



Anlagepolitik – September 2017

Raiffeisen Investment Office

Robustes Konjunkturmfeld trotz Nordkoreakrise

Raiffeisenbank Olten, Hauptsitz Olten

Architekt: Ignaz Lack, Gunzgen

Fotograf: Erik Vogelsang, Brandl & Schärer AG

RAIFFEISEN

Inhalt

Taktische Asset Allokation im Überblick	3
Marktkommentar	4
Robustes Konjunkturmilieu trotz Nordkoreakrise	
Konjunktur	5
Schere zwischen Erwartungen und harten Daten schliesst sich	
Obligationen	6
Schwellenländeranleihen bleiben weiter attraktiv	
Aktien	8
Frankenabschwächung mit wenig Aufwind für Schweizer Aktien	
Alternative Anlagen	10
Gold dürfte trotz Nordkorea-Sorgen nachgeben	
Währungen	11
Euro-Hausse dämpft den Inflationsausblick für die Eurozone	
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)		o			
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

1. Trotz geopolitischer Spannungen bleiben die Aktienmärkte konjunkturell gut abgesichert und rechtfertigen die Beibehaltung einer neutralen Quote für europäische und Schweizer Aktien. Während wir aufgrund der weiter ausbleibenden Konjunktur- und Fiskalstimuli nach wie vor eine leicht untergewichtete Quote für US-Aktien empfehlen, halten wir angesichts des starken Wirtschaftswachstums und anhaltenden BoJ-Rückenwindes neu eine neutrale Positionierung für japanische Aktien angezeigt.
2. Mit der global aufgehellten Konjunktur dürfte sich die Unterstützung für Hochzinsanleihen zusätzlich gefestigt und die Risiken weiter abgenommen haben. Das Umfeld bleibt – auch dank stabilisierter Ölpreise – für Schwellenländer intakt, was die Renditeaufschläge entsprechender Anleihen weiter relativ attraktiv belässt.
3. Bei Gold sind wir nach der jüngsten Rally etwas vorsichtiger geworden, ebenso bei indirekten Immobilienanlagen, wo die abnehmende Zuwanderung einen dämpfenden Effekt hat. Die dementsprechend zurückgenommenen Positionierungen gehen einher mit einer leicht erhöhten Liquiditätsquote.

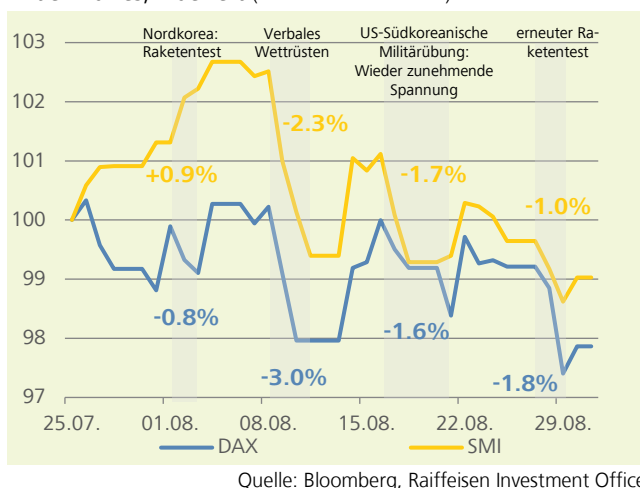
Robuster Konjunkturausblick trotz Nordkoreakrise

Der Nordkoreakrise zum Trotz präsentiert sich das globale Konjunkturmilieu robust, so dass wir unsere Aktienquote beibehalten und für Japan sogar leicht erhöhen. Gold dürfte nach dem starken Kursanstieg wieder etwas korrigieren, und für indirekte Immobilienanlagen positionieren wir uns etwas vorsichtiger.

Nach der jüngsten, weitgehend positiv überraschenden Berichtssaison ist an den Aktienmärkten etwas Gegenwind aufgekommen. Der Grund dafür liegt vor allem in der Nordkoreakrise, bei der die kurze Deeskalationsphase mit einem erneuten Raketentest abrupt beendet wurde. Damit sorgte Kim Jong Un für Fluchttendenzen aus risikoreichen Anlagen. Zudem sind die Zinsen weiter gesunken und die Erwartungen an Notenbankmassnahmen bleiben gedämpft. In diesem Umfeld hat der US-Dollar an Wert verloren und dagegen der Euro auf breiter Front zugelegt. Das hat dazu geführt, dass ein durch zyklische Titel dominierter Index wie der deutsche DAX grössere Schwankungen verzeichnete als der Schweizer Leitindex mit seinen defensiven Schwergewichten (siehe Grafik).

Auch wenn eine militärische Eskalation zurzeit eher unwahrscheinlich ist, dürfte die Nordkoreakrise ein potentieller Belastungsfaktor für die Märkte bleiben und den Risikoappetit tendenziell zügeln. Dass von dieser Zurückhaltung die Krisenanlage Gold noch nachhaltig weiter profitieren mag, erwarten wir nach der jüngsten Rally aber nicht. Stattdessen raten wir zur Gewinnmitnahme und reduzieren unsere taktische Quote auf leichtes Untergewicht. Das gelbe Metall bleibt jedoch ein

Nordkoreakrise: unterschiedliche Belastung für Aktienindizes, indiziert (100 = 25.07.2017)



wichtiger Portfoliobestandteil, und der von uns erwartete Preisrückgang auf deutlich unter USD 1'300 pro Feinunze kann wieder für einen Ausbau der Goldquote genutzt werden.

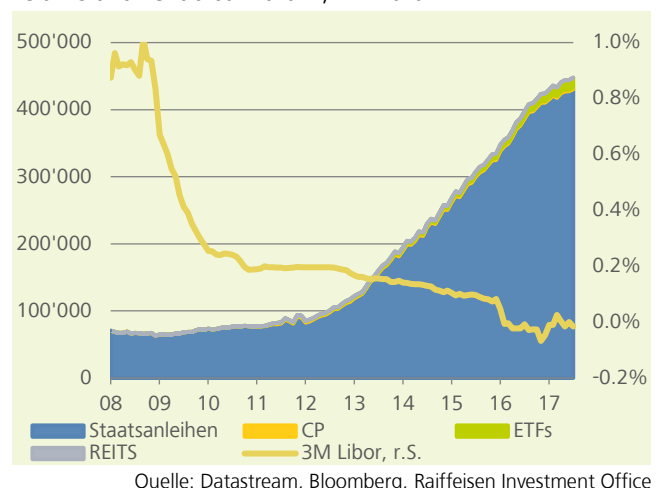
Japanische Aktien gut unterstützt

Abgesehen von der Nordkorea-Krise bleiben die Märkte nach unten gut abgesichert. In der Eurozone bleibt eine neutrale Aktienquote trotz der Erstarung der Gemeinschaftswährung weiter angezeigt. Die stabile und breit abgestützte Erholung überkompensiert nachteilige Währungseffekte und rechtfertigt nach wie vor die Bevorzugung gegenüber US-Aktien. Gegenüber letzteren ziehen wir auch weiterhin Schweizer Aktien vor, da die hiesigen Titel zwar ebenfalls teuer bewertet sind, aber durch die wirtschaftliche Aufhellung gut gestützt sein dürften. Eine Aufhellung die sich zuletzt deutlich in Japan gezeigt hat, wo die Wirtschaft im zweiten Quartal stark zulegen konnte. Da zudem die BoJ unvermindert an ihrem ultraexpansiven Kurs festhält, dürften japanische Aktien gut unterstützt bleiben.

Ebenfalls bildet die globale Konjunkturaufhellung weiterhin ein robustes Umfeld für die aufstrebenden Märkte, so dass eine taktische Quote auch für Schwellenländeranleihen in Lokalkreditmärkten angezeigt bleibt. Eine neutrale Quote empfehlen wir neu für Schweizer Immobilienanlagen, wo wir u.a. angesichts der abnehmenden Zuwanderung die Quote leicht reduzieren. Das Renditepotential bleibt aber gerade im Vergleich zu Staatsanleihen relativ attraktiv. Hingegen bietet das Niedrigzinsumfeld weiterhin Unterstützung für defensive Sektoren, wie etwa die Telekombranche, was uns neu für entsprechende Aktien positiv stimmt.

santosh.brivio@raiffeisen.ch

Bank von Japan: ultraexpansive Geldpolitik
Leitzins und Zentralbankbilanz, in Mrd. JPY



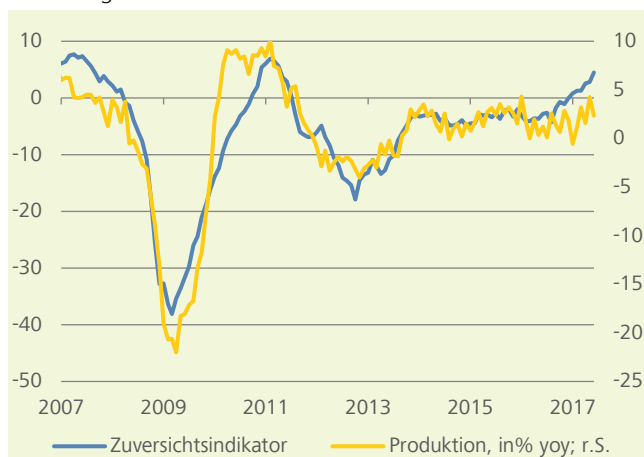
Schere zwischen Erwartungen und harten Daten schliesst sich

Stimmung top, Wirtschaftsdaten eher flau: In den USA – und zum Teil auch in der Europa – divergieren Konjunkturerwartungen und «harte» Fakten nach wie vor. Die Schere dürfte sich jedoch wieder schliessen. Derweil setzt sich die Erholung in den Schwellenländern fort.

Zwei Arten von Messmethoden bieten sich zur Erfassung des Wirtschaftsgeschehens an. Zum einen geben «weiche» Faktoren Aufschluss über die Erwartungen von Konsumenten und Unternehmen. Eine bekannte Grösse unter diesen sogenannten Vorlaufindikatoren ist der Einkaufsmanagerindex (PMI), der sich aus den Einschätzungen von Einkaufsleitern zusammensetzt. Zum anderen gibt es die «harten Fakten», also tatsächlich publizierte Zahlen wie Unternehmensumsätze, die im Gegensatz zu Vorlaufindikatoren bei deren verzögerter Veröffentlichung aber bereits rückwärtsgerichtet sind.

In den USA hatten Trumps Wahlkampfversprechen bezüglich Steuersenkungen, Infrastrukturprogrammen und Abbau von Regulierungen noch Ende letzten Jahres wahre Begeisterungstürme bei den Einkaufsmanagern in Amerika ausgelöst. Allerdings wird immer deutlicher, dass der Präsident diese Versprechen nur zum Teil oder sogar gar nicht einlösen kann. Dadurch hat sich eine Kluft zwischen den Produktionserwartungen und der tatsächlichen Produktion im Verarbeitenden Gewerbe aufgetan, die sich nur sehr zögerlich schliesst. In der Eurozone ist diese Entkoppelung ebenfalls, allerdings in einem geringeren Ausmass, zu beobachten (siehe Grafik).

In der Eurozone ziehen die harten Daten langsam nach
Stimmung und Produktion im Verarbeitenden Gewerbe

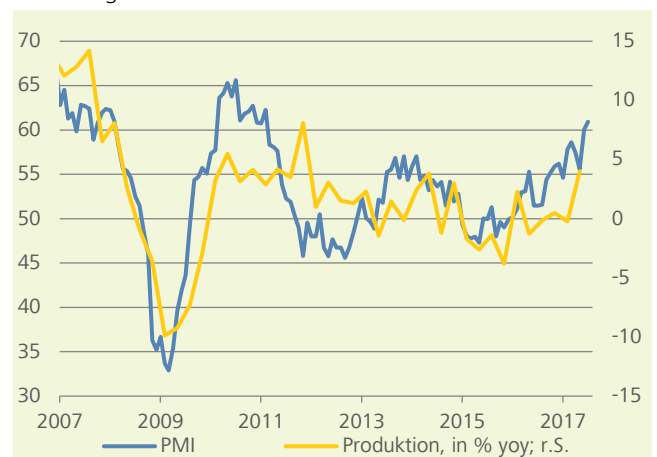


„Harte“ US-Daten holen allmählich auf

Der Graben in den USA scheint nun aber kleiner zu werden. Im zweiten Quartal hat das US-Wirtschaftswachstum eine Jahresrate von mittlerweile 3.0% erreicht, was einer deutlichen Verbesserung zum Vorquartal entspricht. Dies ist neben dem deutlich gestiegenen privaten Konsum auch dem schwächeren Dollar zu verdanken, der zu höheren Exporten führt. Die Eurozone konnte im zweiten Quartal ebenfalls solide wachsen – was die stetige Verbesserung seit Beginn 2016 unterstreicht – und liegt bei der Wachstumsrate praktisch auf US-Niveau. Auch in der Eurozone treibt vor allem der starke private Konsum das Wachstum an.

In der Schweiz zeichnete der Einkaufsmanagerindex schon seit einiger Zeit eine Kluft zwischen Umfragewerten und „harten“ Produktionsdaten ähnlich wie in den USA und der Eurozone. Die kürzlich veröffentlichten Produktionsdaten im Verarbeitenden Gewerbe machten im Jahresvergleich einen deutlich Sprung nach oben, und schliessen damit mehr zum optimistischen Bild auf, das die Einkaufsmanager für das Verarbeitende Gewerbe zeichnen (siehe Grafik). Wir halten an der Prognose einer moderaten Wachstumsbeschleunigung von 1.3% in diesem Jahr auf 1.5% im nächsten Jahr fest. Ausserdem rechnen wir damit, dass das Deflationsgespenst, das in der Schweiz nach der Frankenaufwertung 2015 erneut sein Unwesen trieb, überwunden ist. Dazu trägt vor allem auch der schwächere Franken bei, der die ausgeprägte Deflation bei importierten Gütern auslaufen lässt.

Auch in der Schweiz haben die harten Daten aufgeholt
Stimmung und Produktion im verarbeitenden Gewerbe



Schwellenländeranleihen bleiben weiter attraktiv

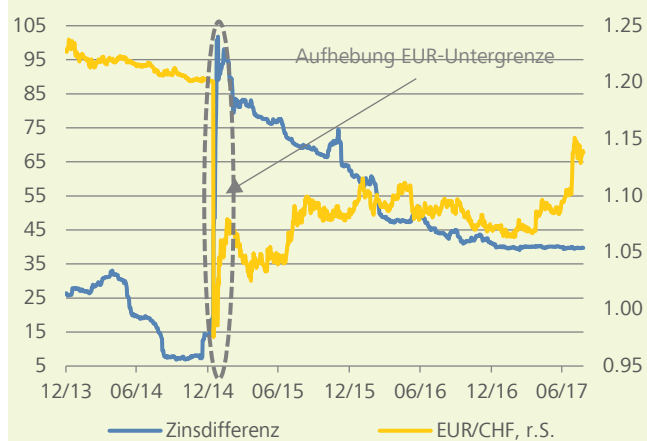
Die über Jahre sinkenden Zinsen haben insbesondere im CHF-Obligationensegment für stattliche Kursgewinne gesorgt. Nun führen die niedrigen Zinsen jedoch zusehends zu ungünstigem Risiko-/Ertragsprofil, da sichere CHF-Anleihen kaum mehr Erträge abwerfen und das Risiko steigender Zinsen zugenommen hat. Ein Umfeld, in dem wir unsere bisherige Positionierung bestätigt sehen.

Die Risiken an den Anleihenmärkten wurde einerseits seit Ende letztes Jahr spürbar, als die amerikanische Notenbank am USD-Zinsmarkt eine erste Serie von Zinserhöhungen eingeleitet hat, und andererseits rücken sie in den Fokus, da die Fed plant, ihren Anleihenbestand schrittweise abzubauen. Kommentare seitens der Europäischen Zentralbank bezüglich einer Verringerung der Anleihenkäufe haben ebenfalls für steigende Nervosität an den Europäischen Anleihenmärkten gesorgt.

Der CHF-Anleihenmarkt ist den obigen Risiken ebenfalls stark ausgesetzt, da hier die Risiken aufgrund der währungsbedingten Zinspolitik - Stichwort "Negativzinsen" - kaum entschädigt werden. Zwar verfügt die Schweizerische Nationalbank mit der Erstarkung des Euro gegenüber der Heimwährung theoretisch wieder über etwas mehr Spielraum für eine Normalisierung der Geldpolitik. Da der CHF aber nach wie vor überwertet ist, will die SNB jedoch nicht vor der EZB an der Zinsschraube drehen, um eine erneute Frankenaufwertung zu verhindern (siehe Grafik). Trotz der aktuellen Risikosituation kann aber im Rahmen

Trotz abnehmender Zinsdifferenz bleibt der geldpolitische Spielraum für die SNB inexistent

EUR/CHF und Differenz von 3m CHF- zu 3m EUR-Libor, in Bps.



Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Investment Office

eines diversifizierten Portfolios auf Anleihen nicht verzichtet werden, da sie wesentlich zur Portfoliostabilität beitragen, was sich gerade hinsichtlich immer wieder aufflammender politischen Risiken (Terroranschläge, Nordkorea, etc.) gut beobachten lässt.

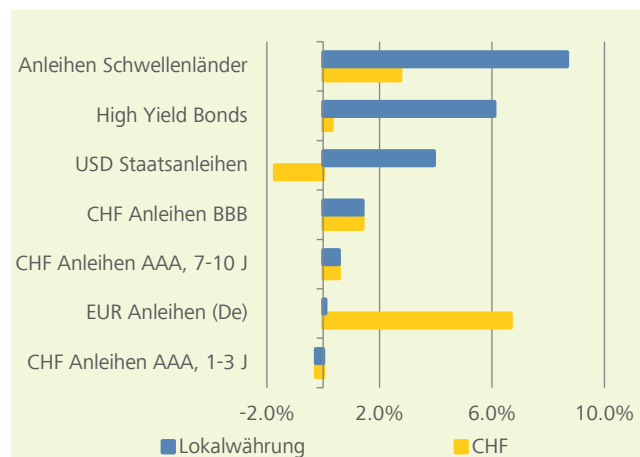
Vom verlockend erscheinenden Ausweg, den tiefen CHF-Zinsen via Fremdwährungsanleihen ohne Währungsabsicherung auszuweichen, raten wir aufgrund des Währungsrisikos jedoch ab. Dieses wird in der Regel nur ungenügend entschädigt und gefährdet die Stabilisierungsfunktion im Portfolio, womit dieses nicht mehr dem gewünschten Risikoprofil entspricht.

Als goldener Mittelweg empfehlen wir die Beimischung von währungsgesicherten globalen Anleihen zulasten reiner CHF-Obligationen, was auch in unseren aktuellen strategischen Anlageprofilen zum Ausdruck kommt.

Vor diesem Hintergrund halten wir unsere zuletzt empfohlenen Obligationenquoten nach wie vor für angezeigt: Während die unattraktive Renditen von Anleihen hoher bis mittlerer Kreditqualität weiterhin eine untergewichtete Quote rechtfertigen, bleibt mit der globalen Konjunkturaufhellung sowie einem schwächelnden USD das Umfeld für Schwellenländer weiter solide, was sich auch in der bisherigen Jahresperformance der entsprechenden Anleihen zeigt (siehe Grafik). Da zudem die geopolitischen Spannungen zu keiner eigentlichen Belastung geführt haben und der Ausblick für die aufstrebenden Volkswirtschaften weiter intakt ist, belassen wir die leichte Übergewichtung für Schwellenländeranleihen bei.

Schwellenländeranleihen verzeichnen bislang eine attraktive Performance

Ytd-Performance



Quelle: Datastream, Raiffeisen Investment Office

Obligationen leicht untergewichtet

– Obligationen hoher bis mittlerer Kreditqualität

Bei den Staatsanleihen der Industrieländer bleiben wir stark untergewichtet. Die Verfallsrenditen bleiben historisch tief und unattraktiv.

Im Tiefzinsumfeld zeigen Unternehmensanleihen hoher bis mittlerer Kreditqualität immer noch ein leicht positives Ertragspotential, während die Kreditrisiken überschaubar sind. Wir bestätigen die Übergewichtung von Unternehmensanleihen.

= Global High-Yield

Die Ausfallraten bei High-Yield Anleihen dürfte sich mit den stabilisierten Ölpreisen insbesondere in den USA nicht erhöhen, 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 ein schwächelnder Dollar sind ein solides Umfeld für Anleihen aus Schwellenländern.

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

Frankenabschwächung mit wenig Aufwind für Schweizer Aktien

Mit der Erholung des Euro hat sich die Währungssituation für die Schweizer Unternehmen entspannt. Das Aufwärtspotential für Schweizer Aktien bleibt aber auch wegen der bereits teuren Bewertung begrenzt. Besser schlagen sich derzeit hingegen die japanischen Unternehmen.

Die Aufhebung der Wechselkursuntergrenze zum Euro wirkte sich besonders negativ auf den Schweizer Aktienmarkt aus, wo die Notierungen der Unternehmen im Zuge der schlagartigen Frankenaufwertung auf Talfahrt gingen. Seitdem hat sich die Situation in der Eurozone kontinuierlich verbessert und der Euro hat sich wieder spürbar erholt. Doch wie viel kann die Schweizer Börse von der Euro-Aufwertung profitieren?

Schweizer Firmen passen sich stärkerem Franken an

Für exportabhängige schweizerische Unternehmen war der sehr starke Franken die letzten Jahre eine enorme Herausforderung. Der Strukturwandel in der Schweizer Industrie sowie die Verlagerung von Produktionsschritten ins Ausland hat sich beschleunigt. Zusätzlich sichern sich schweizerische Unternehmen vermehrt gegen Währungsrisiken ab, um vernünftig planen zu können. Bei einer Erstarkung des Euro «rächt» sich dies aber zu einem gewissen Grad: Die im Ausland erzielten Erträge schlagen nun bei der Umrechnung weniger positiv auf die Unternehmensgewinne in der Schweiz durch. Konkret heisst dies: Sollte der Euro gegenüber dem Schweizer Franken um rund

5% von 1.14 auf 1.20 steigen, gehen wir davon aus, dass sich die Unternehmensgewinne lediglich um etwa 3% erhöhen.

Aufwärtspotential für japanische Aktien

Dies erklärt auch, weshalb die Schweiz hinsichtlich der Gewinnrevisionen nur mittelmässig abschnidet, während sich gerade für japanischen Unternehmen die Lage nach dem starken BIP-Wachstum in der ersten Jahreshälfte deutlich aufgeheitert präsentiert. Weil zudem die BoJ weiter eine ultraexpansive Geldpolitik verfolgt, dürfte der anhaltende Notenbank-Rückenwind einer stärkeren Aufwertung des JPY vorbeugen und für Stabilität, weshalb wir die Empfehlung der entsprechenden Aktienquote von leichtem untergewichten auf neutral anheben.

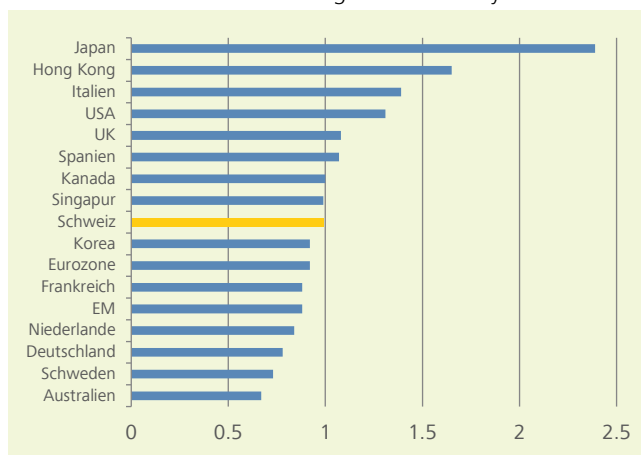
Ebenfalls sind wir neu zuversichtlich für globale Telekommunikationsunternehmen: Verbesserte Cash-Flows sowie die für diesen defensiven Sektor anhaltende Unterstützung durch das Niedrigzinsumfeld, lassen uns Telekom-Aktien aus Rendite- und Diversifikationsüberlegungen interessant erscheinen.

Bewertung lässt kaum Euphorie zu

Schwächelt der CHF, deutet dies in der Regel auf eine abnehmende Risikoaversion der Investoren hin – eigentlich ein positives Signal für die Aktienmärkte. Allerdings erscheinen Schweizer Aktien im historischen Vergleich gegenwärtig teuer (siehe Grafik). Dies trifft auch auf viele andere Börsenplätze zu, denn über die letzten Jahre sind die Kurse vielerorts deutlich stärker als die Gewinne angestiegen. Das Potenzial für weitere Kursavancen bleibt somit kurzfristig weiterhin limitiert.

Gewinnrevisionen der Schweiz im Mittelfeld

Anzahl positive Revisionen im Verhältnis zu Anzahl negativer Revisionen der Gewinnschätzungen durch Analysten



Quelle: IBES, Datastream, Vontobel Asset Management

Schweizer Aktienmarkt ist nicht mehr günstig

Kurs-/Gewinnverhältnis (KGV) basierend auf erwarteten Gewinnen



Quelle: MSCI, 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 scheinen je länger desto mehr nicht berechtigt zu sein und bergen Enttäuschungspotenzial. Die Schweiz und Europa sind taktisch im Vorteil.

= Japan

Die Konjunktur hat im zweiten Quartal deutliche Fahrt aufgenommen. Die expansive Geldpolitik sollte zudem die Aktienmärkte weiter stützen. Wir heben daher die taktische Positionierung auf neutral an. 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

Gold dürfte trotz Nordkorea-Sorgen nachgeben

Trotz des anhaltenden rhetorischen Schlagabtauschs erscheint uns eine militärische Eskalation des Nordkorea-Konflikts als unwahrscheinlich. Wir erwarten deshalb eine Korrektur beim Goldpreis und haben unsere Position auf eine Untergewichtung verringert. Zudem reduzieren wir die Positionierung bei indirekten Immobilienanlagen.

Wie der Schweizer Franken ist Gold eine «Krisenwährung», zu der man in unsicheren Zeiten gerne greift. Beruhigen sich die Gemüter, verabschieden sich Anleger in der Regel wieder von solchen Engagements. Dieser Mechanismus war in den vergangenen Wochen gut zu beobachten. Zuerst profitierten die Goldnotierungen vom verbalen Schlagabtausch zwischen Amerika und Nordkorea. Nach und nach schien sich die Lage zu beruhigen, was den Preis des gelben Metalls wieder sinken liess. Die chinesische Regierung kündigte eine neutrale Haltung an, falls Nordkorea zuerst zu den Waffen greifen sollte. Dies dürfte Nordkorea, wenn auch zähneknirschend, zu Zurückhaltung veranlassen.

Zudem dürften die grossen Zentralbanken, allen voran die Fed, ihre Geldpolitik normalisieren. Der damit einhergehende langsame Anstieg der US-Leitzinsen macht Gold weniger attraktiv, während Zinsen abwerfende Anlageklassen mehr in den Fokus rücken. Diese beiden Faktoren dürften den Goldpreis ans untere Ende der jüngsten Handelsspanne drücken (siehe Grafik), weshalb wir die taktische Positionierung von übergewichten auf neutral reduzieren. Dennoch bleibt das gelbe Metall ein

wichtiger Portfoliobestandteil und ein deutlicher Preisrückgang kann wieder für einen Ausbau der Goldquote genutzt werden.

Erdöl: nur kurzfristiger Aufwärtstrend erwartet

Die US-Erdöllagerbestände sind zuletzt beträchtlich gesunken, was auf einen künftigen Aufwärtstrend der Kurse schliessen lässt. Zudem dürften einige US-Schieferölproduzenten bei Preisen von unter 50 USD pro Fass ihre Erdölbohrungen zurückfahren – eine Entwicklung, die sich bereits jetzt in der rückläufigen Anzahl der Bohrtürme abzeichnet (siehe Grafik). Mittel- bis längerfristig bleibt jedoch das Risiko eines Erdölüberangebots und Preisverfalls bestehen: Falls die Opec ihre Produktionskürzung nicht über den März 2018 verlängert, würde neu auf den Markt geworfenes Öl die Preise wohl wieder unter die 50 US-Dollar-Marke fallen lassen. Dabei befindet sich die Opec nach wie vor in einem Dilemma. Hält sie den Erdölpreis über USD 50, gehen Marktanteile an die US-Konkurrenz verloren. Lässt sie den Markt spielen, gerät der Staatshaushalt der Mitgliedsstaaten in Schieflage. Ein stärkerer Preisanstieg ist aus unserer Sicht nur bei politischen Extrem-Ereignissen wahrscheinlich, wie einer Eskalation der Krise in Venezuela oder neuen Kämpfen in Libyen oder Nigeria.

Umfeld für Immobilienanlagen wird herausfordernder

Bei den indirekten Immobilienanlagen reduzieren wir die empfohlene Quote von übergewichten auf neutral, da die nachlassende Zuwanderung bei einer unverändert hohen Angebotsausweitung im Mietwohnungssegment zunehmend zu einer Herausforderung für diese Anlageklasse wird. Das Renditepotential ist jedoch gerade im Vergleich zu Staatsanleihen nach wie vor relativ attraktiv.

Goldpreis: am oberen Ende der Handelsspanne

Goldpreis, in USD pro Feinunze



Quelle: Datastream, Vontobel Asset Management

Rückläufige Tendenz bei der Anzahl der US-Bohrtürme

US-Ölbohrstellen, Veränderung ggü. Vorwoche



Quelle: Baker Hughes, Datastream, Vontobel Asset Management

Euro-Hausse dämpft den Inflationsausblick für die Eurozone

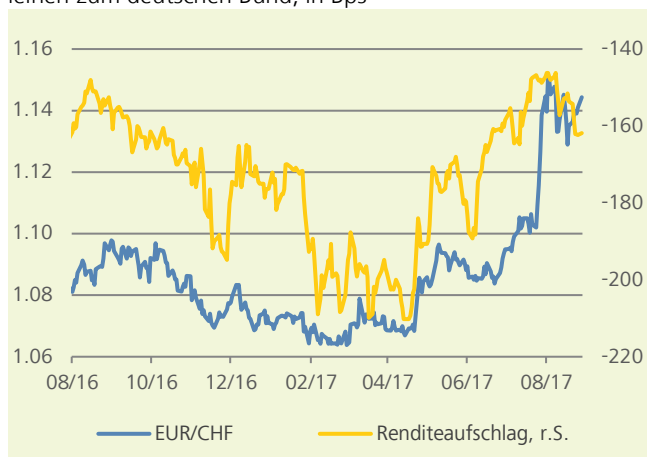
Der Europäischen Zentralbank wird die Euro-Hausse wohl langsam unheimlich. Wertet die Einheitswährung auf, sinken die Importpreise, was Hoffnungen auf ein Anspringen der Inflation zu nichtemachen kann. Eine kurzfristige Korrektur des Euro scheint deshalb möglich.

Aus unserer Sicht hat der Euro wohl eine zu rasante Hausse hinter sich. Sein Anstieg ist für die Europäische Zentralbank (EZB) problematisch, denn er untergräbt das Ziel einer Teuerung von rund 2 Prozent im Euroraum. Sollten sich die Frankfurter Währungshüter besorgt zeigen und «verbal» intervenieren, dürfte die europäische Einheitswährung korrigieren.

Spiegelbildlich zur Eurostärke ist gegenwärtig eine Schwäche des US-Dollar zu beobachten, dem die Spannungen zwischen den USA und Nordkorea sowie der Reformstau in Washington zusetzen. Wir rechnen allerdings mit einer leichten Erholung der amerikanischen Währung gegenüber dem Schweizer Franken und auch dem Euro in den kommenden Monaten. Zum einen schätzen wir das Risiko einer Eskalation des Nordkoreakonflikts als gering ein. Zum anderen deuten die soliden Konjunkturdaten auf eine Fortführung der Normalisierung der Geldpolitik in den USA hin. Das wird vom Markt momentan in den Hintergrund gedrängt, was sich auch am Rückgang der Renditen am Kapitalmarkt zeigt. Insofern dürfte die Dollarschwäche temporär zum Stillsand kommen und der Greenback

Risikoprämie für europäische Peripherie-Länder hat deutlich abgenommen

EUR/CHF sowie Renditeaufschlag zehnjähriger GIPS-Staatsanleihen zum deutschen Bund, in Bps



Quelle: Datastream, Vontobel Asset Management

sowohl gegenüber EUR wie auch dem CHF in der kurzen Frist wieder leicht aufwerten.

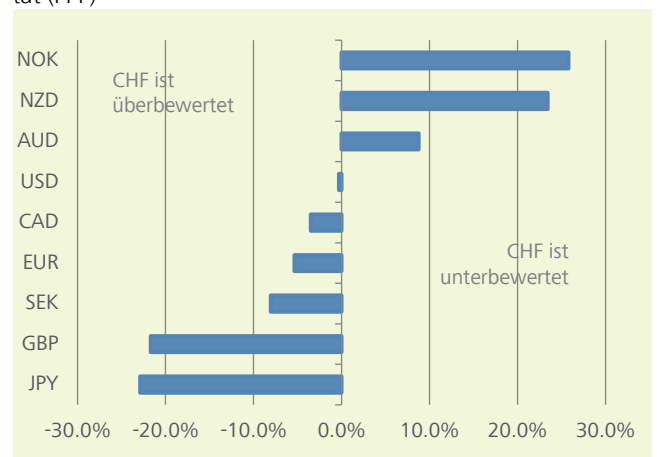
SNB kann sich zurücklehnen

Längerfristig sollte der Euro unserer Ansicht nach aber weiter aufwerten, da in der Eurozone die Konjunkturerholung auf soliden Füßen steht und die EZB ihre sehr lockere Geldpolitik bald aufgeben dürfte. Die Schweizerische Nationalbank dürfte sich in diesem Fall beruhigt zurücklehnen und erst später an der Zinsschraube drehen. Dies aus einem einfachen Grund: Steigen die Zinsen in der Eurozone schneller an als in der Schweiz, sollte der Schweizer Franken gegenüber dem Euro abwerten – eine willkommene Entwicklung aus Sicht der Schweizer Wirtschaft, für die der nach wie vor überbewertete Franken eine anhaltende Herausforderung darstellt.

Ausserdem gehen wir davon aus, dass sich bei den anstehenden Parlamentswahlen in Deutschland (24. September 2017) und in Italien (spätestens Frühjahr 2018) «eurofreundliche» und etablierte Parteien durchsetzen. Die politische Unsicherheit in der Eurozone, die sich anhand einer Risikoprämie (Renditeaufschlag von Anleihen sogenannter Peripherieländer der Eurozone gegenüber deutschen Bundesanleihen) darstellen lässt, dürfte deshalb weiter abnehmen (siehe Grafik). Aus diesem Grund rechnen wir auf Jahressicht mit einer Aufwertung des Euro auf 1.16 Schweizer Franken.

Der Franken ist nach wie vor gegenüber vielen Währungen überbewertet

Über- / Unterbewertung des CHF auf Basis der Kaufkraftparität (PPP)



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.	
Liquidität	0%	5%	25%	9.3%	0%	5%	40%	8.5%	0%	5%	40%	6.5%	0%	5%	40%	5.8%	0%	5%	40%	5.7%
Cash				9.3%				8.5%				6.5%				5.8%				5.7%
Obligationen (angestrebte Laufzeit 6.0 J.)	65%	80.0%	95%	73.7%	45%	60.0%	75%	55.0%	25%	40.0%	55%	37.5%	5%	20.0%	35%	19.0%	0%	0.0%	15%	0.0%
CHF mit hoher bis mittlerer Kreditqualität	25%	40.0%	55%	30.2%	10%	25.0%	40%	18.0%	1%	16.0%	31%	11.5%	0%	7.0%	22%	5.0%	0%	0.0%	15%	0.0%
FW mit hoher bis mittlerer Kreditqualität (hedged)*	15%	30.0%	45%	31.5%	10%	25.0%	40%	25.0%	1%	16.0%	31%	16.0%	0%	6.0%	21%	6.0%	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)	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 CHF Hedged																				
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%	19.5%	25%	40.0%	55%	39.0%	45%	60.0%	75%	58.5%	65%	80.0%	95%	78.0%
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%	7.5%	5%	15.0%	25%	14.0%	14%	24.0%	34%	22.5%	23%	33.0%	43%	31.0%
Aktien Europa (ex CH)		0.0%		0.0%		3.0%		3.0%		5.0%		5.0%		9.0%		9.0%		13.0%		13.0%
Aktien USA		0.0%		0.0%		4.0%		3.5%		8.0%		7.0%		12.0%		10.5%		16.0%		14.0%
Aktien Asia Pazifik / Japan		0.0%		0.0%		1.0%		1.0%		2.0%		2.0%		3.0%		3.0%		4.0%		4.0%
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%	17.0%	0%	15.0%	30%	17.0%	0%	15.0%	30%	17.0%	0%	15.0%	30%	16.7%	0%	15.0%	30%	16.3%
Alternative 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%	5.0%	0%	5.0%	15%	5.0%	0%	5.0%	15%	5.0%	0%	4.0%	14%	4.0%	0%	3.0%	13%	3.0%
Edelmetalle	0%	3.0%	13%	2.0%	0%	3.0%	13%	2.0%	0%	3.0%	13%	2.0%	0%	4.0%	14%	2.7%	0%	5.0%	15%	3.3%
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%			100.0%
Fremdwährung	6%			5.0%	16%			14.5%	26%			24.0%	37%			34.2%	48%			44.3%
Aktuelle Quote***																				
USD	6%			5.0%	12%			10.5%	19%			17.0%	25%			22.2%	31%			27.3%
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%			20.0%	31%			29.5%	41%			39.0%	52%			49.2%	63%			59.3%

* 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	2.1	1.6
Eurozone	1.3	1.9	1.7	2.1	1.7
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	3.6	3.6

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	1.9	2.0
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	1.32	1.50	2.00
JPY	0.08	-0.05	-0.03	0.00	0.00

Kapitalmarktzinsen

Renditen 10-jährige Staatsanleihen (Jahresende; Rendite in %)

CHF	-0.06	-0.18	-0.16	0.1	0.5
EUR (Deutschland)	0.66	0.23	0.37	0.6	1.0
EUR (PIIGS)	2.05	2.01	2.03	2.2	2.5
USD	2.30	2.45	2.17	2.6	2.8
JPY	0.26	0.04	0.00	0.1	0.1

Wechselkurse

Jahresende

EUR/CHF	1.09	1.07	1.14	1.14	1.16
USD/CHF	1.00	1.02	0.96	1.00	0.98
JPY/CHF (pro 100 JPY)	0.83	0.87	0.88	0.86	0.89
EUR/USD	1.09	1.05	1.19	1.14	1.18
USD/JPY	120	117	109	116	110

Rohstoffe

Jahresende

Rohöl (Brent, USD/Barrel)	37	57	52	50	50
Gold (USD/Unze)	1061	1152	1338	1250	1250

*04.09.2017

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.

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