



Anlagepolitik – Juli 2017

Raiffeisen Investment Office

Stotternde USA, rund laufende Eurozone

Raiffeisenbank Freiburg Ost, Hauptsitz Düdingen

Architekt: MZ Architekten GmbH, Düdingen

Fotograf: Stefan Zurkinden

RAIFFEISEN

Inhalt

Taktische Asset Allokation im Überblick	3
Marktkommentar Stotternde USA, rund laufende Eurozone	4
Konjunktur Inflationsdynamik sollte langsam weiter steigen	5
Obligationen Schwellenländer attraktiver als Industrieländer	6
Aktien Niedrige Inflation als Kurstreiber für defensive Aktien	8
Alternative Anlagen Verzwickte Situation am Ölmarkt	10
Währungen Mario Draghi treibt auch die schwedische Krone nach oben	11
Portfolio-Übersicht	12
Prognosen	13

Taktische Asset Allokation im Überblick

Anlageklasse	untergewichtet		neutral	übergewichtet	
	stark	leicht		leicht	stark
Cash			o		
Obligationen (angestrebte Laufzeit: 6.0 J.)*		o			
CHF mit hoher bis mittlerer Kreditqualität		o			
Fremdwährung mit hoher bis mittlerer Kreditqualität (hedged)					
Tiefe Kreditqualität (hedged)			o		
Schwellenländer (hedged)				o	
Aktien		o			
Schweiz			o		
Global		o			
Aktien Europa			o		
Aktien USA		o			
Aktien Japan		o			
Aktien Schwellenländer			o		
Alternative Anlagen				o	
Alternative Strategien (CHF hedged)					o
Immobilien Schweiz				o	
Edelmetalle			o		
Rohstoffe				o	

Währungen	untergewichtet		neutral	übergewichtet	
	stark	leicht		leicht	stark
USD			o		
EUR			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

- Während die Indikatoren für den weiteren US-Konjunkturverlauf ein gemischtes Bild zeigen, präsentiert sich die Erholung in Europa breit abgestützt. Insofern dürften europäische Aktien trotz teurer Bewertung konjunkturseitig unterstützt bleiben.
- Trotz tatsächlicher (USA) und sich abzeichnender (Eurozone) Zinsnormalisierung bleiben die Renditen von Staatsanleihen vorerst auf historisch tiefem Niveau. Somit bieten Anleihen von Schwellenländern weiterhin die attraktiveren Zinsen. Da zudem die Fundamentaldaten für die Schwellenländer nach wie vor stimmen, halten wir 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.
- Aufgrund des verhaltenen Ausblicks am Ölmarkt reduzieren wir die empfohlene Rohstoffquote von einem leichten Übergewicht auf eine neutrale Positionierung. Das taktische Übergewicht von indirekten Immobilienanlagen und alternativen Strategien behalten wir bei.

Stotternde USA, rund laufende Eurozone

Während die Indikatoren für den weiteren US-Konjunkturverlauf ein gemischtes Bild zeigen, präsentiert sich die Erholung in Europa breit abgestützt. Insofern dürften europäische Aktien trotz teurer Bewertung konjunkturseitig unterstützt bleiben.

Die Aktienmärkte haben eines der stärksten ersten Halbjahre hinter sich. Eine Kurseuphorie halten wir aber weiterhin für nicht angezeigt. Zwar erhalten Aktien nach wie vor Unterstützung von der Konjunkturfront, gleichzeitig ist zumindest ein Nachlassen des Rückenwindes nicht auszuschliessen. Neben der tatsächlichen (USA) und sich abzeichnenden (Eurozone) Zinsnormalisierung, scheint das Aufwärtspotential für die US-Wirtschaft begrenzt. Zwar befindet sich die Konjunktur grundsätzlich in einer guten Verfassung, gleichzeitig dürfte aber der die Aktien beflogelnde Trump-Effekt endgültig verflogen sein. Dass dem neuen US-Präsidenten in absehbarer Zeit doch noch ein bedeutendes Konjunktur- und Steuerprogramm gelingt, darf mehr als bezweifelt werden. In Anbetracht der Reife des amerikanischen Konjunkturzyklus' ist zudem die Dauer der konjunkturellen Unterstützung für die Aktien ungewiss. Es wird sich zeigen, ob die sich öffnende Schere zwischen dem gefallenen Economic Surprise Index und dem gestiegenen S&P 500 durch eine Korrektur bei den Aktien oder durch wieder positive Überraschungen geschlossen wird.

Reflation: Von den USA nach Europa?

Die Eurozone hingegen befindet sich weiterhin auf einem breit abgestützten Erholungspfad. Die Risiken haben zuletzt mit dem

Überdurchschnittliche erste sechs Monate

Performance während dem ersten Halbjahr



nächsten Schritt in Richtung einer Lösung für die italienischen Krisenbanken weiter abgenommen. Obwohl noch nicht alle Wolken verzogen sind, scheint somit die Währungsunion derzeit mit weniger Fragezeichen behaftet zu sein als die USA, und das für Amerika vermutete Reflationsszenario manifestiert sich eher dies- als jenseits des Atlantiks. Wir halten daher eine leicht untergewichtete Quote für US-Aktien weiterhin für angebracht, während wir für europäische Aktien nach wie vor eine neutrale Quote für angezeigt erachten. Aufgrund der engen Verflechtung der hiesigen Wirtschaft sowohl mit Europa als auch den Schwellenländern behalten wir auch für Schweizer Aktien die neutrale Empfehlung bei.

Die Konjunktur in den Schwellenländern bewerten wir weiterhin als aufgehellt und verorten keine erneute Erstarkung des USD, was die Beibehaltung eines taktischen Übergewichtens von Schwellenländeranleihen in Lokalwährung rechtfertigt. Gleichzeitig bleibt angesichts dieser Aufhellung eine neutrale Positionierung bei Schwellenländeranleihen in Hartwährung und bei High Yield Anleihen angezeigt. Insbesondere dürfte der Ölpreis vorerst nicht für Ungemach sorgen, da wir kein nachhaltiges Absacken unter die heutigen Niveaus erwarten. Der Ausblick am Ölmarkt bleibt allerdings verhalten, weshalb wir neu eine neutrale Rohstoff-Quote empfehlen.

Im anhaltenden Niedrigzinsumfeld ist zudem ein Engagement in indirekte Immobilienanlagen anhaltend attraktiv, während die noch bestehenden (politischen) Restrisiken eine starke Übergewichtung alternativer Strategien weiter rechtfertigen.

santosh.brivio@raiffeisen.ch

Wie wird sich die Lücke schliessen?

Economic Surprise Index und S&P 500



Konjunktur

Inflationsdynamik sollte langsam weiter steigen

In den USA stehen die Zeichen weiter auf geldpolitische Normalisierung. Andere Notenbanken dürften folgen. Wie schnell es dazu kommt, hängt wesentlich von der Inflationsentwicklung ab.

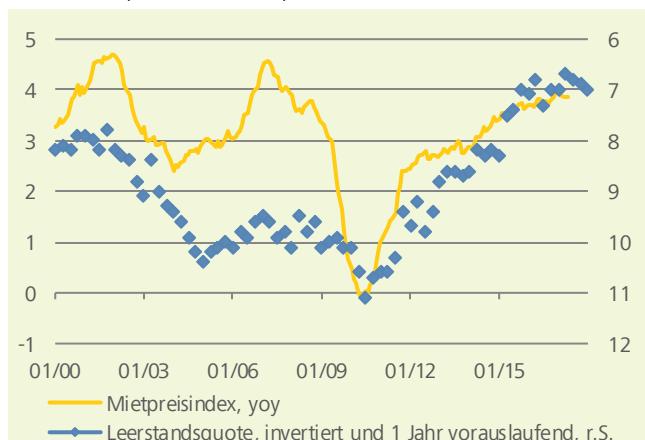
Seit Januar ist die US-Kernteuerung von 2.3% auf 1.7% gesunken. Wir rechnen aber damit, dass diese wieder in Richtung 2% tendiert. Zwar weisen die Mieten, die ein hohes Gewicht von 42% am Preisindex haben, auf eine Stabilisierung der Mietpreisinflation auf hohem Niveau hin (siehe Grafik). Sie folgen dem Leerwohnungsbestand, der 2009 mit 11% sein Maximum erreichte hat und inzwischen auf 7% gesunken ist. Seit Ende 2014 bewegt sich die Leerstandsquote seitwärts. Andere Faktoren sprechen jedoch für einen Aufwärtstrend der Kerninflation. Angesichts steigender Arbeitsmarktauslastung und damit tendenziell anziehender Löhne dürften die Unternehmen die Preise stärker anheben.

In der Schweiz hat die Kernteuerung jüngst die Nulllinie nach oben durchbrochen. Der Anstieg des EUR/CHF-Wechselkurses fördert einen weiteren moderaten Anstieg der Kerninflation. Dazu trägt ebenfalls die Erholung am Arbeitsmarkt bei.

Auch in der Eurozone ist bei der Kernteuerung ein Aufwärtstrend angezeigt. Wir erwarten hier ein gemächliches Anziehen der Löhne im Zuge der rückläufigen Arbeitslosigkeit. Dieser auch als Phillips-Kurve bekannte Zusammenhang dürfte im laufenden Jahr zwar erst wenige zum Tragen kommen, dafür 2018 verstärkt. Dies lässt uns für Ende 2017 und insbesondere für die Lohnrunden im Folgejahr mehr Lohndruck und damit eine höhere Kerninflation erwarten (siehe Grafik).

US-Mieten sollten sich auf hohem Niveau stabilisieren

Leerstandsquote und Mietpreisindex, in %



Quelle: USCB, BLS, Datastream, Vontobel Asset Management

In Japan ist hingegen unverändert kein Anziehen der Preise auszumachen. Dies liegt vor allem an der weitgehend starren Arbeitsmarktstruktur. Typischerweise binden sich japanische Arbeitnehmer an eine Firma, die ihnen im Gegenzug einen lebenslangen Arbeitsplatz verspricht. Sie werden fast ausschließlich nach einem strengen Senioritätsprinzip entlohnt. Lohnsteigerungen sind deshalb im Durchschnitt konstant und gröserer Lohndruck kommt nicht auf.

China bremst Immobilienpreisinflation

China hat Inflationsprobleme einer anderen Art. Der Staat versucht seit längerer Zeit, die Immobilienpreisinflation und die boomende Baukonjunktur abzukühlen, indem er etwa Refinanzierungsmöglichkeiten für Bauträger deutlich kürzt. Die Anstrengungen scheinen sich auszuzahlen. Auch wenn die Preise privater und gewerblicher Immobilien immer noch mit einer Jahresrate von teilweise über 10% wachsen, ist doch eine Verlangsamung auszumachen. Abgesehen davon hat die chinesische Wirtschaft in der ersten Jahreshälfte positiv überrascht. Nach einem Wachstum von 6.7% über das ganze 2016 und 6.9% im Q1 2017 gibt es bislang keine Anzeichen einer stärkeren Verlangsamung. Dies ist umso bemerkenswerter, als die chinesische Zentralbank vergangenen Herbst begonnen hat, die Kreditkosten im Interbankenmarkt zu straffen. Zwar dürfte sich die chinesische Konjunktur in der zweiten Jahreshälfte etwas abschwächen, jedoch nur moderat – schon nur aus politischen Gründen: Schlechte Wirtschaftsnachrichten vor dem Kongress der kommunistischen Partei im Oktober wären äußerst unerwünscht.

Rückläufige Arbeitslosigkeit sollte Inflation anheben

Eurozone: Phillips Kurve



Quelle: Datastream, Vontobel Asset Management

Obligationen leicht untergewichtet

Schwellenländer attraktiver als Industrieländer

In den USA wird die Normalisierung der Geldpolitik fortgesetzt. Dabei dürften die Renditen der Staatsanleihen langsam steigen. Entsprechend empfehlen wir diese Papiere weiterhin zu meiden. Stattdessen bewerten wir Schwellenländerobligationen in Lokalwährungen als attraktiver – trotz höherer Risiken.

An ihrer jüngsten Sitzung hat die amerikanische Notenbank den Leitzins erneut erhöht und ihre Absicht bekundet, mit dem Abbau ihrer Anleihenpositionen noch in diesem Jahr zu starten (siehe Grafik). Die Mitglieder des Entscheidungsgremiums finden es zudem für angemessen, die Leizinsen über die nächsten zweieinhalb Jahre schrittweise zu erhöhen. In Europa ist ein Leitzinsanstieg noch nicht angezeigt. Wir rechnen damit, dass die Europäische Zentralbank im Herbst einen Fahrplan für die Rückführung ihrer Anleihenkäufe ankündigt. Der Beginn der Normalisierung der Geldpolitik in Japan dürfte nochmals länger dauern.

Ölpreis für Lokalwährungsanleihen wichtig

In diesem Umfeld dürften die Renditen für Staatsobligationen nur moderat aber dennoch ansteigen. Aus unserer Sicht bleiben deshalb vor allem die europäischen und japanischen Staatspapiere mit ihren immer noch äusserst niedrigen Renditen für Anleger unattraktiv.

Über einen deutlichen Renditevorsprung verfügen hingegen Schwellenländeranleihen in Lokalwährungen: Sie weisen derzeit eine Rendite von mehr als 6% auf (siehe Grafik). Der Renditeabstand zwischen Industrie- und Schwellenländerpapieren hat sich in den vergangenen Monaten insgesamt verringert, was zu einer Outperformance der Schwellenländerobligationen gegenüber den Industrieländerpapieren in jeweiliger Währung beigetragen hat.

Natürlich gilt es wie bei allen «Emerging Markets»-Anlagen die Währungsentwicklung im Auge zu behalten. Ein weiterer Rückgang des Erdölpreises könnte den Schwellenländerwährungen ebenso schaden wie ein starker Zinsanstieg in den USA (wie 2013). Wir rechnen aber nicht damit, dass diese Szenarien über die nächsten Monate eintreten. Außerdem haben sich die Leistungsbilanzen der Schwellenländer verbessert, und die Währungen sind gemessen an der Kaufkraftparität günstig bewertet. Zudem rechnen wir für die aufstrebenden Volkswirtschaften insgesamt mit einer leichten Konjunkturbeschleunigung bei stabiler Inflation. Alle drei Faktoren vermindern die Anfälligkeit der Währungen auf Schocks. Wir halten deshalb in unseren Musterportfolios am taktischen Call von Schwellenländerobligationen in Lokalwährung fest.

Fed will bald mit Bilanzreduktion starten

Fed-Bilanzsumme, in Mio. USD



Quelle: Datastream, Vontobel Asset Management

Attraktive Schwellenländerobligationen

Renditen, in %



Quelle: Datastream, Vontobel Asset Management

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 einer nachlassenden Dollarerholung sind ein solides Umfeld für Anleihen aus Schwellenländern.



Aktien leicht untergewichtet

Niedrige Inflation als Kurstreiber für defensive Aktien

Wachsende Gewinne der Unternehmen sind in der Regel gut für die Aktien. Doch es gibt auch andere Kurstreiber. Jüngst haben insbesondere Aktien aus defensiven Sektoren von der niedrigen Inflation profitiert. Doch die Ruhe könnte trügen, die Volatilität wird kaum so tief bleiben.

Eine anziehende Konjunktur und steigende Unternehmensgewinne gehen oft Hand in Hand. Insofern erstaunt es nicht, dass der global wieder gefestigte Wirtschaftsausblick die Aktien befähigt, seit einiger Zeit verstärkt auch in Europa. Einzig in den USA hinkt die Wirtschaftsentwicklung derzeit den Erwartungen hinterher, was auch auf die zu optimistischen Erwartungen nach der Wahl von US-Präsident Donald Trump zurückzuführen ist. Die gute Performance gewisser zyklischer Sektoren und von sogenannten Wachstumstiteln aus dem Technologiesektor passen aber gut ins Bild einer verbesserten globalen Wirtschaftsdynamik.

Höherer Gegenwartswert künftiger Cashflows

Doch es ist nicht nur die Gewinndynamik, die die Aktienkurse bestimmt. Für sogenannte defensive Unternehmen wie Nahrungsmittel und Pharmafirmen, deren Geschäftsverlauf weniger von der Wirtschaftsdynamik abhängt, spielen Zinsen eine entscheidendere Rolle. Tendieren diese nach unten – wie dies etwa im Zuge des Ende Mai einsetzenden, unerwarteten Preisverfalls beim Erdöl der Fall war – werden solche Aktien aus Anlegersicht in der Regel attraktiver. Um diese inverse Korrelation

(siehe Grafik) nachzuvollziehen, sollte ein Blick auf die Finanzkennzahlen der Unternehmen geworfen werden. Defensive Unternehmen verfügen in der Regel über stabile und vorhersehbare Cashflows. Diskontiert man die künftig erwarteten Geldflüsse ab, fällt deren Gegenwartswert umso höher aus, je niedriger der Zins ist. Entsprechend hoch ist gegenwärtig das Kurs-Gewinn-Verhältnis solcher Aktien. Ein höherer Wert wurde nur 1998 verzeichnet (siehe Grafik). Als Beispiel kann das Nahrungsmittelunternehmen Nestlé dienen, dessen Titel seit geraumer Zeit deutlich vom Tiefzinsumfeld profitieren.

Risiken in der zweiten Jahreshälfte

Eine Garantie auf weiterhin günstige Voraussetzungen für die Aktienbörsen gibt es natürlich nicht. So besteht etwa auf politischer Ebene Unsicherheit über den Ausgang der Parlamentswahlen in Italien, die bis zum Mai 2018 durchgeführt werden müssen. Gewinnen euroskeptische Parteien, dürften europäische Aktienkurse unter Druck kommen.

Des Weiteren spielt der Ölpreis eine nicht zu unterschätzende Rolle. Ein erneutes Abgleiten der Notierungen wäre möglicherweise für US-Energiefirmen ein Warnsignal. Kämen diese unter Druck, könnte dies auch den von ihnen genutzten Markt für Hochzinsanleihen belasten. Solche Turbulenzen könnten in der Folge auch auf die Aktienmärkte übergreifen, wie dies Anfang 2016 bereits geschehen ist. Unabhängig davon entwickeln sich die Börsen im Herbst erfahrungsgemäß oft schwächer. Zudem ist die Investorenstimmung gegenwärtig (zu) positiv, was die Gefahr von Rückschlägen erhöht.

Tiefe Zinsen befähigen defensive Sektoren

Relative Performance globaler Nahrungsmittelaktien zum MSCI Welt sowie Rendite von US-Treasuries, in Prozent



Quelle: Datastream, Vontobel Asset Management

Defensive Titel sind teuer bewertet

KGV globaler Nahrungsmittelaktien sowie langfristiger Durchschnitt



Quelle: Datastream, 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 scheinen je länger desto mehr nicht berechtigt zu sein und 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

Verwickte Situation am Ölmarkt

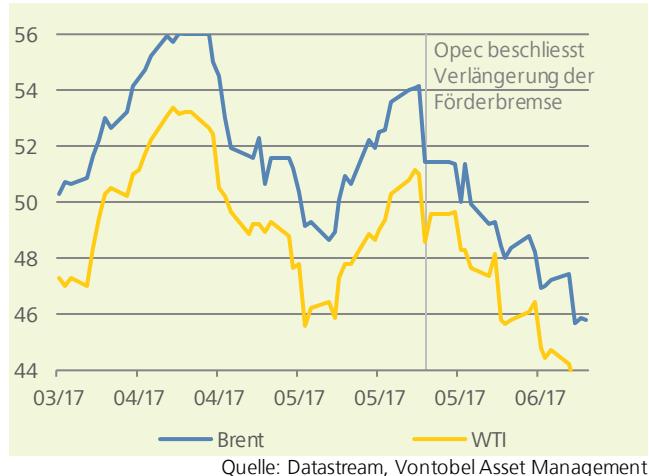
Die Ölnotierungen konnten sich nicht erholen und haben zwischenzeitlich sogar nochmals nachgegeben. Grund hierfür sind die anhaltend hohen Lagerbestände und die längerfristigen Entwicklungen bei Angebot und Nachfrage. Alternative Strategien können hingegen als Portfoliobemischung weiterhin Sinn machen.

Der deutliche Rückgang der Notierungen auf zwischenzeitlich unter das Niveau von 45 US-Dollar pro Fass Brent ist insofern erstaunlich, als die grossen Fördernationen den Preis zu stabilisieren versuchen. Die Organisation erdölexportierender Länder (Opec) und Nicht-Opec-Mitglieder wie Russland haben am 25. Mai beschlossen, bestehende Beschränkungen der Fördermen gen zu verlängern. Allerdings ist diese Massnahme zur Preis stützung gründlich misslungen. Bereits am Tag der Bekanntgabe fiel der Preis für ein Fass der Marke Brent um gut drei US-Dollar. Im Juni erfolgte dann ein noch stärkerer Preisverfall auf grund von Daten, die auf einen hartnäckig hohen Lagerbestand von Erdöl und Benzin in den Vereinigten Staaten hinwiesen. Sofort kamen Sorgen auf, dass der Abbau der Öl Lager global ins Stocken geraten könnte. Dies liess die Erdölpreise auf den tiefsten Stand seit Mitte November des letzten Jahres absacken (siehe Grafik).

Der stockende Abbau der Lagerbestände ist jedoch nicht das Kernproblem. Unseres Erachtens sollte das starke Konsum wachstum dieses Jahr zwar das Produktionsplus übersteigen

Opec kämpft vergeblich für einen höheren Ölpreis

Ölpreise, in USD pro Fass



und die Ölbestände absenken. Im nächsten Jahr dürfte dieser Effekt allerdings ausbleiben (siehe Grafik). Zum einen ist die Schieferölproduktion in den USA wieder angesprungen, zum anderen erhöht sich das Erdölangebot aus anderen erdölfördernden Regionen. Ob die erhoffte Preisstabilisierung tatsächlich eintritt, hängt massgeblich von der Reaktion der Opec ab. Als naheliegende Möglichkeit erscheint eine erneute Verlängerung oder eine Verschärfung der Produktionskürzungen. Allerdings könnte die Opec ihre Taktik auch radikal ändern und durch einen neuen Preiskrieg wieder zum „Angriff“ auf die amerikanischen Shale-Förderer blasen. Wir nehmen deshalb Rohstoffen gegenüber nur noch eine neutrale Haltung ein. Gleichzeitig haben wir unser Jahresziel für Erdöl von 60 von 50 US-Dollar gesenkt.

Alternative Strategien als attraktive Beimischung

In einem Umfeld hoher Aktienbewertungen und nach einer langjährigen Anleihenhausse halten wir in Zeiten allmählich steigender Zinsen alternative Strategien in einem Multi-Asset Portfolio für sinnvoll. Dabei ist der Einsatz von verschiedenen liquiden Strategien ratsam, die über eine möglichst niedrige Korrelation mit traditionellen Anlageklassen verfügen. Im Fokus stehen bei uns zurzeit sogenannte CTA-Strategien, die sowohl von steigenden als auch fallenden Marktpreisen profitieren können und dadurch zur höheren Diversifikation im Portfolio beitragen sollten.

Ölangebot dürfte nächstes Jahr wieder steigen

Jährliches Ölangebot, in Mio. Fass pro Tag



Währungen

Mario Draghi treibt auch die schwedische Krone nach oben

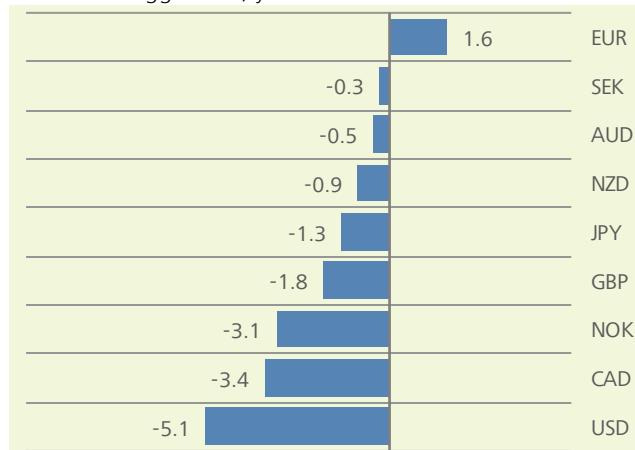
EZB-Präsident Mario Draghi hat sich jüngst zuversichtlich hinsichtlich einer nachhaltigen Konjunkturerholung gezeigt. Dies nährt die Hoffnung auf eine «normalere» Geldpolitik in der Eurozone – gute Nachrichten für den Euro und andere europäische Währungen wie die schwedische Krone.

Die wirtschaftlichen Fundamentaldaten in Schweden sind aus unserer Sicht intakt und die Sveriges Riksbank (Notenbank) dürfte ihre extrem lockere Geldpolitik demnächst beenden. Der erwartete Auftrieb für die schwedische Krone hat unseren positiven Ausblick für die schwedische Währung bestätigt. Hingegen sehen wir den Ausblick für die norwegische Krone weitaus pessimistischer. Dieser «Ölwährung» droht eine weitere Korrektur, da die Konjunktur mit einer Verzögerung auf den gegenwärtigen Rückgang der Ölpreise reagieren dürfte.

Die mögliche Kursänderung in Schweden steht in engem Zusammenhang mit erwarteten Schritten der Europäischen Zentralbank (EZB). Deren Präsident Mario Draghi hat sich auf dem Zentralbanktreffen im portugiesischen Sintra hinsichtlich der Konjunkturaussichten der Eurozone recht optimistisch gezeigt. Dies hat auch der schwedischen Krone geholfen. Unsere Annahme, dass die EZB im September das Ende ihres Anleihenkaufprogramms für Anfang 2018 in Aussicht stellt, sehen wir bestätigt. Allein die zuversichtlichen Äusserungen Draghis haben die Eurozonen-Renditen angehoben und die Voraussetzung für eine nachhaltige Erholung des Euro geschaffen. Auch die Währungen Polens, Tschechiens und Ungarns, deren Notenbanken der EZB folgen dürften, könnten aufwerten. Die

Euro hat deutlich zugelegt

Performance ggü. CHF, ytd



Schweizerische Nationalbank dürfte hingegen mit einer Normalisierung der Geldpolitik zuwarten, um der Frankenaufwertung die Spitze zu brechen. Wir sehen in den kommenden Monaten einen Anstieg des Euro zum Franken auf ein Niveau von über 1.11.

Britisches Pfund mit Potenzial, Risiken bleiben bestehen

Im Anschluss an das Wahldebakel der Konservativen Partei in Grossbritannien ist Premierministerin Theresa May immerhin die Bildung einer Minderheitenregierung gelungen. Trotz der bestehenden Unsicherheiten sind die Aussichten für eine Erholung des britischen Pfunds intakt. So ist die Bewertung günstig und das Leistungsbilanzdefizit des Landes hat sich stabilisiert. Ausserdem mehren sich die Stimmen innerhalb der Bank of England, die eine Zinserhöhung befürworten. Falls die Brexit-Gespräche mit Brüssel einvernehmlich verlaufen, wäre dies jedoch der wichtigste positive Impuls für das Pfund.

Schwellenländerwährungen noch ohne «Ölsorgen»

Die Ölnotierungen sind für den gesamten Devisenmarkt relevant. Fiele das «schwarze Gold» unter die Marke von 40 US-Dollar pro Fass – wovon wir nicht ausgehen – wäre dies auch für Schwellenländerwährungen ein Alarmsignal. Momentan bleiben deren Aussichten nach unserem Dafürhalten aber günstig. Trotz einer möglichen Konjunkturverlangsamung in China in den kommenden Monaten gehen wir für 2017 weiterhin von einer moderaten Erholung der Wirtschaft in den Schwellenländern aus.

Nur kurzfristiges Rückschlagspotential für den Euro

Wechselkurs und Wechselkursmodell



Portfolio-Übersicht

Anlageklasse	Sicherheit				Ertrag				Ausgewogen				Wachstum				Aktien					
	strategisch			taktisch	strategisch			taktisch	strategisch			taktisch	strategisch			taktisch	strategisch			taktisch		
	min.	neutral	max.		min.	neutral	max.		min.	neutral	max.		min.	neutral	max.		min.	neutral	max.			
Liquidität	0%	5%	25%	6.3%	0%	5%	40%	6.8%	0%	5%	40%	5.0%	0%	5%	40%	4.3%	0%	5%	40%	4.4%		
Cash				6.3%				6.8%				5.0%				4.3%				4.4%		
Obligationen (angestrebte Laufzeit 6.0 J.)	65%	80.0%	95%	74.7%	45%	60.0%	75%	55.0%	25%	40.0%	55%	37.5%	5%	20.0%	35%	19.1%	0%	0.0%	15%	0.0%		
CHF mit hoher bis mittlerer Kreditqualität	25%	40.0%	55%	34.1%	10%	25.0%	40%	20.3%	1%	16.0%	31%	13.0%	0%	7.0%	22%	5.7%	0%	0.0%	15%	0.0%		
FW mit hoher bis mittlerer Kreditqualität (hedged)*	15%	30.0%	45%	28.5%	10%	25.0%	40%	22.7%	1%	16.0%	31%	14.5%	0%	6.0%	21%	5.4%	0%	0.0%	15%	0.0%		
Tiefe Kreditqualität (hedged)**	0%	4.0%	14%	4.0%	0%	4.0%	14%	4.0%	0%	4.0%	14%	4.0%	0%	4.0%	14%	4.0%	0%	0.0%	10%	0.0%		
Schwellenländer (hedged)	EM CHF Hedged	0%	6.0%	16%	6.0%	0%	6.0%	16%	6.0%	0%	4.0%	14%	4.0%	0%	3.0%	13%	3.0%	0%	0.0%	10%		
	EM Local Currency	0%	0.0%	10%	2.0%	0%	0.0%	10%	2.0%	0%	0.0%	10%	2.0%	0%	0.0%	10%	1.0%	0%	0.0%	10%		
Aktien	0%	0.0%	0%	0.0%	5%	20.0%	35%	19.3%	25%	40.0%	55%	38.5%	45%	60.0%	75%	57.8%	65%	80.0%	95%	77.0%		
Aktien Schweiz	0%	0.0%	0%	0.0%	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%	0.0%	0%	0.0%	0%	8.0%	18%	7.3%	5%	15.0%	25%	13.5%	14%	24.0%	34%	21.8%	23%	33.0%	43%	30.0%		
	Aktien Europa (ex CH)	0.0%				3.0%			5.0%		5.0%		9.0%		9.0%			13.0%		13.0%		
	Aktien USA	0.0%				4.0%			8.0%		7.0%		12.0%		10.5%			16.0%		14.0%		
	Aktien Asia Pazifik / Japan	0.0%				1.0%			2.0%		1.5%		3.0%		2.3%			4.0%		3.0%		
Aktien Schwellenländer	0%	0.0%	0%	0.0%	0%	2.0%	12%	2.0%	0%	5.0%	15%	5.0%	0%	6.0%	16%	6.0%	0%	7.0%	17%	7.0%		
Alternative Anlagen	0%	15.0%	30%	19.0%	0%	15.0%	30%	19.0%	0%	15.0%	30%	19.0%	0%	15.0%	30%	18.8%	0%	15.0%	30%	18.6%		
Alternatiave Strategien (CHF Hedged)	0%	4.0%	14%	7.0%	0%	4.0%	14%	7.0%	0%	4.0%	14%	7.0%	0%	4.0%	14%	7.0%	0%	4.0%	14%	7.0%		
Immobilien Schweiz	0%	5.0%	15%	6.0%	0%	5.0%	15%	6.0%	0%	5.0%	15%	6.0%	0%	4.0%	14%	4.8%	0%	3.0%	13%	3.6%		
Edelmetalle	0%	3.0%	13%	3.0%	0%	3.0%	13%	3.0%	0%	3.0%	13%	3.0%	0%	4.0%	14%	4.0%	0%	5.0%	15%	5.0%		
Rohstoffe	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%	3.0%	13%	3.0%		
Total	100%		100.0%		100%		100.0%		100%		100.0%		100%		100.0%		100%					
Fremdwährung	6%		6.0%		16%		16.0%		26%		26.0%		37%		37.0%		48%		48.0%			
Aktuelle Quote***	USD		6.0%		12%		12.0%		19%		19.0%		25%		25.0%		31%		31.0%			
	EUR		0%		0.0%		3%		3.0%		5%		5.0%		9%		9.0%		13%		13.0%	
	JPY		0%		0.0%		1%		1.0%		2%		2.0%		3%		3.0%		4%		4.0%	
	Max		21%		21.0%		31%		31.0%		41%		41.0%		52%		52.0%		63%		63.0%	

* 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	1.3	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	0.6
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	2.2	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	1.30	1.40	1.90
JPY	0.08	-0.05	0.00	0.00	0.00
Kapitalmarktzinsen					
Renditen 10-jährige Staatsanleihen (Jahresende; Rendite in %)					
CHF	-0.06	-0.18	-0.05	0.1	0.4
EUR (Deutschland)	0.66	0.23	0.49	0.6	0.9
EUR (PIIGS)	2.05	2.01	1.97	2.3	2.5
USD	2.30	2.45	2.35	2.6	2.8
JPY	0.26	0.04	0.08	0.1	0.1
Wechselkurse					
Jahresende					
EUR/CHF	1.09	1.07	1.10	1.10	1.10
USD/CHF	1.00	1.02	0.97	1.00	0.96
JPY/CHF (pro 100 JPY)	0.83	0.87	0.85	0.86	0.88
EUR/USD	1.09	1.05	1.13	1.10	1.14
USD/JPY	120	117	113	116	110
Rohstoffe					
Jahresende					
Rohöl (Brent, USD/Barrel)	37	57	50	50	50
Gold (USD/Unze)	1061	1152	1225	1250	1250

*04.07.2017

Herausgeber

Raiffeisen Investment Office

Raiffeisenplatz

9000 St. Gallen

investmentoffice@raiffeisen.ch

Internet

www.raiffeisen.ch/anlegen

Beratung

Kontaktieren Sie Ihren Anlageberater oder Ihre lokale Raiffeisenbank

www.raiffeisen.ch/web/ihre+bank+vor+ort

Weitere Publikationen

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

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

Rechtlicher Hinweis**Kein Angebot**

Die in dieser Publikation veröffentlichten Inhalte werden ausschliesslich zu Informationszwecken bereitgestellt. Sie stellen also weder ein Angebot im rechtlichen Sinne noch eine Aufforderung oder Empfehlung zum Erwerb resp. Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die Publikation stellt kein Kotierungsinserat und keinen Emissionsprospekt gem. Art. 652a bzw. Art. 1156 OR dar. Die alleine massgeblichen vollständigen Bedingungen sowie die ausführlichen Risikohinweise zu diesen Produkten sind in den jeweiligen rechtsverbindlichen Verkaufsdokumenten (z.B. Prospekt, Fondsvertrag) enthalten. Aufgrund gesetzlicher Beschränkungen in einzelnen Staaten richten sich diese Informationen nicht an Personen mit Nationalität oder Wohnsitz eines Staates, in dem die Zulassung von den in dieser Publikation beschriebenen Produkten beschränkt ist. Diese Publikation ist weder dazu bestimmt, dem Anwender eine Anlageberatung zukommen zu lassen, noch ihn bei Investmententscheiden zu unterstützen. Investitionen in die hier beschriebenen Anlagen sollten nur getätigt werden, nachdem eine entsprechende Kundenberatung stattgefunden hat, und/oder die rechtsverbindlichen Verkaufsdokumente studiert wurden. Entscheide, die aufgrund der vorliegenden Unterlagen getroffen werden, erfolgen im alleinigen Risiko des Anlegers. Weiter verweisen wir auf die Broschüre «Besondere Risiken im Effektenhandel».

Bei der aufgeführten Performance handelt es sich um historische Daten, auf Grund derer nicht auf die laufende oder zukünftige Wertentwicklung geschlossen werden kann. Für die Berechnung der Performancedaten wurden die bei der Ausgabe und gegebenenfalls bei der Rücknahme der Anteile erhobenen Kommissionen und Kosten nicht berücksichtigt.

Keine Haftung

Raiffeisen Schweiz unternimmt alle zumutbaren Schritte, um die Zuverlässigkeit der präsentierten Daten zu gewährleisten. Raiffeisen Schweiz übernimmt aber keine Gewähr für Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der in dieser Publikation veröffentlichten Informationen.

Raiffeisen Schweiz haftet nicht für allfällige Verluste oder Schäden (direkte, indirekte und Folgeschäden), die durch die Verteilung dieser Publikation, deren Inhalt verursacht werden oder mit der Verteilung dieser Publikation im Zusammenhang stehen. Insbesondere haftet sie nicht für Verluste infolge der den Finanzmärkten inhärenten Risiken. Es ist Sache des Kunden, sich über allfällige Steuerfolgen zu informieren. Je nach Wohnsitzstaat können sich unterschiedliche Steuerfolgen ergeben. In Bezug auf allfällige, sich durch den Kauf der Titel ergebende Steuerfolgen lehnen Raiffeisen Schweiz und die Raiffeisenbanken jegliche Haftung ab.

Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse

Die Publikation wurde von Raiffeisen Schweiz erstellt und ist nicht das Ergebnis einer Finanzanalyse. Die "Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse" der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg) finden demzufolge auf diese Publikation keine Anwendung.