

Anlagepolitik – Februar 2017

Raiffeisen Investment Office

Belastungsprobe für die Märkte

Raiffeisenbank Hitzkirchertal, Hauptsitz Hitzkirch

Architekt: Huber + Weibel AG, Hitzkirch

Fotograf: Joe Kaeser

RAIFFEISEN

Inhalt

Taktische Asset Allokation im Überblick	3
Marktkommentar Belastungsprobe für die Märkte	4
Konjunktur Trotz solider Weltkonjunktur ist Euphorie fehl am Platz	5
Obligationen Eidgenossen nähern sich positivem Terrain	6
Aktien Schweizer Aktien: Kombination von Qualität und hoher Dividende	8
Alternative Anlagen Kaum Luft nach oben für Ölpreise	10
Währungen Trumps Politik spricht kurzfristig für US-Dollar	11
Portfolio-Übersicht	12
Prognosen	13

Taktische Asset Allokation im Überblick

Anlageklasse	untergewichtet		neutral	übergewichtet	
	stark	leicht		leicht	stark
Cash				o	
Obligationen (angestrebte Laufzeit: 6.0 J.)*		o			
Hohe / mittlere Kreditqualität		o			
Tiefe Kreditqualität (global High-Yield)		o			
Schwellenländer			o		
Aktien		o			
Schweiz			o		
Global		o			
Aktien Europa		o			
Aktien USA		o			
Aktien Japan		o			
Aktien Schwellenländer			o		
Alternative Anlagen				o	
Alternative Strategien					o
Edelmetalle / Gold				o	
Rohstoffe				o	
Immobilien				o	

Währungen	untergewichtet		neutral	übergewichtet	
	stark	leicht		leicht	stark
EUR			o		
USD			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. Die Aktienindizes zeigen sich zwischen soliden Unternehmensgewinnen und politischen Unwägbarkeiten zum Jahresstart gut gehalten. Angesichts unkonventioneller US-Politik sowie der Aussicht auf leicht höhere Zinsen halten wir weiter an einer insgesamt leicht untergewichteten Aktienquote bei neutraler Positionierung für Schweizer Aktien fest.
2. Die in den vergangenen Monaten weltweit – zumindest am langen Ende – gestiegenen Zinsen dürften tendenziell weiter leicht steigen. Aufgrund höherer Ölpreise haben die Ausfallrisiken insbesondere für US-High-Yield-Anleihen weiter abgenommen, weshalb wir hier die Empfehlung von leicht untergewichten auf neutral anheben. Unternehmensanleihen bilden weiterhin das Gros des Anleihen-Portfolios. Obligationen aus Schwellenländern halten wir neutral
3. Die erzielte OPEC-Einigung zur Förderbremse hat am Ölmarkt spürbar für Entspannung gesorgt. Für eine Erhöhung der zurzeit neutralen Quote reicht dies aber noch nicht aus. Zuversichtlicher sind wir weiterhin für Gold und für Immobilienanlagen. Bei den alternativen Strategien behalten wir unsere Empfehlung eines starken Übergewichtens bei.

Belastungsprobe für die Märkte

Zwischen soliden Unternehmensgewinnen und politischen Unwägbarkeiten zeigen sich die Aktienindizes zum Jahresstart gut gehalten. Unkonventionelle Vorstösse der US-Regierung und die Aussicht auf leicht höhere Zinsen strapazieren allerdings die Marktstimmung. Wir halten weiterhin eine neutrale Quote in Schweizer Aktien und ein Übergewicht in Immobilien, Gold und alternativen Strategien.

Die ursprüngliche Trump-Euphorie an den Aktienmärkten weicht allmählich einer gewissen Ernüchterung. Potenziell positive Effekte des angekündigten aber noch nicht konkretisierten Investitionsprogramms stehen zunehmend im Schatten der protektionistischen Ziele der neuen US-Regierung. Nicht nur China ist stark in der Kritik Trumps. Auch Deutschland wurde jüngst beschuldigt, durch den schwachen Euro die USA auszunutzen. Transatlantische und -pazifische Freihandelsabkommen sind in weite Ferne gerückt. Und auch das nordamerikanische Freihandelsabkommen zwischen Mexiko, Kanada und den USA ist gefährdet. Vor dem Hintergrund der möglicherweise radikal neuen Spielregeln im globalen Handel muss der Start ins Börsenjahr 2017 unter grosser Belastung als geglückt bezeichnet werden. Insbesondere mit Blick auf die beiden Vorjahre, als der Schweizer Markt aufgrund des Frankenschocks respektive den Sorgen um Chinas Wirtschaftswachstum bereits im Januar stark in Rücklage geriet (siehe Grafik). Aufgrund der politischen Dauerbelastung halten wir bis auf weiteres an einer leicht untergewichteten globalen und neutralen Schweizer Aktienquote

fest. Neben den erhöhten Risiken bergen unseres Erachtens die Fundamentaldaten durchaus das Potential für eine erfreuliche Marktentwicklung. Die vorlaufenden Konjunkturindikatoren zeigen für die bedeutendsten Volkswirtschaften nach oben. Und die Unternehmensgewinne zum Q4 2016 bestätigen das Bild einer grundsätzlich intakten Gewinndynamik. Die anlässlich der Jahreszahlen in Aussicht gestellten Dividenden sprechen überdies für Aktien.

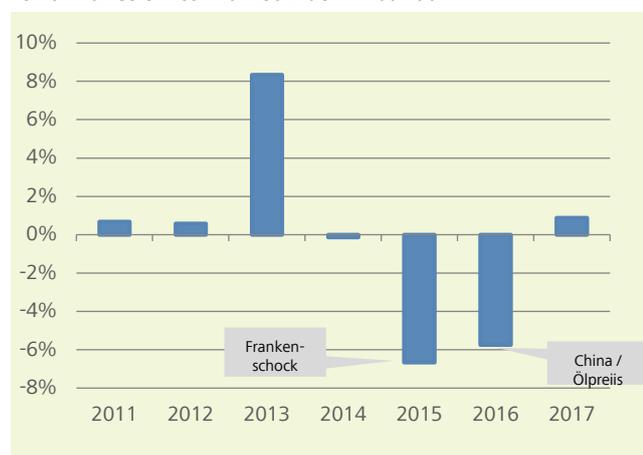
Zinswende lässt auf sich warten

Befürchtungen einer raschen Zinswende haben sich nicht bestätigt. Mit steigenden Inflationserwartungen sind die Verfallsrenditen von Obligationen recht abrupt angestiegen, verharren jetzt aber mit zurückhaltenden Geldpolitik auf weiterhin tiefen Niveaus. Die US-Notenbank hat auch keine Eile gezeigt, im März erneut an der Zinsschraube drehen zu wollen. 10-jährigen Eidgenossenrenditen wagen sich langsam Richtung positives Terrain und dürften dies im Jahresverlauf auch erreichen. Wenig Gefahr orten wir für die Risikoaufschläge bei Unternehmensanleihen. Bei den aktuell robusten Konjunkturperspektiven könnten sich die Risikoaufschläge gegenüber Staatsanleihen sogar etwas einengen. Das dürfte auch für hochverzinsliche Anleihen zutreffen, womit wir die Positionierung leicht auf neutral erhöhen, bevorzugt in relativ kurzen Laufzeiten. Bei tiefen Zinsen nutzen wir weiterhin die soliden Cash Flows bei Immobilienanlagen. Zudem empfehlen wir in volatilen Märkten eine erhöhte Quote in Gold und alternativen Strategien.

roland.klaeger@raiffeisen.ch

Jahresstart unter Belastung geglückt

Performance Swiss Market Index im Januar



Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Investment Office

Dividenden weiterhin attraktiv

Rendite CHF-Obligationen (BBB) ggü, SMI-Dividendenrendite



Quelle: Datastream, Raiffeisen Investment Office

Trotz solider Weltkonjunktur ist Euphorie fehl am Platz

In den USA hält die Trump-Euphorie immer noch an. Wir bleiben für die amerikanische Konjunktur auch bei einem Abflauen der anfänglichen Begeisterung zuversichtlich. In Europa, inklusive der Schweiz, ist die Stimmung bei Unternehmen und Haushalten bemerkenswert positiv.

Umfragen in den USA deuten auf einen deutlich gestiegenen Optimismus hin. Beispielsweise ist der Stimmungsindikator für die kleinen und mittleren Unternehmen seit der Wahl von Donald Trump um 12 Punkte gestiegen. Dies ist der stärkste Anstieg innerhalb von zwei Monaten seit Beginn dieser Umfrage im Jahr 1986. Grund hierfür ist vor allem die Einschätzung der allgemeinen Konjunkturperspektiven, weniger die Beurteilung der Geschäftsaussichten für die eigene Firma. Auch bei den Konsumenten hat sich die Einschätzung der allgemeinen Konjunkturperspektiven deutlicher verbessert als jene der eigenen Einkommensaussichten. Die Differenz zwischen der Beurteilung des Konjunkturfelds und der eigenen Situation ist unserer Meinung nach ein Indiz für übertriebene Euphorie.

Allerdings scheint Präsident Trump neben wachstumsfördernden Massnahmen (Infrastrukturausbau, Steuersenkungen) auch tatsächlich sein protektionistisches Wahlkampfprogramm umzusetzen zu wollen. Dies könnte die Inflation, die sich bereits wegen steigender Löhne und höherer Energiepreise beschleunigt, zusätzlich antreiben (Importzölle führen zu höheren Importpreisen). Spätestens wenn Unternehmer und Konsu-

umenten die höheren Kosten für Konsum- und Inputgüter wahrnehmen, sollte die Euphorie wieder abnehmen. Dennoch ist unsere Prognose für das Wirtschaftswachstum 2017 mit 2.2 Prozent deutlich höher als jene für 2016 mit 1.6 Prozent, angetrieben durch die geplanten Steuersenkungen.

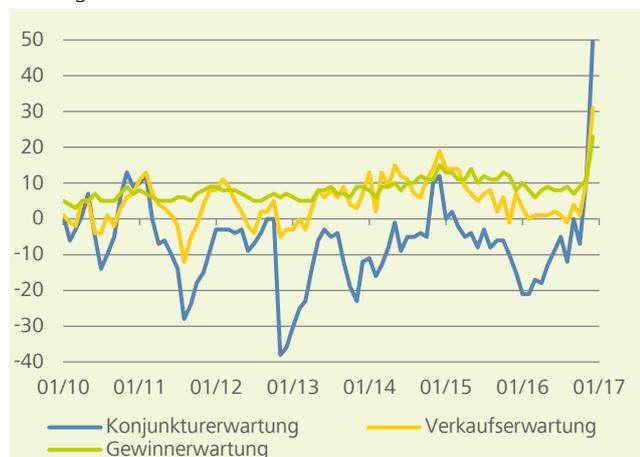
Erstaunlicherweise ist die Stimmung in der Eurozone ebenfalls sehr positiv. Dies ist umso bemerkenswerter, als die momentane politische Unsicherheit vor den Wahlen in den Niederlanden, Frankreich, Deutschland (und möglicherweise Italien) eher für eine vorsichtige Haltung sprechen würde. Zudem zeichnet sich – und dies ist ein bedeutender Unterschied gegenüber den USA – kein drastischer Anstieg der Staatsausgaben ab. Dennoch deuten sowohl Einkaufsmanagerindizes wie auch Stimmungsumfragen bei den Konsumenten auf eine weiter erstarrende Konjunktur im laufenden Jahr. Aber ähnlich wie in den USA ist auch in Europa der Unterschied zwischen den Angaben zur allgemeinen Lage und jenen zur eigenen finanziellen Situation oder dem Kaufverhalten relativ gross (siehe Grafik 2). Dies weist auf eine zu optimistische Einschätzung der Konjunktur hin – es scheint, dass man gut beraten ist, diese sehr positive Stimmung auch in der Eurozone mit Vorsicht zu geniessen.

Russland und Brasilien kämpfen sich aus der Rezession

Wir gehen weiterhin davon aus, dass sich Chinas Wirtschaft 2017 etwas abschwächt. Die Konjunktur der Schwellenländer insgesamt dürfte sich in diesem Jahr aber beschleunigen. Grund hierfür ist unsere Erwartung, dass die beiden Schwergewichte Brasilien und Russland 2017 aus der Rezession finden.

US-KMUs optimistischer für Konjunktur als für eigene Firma

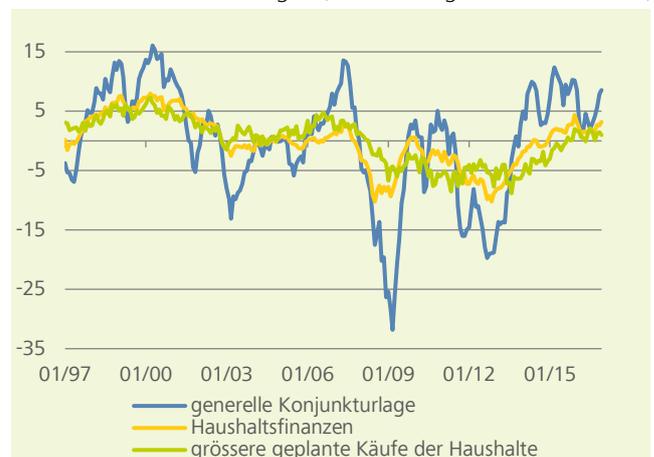
Umfragewerte bei amerikanischen KMUs



Quelle: NIFIB, Datastream, Raiffeisen Investment Office

Europäische Konsumenten erachten das wirtschaftliche Umfeld besser als ihre eigene Situation

EWU-Konsumentenumfragen (Abweichungen vom Mittelwert)



Quelle: EU-Kommission, Datastream, Raiffeisen Investment Office

Eidgenossen nähern sich positivem Terrain

Die Zinsen sind in den vergangenen Monaten weltweit gestiegen – zumindest am langen Ende. Dies gilt auch für die Schweiz, obwohl die SNB ihre Geldpolitik nicht verändert hat. Wir bevorzugen Unternehmensanleihen und erhöhen die Quote für hochverzinsliche Obligationen leicht auf neutral.

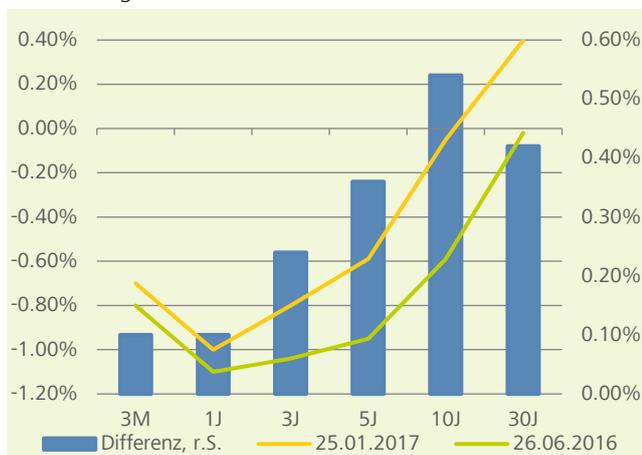
Nach dem durch den Brexit-Entscheid bedingten nochmaligen Zinsrutsch sind die globalen Zinsen in den letzten Monaten wieder spürbar gestiegen. Die Zinskurven sind an den meisten Märkten – auch in der Schweiz – steiler geworden. Der Wahlsieg Trumps hat diesen Trend noch verstärkt. Denn seine erwartete expansive Fiskalpolitik dürfte eine Rückkehr zur Inflation und entsprechend auch zu höheren Zinsen beschleunigen.

Die Schweiz ist gegen eine solche Entwicklung nicht immun. Wie Grafik 1 zeigt, sind die Zinsen hierzulande seit sechs Monaten in fast allen Laufzeitenbereichen gestiegen. Allerdings war die Aufwärtsbewegung am langen Ende wesentlich ausgeprägter. Die zehnjährigen Schweizer Renditen sind um 0.5 Prozentpunkte auf nunmehr -0.1 Prozent gestiegen. Gleichwohl verharren die kurzfristigen Zinsen unverändert tief im negativen Terrain.

Trotz besserer Konjunkturnachrichten bleiben die Geldmarktsätze niedrig, weil die EZB und in deren Schlepptau auch die Schweizerische Nationalbank (SNB) an ihrer Politik der Negativzinsen festhalten. Mit dem wiedererstarbten Druck auf EUR/CHF wird am Markt auch wieder eine mögliche weitere

In der Schweiz sind die Zinsen vor allem am langen Ende gestiegen

Entwicklung der Schweizer Zinsen



Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Investment Office

Zinssenkung durch die SNB diskutiert. Davon gehen wir allerdings nicht aus. Die Devisenmarktinterventionen bleiben das präferierte Mittel.

Normalisierung trotz getrübler Stimmung

Die Sorgen um die Zukunft des Euro bleiben nach wie vor bestehen. Doch entgegen diesem pessimistischen Szenario gibt es am Finanzmarkt zunehmend Zeichen einer Normalisierung der Zinslandschaft am Horizont. Die Konjunkturindikatoren in der Eurozone bleiben robust. Zudem zeigt der globale Inflationstrend nach oben. Im Februar konnte sich die Fed zwar noch nicht zu einer Zinserhöhung durchringen, aber im Jahresverlauf dürften sich die US-Notenbanker weiter in Richtung Normalisierung bewegen.

Unternehmensanleihen im Fokus

Auch wenn sich der Aufwärtsdruck auf die Kapitalmarktrenditen äusserst moderat zeigt, zieht er für Inhaber Schweizer Staatsanleihen dennoch leichte Kursverluste nach sich. Somit bleiben Eidgenossen unattraktiv. Wir bevorzugen weiterhin Unternehmensanleihen mit Investment-Grade Rating für das Gros des Anleihen-Portfolios. Die Quote für High-Yield-Anleihen erhöhen wir leicht auf neutral, da sich neben hochverzinslichen Obligationen aus der Eurozone unseres Erachtens auch die Perspektiven für das US-Segment verbessert haben. Der stabile Ölpreis und anhaltend starke Konjunkturindikatoren sprechen sogar für eine leichte Einengung der Risikoaufschläge. Um die Zinsrisiken zu limitieren bevorzugen wir für High-Yield-Anleihen kurze Laufzeiten.

Leichter Renditeanstieg auch bei Unternehmensanleihen in CHF

Verfallsrendite, in %



Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Investment Office

Obligationen leicht untergewichtet

– Obligationen hoher bis mittlerer Kreditqualität

Bei den Staatsanleihen der Industrieländer bleiben wir stark untergewichtet. Trotz dem jüngsten Anstieg bleiben die Verfallsrenditen 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

Die Auffallraten bei High-Yield Anleihen dürfte mit den höheren Ölpreisen insbesondere in den USA weiter sinken, weshalb wir auch bei US-High-Yield-Anleihen die Empfehlung von einem leichten Untergewichten auf neutral anheben. Hochverzinsliche Obligationen aus der Eurozone dürften zudem vom EZB-Kaufprogramm gut unterstützt sein.

= Emerging Markets

Wir behalten die neutrale Quote für die Schwellenländerobligationen in USD bei. Die Wachstumsperspektiven bei den Schwellenländern haben sich erneut verbessert und die Risiken entsprechend reduziert, bei anhaltend attraktivem Renditepotential. Bei dieser Anlageklasse ist eine breite geographische Diversifikation unentbehrlich.

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

Schweizer Aktien: Kombination von Qualität und hoher Dividende

Der Schweizer Aktienmarkt bietet Anlegern momentan eine Dividendenrendite von deutlich über 3 Prozent. Dies ist im Vergleich zum Aktien-Weltindex attraktiv. Nicht minder wichtig ist die ansprechende Qualität der meisten Schweizer Firmen. Mit Dividendenkürzungen ist in den wenigsten Fällen zu rechnen.

Aktien haben auch eine Eigenschaft, die eigentlich Obligationen vorbehalten ist: Sie können regelmässig Einkommen erzielen. Je höher die sogenannte Dividendenrendite, desto höher fällt die Ausschüttung an Anleger aus. Besonders wertvoll scheint dies in der gegenwärtigen Phase, in der ein Engagement in (Staats-)Obligationen oft ein Verlustgeschäft ist.

In diesem Zusammenhang sind Schweizer Aktien mit einer durchschnittlichen Ausschüttung von knapp 3.5 Prozent zu nennen. Dies liegt deutlich über dem langjährigen Mittel und steht auch im internationalen Vergleich gut da. Dabei fallen nicht nur die wieder höheren (aber eher volatilen) Ausschüttungen einiger Finanzunternehmen, sondern auch die stabilen Dividendenrenditen grosser Titel wie Nestlé, Roche und Novartis ins Gewicht.

Banken sind nur «gefühl» der wichtigste Sektor

Gemessen an den Schlagzeilen müssten die Banken einer der grössten Sektoren in den gängigen Schweizer Aktienindizes sein. Allerdings hat ihr Gewicht auf inzwischen nur noch rund

Anhaltend hohe Dividendenrendite spricht für Schweizer Papiere...

Schweizer SPI-Dividendenrendite in der langen Frist



Quelle: Datastream, Raiffeisen Investment Office

10 Prozent abgenommen. Selbst unter Einbezug der Versicherungen bleibt das Gesamtgewicht der Finanzwerte unter 20 Prozent. Weitaus wichtiger sind die Aktien der Pharma-Schwergewichte Roche und Novartis sowie der weltgrösste Nahrungsmittelkonzern Nestlé – das gemessen an der Marktkapitalisierung grösste Schweizer Unternehmen.

Die Finanzunternehmen befinden sich aber wieder im Aufwind. So hat zum Beispiel die UBS die meisten Altlasten (etwa aus der US-Immobilienkrise) bereinigt und ist somit wieder in der Lage, eine überdurchschnittliche Dividende zu bezahlen. Ähnlich sieht die Situation bei der Zurich Insurance Group aus. Noch bis vor kurzem hatten viele Anleger eine Dividendenkürzung erwartet. Hierzu kam es jedoch dank einer Stabilisierung der Erträge unter der neuen Unternehmensleitung zumindest vorderhand nicht.

Dynamik bei den Unternehmensgewinnen unterstützt

Ein Blick auf Bewertungsindikatoren wie das Preis/Gewinn-Verhältnis zeigt jedoch, dass Schweizer Aktien nicht mehr günstig sind. Die Börse hat sich weltweit von der Finanzkrise gut erholt, obwohl die Gewinnentwicklung die höheren Kurse nicht immer rechtfertigte. Rückschläge wie zu Beispiel im ersten Quartal 2016 sind jederzeit möglich. Ermutigend ist jedoch der Trend bei den Unternehmensgewinnen. Global legt die Gewinndynamik zum Jahresende 2016 leicht zu und dürfte somit den Aktienmärkten trotz erhöhter (politischer) Risiken Unterstützung geben.

...gleichzeitig sind Schweizer Aktien nicht (mehr) günstig bewertet

SPI-Kurs-Gewinn-Verhältnis in der langen Frist



Quelle: Datastream, Raiffeisen Investment Office

Aktien leicht untergewichtet

= Schweiz

Der Schweizer Markt ist auf Basis Kurs/Gewinn-Verhältnis weiterhin relativ teuer bewertet. Allerdings finden die Indexschergewichte mit verbesserten Schwellenländer-Perspektiven einen Boden. Wir halten die Allokation auf neutral.

- Europa

Die EZB wirkt mit der expansiven Geldpolitik unterstützend. Die Konjunkturaussichten bleiben robust, aber ohne Anzeichen auf eine Wachstumsbeschleunigung. Die politischen Unsicherheiten bleiben ein bedeutender Risikofaktor.

- USA

Die US-Märkte haben die Zinserhöhung durch die Fed gut verdaut. Bei inlandsorientierten, tiefer kapitalisierten US-Unternehmen sehen wir durch das Bestreben der Trump-Regierung, die heimische Wirtschaft zu fördern, taktisch einen Vorteil gegenüber den Blue Chips. Insgesamt bergen die hohen Erwartungen an das Konjunkturprogramm Enttäuschungspotenzial

- Japan

Abenomics schafft es weiter nicht, die Konjunktur richtig in Schwung zu bringen.

= Emerging Markets

Im Gegensatz zu vielen Industrieländern zeigen die Indizes der Schwellenländeraktien seit Jahresbeginn 2016 eine starke Entwicklung, auch nachdem der Zinsanstieg nach der Trump-Wahl den Markt kurzfristig belastete. Die weiterhin lockere Geldpolitik in den Industrieländern sorgt für Rückenwind. Die Stabilisierung der Konjunktur in den Schwellenländern hält an. Wir halten an der neutralen Quote für Schwellenländeraktien fest.

-- Stark untergewichtet

- Leicht untergewichtet

= Neutral

+ Leicht übergewichtet

++ Stark übergewichtet

Kaum Luft nach oben für Ölpreise

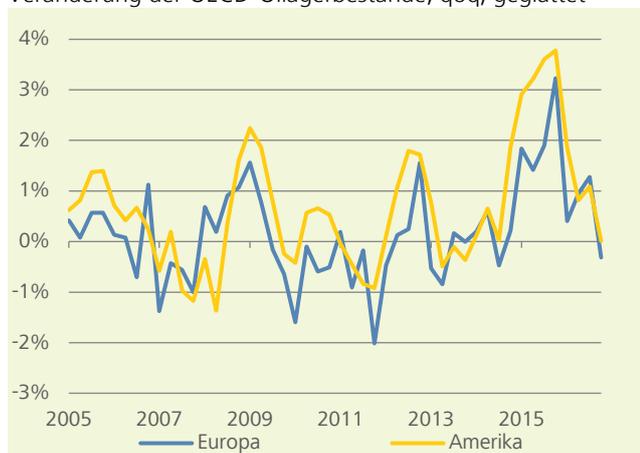
Neben extrem tiefen Preisniveaus sah sich ein Öl-Engagement in den letzten Jahren auch mit einer nachteiligen Struktur bei der Terminkontrakt-Kurve konfrontiert. Obwohl diese Belastungsfaktoren 2017 an Bedeutung verlieren dürften, bleiben wir für Öl skeptisch. Zuversichtlich bleiben wir weiterhin für Gold, indirekte Immobilienanlagen und insbesondere für alternative Strategien.

Obwohl die Wahrscheinlichkeit von negativen Rollrenditen – d.h. eines Verlustes wenn von einem Terminkontrakt in den nächsten „gerollt“ wird – für Ölkontrakte deutlich abgenommen hat, erachten wir dies als noch nicht ausreichend, um unsere empfohlene Quote anzuheben. Denn zwar konnte die Umsetzung des OPEC-Beschlusses zur Förderbremse den Lageraufbau infolge Überproduktion beenden, ein deutlicher Abbau konnte bislang jedoch nicht eingeleitet werden. Die Öllager bleiben somit randvoll und eine anziehende – beim jetzigen Preis wieder für deutlich mehr Fracker attraktive – Shale-Produktion dürfte daher das Aufwärtspotential für die Ölnotierungen limitieren. Solange sich die betroffenen Förderstaaten jedoch an die vereinbarten Produktionsgrenzen halten, sollten die Ölpreise gleichzeitig nach unten gut abgesichert bleiben, so dass eine neutrale Positionierung weiterhin angezeigt bleibt.

Optimistischer bleiben wir nach wie vor für Gold. Die Feinunze hat zu Monatsbeginn mit über USD 1'200 das Zehnmonatstief vom letzten Dezember deutlich hinter sich gelassen. Auch wenn der Goldpreis vom zuletzt etwas schwächeren USD

Öllagerbestände sinken nach Förderbegrenzung (noch nicht spürbar)

Veränderung der OECD-Öllagerbestände; qoq, geglättet



Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Investment Office

profitierte, dürfte das Gelbe Metall aufgrund verhaltener Zinsaussichten, steigender Inflation und weiterhin erhöhter politischer Unsicherheit gut unterstützt bleiben, so dass wir die Empfehlung eines leichten Übergewichtens beibehalten.

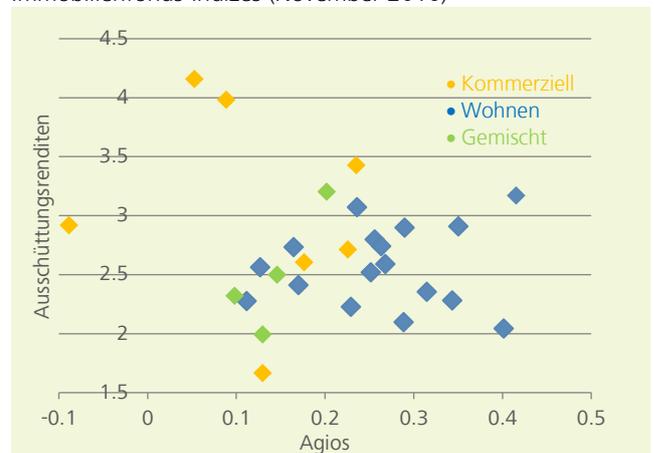
Die wohl nur moderat steigenden Zinsen vermögen gleichzeitig die Attraktivität von indirekten Immobilienanlagen nicht zu schmälern. Denn die Ausschüttungsrenditen von Schweizer Immobilienfonds liegen relativ stabil deutlich über dem derzeitigen Renditepotential von Staatsanleihen mit guter Bonität. Vor allem Immobilienfonds, welche in zentrale Gewerbeliegenschaften investieren erachten wir angesichts des Verhältnisses der Agios zu den Ausschüttungsrenditen sowie aufgrund der stabilen Cash Flows infolge langlaufender Mietverträge weiterhin als interessante Anlagemöglichkeit und empfehlen daher eine leicht übergewichtete Positionierung.

Alternative Strategien weiterhin empfehlenswert

Auch wenn sich der Jahresauftakt an den Finanzmärkten bislang von der aufgehellten Seite zeigt, bleiben zahlreiche Unwägbarkeiten bestehen, die sich schnell zur Störquelle entwickeln können. Zu denken wäre da etwa an die Unberechenbarkeit des neuen US-Präsidenten oder auch an politische Risiken in verschiedenen europäischen Kernländern im Nachgang allfälliger Wahlerfolge von euroskeptischen Parteien. Ein Umfeld, in dem wir die Beimischung von Anlagenstrategien, welche mit traditionellen Assetklassen möglichst wenig oder sogar negativ korreliert sind, weiterhin für empfehlenswert erachten und daher die stark übergewichtete Positionierung aufrechterhalten.

Gewerbeimmobilien-Fonds bieten attraktive Renditen

Gewichtete Agios und Ausschüttungsrenditen der Raiffeisen Immobilienfonds-Indizes (November 2016)



Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Investment Office

Trumps Politik spricht kurzfristig für US-Dollar

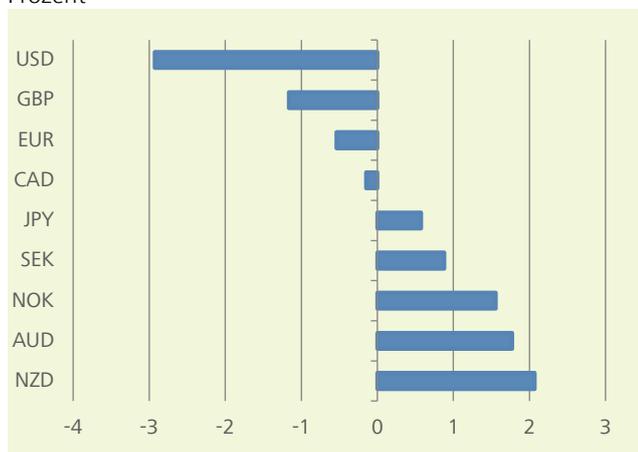
In den Vereinigten Staaten zeigen die «Dollar-Bullen» erste Ermüdungserscheinungen. Dennoch gehen wir kurzfristig von einem stärkeren US-Dollar gegenüber dem Franken und Euro aus. Gegen Ende des Jahres dürften sich die europäischen Währungen (EUR, GBP, SEK, NOK) allerdings erholen. Bei der schwedischen Krone sehen wir bereits in den kommenden Monaten eine Fortsetzung des Aufwärtstrends.

Die Markteuphorie in Zusammenhang mit einer expansiveren Fiskalpolitik der Regierung Trump ist in den vergangenen Wochen etwas abgeklungen. Die Folge waren rückläufige reale Renditen weltweit und insbesondere in den USA, was in einer Abschwächung des US-Dollar niederschlug. Wir gehen weiterhin davon aus, dass fiskalpolitischer Stimulus (steigende Renditen) in den USA sowie eine Besteuerung der Importe (Verbesserung der Handelsbilanz) kurzfristig den Greenback stützen werden. Längerfristig dürfte der USD allerdings nachgeben, unter anderem wegen einer deutlich anziehenden Inflation und daher einer geringeren Realverzinsung. Der Euro könnte dann gegenüber der US-Währung Boden gutmachen. Dies trifft insbesondere dann zu, wenn die EZB – wovon wir ausgehen – ihr Anleihenkaufprogramm ab Januar 2018 langsam herunterfährt.

Während sich der Euro erst in etwa zwölf Monaten gegenüber dem US-Dollar erholen dürfte, sehen wir für die schwedische

Greenback hat seit Jahresbeginn gegenüber dem Franken deutlich eingebüsst

Währungsentwicklung gegenüber dem Schweizer Franken, in Prozent



Quelle: Datastream, Raiffeisen Investment Office

und norwegische Krone bereits in den kommenden Monaten Potenzial. Starkes Wachstum und anziehende Inflation sprechen für eine weniger lockere Geldpolitik in Schweden. Die norwegische Krone dürfte vom Ölpreis profitieren.

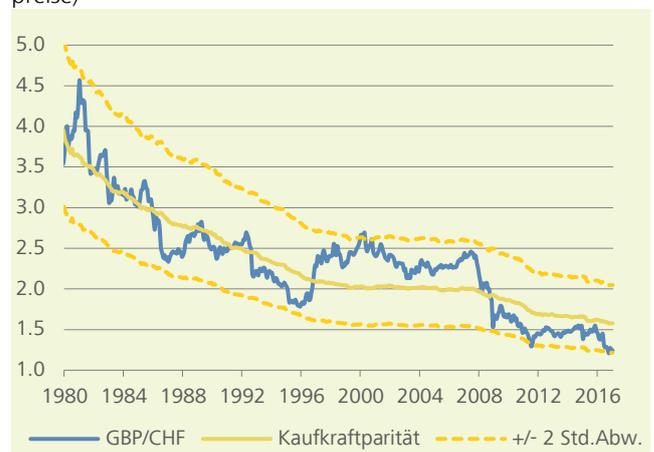
Die SNB muss weiterhin am Devisenmarkt intervenieren, um Niveaus des Franken von 1.07 per Euro zu verteidigen. Dies dürfte sich in den kommenden Monaten kaum ändern, bleiben doch die politischen Risiken in der Eurozone (in Zusammenhang beispielsweise mit dem Brexit und den anstehenden Wahlen) hoch und die vorlaufenden Konjunkturindikatoren der Schweiz ausgesprochen solide. Hoffnung gibt derzeit lediglich unser Ausblick auf ein ausklingendes Anleihenkaufprogramm der EZB im Jahr 2018. Bei gleichzeitig unveränderten Negativrenditen in der Schweiz würden steigende Zinsdifferenzen den Euro gegenüber dem Franken unterstützen.

Hat das Pfund seinen Tiefpunkt bereits erreicht?

Das britische Pfund bleibt kurzfristig mit Risiken behaftet, da langwierige Verhandlung mit der Konsequenz eines «harten» Brexit anstehen. Allerdings stimmt uns die jüngste Entwicklung etwas mehr zuversichtlich, dass das Korrekturpotenzial des Pfunds beschränkt ist. So empfängt US-Präsident Trump die britische Premierministerin Theresa May als ersten Staatsbesuch. Auch bemüht sich Grossbritannien um verbesserte Handelsbeziehungen mit asiatischen Ländern wie China. Diese könnten einen «harten» EU-Austritt abfedern. Auf zwölf Monate hinaus sehen wir moderates Aufwertungspotential für das deutlich unterbewertete Pfund.

Pfund-Bewertung spricht dafür, dass politische Unsicherheit schon teilweise eskomptiert ist

Wechselkurs und Kaufkraftparität (auf Basis der Produzentenpreise)



Quelle: Datastream, Raiffeisen Investment Office

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	5.0%		31.3%	0%	5.0%	40%	6.2%	0%	5.0%	40%	6.0%	0%	5.0%	40%	5.9%	0%	5.0%	35%	2.6%	
Cash			31.3%				6.2%				6.0%				5.9%				2.6%	
Obligationen (angestrebte Laufzeit 6.0 J.)	95.0%		58.7%	45%	60.0%	75%	54.0%	25%	40.0%	55%	36.0%	5%	20.0%	35%	17.3%	0%	0.0%	15%	0.0%	
Hohe/mittlere Kreditqualität*		90.0%	53.7%	40%	55.0%	70%	49.0%	20%	35.0%	50%	31.0%	0%	15.0%	30%	12.3%	0%	0.0%	10%	0.0%	
Tiefe Kreditqualität** (global High-Yield)	0%	2.0%	12%	2.0%	0%	2.0%	12%	2.0%	0%	2.0%	12%	2.0%	0%	2.0%	12%	2.0%	0%	0.0%	10%	0.0%
Schwellenländer	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%	0.0%	10%	0.0%
Aktien	0%	0.0%	0%	0.0%	5%	20.0%	35%	18.4%	25%	40.0%	55%	36.0%	45%	60.0%	65%	56.0%	65%	80.0%	95%	76.0%
Aktien Schweiz					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%	6.0%	16%	4.4%	5%	15.0%	25%	11.0%	14%	24.0%	34%	20.0%	23%	33.0%	43%	29.0%
Aktien Europa						1.5%	1.0%			3.7%	2.5%			6.0%	4.8%			8.3%	7.1%	
Aktien USA						3.6%	2.8%			9.0%	7.0%			14.4%	12.4%			19.8%	17.8%	
Aktien Japan						0.9%	0.6%			2.3%	1.5%			3.6%	2.8%			4.9%	4.1%	
Aktien Schwellenländer					0%	4.0%	14%	4.0%	0%	5.0%	15%	5.0%	0%	6.0%	16%	6.0%	0%	7.0%	17%	7.0%
Alternative Anlagen	0%	0.0%	15%	10.0%	0%	15.0%	30%	21.4%	0%	15.0%	30%	22.0%	0%	15.0%	30%	20.8%	0%	15.0%	30%	21.4%
Alternative Strategien	0%	0.0%	10%	2.0%	0%	3.0%	13%	5.0%	0%	3.0%	13%	5.0%	0%	3.0%	13%	5.0%	0%	0.0%	10%	2.8%
Edelmetalle / Gold	0%	0.0%	10%	3.0%	0%	4.0%	13%	5.6%	0%	3.0%	13%	5.0%	0%	3.0%	13%	5.0%	0%	0.0%	10%	2.0%
Rohstoffe	0%	0.0%	0%	0.0%	0%	4.0%	13%	4.8%	0%	5.0%	13%	6.0%	0%	6.0%	13%	6.8%	0%	8.0%	18%	9.4%
Immobilien	0%	0.0%	10%	5.0%	0%	4.0%	13%	6.0%	0%	4.0%	13%	6.0%	0%	3.0%	13%	4.0%	0%	7.0%	17%	7.2%
Total	100%		100.0%		100%		100.0%		100%		100.0%		100%		100.0%		100%		100.0%	
Währungen	0%	20%	8.0%	0%	30%	12.8%	0%	40%	17.0%	0%	60%	25.5%	0%	70%	29.8%					
Aktuelle Quote***																				
EUR			4.0%			6.0%					8.0%			12.0%					14.0%	
USD			4.0%			6.0%					8.0%			12.0%					14.0%	
JPY			0.0%			0.8%					1.0%			1.5%					1.8%	
andere			0.0%			0.0%					0.0%			0.0%					0.0%	

* Investment Grade (Rating AAA bis BBB)

** Unternehmensanleihen, Sub-Investment Grade (<BBB)

*** Wird u.a. durch Währungstransaktion erzielt

Prognosen

Konjunktur	2013	2014	2015	Prognose 2016	Prognose 2017
------------	------	------	------	---------------	---------------

BIP

Durchschnittliches jährliches Wachstum (in %)

Schweiz	1.8	1.9	0.9	1.4	1.3
Deutschland	0.6	1.6	1.5	1.8	1.5
Eurozone	-0.2	1.2	1.9	1.7	1.6
USA	1.7	2.4	2.6	1.6	2.2
China	7.7	7.3	6.9	6.7	6.3
Japan	1.4	-0.1	0.6	0.7	0.9
Global (PPP)	3.3	3.4	3.1	3.1	3.4

Inflation

Jahresdurchschnitt (in %)

Schweiz	-0.2	0.0	-1.1	-0.4	0.3
Deutschland	1.5	0.9	0.2	0.4	1.5
Eurozone	1.4	0.4	0.0	0.2	1.2
USA	1.6	1.8	0.1	1.3	2.1
China	2.6	2.2	1.4	2.0	2.3
Japan	0.3	2.8	0.8	-0.1	0.5

Finanzmärkte

2015 2016 Aktuell* Prognose 3 Monate Prognose 12 Monate

3M Libor

Jahresende (in %)

CHF	-0.76	-0.73	-0.73	-0.75	-0.75
EUR	-0.13	-0.32	-0.33	-0.35	-0.35
USD	0.61	1.00	1.04	1.10	1.60
JPY	0.08	-0.05	0.00	-0.10	-0.10

Kapitalmarktzinsen

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

CHF	-0.06	-0.18	-0.15	-0.2	0.4
EUR (Deutschland)	0.66	0.23	0.35	0.3	0.9
EUR (PIIGS)	2.05	2.01	2.09	1.7	2.2
USD	2.30	2.45	2.41	2.4	2.6
JPY	0.26	0.04	0.11	0.0	0.1

Wechselkurse

Jahresende

EUR/CHF	1.09	1.07	1.06	1.08	1.08
USD/CHF	1.00	1.02	1.00	1.05	1.00
JPY/CHF (pro 100 JPY)	0.83	0.87	0.89	0.89	0.91
EUR/USD	1.09	1.05	1.07	1.03	1.08
USD/JPY	120	117	112	118	110

Rohstoffe

Jahresende

Rohöl (Brent, USD/Barrel)	37	57	56	55	55
Gold (USD/Unze)	1061	1152	1230	1250	1350

*07.02.2017

Herausgeber

Raiffeisen Investment Office
Raiffeisenplatz
9000 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
www.raiffeisen.ch/web/publikationen

Wichtige rechtliche Hinweise**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. Diese 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 im entsprechenden Kotierungsprospekt enthalten. Aufgrund gesetzlicher Beschränkungen in einzelnen Staaten richten sich diese Informationen nicht an Personen mit Nationalität oder Wohnsitz eines Staates, in welchem 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 Verkaufsprospekte studiert wurden. Entscheide, welche aufgrund der vorliegenden Publikation getroffen werden, erfolgen im alleinigen Risiko des Anlegers.

Keine Haftung

Raiffeisen Schweiz Genossenschaft unternimmt alle zumutbaren Schritte, um die Zuverlässigkeit der präsentierten Daten zu gewährleisten. Raiffeisen Schweiz Genossenschaft übernimmt aber keine Gewähr für Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der in dieser Publikation veröffentlichten Informationen. Raiffeisen Schweiz Genossenschaft haftet nicht für allfällige Verluste oder Schäden (direkte, indirekte und Folgeschäden), die durch die Verteilung dieser Publikation oder 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.

Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse

Diese Publikation 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.