



## Anlagepolitik – März 2017

Raiffeisen Investment Office

Risikoappetit (noch) nicht gesättigt

Raiffeisenbank Val-Terbi, Geschäftsstelle Courroux

Architekt: GIM ARchitekten und Planer Bern

Fotograf: M. Peter Leuenberger

**RAIFFEISEN**

# Inhalt

Taktische Asset Allokation im Überblick	3
Marktkommentar <b>Risikoappetit (noch) nicht gesättigt</b>	4
Konjunktur <b>Fed bereitet Märkte auf baldige weitere Zinserhöhung vor</b>	5
Obligationen <b>Zinsnormalisierung gestoppt</b>	6
Aktien <b>Schwellenländeraktien gut unterstützt</b>	8
Alternative Anlagen <b>„Energie &amp; Co.“ als beachtenswerte Alternative</b>	10
Währungen <b>Manipuliert die Schweiz aus Sicht der USA ihre Währung?</b>	11
Portfolio-Übersicht	12
Prognosen	13

# Taktische Asset Allokation im Überblick

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

Währungen	untergewichtet		neutral	übergewichtet	
	stark	leicht		leicht	stark
EUR			o		
USD			o		
JPY			o		
<b>Laufzeiten CHF</b>					
1 bis 3 Jahre	o				
3 bis 7 Jahre		o			
7 und mehr Jahre	o				

\*Durchschnittliche Laufzeit des Obligationenportfolios  
o = Gewichtung im Vormonat

## Kernbotschaften

1. Der Appetit für risikoreiche Anlagen ist weiterhin gross. Die anstehenden Wahlen in Europa und eine US-Notenbank in Warteposition beherrschen zwar die Marktdiskussionen, stören die Stimmung aber vorerst nicht. Wir halten daher an der neutralen Quote für Aktien aus der Schweiz und den Schwellenländern fest. Für europäische und US-Aktien halten wir aufgrund der (geld-)politischen Agenda weiterhin ein leichtes Untergewicht.
2. Der temporäre Anstieg der Verfallsrenditen am Obligationenmarkt ist zum Stillstand gekommen. Die Inflationserwartungen dürften vorerst nicht weiter ansteigen und die Notenbanken agieren zurückhaltend. Unternehmensanleihen guter Kreditqualität, High-Yield und Schwellenländeranleihen bleiben unsere Favoriten.
3. Jahrelang waren die Rohstoffrenditen insbesondere im Vergleich zu Anleihen- und Aktieninvestments enttäuschend. Dies könnte sich allerdings während des nahenden US-Zinserhöhungszyklus ändern. Zudem spricht nicht nur die Nachfrage-, sondern auch die Angebotssituation seit dem vergangenen Jahr zunehmend für den «Rohstoffkomplex». Zuversichtlich sind wir weiterhin für Gold und Immobilienanlagen. Bei den alternativen Strategien behalten wir unsere Empfehlung eines starken Übergewichtens bei.

## Risikoappetit (noch) nicht gesättigt

**Der Appetit für risikoreiche Anlagen ist weiterhin gross. Die anstehenden Wahlen in Europa und eine US-Notenbank in Warteposition beherrschen zwar die Marktdiskussionen, stören die Stimmung aber vorerst nicht. Wir halten daher an der neutralen Quote für Aktien aus der Schweiz und den Schwellenländern fest. Alternative Anlagen bleiben ein Diversifikationsanker.**

An den Zins- und Devisenmärkten zeigt sich das Unbehagen über die bevorstehenden französischen Präsidentschaftswahlen deutlich. Seit dem Front National erhöhte Siegeschancen eingeräumt werden, tendiert der Euro zur Schwäche. Französische Staatsanleihen zahlen einen Risikoaufschlag von 0.8 Prozentpunkten gegenüber deutschen Anleihen. Auch der französische Aktienmarkt gehört in diesem Jahr zu den Verlierern in Europa. Sehr gut dagegen entwickeln sich die traditionell risiko- und ertragsreichen Aktienindizes in Schwellenländern. Die Avancen der Aktienkurse in diesen Märkten werden begleitet von stabileren Konjunkturindikatoren. Die protektionistische Rhetorik aus den USA dagegen belastet kaum. Eine neutrale Gewichtung von Aktien aus Schwellenländern ist daher weiterhin angezeigt. Auch für Schweizer Aktien bleiben wir neutral positioniert. Die Kombination aus Qualität und hoher Dividende dürfte relativ attraktiv bleiben.

### (Geld-)Politische Agenda dominiert

Der Fokus auf Qualität könnte sich insbesondere vor dem Hintergrund der gefüllten (geld-)politischen Agenda der kommen-

den Wochen auszahlen. Nach den wiederholt euro-, globalisierungs- und establishment-kritischen Urnengängen in Europa und der Wahl-Überraschung in den USA wird für den 15. März in den Niederlanden bei den Parlamentswahlen ein Sieg der Partei für die Freiheit von Geert Wilders erwartet. Für eine Regierungsbeteiligung dürfte es allerdings aufgrund von fehlenden Koalitionspartnern nicht reichen. Am gleichen Tag entscheidet die US-Notenbank Fed über den Leitzins. Die Wahrscheinlichkeit, dass die Fed im März die Zinsen bereits wieder um 0.25 Prozentpunkte anhebt ist zwar aufgrund der robusten Konjunkturdaten und steigender Inflation gestiegen, wir gehen allerdings weiterhin von einem nächsten Zinsschritt erst im Juni aus. Mitte März trifft sich auch die Schweizerische Nationalbank zur vierteljährlichen Lagebeurteilung. Der Aufwertungsdruck, den die französischen Wahlen auf den Franken auslösen, haben die SNB wahrscheinlich zu Interventionen am Devisenmarkt gezwungen. Eine weitere Zinssenkung sehen wir allerdings derzeit nicht als Option.

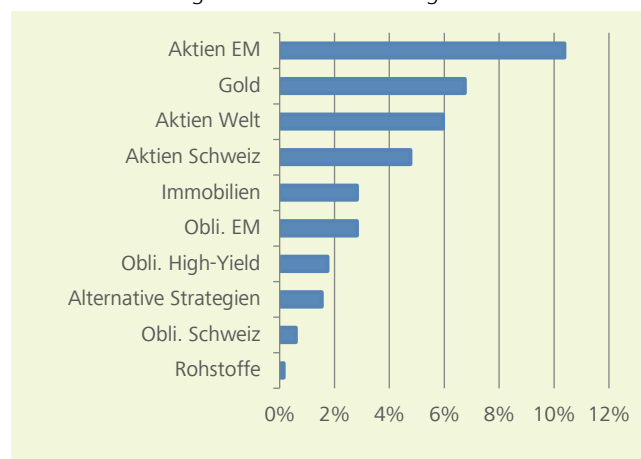
### Ruhe vor dem Sturm?

Die Risiken werden an den Märkten mehrheitlich ausgeblendet. Der Index der an den Terminmärkten eingepreisten Marktschwankungen, auch Angstindex genannt, zeigt eine starke Entspannung an (siehe Grafik). Die politischen Wirren konnten diese Entspannung bisher nicht stören. Temporäre Ausschläge sind allerdings nicht auszuschliessen. Eine erhöhte Quote in Alternativen Anlagen, die mögliche Schwankungen ausgleichen könnten, bleibt daher unverändert angezeigt.

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

### Jahresstart unter Belastung geglückt

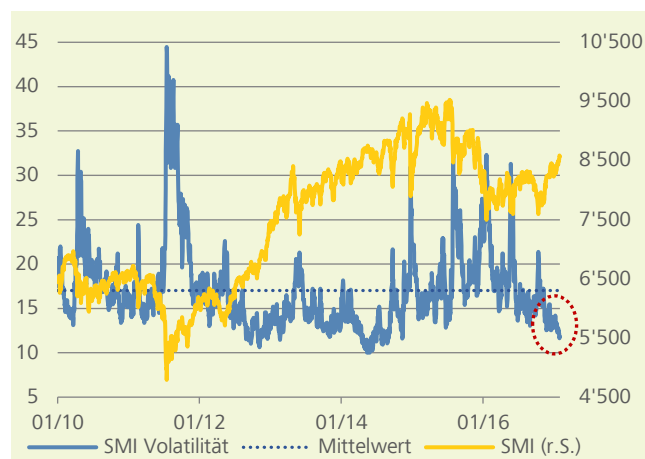
Performance Anlageklassen seit Jahresbeginn



Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Investment Office

### Angstindex zeigt höchste Entspannung

Schweizer Aktienindex und Volatilität



Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Investment Office

## Fed bereitet Märkte auf baldige weitere Zinserhöhung vor

**Die jüngsten Wirtschaftsdaten deuten weiter auf eine Festigung der Konjunktur und etwas höhere Preisanstiege hin. Entsprechend kommen von der Fed zunehmend Signale für weitere Zinserhöhungen. Sehr eilig hat sie es dabei aber noch nicht.**

Die Inflationsraten steigen weltweit. Haupttreiber ist der seit Februar 2016 deutlich höhere Ölpreis. Vor allem in den USA nimmt auch insgesamt der unterliegende Preisdruck langsam zu. Im Januar sind die Produzentenpreise in den USA um 3.8% im Jahresvergleich angestiegen. Die Lohndynamik ist in den USA mit rund 2.5% deutlich weiter fortgeschritten als in der Eurozone mit knapp 1.3%, während sie in Japan sogar nur knapp über null liegt. Dies obwohl Japan mit gut 3 Prozent die tiefste Arbeitslosenrate der drei Regionen ausweist (USA 4.8 Prozent und EWU 9.6 Prozent).

### Selbst „Fed-Taube“ hält nun drei Zinsschritte für möglich

Eine schnellere Fortführung der Zinsnormalisierung im laufenden Jahr ist damit wahrscheinlicher geworden. Janet Yellen, die Vorsitzende der US-Notenbank Fed, hat bei ihrer jüngsten Kongressanhörung die Fortschritte der Wirtschaft in Richtung Vollbeschäftigung und Preisstabilität bestätigt. Und sie hoffe die Konjunktur lässt mehr Zinserhöhungen zu. Ausserdem plädierten mehrere Fed-Mitglieder explizit für drei Zinserhöhungen in diesem Jahr. Selbst der hinsichtlich Leitzinserhöhungen bisher eher skeptische US-Notenbanker Charles Evans hält nun drei Schritte für möglich. Trotz insgesamt positiver Konjunktüreinschätzungen wurden jedoch zuletzt auch die aktuellen politi-

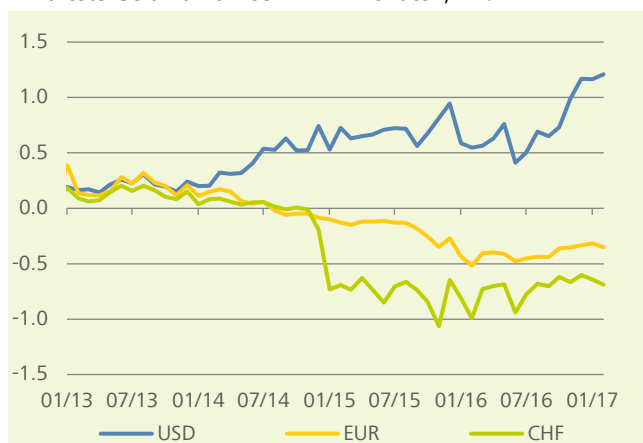
schen Unsicherheiten in den USA und auch in Europa hervorgehoben. Und da viele FOMC-Mitglieder der Meinung bleiben, man habe noch reichlich Zeit um geldpolitisch auf eine mögliche Konjunkturbeschleunigung zu reagieren, dürfte die Fed es weiterhin nicht sehr eilig zu haben.

### Eurozone von politischer Unsicherheit geplagt

Die höheren Renditen der Staatsanleihen in einigen Ländern der Eurozone spiegeln die momentane politische Unsicherheit wider. Frankreich wird bereits mit einem Zinsaufschlag von rund 80 Basispunkten gegenüber Deutschland gehandelt, verglichen mit weniger als 30 Punkten im vergangenen September (siehe Grafik 3). Wir gehen aber davon aus, dass nicht Marine Le Pen sondern der gemässigte, wirtschaftsfreundliche Mitte-Links-Kandidat Emmanuel Macron schliesslich im zweiten Wahlgang das Rennen um die französische Präsidentschaft macht. Sorgen bereitet auch die politische Situation in den Niederlanden und in Italien. Falls im März die EU-feindliche Partei der Freiheit (PVV) des niederländischen Populisten Geert Wilders die meisten Stimmen erhalten sollte, wäre dies für die Märkte wohl ein Alarmzeichen. Die Zinsaufschläge bei den Staatsanleihen verschiedener Euroländer im Vergleich zu jenen Deutschlands dürften in diesem Fall weiter anwachsen. Zur Beruhigung der Nerven trägt ausserdem wenig bei, dass Italien wohl noch dieses Jahr Neuwahlen abhalten könnte. Zusätzlich wird die EZB in 2017 einen – wenn auch langsamen – Ausstieg aus ihrem Anleihekaufprogramm diskutieren müssen. Insofern prognostizieren wir für die kommenden zwölf Monate steigende Zinsen in der Eurozone und den USA.

### Zinserwartungen für die USA sind angestiegen

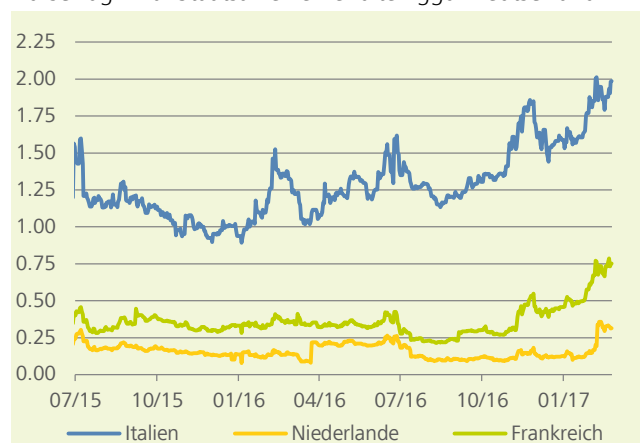
Erwartete Geldmarktzinsen in 12 Monaten, in %



Quelle: Datastream, Raiffeisen Investment Office

### Höhere Spreads wegen politischer Unsicherheit

Aufschlag 10-J.-Staatsanleihenrenditen ggü. Deutschland



Quelle: Datastream, Raiffeisen Investment Office

# Obligationen leicht untergewichtet

## Zinsnormalisierung gestoppt

**Der temporäre Anstieg der Verfallsrenditen am Obligationenmarkt ist zum Stillstand gekommen. Die Inflationserwartungen dürften vorerst nicht weiter ansteigen und die Notenbanken agieren zurückhaltend. Unternehmensanleihen guter Kreditqualität, High-Yield und Schwellenländeranleihen bleiben unsere Favoriten.**

Der Anstieg der Kapitalmarktrenditen der vergangenen Monate ist gestoppt. Die 10-jährigen Eidgenossenrenditen hatten sich zwischenzeitlich dem positiven Bereich genähert, liegen mittlerweile aber wieder deutlicher unter 0%. Die Wahl Trumps hat sicherlich zu gestiegenen Inflationserwartungen beigetragen und die Verfallsrenditen entsprechend ansteigen lassen. Diese hatten allerdings schon zuvor, mit der Etablierung der Ölpreise um 50 USD die Trendwende eingeläutet (siehe Grafik). Von der Inflationsseite sollte in den kommenden Wochen kein Aufwärtsdruck für die Zinsen drohen. Einerseits dürften sich die zuletzt deutlich gestiegenen Inflationsraten in den nächsten Monaten aufgrund des Basiseffektes bei den Energiepreisen wieder etwas entspannen. Andererseits sind die Inflationserwartungen bereits auf einen langfristigen Mittelwert angestiegen, was einen weiteren Anstieg limitiert. Die Markterwartung für die Inflation in 5 Jahren liegt derzeit bei knapp 2% in der Eurozone und bei 2.5% in den USA. Wir bleiben bei unserer Einschätzung, dass die Obligationenrenditen in den kommenden 12 Monaten leicht ansteigen werden, nicht zuletzt weil die

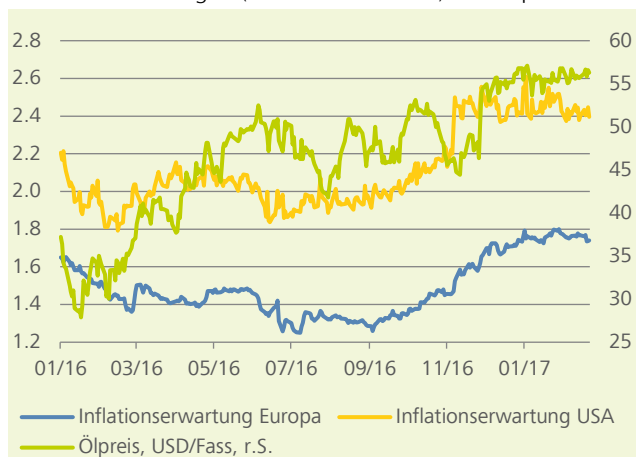
Notenbanken etwas vom ultraexpansiven Kurs abrücken. Eine abrupte Zinswende steht jedoch weiterhin nicht bevor. Ein Zinsschritt der US-Notenbank bereits im März ist zwar mit guten Konjunkturdaten wahrscheinlicher geworden, die Fed sieht sich allerdings nicht unter Druck, rasch handeln zu müssen.

### High-Yield und Schwellenländer gut unterstützt

Die vergangenen Monate haben mit einem leichten Aufwärtsdruck auf die Kapitalmarktrenditen gezeigt, dass sich risikoreichere Anleihen wie High-Yield und Schwellenländer, auch in diesem schwierigen Obligationen-Umfeld robust entwickeln können (siehe Grafik). Diese beiden Anleiheklassen haben deutlich von der Entwicklung der Rohstoffpreise und der verbesserten Konjunkturperspektiven profitiert. Die Ausfallrisiken werden in diesen Segmenten aufgrund der Konjunkturperspektiven als limitiert eingestuft, womit die Risikoprämien unter Kontrolle bleiben – auch im Umfeld generell leicht steigender Zinsen bei den Staatsanleihen. Der Rückschlag bei den Schwellenländern nach den US-Wahlen war kurzer Natur. Und High-Yield Anleihen haben im Umfeld leicht steigender Zinsen den Aufwärtstrend praktisch ohne Rückschlag fortgesetzt. Mit weiterhin intakten Aussichten für die globale Konjunktur sehen wir sowohl High-Yield wie auch Schwellenländer-Anleihen gut unterstützt und halten an der neutralen Portfoliogewichtung fest. Für das Gros des Portfolios empfehlen wir Unternehmensanleihen mit einem relativ attraktiven Renditeaufschlag gegenüber Staatsanleihen.

### Inflationserwartungen bereits deutlich erholt

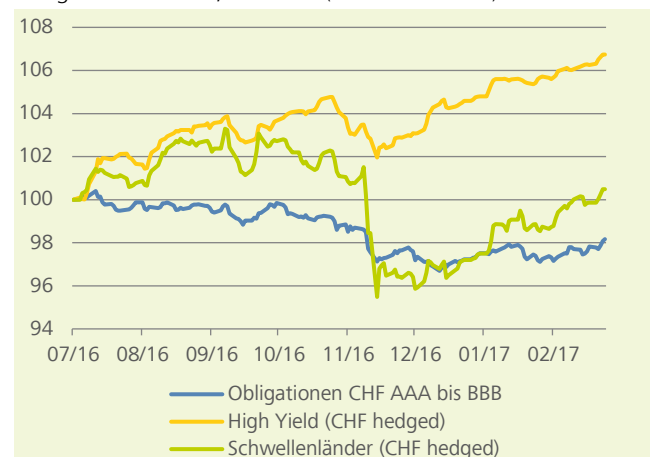
Inflationserwartungen (5 Jahre in 5 Jahren) und Ölpreis



Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Investment Office

### Anleihen erholen sich vom temporären Zinsanstieg

Obligationenindizes, indexiert (1.7.2016 = 100)



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 Ausfallraten bei High-Yield Anleihen dürften 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



# Aktien leicht untergewichtet

## Schwellenländeraktien gut unterstützt

**Die globalen Aktienmärkte sind weiterhin unterstützt von soliden Unternehmensergebnissen und robusten vorlaufenden Konjunkturindikatoren. Für Aktien aus der Schweiz und aus Schwellenländern bleiben wir neutral gewichtet. Für europäische und US-Aktien halten wir aufgrund der (geld-)politischen Agenda weiterhin ein leichtes Untergewicht.**

Schwellenländer-Aktien konnten mit einem Plus seit Jahresbeginn von über 10% deutlich zulegen. Das Schwergewicht des MSCI Russland bildet traditionell der Energiesektor, der über 50% des Index ausmacht. Dies erklärt die hohe Korrelation russischer Aktien mit dem Ölpreis (siehe Grafik). Auffällig ist auch die Dominanz einiger grosser Unternehmen: An erster Stelle steht das Finanzinstitut Sberbank (knapp über 17% des Indexgewichts), dicht gefolgt von den zwei Energiegiganten Gazprom (16.7%) und Lukoil (13.5%). Dies ähnelt in gewisser Weise der Situation an der Schweizer Börse, wo sich die Schwergewichte Nestlé, Roche und Novartis aber deutlich weniger volatil entwickeln.

### Russland: Kein schnelles Ende der Sanktionen absehbar

Viele russische Firmen sind von westlichen Sanktionen gegen Russland im Zuge der anhaltenden Ukraine-Krise betroffen. Steht nun eine Lockerung dieser Massnahmen an, weil die neue US-Regierung unter Donald Trump eine russlandfreundliche Haltung einnehmen könnte? Wir bezweifeln dies. Insbesondere der Rücktritt von Trumps nationalem Sicherheitsberater Michael Flynn aufgrund von dessen angeblichen Absprachen mit

dem russischen Botschafter deutet kaum auf eine schnelle Aufhebung der Sanktionen hin. Zudem hat die Europäische Union die wirtschaftlichen Massnahmen gegen Russland um ein halbes Jahr bis zum 31. Juli 2017 verlängert.

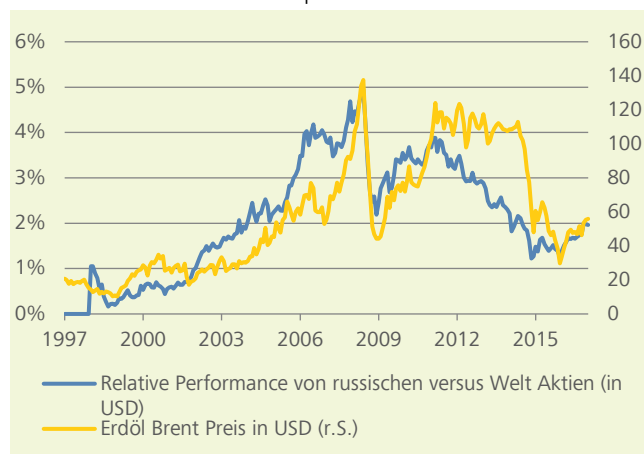
Die gute Performance der Schwellenländer-Aktien beruht aber nicht nur auf dem gefestigten Ölpreis, sondern auch auf generell verbesserten Vorlaufindikatoren. Aufgrund der hohen Schwankungsanfälligkeit von Schwellenländeraktien empfehlen wir die insgesamt neutrale Portfolio-Allokation breit über die Regionen zu diversifizieren.

### Solide Unternehmensergebnisse in der Schweiz

Die Unternehmensergebnisse für das Schlussquartal 2016 konnten auch den Schweizer Markt unterstützen. Der Swiss Leader Index, der die 30 liquidesten Titel zusammenfasst und durch die maximale Indexquote von 10% die Konzentration der Indexschwergewichte limitiert, zeigt insgesamt einen deutlichen Anstieg der Gewinne pro Aktie (siehe Grafik). Das kann die Bewertungssituation etwas entspannen, Aktien bleiben aber noch immer relativ teuer. Der Schweizer Markt dürfte in den kommenden Wochen gegenüber den europäischen Indizes einen leichten Qualitäts- und Dividendenvorteil aufweisen, womit wir an der neutralen Quote festhalten. Weiterhin ein leichtes Untergewicht empfehlen wir für europäische Aktien. Die französischen Wahlen werfen ihre Schatten voraus und haben dem CAC40 bereits einen verhaltenden Jahresstart beschert. Die politische Agenda in Europa dürfte Marktavancen limitieren.

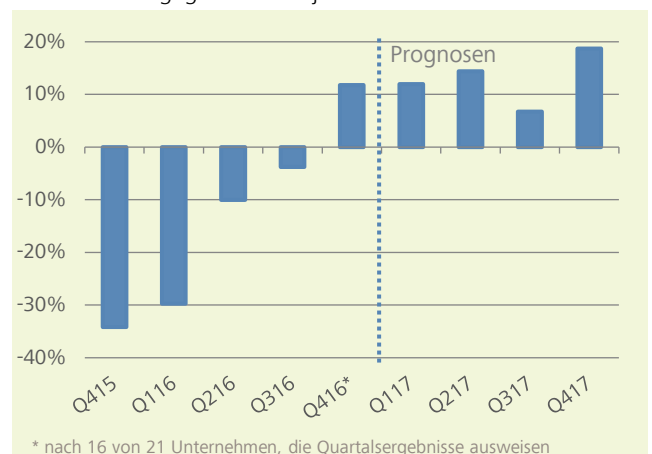
### Russlands Aktienmarkt korreliert stark mit dem Ölpreis

Perfomedifferenz und Ölpreis



### Gewinndynamik in der Schweiz bleibt erfreulich

Gewinn/Aktie gegenüber Vorjahr im Swiss Leader Index





# Aktien leicht untergewichtet

## = Schweiz

Der Schweizer Markt ist auf Basis Kurs/Gewinn-Verhältnis weiterhin relativ teuer bewertet. Allerdings finden die Indexschwergewichte 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

# Alternative Anlagen übergewichten

## „Energie & Co.“ als beachtenswerte Alternative

**Jahrelang waren die Rohstoffrenditen insbesondere im Vergleich zu Anleihen- und Aktieninvestments enttäuschend. Dies könnte sich allerdings während des nahenden US-Zinserhöhungszyklus ändern. Zudem spricht nicht nur die Nachfrage-, sondern auch die Angebotssituation seit dem vergangenen Jahr zunehmend für den «Rohstoffkomplex».**

Rohstoffinvestments stiessen bei Anlegern seit dem Ausbruch der Finanzkrise, spätestens aber seit dem Kollaps der Erdölpreise ab Sommer 2014, auf wenig Gegenliebe. Im Vergleich zu Staatsanleihen, die vom globalen Trend immer niedrigerer Zinsen profitierten, war die Performance denkbar schlecht. Auch gegenüber Aktien, denen die weltweite Liquiditätsschwemme der Zentralbanken zu neuen Höchstständen verhalf, befanden sich die Rohstoffe länger im Hintertreffen.

### Nachfrage nach Rohstoffen dürfte anziehen

Seit dem vergangenen Sommer scheint der Wind jedoch gedreht zu haben: Die Inflation zieht langsam an und erste Zentralbanken denken über einen Ausweg aus der expansiven Geldpolitik nach. Dies sind Faktoren, die Rohstoffinvestitionen zunehmend attraktiver erscheinen lassen. Ein Blick in die Vergangenheit zeigt, dass Rohstoffe in Zeiten von US-Zinserhöhungen sowohl gegenüber Staatsanleihen als auch gegenüber Aktien besser abgeschnitten haben (siehe Grafik). Der Grund für dieses Phänomen liegt darin, dass die US-Zentralbank die Leitzinsen zumeist erst nach einer ausreichenden Konjunkturerholung erhöht. In einer solchen Phase profitieren auch Roh-

stoffe von einer steigenden Nachfrage. Zudem bieten reale Vermögenswerte wie Rohstoffe einen guten Schutz gegen wachsenden Inflationsdruck, der in der Regel mit einem wirtschaftlichen Aufschwung einhergeht.

### OPEC-Beschluss hält das Erdölangebot knapp

Genauso wichtig wie die Nachfrage- ist die Angebotsseite. Wenn zu viel Ware auf den Markt kommt, können die Preise auch bei sich verbessernder Nachfrage kaum steigen. Auch in dieser Hinsicht scheint sich die Lage im Vergleich zu den vergangenen Jahren zu entspannen. Der Erdölmarkt ist nicht mehr überschwemmt, denn die seit einigen Quartalen niedrigeren Erdölpreise halten die Förderunternehmen von neuen Investitionen ab. Auch die Einigung der Organisation erdölexportierender Länder (OPEC) auf Produktionskürzung im vergangenen November hat dazu beigetragen, dass das Angebot weniger stark als die Nachfrage wächst. Bei den Industriemetallen kommt eine temporäre Unterstützung durch Minenschliessungen aufgrund von Streiks hinzu.

### Alternative Strategien und Immobilien attraktiv

Wir empfehlen aus diesen Gründen eine leichte Übergewichtung von Rohstoffanlagen. In Zeiten von teuer bewerteten Aktien und Anleihen scheinen uns Engagements im Rohstoffsektor sinnvoll. In diesem Umfeld bietet sich auch unverändert eine Beimischung von Anlagenstrategien, welche mit traditionellen Assetklassen möglichst wenig oder sogar negativ korreliert sind, an. Deshalb behalten wir die starke Übergewichtung für Alternative Strategien bei. Das Gleiche gilt für die leichte Übergewichtung indirekter Immobilienanlagen.

### Rohstoffe haben bei Zinsnormalisierungen in der Regel gut abgeschnitten



Quelle: Datastream, Raiffeisen Investment Office

## Manipuliert die Schweiz aus Sicht der USA ihre Währung?

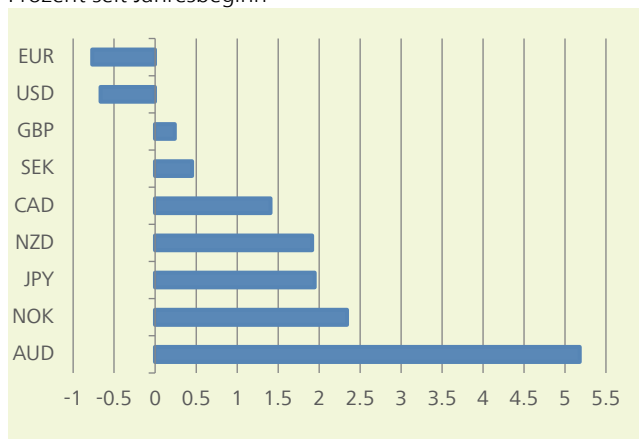
**Kurzfristig dürfte der USD noch Rückenwind haben. Im Sommer sehen wir ihn jedoch auf dem Zenit gegenüber diversen europäischen Währungen – vorausgesetzt die politische Lage in der Eurozone bleibt stabil. Mit den Interventionen der SNB gegen die Frankenstärke könnte auch die Schweiz den Zorn der USA auf sich ziehen.**

Nach einer kurzen Schwächephase Anfang Jahr scheint der US-Dollar wieder bei vollen Kräften. Die US-Zentralbank bereitet die Märkte auf die nächste Zinserhöhung vor, während Donald Trump bald seine fiskalpolitischen und protektionistischen Wirtschaftsmassnahmen konkretisieren will. Diese dürften den Dollar zwar in der kurzen Frist stärken, ihn aber längerfristig ausbremsen. Schliesslich sollten die negativen Auswirkungen dieser Politik (fallende Produktivität, steigende Inflation, mögliche Vergeltungsmassnahmen gegen US-Importtarife) nicht lange auf sich warten lassen.

Der Euro könnte sich in den kommenden zwölf Monaten leicht erholen, sollten politische Verwerfungen in der Eurozone ausbleiben und die EZB beginnen ihr Anleihekaufprogramm Anfang 2018 zurückzufahren. Auch die schwedische und norwegische Krone dürften davon profitieren. Die Risiken für das britische Pfund im Zusammenhang mit den anstehenden Brexit-Verhandlungen dürften sich aufgrund des proaktiven Auftretens der Regierung – Theresa May versucht neue Handelsbeziehungen mit USA und Asien zu knüpfen – erst einmal reduziert

### Euro wegen politischer Unsicherheit schwächer

Währungsentwicklung gegenüber dem Schweizer Franken, in Prozent seit Jahresbeginn



Quelle: Datastream, Raiffeisen Investment Office

haben. Längerfristig könnte sich das unterbewertete Pfund sogar erholen.

### Schweiz unter Beobachtung des US-Schatzamts

Der Druck auf den Schweizer Franken angesichts politischer Risiken in der Eurozone hält an. In Kombination mit soliden Konjunkturdaten aus der Schweiz bietet der Franken Anlegern nach wie vor einen sicheren Hafen. Ungemach droht hingegen aus den USA. Die Schweiz könnte dort schon bald der Währungsmanipulation bezichtigt werden, da sie gegenwärtig zwei der drei einschlägigen Kriterien des US-Schatzamts erfüllt. Der Leistungsbilanzüberschuss liegt derzeit über 10% des BIP (Schwellenwert: 3%) und die SNB interveniert am Devisenmarkt, um die eigene Währung nicht aufwerten zu lassen. Noch leuchten nicht alle Warnlampen. Doch von der Erfüllung auch des dritten Kriteriums, eines bilateralen Handelsüberschusses mit den USA von mehr als 20 Milliarden US-Dollar, ist die Schweiz nur noch 5 Milliarden Dollar entfernt.

### Rettet sich Japan mit einer eleganten Lösung?

Japan könnte hingegen eine elegante Lösung gefunden haben, den Makel eines potenziellen Währungsmanipulators zu vermeiden. Mit dem Vorschlag, in die Infrastruktur der USA zu investieren, könnte sich das Land eventuell von drohenden Sanktionen freigekauft haben. In jedem Fall wird der nächste Bericht des US-Schatzamtes im April 2017 in der Schweiz und in Japan auf grosses Interesse stossen.

### Währungsmanipulator Schweiz

Länder mit Überschreitungen der Schwellenwerte des US-Schatzamtes

	Leistungs- bilanz	Bilaterale Handelsbilanz	Devisen- interventionen
China		X	
Mexiko		X	X
Taiwan	X		X
Südkorea	X	X	
Schweiz	X		X
Japan	X	X	
Deutschland	X	X	

Quelle: Datastream, Raiffeisen Investment Office

## Portfolio-Übersicht

	Sicherheit				Ertrag				Ausgewogen				Wachstum				Aktien			
	strategisch		taktisch		strategisch		taktisch		strategisch		taktisch		strategisch		taktisch		strategisch		taktisch	
Anlageklasse	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%	75%	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%		0%		30%		0%		40%		0%		60%		0%		70%	
Aktuelle Quote***							12.8%				17.0%				25.5%				29.8%	
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 (&lt;BBB)

\*\*\* Wird u.a. durch Währungstransaktion erzielt

# Prognosen

Konjunktur	2013	2014	2015	Prognose 2016	Prognose 2017
<b>BIP</b>					
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	1.0	0.9
Global (PPP)	3.3	3.4	3.1	3.1	3.4
<b>Inflation</b>					
Jahresdurchschnitt (in %)					
Schweiz	-0.2	0.0	-1.1	-0.4	0.3
Deutschland	1.5	0.9	0.2	0.5	1.5
Eurozone	1.4	0.4	0.0	0.2	1.5
USA	1.6	1.8	0.1	1.3	2.4
China	2.6	2.2	1.4	2.0	2.3
Japan	0.3	2.8	0.8	-0.1	0.5
<b>Finanzmärkte</b>					
	2015	2016	Aktuell*	Prognose 3 Monate	Prognose 12 Monate
<b>3M Libor</b>					
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	1.05	1.10	1.60
JPY	0.08	-0.05	-0.01	-0.10	-0.10
<b>Kapitalmarktzinsen</b>					
Renditen 10-jährige Staatsanleihen (Jahresende; Rendite in %)					
CHF	-0.06	-0.18	-0.26	-0.1	0.4
EUR (Deutschland)	0.66	0.23	0.21	0.4	0.9
EUR (PIIGS)	2.05	2.01	2.26	2.2	2.5
USD	2.30	2.45	2.36	2.4	2.8
JPY	0.26	0.04	0.06	0.1	0.1
<b>Wechselkurse</b>					
Jahresende					
EUR/CHF	1.09	1.07	1.07	1.08	1.08
USD/CHF	1.00	1.02	1.01	1.05	1.00
JPY/CHF (pro 100 JPY)	0.83	0.87	0.90	0.89	0.91
EUR/USD	1.09	1.05	1.06	1.03	1.08
USD/JPY	120	117	112	118	110
<b>Rohstoffe</b>					
Jahresende					
Rohöl (Brent, USD/Barrel)	37	57	56	55	55
Gold (USD/Unze)	1061	1152	1252	1300	1350

\*28.02.2017

**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>

---

**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.