



Anlagepolitik – Dezember 2018

Investment Office Raiffeisen Gruppe

Hoffnung auf leichtes Plus intakt

Raiffeisenbank Obertoggenburg

Architekten: ARGE Jeannette Geissmann und Tom Munz

Fotograf: Tobias Bruderer

RAIFFEISEN

Inhalt

Taktische Asset Allokation im Überblick	3
Marktkommentar Hoffnung auf leichtes Plus intakt	4
Konjunktur Wachstum in der Schweiz dürfte sich «normalisieren»	5
Obligationen Hochzinsanleihen nur kurzfristig unter Druck	6
Aktien Abwartende Haltung bleibt vorerst angez	8
Alternative Anlagen Talfahrt der Ölpreise dürfte kaum weitergehen	10
Währungen Euro-Erstarkung lässt sich Zeit	11
Portfolio-Übersicht	12
Prognosen	13

Hinweis zum Redaktionsschluss:

Sofern nicht anders vermerkt wurden die aktuellen Entwicklungen berücksichtigt bis:
Donnerstag, 29. 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. Ein durchzogenes Börsenjahr neigt sich dem Ende zu. Der Schweizer Aktienmarkt könnte 2018 doch noch mit einem leichten Plus beenden. Voraussetzung ist eine weitere Entspannung im Handelsstreit zwischen den USA und China und eine US-Notenbank, die dem Markt die Furcht vor einem allzu starken Zinsanstieg im kommenden Jahr nimmt.
2. Das Umfeld für Obligationeninvestitionen bleibt bei anhaltend tiefen Zinsen schwierig. Für Obligationen aus Schwellenländern und Hochzinsanleihen bleiben wir neutral positioniert.
3. Die Erholung des Euros lässt auf sich warten. Politische Risiken führen immer wieder zu einem Erstarren des Franken. Das Erholungspotential für EUR/CHF sehen wir in den kommenden Monaten bei Niveaus um 1.17 beschränkt.

Hoffnung auf leichtes Plus intact

Ein durchgezogenes Börsenjahr neigt sich dem Ende zu. Der Schweizer Aktienmarkt könnte 2018 doch noch mit einem leichten Plus beenden. Voraussetzung ist eine weitere Entspannung im Handelsstreit zwischen den USA und China und eine US-Notenbank, die dem Markt die Furcht vor einem allzu starken Zinsanstieg im kommenden Jahr nimmt.

Für einmal sind es am Schweizer Aktienmarkt die grosskapitalisierten Unternehmen, die den kleineren den Rang ablaufen. Der Vorteil für die Grossen zeigt sich seit dem Sommer, als sich der chinesisch-amerikanische Handelsstreit intensivierte und hat sich im Herbst durch einen zeitweiligen Anstieg der langfristigen Zinsen in den USA bekräftigt. Beide Ereignisse befeuern die Sorgen um die Perspektiven der Weltwirtschaft und brachten entsprechend zyklische Wachstumstitel unter Druck. Dagegen waren die defensiven Schwergewichte wieder in der Anlegergunst. Dies im Gegensatz zu den vergangenen Jahren, in denen der Vorteil klar bei den Kleinen lag (siehe Grafik). Die Wachstumsbedenken sind nicht nur bei den klein- und mittelkapitalisierten Schweizer Unternehmen ersichtlich, beispielsweise auch bei der US-Technologie oder bei den Schwellenländern machen sich Sorgen breit, wonach die Wachstumserwartungen nicht erfüllt werden könnten.

Tatsächlich zeigen die globalen Wirtschaftsindikatoren eine rückläufige Dynamik an. Der US-Wachstumsmotor läuft zwar aktuell auf Hochtouren, aber für das kommende Jahr werden die Effekte der Steuersenkungen weniger deutlich. Auch in der

Schweiz hat sich das Wirtschaftswachstum eingetrübt, was nach den sehr starken Vorquartalen aber nicht besorgniserregend ist. Für das kommende Jahr erwarten wir für die Schweiz ein Wirtschaftswachstum von rund 2% nach deutlich überdurchschnittlichen knapp 3% in 2018.

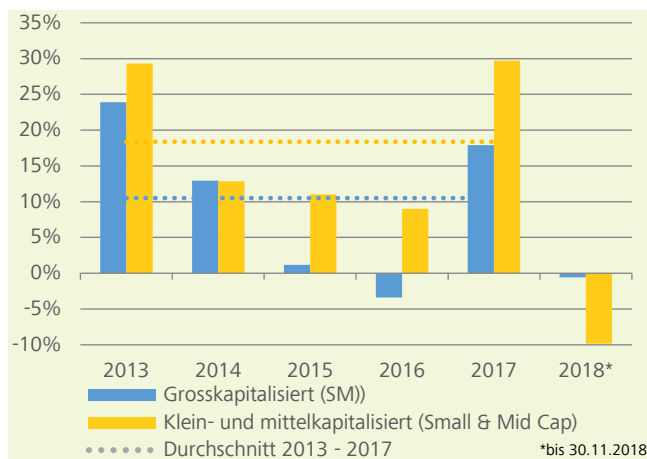
Die Wachstumsdynamik lässt also leicht nach, das wirtschaftliche Fundament bleibt aber intact. Daher gehen wir davon aus, dass die Finanzmarktturbulenzen der vergangenen Monate nicht in einer starken Korrektur münden, sondern immer wieder von soliden Wirtschaftsdaten aufgefangen werden. Kurzfristig ist aber auch gegen oben wenig Luft vorhanden. Denn der italienische Budgetstreit mit der EU ist bei weitem nicht gelöst und auch der Brexit wird bis zum geplanten Vollzug im März und allenfalls darüber hinaus noch für Aufregung sorgen.

Zu den unterstützenden Marktfaktoren könnte in den kommenden Wochen überraschenderweise die US-Notenbank zählen. Zwar ist der fortgeschrittene Zinszyklus weiterhin ein wichtiger Treiber für den Gegenwind an den Aktienmärkten. Und auch für Dezember erwarten wir einen weiteren Zinsschritt durch die Fed. Mit Blick auf die rücklaufenden Konjunkturindikatoren und die nervösen Finanzmärkte könnten die Notenbanker aber verbal weiterhin etwas auf die Bremse treten und sich so ein Fenster für mögliche Zinspausen offenhalten. Somit wäre auch der Boden für einen soliden Schlussmonat am Aktienmarkt geebnet, mit der Möglichkeit, dass Investoren im Schweizer Aktienmarkt das insgesamt turbulente Jahr 2018 mit einem leichten Plus abschliessen.

roland.klaeger@raiffeisen.ch

Klein- und mittelkapitalisierte Aktien unter Druck

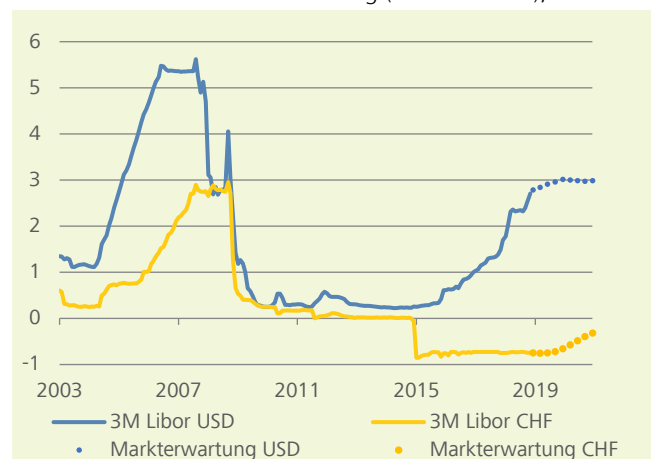
Jährliche Rendite am Schweizer Aktienmarkt



Quelle: Bloomberg, Investment Office Raiffeisen Gruppe

US Zinszyklus weit fortgeschritten

3-Monatslibor und Markterwartung (Terminmärkte), in %



Quelle: Seco, Investment Office Raiffeisen Gruppe

Wachstum in der Schweiz dürfte sich «normalisieren»

Die USA und die Schweiz dürfte nach der derzeit boomenden Konjunktur wieder ein «normaleres» Wachstum anschlagen. Demgegenüber dürfte sich die Konjunktur der Eurozone und auch Chinas auf Ende Jahr trotz des andauernden Handelsstreits wieder erholen, nachdem das dritte Quartal schwach war.

Neben der bereits hohen Auslastung der US-Wirtschaft wird das Wirtschaftswachstum 2019 dadurch gebremst, dass der von den Steuersenkungen und dem Ausgabenprogramm 2018 ausgelöste Schub 2019 deutlich tiefer ausfällt. Wegen des angespannten Arbeitsmarktes rechnen wir zwar mit einem Lohnwachstum von 3%. Aufgrund von Produktivitätszuwächsen dürfte aber die Inflation abgedämpft werden. Die Fed wird dennoch auch im neuen Jahr weitere Zinsschritte folgen lassen.

Seit dem 2. Quartal 2017 profitierte die Schweizer Wirtschaft von hohen Wachstumsraten. Dieser durch einen schwächeren Schweizerfranken ausgelöste Boom ist wohl nun vorbei, denn das Aufholpotenzial der Schweizer Konjunktur nach dem Frankenschock 2015 ist „aufgebraucht“. In diese Richtung zeigt die Produktion im verarbeitenden Gewerbe. Nach einer Zunahme im zweiten Quartal von 9.2% gegenüber dem Vorjahresquartal konnte dieses im 3. Quartal nur noch um 1.7% zulegen.

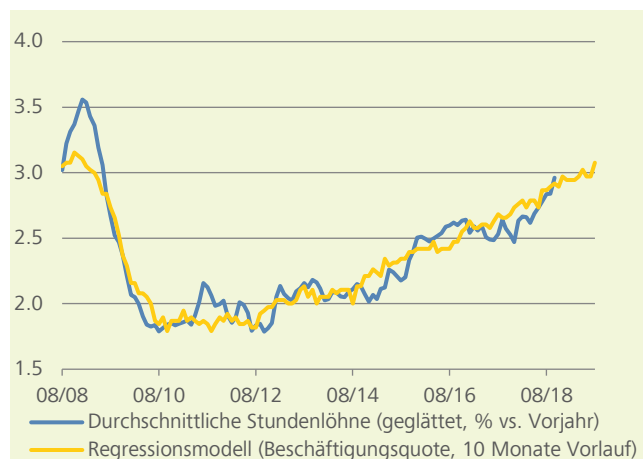
Für die Eurozone erwarten wir, dass die Wirtschaft im 4. Quartal wieder stärker wachsen wird als im vergangenen, schwachen Q3 (nur 0.2% qoq). Die ausserordentlich schwache Autoproduktion aufgrund der am 1. September in Kraft gesetzten neuen Emissionstests der EU, sollte sich im laufenden Quartal wieder deutlich erholen (siehe Grafik 2). Auch im kommenden Jahr sehen wir die Eurozone ihr diesjähriges Wachstum von um die 1.9% in etwa halten. Wichtig für das Wachstum ist, dass die Handelsstreitigkeiten mit den USA sowie die «heimischen» Problemzonen Brexit und Italien nicht eskalieren. Wir gehen trotz den zwischenzeitlich schwachen Wirtschaftsdaten davon aus, dass die Europäische Zentralbank an ihrer nächsten Sitzung Mitte Dezember ankündigen wird, dass sie ihr Anleihenkaufprogramm (QE) auf Ende Jahr stoppen wird.

China: Wirtschaftswachstum dürfte halten

In China dagegen erwarten wir, dass die von der Regierung neu gestarteten Stimulus-Programme dem durch die US-Importzölle gebeuteltem Wachstum wieder auf die Beine helfen werden. Wie schnell sich die Wirksamkeit der neuen chinesischen «Medizin» entfalten wird, ist schwierig zu sagen. Grundsätzlich wären aber eine verstärkte Bautätigkeit und mehr Konsum auch für die Exportindustrien aus der Eurozone und der Schweiz wichtig und würden die konjunkturelle Erholung unterstützen.

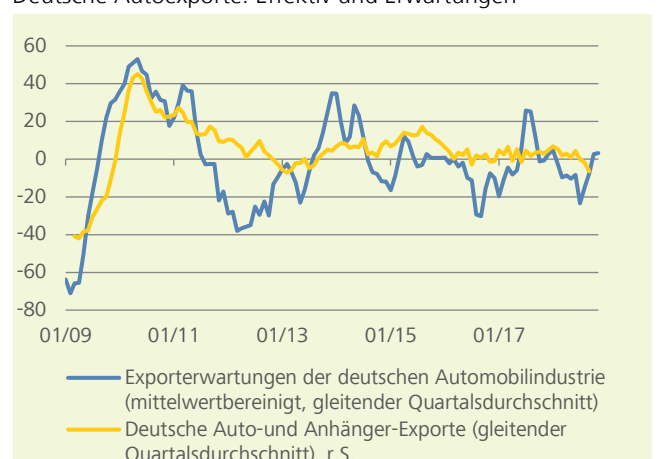
Hohe US-Beschäftigungsquote spricht für Beschleunigung bei den Löhnen

Lohnwachstumsraten in den USA



Der Stimmungsindikator der deutschen Autoexportindustrie zeigt nach oben

Deutsche Autoexporte: Effektiv und Erwartungen



Hochzinsanleihen nur kurzfristig unter Druck

Im November litten Hochzinsanleihen unter fallenden Ölpreisen und einer möglichen Wachstumsabschwächung in den USA. Im Zuge dessen wurden deutlich höhere Ausfallraten bei Unternehmen befürchtet. Angesichts stabiler Fundamentaldaten für Hochzinsanleihen und eines nach wie vor günstigen Konjunkturausblicks für 2019 halten wir diese Bedenken für verfrüht und gehen davon aus, dass dieses Segment des Anleihenmarktes in den nächsten Monaten eine positive Rendite erzielen wird.

Auch hochverzinsliche Anleihen (High-Yield) konnten sich seit Oktober der angespannten Marktstimmung nicht entziehen. Ein wesentlicher Teil dieser Entwicklung ging aber auf die Talfahrt der Ölpreise zurück (siehe Grafik 1), was für High-Yield in der Regel negativ ist, da sich unter den US-Emittenten solcher Papiere viele Energieunternehmen befinden. Tatsächlich verlor der High-Yield-Energiesektor, der 15% des Weltmarktes ausmacht, im November fast doppelt so viel wie der High-Yield-Sektor ausserhalb des Energiebereichs.

US-Notenbank wird vorsichtiger

Es gab jedoch noch einen weiteren Grund für den Ausverkauf der Hochzinsanleihen, der zu hohen Abflüssen führte: die Neubewertung einer erwarteten globalen Wachstumsverlangsamung. Diese liess den Vorsitzenden der US-Notenbank Jerome Powell hinsichtlich zukünftiger Leitzinserhöhungen etwas we-

niger zuversichtlich erscheinen. Infolgedessen sanken die Zinsen in den meisten Märkten, die Renditeabstände wurden weiter, und Aktien wurden gemieden.

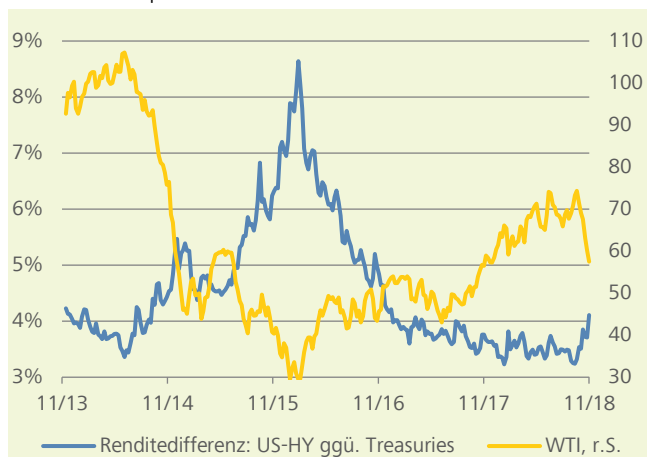
Dennoch sehen wir diese Korrektur in High-Yield als vorübergehend an und glauben nicht, dass der Kreditzyklus sich bereits einem Stadium von deutlich häufigeren Ratingherabstufungen und Ausfällen nähert. Dies hängt mit unserem Ausblick 2019 zusammen, der eine Rezession wenig wahrscheinlich macht und mit den nach wie vor guten Fundamentaldaten der High-Yield-Emittenten.

Darüber hinaus bleibt die Entwicklung bei Bonitäten im Markt für Hochzinsanleihen stabil (siehe Grafik 2). Dies bedeutet, dass High-Yield-Emittenten – selbst die US-Emittenten, die eher fremdfinanziert sind – in der Lage sind, ihre Schulden aus ihren Gewinnen zu bedienen und bei Bedarf eine Refinanzierung bei den Banken zu erhalten. Sofern es nicht zu einer Rezession kommt, wird sich an dieser Situation kaum etwas ändern.

Die Vergangenheit zeigt, dass High-Yield-Anleihen in Abwesenheit einer Rezession in der Regel in der Lage sind, über einen Zeitraum von zwölf Monaten positive Renditen zu erzielen. Dies ist nach wie vor unsere Basisannahme, trotz der Aussicht auf eine Abschwächung des Wirtschaftswachstums im Jahr 2019 gegenüber 2018. Daher sollten Hochzinsanleihen unserer Meinung nach in den nächsten zwölf Monaten eine positive Rendite erwirtschaften können, auch wenn sich ihre Renditedifferenzen im Vergleich zu Benchmark-Anleihen leicht ausweiten könnten. Eine neutrale Gewichtung in unseren Portfolios bleibt daher weiterhin angezeigt.

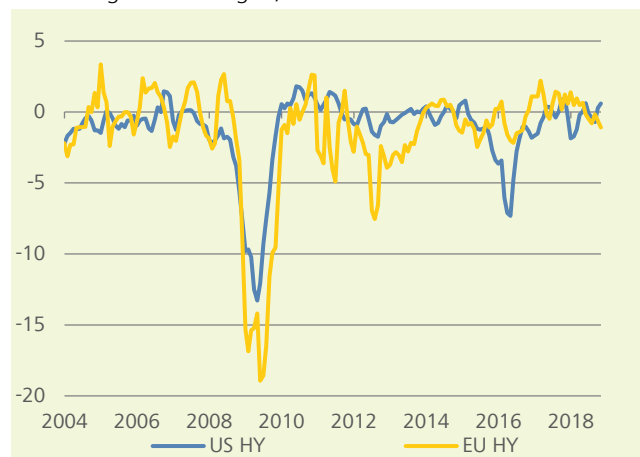
US-HY-Bonds leiden unter fallenden Ölpreisen

US HY Govt-Spread und WTI-Preis in USD/Fass



Ratings für HY-Anleihen bleiben insgesamt stabil

3M-Ratingveränderungen, in %



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 Kreditkennzahlen derzeit deutlich.

= Emerging Markets

Zwar sind die Handelsstreitigkeiten für die Schwellenländer ein nicht zu unterschätzendes Risiko. Ein bislang aber noch stabiles globales Makroumfeld und ein nicht allzu stark werdender USD lassen trotz unter Druck geratener Rohstoffpreise die neutrale Positionierung vorerst als angezeigt erscheinen.

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

Abwartende Haltung bleibt vorerst angezeigt

Die meisten Aktienmärkte haben auch in den letzten Wochen weitere Kurseinbussen gesehen. Sorgen um die globale Konjunktur und die Furcht vor Handelskriegen haben v.a. zyklische Aktien getroffen. Anleger flüchteten in risikoärmere Titel und in zuvor lange vernachlässigten Value-Aktien.

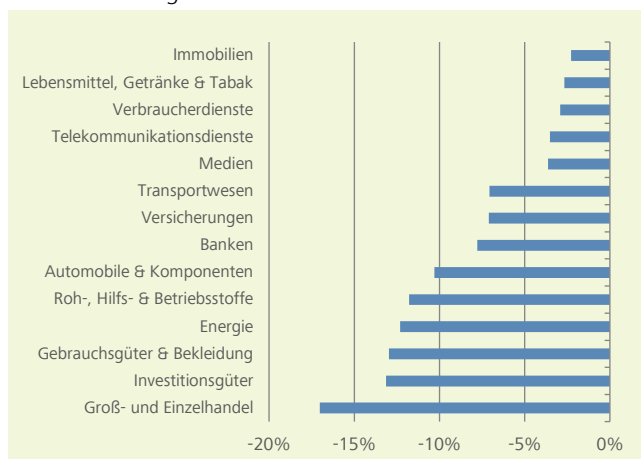
Betrachtet man den Aktienmarkt als Thermometer der Konjunktur, hat er in den vergangenen zwei Monaten sein Urteil gesprochen: nächstes Jahr wird es konjunkturell kühler.

Anders sind die schwache Entwicklung der Aktienmärkte und besonders der Performanceunterschied zwischen zyklischen und defensiven Industrien kaum zu erklären. Betrachtet man diese seit dem 21. September, als der MSCI World Index – in Lokalwährungen – ein neues Allzeithoch erreichte, so stellt man eine besonders schwache Entwicklung bei konjunktursensitiven Industrien wie Autos, Halbleiter oder Maschinenbau fest.

Tatsächlich gibt es einige Gründe zur Sorge: So währt in den USA der Konjunkturaufschwung bereits fast zehn Jahre, was historisch gesehen ein sehr langer Zeitraum ist. Die US-Zentralbank ist aufgrund der steigenden Inflation bestrebt, die Zinsen weiter zu erhöhen und Liquidität aus dem Markt zu nehmen. Der schwelende Handelskonflikt zwischen den USA und China mit gegenseitigen Zollankündigungen und den daraus resultierenden negativen Effekten auf die globalen Lieferketten kann sich jederzeit zuspitzen und hat bereits jetzt einen negativen

Gesamtrendite globaler Industriegruppen (Auswahl)

Seit dem 21. September 2018,
in Lokalwährung



Quelle: FactSet, Vontobel Asset Management

Einfluss. So könnte es etwa zum ersten Mal seit langer Zeit zu einer Schrumpfung der Autoabsätze in China kommen.

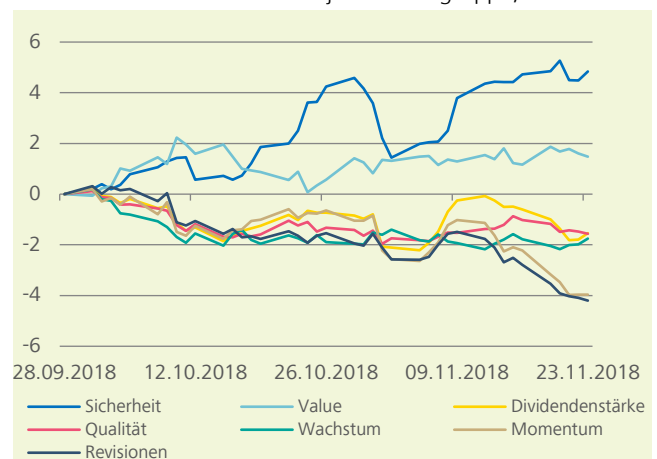
Betrachtet man den Aktienmarkt aus einer anderen Perspektive, so wird deutlich, dass die Anleger nicht nur zwischen den riskanten und risikoärmeren Industriegruppen unterschieden haben, sondern auch innerhalb der jeweiligen Branchen die vermeintlich sichersten Aktien bevorzugten. Darunter verstehen wir solche, die in der Vergangenheit eine tiefere Volatilität hatten, eine grössere Marktkapitalisierung aufweisen, und solche, deren zukünftigen Gewinne besser prognostizierbar sind. Diese „sicheren“ Firmen verloren seit Oktober zwar auch, aber ganze fünf Prozentpunkte weniger als solchen Firmen, die auf Basis dieser Kennzahlen als riskant erscheinen.

Relativ gut halten konnten sich aber auch die lange vernachlässigten „Value“-Aktien, d.h. solche die günstig bewertet sind, weil sie z.B. vorher weniger im Preis gestiegen sind (schwaches „Momentum“) oder ein geringes Wachstum („Growth“) aufweisen. Bei jenen Momentum- und Wachstumsaktien hingegen haben die Anleger Gewinne mitgenommen. So haben z.B. Investorenlieblinge wie Amazon, Apple, Facebook oder Netflix 20% und mehr an Wert verloren.

Da wir aktuell eine sehr geringe Wahrscheinlichkeit für eine Rezession im nächsten Jahr sehen, erscheint uns die Marktreaktion kurzfristig als übertrieben. Dennoch bleibt angesichts aktuellen Unsicherheiten eine defensivere Haltung für die kommenden Monate wohl geboten.

Performance einzelner Faktorkategorien

Kumulierte relative Performance zwischen den besten und schlechtesten 20% der Aktien je Industriegruppe, in %



Quelle: FactSet, Vontobel Asset Management

= 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 bei einer neutralen Positionierung zu belassen.

– 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, halten wir eine leicht übergewichtete Quote weiterhin als angezeigt.

Alternative Anlagen leicht übergewichtet

Talfahrt der Ölpreise dürfte kaum weitergehen

Amerikas Sanktionen gegen Iran sind weniger einschneidend als erwartet, und die Förderung von US-Schieferöl fällt unerwartet hoch aus – zwei Faktoren, die zu einem Einbruch der Erdölpreise geführt haben. Die Wahrscheinlichkeit eines Preissprungs in Richtung 100 US-Dollar pro Fass hat deutlich abgenommen. Gleichzeitig dürften die Preise kaum weiter sinken.

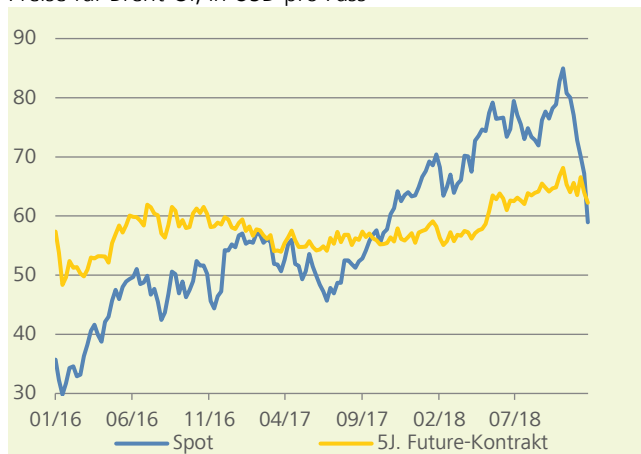
Der Einbruch der Ölpreise in den vergangenen zwei Monaten war eindrücklich: von 85 auf knapp unter 60 US-Dollar pro Fass. Dies traf vor allem für Kassapreise und kurzfristige Kontrakte zu, länger laufende Terminpreise waren weniger unter Druck (siehe Grafik).

An nachlassender Nachfrage kann es kaum liegen – das Nachfragewachstum verlangsamt sich gewöhnlich nur in Rezessionen erheblich, und ein solches Szenario wird unseres Erachtens in den nächsten zwölf Monaten nicht eintreten. Deshalb ist der Grund für die Preiskorrektur beim Angebot zu suchen.

Zum einen hat die Entscheidung der Regierung Trump, ausgewählten Importländern von iranischem Erdöl eine zeitlich begrenzte Ausnahmegewilligung zu gewähren, den Markt überrascht, uns inklusive. Dieser Entschluss hat die Wahrscheinlichkeit eines Preissprungs in Richtung 100 US-Dollar – eines der jüngst im Raum stehenden Szenarien – verringert. Nur erhebliche Produktionsausfälle in instabilen Ländern wie Venezuela, Libyen, Nigeria oder dem Irak könnten die 100-Dollar-Marke wieder aktuell erscheinen lassen.

Langlaufende Ölkontrakte notieren relativ stabil

Preise für Brent-Öl, in USD pro Fass



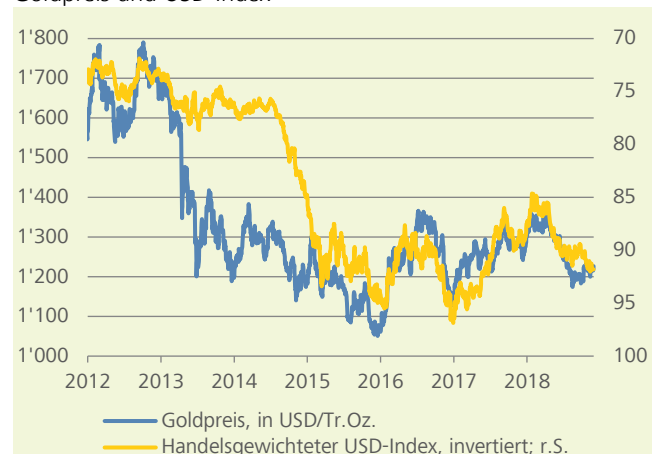
Zum anderen sprudelt aus Schiefer gewonnenes US-Erdöl in ungeahnter Fülle. Die US-Schieferölförderer sind offenbar in der Lage, das Produktionswachstum auf hohem Niveau aufrechtzuerhalten – und dies trotz dem Umstand, dass neue Quellen schnell versiegen. Gegenüber des letzten Jahres dürfte 2018 dürfte der Zuwachs des US-Angebots rund 1.62 Millionen Fass/Tag betragen haben und auch für das kommende Jahr sollten die Wachstumsraten gemäss des US-Energieministeriums wiederum beträchtlich sein. Solange jedoch die Nachfrage um über 1 Million Fass pro Tag wächst, erwarten wir generell für 2019 kein Überangebot, weshalb wir eine neutrale Positionierung weiter für angezeigt halten.

Gold mit Aufwärtspotential

Eine übergewichtete Quote empfehlen wir neben den alternativen Strategien (stark) und indirekten Schweizer Immobilienanlagen (leicht) auch weiterhin für Gold. Der Preis für das Gelbe Metall scheint sich nach einem enttäuschenden Jahr zuletzt stabilisiert zu haben und dürfte in den kommenden Monaten sogar leichtes Aufwärtspotential haben – nicht zuletzt wegen der unterschiedlichen Stadien, in denen sich die grossen Zentralbanken bei ihren Normalisierungszyklen befinden. Denn während sich die Fed dem Zenit ihrer geldpolitischen Normalisierung nähert, sollten andere Notenbanken 2019 mit der Zinsnormalisierung beginnen. Dies dürfte den USD schwächeln lassen, was dem Goldpreis Rückenwind verschaffen sollte (siehe Grafik).

Schwächerer USD dürfte Goldpreis unterstützen

Goldpreis und USD-Index



Euro-Erstarkung lässt sich Zeit

Politische Risiken sowie schwache Konjunkturdaten sprechen in der kurzen Frist weiterhin für den Dollar. Allerdings stehen in den kommenden Wochen wichtige Ereignisse an, welche die Währungsmärkte im positiven und negativen stark beeinflussen können. Unser Basisszenario einer leichten Konjunkturverlangsamung spricht jedoch für eine gewisse Dollarschwäche in 2019.

Die Daten, die für einen starken Dollar sprechen, sind in den letzten Monaten seltener geworden. So ist bspw. eine Eskalation des Handelsstreits bislang ausgeblieben. Auch hat der US-Zentralbankchef die Hoffnungen auf eine Zinserhöhungspause in 2019 genährt. Dies hat den EUR/USD-Wechselkurs insgesamt etwas stabilisiert. Allerdings sprechen die Fundamentaldaten derzeit noch nicht für ein Ende der USD-Hausse. So bleiben die europäischen Konjunkturdaten ausgesprochen schwach, schwächer als in den USA. Eine Konjunkturerholung Europas ist unserer Meinung nach jedoch notwendig, um eine Nachhaltige Euro-Erholung einzuläuten und den Fahrplan der EZB (Zinserhöhung in 2019) aufrechtzuerhalten. Auch bleiben politische Risiken in Form von «Brexit», «Handelskrieg» und «Italien» vorerst belastend für den Euro. Somit ist es unserer Meinung nach noch zu früh, um Euro-Positionen aufzubauen.

Basisszenario spricht in 2019 gegen den Dollar

Unser Szenario einer leichten Konjunkturverlangsamung ohne Rezessionssorgen spricht im 2019 für einen langsam ausklingenden Zinserhöhungszyklus in den USA und für den Beginn

Zinsdifferenzen zu den USA nähern sich historischen Höchstständen

USD-Index und Renditedifferenz, in %



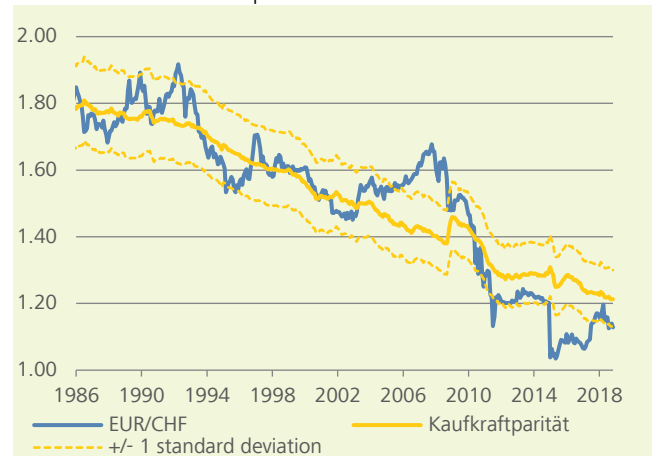
eines solchen in Europa. Somit gehen wir von einem langsamen Abbau der massiven geldpolitischen Divergenzen zwischen den USA und dem Rest der Welt aus. Die Zinsdifferenzen zwischen den USA und dem Rest der Welt dürften sich sogar wieder eingengen. Somit sehen wir den Höhepunkt des Dollars erreicht.

EUR/CHF-Erholung dürfte 2019 überschaubar bleiben

In unserem Szenario einer leichten Wachstumsabschwächung ist die logische Reihenfolge der Währungen (von stärkster zu schwächster): EUR, CHF, JPY und USD. Der Abstand zwischen dem Euro und dem Franken dürfte jedoch überschaubar bleiben. Grund hierfür ist unser Ausblick für ein verhaltenes Wirtschaftswachstum von rund 2% in der Eurozone. Der hohe Leistungsbilanzüberschuss in Kombination mit einer relativ starken Schweizer Konjunktur spricht dafür, dass der Franken weniger stark überbewertet ist, als es uns die SNB weissmacht. Wir sehen den fairen Wert bei 1.20, wobei dieser über die Zeit weiter fallen dürfte (Abbildung 2). Sollten die politischen Risiken «Brexit», «Handelskrieg» und «Italien» aus dem Weg geräumt werden können, erscheint ein Niveau von 1.20 möglich. Das Risiko bleibt jedoch hoch, dass sich zumindest eines dieser Risiken hartnäckig im Markt halten wird. Auch wird die Geldpolitik der SNB eine Rolle spielen. Sollte sich unsere Einschätzung bestätigen, dass die SNB nahezu zeitgleich zur EZB die erste Zinserhöhung wagt, dürfte das Erholungspotential für EUR/CHF bei Niveaus um 1.17 beschränkt sein.

Kaufkraftbereinigt ist die Frankenüberbewertung überschaubar

EUR/CHF und Kaufkraftparität



Anlageklasse	Sicherheit				Ertrag				Ausgewogen				Wachstum				Aktien			
	strategisch		taktisch		strategisch		taktisch		strategisch		taktisch		strategisch		taktisch		strategisch		taktisch	
	min.	neutral	max.		min.	neutral	max.		min.	neutral	max.		min.	neutral	max.		min.	neutral	max.	
Liquidität	0 %	5 %	25 %	7.0 %	0 %	5 %	40 %	5.6 %	0 %	5 %	40 %	2.5 %	0 %	5 %	40 %	0.7 %	0 %	5 %	40 %	0.0 %
Cash				7.0 %				5.6 %				2.5 %				0.7 %				0.0 %
Obligationen (angestrebte Laufzeit 6.0 J)	65 %	80.0 %	95 %	72.0 %	45 %	60.0 %	75 %	53.5 %	25 %	40.0 %	55 %	36.5 %	5 %	20.0 %	35 %	17.9 %	0 %	0.0 %	15 %	0.0 %
CHF mit hoher bis mittlerer Kreditqualität	25 %	40.0 %	55 %	30.2 %	10 %	25.0 %	40 %	18.0 %	1 %	16.0 %	31 %	11.5 %	0 %	7.0 %	22 %	5.0 %	0 %	0.0 %	15 %	0.0 %
FW mit hoher bis mittlerer Kreditqualität (hedged)*	15 %	30.0 %	45 %	32.8 %	10 %	25.0 %	40 %	26.6 %	1 %	16.0 %	31 %	17.0 %	0 %	6.0 %	21 %	6.4 %	0 %	0.0 %	15 %	0.0 %
Tiefe Kreditqualität (hedged)**	0 %	4.0 %	14 %	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	0 %	6.0 %	16 %	3.0 %	0 %	6.0 %	16 %	3.0 %	0 %	4.0 %	14 %	2.0 %	0 %	3.0 %	13 %	1.5 %	0 %	0.0 %	10 %	0.0 %
EM Local Currency	0 %	0.0 %	10 %	2.0 %	0 %	0.0 %	10 %	2.0 %	0 %	0.0 %	10 %	2.0 %	0 %	0.0 %	10 %	1.0 %	0 %	0.0 %	10 %	2.0 %
Aktien	0 %	0.0 %	0 %	0.0 %	5 %	20.0 %	35 %	19.9 %	25 %	40.0 %	55 %	40.0 %	45 %	60.0 %	75 %	60.0 %	65 %	80.0 %	95 %	80.0 %
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 %	7.5 %	5 %	15.0 %	25 %	14.0 %	14 %	24.0 %	34 %	22.8 %	23 %	33.0 %	43 %	31.6 %
Aktien Europa (ex CH)		0.0 %		0.0 %		3.0 %		3.0 %		5.0 %		5.0 %		9.0 %		9.0 %		13.0 %		13.0 %
Aktien USA		0.0 %		0.0 %		4.0 %		3.5 %		8.0 %		7.0 %		12.0 %		10.8 %		16.0 %		14.6 %
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 %	2.4 %	0 %	5.0 %	15 %	6.0 %	0 %	6.0 %	16 %	7.2 %	0 %	7.0 %	17 %	8.4 %
Alternative Anlagen	0 %	15.0 %	30 %	21.0 %	0 %	15.0 %	30 %	21.0 %	0 %	15.0 %	30 %	21.0 %	0 %	15.0 %	30 %	21.5 %	0 %	15.0 %	30 %	20.0 %
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 %	6.4 %
Rohstoffe	0 %	3.0 %	13 %	3.0 %	0 %	3.0 %	13 %	3.0 %	0 %	3.0 %	13 %	3.0 %	0 %	3.0 %	13 %	3.0 %	0 %	3.0 %	13 %	3.0 %
Total		100 %		100.0 %		100 %		100.0 %		100 %		100.0 %		100 %		100.0 %		100 %		100.0 %
Fremdwährung		6 %		8.0 %		16 %		17.9 %		26 %		28.0 %		37 %		39.6 %		48 %		49.4 %
Aktuelle Quote***																				
USD		6 %		8.0 %		12 %		13.9 %		19 %		21.0 %		25 %		27.6 %		31 %		32.4 %
EUR		0 %		0.0 %		3 %		3.0 %		5 %		5.0 %		9 %		9.0 %		13 %		13.0 %
JPY		0 %		0.0 %		1 %		1.0 %		2 %		2.0 %		3 %		3.0 %		4 %		4.0 %
Max		21 %		23.0 %		31 %		32.9 %		41 %		43.0 %		52 %		54.6 %		63 %		64.4 %

* 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	2.9	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

Inflation

Jahresdurchschnitt (in %)

Schweiz	-1.1	-0.4	0.5	1.0	1.0
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	-0.74	-0.75	-0.50
EUR	-0.32	-0.33	-0.32	-0.35	-0.10
USD	1.00	1.69	2.74	2.85	3.20
JPY	-0.05	-0.02	-0.12	0.00	0.00

Kapitalmarktzinsen

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

CHF	-0.18	-0.15	-0.06	0.2	0.6
EUR (Deutschland)	0.23	0.45	0.35	0.6	0.9
EUR (PIIGS)	2.01	2.01	2.49	2.4	2.7
USD	2.45	2.41	3.04	3.1	3.3
JPY	0.04	0.05	0.09	0.1	0.1

Wechselkurse

Jahresende

EUR/CHF	1.07	1.17	1.13	1.16	1.17
USD/CHF	1.02	0.97	1.00	1.01	0.96
JPY/CHF (pro 100 JPY)	0.87	0.86	0.88	0.90	0.91
EUR/USD	1.05	1.20	1.14	1.15	1.22
USD/JPY	117	113	113	112	105

Rohstoffe

Jahresende

Rohöl (Brent, USD/Barrel)	57	67	62	66	70
Gold (USD/Unze)	1152	1303	1231	1250	1290

*03.12.2018

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.