



Anlagepolitik – April 2017

Raiffeisen Investment Office

Märkte umschiffen politische Klippen

Raiffeisenbank March, Geschäftsstelle Galgenen

Architekt: Waeber / Dickenmann / Partner / AG / Architekten BSA/SIA / Zürich
Fotograf: Klaus Pichler

RAIFFEISEN

Inhalt

Taktische Asset Allokation im Überblick	3
Marktkommentar	4
Märkte umschiffen politische Klippen	
Konjunktur	5
Kein Boom nach US-Wahl, Schwellenländer profitieren	
Obligationen	6
Schwellenländer vergleichsweise attraktiv	
Aktien	8
Spannung in Frankreich, Dividendensegen in der Schweiz	
Alternative Anlagen	10
Ölpreise nach unten gut abgesichert	
Währungen	11
Starker Schweizer Franken als hausgemachtes Problem	
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. Für die französischen Präsidentschaftswahlen erwarten wir einen marktfreundlichen Ausgang. Wir erhöhen daher die Quote für europäische Aktien auf neutral. Eine neutrale Gewichtung empfehlen wir auch für den Schweizer Aktienmarkt und die Schwellenländer. Letztere dürften durch die starke Konjunkturdynamik gut unterstützt sein.
2. Unternehmensanleihen bilden weiterhin das Gros des Anleihen-Portfolios. Das Wirtschaftswachstum in den Schwellenländern erholt sich weiter. Zusammen mit der moderaten US-Zinsnormalisierung erscheinen Investitionen in Schwellenländeranleihen aussichtsreich. Entsprechend halten wir an der neutralen Gewichtung von Hartwährungsanleihen fest und bauen eine taktische Position in Lokalwährung auf.
3. Wir erachten die jüngste Korrektur bei den Ölnotierungen als nicht nachhaltig und gehen weiterhin von einem Potential für leicht steigende Preise aus. Für Gold bleibt die zukünftige Entwicklung der Realzinsen entscheidend. Indirekte Schweizer Immobilienanlagen bleiben als Beimischung attraktiv.

Marktkommentar

Märkte umschiffen politische Klippen

Die (geld-)politischen Risikoherde werden derzeit an den Märkten problemlos umschifft. Auch für die französischen Präsidentschaftswahlen erwarten wir einen marktfreundlichen Ausgang. Wir erhöhen die Quote für europäische Aktien auf neutral. Die Konjunkturdynamik in den Schwellenländern bietet Anlagechancen.

Für die französischen Präsidentschaftswahlen zeichnet sich kein Aussenseiter-Sieg ab, wie es noch in den USA der Fall war. Auch wenn Marine Le Pen am 23. April ein beachtliches Resultat gelingen sollte, wird es in der zweiten, entscheidenden Runde gegen den anderen verbleibenden Kandidaten, Emmanuel Macron oder François Fillon, wahrscheinlich nicht zum Erfolg reichen. Entsprechend richten wir das Portfolio bereits im Vorfeld zu den Wahlen darauf aus, dass ein weiterer Risikoherd eingedämmt wird und erhöhen die Quote für Aktien aus der Eurozone auf neutral. Die europäischen Aktienmärkte sind seit der Finanzkrise 2007 gegenüber anderen Märkten deutlich im Hintertreffen (siehe Grafik). Insbesondere Banken belasten den Gesamtmarkt. Bei einer breiteren Entspannung in der Eurozone aufgrund der politischen Beruhigung und einer robusten Konjunkturerholung trägt auch dieser Sektor deutlich zum Aufholpotenzial bei.

Die geldpolitischen Klippen, die US-Zinserhöhungen und die Exit-Strategie der Europäischen Zentralbank (EZB) aus der ultra-expansiven Geldpolitik, haben ebenfalls an unmittelbarer Bedrohung eingebüßt. Das Zinserhöhungstempo in den USA bleibt gemächlich. Die EZB dürfte dagegen im Jahresverlauf

maximal den negativen Einlagensatz leicht korrigieren. Das Risiko, dass sich die Zentralbanken unter stärkerem Zugzwang sehen wird auch durch die wieder leicht rückläufigen Inflationsraten gedämmt.

Schwellenländeroptimismus hält an

Mit vorsichtig agierenden Notenbanken dürften Schwellenländer-Anlagen in der Gunst der Investoren bleiben. Noch mehr aber dürften sie von der weiterhin starken konjunkturellen Erholung profitieren. Unter anderem hat sich auch die Aussenhandels situation stabilisiert. Die Schwellenländer weisen seit 2016 insgesamt wieder positive Aussenhandelssaldi aus, nachdem in den Vorjahren ein deutliches Abrutschen in die DefizitZone verzeichnet wurde. Die Gefahr von protektionistischen Massnahmen seitens USA scheint überdies gering, nachdem sich bisher herausgestellt hat, dass die Durchsetzungskraft der neuen US-Regierung limitiert ist. Neben einer weiterhin neutralen Quote für Hartwährungs-Anleihen aus Schwellenländern empfehlen wir neu auch eine taktische Quote für entsprechende Obligationen in Lokalwährung.

Alternative Anlagen: Immobilien bleiben attraktiv

Indirekte Immobilienanlagen haben sich rasch von den Zinsturzbulenzen nach den US-Wahlen erholt. Mit zurückhaltenden Zentralbanken erwarten wir weiterhin einen soliden Performance-Beitrag aus Immobilienanlagen. Dagegen dürfte das Aufwärtspotential bei Gold kurzfristig limitiert sein. Denn der USD hat bereits korrigiert und der Inflationsdruck bleibt gedämpft.

roland.klaeger@raiffeisen.ch

Europas Aktien mit Aufholpotenzial

Indizes seit Finanzkrise (indexiert 01.01.2007 = 100)



Bilanz Q1 2017: Schwellenländer dynamisch unterwegs

Performance Anlageklassen im Q1 2017



Konjunktur

Kein Boom nach US-Wahl, Schwellenländer profitieren

Donald Trumps Regierung wird langsam von der Realität eingeholt. Die hochtrabenden Pläne für eine Steuerreform und ein Infrastrukturprogramm sind vorerst in den Mühlen der Tagespolitik stecken geblieben. Harzen solche US-Vorhaben, die auch protektionistische Ziele verfolgen, ist das gut für Schwellenländer.

Die Hoffnungen, die neue US-Regierung könnte die angekündigten Steuerreformen schnell in die Wege leiten, haben sich vorerst zerschlagen. Auch zu einem späteren Zeitpunkt werden sie sich kaum im erwarteten Umfang realisieren lassen. Die Senkung des Unternehmenssteuersatzes ist zwar populär. Allerdings hängt diese Massnahme für das Haushaltsjahr 2018, das am kommenden 1. Oktober beginnt, massgeblich von der Verwirklichung einer sogenannten «Grenzsteuer» ab. Hierbei würden Steuern auf Importe erhoben, während Exporte unbesteuert blieben. Sollte dieses Puzzleteil fehlen, kann der Unternehmenssteuersatz nur für den Preis eines höheren Haushaltsdefizits gesenkt werden.

Dazu kommt, dass die ursprünglich ins Auge gefassten Programme zur Erneuerung der US-Infrastruktur (1'000 Milliarden US-Dollar über zehn Jahre) anscheinend im Sand verlaufen. Je- denfalls ist in dem jüngst veröffentlichten Budget-Entwurf keine Spur davon zu sehen. Im Gegenteil: Bei den diskretionären Staatsausgaben für die Ministerien Verkehr, Energie und Bildung sind sogar drastische Kürzungen vorgesehen (siehe

Grafik) – wobei diese Behörden für den Bereich Infrastruktur eine hohe Relevanz besitzen.

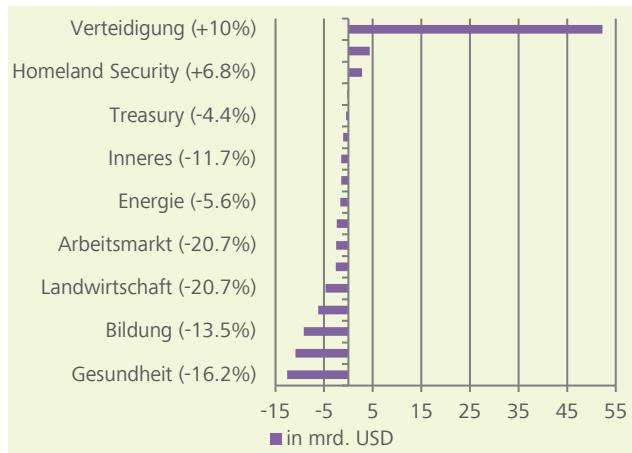
Vorerst weiter offene US-Märkte

Hauptprofiteure der vorerst immer noch offenen US-Märkte sind die aufstrebenden Volkswirtschaften. Für diese Ländergruppe haben auch andere externe Risiken abgenommen: Bei den Rohstoffpreisen rechnen wir mit einer Konsolidierung auf Niveaus, die deutlich über den Tiefständen von Anfang 2016 liegen. Deshalb dürfte sich die Konjunkturerholung in den Schwellenländern im laufenden Jahr fortsetzen. Länder wie Brasilien und Russland finden langsam den Weg aus der Rezession und sollten für eine leicht schwächere Dynamik in China mehr als kompensieren. Die hohe Verzahnung der Volkswirtschaften dieser Ländergruppe dürfte hierbei die Erholung insgesamt stabiler machen. Auch haben Schwellenländer ihre Verwundbarkeit in Form von Leistungsbilanzdefiziten reduzieren können. Dies ist für den Fall eines externen Schocks (z.B. fallende Liquidität auf den globalen Finanzmärkten) wichtig.

Das Hauptrisiko bleibt China. Die jüngste Straffung der Geldpolitik über eine Anhebung des Interbankenzinssatzes birgt das Risiko eines Dämpfers für die Konjunktur. Allerdings hat dieser Schritt auch viel Positives. Schliesslich wirken die Behörden so dem starken Anstieg der Unternehmensverschuldung und der Immobilienpreise entgegen. Auch könnten höhere Zinsen die immer noch grassierende Kapitalflucht eindämmen. Somit gibt China derzeit etwas von seinem kurzfristigen Wachstumspotential zugunsten einer längerfristig stabileren Entwicklung auf.

US-Budget sieht zum Teil deutliche Kürzungen bei wichtigen Haushaltsposten vor

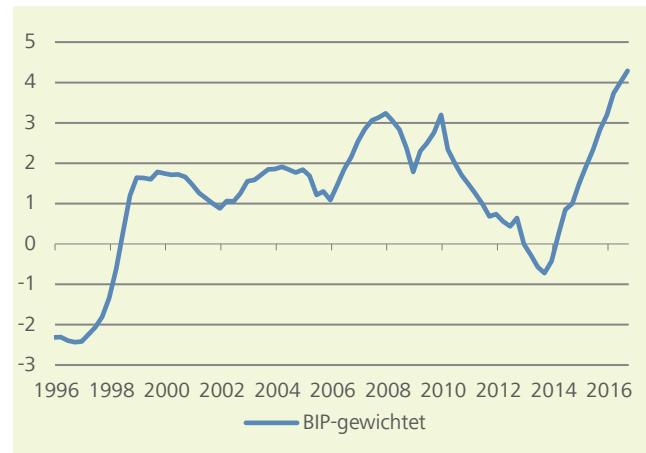
Geplante Ausgaben



Quelle: OMB, Raiffeisen Investment Office

Verwundbarkeit der Schwellenländer auf externe Schocks hat deutlich abgenommen

Schwellenländerleistungsbilanz in % des BIP



Quelle: Datastream, Raiffeisen Investment Office

Obligationen leicht untergewichtet

Schwellenländer vergleichsweise attraktiv

Das Wirtschaftswachstum in den Schwellenländern erholt sich weiter, während die Leistungsbilanzen zumeist ausgeglichen sind. Zusammen mit der moderaten US-Zinsnormalisierung, erscheinen Investitionen in Schwellenländeranleihen aussichtsreich.

Zur Zeit der Wahl von Donald Trump im November 2016 führte die Erwartung stark steigender US-Leitzinsen und einer kräftigen Aufwertung des US-Dollar zu einem ausgeprägten Ausverkauf von Schwellenmarktanleihen. Dies galt insbesondere für Emissionen in Lokalwährungen, da sie zusätzlich Währungsrisiken ausgesetzt sind.

Günstige Konstellation seit Ende 2016

Die Lage hat sich seit Ende 2016 allerdings in mehreren Bereichen verbessert. Einerseits erfreuen sich die Schwellenländer einer konjunkturellen Erholung mit sich verbessernden und vielfach bereits ausgewogenen Leistungsbilanzen. Andererseits wünschen die USA keinen stärkeren Dollar und die US-Notenbank bleibt relativ zurückhaltend. Die günstige Konstellation kommt den in Hart- und Lokalwährung emittierten Schwellenländeranleihen zugute. Anleihen in Lokalwährung sind volatiler als ihre Pendants in Hartwährung. Die Überschussrenditen beider Segmente verlaufen verglichen mit globalen Anleihen grundsätzlich gleich (siehe Grafik), aber mit temporären Phasen von starken Divergenzen. In Zeiten einer erheblichen US-Dollar-

Stärke (z.B. von Juli 2014 bis September 2015) schneiden die Emissionen in Hartwährung besser ab. Hingegen entwickeln sich Anleihen in Lokalwährung in Zeiten einer geringen Bewegung des Dollar (z.B. von Juni 2009 bis April 2014) eher besser, dank einer höheren Rendite und Währungsgewinnen. Wie sollten sich also die Anleger verhalten, zumal beide Segmente ein hohes Potenzial aufweisen? Ein Blick auf den Devisenmarkt kann darüber Aufschluss geben. Langfristig, strategisch bieten Hartwährungsanleihen dem Portfolio einen relativ stabilen Performancebeitrag. Lokalwährungsanleihen kommen taktisch zum Einsatz, wenn ein positiver Währungsausblick vorliegt. Und diesbezüglich eröffnet sich unseres Erachtens eine Anlagechance. Die meisten Schwellenländerwährungen sind gegenüber dem US-Dollar unterbewertet. Die zurückhaltende Fed könnte einen allzu starken USD verhindern. Zusammen mit der stabilisierten Wachstumsdynamik in den Schwellenländern unterstützt dies tendenziell die Währungen. Entsprechend halten wir an der neutralen Gewichtung von Hartwährungsanleihen fest, und bauen eine taktische Position in Lokalwährung auf.

Schwellenländeranleihen verbessern auch die Diversifikation eines festverzinslichen Portfolios. Solche Emissionen weisen in der Regel niedrigere Ratings Richtung BBB oder BB auf, wodurch sich die Zinssensitivität des gesamten Portfolios verringert. Weshalb ist das so? Schwellenländeranleihen reagieren empfindlicher auf Wechselkursschwankungen und Kreditrisikoauflösungen als auf Zinssatzveränderungen.

Schwellenländerobligationen mit Renditevorsprung

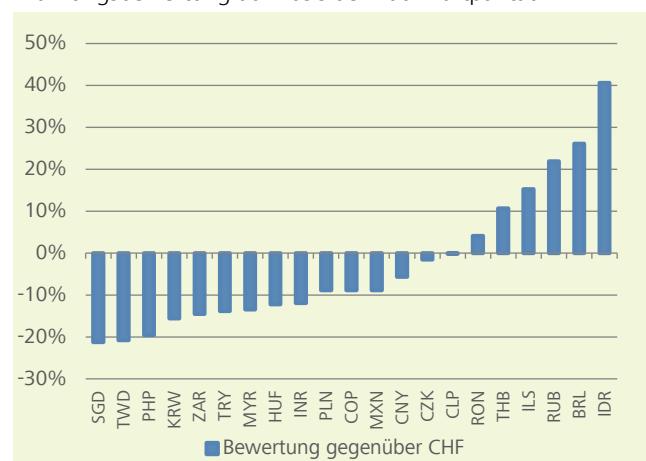
Überschussrendite von Schwellenländer-Anleihen gegenüber aggregiertem, globalen Anleihen-Index



Quelle: JPM, Bloomberg, Raiffeisen Investment Office

Unterbewertung der meisten Schwellenländer-Währungen

Währungsbewertung auf Basis der Kaufkraftparität



Quelle: Datastream, Raiffeisen Investment Office

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. Wir bestätigen die Übergewichtung von Unternehmensanleihen.

= Global High-Yield

Die Ausfallraten bei High-Yield Anleihen dürften bei global guten Konjunkturperspektiven tief bleiben. High-Yield 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. Wir empfehlen neu auch eine taktische Positionierung in Lokalwährungs-Anleihen.



Aktien leicht untergewichtet

Spannung in Frankreich, Dividendensegen in der Schweiz

Die Wahlen in Frankreich sind für ganz Europa ein prägendes Ereignis. Nach den Überraschungen der Brexit-Abstimmung und der US-Präsidentenwahl rüsten sich viele Investoren nun für das Unerwartete. Ein Sieg Marine Le Pens scheint uns allerdings unwahrscheinlich, was vor allem eher risikoreichen Aktien zu gute kommen würde.

2016 war vom Brexit und der Wahl von Donald Trump geprägt. 2017 sind die Wahlen in Europa in den Vordergrund gerückt, die einiges an Unsicherheit mit sich bringen. Allerdings gibt es Lichtblicke am Horizont. Zum einen konnte der rechtspopulistische Geert Wilders bei den holländischen Wahlen nicht überzeugen und zum anderen konnte sich Emmanuel Macron in der ersten TV-Debatte in Frankreich gut behaupten. Obwohl die Börsen positiv reagierten, ist aber immer noch eine gewisse Zurückhaltung spürbar. Dies schlägt sich vor allem in der immer noch günstigen Bewertung von Banken der Eurozone nieder, die generell als risikoreich gelten (siehe Grafik). Eher defensive Sektoren wie Nahrungsmittelunternehmen bleiben hingegen gesucht und sind entsprechend teuer.

Risikoreiche Themen mit Aufholpotential

Eurozone-Banken haben aus unserer Sicht momentan Luft nach oben. Dies gilt vor allem, wenn das Wahlergebnis in Frankreich positiv ausfällt und die Konjunktur wie erhofft anzieht. Ein robustes Wirtschaftswachstum würde auf Unternehmensseite das Eigenkapital und die Profitabilität (gemessen an

Europäische Banken bleiben weiterhin relativ günstig bewertet

Price-to-Book-Verhältnisse



Quelle: Datastream, Raiffeisen Investment Office

der Kapitalrendite ROE) weiter steigern. Gleichzeitig hätten die Banken wieder mehr Raum zur Kreditvergabe. Dazu kommt, dass die jüngsten Gewinnzahlen der Banken die Erwartungen übertroffen haben und auch die Gewinnrevisionen der Analysten (das Verhältnis von positiven zu negativen Anpassungen der Gewinnprognosen) positiv ausgefallen sind. Natürlich bleiben Risiken bestehen. Neben der Möglichkeit eines allgemeinen Wirtschaftsabschwungs gilt es, beispielsweise die Entwicklung in Italien – allen voran mögliche Neuwahlen – zu beobachten.

Attraktive Dividendenrendite Schweizer Aktien

Erwartete Kursgewinne sind das eine, Dividendenrenditen das andere. Letztere betragen bei den Banken der Eurozone im Durchschnitt etwa 3.7 Prozent. In der Schweiz klingen die Kas sen der Aktionäre vor allem im Frühling, dies im Gegensatz zu einer quartalsweisen Auszahlung beispielsweise von US-Firmen. Die Dividenden schweizerischer Unternehmen scheinen im historischen Vergleich (siehe Grafik 2) und auch gegenüber den Erträgen anderer Anlageklassen wie Schweizer Obligationen weiterhin attraktiv. Dabei hat der Schweizer Aktienmarkt den Vorteil, dass eine Vielzahl der Unternehmen die Dividen denzahlungen kaum je aussetzt. Dies bringt für Anleger willkommene Stabilität und Berechenbarkeit, unabhängig von kurzfristigen politischen Ereignissen. Allerdings bietet der Schweizer Aktienmarkt infolge der eher defensiven Eigenschaften begrenztes Aufholpotential.

Schweizer Unternehmen warten mit attraktiven Dividenden auf

Dividendenrenditen bei Schweizer Aktien



Quelle: Datastream, Raiffeisen Investment Office

Aktien leicht untergewichtet

= Schweiz

Der Schweizer Markt ist auf Basis Kurs/Gewinn-Verhältnis weiterhin relativ teuer bewertet. Die Unternehmensgewinne weisen einen ermutigenden Trend auf. Wir halten die Allokation auf neutral.

= Europa

Bei einer breiteren Entspannung in der Eurozone aufgrund der politischen Beruhigung und einer robusten Konjunkturerholung sowie einer zurückhaltenden EZB erhöhen wir die Allokation auf neutral.

- USA

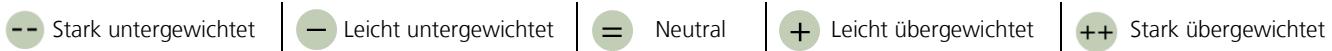
Die US-Märkte haben die Zinserhöhung durch die Fed gut verdaut. Bei inlandsorientierten, tiefer kapitalisierten US-Unternehmen sehen wir durch das Bestreben der Trump-Regierung, die heimische Wirtschaft zu fördern, taktisch einen Vorteil gegenüber den Blue Chips. Insgesamt bergen die hohen Erwartungen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



Alternative Anlagen übergewichteten

Ölpreise nach unten gut abgesichert

Wir erachten die jüngste Korrektur bei den Ölnotierungen als nicht nachhaltig und gehen weiterhin von einem Potential für leicht steigende Preise aus. Für Gold bleibt die zukünftige Entwicklung der Realzinsen entscheidend. Indirekte Schweizer Immobilienanlagen bleiben als Beimischung attraktiv.

Der Ölpreis für die für Europa massgebliche Sorte Brent musste im vergangenen Monat einen Rückgang von 5 US-Dollar auf 50 Dollar pro Fass verkraften. Auslöser der Korrektur war ein überraschend kräftiger Anstieg der US-Erdöllagerbestände (siehe Grafik). Im Allgemeinen gilt: je voller die Erdöllager, desto stärker der Abwärtsdruck auf die Preise. Bei einer näheren Betrachtung ändert sich das Bild. Zum einen sind die US-Bestände inklusive jener für Benzin keineswegs gestiegen, sondern vielmehr gefallen. Zum anderen zeigen die weltweiten Lagerdaten „nach Süden“.

Letzter Punkt steht in Zusammenhang mit der Entscheidung der Organisation erdölexportierender Länder (OPEC) vom vergangenen November, die Produktion zu drosseln. Der saudi-arabische Energieminister hat nach der jüngsten Erdölpreiskorrektur bekräftigt, es sei das Ziel der OPEC, die globalen Lagerbestände auf das langfristige Durchschnittsniveau zu senken. Folgen diesen Worten tatsächlich entsprechende Taten, bestärkt uns diese Äusserung in der Erwartung, dass die globale Zunahme der Ölförderung in den nächsten Monaten hinter dem Konsumwachstum zurückbleibt. Deshalb gehen wir davon

Öllagerbestände sollten die Ölpreise unterstützen
US-Rohöllagerbestände, in Anzahl Raffinerienachfrage-Tage (geglättet)



aus, dass die Erdölpreise über die nächsten Wochen weiterhin gut abgesichert sind und leichtes Aufwärtspotential aufweisen.

Gold: Realzinsen bald auf Vorkrisenniveau?

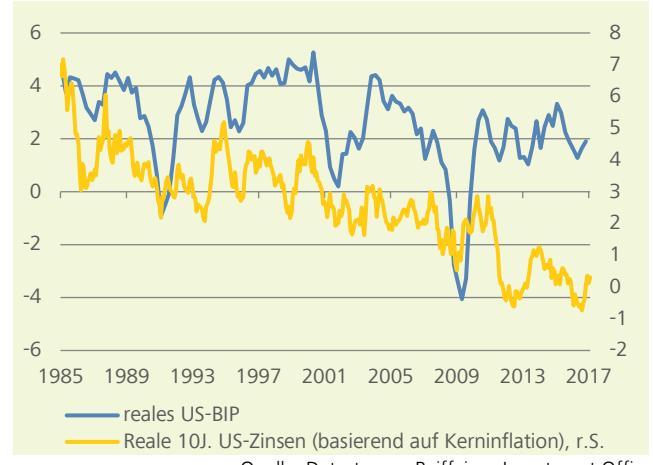
Ein wichtiger Faktor für den Goldpreis ist die Entwicklung der Realzinsen in den USA. Steigen diese, werden Engagements im gelben Metall – das keinen Zins abwirft – weniger attraktiv. Das künftige US-Zinsniveau hängt stark davon ab, welchen wirtschaftspolitischen Kurs Donald Trumps neue Regierung einschlägt. Niedrigere Steuern und weniger Regulierung könnten die Realzinsen steigen lassen, während protektionistische Massnahmen wohl das Gegenteil bewirken würden. Das Augenmerk gilt dabei auch der US-Notenbank Fed, die jüngst die Leitzinsen erhöht hat. Trotz dieses Schrittes scheinen die amerikanischen Realzinsen angesichts des anziehenden Wirtschaftswachstums immer noch „zu niedrig“ (siehe Grafik). Angesichts des rekordhohen US-Schuldenbergs stellt sich jedoch die Frage, ob Fed-Chefin Janet Yellen überhaupt Spielraum hat, die Zinsen auf Vorkrisenniveaus anzuheben. Schliesslich rechnen wir nicht mit einem Wahlerfolg von Marine Le Pen in Frankreich, welcher dem Goldpreis Schub verliehen würde.

Zinsniveau begünstigt Immobilien

Die Renditen zehnjähriger schweizerischer Staatsanleihen verharren im Minusbereich – gute Nachrichten für „indirekte“ Anlagen in Schweizer Immobilien. Selbst ein Anstieg der zehnjährigen Rendite auf 0.5 Prozent hätte aus unserer Sicht auf diese zinssensitive Anlageklasse kaum negative Auswirkungen. Deshalb empfehlen sich solche Anlagen weiterhin als Portfoliobeimischung

US-Realzinsen scheinen angesichts der Konjunkturentwicklung immer noch zu niedrig

US-BIP und US-Zinsen, in %



Währungen

Starker Schweizer Franken als hausgemachtes Problem

Die Anzeichen für ein baldiges Ende des Dollar-Hohenflugs verdichten sich. Längerfristig spricht aus unserer Sicht einiges für einen stärkeren Euro, was zur Freude der Schweizerischen Nationalbank (SNB) auch den Aufwertungsdruck auf den Franken verringern könnte. Auch die schwedische Krone dürfte von einer solchen Entwicklung profitieren. Der «Brexit» birgt zwar Risiken, der Effekt auf das Pfund dürfte aber überschaubar bleiben.

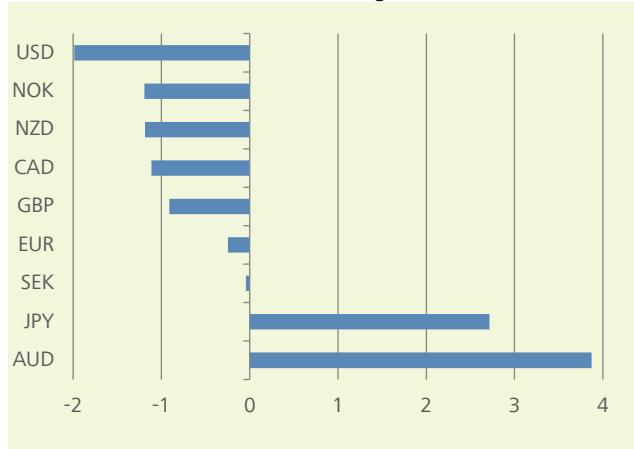
Eine weitere nachhaltige Dollaraufwertung wird immer weniger wahrscheinlich, da die Pläne für eine Ankurbelung der US-Wirtschaft ins Stocken geraten zu sein scheinen. Der Euro hingegen profitiert von der wachsenden Erwartung, dass bei den bevorstehenden französischen Wahlen ein «Euro-Befürworter» siegt. Längerfristig bleibt unsere leicht positive Einschätzung für den Euro bestehen, da die EZB 2018 ihr Anleihenkaufprogramm beenden dürfte. Ein ähnlicher Schritt – bereits im Jahr 2017 – in Schweden sollte sich als günstig für die schwedische Krone erweisen. Für das britische Pfund sehen wir das Kurskorrekturpotential als begrenzt an. Trotz dem ersten offiziellen Schritt Grossbritanniens in Richtung Brexit ist die Währung bereits heute stark unterbewertet.

Fehlende Auslandinvestitionen lassen CHF aufwerten

Der Schweizer Franken neigt seit Langem zur Stärke. Vielfach werden ausländische Spekulanten für die aus Sicht der Exportwirtschaft schädliche Hause verantwortlich gemacht. Dabei ist

Greenback hat seit Jahresbeginn gegenüber dem Franken eingebüßt

Performance zum CHF seit Jahresbeginn, in %



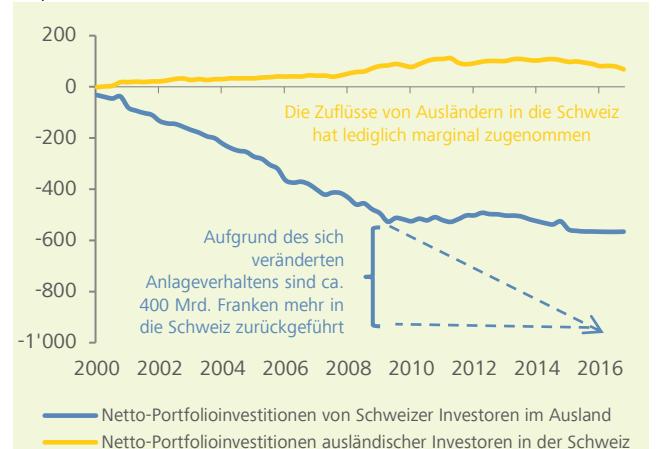
Quelle: Datastream, Raiffeisen Investment Office

dies zu einem grossen Teil ein hausgemachtes Problem. Bis zur Finanzmarktkrise 2008/09 standen dem hohen Leistungsbilanzüberschuss der Schweiz (70 Milliarden Franken in 2016) Kapitalabflüsse von Schweizer Anlegern in ähnlicher Höhe gegenüber. Seit 2000 haben Schweizer Investoren auf Netto-Basis insgesamt 500 Milliarden Franken im Ausland investiert (siehe Grafik 2). Seit 2009 hat sich das Anlageverhalten jedoch drastisch geändert und die Netto-Portfolioabflüsse ins Ausland sind praktisch zum Stillstand gekommen.

Hätten Schweizer Investoren weiterhin im Ausland investiert, stünden die kumulierten Abflüsse heute bei über 900 Milliarden Franken. Die Differenz von 400 Milliarden Franken ist ein nahezu genaues Spiegelbild des Volumens der Deviseninterventionen der SNB im selben Zeitraum. Somit wird seit 2009 der hohe Leistungsbilanzüberschuss, der enormen Aufwärtsdruck auf den Franken ausübt, nicht mehr durch Kapitalabflüsse ins Ausland ausgeglichen. Hauptgrund für die «vornehme» Zurückhaltung schweizerischer Investoren könnten die politischen Risiken in der Eurozone gewesen sein. Insofern bleibt zu hoffen, dass die Wahlen in Frankreich, Deutschland und Italien «europositiv» ausfallen und die EZB die expansive Geldpolitik zurückfahren kann. Ein solches Szenario, das den Aufwertungsdruck auf den Franken verringern könnte, wäre ganz im Sinne der SNB. Andernfalls müssten die Währungshüter wohl eine weitere moderate Aufwertung des Franken zulassen.

Verhalten Schweizer Anleger hat sich seit 2009 deutlich verändert

Kapitalzu- und abflüsse in und aus der Schweiz, in Mrd. CHF



Quelle: Datastream, Raiffeisen Investment Office

Portfolio-Übersicht

Anlageklasse	Sicherheit			Ertrag			Ausgewogen			Wachstum			Aktien		
	strategisch min.	neutral	max.	strategisch min.	neutral	max.	strategisch min.	neutral	max.	strategisch min.	neutral	max.	strategisch min.	neutral	max.
Liquidität	5.0%		32.3%	0%	5.0%	40%	5.3%	0%	5.0%	40%	4.8%	0%	5.0%	40%	4.7%
Cash			32.3%				5.3%			4.8%			4.7%		3.4%
Obligationen (angestrebte Laufzeit 6.0 J.)	95.0%		60.7%	45%	60.0%	75%	56.0%	25%	40.0%	55%	38.0%	5%	20.0%	35%	19.3%
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%
Tiefe Kreditqualität** (global High-Yield)	0%	2.0%	12%	2.0%	0%	2.0%	12%	2.0%	0%	2.0%	12%	2.0%	0%	0.0%	10%
Schwellenländer	0%	3.0%	13%	5.0%	0%	3.0%	13%	5.0%	0%	3.0%	13%	5.0%	0%	0.0%	10%
Aktien	0%	0.0%	0%	0.0%	5%	20.0%	35%	18.9%	25%	40.0%	55%	37.2%	45%	60.0%	75%
Aktien Schweiz					0%	10.0%	20%	10.0%	10%	20.0%	30%	20.0%	20%	30.0%	40%
Aktien Global					0%	6.0%	16%	4.9%	5%	15.0%	25%	12.2%	14%	24.0%	34%
Aktien Europa								1.5%				3.7%			6.0%
Aktien USA								3.6%				9.0%			7.0%
Aktien Japan								0.9%				2.3%			1.5%
Aktien Schwellenländer								4.0%				0%			5.0%
Alternative Anlagen	0%	0.0%	15%	7.0%	0%	15.0%	30%	19.8%	0%	15.0%	30%	20.0%	0%	15.0%	30%
Alternative Strategien	0%	0.0%	10%	2.0%	0%	3.0%	13%	5.0%	0%	3.0%	13%	5.0%	0%	3.0%	13%
Edelmetalle / Gold	0%	0.0%	10%	0.0%	0%	4.0%	13%	4.0%	0%	3.0%	13%	3.0%	0%	3.0%	13%
Rohstoffe	0%	0.0%	0%	0.0%	0%	4.0%	13%	4.8%	0%	5.0%	13%	6.0%	0%	6.0%	13%
Immobilien	0%	0.0%	10%	5.0%	0%	4.0%	13%	6.0%	0%	4.0%	13%	6.0%	0%	3.0%	13%
Total	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***				4.0%			6.0%			8.0%			12.0%		14.0%
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	2014	2015	2016	Prognose 2017	Prognose 2018
BIP					
Durchschnittliches jährliches Wachstum (in %)					
Schweiz	2.0	0.8	1.3	1.3	1.5
Deutschland	1.6	1.5	1.8	1.5	1.4
Eurozone	1.2	1.9	1.7	1.6	1.5
USA	2.4	2.6	1.6	2.2	2.4
China	7.3	6.9	6.7	6.4	6.0
Japan	0.2	1.2	1.0	0.9	0.8
Global (PPP)	3.4	3.1	3.1	3.5	3.5
Inflation					
Jahresdurchschnitt (in %)					
Schweiz	0.0	-1.1	-0.4	0.3	0.8
Deutschland	0.9	0.2	0.5	1.5	1.7
Eurozone	0.4	0.0	0.2	1.5	1.6
USA	1.6	0.1	1.3	2.4	2.2
China	2.0	1.4	2.0	2.3	2.3
Japan	2.8	0.8	-0.1	0.5	0.8
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	1.15	1.40	1.90
JPY	0.08	-0.05	0.03	0.00	0.00
Kapitalmarktzinsen					
Renditen 10-jährige Staatsanleihen (Jahresende; Rendite in %)					
CHF	-0.06	-0.18	-0.14	0.1	0.4
EUR (Deutschland)	0.66	0.23	0.33	0.6	0.9
EUR (PIIGS)	2.05	2.01	2.27	2.3	2.5
USD	2.30	2.45	2.40	2.6	2.8
JPY	0.26	0.04	0.07	0.1	0.1
Wechselkurse					
Jahresende					
EUR/CHF	1.09	1.07	1.07	1.08	1.10
USD/CHF	1.00	1.02	1.00	1.02	1.00
JPY/CHF (pro 100 JPY)	0.83	0.87	0.90	0.88	0.91
EUR/USD	1.09	1.05	1.07	1.06	1.10
USD/JPY	120	117	111	116	110
Rohstoffe					
Jahresende					
Rohöl (Brent, USD/Barrel)	37	57	53	55	55
Gold (USD/Unze)	1061	1152	1247	1250	1260

*03.04.2017

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/hre+bank+vor+ort

Weitere Publikationen

Hier können Sie die vorliegende und auch weitere Publikationen von Raiffeisen abonnieren

<https://www.raiffeisen.ch/rch/de/ueber-uns/publikationen/maerkte-und-meinungen/research-publikationen.html>

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 getätigten 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.