



- Lockere Finanzierungsbedingungen sprechen für weitere US-Zinsnormalisierung
- Europäische Unternehmen unverändert optimistisch
- Fokus: Währungsgesicherte Anleihen als Ausweg aus Zins-Dilemma

Datum	Zeit	Land	Ereignis/Indikator		Vorwert	Kons.	Kommentar
30.08.	09:00	CH	KOF-Konjunkturbarometer	Aug	106.8	-	Barometer über langfristigem Mittelwert
31.08.	03:00	CN	PMI Verarbeitendes Gewerbe	Aug	51.4	51.3	Weiterhin stabile Entwicklung
31.08.	11:00	EZ	Konsumentenpreise, yoy	Aug	1.3%	1.4%	Keine Änderung der Kernrate erwartet
01.09.	09:30	CH	PMI Industrie	Aug	60.9	-	Schwächerer Franken stützt Exporteure
01.09.	14:30	US	Beschäftigung ex Landwirtschaft	Aug	+209k	+180k	Unverändert robuster Arbeitsmarkt
01.09.	16:00	US	ISM Verarbeitendes Gewerbe	Aug	56.3	56.4	Rückenwind vom schwächeren USD

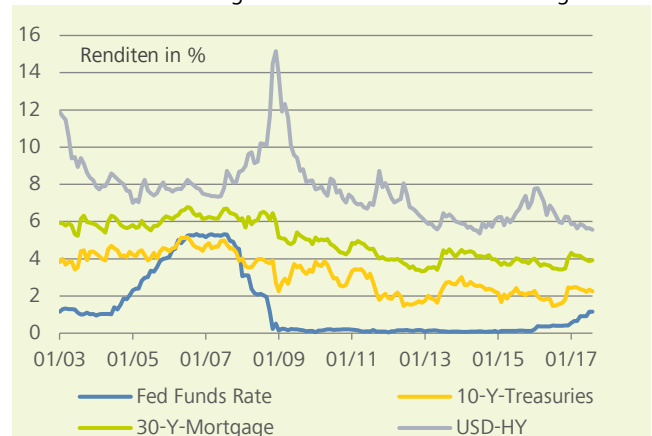
Vor der alljährlichen Notenbank-Konferenz in Jackson Hole und mit der auslaufenden Berichtssaison gab es im Wochenverlauf kaum Impulse für die Finanzmärkte. Das Zinsumfeld bleibt trotz unverändert robuster Konjunkturdaten weiter sehr gedämpft. Ungeachtet der drei Zinserhöhungsschritte der Fed seit Ende letzten Jahres verharren die Langfristzinsen auf nahezu unverändert niedrigen Niveaus. Insgesamt sind die Finanzierungsbedingungen für die US-Wirtschaft zuletzt sogar lockerer geworden. Das Ziel der Normalisierung der Geldpolitik sind aber eigentlich straffere Finanzierungsbedingungen. Neben den niedrigen Staatsanleihenrenditen sind die Aufschläge für Unternehmenskredite und Hypotheken im Jahresverlauf leicht gesunken (siehe Grafik). Zudem hat der USD abgewertet. Die lockeren Finanzierungsbedingungen wurden jüngst von den Fed-Offiziellen verstärkt betont und sind ein bedeutender Faktor, der für eine Fortführung der geldpolitischen Normalisierung spricht. Daneben zeigt sich auch die US-Konjunktur auf Kurs, trotz einer Korrektur bei den Hausverkäufen diese Woche. Nächsten Freitag stehen dann der Arbeitsmarktbericht und der Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe (ISM) für August an. Der schwächere USD sollte sich positiv auf den Geschäftsgang der US-Industrieunternehmen auswirken.

In der Eurozone äussersten sich die Notenbanker hingegen jüngst besorgt über mögliche negative Auswirkungen einer zu starken Euroaufwertung. Bislang ist der steigende Euro-Aussenwert allerdings als Ausdruck der gefestigten Konjunktur zu werten. Diese Einschätzung war diese Woche auch von EZB-Ratsmitglied Hansson zu hören. Die Unternehmenserwartungen in der Eurozone zeigen sich bislang vom stärkeren Euro unbeeindruckt. Dies haben die vorläufigen Einkaufsmanagerindizes für August bestätigt. Insbesondere im Verarbeitenden Gewerbe wird die Lage weiterhin sehr gut bewertet. Und die Exporterwartungen sind sogar weiter Richtung Allzeithoch angestiegen. Die Umfrage für Deutschland lässt zudem keine negativen Auswirkungen der Autokartell-Vorwürfe erkennen.

Dies sind gute Vorgaben für die Veröffentlichung der Schweizer Unternehmensumfragen kommende Woche, zumal der schwächere Franken für anhaltend optimistische Stimmungswerte spricht. Die harten Daten für die Schweizer Wirtschaft bleiben allerdings hinter den Stimmungswerten zurück. Die Exporte waren im Juni und Juli sogar rückläufig. Die Korrektur sollte jedoch nicht überbewertet werden. Denn die Schweizer Exportdynamik hat sich im Nachgang des Frankenschocks bereits im letzten Jahr stark erholt. Und die Unternehmen melden insgesamt eine gute Auftragslage. Die hohen Niveaus bei den Stimmungsumfragen sind unseres Erachtens teilweise Ausdruck einer nachhaltigen Entspannung bzw. Verbesserung der Margensituation, was sich nicht unbedingt in einer starken Produktionsausweitung ausdrücken muss. Letztes Jahr haben beispielsweise gemäss einer Branchenerhebung von Swissmem noch fast ein Viertel der MEM-Firmen mit einem operativen Verlust abgeschlossen.

## Chart der Woche

Lockerere Finanzierungsbedingungen trotz Zinserhöhungen



Quelle: Datastream, Raiffeisen Investment Office

[alexander.koch@raiffeisen.ch](mailto:alexander.koch@raiffeisen.ch)

# Fokus: Währungsgesicherte Anleihen als Ausweg aus Zins-Dilemma

Die über Jahre sinkenden Zinsen haben insbesondere im Schweizerfranken-Obligationensegment für stattliche Kursgewinne gesorgt. Nun führen die niedrigen Zinsen bei dieser

## «Der künftige Kurs der Notenbanken führt zu zunehmender Nervosität am Anleihemarkt»

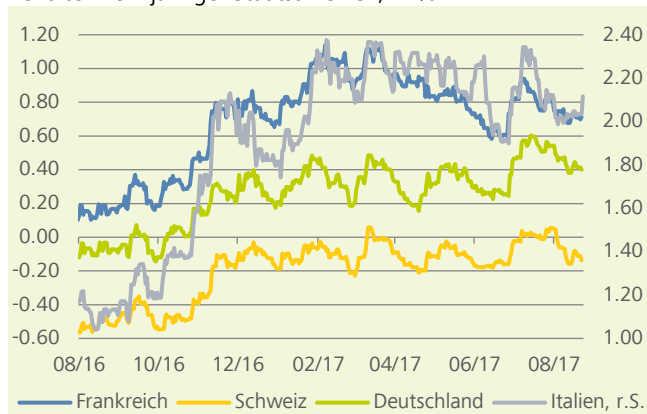
Anlageklasse jedoch mehr und mehr zu einem ungünstigen Risiko-/Ertragsprofil, da sichere CHF-Anleihen kaum mehr Erträge abwerfen und das Risiko steigender Zinsen im Hinblick auf die sich

ändernde Geldpolitik der Amerikanischen und Europäischen Notenbank zugenommen hat.

Die Risiken an den Anleihenmärkten wurde einerseits seit Ende letztes Jahr spürbar, als die amerikanische Notenbank am USD-Zinsmarkt eine erste Serie von Zinserhöhungen eingeleitet hat, und andererseits rücken sie in den Fokus, da die Fed plant, ihren Anleihenbestand schrittweise abzubauen. Kommentare seitens der Europäischen Zentralbank bezüglich einer Verringerung der Anleihenkäufe haben ebenfalls für steigende Nervosität an den Europäischen Anleihenmärkten gesorgt.

### Aussicht auf EZB-Bilanzabschmelzung und restriktivere Geldpolitik sorgt für Volatilität

Renditen zehnjähriger Staatsanleihen, in %

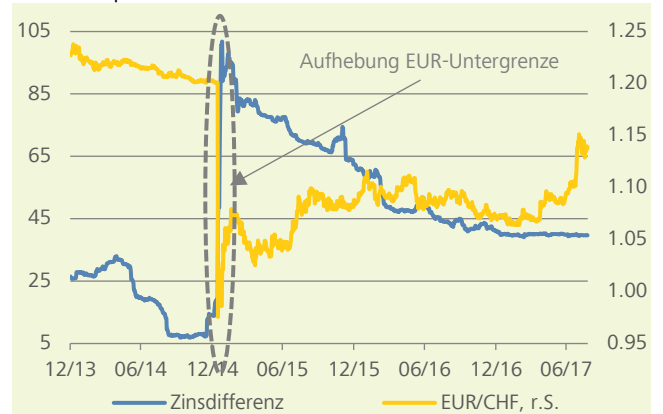


Der CHF-Anleihenmarkt ist den obigen Risiken ebenfalls stark ausgesetzt, da hier die Risiken aufgrund der währungsbedingten Zinspolitik - Stichwort "Negativzinsen" - kaum entschädigt werden. Zwar verfügt die Schweizerische Nationalbank mit der Erstarkung des Euro gegenüber der Heimwährung theoretisch wieder über etwas mehr Spielraum für eine Normalisierung der Geldpolitik. Da der CHF aber nach wie vor überwertet ist, will die

SNB jedoch nicht vor der EZB an der Zinschraube drehen, um eine erneute Frankenaufwertung aufgrund sich ausweitender Zinsdifferenz zu verhindern.

### Trotz abnehmender Zinsdifferenz bleibt der geldpolitische Spielraum für die SNB inexistent

EUR/CHF sowie Differenz zwischen 3m CHF-Libor und 3m EUR-Libor, in Bps.



Trotz der aktuellen Risikosituation kann aber im Rahmen eines diversifizierten Portfolios auf Anleihen nicht verzichtet werden, da sie wesentlich zur Portfoliostabilität beitragen, was sich gerade hinsichtlich immer wieder aufflammender politischen Risiken (Terroranschläge, Nordkorea, etc.) gut beobachten lässt.

Vom verlockend erscheinenden Ausweg, den tiefen CHF-Zinsen via Fremdwährungsanleihen ohne Währungsabsicherung auszuweichen, raten wir aufgrund des Währungsrisikos jedoch ab. Dieses wird in der Regel nur ungenügend entschädigt und gefährdet die Stabilisierungsfunktion im Portfolio, womit dieses nicht mehr dem gewünschten Risikoprofil entspricht.

#### Interessiert?

Sie wollen entsprechend dieses Fokus-Themas investieren? Ihre Raiffeisenbank hilft Ihnen gerne bei der konkreten Anlage-Umsetzung.

Als goldener Mittelweg empfehlen wir die Beimischung von währungsgesicherten globalen Anleihen zulasten reiner CHF-Obligationen, was auch in unseren aktuellen strategischen Anlageprofilen zum Ausdruck kommt.

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

Aktien				Währungen / Rohstoffe				Zinsen			
	aktuell	%, 5 Tage	%, YTD		aktuell	%, 5 Tage	%, YTD		3M	10YR	bp, YTD
SMI	8946	0.8	8.8	EURCHF	1.137	0.2	6.1	CHF	-0.73	-0.12	7
S&P 500	2439	0.4	8.9	USDCHF	0.964	-0.1	-5.4	USD	1.32	2.20	-25
Euro Stoxx 50	3453	0.2	4.9	EURUSD	1.180	0.3	12.2	EUR (DE)	-0.33	0.40	19
DAX	12218	0.4	6.4	Gold	1287	0.3	11.7	GBP	0.28	1.07	-17
CAC	5125	0.2	5.4	Öl (Brent)	52.5	-0.4	-7.6	JPY	-0.03	0.02	-3

Quelle: Bloomberg  
25.08.2017 10:52

**RAIFFEISEN**

**Herausgeber**

Raiffeisen Investment Office  
Raiffeisenplatz  
9000 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/ihre+bank+vor+ort](http://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.