwachen Niveaus zu einer kurzen Erholungsrally an – die dann von der Budgetdebatte scharf gestoppt wurde. Ob sich der Aufwärtstrend wieder fortsetzt, hängt vom Staatsbudget 2019 und den Entscheidungen der Ratingagenturen ab.**

Vor einigen Monaten erlebten die italienischen Anleihen eine Verkaufswelle, weil die Angst umging, die neue euroskeptische Regierung des Landes könnte den Kurs in Richtung einer haushaltspolitischen Nachhaltigkeit gefährden. Der Risikoaufschlag zwischen zehnjährigen italienischen Staatsanleihen und ihren deutschen Pendants weitete sich im Mai von 1.2 Prozent auf fast 3 Prozent aus und sorgte für Verunsicherung an den europäischen Märkten.

Im September setzten die italienischen Anleihen hingegen zu einer temporären Erholungsrally an, was vor allem dem italienischen Finanzminister Giovanni Tria zu verdanken war. Dieser hatte angekündigt, dass der Haushaltsentwurf für 2019 ein Defizit beinhalten würde, das deutlich unter dem EU-Limit von 3 Prozent des BIP liegt. Daraufhin sank der Spread der zehnjährigen italienischen gegenüber deutschen Staatsanleihen von 3% auf 2.4%, bevor die zerstörten Hoffnungen auf ein zurückhaltendes Budget die Risikoaufschläge wieder ansteigen liessen

Vergleicht man die aktuelle Renditedifferenz zwischen italienischen und deutschen Papieren mit dem während der Eurokrise 2012 verzeichneten Niveau, erscheinen die Risiken in Italien recht niedrig (siehe Grafik 1).

Der Risikoappetit für italienische Staatspapiere ist aber mit dem ausufernden Budgetplan wieder eingebrochen. Auch wenn die Verfallsrenditen interessant erscheinen, bleiben Engagements in diesem Segment hoch spekulativ. Potential bieten diese Papiere erst, wenn das italienische Haushaltsdefizit für 2019 zwischen die Staatsverschuldung nicht ausufern lässt und die Ratingagenturen das aktuelle BBB-Rating bestätigen oder höchstens um eine Stufe senken. Viel wird davon abhängen, wie gut der Finanzminister die Haushaltsdisziplin mit den Ausgabenforderungen der Hauptregierungsparteien noch in Einklang bringen kann.

Die angespannte Situation in Italien dürfte weiterhin für hohe Schwankungen bei italienischen Obligationen führen. Gleichzeitig steigen die Renditen von sicheren Häfen wie den Staatsanleihen aus den USA, Deutschland und der Schweiz leicht an, bleiben aber für Investoren noch zu wenig attraktiv. Wir halten daher an unserer Präferenz für Hochzinsanleihen mit einer Rendite von über 6 Prozent in US Dollar und einer voraussichtlich deutlich niedrigeren Volatilität als bei zehnjährigen italienischen Papieren mit 2.8 Prozent Rendite fest. Auch für Schwellenländer-Anleihen bleiben wir neutral positioniert.

### Risikoaufschläge für italienische Anleihen sind immer noch hoch

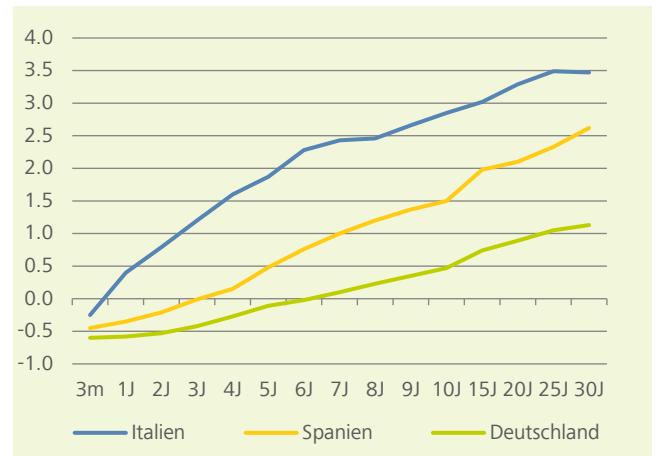
Anleihespreads, in Bps.



Quelle: Bloomberg, Vontobel Asset Management

### Aufgrund der Zurückhaltung der Anleger versteilert sich die italienische Renditekurve

Staatsanleihen-Renditen, in Prozent



Quelle: 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 repatrierte 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 bei neutral belassen.

## = 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.



# Aktien leicht untergewichtet

## Italiens Budgetdebatte belastet die Banken

**Tiefe Zinsen in Europa waren ein wesentlicher Grund, weshalb EU-Bankaktien in den letzten Jahren ein eher schlechtes Investment waren. Am Horizont zeichnet sich auch in Europa die Zinswende ab. Aber eine Entspannung bei den politischen Problemen in Italien wäre nötig, um den Banken Rückenwind zu verleihen.**

Seit dem Ausbruch der Finanzkrise vor zehn Jahren haben sich die Aktienkurse im Durchschnitt sehr gut entwickelt – mit grossen regionalen Unterschieden. So haben z.B. US-Aktien deutlich besser abgeschnitten als europäische Aktien.

Seit der Finanzkrise 2008 hatte Europa mit verschiedenen „Folge“-Krisen zu kämpfen, wie z.B. der Griechenlandkrise 2010 oder der Eurokrise 2012. Aktuell beschäftigt die politische Situation in Italien sowie die noch ungeklärte Brexitfrage die Märkte. Krisen dieser Art hatten stets eine ähnliche Wirkung auf die Finanzmarkte: die Risikoaversion nahm zu, das Zinsniveau für nicht direkt betroffene Anlagen sank.

Das wesentliche Geschäft der Banken besteht aber darin, Geld von Sparern anzunehmen, dieses in Form von Darlehen wieder zu verleihen und an der Zinsmarge zu verdienen. Wenn die Risikoaversion steigt, fällt die Kreditnachfrage. Das allein belastet schon das Kerngeschäft. Sinkt auch das Zinsniveau verstärkt sich dieser negative Effekt auf die Banken. Das ist einer der wesentlichen Gründe, warum Bankaktien in Europa der Entwicklung des Gesamtmarktes hinterherliefen.

### Wie sich Zinsunterschiede auf die Performance von Banken auswirken

Entwicklung von Bankenaktien und Zinsdifferenz



Quelle: FactSet, Vontobel Asset Management

Entsprechend ermöglichte das höhere Zinsniveau in den USA den US-Banken ihre Profitabilität zu steigern und ihre europäischen Konkurrenten hinter sich zu lassen (siehe Grafik). Dieser Unterschied spiegelt sich direkt in der schwachen, relativen Performance der Banken auf dem alten Kontinent wider.

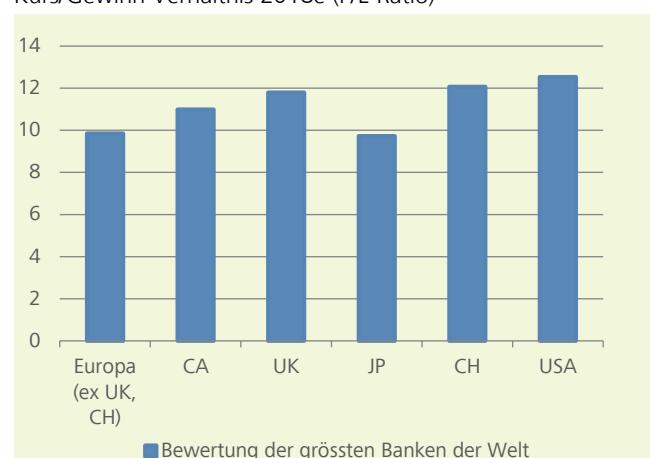
Vor diesem Hintergrund scheint es auf den ersten Blick erstaunlich, dass sowohl US- als auch EU-Banken aktuell auf ähnlichen P/E-Ratios von 10x-12x handeln. Der Unterschied in der Bewertung offenbart sich aber erst beim Blick auf das Kurs-/Buchwert Verhältnis – auch P/B genannt.

Gruppiert nach Ländern, liegt das P/B-Ratio der Banken v.a. in Japan und in der EU unter 1.0x, was sich durch das tiefe Zinsniveau und damit einhergehend eine tiefere Rendite auf das eingesetzte Eigenkapital (ROE) erklären lässt. Insbesondere italienische Banken wie Intesa oder Unicredit sind sehr günstig bewertet und notieren auf P/B-Ratios von 0.8x bzw. 0.6x. Hier preist der Markt zusätzlich noch eine höhere Risikoprämie für den Fall eines Austritts Italiens aus der Eurozone ein.

Die europäischen Banken sind mit der italienischen Budgetdebatte stark unter Druck gekommen. Eine Entspannung an dieser Front wäre nötig, um eine Trendwende einzuleiten. Wenn der Fokus wieder auf dem an sich guten Wirtschaftswachstum in Europa liegt und die Zinsen leicht ansteigen, würden die europäischen Banken und gerade auch die in Italien profitieren.

### Europäische Banken sind vergleichsweise günstig bewertet

Kurs/Gewinn Verhältnis 2018e (P/E Ratio)



■ Bewertung der grössten Banken der Welt

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

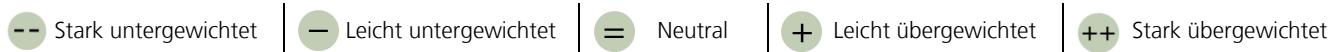
Mit Indexständen nahe den Allzeithochs ist bereits einiges eingepreist, und insbesondere bei den Technologiewerten fällt die Bewertung auf Basis des Kurs-/Gewinnverhältnisses weiterhin teuer aus. Die Schweiz ist taktisch im Vorteil.

## = 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.



# Alternative Anlagen leicht übergewichtet

## Erdölpreise im Aufwind

**Unseres Erachtens steigt die Wahrscheinlichkeit, dass die Erdölpreise wieder gegen die Marke von 100-US-Dollar pro Fass marschieren. Davon könnte auch der Goldpreis profitieren, welcher jüngst unter der Stärke der US-amerikanischen Währung zu leiden hatte.**

Die Lage an den Erdölmärkten spitzt sich immer mehr zu. Paradoxerweise ist der Auslöser der momentanen Angebotsknappheit dieselbe Person, welche öffentlich die hohen Erdölpreise stetig kritisiert: US-Präsident Donald Trump. Bis vor kurzem konnten sich die Preise auch dank den zahlreichen Tweets des Präsidenten, welcher die OPEC dabei zu einer höheren Produktion auffordert, unter der Marke von 80 US-Dollar halten. Doch mehr und mehr wird den Marktteilnehmern bewusst, dass die aggressive Aussenpolitik vom republikanischen Präsidenten – speziell jene gegen den Iran – die globale Angebots-Nachfrage-Situation aus dem Lot bringen könnte.

Wir erachten ein Szenario von 100 US-Dollar pro Fass Erdöl für das nächste Jahr nicht mehr für ausgeschlossen (siehe Chart 1). Wir sehen derzeit keinen globalen Erdölproduzenten, der dem Produktionsverlust des Irans sowie der gleichzeitig weltweit wachsenden Erdölnachfrage entgegenwirken könnte. Die US-Schieferölindustrie, welche für den Grossteil des Angebotswachstums in den letzten Jahren verantwortlich war, ist in ihrem Wachstumspotential aufgrund mangelnder Abtransport-

Kapazitäten beschränkt. Die OPEC ihrerseits scheint gemäss jüngsten Kommentaren trotz des Drucks von Donald Trump nicht an einer Produktionserhöhung interessiert zu sein. Zudem sind die freien Kapazitäten des Erdölkartells so dürftig wie seit langem nicht mehr.

Obwohl all diese Faktoren für höhere Erdölpreise sprechen, scheint dies die Investorenlandschaft derzeit wenig zu kümmern. Auch die Presse publiziert kaum Artikel zu einem potentiell anstehenden Erdölpresausschlag nach oben. Diese Gleichgültigkeit der Finanzmärkte und der Öffentlichkeit verstärkt unsere Ansicht, dass die Welt im nächsten Jahr von Erdölpreise um oder sogar über 100 US-Dollar überrascht werden könnte.

### Kann auch Gold profitieren?

In den vergangenen Monaten haben wir immer wieder darauf hin gewiesen, dass der Goldpreis derzeit primär von der Stärke der US-amerikanischen Währung getrieben wird. Dies gilt weiterhin: Der Goldpreis wird es in einem Umfeld eines stärkeren US-Dollar schwierig haben. Die Edelmetalle könnten jedoch von einer anderen Seite Unterstützung bekommen. Erleben wir in den nächsten Monaten einen stärkeren Erdölpresianstieg, dürfte auch Gold profitieren. Dies zeigt uns ein Blick in die Vergangenheit, in welcher starke Erdölpresausschläge stets auch die Goldpreise nach oben zogen (siehe Chart 2). Wir bleiben daher für Gold vorsichtig optimistisch positioniert.

### Erdölpreise haben sich bereits deutlich von ihrem Tief von Anfang 2016 entfernt

Preis für Erdöl der Sorte Brent, in USD/Fass



### Steigende Ölnotierungen als Unterstützung für den Goldpreis?

Phasen starker Erdölpresianstiege und Goldpreis



# Währungen

## Der Euro im Zeichen von politischen Risiken

**Die Stabilisierung europäischer Konjunkturdaten sowie eine optimistischere EZB haben für eine Erholung des Euros, Frankens aber auch skandinavischer Währungen gesorgt. Ob sich dieser Trend fortsetzt hängt auch von Risiken wie Handelspolitik und italienischen Budget ab. Diese bleiben unser Erachtens beträchtlich.**

Seit den Tiefständen im August hat sich EUR/USD wieder erholt können und zwischenzeitig zum ersten Mal seit Juni wieder an der 1.18 Marke kratzen können (Grafik 1). Getrieben wurde die Erholung von mehreren Entwicklungen. Sich stabilisierende Konjunkturdaten in der Eurozone gepaart mit den jüngsten Kommentaren von EZB-Offiziellen haben den Euro fundamental stützen können. Während Jens Weidmann von der deutschen Bundesbank die Finanzmarktrisiken bei einer zu expansiven Geldpolitik in den Vordergrund rückt, haben Mario Draghi und Bernd Nowotny mittlerweile mehr Zuversicht, dass die Kerninflation in naher Zukunft wieder anzieht. Letzteres wäre für uns ein wichtiges Signal für einen anhaltenden Aufwärts-trend des Euros.

Allerdings stehen der sich langsam aufbauenden fundamentalen Unterstützung des Euros weiterhin grosse politische Risiken gegenüber. Das Budget in Italien darf nicht ausufern. Auch eine Eskalation des Handelsstreits zwischen USA und China bleibt ein grosses Risiko. Somit bleibt unser mittel- bis längerfristig konstruktive Euro-Ausblick bis auf weiteres mit Risiken behaftet.

### Seit August konnte sich der Euro gegenüber dem US-Dollar spürbar erholen

Synthetischer Euro vor Januar 1999



Quelle: Datastream, Vontobel Asset Management

Jüngst haben sicherlich Zuflüsse in den «sicheren Hafen» Schweiz den Franken wieder gestärkt. Ein Grund für die Aufwertung des Frankens sehen wir aber auch in den starken Konjunkturdaten der Schweiz. So stieg das reale BIP-Wachstum der Schweiz im Q2 auf 3.4% (yoy). Allerdings sind wir weiterhin davon überzeugt, dass der moderate Inflationsdruck in der Schweiz es der SNB ermöglicht, die Geldpolitik erst bei einem Zinsschritt der EZB zu normalisieren.

### Schwellenländerwährungen atmen auf

Die jüngste Dollarschwäche ist neben den angeführten Gründen auch der Tatsache geschuldet, dass der Handelsstreit bisweilen noch keinen signifikanten Effekt auf die Weltwirtschaft genommen hat. Dies kann zwar jederzeit geschehen, insbesondere wenn die USA die Zölle im Januar 2019 auf chinesische Importe erhöhen, jedoch bleibt bis dahin noch Zeit für einen Kompromiss. Dies scheinen die Investoren derzeit zum Anlass zu nehmen, die überverkauften Schwellenländerwährungen zu kaufen. Dennoch wollen wir betonen, dass die Wachstumsdivergenzen zwischen den Schwellenländern (Grafik 2) und den Entwickelten Ländern (insbesondere den USA) nicht für eine starke Rally sprechen. Für eine nachhaltige deutliche Erholung von Schwellenländerwährungen erachten wir jedoch mindestens eine der folgenden Entwicklungen als unabdingbar: Erstens die Konjunkturdaten in Schwellenländern ziehen merklich an (Grafik 2); zweitens der Handelsstreit zwischen den USA und China wird beigelegt oder drittens die Fed verkündet eine Pause ihres Zinserhöhungszyklus.

### EM-FX: Konjunkturdaten legen keine starke Rally nahe

BIP gewichtet, 3-Monatsdurchschnitt, in % der Indikatoren im Aufschwung



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.					
<b>Liquidität</b>	0 %	5%	25%	<b>9.9%</b>	0 %	5%	40%	<b>9.5%</b>	0 %	5%	40%	<b>7.0%</b>	0 %	5%	40%	<b>6.3%</b>				
Cash																<b>5.3%</b>				
<b>Obligationen (angestrebte Laufzeit 6.0</b>	65%	<b>80.0%</b>	95%	<b>69.1%</b>	45%	<b>60.0%</b>	75%	<b>51.2%</b>	25%	<b>40.0%</b>	55%	<b>35.0%</b>	5%	<b>20.0%</b>	35%	<b>17.3%</b>				
CHF mit hoher bis mittlerer Kreditqualität	25%	40.0%	55%	<b>30.2%</b>	10%	25.0%	40%	<b>18.0%</b>	1%	16.0%	31%	<b>11.5%</b>	0%	7.0%	22%	<b>5.0%</b>				
FW mit hoher bis mittlerer Kreditqualität (hedged)*	15%	30.0%	45%	<b>29.9%</b>	10%	25.0%	40%	<b>24.2%</b>	1%	16.0%	31%	<b>15.5%</b>	0%	6.0%	21%	<b>5.8%</b>				
Tiefe Kreditqualität (hedged)**	0%	4.0%	14%	<b>4.0%</b>	0%	4.0%	14%	<b>4.0%</b>	0%	4.0%	14%	<b>4.0%</b>	0%	4.0%	14%	<b>4.0%</b>				
Schwellenländer (hedged)	EM CHF Hedged	0%	6.0%	16%	3.0%	0%	6.0%	16%	3.0%	0%	4.0%	14%	2.0%	0%	3.0%	13%	1.5%			
	EM Local Currency	0%	0.0%	10%	2.0%	0%	0.0%	10%	2.0%	0%	0.0%	10%	2.0%	0%	0.0%	10%	2.0%			
<b>Aktien</b>	0 %	<b>0.0%</b>	0 %	<b>0.0%</b>	5 %	<b>20.0%</b>	35 %	<b>18.3 %</b>	25 %	<b>40.0%</b>	55 %	<b>37.0 %</b>	45 %	<b>60.0%</b>	75 %	<b>54.9 %</b>	65 %	<b>80.0%</b>	95 %	<b>72.8 %</b>
Aktien Schweiz	0%	0.0%	0%	<b>0.0%</b>	0%	10.0%	20%	<b>10.0%</b>	10%	20.0%	30%	<b>20.0%</b>	20%	30.0%	40%	<b>30.0%</b>	30%	40.0%	50%	<b>40.0%</b>
Aktien Global	0%	0.0%	0%	<b>0.0%</b>	0%	8.0%	18%	<b>6.3%</b>	5%	15.0%	25%	<b>12.0%</b>	14%	24.0%	34%	<b>18.9%</b>	23%	33.0%	43%	<b>25.8%</b>
	Aktien Europa (ex CH)	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%	<b>0.0%</b>	0%	2.0%	12%	<b>2.0%</b>	0%	5.0%	15%	<b>5.0%</b>	0%	6.0%	16%	<b>6.0%</b>	0%	7.0%	17%	<b>7.0%</b>
<b>Alternative Anlagen</b>	0 %	<b>15.0%</b>	30 %	<b>21.0%</b>	0 %	<b>15.0%</b>	30 %	<b>21.0%</b>	0 %	<b>15.0%</b>	30 %	<b>21.0%</b>	0 %	<b>15.0%</b>	30 %	<b>21.5%</b>	0 %	<b>15.0%</b>	30 %	<b>21.9%</b>
Alternatiave Strategien (CHF Hedged)	0%	4.0%	14%	<b>7.0%</b>	0%	4.0%	14%	<b>7.0%</b>	0%	4.0%	14%	<b>7.0%</b>	0%	4.0%	14%	<b>7.0%</b>	0%	4.0%	14%	<b>7.0%</b>
Immobilien Schweiz	0%	5.0%	15%	<b>6.0%</b>	0%	5.0%	15%	<b>6.0%</b>	0%	5.0%	15%	<b>6.0%</b>	0%	4.0%	14%	<b>4.8%</b>	0%	3.0%	13%	<b>3.6%</b>
Edelmetalle	0%	3.0%	13%	<b>5.0%</b>	0%	3.0%	13%	<b>5.0%</b>	0%	3.0%	13%	<b>5.0%</b>	0%	4.0%	14%	<b>6.7%</b>	0%	5.0%	15%	<b>8.3%</b>
Rohstoffe	0%	3.0%	13%	<b>3.0%</b>	0%	3.0%	13%	<b>3.0%</b>	0%	3.0%	13%	<b>3.0%</b>	0%	3.0%	13%	<b>3.0%</b>	0%	3.0%	13%	<b>3.0%</b>
<b>Total</b>	<b>100 %</b>		<b>100.0 %</b>		<b>100 %</b>		<b>100.0 %</b>		<b>100 %</b>		<b>100.0 %</b>		<b>100 %</b>		<b>100.0 %</b>					
<b>Fremdwährung</b>	6 %		<b>8.0 %</b>		16 %		<b>16.3 %</b>		26 %		<b>25.0 %</b>		37 %		<b>34.6 %</b>		<b>48 %</b>		<b>44.1 %</b>	
Aktuelle Quote***																				
USD	6%		<b>8.0 %</b>		12%		<b>13.5 %</b>		19%		<b>20.0 %</b>		25%		<b>26.2 %</b>		31%		<b>32.3 %</b>	
EUR	0%		<b>0.0 %</b>		3%		<b>1.8 %</b>		5%		<b>3.0 %</b>		9%		<b>5.4 %</b>		13%		<b>7.8 %</b>	
JPY	0%		<b>0.0 %</b>		1%		<b>1.0 %</b>		2%		<b>2.0 %</b>		3%		<b>3.0 %</b>		4%		<b>4.0 %</b>	
Max	21%		<b>23.0 %</b>		31%		<b>31.3 %</b>		41%		<b>40.0 %</b>		52%		<b>49.6 %</b>		63%		<b>59.1 %</b>	

\* 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
<b>BIP</b>					
Durchschnittliches jährliches Wachstum (in %)					
Schweiz	1.2	1.4	1.0	3.1	2.0
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
<b>Inflation</b>					
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
<b>3M Libor</b>					
Jahresende (in %)					
CHF	-0.73	-0.75	-0.74	-0.75	-0.50
EUR	-0.32	-0.33	-0.32	-0.35	-0.10
USD	1.00	1.69	2.40	2.85	3.20
JPY	-0.05	-0.02	-0.05	0.00	0.00
<b>Kapitalmarktzinsen</b>					
Renditen 10-jährige Staatsanleihen (Jahresende; Rendite in %)					
CHF	-0.18	-0.15	0.02	0.2	0.6
EUR (Deutschland)	0.23	0.45	0.44	0.6	0.9
EUR (PIIGS)	2.01	2.01	2.54	2.4	2.7
USD	2.45	2.41	3.06	3.1	3.3
JPY	0.04	0.05	0.14	0.1	0.1
<b>Wechselkurse</b>					
Jahresende					
EUR/CHF	1.07	1.17	1.13	1.16	1.20
USD/CHF	1.02	0.97	0.98	0.98	0.97
JPY/CHF (pro 100 JPY)	0.87	0.86	0.86	0.89	0.95
EUR/USD	1.05	1.20	1.15	1.18	1.24
USD/JPY	117	113	114	110	102
<b>Rohstoffe</b>					
Jahresende					
Rohöl (Brent, USD/Barrel)	57	67	85	80	85
Gold (USD/Unze)	1152	1303	1194	1250	1290

\*02.10.2018

**Herausgeber**

Investment Office Raiffeisen Gruppe  
Bohl 17

9004 St. Gallen

[investmentoffice@raiffeisen.ch](mailto:investmentoffice@raiffeisen.ch)

**Internet**

[www.raiffeisen.ch/anlegen](http://www.raiffeisen.ch/anlegen)

**Beratung**

Kontaktieren Sie Ihren Anlageberater oder Ihre lokale Raiffeisenbank

[www.raiffeisen.ch/web/hre+bank+vor+ort](http://www.raiffeisen.ch/web/hre+bank+vor+ort)

**Weitere Publikationen**

Hier können Sie die vorliegende und auch weitere Publikationen von Raiffeisen abonnieren

<https://www.raiffeisen.ch/rch/de/ueber-uns/publikationen/maerkte-und-meinungen/research-publikationen.html>

---

**Rechtlicher Hinweis****Kein Angebot**

Die in dieser Publikation veröffentlichten Inhalte werden ausschliesslich zu Informationszwecken bereitgestellt. Sie stellen also weder ein Angebot im rechtlichen Sinne noch eine Aufforderung oder Empfehlung zum Erwerb resp. Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die Publikation stellt kein Kotierungsinserat und keinen Emissionsprospekt gem. Art. 652a bzw. Art. 1156 OR dar. Die alleine massgeblichen vollständigen Bedingungen sowie die ausführlichen Risikohinweise zu diesen Produkten sind in den jeweiligen rechtsverbindlichen Verkaufsdokumenten (z.B. Prospekt, Fondsvertrag) enthalten. Aufgrund gesetzlicher Beschränkungen in einzelnen Staaten richten sich diese Informationen nicht an Personen mit Nationalität oder Wohnsitz eines Staates, in dem die Zulassung von den in dieser Publikation beschriebenen Produkten beschränkt ist. Diese Publikation ist weder dazu bestimmt, dem Anwender eine Anlageberatung zukommen zu lassen, noch ihn bei Investmententscheiden zu unterstützen. Investitionen in die hier beschriebenen Anlagen sollten nur getätigt werden, nachdem eine entsprechende Kundenberatung stattgefunden hat, und/oder die rechtsverbindlichen Verkaufsdokumente studiert wurden. Entscheide, die aufgrund der vorliegenden Unterlagen getroffen werden, erfolgen im alleinigen Risiko des Anlegers. Weiter verweisen wir auf die Broschüre «Besondere Risiken im Effektenhandel». Bei der aufgeführten Performance handelt es sich um historische Daten, auf Grund derer nicht auf die laufende oder zukünftige Wertentwicklung geschlossen werden kann. Für die Berechnung der Performance daten wurden die bei der Ausgabe und gegebenenfalls bei der Rücknahme der Anteile erhobenen Kommissionen und Kosten nicht berücksichtigt.

**Keine Haftung**

Raiffeisen Schweiz unternimmt alle zumutbaren Schritte, um die Zuverlässigkeit der präsentierten Daten zu gewährleisten. Raiffeisen Schweiz übernimmt aber keine Gewähr für Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der in dieser Publikation veröffentlichten Informationen.

Raiffeisen Schweiz haftet nicht für allfällige Verluste oder Schäden (direkte, indirekte und Folgeschäden), die durch die Verteilung dieser Publikation, deren Inhalt verursacht werden oder mit der Verteilung dieser Publikation im Zusammenhang stehen. Insbesondere haftet sie nicht für Verluste infolge der den Finanzmärkten inhärenten Risiken. Es ist Sache des Kunden, sich über allfällige Steuerfolgen zu informieren. Je nach Wohnsitzstaat können sich unterschiedliche Steuerfolgen ergeben. In Bezug auf allfällige, sich durch den Kauf der Titel ergebende Steuerfolgen lehnen Raiffeisen Schweiz und die Raiffeisenbanken jegliche Haftung ab.

**Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse**

Die Publikation wurde von Raiffeisen Schweiz erstellt und ist nicht das Ergebnis einer Finanzanalyse. Die "Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse" der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg) finden demzufolge auf diese Publikation keine Anwendung.

Der aktuelle Fondsprospekt/-vertrag des/der erwähnten Fonds kann/können bei der jeweiligen Fondsgesellschaft, respektive dem Vertreter in der Schweiz bezogen werden.