



## Anlagepolitik – November 2018

Investment Office Raiffeisen Gruppe

Halbvoll

Raiffeisenbank Mittelrheintal, Hauptsitz Widnau

Architekten: Cristuzzi AG, Widnau | S+L Architektur AG, Widnau  
Fotograf: Roger Oberholzer

**RAIFFEISEN**

# Inhalt

Taktische Asset Allokation im Überblick	3
Marktkommentar	4
<b>Halbvoll</b>	
Konjunktur	5
<b>Handelsstreit: Hoffnung auf glimpflichen Ausgang intakt</b>	
Obligationen	6
<b>Unternehmensanleihen bleiben relativ attraktiv</b>	
Aktien	8
<b>Einstiegschance an den Aktienmärkten</b>	
Alternative Anlagen	10
<b>Ölpreis nur kurzfristig unter Druck</b>	
Währungen	11
<b>Politische Risiken lasten auf dem Euro</b>	
Portfolio-Übersicht	12
Prognosen	13

Hinweis zum Redaktionsschluss:

Sofern nicht anders vermerkt wurden die aktuellen Entwicklungen berücksichtigt bis:  
Donnerstag, 1. November 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. Im Oktober haben sich die Risikoherde – höhere Zinsen, Italien, Brexit, Handelsstreit – zu einer Korrektur am Aktienmarkt kumuliert. Die tieferen Kursen nutzen wir für die Erhöhung der globalen Aktienquote von leicht untergewichtet auf neutral.
2. Trotz leicht gestiegener Zinsen bleibt das Umfeld für Obligationeninvestitionen schwierig. Unternehmensanleihen bilden weiterhin das Schwergewicht in unseren Portfolios, wobei eine Beimischung von Hochzinsanleihen und Obligationen aus Schwellenländern weiterhin angezeigt bleibt.
3. Chancen machen wir auch bei den Alternativen Anlagen aus, beispielsweise beim Goldpreis. Auch für Immobilienanlagen und Alternative Strategien halten wir weiterhin an einer leichten Übergewichtung fest.

# Marktkommentar

## Halbvoll

**Im Oktober haben sich die Risikoherde – höhere Zinsen, Italien, Brexit, Handelsstreit – zu einer Korrektur am Aktienmarkt kumuliert. Die tieferen Kurssen und damit günstigeren Bewertungen nutzen wir für die Erhöhung der globalen Aktienquote von leicht untergewichtet auf neutral. Euphorie ist allerdings aufgrund der unsicheren Konjunkturperspektiven und der weiteren Zinsnmalisierung in den USA nicht angezeigt.**

Die Frage nach dem halvollen oder dem halbleeren Glas hatten wir an dieser Stelle bereits im Sommer diskutiert. Damals wie heute standen solide Konjunkturdaten und gute Unternehmensgewinne den bekannten Risikoherden (Handelsstreit, Zinserhöhungen, Italien) gegenüber. Wir hatten im Sommer diese Risiken höher eingestuft, mit einer leichten Untergewichtung für die globale Aktienquote und einer neutralen Gewichtung für den relativ defensiven Schweizer Markt. Heute, nach teilweise starken Korrekturen bei den US-Technologiewerten, in der Eurozone oder auch in den Schwellenländern, sind die Risiken zwar nicht beseitigt, aber sie sind in den Aktienkursen besser reflektiert. Der Ausverkauf ist teilweise sogar etwas zu heftig erfolgt. Somit ist das Glas halbvoll und wir erachten die aktuellen Niveaus als taktisches Fenster, die Aktienallokation auf neutral zu erhöhen. Insbesondere scheinen die Eurozone und die Schwellenländer bereit für eine Gegenbewegung. Für eine noch positivere Einschätzung bedarf es einer deutlichen Deeskalation im Handelsstreit zwischen den USA und China. Denn dies würde auch die globalen Wirtschaftsperspektiven

stabilisieren. Die Chancen auf eine Entspannung sind intakt. Das erwartete Treffen der Protagonisten Donald Trump und Xi Jinping während des G20-Treffens Ende November eröffnet die Möglichkeit für einen „Deal“. Dies würde den Aktienmarkt zum Jahresende zusätzlich unterstützen.

Trotzt der leicht zuversichtlicheren Einschätzung für Aktien gehen wir weiterhin von erhöhten Schwankungen an den Finanzmärkten aus. Der Hauptgrund für die Turbulenzen im Oktober verorten wir im forschen Anstieg der US-Langfristzinsen. Die Fortsetzung des eingeschlagenen US-Zinserhöhungspfades in 2019 wurde vom Fed-Vorsitzenden Jerome Powell bereits angekündigt und entspricht auch der aktuellen Markterwartung. Das Potential für negative Überraschungen an der Zinsfront ist somit limitiert.

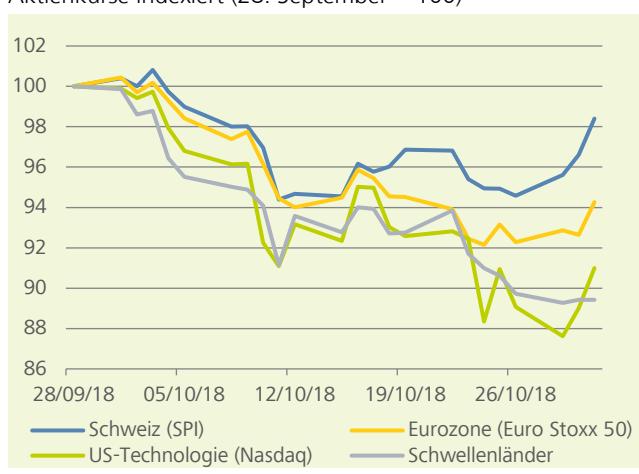
Trotz leicht gestiegener Zinsen bleibt das Umfeld für Obligationeninvestitionen schwierig. Unternehmensanleihen bilden weiterhin das Schwergewicht in unseren Portfolios, wobei eine Beimischung von Hochzinsanleihen und Obligationen aus Schwellenländern weiterhin angezeigt bleibt.

Chancen machen wir auch bei den Alternativen Anlagen aus, beispielsweise beim Goldpreis. Der USD hat im Jahresverlauf gegenüber den Hauptwährungen deutlich aufgewertet, was typischerweise den Goldpreis belastet. Jetzt geht dem Dollaranstieg die Luft aus und die Finanzmärkte dürften insgesamt zwar leicht positiv, aber dennoch schwankungsanfällig bleiben. Das sind gute Perspektiven für Gold, nicht zuletzt zur Portfolio-diversifikation. Denn einen ausreichenden Diversifikation ist insbesondere in unruhigen Märkten unerlässlich.

[roland.klaege@raiffeisen.ch](mailto:roland.klaege@raiffeisen.ch)

### Oktober: Aktienmarkt teilweise mit starker Korrektur

Aktienkurse indexiert (28. September = 100)



Quelle: Bloomberg, Investment Office Raiffeisen Gruppe

### Starker Dollar hat Goldpreis belastet



Quelle: Bloomberg, Investment Office Raiffeisen Gruppe

# Konjunktur

## Handelsstreit: Hoffnung auf glimpflichen Ausgang intakt

**Im September verhängten die USA zusätzliche Zölle auf chinesische Importe und verdreifachten damit die von Zöllen betroffenen US-Importe. Die im Juli zwischen den USA und der EU vereinbarten Handelsgespräche werden erst Anfang nächstes Jahr formell gestartet und könnten endlich nachhaltige Entspannung bringen.**

Ist die US-Wirtschaft gegen die von Trump eingeführten Zölle immun? Schliesslich wies die US-Wirtschaft in den ersten drei Quartalen ein beträchtliches Wirtschaftswachstum von über 3% aus. Auf besondere Widerstandsfähigkeit zu schliessen, wäre ein Trugschluss. Aufgrund der im Februar eingeführten Zölle auf Waschmaschinen stiegen deren Preise um beträchtliche 15%, und die realen Konsumausgaben für Haushaltsgeräte gingen um 7% zurück. Allerdings machen Waschmaschinen einen so geringen Anteil an der US-Wirtschaft aus, dass der Effekt auf die US-Konjunktur vernachlässigbar ist. Ähnliches gilt für die Zölle auf Solarpanel, Aluminium und Stahl. Mit der Einführung von Zöllen auf chinesische Importe im Wert von mittlerweile 250 Mrd. USD erreichen die neu zu verzollende Importe mit 13% sämtlicher US-Importe eine neue Dimension (siehe Tabelle). Sollte Trump 2019 die Zölle auf chinesische Importe im Wert von 200 Milliarden Dollar wie angedroht von 10% auf 25% erhöhen, würden die von Trump implementierten Importzölle Verbraucher und Unternehmen mit 73.3 Mrd. USD belasten.

Während des G20-Treffens in Buenos Aires Ende November könnten Trump und der chinesische Präsident Xi Jinping den Handelskonflikt stoppen. Bleiben die Gespräche ergebnislos, könnte Trump im Dezember noch Zölle auf die restlichen chinesischen Importe in die USA (267 Mrd. Dollar) ankündigen. In diesem Fall müssten wir unsere Wachstumsprognosen für 2019 senken. Bei einer Einigung hingegen könnten wir diese – je nach Ausgestaltung – erhöhen.

Der Handelskonflikt hat die Unternehmensstimmung nicht nur in China, sondern auch in der Eurozone nachhaltig getrübt, in Japan und den USA zumindest gebremst (siehe Grafik). Natürlich versuchen die betroffenen Länder, dem US-Druck auszuweichen. So etwa hebt die momentane Annäherung zwischen Japans und Chinas die Stimmung in der Industrie Japans. Jede erneute Verschärfung der US-Zölle würde aber die globale Industrie erneut in Schrecken versetzen. Die ultimative Eskalationsstufe, US-Import-Zölle auf Autos, käme damit näher. Ein Stillstand bei den US-Autoimporten könnte die Eurozone direkt bis zu 0.3 und Japan sogar bis zu 1 Prozentpunkt des Bruttoinlandproduktes kosten. Ein globaler Handelskrieg würde aber auch die US-Wirtschaft stark treffen und die US-Konsumenten müssten wegen den Zöllen mehr für Autos und andere Produkte ausgeben. Beides wäre negativ für Trumps Popularität. Ebenso hat die Regierung Trump nun offiziell angekündigt, formelle Handelsgespräche mit Japan und der Europäischen Union aufzunehmen. Die Hoffnung auf einen glimpflichen Ausgang besteht weiterhin.

### Bestehende und angedrohte US Einfuhrzölle

Betroffene US-Importe (in USD Mrd.)

Beschreibung	Betroffene US-Importe
<b>Bestehende</b>	
Stahl und Aluminium (25% auf Stahl / 10% auf Alu)	41
Solarzellen und Waschmaschinen (30%)	10.3
Chinesische Güter (25%)	50
Chinesische Güter (10%)	200
<b>Angedroht</b>	
Chinesische Güter (zusätzliche 15% auf total 25%)	200
Chinesische Güter (10%)	267
Autos und ev. Ersatzteile (20%)	317

Quelle: U.S. Trade Representative, U.S. Census Bureau

### Differenz China und Eurozone hat sich eingeengt

Einkaufmanagerindizes



Quelle: Markit, Thomson Reuters Datastream, Vontobel

# Obligationen leicht untergewichtet

## Unternehmensanleihen bleiben relativ attraktiv

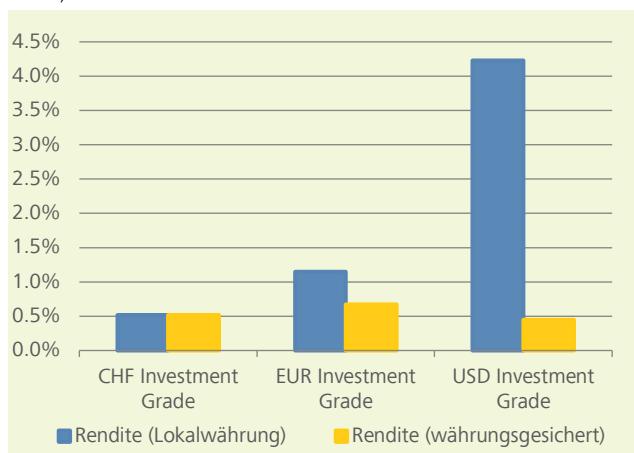
**Angesichts eines heimischen Markts, auf dem es mehr verfügbares Kapital als Anlagegelegenheiten gibt, sind CHF-Unternehmensanleihen gegenüber höheren Zinsen widerstandsfähiger als ihre auf EUR oder USD lautenden Pendants. Aus währungsabgesicherter Sicht bieten Fremdwährungsanleihen von Unternehmen eine attraktive Rendite gegenüber Staatsanleihen.**

CHF-Unternehmensanleihen bieten in der Regel niedrigere Renditen als auf EUR oder USD lautende Unternehmensanleihen. Wenn wir jedoch die Kosten für die Währungsabsicherung von auf EUR oder USD lautenden Unternehmensanleihen in Schweizer Franken untersuchen (zur Eliminierung des Wechselkursrisikos), erhöht sich die relative Attraktivität von CHF-Unternehmensanleihen merklich.

Abbildung 1 zeigt die Verfallsrendite (Yield to Maturity, YTM) von auf CHF, EUR und USD lautenden Unternehmensanleihen sowie die entsprechende vollständig in CHF-abgesicherte Verfallsrendite für die drei Segmente. Auf EUR lautende Unternehmensanleihen bieten nach der Absicherung in Schweizer Franken eine geringfügig attraktivere Rendite als CHF-Unternehmensanleihen. Sie sind somit eine interessante Ergänzung für Portfolios mit CHF-Unternehmensanleihen für in der Schweiz domizilierte Anleger. Neben einer höheren vollständig währungsabgesicherten Verfallsrendite können EUR-Unternehmensanleihen auch deshalb für Schweizer Anleger attraktiv

### Verfallsrenditen von Unternehmensanleihen

CHF-Anleihen und Fremdwährungsanleihen (währungsgesichert)



Quelle: SBI, BofAML, Bloomberg, Vontobel Asset Management

sein, da es deutlich mehr Anleiheemittenten gibt (Diversifikation) und die Liquidität allgemein höher ist – bei geringeren Transaktionskosten. Für Obligationen in USD gilt dies ebenso.

Trotz ihrer geringeren Verfallsrendite sind auf CHF lautende Unternehmensanleihen ebenfalls verhältnismässig attraktiv. Zum einen ist ihre Verfallsrendite nicht wesentlich geringer als die ihrer auf EUR lautenden Pendants, die in Schweizer Franken abgesichert sind. Zudem hat sich, wie Abbildung 2 zeigt, der Markt für CHF-Unternehmensanleihen als widerstandsfähiger gegenüber hohen Zinsen erwiesen. Trotz der höheren Schweizer Zinssätze entlang der Zinskurve lag die Gesamtrendite in den letzten zwölf Monaten bei knapp unter null. Diese Widerstandsfähigkeit geht unter anderem darauf zurück, dass sich viele CHF-Unternehmensanleihen in festem Besitz befinden. Die Anleger veräußern sie selten, auch wenn die Zinsen steigen.

Insgesamt sind wir der Ansicht, dass CHF-Unternehmensanleihen im derzeitigen Umfeld im Vergleich mit CHF-Staatsanleihen relativ attraktiv sind. Gleichermaßen gilt für in Schweizer Franken abgesicherte Fremdwährungsanleihen. Im nach wie vor schwierigen Umfeld für Obligationen empfehlen wir darüber hinaus weiterhin eine Portfoliodiversifikation in Schwellenländeranleihen und Obligationen tieferer Kreditqualität.

### Widerstandsfähige Unternehmensanleihen in CHF

Gesamtrendite von Unternehmensanleihen, indexiert (1. November 2017 = 100)



Quelle: SBI, BofAML, Bloomberg, Vontobel Asset Management

# Obligationen leicht untergewichtet

## – Obligationen hoher bis mittlerer Kreditqualität

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

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

## = Global High-Yield

«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 Kreditkenn-zahlen derzeit deutlich.

## = 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 Positio-nierung vorerst als angezeigt erscheinen.



## Einstiegschance an den Aktienmärkten

**Allgemeine Konjunktursorgen führten im Oktober zu starken Verlusten an den Aktienmärkten und trafen vor allem zyklische Sektoren. Ein Grund für die Skepsis ist der schwelende Handelskonflikt, welcher die Aktienmärkte in Asien inzwischen sehr günstig erscheinen lässt. Hier, aber auch in Europa, bieten sich Einstiegschancen.**

Da der Oktober in den letzten 20 Jahren ein guter Aktienmonat war, kam der jüngste Einbruch für einige vielleicht schon allein deshalb überraschend. Während der MSCI World Index zwischen Jahresbeginn und dem Ende des dritten Quartals, getrieben durch die USA, noch mit knapp +7% im Plus notierte, verlor der Index allein im Oktober knapp -9%.

Zwar entwickelt sich die weltweite Konjunktur weiterhin gut aber der Konjunkturzyklus ist bereits weit fortgeschritten. Im Oktober bekamen die Akteure plötzlich Angst, dass diese gute Konjunktur demnächst einbrechen könnte. Dass die amerikanische Zentralbank die Zinsschraube weiterhin anziehen will, ist ein Grund hierfür. Ein anderer ist die aktuelle Gewinnssaison. Zwar ist diese v.a. in den USA zufriedenstellend, doch haben zahlreiche Unternehmen die Märkte mit einem eher verhaltenen Ausblick für den restlichen Jahresverlauf enttäuscht. In Europa verläuft bereits die aktuelle Gewinnssaison eher schlecht. Hier drücken nicht nur die Gefahr eines Abschwungs, sondern auch der Brexit und Italiens Budgetdebatte die Stimmung.

### Nach Korrektur sind die Bewertungen attraktiver

Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV), Shiller KGV



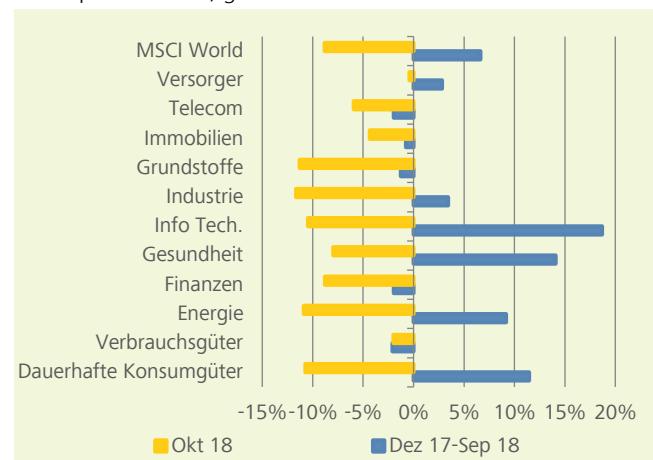
Einer der Gründe für den verhaltenen Ausblick waren die weiterhin bestehende Unsicherheit hinsichtlich des Handelskonflikts zwischen den USA und China. Ein offener Handelskrieg würde nicht nur China, sondern auch weitere, stark von China abhängige asiatische Märkte in Mitleidenschaft ziehen und auch den Welthandel belasten. Diese Unsicherheit machte sich bereits das ganze Jahr über in den Emerging Markets und in China bemerkbar. Diese Märkte sind stark gefallen und bieten aktuell im Vergleich zum MSCI World wieder eine sehr attraktive Bewertung (siehe Grafik). Solch tiefe Niveaus sind zwar in der kurzen oder mittleren Sicht schlechte Prognosegeber, sie waren in der Vergangenheit aber sehr gute Zeitpunkte zum Kauf – insbesondere für langfristig orientierte Anleger.

Die Furcht vor einer allgemeinen Abkühlung verlief im Oktober klassisch – es traf die v.a. konjunktursensitiven Unternehmen. Bis Ende September hatten Sektoren wie Energie, Industrie und v.a. Informationstechnologie die defensiven Sektoren wie Verbrauchsgüter, Telekom und Versorger noch hinter sich gelassen. Im Oktober drehte der Wind und zyklische Sektoren büßten zum Teil 10% und mehr ein (siehe Grafik), während sich die defensiven Sektoren besser halten konnten.

Nach der Korrektur sind unseres Erachtens viele Risikoherde an den Aktienmärkten eingepreist. Trotz des unsicheren Konjunkturausblicks bleibt die Profitabilität der meisten Unternehmen weiterhin hoch. Entsprechend erhöhen wir die globale Aktienquote insgesamt auf neutral. Für europäische Aktien sind wir neu neutral positioniert, für Schwellenländer leicht übergewichtet.

### Zyklische Sektoren besonders unter Druck

Sektorperformance, global



# Aktien neutral

## = 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

Viele der bestehenden Unwägbarkeiten für die Eurozone (Brexit, Italien, Handelskonflikt) dürften mittlerweile eingepreist sein. Kommt es an diesen Fronten nicht zu weiteren Verschärfungen sollten europäische Aktien nach unten gut abgesichert sein. Entsprechend empfehlen wir, europäische Aktien neu von einer leicht untergewichteten auf eine neutrale Positionierung anzuheben.

## - 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

Schwellenländeraktien wurden nicht zuletzt durch den Handelskonflikt erheblich belastet. Im Vergleich zum MSCI Welt sind diese Aktien damit mittlerweile wieder attraktiv bewertet, was Einstiege interessant erscheinen lässt. Da wir zudem keine zusätzliche Belastung durch einen weiter steigenden USD erwarten, erhöhen wir die empfohlene Quote von neutral auf leicht übergewichtet.

-- Stark untergewichtet

- Leicht untergewichtet

= Neutral

+ Leicht übergewichtet

++ Stark übergewichtet

**Alternative Anlagen** leicht übergewichtet

Ölpreis nur kurzfristig unter Druck

Die Situation an den Erdölmärkten bleibt interessant. Mit Inkrafttreten der Sanktionen gegen den Iran Anfang November fällt das globale Erdölangebot um 1.5 Millionen Fass pro Tag. Diesen Rückgang zu kompensieren wird schwierig. Für Gold halten wir weiterhin eine leicht übergewichtete Positionierung.

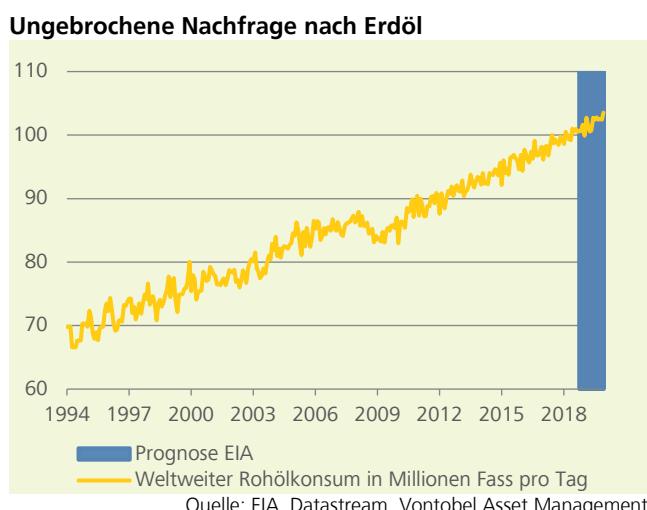
Der Ölpreis ist seit Anfang Oktober unter Druck, wir erachten die Perspektiven mittelfristig jedoch als attraktiv. Den Höhenflug der Erdölpreise wurde durch höhere Produktionszahlen aus Russland und Saudi-Arabien vorerst gestoppt. Auch sind die Lagerbestände in den USA etwas angestiegen. Diese temporären Effekte verändern unsere positive Aussicht für den Erdölpreis nicht grundsätzlich. Wir erwarten weiterhin, dass die Verluste an iranischem Erdöl auf dem Markt aufgrund der harten US-Sanktionen bei weitem höher liegen als die Kompensation durch Russland und der OPEC. Wir rechnen fest damit, dass der Druck auf den Iran unter Donald Trump deutlich höher als unter der Obama-Administration ausfallen wird. Jene Sanktionen, welche anfangs November definitiv in Kraft treten, sollten für eine Reduktion des globalen Erdölangebots von um die 1.5 Millionen Fass pro Tag sorgen.

Ein Blick auf die Nachfrageseite macht deutlich, dass der Konsum weiterhin ausserordentlich stark ist. Der tägliche Konsum wächst weit über 1 Millionen Fass im Jahresvergleich (siehe

Grafik). Schreitet die Weltwirtschaft nicht Richtung Rezession, sollte uns die Nachfrageseite bezüglich unserer positiven Erdölpreisaussichten nicht in die Quere kommen.

#### **Goldinvestoren brauchen Geduld**

Lange mussten Goldinvestoren geduldig sein. Doch die Schwankungen am Aktienmarkt im Oktober zeigten erneut auf, wie wertvoll Gold im Portfoliokontext sein kann. Der Goldpreisrückgang seit dem Frühling 2018 war zu einem guten Teil dem starken USD geschuldet. Der Dollar dürfte zwar gut unterstützt bleiben. Die solide US-Wirtschaft und die anhaltenden Zinserhöhungen der US-Zentralbank geben Rückenwind. Aber die USA befindet sich schon im fortgeschrittenen Zinszyklus und somit ist auch das Aufwärtspotential für den Dollar limitiert. Entsprechend fällt dieser Gegenwind für den Goldpreis weg. Darüber hinaus gibt es interessante Finanzmarktentwicklungen, welche den Goldpreis unterstützen könnten. Einerseits könnten die Erdölpreise gegen oben ausbrechen, was historisch auch Edelmetallpreisen geholfen hat. Andererseits dürfte die jüngste Aktienvolatilität anhalten. Im vergangenen Monat konnte Gold erstmals von der höheren Nervosität an den Aktienmärkten profitieren (siehe Grafik). Damit stellte das gelbe Metall endlich wieder seine starken Diversifikationseigenschaften unter Beweis. Da die Zeiten von niedrigen Volatilitäten aufgrund der restriktiveren Geldpolitik langsam aber sicher zu Ende gehen, sollte sich Gold auch in Zukunft zur Diversifikation im Portfolio eignen.



# Währungen

## Politische Risiken lasten auf dem Euro

**Der schwelende italienische Budgetstreit, schwächernde Konjunkturdaten in der Eurozone, eine unbeeindruckte Fed sowie der Handelsstreit zwischen den USA und China belasten den Euro. Kurzfristig dürfte sich daran nicht viel ändern. Das Potential für einen schwächeren Franken ist somit kurzfristig limitiert.**

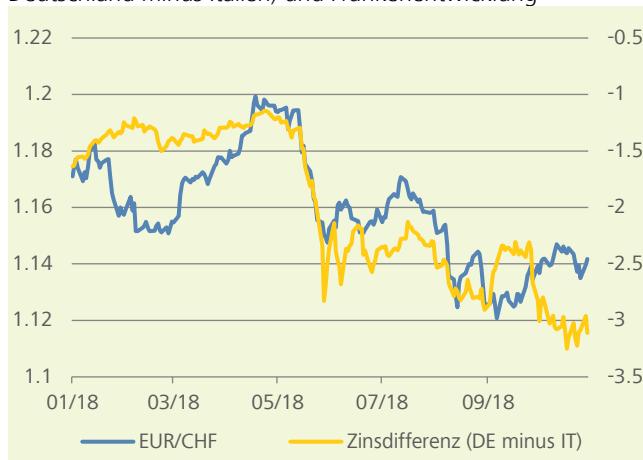
Der Dollar hat seit dem Frühjahr eine deutliche Rally hingelegt und von Niveaus um 1.25 auf nunmehr 1.14 gegenüber dem Euro aufgewertet. Insbesondere die politischen Risiken im Zusammenhang mit dem Budgetstreit zwischen der EU und Italien sowie der Handelskrieg zwischen den USA und China haben die Risikoprämie des Euros wieder steigen lassen (siehe Grafik). Diese spricht in der kurzen Frist dagegen, dass der Franken Abwertungstrend Richtung 1.20 bei EUR/CHF wieder aufnimmt. Hinzu kommen die seit dem Frühling schwächernden Konjunkturdaten in der Eurozone, während die USA solide und die Schweiz überraschend starke Konjunkturdaten präsentiert.

### Franken profitierte von soliden Konjunkturdaten

Während der Franken in den letzten Jahren zu grossen Teilen durch die Flucht der Investoren in den «sicheren Hafen» Schweiz getrieben wurde, sehen wir die Hauptursache der jüngsten Frankenstärke in den starken Schweizer Konjunkturdaten. Letztere haben uns dazu veranlasst, unsere EUR/CHF-Prognose zu überdenken. Anfang 2018 gingen sowohl für die Eurozone wie auch für die Schweiz von einem Wirtschaftswachstum von knapp 2% aus. Mittlerweile erwarten wir ein

### Italiens Budgetstreit lässt Franken aufwerten

Gestiegene Risiken (ausgedrückt in der Renditedifferenz Deutschland minus Italien) und Frankenentwicklung



Quelle: Datastream, Vontobel Asset Management

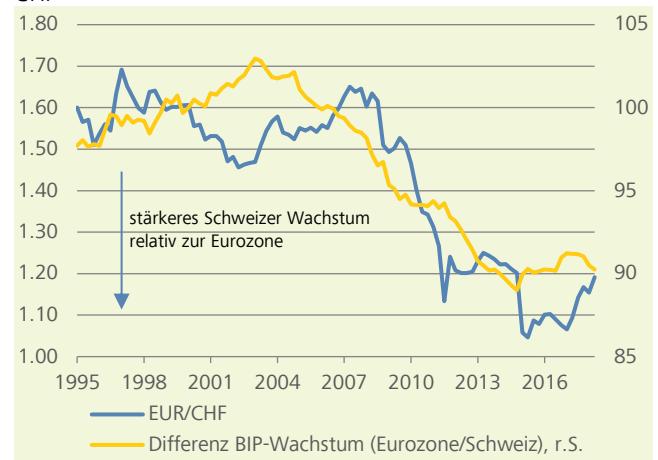
Wirtschaftswachstum von 3.1% in der Schweiz und 1.9% in der Eurozone. Dass das relative Wirtschaftswachstum ein wichtiger Treiber für den EUR/CHF-Wechselkurs ist, zeigt Grafik 2. Unsere Einschätzung, dass das Wirtschaftswachstum in beiden Wirtschaftsräumen ca. 2% in 2019 betragen wird, spricht unserer Meinung dafür, dass eine Erholung auf über 1.20 unwahrscheinlicher geworden ist.

### US-Zinserhöhungszyklus trägt zur Dollarstärke bei

Die geldpolitische Divergenz schreitet voran, ungeachtet der starken Korrektur von Schwellenländerwährungen und der Dollarstärke. Die Geldpolitik der Fed befindet sich derzeit auf Autopilot mit einer Zinserhöhung pro Quartal. Zusammen mit der voranschreitenden Kürzung der Fed-Bilanz engt dies die globale Liquidität ein und belastet die Konjunkturperspektiven. Eine Pause im US-Zinserhöhungszyklus wäre ein stark positives Signal für zyklische Währungen wie Schwellenländerwährungen oder aber den Euro. Derzeit zeigt sich die Fed jedoch noch unbeeindruckt und attestiert lediglich, dass man die Verwerfungen in Schwellenländern wahrnimmt. Daher gehen wir davon aus, dass die Fed die Leitzinsen im Dezember und zwei bis drei weitere Male in 2019 anheben wird. Erst für 2020 gehen wir davon aus, dass die Fed ein langsames Ende des Zinserhöhungszyklus signalisieren wird. Eine starke Korrektur der Finanzmärkte könnte die Meinung der US-Notenbank jedoch ändern.

### Starkes Schweizer BIP-Wachstum unterstützt Franken

BIP-Wachstumsdifferenz, indexiert (Januar 2000 = 100) und CHF



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.	
<b>Liquidität</b>	0 %	5%	25%	<b>7.0%</b>	0 %	5%	40%	<b>5.6%</b>	0 %	5%	40%	<b>2.5%</b>	0 %	5%	40%	
Cash				<b>7.0%</b>				<b>5.6%</b>				<b>2.5%</b>			<b>0.0%</b>	
<b>Obligationen (angestrebte Laufzeit 6.0 J)</b>	65% <b>80.0%</b>	95%	<b>72.0%</b>	45% <b>60.0%</b>	75%	<b>53.5%</b>	25% <b>40.0%</b>	55%	<b>36.5%</b>	5% <b>20.0%</b>	35%	<b>17.9%</b>	0 % <b>0.0%</b>	15%	<b>0.0%</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%	
FW mit hoher bis mittlerer Kreditqualität (hedged)*	15%	30.0%	45%	<b>32.8%</b>	10%	25.0%	40%	<b>26.6%</b>	1%	16.0%	31%	<b>17.0%</b>	0 %	6.0%	21%	
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%	
Schwellenländer (hedged)	EM CHF Hedged	0%	6.0%	16%	3.0%	0%	6.0%	16%	3.0%	0%	4.0%	14%	<b>2.0%</b>	0 %	3.0%	13%
	EM Local Currency	0%	0.0%	10%	2.0%	0%	0.0%	10%	2.0%	0%	0.0%	10%	1.0%	0 %	0.0%	10%
<b>Aktien</b>	0 % <b>0.0%</b>	0 %	<b>0.0%</b>	5% <b>20.0%</b>	35%	<b>19.9%</b>	25% <b>40.0%</b>	55%	<b>40.0%</b>	45% <b>60.0%</b>	75%	<b>60.0%</b>	65% <b>80.0%</b>	95%	<b>80.0%</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%	
Aktien Global	0%	0.0%	0%	<b>0.0%</b>	0%	8.0%	18%	<b>7.5%</b>	5%	15.0%	25%	<b>14.0%</b>	14%	24.0%	34%	
Aktien Europa (ex CH)	0.0%				3.0%			3.0 %	5.0%			5.0 %		9.0%		9.0 %
Aktien USA	0.0%				4.0%			3.5 %	8.0%			7.0 %		12.0%		10.8 %
Aktien Asia Pazifik / Japan	0.0%				1.0%			1.0 %	2.0%			2.0 %		3.0%		3.0 %
Aktien Schwellenländer	0%	0.0%	0%	<b>0.0%</b>	0%	2.0%	12%	<b>2.4%</b>	0%	5.0%	15%	<b>6.0%</b>	0 %	6.0%	16%	
<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>20.0%</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%	
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%	
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%	
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>Total</b>	<b>10.0%</b>	<b>100.0%</b>		<b>10.0%</b>	<b>100.0%</b>		<b>10.0%</b>	<b>100.0%</b>		<b>10.0%</b>	<b>100.0%</b>		<b>10.0%</b>	<b>100.0%</b>		
<b>Fremdwährung</b>	<b>6 %</b>	<b>8.0 %</b>		<b>16 %</b>	<b>17.9 %</b>		<b>26 %</b>	<b>28.0 %</b>		<b>37 %</b>	<b>39.6 %</b>		<b>48 %</b>	<b>49.4 %</b>		
Aktuelle Quote***																
USD	6%	<b>8.0 %</b>		12%	<b>13.9 %</b>		19%	<b>21.0 %</b>		25%	<b>27.6 %</b>		31%	<b>32.4 %</b>		
EUR	0%	<b>0.0 %</b>		3%	<b>3.0 %</b>		5%	<b>5.0 %</b>		9%	<b>9.0 %</b>		13%	<b>13.0 %</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>32.9 %</b>		41%	<b>43.0 %</b>		52%	<b>54.6 %</b>		63%	<b>64.4 %</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	-0.75	-0.75	-0.50
EUR	-0.32	-0.33	-0.32	-0.35	-0.10
USD	1.00	1.69	2.59	2.85	3.20
JPY	-0.05	-0.02	-0.10	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	3.21	3.1	3.3
JPY	0.04	0.05	0.13	0.1	0.1
<b>Wechselkurse</b>					
Jahresende					
EUR/CHF	1.07	1.17	1.14	1.16	1.17
USD/CHF	1.02	0.97	1.01	1.01	0.96
JPY/CHF (pro 100 JPY)	0.87	0.86	0.89	0.90	0.91
EUR/USD	1.05	1.20	1.14	1.15	1.22
USD/JPY	117	113	113	112	105
<b>Rohstoffe</b>					
Jahresende					
Rohöl (Brent, USD/Barrel)	57	67	73	80	85
Gold (USD/Unze)	1152	1303	1229	1250	1290

\*05.11.2018

**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.