



## Anlagepolitik – August 2017

Raiffeisen Investment Office

Stabiler Boden für Aktienmärkte

Raiffeisenbank Weissenstein, Geschäftsstelle Langendorf

Architekt: Architekturbüro Eng & Portmann und Architekturbüro Roland Frei

Fotograf: Studiojeker GmbH

**RAIFFEISEN**

# Inhalt

|   |    |
|---|----|
| Taktische Asset Allokation im Überblick                                     | 3  |
| Marktkommentar  | 4  |
| <b>Stabiler Boden für Aktienmärkte</b>                                      |    |
| Konjunktur  | 5  |
| <b>Mit Trippelschritten in Richtung Normalisierung der Geldpolitik</b>      |    |
| Obligationen  | 6  |
| <b>Hochzinsanleihen nach wie vor mit Potenzial</b>                          |    |
| Aktien  | 8  |
| <b>Unternehmenszahlen unterstützen Aktienmärkte</b>                         |    |
| Alternative Anlagen   | 10 |
| <b>Kürzung der Ölförderung hilft Preisen kurzfristig – Opec vor Dilemma</b> |    |
| Währungen   | 11 |
| <b>Zinsausblick beflügelt den Euro</b>                                      |    |
| Portfolio-Übersicht   | 12 |
| Prognosen   | 13 |

# Taktische Asset Allokation im Überblick

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

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

\*Durchschnittliche Laufzeit des Obligationenportfolios  
o = Gewichtung im Vormonat

## Kernbotschaften

1. Die Widerstandskraft der Aktienmärkte wird durch solide Unternehmensergebnisse gestärkt. Zudem bleibt der Fahrplan aus der Tiefzinspolitik gemächlich. Das rechtfertigt die anhaltend hohen Bewertungen an den Aktienmärkten. Wir ziehen europäische Aktien weiterhin den US-Aktien vor.
2. Hochzinsanleihen dürften in den kommenden Monaten gut unterstützt bleiben. Die Risikofaktoren wie beispielsweise eine Rezession oder eine Verschlechterung der Kreditqualität erachten wir als limitiert. Auch die Renditeaufschläge bei Schwellenländern bleiben attraktiv.
3. Die ersten Schritte in Richtung geldpolitischer Normalisierung am Horizont in Europa haben den Euro beflügelt. Das weitere Aufwertungspotenzial des Euros erachten wir kurzfristig als limitiert und EUR/CHF dürfte nicht stark über das Niveau von 1.14 ansteigen. USD/CHF erwarten wir in 3 Monaten knapp unter Parität.

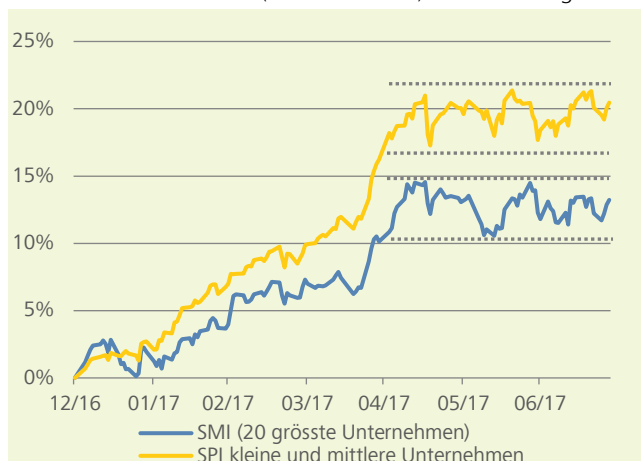
## Stabiler Boden für Aktienmärkte

**Die Widerstandskraft der Aktienmärkte wird durch solide Unternehmensergebnisse gestärkt. Zudem bleibt der Fahrplan aus der Tiefzinspolitik gemächlich. Das rechtfertigt die anhaltend hohen Bewertungen an den Aktienmärkten. Wir ziehen europäische Aktien weiterhin den US-Aktien vor. Potenzial bieten bei der robusten globalen Konjunktur auch Anlagen aus Schwellenländern.**

Der Schweizer Aktienmarkt ist seit Wochen in einer Seitwärtsbewegung gefangen. Die französischen Wahlen im April konnten dem Index nochmals Schub verleihen, danach fehlten aber Impulse für weitere Avancen. Das gilt nicht nur für den pharmakund nahrungsmitteldominierten SMI, sondern ebenfalls für den Schweizer Index der kleineren und mittleren Unternehmen (siehe Grafik). Auch mit den insgesamt erfreulichen Berichten zum Geschäftsgang im ersten Halbjahr wurde der Seitwärtskanal nicht durchbrochen. Die Ungewissheit über die näher rückende Zinsnormalisierung und die Zuversicht nach den jüngsten Unternehmenszahlen halten sich aktuell die Waage. Globale Konjunkturindikatoren stimmen aber nach wie vor optimistisch. Das macht den Boden für Aktien unseres Erachtens stabiler und eine neutrale Allokation in Europa und den Schwellenländern bleibt angezeigt. Für eine weitere Erhöhung der Aktienquote fehlt ein konkreter, marktfreundlicher Fahrplan für die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) und der US-Notenbank. Diese Diskussionen werden an den Aktienmärkte in den kommenden Wochen im Fokus bleiben.

### Konsolidierung nach starkem Jahresstart

Schweizer Aktienindizes (inkl. Dividende) seit Jahresbeginn



### EZB sucht Ausweg – Euro legt zum Franken zu

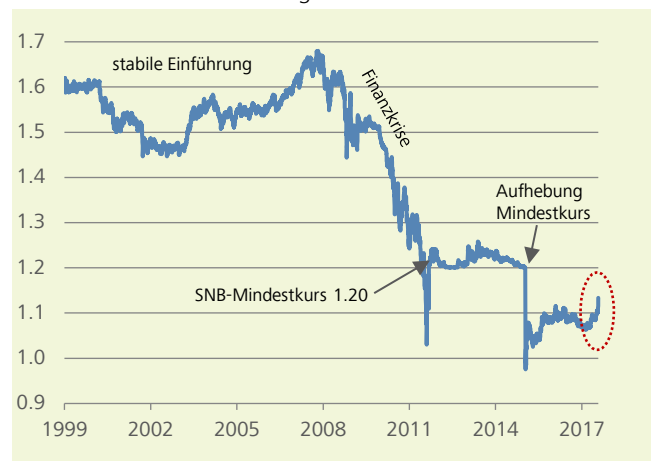
Die ersten Schritte der EZB aus dem Zinskeller werden zur erwarteten Gratwanderung - obwohl es erst um die Ankündigung reduzierter Anleihenkäufe geht und noch nicht einmal um einen möglichen Zinsschritt. EZB-Präsident Draghi's Optimismus bezüglich der Erholung in der Eurozone hatte vor Monatsfrist an den Obligationenmärkten prompt einen Renditeanstieg ausgelöst, der in diesem Ausmass nicht gewünscht war. Der Euro legte eine entsprechende Rally hin und wird für Unternehmen in der Eurozone allmählich zum Gegenwind. Dagegen sorgt die neue US-Regierung weiterhin für Ernüchterung, womit die Eurohaussie auf einen schwächelnden Dollar trifft und entsprechend heftige Währungsbewegungen auslöst. Das ist ein Vorgeschmack, dass der Weg zu höheren Zinsen die Finanzmärkte auch in den kommenden Monaten wiederkehrend in Unruhe versetzen kann.

Die jüngste Eurobewegung bringt zumindest etwas Entlastung für die Schweizer Wirtschaft. EUR/CHF hat den Sprung auf über 1.14 geschafft. Ein Wert, der seit der Aufhebung der Eurountergrenze im Januar 2015 nicht mehr erreicht wurde. Der schwächere Franken ist vor allem auch ein Spiegel der aufgehellten Konjunktur in der Eurozone, was für die Schweizer Exportwirtschaft noch bedeutender ist als die Frankenbewertung per se.

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

### Leichte Entspannung beim Wechselkurs

EUR/CHF seit Euroeinführung





## Mit Trippelschritten in Richtung Normalisierung der Geldpolitik

**In den USA stehen die Zeichen seit einiger Zeit auf Straffung der Geldpolitik. Nun zeichnet sich eine solche Änderung auch langsam in Europa ab.**

Mario Draghi schien am jährlichen EZB-Forum im portugiesischen Sintra Ende Juni eine vorsichtig optimistische Sicht der europäischen Konjunktur verbreiten zu wollen. Die überdeutliche Reaktion der Märkte liess den Euro und die Obligationenrenditen in die Höhe schnellen. Die Märkte glaubten, dass Draghi mit seinen Worten schneller zu einer „normalen“ Geldpolitik zurückkehren und die Wertpapierkäufe zügiger drosseln wolle. Auf einer Pressekonferenz im Juli war der Präsident der Europäischen Zentralbank (EZB) denn auch bemüht, die Wogen zu glätten. Er machte aber auch klar, dass die EZB die Konjunktur der Eurozone als stark einstuft und der Rat im Herbst über den weiteren Fahrplan der Geldpolitik beraten wird. Draghi dürfte dann eine weitere Reduktion der Wertpapierkäufe ab Anfang 2018 bekanntgeben.

Ähnlich hat sich auch die Vorsitzende der amerikanischen Zentralbank Fed, Janet Yellen, für eine weitere „Normalisierung“ der Geldpolitik ausgesprochen, trotz der zwischenzeitlich schwachen konjunkturellen Signale der US-Wirtschaft. Sowohl die Fed, wie auch die EZB, scheinen die seit Ende Februar schwächere Gesamtteuerung vor allem kurzfristigen Einflüssen zuzuschreiben. Eine zusehends weniger lockere Geldpolitik der grossen Zentralbanken, insbesondere der EZB könnte auch die Schweizerische Nationalbank weit am Horizont zu einer all-

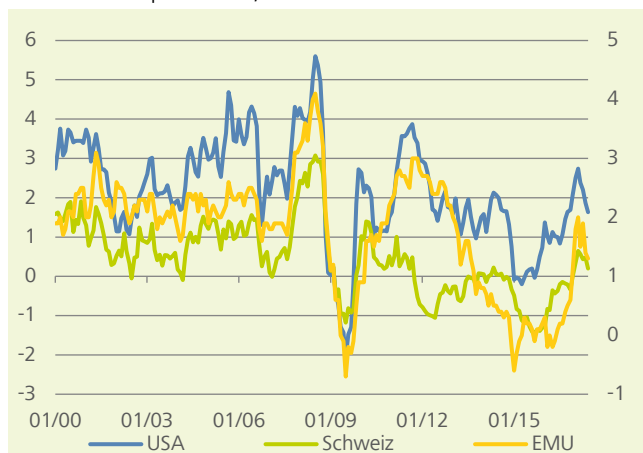
mählichen Zinsnormalisierung bewegen. Allerdings scheint angesichts der gedämpften Inflation derzeit kaum Handlungsdruck zu bestehen (siehe Grafik).

### Umfeld in Schwellenländern bleibt günstig

Das Konjunkturbild hat sich in den letzten Monaten weiter aufgehellt. Bestes Beispiel sind Chinas Zahlen zum Bruttoinlandprodukt für das zweite Quartal. Mit einer Jahreswachstumsrate von 6.9% im ersten Halbjahr ist das offizielle Wachstumsziel für das Gesamtjahr von 6.5% derzeit mehr als erfüllt. Neben China glänzt die Konjunktur insbesondere in osteuropäischen Ländern, welche – aufgrund ihrer Handelsverflechtungen – von der Konjunkturerholung der Eurozone deutlicher profitieren als Länder anderer Regionen. Für Schwellenländer im Allgemeinen sprechen zusätzlich die seit 2013 gesunkenen Aussenhandelsdefizite, im Durchschnitt unterbewertete Währungen sowie hohe Realzinsen. Auch spielen den Schwellenländern momentan die schwachen US-Inflationszahlen in die Karten, da das Risiko von abrupten Zinserhöhungen in den USA gesunken ist. Die hohe Realverzinsung deutet jedoch darauf hin, dass selbst ein gradueller Zinsanstieg in den USA von Schwellenländern gut verdaut werden dürfte – schliesslich ist ihr Zinsvorteil so gross wie selten in den vergangenen zehn Jahren. Daher halten wir an unserem positiven Ausblick für Schwellenländer fest, auch wenn der Ölpreis – sollte er für längere Zeit unter 40 US-Dollar pro Fass fallen – ein Risiko bleibt. Jedoch hat sich auch hier die Situation in den letzten Wochen entspannt.

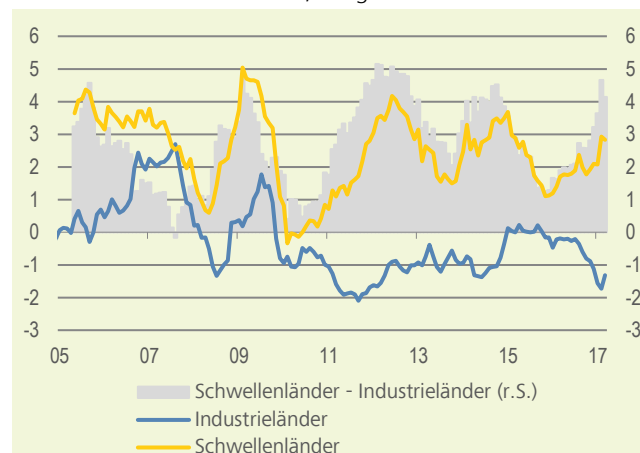
### Rückläufige Inflation

Konsumentenpreisindex, in %YoY



### Zinsdifferenz bleibt auf hohem Niveau

Realer Leitzinssatz in Prozent, BIP gewichtet



## Hochzinsanleihen nach wie vor mit Potenzial

**Hochzinsanleihen dürften in den kommenden Monaten gut unterstützt bleiben. Die Risikofaktoren wie beispielsweise eine Rezession oder eine Verschlechterung der Kreditqualität erachten wir als limitiert. Auch die Renditeaufschläge bei Schwellenländern bleiben attraktiv.**

Entgegen weit verbreiteter Annahmen spielt eine «gleichmässige» Zinserhöhung meistens keine wichtige Rolle als Auslöser für einen Ausverkauf an den Unternehmensanleihemärkten, da höhere Zinsen im Allgemeinen durch niedrigere Risikoaufschläge ausgeglichen werden. Bei näherer Betrachtung der vergangenen Kreditzyklen zeigt sich, dass Einbrüche an den Kreditmärkten hauptsächlich durch Rezessionen verursacht wurden. Gewöhnlich fällt die Unternehmensverschuldung im Vorfeld einer Rezession eher hoch aus. Aktuelle legen aber die Konjunkturindikatoren einen soliden Wachstumspfad nahe. Da die Notenbanken zudem auf eine vorsichtige Straffung der Geldpolitik bedacht sind, dürfte die Nachfrage nach Unternehmensanleihen hoch und die Gefahr eines Ausverkaufs gering bleiben.

Ein weiterer Risikofaktor für Unternehmensanleihen stellt der Ölpreis dar, insbesondere für das Segment der Hochzinsanleihen. Die Gefahr eines Rückgangs des Ölpreises auf unter 40 US-Dollar pro Barrel, wie dies während der Krise 2014-2015 der Fall war, ist aber aktuell gebannt (siehe Grafik). Bei vorhandenen, aber im aktuellen Umfeld limitierten Risiken für Hochzinsanleihen halten wir an unserer neutralen Portfoliogewichtung für diese Assetklasse fest. Das Gros des Portfolios bilden

nach wie vor Unternehmensanleihen hoher bis mittlerer Kreditqualität.

### Eidgenossen mit positiver Verfallsrendite

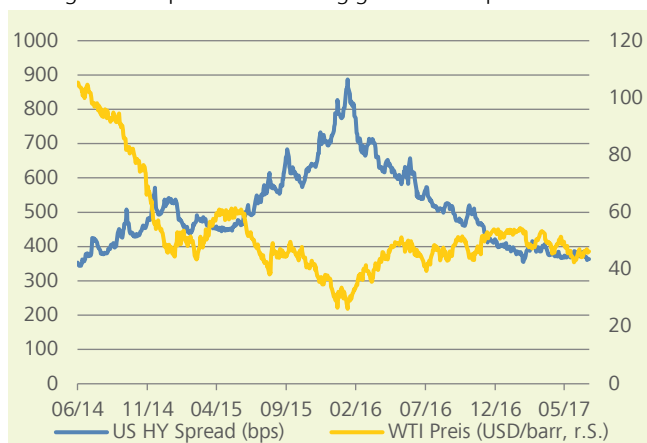
Im herausfordernden Umfeld für Anleiheninvestoren bleiben Staatsanleihen weiterhin unattraktiv. Die Inflationszahlen sind zwar seit Monaten rückläufig, aber die Diskussionen um den Ausweg der Europäischen Zentralbank aus der Tiefzinspolitik dürfte die aufwärts gerichtete Tendenz bei den Renditen für Staatsanleihen unterstützen. 10-jährige Schweizer Staatsanleihen haben wiederholt die Marke von 0% in Angriff genommen, konnten diese Schwelle aber noch nicht nachhaltig überwinden. Die nächsten Versuche dürften mit einer anhaltenden Festigung der Konjunktur in der Eurozone erfolgen.

### Schwellenländeranleihen bleiben attraktiv

Positiver sind die Perspektiven für Schwellenländeranleihen. Das starke Wirtschaftswachstum dämpft die Risiken bei einer anhaltend attraktiven Zusatzrendite für die strategische Portfolioallokation in Hartwährungen. Auch die taktische Empfehlung für Lokalwährungsanleihen aus Schwellenländern halten wir aufrecht, denn der Ausblick für Schwellenländerwährungen bleibt bei einer verhaltenen US-Notenbank, guten Konjunkturdaten und verbesserten Leistungsbilanzen positiv.

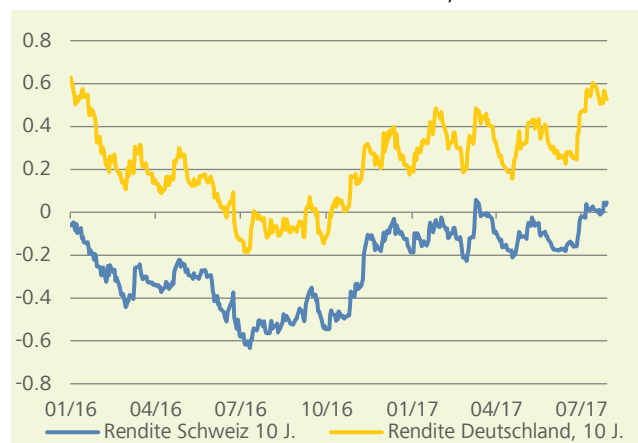
### Renditen von Hochzinsanleihen bei Ölpreiserfall

US High-Yield Spreads in Abhängigkeit vom Ölpreis



### Staatsanleihenrenditen mit steigendem Trend

Verfallsrenditen Deutschland und Schweiz, in %



# 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.

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

## Unternehmenszahlen unterstützen Aktienmärkte

**In jüngster Zeit haben Finanzanalysten die Gewinnprognosen weniger oft nach oben angepasst als während der fünf Monate zuvor. Die Unternehmensergebnisse für das zweite Quartal bleiben aber solid. Dies stellt ein wichtiges Signal für die weitere Performance der Aktien dar.**

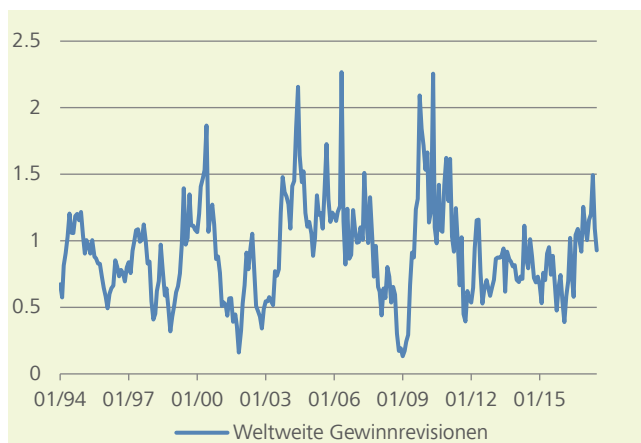
Die Gewinnrevisionen – das Verhältnis von Herauf- zu Herabstufungen der Schätzungen von Unternehmensgewinnen durch Analysten – ist ein wichtiger Indikator für Investoren. Eine Zahl über 1 – also mehr Herauf- als Herabstufungen – war in der Vergangenheit meist ein positives Signal für die zukünftige Performance an den Aktienmärkten.

### Gewinnrevisionen zuletzt etwas schwächer

Nebst der absoluten Zahl interessieren Anleger auch der Trend und die Revisionen im Regionen-, Länder- und Sektorenvergleich. Auch auf dieser Ebene deutet eine Zahl von mehr als 1 gemäss unseren Analysen oft auf eine bessere Entwicklung hin als eine tiefe Zahl. Auffallend ist die momentane Abschwächung bei den Gewinnrevisionen (siehe Grafik), nachdem eine äusserst positive Dynamik, insbesondere seit dem zweiten Halbjahr 2016, die Märkte beflügelte. Oft ist zu beobachten, dass kurz vor den Quartalszahlen viele Analysten die Schätzungen kaum anpassen und auf die Ergebnisse warten. Eine kurzfristige Abschwächung muss also noch kein Warnsignal sein. Allerdings gewinnen die aktuelle Berichtssaison zum Q2 und die Erwartungen für Q3 an Bedeutung. Eine Bestätigung der aktuell soliden Gewinndynamik ist bei den aktuellen Aktienbewertungen nötig.

### Pause bei der Dynamik der Gewinnrevisionen

Weltweite Gewinnrevisionen



### Abnehmender Rohstoffeinfluss für Schwellenländer

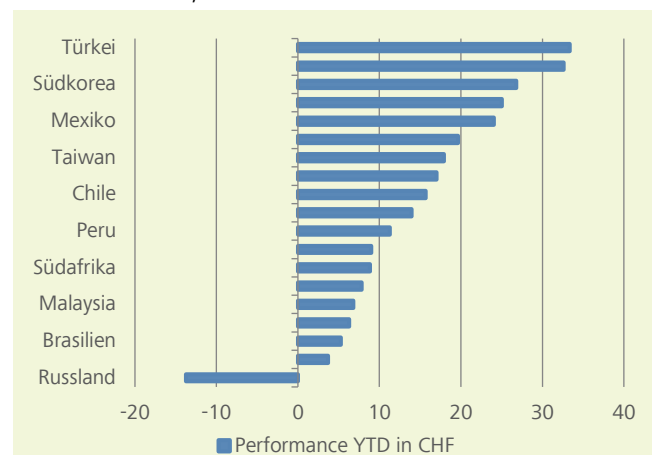
Früher hing die Performance von Schwellenländermärkten oft stark von der Entwicklung der Rohstoffpreise ab. Mittlerweile stimmt dies nur noch bedingt. Rohstofflastige Länder und Sektoren haben nun infolge der unterdurchschnittlichen Performance ein deutlich niedrigeres Gewicht im Schwellenländerindex, während asiatische Länder wie China, Südkorea und Taiwan im MSCI Emerging Markets inzwischen mehr als die Hälfte der Gewichtung ausmachen. Mit dem zunehmenden Gewicht der asiatischen Ländern nehmen die Sektoren Technologie und Finanzen im Gesamtindex eine Gewichtung von etwa 50 Prozent ein und bilden somit die weitaus wichtigsten Industriegruppen, wobei sich insbesondere die Technologie-Werte auch in Asien sehr gut entwickelt haben. Infolge dieser Dynamik erklärt sich u.a. die sehr unterschiedliche Entwicklung der einzelnen Emerging-Market-Indizes seit Jahresbeginn (siehe Grafik).

### Schwellenländer attraktiv

Die Bewertung der Schwellenländerregion als Ganzes betrachtet ist im Vergleich zu den meisten anderen Aktienmärkten günstiger. Weil jedoch die Obligationen der Schwellenländer eine recht attraktive Rendite von über 6 Prozent in Lokalwährung erzielen, fällt der Vergleich von Emerging-Market-Aktien zu -Anleihen weniger attraktiv aus als anderswo. Insgesamt bleibt aber die Wachstumsdynamik in den Schwellenländern intakt, womit eine neutrale Portfoliogewichtung weiterhin angezeigt ist.

### Stark divergierende Schwellenländerperformance

Performance YTD, in CHF





# 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.

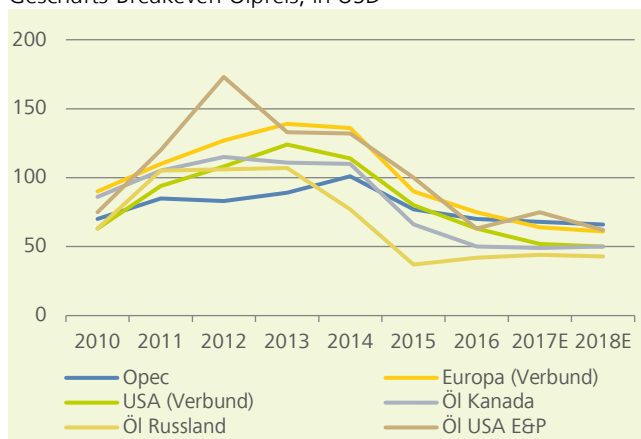
-- Stark untergewichtet | – Leicht untergewichtet | = Neutral | + Leicht übergewichtet | ++ Stark übergewichtet

## Kürzung der Ölförderung hilft Preisen kurzfristig – Opec vor Dilemma

**Es hat lange gedauert, doch nun scheinen die Öllager in den USA endlich zu schrumpfen. Zurückzuführen ist der Abbau, der auch mit einer kurzfristigen Erholung der Erdölpreise einhergeht, auf die Förderbeschränkungen der Opec. Getreidepreise steigen aufgrund des trockenen Wetters in den Anbaubereichen der USA.**

Mehr als ein halbes Jahr nach dem Beschluss von Produktionskürzung durch die Opec werden die Auswirkungen dieser Massnahme sichtbar. Die US-Öllager haben sich zu leeren begonnen und der Erdölpreis für die Marke Brent hat sich wieder auf Niveau um 50 US-Dollar erholt. Längerfristig ist global jedoch genug Erdöl vorhanden, insbesondere im nächsten Jahr (siehe Ausgabe Anlagepolitik Juli 2017), was die Preise auf relativ niedrigem Niveau halten sollte. Insbesondere die US-Schieferölfirmen können über eine höhere Produktion das geringere Angebot der Opec kompensieren. Letztere wären eigentlich dank tieferen Produktionskosten der US-Konkurrenz überlegen. Ein Hauptgrund, weshalb die Opec-Mitglieder dennoch die Förderung beschränken, ist deren Abhängigkeit von Erdöleinnahmen – ein Umstand, der sich kaum schnell ändern dürfte. Mittlerweile benötigt die Opec geradezu hohe Preise, um ihre Interessengruppen bedienen zu können (siehe Grafik). Gleichzeitig kommt sie immer stärker unter Druck von Nicht-Opec-Erdölunternehmen, die dank Effizienzsteigerungen über die vergangenen Jahre ihre Förderkosten deutlich senken konnten.

**Opec „braucht“ den höchsten Ölpreis**  
Geschäfts-Breakeven Ölpreis, in USD



Quelle: IMF, IEA, Goldman Sachs, Vontobel Asset Management

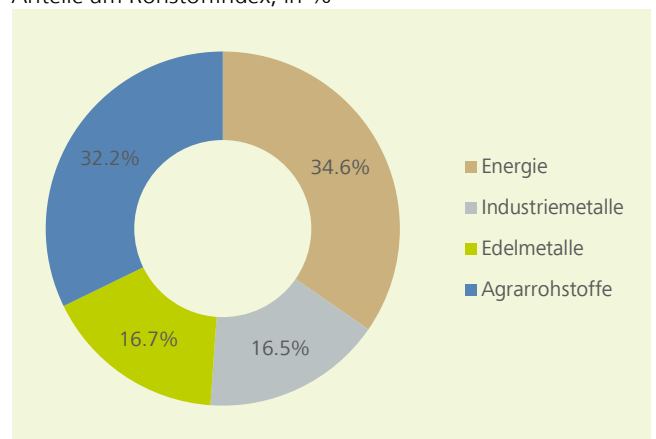
### Gedämpfte Aussichten für US-Getreideernte

Während wir für die Energiepreise kein allzu grosses Potenzial für die nächsten zwölf Monate sehen, könnten die Preise für Getreide in den kommenden Wochen weiter steigen. Grund hierfür ist der bisher trockene Sommer im Mittleren Westen der USA, wo sich die grossen Anbaubereiche für Weizen, Mais und Sojabohnen befinden. Bleiben die Niederschläge wie prognostiziert dürrig, würde dies die Ernteaussichten weiter dämpfen. Das dürfte indirekt auch der Rohstoffindex, in dem Agrarrohstoffe rund 33 Prozent ausmachen (siehe Grafik), stützen.

### Immobilienfonds profitieren vom Tiefzinsumfeld

Begünstigt durch das anhaltende Tiefzinsumfeld, bewegen sich die durchschnittlichen Agios Schweizer Immobilienfonds Ende Juni nahe ihrem Höchststand vom Sommer 2015 entgegen. Während sich die Agios von Fonds mit Anlageschwerpunkt auf Gewerbeimmobilien seit Ende April in einer Seitwärtsbewegung befinden, haben die Wohnimmobilienfonds ihren Höhenflug sogar fortgesetzt. Dies obwohl die jüngste Senkung des Referenzzinssatzes sowie die starke Ausweitung des Mietwohnungsangebots zunehmend negative Auswirkungen auf das Ergebnis der Wohnimmobilienfonds haben dürften. Trotz des langfristigen Abwärtstrends der Ausschüttungsrenditen, liegt der Aufschlag gegenüber den Eidgenossenrenditen weiterhin über dem langfristigen Mittel von 1.8 Prozentpunkten, weshalb wir an unserer übergewichteten Positionierung festhalten.

**Agrarrohstoffe machen ca. 33% des Rohstoffindex aus**  
Anteile am Rohstoffindex, in %



Quelle: Datastream, Vontobel Asset Management

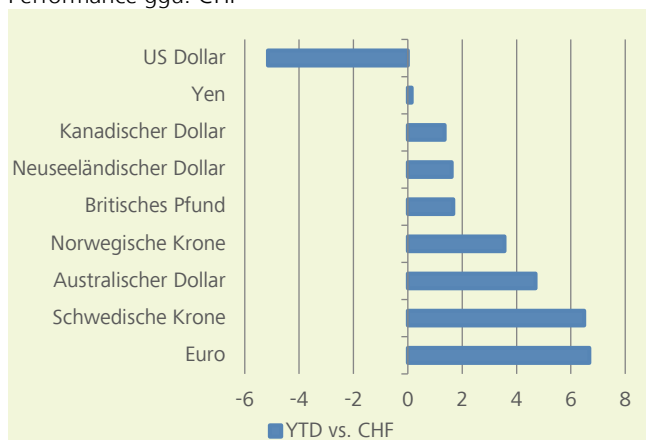
## Zinsausblick beflügelt den Euro

**Die „geldpolitische Normalisierung“ Europas spricht grundsätzlich für europäische Währungen. Allerdings dürfte der Euro gegenüber dem Dollar wohl etwas zu stark aufgewertet haben. Auch erachten wir die Dollarschwäche in der kurzen Frist als übertrieben.**

Der Euro hat in den vergangenen Monaten eine bemerkenswerte Erholung gegenüber dem Dollar vollzogen. Während diese Entwicklung im Frühjahr noch auf den marktfreundlichen Ausgang der französischen Wahlen und einen ins Stocken geratenen US-Reformprozess zurückzuführen war, sind es mittlerweile geldpolitische Themen, die den Euro stützen. Insbesondere der auf dem Zentralbanktreffen in Sintra (27. Juni) verbreitete Konjunkturoptimismus hat die Erwartung einer Zinserhöhung der EZB im nächsten Jahr genährt. Dies hat auch der Schweizerischen Nationalbank (SNB) etwas Luft verschafft, da sich der EUR/CHF Kurs auf deutlich über 1.10 etabliert hat.

Zwar stellt die Normalisierung der europäischen Geldpolitik einen starken mittel- bis längerfristigen Treiber für europäische Währungen (EUR, SEK, CHF, PLN, HUF und CZK) gegenüber dem US-Dollar dar. Dennoch erscheint uns der Euro in der kurzen Frist „überkauft“, insbesondere gegenüber dem US-Dollar. Für den EUR/CHF Kurs gehen wir für die kommenden Wochen von einer Konsolidierung auf über 1.10 aus. Einen deutlichen Anstieg über die aktuellen Niveaus hinaus erachten wir momentan als eher unwahrscheinlich, denn der Euro scheint auch

**Europäische Währungen seit Jahresanfang im Aufwind**  
Performance ggü. CHF



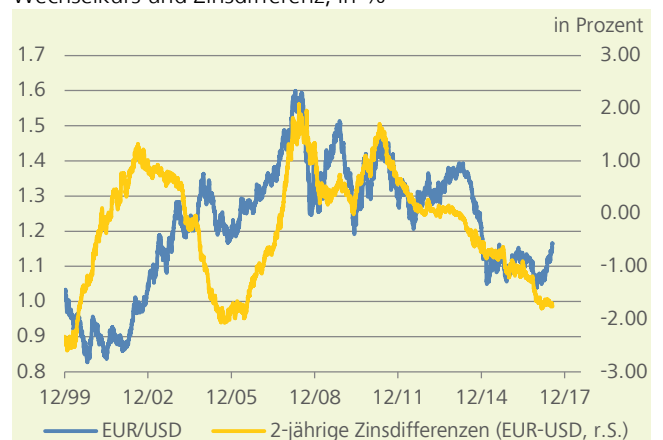
Quelle: Datastream, Vontobel Asset Management

gegenüber dem Franken kurzfristig etwas überschossen zu haben. Die Konkretisierung des Zinspfandes in der Eurozone ist noch ausgeblieben. Und auch politische Diskussionen, beispielsweise die Wahlen in Italien, sind aktuell sehr weit in den Hintergrund getreten. Auch die Bewegungen im USD dürften jüngst zu heftig ausgefallen sein und reflektieren den weiter fortgeschrittenen Zinszyklus in den USA nicht mehr. Entsprechend gehen wir davon aus, dass sich USD/CHF in den kommenden Wochen wieder stärker der Parität nähert.

### Chinas Konjunkturdaten stützen AUD und NZD

Die Währungen Australiens und Neuseelands erhalten derzeit unverhoffte Unterstützung aus China (siehe „Konjunktur“). Schliesslich nimmt das „Reich der Mitte“ 31 Prozent der australischen und 21 Prozent der neuseeländischen Exporte auf. Zudem engen sich in beiden Ländern auch die Arbeitsmärkte ein, was uns von einem anhaltend positiven Impuls für den Konsum ausgehen lässt. Der positive Konjunkturausblick in Australien hat jüngst sogar Investoren veranlasst, erste Zinserhöhungen für 2018 zu eskomptieren. Etwas verfrüht unserer Meinung nach – schliesslich bleibt das Lohnwachstum in beiden Ländern tief und die Währungen (AUD und NZD) leicht überbewertet. Während wir gegenüber dem US-Dollar von einer Konsolidierung um derzeitige Niveaus ausgehen, erwarten wir auf zwölf Monate eine leichte Abwertung gegenüber Euro und Franken.

**Zinsdifferenzen rechtfertigen Euro-Erholung noch nicht**  
Wechselkurs und Zinsdifferenz, in %



Quelle: Datastream, Vontobel Asset Management

## 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.     |               |
| <b>Liquidität</b>                                   | 0%          | 5%           | 25%      | <b>6.3%</b>   | 0%          | 5%           | 40%      | <b>6.8%</b>   | 0%          | 5%           | 40%      | <b>5.0%</b>   | 0%          | 5%           | 40%      | <b>4.3%</b>   | 0%          | 5%           | 40%      | <b>4.4%</b>   |
| Cash  |             |              |          | <b>6.3%</b>   |             |              |          | <b>6.8%</b>   |             |              |          | <b>5.0%</b>   |             |              |          | <b>4.3%</b>   |             |              |          | <b>4.4%</b>   |
| <b>Obligationen (angestrebte Laufzeit 6.0 J.)</b>   | 65%         | <b>80.0%</b> | 95%      | <b>74.7%</b>  | 45%         | <b>60.0%</b> | 75%      | <b>55.0%</b>  | 25%         | <b>40.0%</b> | 55%      | <b>37.5%</b>  | 5%          | <b>20.0%</b> | 35%      | <b>19.1%</b>  | 0%          | <b>0.0%</b>  | 15%      | <b>0.0%</b>   |
| CHF mit hoher bis mittlerer Kreditqualität          | 25%         | 40.0%        | 55%      | <b>34.1%</b>  | 10%         | 25.0%        | 40%      | <b>20.3%</b>  | 1%          | 16.0%        | 31%      | <b>13.0%</b>  | 0%          | 7.0%         | 22%      | <b>5.7%</b>   | 0%          | 0.0%         | 15%      | <b>0.0%</b>   |
| FW mit hoher bis mittlerer Kreditqualität (hedged)* | 15%         | 30.0%        | 45%      | <b>28.5%</b>  | 10%         | 25.0%        | 40%      | <b>22.7%</b>  | 1%          | 16.0%        | 31%      | <b>14.5%</b>  | 0%          | 6.0%         | 21%      | <b>5.4%</b>   | 0%          | 0.0%         | 15%      | <b>0.0%</b>   |
| Tiefe Kreditqualität (hedged)**                     | 0%          | 4.0%         | 14%      | <b>4.0%</b>   | 0%          | 4.0%         | 14%      | <b>4.0%</b>   | 0%          | 4.0%         | 14%      | <b>4.0%</b>   | 0%          | 4.0%         | 14%      | <b>4.0%</b>   | 0%          | 0.0%         | 10%      | <b>0.0%</b>   |
| Schwellenländer (hedged)                            | 0%          | 6.0%         | 16%      | <b>6.0%</b>   | 0%          | 6.0%         | 16%      | <b>6.0%</b>   | 0%          | 4.0%         | 14%      | <b>4.0%</b>   | 0%          | 3.0%         | 13%      | <b>3.0%</b>   | 0%          | 0.0%         | 10%      |               |
| EM CHF Hedged                                       |             |              |          |               |             |              |          |               |             |              |          |               |             |              |          |               |             |              |          |               |
| EM Local Currency                                   | 0%          | 0.0%         | 10%      | <b>2.0%</b>   | 0%          | 0.0%         | 10%      | <b>2.0%</b>   | 0%          | 0.0%         | 10%      | <b>2.0%</b>   | 0%          | 0.0%         | 10%      | <b>1.0%</b>   | 0%          | 0.0%         | 10%      |               |
| <b>Aktien</b>                                       | 0%          | <b>0.0%</b>  | 0%       | <b>0.0%</b>   | 5%          | <b>20.0%</b> | 35%      | <b>19.3%</b>  | 25%         | <b>40.0%</b> | 55%      | <b>38.5%</b>  | 45%         | <b>60.0%</b> | 75%      | <b>57.8%</b>  | 65%         | <b>80.0%</b> | 95%      | <b>77.0%</b>  |
| Aktien Schweiz                                      | 0%          | 0.0%         | 0%       | <b>0.0%</b>   | 0%          | 10.0%        | 20%      | <b>10.0%</b>  | 10%         | 20.0%        | 30%      | <b>20.0%</b>  | 20%         | 30.0%        | 40%      | <b>30.0%</b>  | 30%         | 40.0%        | 50%      | <b>40.0%</b>  |
| Aktien Global                                       | 0%          | 0.0%         | 0%       | <b>0.0%</b>   | 0%          | 8.0%         | 18%      | <b>7.3%</b>   | 5%          | 15.0%        | 25%      | <b>13.5%</b>  | 14%         | 24.0%        | 34%      | <b>21.8%</b>  | 23%         | 33.0%        | 43%      | <b>30.0%</b>  |
| Aktien Europa (ex CH)                               |             | 0.0%         |          | <b>0.0%</b>   |             | 3.0%         |          | <b>3.0%</b>   |             | 5.0%         |          | <b>5.0%</b>   |             | 9.0%         |          | <b>9.0%</b>   |             | 13.0%        |          | <b>13.0%</b>  |
| Aktien USA  |             | 0.0%         |          | <b>0.0%</b>   |             | 4.0%         |          | <b>3.5%</b>   |             | 8.0%         |          | <b>7.0%</b>   |             | 12.0%        |          | <b>10.5%</b>  |             | 16.0%        |          | <b>14.0%</b>  |
| Aktien Asia Pazifik / Japan                         |             | 0.0%         |          | <b>0.0%</b>   |             | 1.0%         |          | <b>0.8%</b>   |             | 2.0%         |          | <b>1.5%</b>   |             | 3.0%         |          | <b>2.3%</b>   |             | 4.0%         |          | <b>3.0%</b>   |
| Aktien Schwellenländer                              | 0%          | 0.0%         | 0%       | <b>0.0%</b>   | 0%          | 2.0%         | 12%      | <b>2.0%</b>   | 0%          | 5.0%         | 15%      | <b>5.0%</b>   | 0%          | 6.0%         | 16%      | <b>6.0%</b>   | 0%          | 7.0%         | 17%      | <b>7.0%</b>   |
| <b>Alternative Anlagen</b>                          | 0%          | <b>15.0%</b> | 30%      | <b>19.0%</b>  | 0%          | <b>15.0%</b> | 30%      | <b>19.0%</b>  | 0%          | <b>15.0%</b> | 30%      | <b>19.0%</b>  | 0%          | <b>15.0%</b> | 30%      | <b>18.8%</b>  | 0%          | <b>15.0%</b> | 30%      | <b>18.6%</b>  |
| Alternatiave Strategien (CHF Hedged)                | 0%          | 4.0%         | 14%      | <b>7.0%</b>   | 0%          | 4.0%         | 14%      | <b>7.0%</b>   | 0%          | 4.0%         | 14%      | <b>7.0%</b>   | 0%          | 4.0%         | 14%      | <b>7.0%</b>   | 0%          | 4.0%         | 14%      | <b>7.0%</b>   |
| Immobilien Schweiz                                  | 0%          | 5.0%         | 15%      | <b>6.0%</b>   | 0%          | 5.0%         | 15%      | <b>6.0%</b>   | 0%          | 5.0%         | 15%      | <b>6.0%</b>   | 0%          | 4.0%         | 14%      | <b>4.8%</b>   | 0%          | 3.0%         | 13%      | <b>3.6%</b>   |
| Edelmetalle   | 0%          | 3.0%         | 13%      | <b>3.0%</b>   | 0%          | 3.0%         | 13%      | <b>3.0%</b>   | 0%          | 3.0%         | 13%      | <b>3.0%</b>   | 0%          | 4.0%         | 14%      | <b>4.0%</b>   | 0%          | 5.0%         | 15%      | <b>5.0%</b>   |
| Rohstoffe   | 0%          | 3.0%         | 13%      | <b>3.0%</b>   | 0%          | 3.0%         | 13%      | <b>3.0%</b>   | 0%          | 3.0%         | 13%      | <b>3.0%</b>   | 0%          | 3.0%         | 13%      | <b>3.0%</b>   | 0%          | 3.0%         | 13%      | <b>3.0%</b>   |
| <b>Total</b>  | <b>100%</b> |              |          | <b>100.0%</b> | <b>100%</b> |              |          | <b>100.0%</b> | <b>100%</b> |              |          | <b>100.0%</b> | <b>100%</b> |              |          | <b>100.0%</b> | <b>100%</b> |              |          | <b>100.0%</b> |
| <b>Fremdwährung</b>                                 | <b>6%</b>   |              |          | <b>6.0%</b>   | <b>16%</b>  |              |          | <b>16.0%</b>  | <b>26%</b>  |              |          | <b>26.0%</b>  | <b>37%</b>  |              |          | <b>37.0%</b>  | <b>48%</b>  |              |          | <b>48.0%</b>  |
| Aktuelle Quote***                                   |             |              |          |               |             |              |          |               |             |              |          |               |             |              |          |               |             |              |          |               |
| USD   | 6%          |              |          | <b>6.0%</b>   | 12%         |              |          | <b>12.0%</b>  | 19%         |              |          | <b>19.0%</b>  | 25%         |              |          | <b>25.0%</b>  | 31%         |              |          | <b>31.0%</b>  |
| EUR   | 0%          |              |          | <b>0.0%</b>   | 3%          |              |          | <b>3.0%</b>   | 5%          |              |          | <b>5.0%</b>   | 9%          |              |          | <b>9.0%</b>   | 13%         |              |          | <b>13.0%</b>  |
| JPY   | 0%          |              |          | <b>0.0%</b>   | 1%          |              |          | <b>1.0%</b>   | 2%          |              |          | <b>2.0%</b>   | 3%          |              |          | <b>3.0%</b>   | 4%          |              |          | <b>4.0%</b>   |
| Max   | 21%         |              |          | <b>21.0%</b>  | 31%         |              |          | <b>31.0%</b>  | 41%         |              |          | <b>41.0%</b>  | 52%         |              |          | <b>52.0%</b>  | 63%         |              |          | <b>63.0%</b>  |

\* Investment Grade (Rating AAA bis BBB)

\*\* Unternehmensanleihen, Sub-Investment Grade (&lt;BBB)

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

# Prognosen

| Konjunktur  | 2014  | 2015  | 2016     | Prognose 2017     | Prognose 2018      |
|---|-------|-------|----------|-------------------|--------------------|
| <b>BIP</b>  |       |       |          |                   |                    |
| 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      | 6.8               | 6.3                |
| Japan   | 0.2   | 1.2   | 1.0      | 1.4               | 1.0                |
| Global (PPP)  | 3.4   | 3.1   | 3.1      | 3.5               | 3.5                |
| <b>Inflation</b>  |       |       |          |                   |                    |
| 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                |
| <b>Finanzmärkte</b>   |       |       |          |                   |                    |
|   | 2015  | 2016  | Aktuell* | Prognose 3 Monate | Prognose 12 Monate |
| <b>3M Libor</b>   |       |       |          |                   |                    |
| Jahresende (in %)   |       |       |          |                   |                    |
| CHF   | -0.76 | -0.73 | -0.73    | -0.75             | -0.75              |
| EUR   | -0.13 | -0.32 | -0.33    | -0.35             | -0.35              |
| USD   | 0.61  | 1.00  | 1.31     | 1.40              | 1.90               |
| JPY   | 0.08  | -0.05 | -0.01    | 0.00              | 0.00               |
| <b>Kapitalmarktzinsen</b>                                     |       |       |          |                   |                    |
| Renditen 10-jährige Staatsanleihen (Jahresende; Rendite in %) |       |       |          |                   |                    |
| CHF   | -0.06 | -0.18 | 0.00     | 0.1               | 0.5                |
| EUR (Deutschland)   | 0.66  | 0.23  | 0.49     | 0.6               | 1.0                |
| EUR (PIIGS)   | 2.05  | 2.01  | 2.00     | 2.2               | 2.5                |
| USD   | 2.30  | 2.45  | 2.28     | 2.6               | 2.8                |
| JPY   | 0.26  | 0.04  | 0.08     | 0.1               | 0.1                |
| <b>Wechselkurse</b>   |       |       |          |                   |                    |
| Jahresende  |       |       |          |                   |                    |
| EUR/CHF   | 1.09  | 1.07  | 1.14     | 1.13              | 1.14               |
| USD/CHF   | 1.00  | 1.02  | 0.97     | 0.99              | 0.97               |
| JPY/CHF (pro 100 JPY)   | 0.83  | 0.87  | 0.87     | 0.85              | 0.88               |
| EUR/USD   | 1.09  | 1.05  | 1.18     | 1.14              | 1.18               |
| USD/JPY   | 120   | 117   | 111      | 116               | 110                |
| <b>Rohstoffe</b>  |       |       |          |                   |                    |
| Jahresende  |       |       |          |                   |                    |
| Rohöl (Brent, USD/Barrel)                                     | 37    | 57    | 51       | 50                | 50                 |
| Gold (USD/Unze)   | 1061  | 1152  | 1267     | 1250              | 1250               |

\*02.08.2017



**Herausgeber**

Raiffeisen Investment Office  
Raiffeisenplatz  
9000 St. Gallen  
[investmentoffice@raiffeisen.ch](mailto:investmentoffice@raiffeisen.ch)

**Internet**

[www.raiffeisen.ch/anlegen](http://www.raiffeisen.ch/anlegen)

**Beratung**

Kontaktieren Sie Ihren Anlageberater oder Ihre lokale Raiffeisenbank  
[www.raiffeisen.ch/web/ihre+bank+vor+ort](http://www.raiffeisen.ch/web/ihre+bank+vor+ort)

**Weitere Publikationen**

Hier können Sie die vorliegende und auch weitere Publikationen von Raiffeisen abonnieren  
<https://www.raiffeisen.ch/rch/de/ueber-uns/publikationen/maerkte-und-meinungen/research-publikationen.html>

---

**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.

Der aktuelle Fondsprospekt/-vertrag des/der erwähnten Fonds kann/können bei der jeweiligen Fondsgesellschaft, respektive dem Vertreter in der Schweiz bezogen werden.