



Anlagepolitik – Juni 2017

Raiffeisen Investment Office

Teure Aktienmärkte solid unterstützt

Raiffeisenbank Adligenswil-Udligenswil-Meggen, Hauptsitz Adligenswil

Architekt: Gruber & Steiger Architekten, Luzern

Fotograf: Rolf Hollbach

RAIFFEISEN

Inhalt

Taktische Asset Allokation im Überblick	3
Marktkommentar	4
Teure Aktien solid unterstützt	
Konjunktur	5
Rückenwind aus der Eurozone für die Schweizer Wirtschaft	
Obligationen	6
Lokalwährungsanleihen weiterhin attraktiv	
Aktien	8
Weitere Avancen hängen zunehmend von Firmengewinnen ab	
Alternative Anlagen	10
Öl: Der «Opec-Put» dürfte Preise stützen	
Währungen	11
Euro mittelfristig gut unterstützt	
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. Gute Konjunkturdaten unterstützen die Aussicht auf solide Unternehmensgewinne in den kommenden Monaten. Das rechtfertigt teilweise die hohen Bewertungen an den Aktienmärkten. Die ersten Schritte Richtung Zinsnormalisierung dürften Aktien und Obligationen weiterhin gut verdauen.
2. Die Fundamentaldaten für die Schwellenländer stimmen nach wie vor. Wir halten entsprechend an der taktischen Übergewichtung in Lokalwährungsanleihen aus Schwellenländern fest. Eine neutrale Gewichtung halten wir weiterhin bei High-Yield Anleihen, da die konjunkturelle Aufhellung die Ausfallwahrscheinlichkeiten gering hält.
3. Aufgrund der eingeschränkten Produktion vieler wichtiger Ölförderländer dürften sich die globalen Erdöllager bis März 2018 deutlich leeren. Dies sollte den Preis auf über 50 US-Dollar halten. Für Gold könnte die restriktivere US-Geldpolitik am Horizont ein Problem darstellen. Immobilien bleiben attraktiv.

Marktkommentar

Teure Aktien solid unterstützt

Gute Konjunkturdaten unterstützen die Aussicht auf solide Unternehmensgewinne in den kommenden Monaten. Das rechtfertigt teilweise die hohen Bewertungen an den Aktienmärkten. Die ersten Schritte Richtung Zinsnormalisierung dürften Aktien und Obligationen weiterhin gut verdaulen.

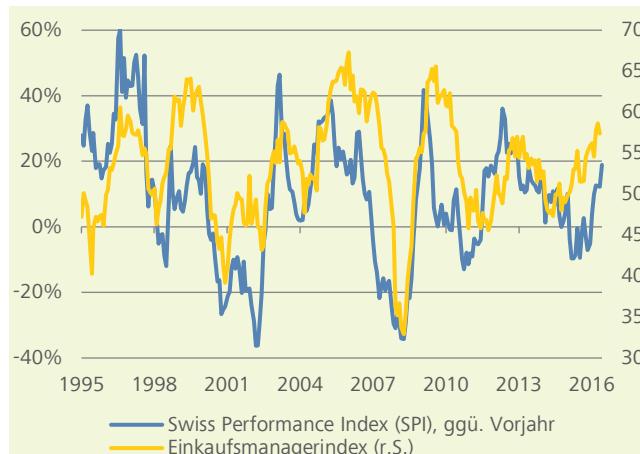
Der Weg aus dem Zinskeller ist noch lang. Auch wenn die US-Notenbank im Juni den Leitzins um weitere 25 Basispunkte erhöhen wird, bleiben die Zinsen historisch tief. In Europa wird sogar erst über den möglichen Ausweg aus dem Anleihekaufprogramm der Europäischen Zentralbank diskutiert, bevor an der Zinsschraube gedreht wird. Solange ergibt sich auch für die Schweizerische Nationalbank kein zinspolitischer Spielraum. Ohne Zweifel sind die tiefen Zinsen ein wichtiges Element für die aktuell hohen Niveaus der Aktienindizes. Mit dem gemächlichen Zinserhöhungstempo bleibt somit ein Korrekturrisiko für die Aktienmärkte eingedämmt. Klar ist aber auch, dass tiefe Zinsen Übertreibungen an den Finanzmärkten unterstützen können. Die Entwicklung bei einigen Unternehmen aus dem Technologiesektor beispielsweise ist spektakulärer als es die vorliegenden Fundamentaldaten suggerieren. Ein Fokus auf Aktien mit soliden Unternehmensgewinnen als Fundament ist unseres Erachtens in dieser Phase des Zyklus' angezeigt.

Konjunkturelle Vorgaben stimmen zuversichtlich

Eine Entkoppelung der Finanzmärkte von der Realwirtschaft ist kurzfristig möglich, aber in der langen Frist kann sich die Schere nicht andauernd ausweiten (siehe Grafik). Vor diesem Hintergrund ist das aktuelle konjunkturelle Bild ermutigend für die

Konjunktur und Aktien: Keine langfristige Entkoppelung

Schweizer Konjunktur und Schweizer Aktienmarkt



Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Investment Office

Aktienmärkte. Die Trump-Euphorie ist zwar verblassen, aber die gefestigte konjunkturelle Erholung in der Eurozone und die Wachstumsbeschleunigung in den Schwellenländern bilden eine solide Basis für die Unternehmensgewinne und rechtfertigen entsprechend die aktuell teuren Bewertungen an den Aktienmärkten.

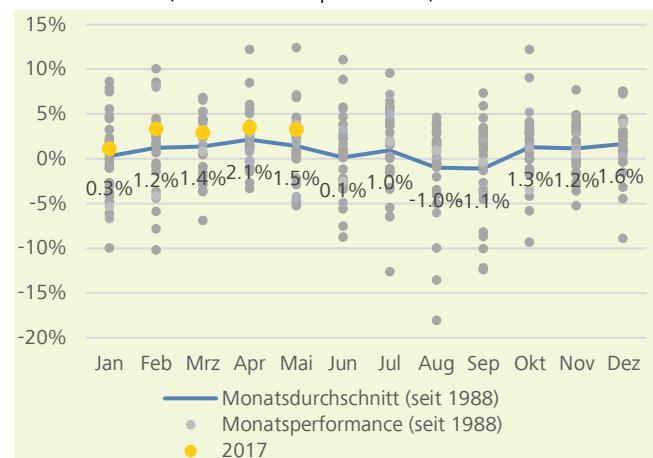
Sell in May?

Nach den ersten fünf Monaten im Jahr ist gemäss der verbreiteten Börsenweisheit „Sell in May and go away“ ein guter Zeitpunkt, Gewinne mitzunehmen. Diese Regel im Hinterkopf dürfte nicht zuletzt ein Grund dafür sein, dass viele Anleger den aktuellen Aktienkursen mit Skepsis begegnen. Tatsächlich ist der Juni statistisch eher ein schwacher Monat (siehe Grafik). Die Streuung der Beobachtungen ist allerdings immens und somit sollte diese Statistik unseres Erachtens nicht über die taktische Positionierung entscheiden. Wichtiger als die Statistik sind in diesem Umfeld die soliden Konjunkturvorgaben und die tiefen Zinsen. Ruhiges Fahrwasser ist allerdings für die Börsen in den kommenden Monaten nicht zu erwarten. Die Brexit-Verhandlungen, mögliche Neuwahlen in Italien und sprunghafte Aktien der US-Regierung sorgen für politischen Zündstoff. Insgesamt bleibt aber eine neutrale Gewichtung in Aktien aus der Schweiz und der Eurozone angezeigt. Daneben halten wir auch an einer Übergewichtung der wenig mit dem Gesamtmarkt korrelierten Alternativen Strategien fest. Immobilien dürften weiterhin von den tiefen Zinsen und dem Zinsvorteil gegenüber Obligationen profitieren. Öl hat von den aktuellen Levels um USD 50 pro Fass Brent ebenfalls Potenzial.

roland.klaeber@raiffeisen.ch

Saisonmuster für Anlagetaktik nicht hinreichend

Aktien Schweiz, Performance pro Monat, seit 1988



Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Investment Office

Konjunktur

Rückenwind aus der Eurozone für die Schweizer Wirtschaft

Die „harten“ und „weichen“ Wirtschaftsdaten laufen auseinander. Die relativ schwachen harten Daten dürften anziehen, während die von Euphorie zeugenden weichen Wirtschaftsdaten etwas zurückgehen. Die Schwellenländer befinden sich derweil insgesamt in einer robusten Verfassung.

Weichen Konjunkturdaten liegen qualitative Einschätzungen von privaten Haushalten und Firmen über ihre aktuelle und zukünftige Situation zugrunde. Die harten Daten dagegen werden direkt bei ökonomischen Vorgängen wie bei der Industrieproduktion durch Zählen der hergestellten Einheiten erhoben. Am Ende sind die harten Daten entscheidend – sie bestimmen die Entwicklung des Bruttoinlandprodukts. Die harten Daten dürften sich nicht so stark entwickeln, wie es die weichen Umfragedaten suggerieren, aber immer noch einen gefestigten Wachstumspfad aufzeigen (siehe Grafik).

Schweizer BIP: leichte Verbesserung im Q1

Die Schweizer Wirtschaft konnte Anfang 2017 ein BIP-Wachstum von 0.3% gegenüber dem Vorquartal verzeichnen, was eine weitere leichte Verbesserung im Vergleich zu den beiden letzten Quartalen bedeutet (siehe Grafik). Dabei trug der private Konsum nur sehr moderat zum Wachstum bei. Treibende Kraft war zum Jahresbeginn das Verarbeitende Gewerbe. Die Exporte haben sich kräftig erholt, und auch die Ausrüstungsinvestitionen zeigten nach oben. Mit dem erfolgreichen Jahresstart im Verarbeitenden Gewerbe spiegelt sich die starke Stimmungsaufhellung bei den Schweizer Unternehmen seit letztem

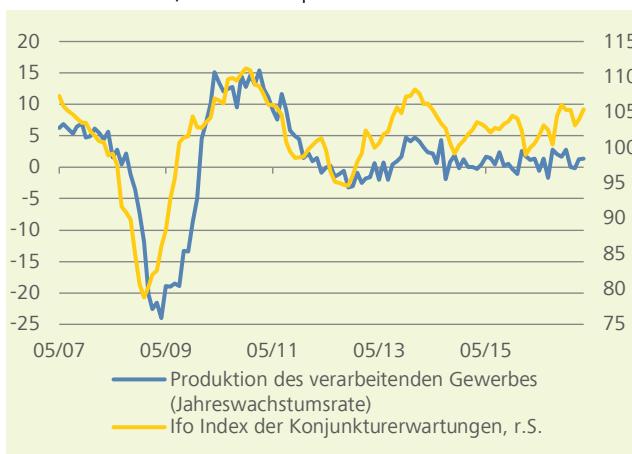
Herbst schliesslich auch in den offiziellen Wachstumszahlen wieder. Die Impulse sind auf das generell verbesserte globale Wachstumsumfeld zurückzuführen. Die Schwellenländer haben sich stabilisiert. Darüber hinaus verleiht insbesondere die gefestigte Erholung in der Eurozone Rückenwind (siehe Grafik). Die wirtschaftliche Situation in den benachbarten Handelspartnerländern ist entscheidender als die Belastung durch den weiterhin starken Franken. Der langjährige Abwärtstrend des Anteils der Eurozone an den Schweizer Exporten konnte zum Jahreswechsel gestoppt werden.

Restriktivere Geldpolitik Chinas trübt Stimmung nicht

In den Schwellenländern ist weiterhin eine konjunkturelle Beschleunigung zu verzeichnen. Insbesondere in Osteuropa und Asien profitieren die Länder von einer höheren Auslandsnachfrage nach dort produzierten Gütern. Ein Unsicherheitsfaktor bleibt jedoch die Situation in China. In den vergangenen Monaten wurde die Geldpolitik restriktiver. Die Massnahmen der chinesischen Zentralbank, die unter anderem eine Bändigung des überhitzten Häusermarkts zum Ziel haben, wird das Wachstum im laufenden Jahr unserer Meinung nach auf 6.4% drosseln. Die Konjunkturstabilisierung in den rezessionsgeschädigten Ländern Russland und Brasilien sollte dies jedoch für die Schwellenländer insgesamt kompensieren können, auch wenn der Reformprozess in Brasilien durch den Korruptionsskandal erschwert wird, in den nun auch Präsident Michel Temer verstrickt ist.

Beispiel Deutschland: Harte Daten ggü. weiche Daten

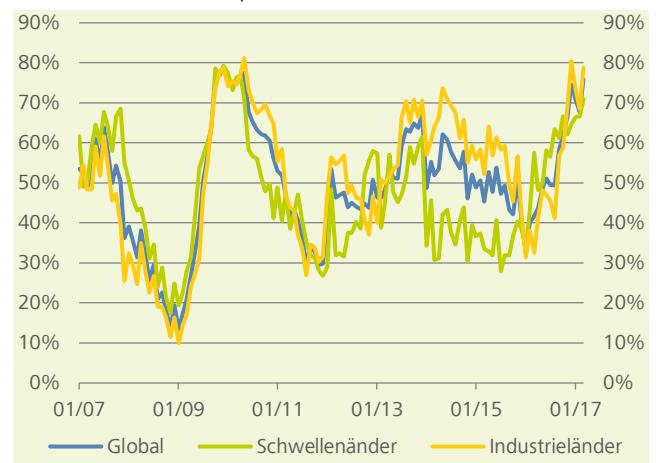
Produktion in %, Ifo in Indexpunkten



Quelle: Datastream, Raiffeisen Investment Office

Zeichen einer globalen Konjunkturerholung

3-Monatsdurchschnitt, % sich verbessernde Indikatoren



Quelle: Datastream, Raiffeisen Investment Office

Obligationen leicht untergewichtet

Lokalwährungsanleihen weiterhin attraktiv

Die Finanzskandale in Brasilien reissen nicht ab. Von den negativen lokalen Auswirkungen liessen sich die Märkte in aufstrebenden Volkswirtschaften insgesamt aber nicht anstecken. Die Fundamentaldaten für die Schwellenländer stimmen nach wie vor. Eine neutrale Gewichtung halten wir weiterhin bei High-Yield Anleihen.

Lokalwährungsanleihen aus Schwellenländern gehören zu den volatilsten Anlageklassen. Sie sind wegen der derzeit hohen Rendite von 6.5 Prozent aus Anlegersicht attraktiv, wobei dieser Vorzug angesichts der hohen Währungsschwankungen dieser Instrumente verblassen kann.

Coupons entschädigen für Währungsschwankungen

Kurzfristig beeinflussen die Währungsrenditen den Ertrag von lokalen Schwellenländeranleihen. Langfristig jedoch ist es hauptsächlich der Coupon, der den Ertrag bestimmt. Für sich genommen, ist diese Renditequelle schwankungsarm. Die Lokalwährungsanleihen, umgerechnet in Hartwährungen schwanken dagegen sehr stark (siehe Grafik). Für ein taktisches Engagement in Lokalwährungsanleihen ist eine positive Einschätzung auf die Währungsentwicklung erforderlich, den eine schwache Währung macht den Zinsvorteil rasch zunichte. Unsere Erwartung für Schwellenländerwährungen bleibt positiv, geprägt durch sich weiter verbesserte Konjunkturindikatoren. Zudem dürften die Rohstoffpreise die Schwellenländerwährungen nicht mehr weiter belasten. Der starke Ölpreisrückgang von USD 115 pro Fass Brent im Sommer 2014 auf unter USD

Stabile Gesamterträge bei Lokalwährungsanleihen

Lokalwährungsanleihen, in Lokalwährung und in USD



Quelle: JPMorgan Chase, Bloomberg, Vontobel Asset Management

30 pro Fass anfangs 2016 hat bei den Lokalwährungen deutliche Spuren hinterlassen. Nun scheint der Ölpreis bei rund USD 50 einen Boden gefunden zu haben. Auch in den jüngsten politischen Turbulenzen in Brasilien hat sich die Stabilisierung in den Schwellenländerwährungen insgesamt fortgesetzt. Somit stehen die Zeichen gut für eine Positionierung im Segment der Schwellenländer-Anleihen in Lokalwährung.

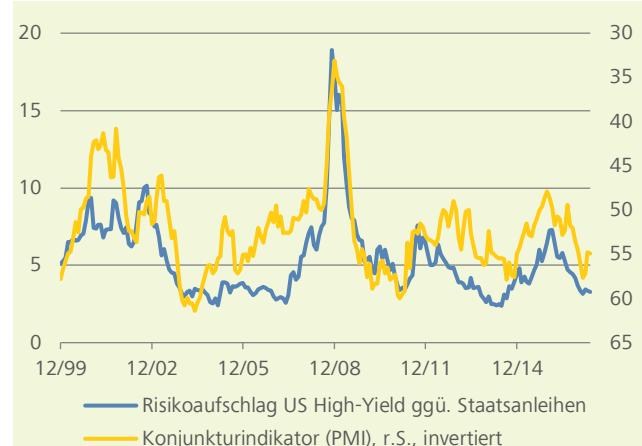
Neben der taktischen Übergewichtung in Lokalwährungsanleihen halten wir auch an der strategischen Quote in Hartwährungsanleihen aus Schwellenländern fest. Etwas weniger Verfallsrendite gegenüber Lokalwährungsanleihen geht einher mit geringeren Kursschwankungen.

Präferenz für Unternehmensanleihen – auch High-Yield

Auch wenn die US-Notenbank Mitte Juni zu einer weiteren Zinserhöhung schreitet und im Jahresverlauf sogar nochmals nachlegen dürfte, bleiben die Zinsen historisch tief. Dennoch stellt ein Umfeld leicht steigender Zinsen Anleiheninvestoren vor anspruchsvolle Herausforderungen. Der leicht steigende Zinstrend bei Staatsanleihen sollte die von uns favorisierten Unternehmensanleihen bei guter Ertragslage kaum beeinträchtigen. Auch High-Yield Anleihen bleiben bei guter Konjunkturlage attraktiv. Die Ausfallraten sollten sich im Umfeld einer konjunkturellen Aufhellung kaum erhöhen. Zudem wirkt sich auch bei High-Yield Anleihen eine Stabilisierung der Rohstoffpreise vorteilhaft aus.

Konjunkturdynamik spricht für High-Yield

Risikoauflschläge für High-Yield im Konjunkturverlauf



Quelle: Bloomberg, Barclays, 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 mit den höheren Ölpreisen insbesondere in den USA weiter sinken, weshalb wir auch bei US-High-Yield Anleihen neutral positioniert bleiben.

+ Emerging Markets

Ein generell stabiles globales Makroumfeld mit Rohstoffpreisen, die sich deutlich über den Tiefstständen von 2016 stabilisiert haben und eine nachlassenden Dollarerholung sind ein solides Umfeld für Anleihen aus Schwellenländern.



Aktien leicht untergewichtet

Weitere Avancen hängen zunehmend von Firmengewinnen ab

Seit 2012 ist der grösste Teil der Aktienperformance auf eine Ausdehnung der Bewertung zurückzuführen. Hintergrund hierfür ist die extrem lockere Geldpolitik wichtiger Zentralbanken, die die Nachfrage nach Aktien anheizt. Mit dem möglichen Abklingen der Liquiditätsspritzen verschiebt sich der Fokus auf das Gewinnwachstum der Unternehmen.

Mit den berühmten drei Worten «whatever it takes» bewegte EZB-Präsident Mario Draghi am 26. Juli 2012 an einer Konferenz in London die Märkte. Er gab damit zudem den Startschuss für ausserordentliche geldpolitische Massnahmen, in der Fachsprache auch «quantitative Lockerung» (Quantitative Easing) genannt. Das Signal war klar: Die Europäische Zentralbank (EZB) würde den Euro unter allen Umständen verteidigen. Die folgenden Staatsanleihen-Käufe durch die Frankfurter Währungshüter bewirkten, dass Zinsen für zehnjährige Staatsanleihen in allen Ländern der Eurozone stark fielen. Auch in den USA, in Grossbritannien, Japan und der Schweiz blähten sich die Bilanzen der Zentralbanken immer weiter auf. Eine weitere Konsequenz war, dass die Nachfrage nach risikoreichen Anlageklassen wie Aktien stieg. In der Folge erreichten Aktienpreise Niveaus, die sich aus fundamentaler Sicht kaum rechtfertigen liessen.

Aktien sind teuer geworden

Wie sieht die Situation auf Unternehmensseite aus? Ein oftmals zäher Geschäftsgang hatte zur Folge, dass die Firmengewinne

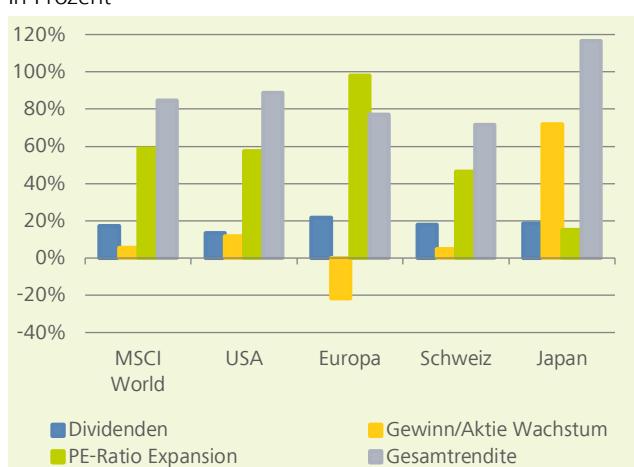
vielfach hinter den Erwartungen zurückblieben. Trotzdem zogen die Aktienkurse in fast allen entwickelten Märkten an. Grund hierfür war zu einem grossen Teil die wuchtige globale Geldschwemme. In Europa lässt sich der ganze Kursanstieg seit 2012 mit der höheren Bewertung erklären (siehe Grafik). In den USA war das Gewinnwachstum besser, trotzdem sind auch dort die Märkte teurer geworden. In der Schweiz lässt sich ein recht hoher Anteil des Kursanstiegs mit der Gewinnentwicklung erklären. Allerdings hätte sich der Schweizer Franken ohne die Währungsmarktinterventionen der Schweizerischen Nationalbank wohl deutlich aufgewertet – mit entsprechend negativen Folgen für die Gewinne. Schliesslich erwirtschaften viele Schweizer Firmen ihre Gewinne überwiegend im Ausland.

Analysten erhöhen Gewinnschätzungen

In Europa gibt es mittlerweile erste Anzeichen auf ein graduelles Zurückfahren der Liquiditätsspritzen, und in den USA zielt die Fed auf eine allmähliche Normalisierung bei den Zinsen ab. Für eine weitere Hause braucht es somit höhere Unternehmensgewinne, und die Chancen stehen dank der besseren Wirtschaftslage recht gut. In Europa (einschliesslich der Schweiz) und in den USA konnten die Gewinnausweise der Unternehmen im ersten Quartal überzeugen. Im Durchschnitt mussten die Analysten die Gewinnschätzungen nach oben anpassen, was zu stark steigenden Gewinnrevisionen führte (siehe Grafik 2). Auch wenn der Aufwärtstrend bei den Prognosen wohl abflachen dürfte: Höhere Gewinnschätzungen deuten in der Regel auf eine bessere Aktienperformance hin.

Quantitative Lockerung befürwortet auch die Aktien

In Prozent



Quelle: Factset, Vontobel Asset Management

Robuste Gewinnrevisionen

Verhältnis Herauf-/Herabstufungen



Quelle: Factset, Vontobel Asset Management

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 halten wir die Allokation weiterhin auf neutral. Insbesondere für Banktitel verorten wir weiter Potenzial.

- USA

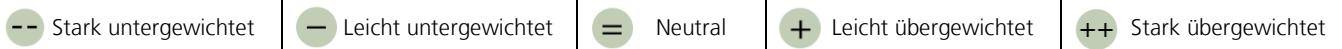
Die hohen Erwartungen an das Konjunkturprogramm bergen Enttäuschungspotenzial. Die Schweiz und Europa sind taktisch im Vorteil.

- Japan

Konjunktur kommt nach wie vor kaum in Schwung. Allerdings dürfte die expansive Geldpolitik über einen schwächeren Yen die Aktienmärkte stützen. Investoren sollten den Yen absichern.

= Emerging Markets

Die Stabilisierung der Konjunktur in den Schwellenländern hält an. Zudem sorgt die weiterhin lockere Geldpolitik in den Industrieländern für Rückenwind. Wir halten an der neutralen Quote für Schwellenländeraktien fest.



Alternative Anlagen übergewichteten

Öl: Der «Opec-Put» dürfte Preise stützen

Dank der eingeschränkten Produktion vieler wichtiger Ölförderländer dürften sich die globalen Erdöllager bis März 2018 deutlich leeren. Dies sollte den Preis auf über 50 US-Dollar halten. Für Gold könnte die restriktivere US-Geldpolitik am Horizont ein Problem darstellen. Immobilien bleiben attraktiv.

Die Verlängerung der Produktionskürzungsvereinbarung zwischen den Mitgliedern der erdölproduzierenden Länder (Opec) und Russland bis im März 2018 ist aus fundamentaler Sicht ein positives Signal für die Erdölmärkte. Das erklärte Ziel dieses Abkommens, die globalen Lagerbestände auf ein dem fünfjährigen Durchschnitt entsprechendes Niveau abzusenken, sollte sich dadurch erreichen lassen (siehe Grafik).

Höherer Ölpreis günstig für Russland und Saudiarabien

Der Hintergrund dieses sogenannten Opec-Puts – einer Art Absicherung gegen fallende Preise – ist jedoch ein anderer. Den zwei wichtigsten Akteuren, Saudiarabien und Russland, geht es im Grunde genommen darum, den Erdölprix zu stützen – dies, um sozialen oder wirtschaftlichen Spannungen vorzukommen. In Russland finden im März 2018 Präsidentschaftswahlen statt, und Amtsinhaber Wladimir Putin möchte in diesem Zusammenhang eine zufriedenstellende Aussicht für die einheimische, stark ölabhängige Wirtschaft präsentieren. Die saudi-arabischen Scheiche ihrerseits benötigten für den möglicherweise 2018 anstehenden, weltweit grössten Börsengang des staatlichen Erdölkonzerns Aramco hohe Ölpreise. Schliesslich hängt der Erfolg der Publikumsöffnung Aramcos vom Kurs des

Globale Lagerbestände rückläufig erwartet

In Millionen Fass



«schwarzen Goldes» ab. In Anbetracht solcher Entwicklungen erwarten wir weiterhin, dass die Erdölprix mittelfristig auf über 50 US-Dollar pro Fass verharren sollten.

Immobilien: Übergewichtung beibehalten

Der aufgrund der tiefen Zinsen bestehende Anlagenotstand hält den Ausgabeaufschlag (Agio) von Immobilienfonds deutlich über dem historischen Durchschnitt. Die Zinsnormalisierung durch die amerikanische Notenbank hat bislang bei den zinssensiblen indirekten Schweizer Immobilienanlagen keine Korrektur ausgelöst. Die Auswirkungen dürften auch bei einem weiteren moderaten Aufwärtstrend der Langfristzinsen begrenzt bleiben. Das Niveau der Ausschüttungsrendite der Immobilienfonds lag im ersten Quartal 2017 für von Wohnimmobilien dominierten Fonds bei durchschnittlich 2.4% und bei 2.9% für Fonds mit Schwerpunkt Gewerbeimmobilien. Der Aufschlag gegenüber der Anleihерendite bleibt weiterhin sehr hoch und attraktiv, so dass wir an unserer übergewichteten Positionierung festhalten.

Gold: Rückgang der US-Geldmenge als Risikofaktor

Seit der Jahrtausendwende weitet sich die US-Geldmenge deutlich aus. Nicht wenige Beobachter sehen darin den Haupttreiber der starken Hause des Goldpreises (siehe Grafik). Die Logik ist die: Je lockerer die Geldpolitik, desto attraktiver das Gold als Wertanlage. Seit einiger Zeit zieht die US-Zentralbank die Zinsschrauben aber wieder an. Die daraus resultierende Verringerung der Geldmenge könnte deshalb aus Sicht von Goldanlegern eine ungünstige Entwicklung darstellen. Eine neutrale Goldquote zur Portfoliodiversifikation bleibt aber weiterhin angezeigt.

Steigende Geldmenge positiv für Goldpreis

Goldpreis und US-Geldmenge



Währungen

Euro mittelfristig gut unterstützt

Mit dem Sieg Emmanuel Macrons in Frankreich ist ein Stolperstein auf dem Weg zu einer «normaleren» Geldpolitik in Europa aus dem Weg geräumt. Zieht die Zentralbank dereinst die Zügel wieder an, dürfte der Euro profitieren.

Während der Euro im Nachgang der französischen Präsidentenwahlen zulegt, gibt der US-Dollar leicht nach. Zurückzuführen ist dies unter anderem auf die gestiegenen Risiken eines Amtsenthebungsverfahrens gegen US-Präsident Donald Trump in Zusammenhang mit dessen Kontakten zu Russland. Da wir eine Amtsenthebung eher als unwahrscheinlich erachten, rechnen wir weiterhin mit Wirtschaftsreformen unter der Trump-Regierung. Ausserdem dürfte die US-Notenbank die Zinsnormalisierung in diesem Jahr fortführen. Deshalb sehen wir eine leichte Erholung des US-Dollar in der kurzen Frist (siehe Grafik). Dies ändert jedoch nichts an unserem längerfristig positiven Ausblick für den Euro. Schliesslich gehen wir weiterhin von einem Ende des Anleihenkaufprogramms der Europäischen Zentralbank (EZB) Anfang 2018 aus. Falls die EZB schon diesen Sommer die Normalisierung ihrer Gelpolitik in Aussicht stellen sollte, würde die Erholung des Euro wohl schon früher einsetzen – was wiederum eine Dollar-Erhöhung infrage stellen dürfte.

Aufwertungsdruck auf den Franken leicht abnehmend

Eine weniger restriktive Geldpolitik der EZB würde auch die Weichen für eine weniger expansive Geldpolitik anderer euro-

päischer Zentralbanken stellen. Dies gilt insbesondere für Länder wie Schweden, Polen, Tschechien und Ungarn, deren Währungen im Zuge der Euroerholung profitieren sollten. Der Schweizer Franken dürfte in diesem Umfeld in der Lage sein, seine weiterhin deutliche Überbewertung etwas zu reduzieren. So gehen wir davon aus, dass die Schweizerische Nationalbank etwas später als die EZB zu einer «normaleren» Geldpolitik zurückfindet. Dies spricht in den kommenden Monaten für einen leichten Anstieg und Festigung des Euro auf Niveaus um 1.10 gegenüber dem Franken. Einen Unsicherheitsfaktor stellen hierbei die nächsten italienischen Parlamentswahlen dar, die bis spätestens Mai 2018 durchgeführt werden müssen.

Umfeld spricht für Schwellenländerwährungen

Schwellenländerwährungen bleiben aus unserer Sicht insgesamt attraktiv. Die Wirtschaftserholung ist auf Kurs, die Bewertungen scheinen günstig, und viele Volkswirtschaften haben ihre Verwundbarkeit reduziert. Zum Ausdruck kommt dies in geringeren Leistungsbilanzdefiziten – einem Mass für den Kapitalbedarf auf den internationalen Finanzmärkten. Die verhältnismässig hohen Realzinsen (siehe Grafik) dürften im derzeitigen Tiefzinsumfeld für Anleger weiterhin interessant bleiben. Die Abstände zwischen den Realzinsen von Schwellen- und Industrieländern sind sogar so gross wie selten zuvor. Daher weisen Lokalwährungen aus Schwellenländern für uns weiterhin ein attraktives Potenzial auf.

Modell spricht kurzfristig für Dollarstärke

USD pro EUR



Zinsvorteil von Schwellenländern selten so hoch in Prozent



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%	1.5%		3.7%		3.7%		6.0%	6.0%
Aktien USA							3.6%	2.8%		9.0%		7.0%		14.4%	12.4%
Aktien Japan							0.9%	0.6%		2.3%		1.5%		3.6%	2.8%
Aktien Schwellenländer							4.0%	4.0%		0%		5.0%		6.0%	6.0%
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%	0.0%	10%
Edelmetalle / Gold	0%	0.0%	10%	0.0%	0%	4.0%	13%	4.0%	0%	3.0%	13%	3.0%	0%	0.0%	10%
Rohstoffe	0%	0.0%	0%	0.0%	0%	4.0%	13%	4.8%	0%	5.0%	13%	6.0%	0%	8.0%	18%
Immobilien	0%	0.0%	10%	5.0%	0%	4.0%	13%	6.0%	0%	4.0%	13%	6.0%	0%	7.0%	17%
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	1.4	1.0
Global (PPP)	3.4	3.1	3.1	3.5	3.5
Inflation					
Jahresdurchschnitt (in %)					
Schweiz	0.0	-1.1	-0.4	0.5	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	1.9	2.1
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	1.22	1.40	1.90
JPY	0.08	-0.05	-0.01	0.00	0.00
Kapitalmarktzinsen					
Renditen 10-jährige Staatsanleihen (Jahresende; Rendite in %)					
CHF	-0.06	-0.18	-0.21	0.1	0.4
EUR (Deutschland)	0.66	0.23	0.29	0.6	0.9
EUR (PIIGS)	2.05	2.01	2.20	2.3	2.5
USD	2.30	2.45	2.16	2.6	2.8
JPY	0.26	0.04	0.04	0.1	0.1
Wechselkurse					
Jahresende					
EUR/CHF	1.09	1.07	1.09	1.10	1.10
USD/CHF	1.00	1.02	0.96	1.00	0.96
JPY/CHF (pro 100 JPY)	0.83	0.87	0.88	0.86	0.88
EUR/USD	1.09	1.05	1.12	1.10	1.14
USD/JPY	120	117	110	116	110
Rohstoffe					
Jahresende					
Rohöl (Brent, USD/Barrel)	37	57	49	55	55
Gold (USD/Unze)	1061	1152	1289	1250	1250

*06.06.2017

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 Kotierungsinsrat 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 getätigter 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.