



Anlagepolitik – Oktober 2017

Raiffeisen Investment Office

Notenbanken vor dem schrittweisen Rückzug

Raiffeisenbank Möhlin, Hauptsitz Möhlin

Architekt: Steck + Partner Architekten AG

Fotograf: Anna-Tina Eberhard, St. Gallen

RAIFFEISEN

Inhalt

Taktische Asset Allokation im Überblick	3
Marktkommentar	4
Notenbanken vor dem schrittweisen Rückzug	
Konjunktur	5
Notenbanken drehen Geldhahn langsam wieder zu	
Obligationen	6
Staatsanleihen mit leichtem Renditeanstieg	
Aktien	8
Tiefe Zinsen heizen Bewertungen an	
Alternative Anlagen	10
Verhaltener Ausblick für Öl und Edelmetalle	
Währungen	11
GBP sendet ein Lebenszeichen, bleibt jedoch risikobehaftet	
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. Zehn Jahre nach Ausbruch der Finanzkrise leitet die US-Notenbank die nächsten Schritte in Richtung Zinsnormalisierung ein. Ein behutsames Vorgehen sollte Marktverwerfungen verhindern. Die nahende Berichtssaison zum Q3 2017 spricht ebenfalls für gut unterstützte Märkte.
2. Die nächsten Schritte der Notenbanken Richtung Zinsnormalisierung dürften am Kapitalmarkt zu leicht höheren Renditen führen. Ein rasanter Zinsanstieg ist allerdings nicht angezeigt. Das Umfeld bleibt vorteilhaft für Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen. Auch Schwellenländer-Obligationen dürften gut unterstützt bleiben.
3. Die Ölpreise haben zuletzt aufgrund eines schwächeren US-Dollars, durch die Hurrikane verursachten Verarbeitungsstörungen sowie infolge der Erwartungen an die OPEC deutlich zugelegt. Wir halten die fundamentalen Probleme am Ölmarkt jedoch als noch nicht beseitigt und verorten zugenommene Risiken für eine Korrektur zurück zu einem Niveau von rund USD 50. Entsprechend reduzieren wir die Positionierung auf leichtes untergewichtet. Untergewichtet bleiben wir aufgrund der erwarteten Zinsentwicklung auch bei Gold, während wir für indirekte Immobilienanlagen neutral positioniert bleiben.

Notenbanken vor dem schrittweisen Rückzug

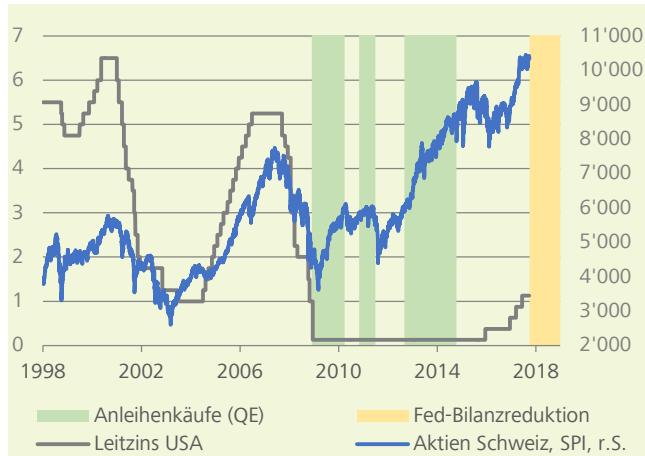
Zehn Jahre nach Ausbruch der Finanzkrise leitet die US-Notenbank die nächsten Schritte in Richtung Zinsnormalisierung ein. Ein behutsames Vorgehen sollte Marktverwerfungen verhindern. Die nahende Berichtssaison zum Q3 2017 spricht ebenfalls für gut unterstützte Märkte.

Im September 2007 hatte die US-Notenbank den Leitzins um 50 Basispunkte gesenkt, um auf die schwache Entwicklung am Immobilienmarkt zu reagieren. Der Einbruch am US-Immobilienmarkt stellte sich in der Folge als eine der Hauptursachen der globalen Finanzkrise heraus und der Zinsschritt im September als Beginn der ultralockeren Geldpolitik. Nachdem der US-Leitzins bis Ende 2008 auf praktisch 0% gesenkt wurde und die geldpolitische Munition verschossen schien, setzten die Währungshüter mit dem Kauf von Anleihen (Quantitative Easing) ein neues Mittel ein, um auch die Kapitalmarktzinsen tief zu halten.

Zehn Jahre nach Ausbruch der Finanzkrise liegt der Leitzins in den USA wieder leicht über 1%, was vor dem Hintergrund der robusten Wirtschaft und der Arbeitsmarktsituation noch immer als expansiv bezeichnet werden kann. Als nächsten Schritt im Ausweg aus der Tiefzinspolitik hat die US-Notenbank angekündigt, ab Oktober ihre Bilanz zu verkürzen, d.h. den Anleihenbestand aus den Kaufprogrammen zu reduzieren. Sie wird diese Reduktion aber sehr vorsichtig vornehmen, um nicht einen zu raschen Anstieg der Kapitalmarktzinsen zu riskieren. Trotzdem schauen die Aktienmärkte gespannt auf die Zinsentwicklung, denn die tiefen Zinsen waren sicherlich ein wichtiger

Fed-Bilanzreduktion: Schritt Richtung Normalisierung

Zins- und Aktienmarktentwicklung



Beschleuniger für die starke Aktienmarktentwicklung der vergangenen Jahre. Die aktuell hohen Bewertungen sind nicht zuletzt Folge der Attraktivität von Aktien gegenüber Obligationen. Die Mitte Oktober einsetzende Berichtssaison zum Q3 dürfte mit weiterhin guter Ertragslage die Bewertungssituation zumindest nicht weiter zuspitzen.

Bankenaktien profitieren

Auch bei leicht steigendem Trend bleibt das Zinsniveau historisch tief und sollte die Aktienmärkte kaum beeinträchtigen. Steigende Zinsen reflektieren auch ein robustes Wachstum und sind Ausdruck von Vertrauen der Notenbanker in die Konjunkturperspektiven. Zu den Gewinnern höherer Zinsen gehören insbesondere Bankaktien, da sich die Situation bei den Zinsmargen tendenziell entspannt. Auch am taktischen Übergewicht für globale Telekomtitel halten wir fest (siehe Anlagepolitik vom September), bei einer insgesamt neutralen Quote für Schweizer Aktien.

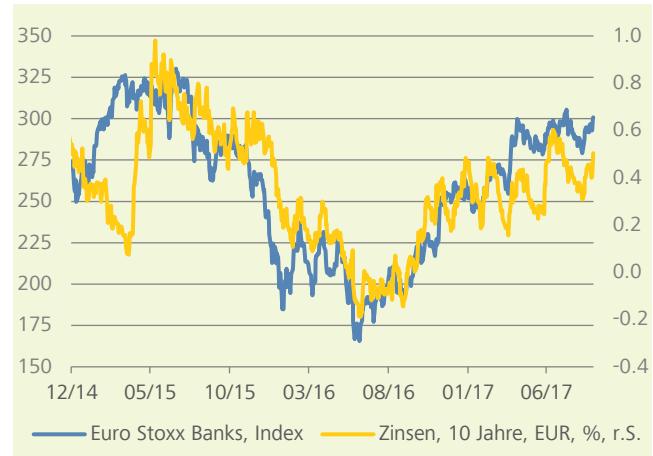
Rohstoffe unter Druck

Wir gehen weiterhin von einem nächsten Zinsschritt der US-Notenbank im Dezember aus. Auch die Zinsmärkte eskomptieren diesen Schritt mittlerweile wieder, was dem US-Dollar etwas Erholung verschafft hat. Entsprechend dürfte sich der moderate Rückgang im Goldpreis fortsetzen. Auch beim Ölpreis erwarten wir nun bei rund USD 55 pro Fass Brent wieder bessere Einstiegsglegenheiten um USD 50. Entsprechend reduzieren wir taktisch die Rohstoffquote zugunsten etwas erhöhter Liquidität.

roland.klaeger@raiffeisen.ch

Bankaktien profitieren von höheren Zinsen

Aktienindex euroäischer Banken und Langfristzinsen



Notenbanken drehen Geldhahn langsam wieder zu

Auf dem Höhepunkt der Finanzkrise beruhigten die massiven Liquiditätsspritzen der grossen Notenbanken die Gemüter. Nun wird der Geldhahn langsam wieder zugeschraubt, und der Wertpapierbestand der drei grossen Zentralbanken dürfte gegen Ende 2018 wieder zu sinken beginnen. Derweil bereitet die steigende chinesische Verschuldung Sorgen.

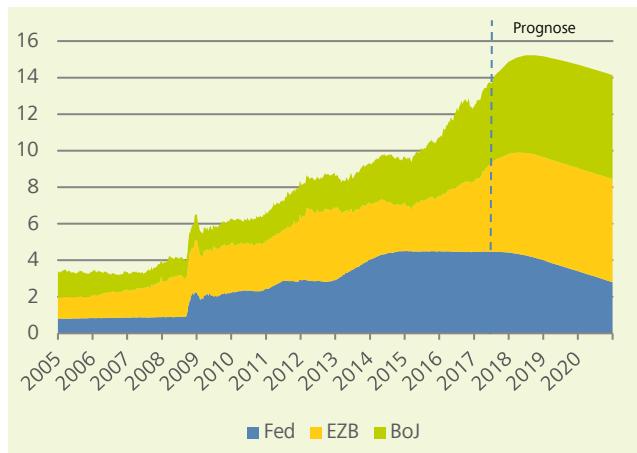
Die Wirtschaft und die Finanzmärkte werden sehr behutsam und zudem nicht überall gleichzeitig auf Entzug gesetzt. Einen ersten Schritt wird die Fed mit einer Verkürzung ihrer Bilanz ab Oktober machen. Die EZB ihrerseits hat ebenfalls begonnen, die Märkte auf eine weitere graduelle Drosselung ihres Anleihenkaufprogramms ab Anfang 2018 vorzubereiten. Ganz anders die BoJ, welche die schwächernde Inflation weiterhin mit Wertpapierkäufen von jährlich 80 Trillionen Yen (umgerechnet etwa 730 Milliarden US-Dollar) antreiben und zugleich aber auch die Renditen der zehnjährigen japanischen Staatsobligationen bei null halten will.

Die Fed will ihre Bilanz nach eigenen Angaben zuerst monatlich um 10 Milliarden USD, später monatlich um maximal 50 Milliarden USD reduzieren. Die EZB dürfte die monatlichen Käufe von gegenwärtig 60 Milliarden EUR im ersten Quartal 2018 wohl erst einmal auf 40 Milliarden Euro drosseln, und im weiteren Jahresverlauf ganz auslaufen lassen. Zusammengefasst könnte die gemeinsame Bilanz der drei weltweit grössten Zentralbanken damit in der zweiten Jahreshälfte 2018 ihren Höhepunkt mit über 15 Billionen US-Dollar (siehe Grafik) erreichen.

Generell erwarten wir bis dahin langsam ansteigende Renditen

Notenbank-Bilanzabschmelzung ist absehbar

Zentralbankbilanzen, Billionen USD



Quelle: Bloomberg, Vontobel Asset Management

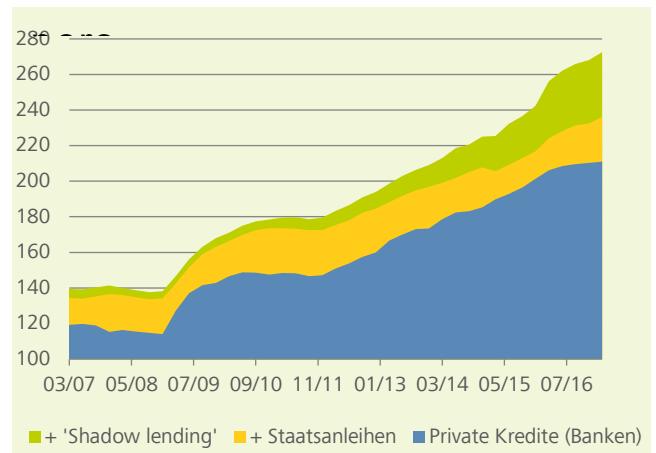
der Staatsobligationen. Zum Jahreswechsel 2018/19 dürfte dann die EZB das erste Mal einen Anstieg der Leitzinsen ins Auge fassen, was später auch die SNB zu einem ersten Zins-schritt veranlassen sollte. Die europäischen Notenbanken dürfen die Zinsen allerdings nur langsam nach oben anpassen.

Eine Finanzkrise «à la USA» ist in China eher unwahrscheinlich

Die Verschuldung der chinesischen Volkswirtschaft ist in den vergangenen Jahren auf beachtliche 260% des BIP gestiegen. Zwar hat sich die Kreditvergabe der Banken an die Wirtschaftssubjekte (siehe Grafik) stabilisiert. Ein grosses Problem bleibt jedoch das von den Nicht-Banken ausgehende Kreditwachstum. Diese sogenannten Schattenkredite gehen auf die Liberalisierung des chinesischen Finanzsektors zurück. Beunruhigend ist hierbei, dass die Zunahme dieser Art von Finanzierung der Entwicklung in den USA vor dem Platzen der «Sub Prime»-Immobilienblase 2007/2008 ähnelt. Es gibt jedoch zwei wesentliche Unterschiede: Erstens arbeiten die chinesischen Behörden bereits an der Lösung des Problems. Amerika hingegen ist unvorbereitet in die Krise geschlittert. Zweitens arten solche Verwundbarkeiten in der Regel erst dann in eine Finanzmarktkrise aus, wenn sich das makroökonomische Umfeld zu stark eintrübt. China hat die Wirtschaft jedoch bei einem drohenden Konjunkturteinbruch regemässig mit staatlichen Programmen angekurbelt. Deshalb ist über die nächsten zwei Jahre aus unserer Sicht keine Finanzkrise «à la 2007/2008» zu erwarten. Der Konjunkturverlauf und der Immobilienmarkt Chinas verlangt jedoch zunehmend Aufmerksamkeit.

Drastisches Wachstum der chinesischen Verschuldung

In % des chinesischen BIP



Quelle: Datastream, Vontobel Asset Management

Obligationen leicht untergewichtet

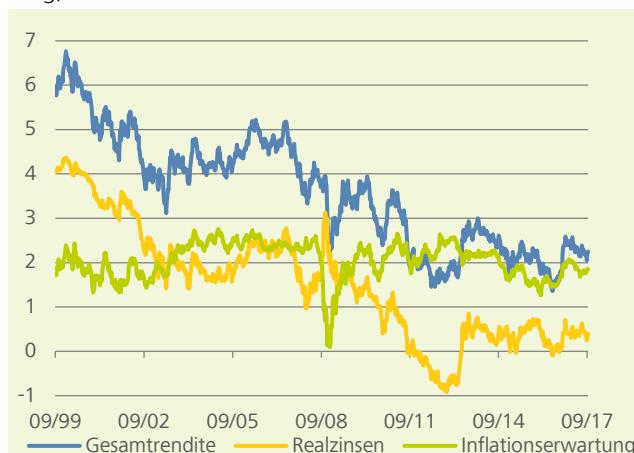
Staatsanleihen mit leichtem Renditeanstieg

Die nächsten Schritte der Notenbanken Richtung Zinsnormalisierung dürften am Kapitalmarkt zu leicht höheren Renditen führen. Ein rasanter Zinsanstieg ist allerdings nicht angezeigt. Das Umfeld bleibt vorteilhaft für Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen. Auch Schwellenländer-Obligationen dürften gut unterstützt bleiben.

Die US-Notenbank hat nach ihrem jüngsten Meeting kommuniziert, ab Oktober den Obligationenbestand auf ihrer Bilanz langsam zu reduzieren. Zudem ist auch ein weiterer Zinsschritt im Dezember wieder wahrscheinlicher geworden. Als Folge haben sich die Renditen von Staatsanleihen in den vergangenen Wochen wieder leicht nach oben bewegt. 10-jährige Eidgenossen rentieren wieder nahe bei 0% und somit am oberen Ende der Spanne seit Jahresbeginn. Im Oktober dürfte die Europäische Zentralbank die Reduktion der monatlichen Anleihenkäufe kommunizieren und so das leicht höhere Zinsniveau am Kapitalmarkt unterstützen. Ein rascher Zinsanstieg werden die Notenbanken allerdings zu verhindern wissen, womit das Umfeld für Unternehmensanleihen relativ vorteilhaft bleibt. Schwellenländeranleihen haben sich im Jahresverlauf resistent gegenüber Schwankungen an den Währungs- und Zinスマrkten gezeigt und gehören aufgrund der guten fundamentalen Vorgaben auch weiterhin zu unseren Favoriten im Bereich der Festverzinslichen.

Sinkende Staatsanleiherenditen sind durch niedrige Realzinsen getrieben

US-Treasuries: Gesamtrendite, Realzinsen und Inflationserwartung, in %



Quelle: Bloomberg, Vontobel Asset Management

Schnelle Trendwenden sind unwahrscheinlich

Auch mit den wieder leicht höheren Niveaus bleiben die Obligationenrenditen historisch sehr tief. Die Renditen bestehen aus den zwei Komponenten reale Renditen und Inflationserwartungen. Die realen Renditen korrespondieren mit den Wachstumsperspektiven und der Produktivität eines Landes. Darüber hinaus will ein Anleihenanleger auch für das wertschmälernde Inflationsrisiko entschädigt werden (Inflationserwartungen). In den vergangenen zwei Jahrzehnten ist die Inflation im «Westen» bei 1-2% stabil geblieben, ähnlich wie die Inflationserwartungen. Niedrigere Niveaus gab es nur kurz während der Krise von 2008. Der Rückgang der langfristigen Zinsen in den vergangenen Jahren liegt demnach an den Realzinsen (siehe Grafik 1, auf die meisten Industrieländer anwendbar). Dafür sind Faktoren wie Produktivität, demografische Entwicklung und Verschuldungsgrad ausschlaggebend. Das Produktivitätswachstum ging fast auf null zurück, das sinkende Bevölkerungswachstum belastete die Wirtschaft und die Gesamtverschuldung stieg an. Bei der Langfristigkeit dieser Trends sind schnelle Veränderungen unwahrscheinlich – bis zu einer Trendwende bei demografischen Entwicklungen oder beim Wachstum der Gesamtverschuldung können Jahrzehnte verstreichen. Künftig könnten die Realzinsen – und bis zu einem bestimmten Grad die Obligationenrenditen – in den meisten Industrieländern steigen. Dies wäre bei einer von uns erwarteten Zunahme der Investitionen zu einem Produktivitätsanstieg der Fall. Diese Tendenz zeichnet sich aber nicht unmittelbar ab.

Steigende Verschuldung in den Industriestaaten belasten die realen Renditen

Reale Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen sowie Verhältnis von Gesamtverschuldung zu BIP, invertiert



Quelle: Bloomberg, 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 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 schwächernder Dollar sind ein solides Umfeld für Anleihen aus Schwellenländern.



Tiefe Zinsen heizen Bewertungen an

Eine rückläufige Produktivität wirkt sich zwar nachteilig auf die Unternehmensgewinne aus, dafür sinken bei lahmender Wirtschaft tendenziell die Zinsen – was die Aktienbewertungen in die Höhe treibt. Bezüglich Produktivität gibt es Anzeichen einer leichten Verbesserung. Kurzfristig dürfte die beginnende Berichtssaison zum dritten Quartal den Märkten Halt geben.

Obwohl die Produktivität der Unternehmen seit der Finanzkrise zu wünschen übrig lässt, haben sich die Aktienmärkte dennoch positiv entwickelt. Ein Grund hierfür ist die Zinsentwicklung. Eine schwache Produktivität wirkt sich negativ auf das Wirtschaftswachstum aus, was – ceteris paribus – zu niedrigeren Zinsen an den Obligationenmärkten führt. Dadurch verringert sich auch der Diskontierungssatz, der bei der Umrechnung der künftigen Unternehmens-Cashflows auf Gegenwartswerte zum Tragen kommt. Diese fallen in der Folge höher aus – mit ein Grund für die derzeitig hohen Bewertungen an den globalen Aktienmärkten. Die Wechselwirkung zwischen niedrigem Diskontierungssatz und hohen Bewertungsindikatoren (wie etwa erwartetes Kurs/Gewinn- oder Kurs/Buchwert-Verhältnis) ist aus der Grafik 1 ersichtlich.

Höhere Bewertungen vor allem bei defensivem Sektor

Zusätzlich begünstigt die tiefe Produktivität die Bewertung der stabileren, defensiven Sektoren. Wegen dem tieferen Trend-

wachstum seit der Finanzkrise stellt fast jede kurzfristige Abschwächung der Wirtschaft sofort ein gewisses Rezessionsrisiko dar. Dies belastet die zyklischen Sektoren überproportional, und Anleger suchen in einer solchen Situation Zuflucht in konjunkturunabhängigen defensiven Titeln.

US-Steuererleichterung unterstützt

Wie geht es mit der Produktivität der Unternehmen weiter? Einerseits zeigen in den USA monatliche Umfragen der National Federation of Independent Business (NFIB) bei etwa 800 kleinen und mittelgrossen Betrieben, dass Steuern und Bürokratie seit Jahren zu den grössten Problemen gehören (siehe Grafik 2). Dies belastet die Produktivität seit der Finanzkrise zusätzlich. Andererseits besteht für die Firmen Hoffnung. Eine von der Regierung Trump in Aussicht gestellte Reduzierung der Steuerlast konkretisiert sich allmählich, auch wenn der ursprünglich angestrebte Unternehmenssteuersatz von 15% nicht umgesetzt werden kann. Beim Abbau von Regulierung gibt es jedoch Fortschritte. Amerikanische Banken beispielsweise konnten dank einer ersten Lockerung in diesem Jahr mehr Kapital an die Aktionäre ausschütten, was die Aktienkurse deutlich unterstützte.

Kurzfristig dürften die Aktienmärkte aber vor allem durch die beginnende Berichtssaison zum dritten Quartal beeinflusst sein. Die konjunkturellen Vorgaben bleiben positiv und sprechen für eine Fortsetzung des eingeschlagenen Gewinnrhythmus. Das dürfte zwar die Aktienkurse unterstützen, aber die Bewertungen bleiben teuer und somit das Potential für eine Aktienmarktrally limitiert.

Tiefe Zinsen lassen eine höhere Aktienbewertung zu

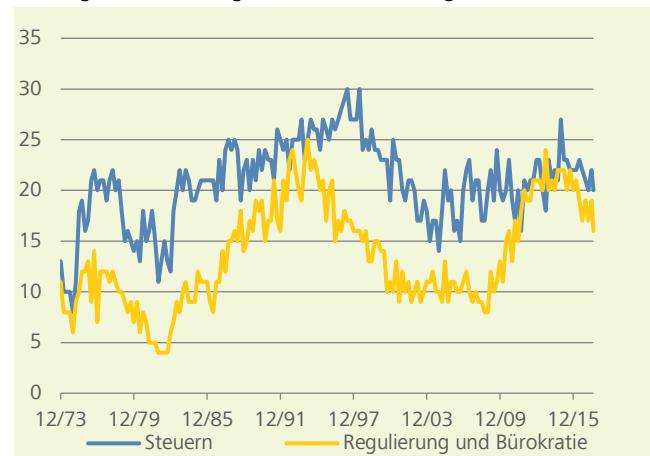
Diskontierungssatz und Bewertungsindikatoren



Quelle: FactSet, Credit Suisse HOLT, Vontobel Asset Management

Tiefe Produktivität wegen zu viel Staatsregulierung?

Wichtigste Probleme gemäss NFIB-Umfrage



Quelle: Bloomberg, 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 behalten daher die neutrale Positionierung bei. 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

Verhaltener Ausblick für Öl und Edelmetalle

In einem Umfeld ohne deutlich positive Angebots- und Nachfragesignale dürften Rohstoffe kaum über nennenswertes Aufwärtspotenzial verfügen. Wir haben daher unsere Allokation auf leichtes untergewichteten verringert. Ebenfalls untergewichtet bleiben wir bei Gold, während wir für Immobilienanlagen und Alternativen Strategien die neutrale, bzw. übergewichtete Positionierung beibehalten.

In den vergangenen Wochen haben sich die Rohstoffpreise von «überverkauften» Niveaus erholt. Dies war auch dem schwächeren handelsgewichteten US-Dollar zuzuschreiben (siehe Grafik 1). Die Preise der im Bloomberg-Rohstoffindex enthaltenen Rohstoffe dürften unserer Ansicht nach in den kommenden Wochen jedoch eher fallen als steigen. Die Ölnotierungen haben sich durch die sinkenden Lagerbestände in den USA in den vergangenen drei Monaten zwar wie erwartet erholt. Wir gehen jedoch davon aus, dass die Preise für ein Fass der Marke Brent nicht weit über 55 US-Dollar steigen werden. Ein Grund hierfür ist, dass es auf der Angebotsseite aufgrund der anhaltend starken Produktion der amerikanischen Schieferölindustrie keine Engpässe gibt. Wir rechnen damit, dass die Organisation erdölexportierender Länder (Opec) ihre vereinbarte Förderkürzung weiter ins Jahr 2018 hinein verlängern muss, um Preise über 50 US-Dollar zu gewährleisten.

Abnehmende Nachfrage nach Kupfer und Co.

Im Bereich der Industriemetalle haben überraschend starke Wirtschaftszahlen in China sowie einige Produktionsausfälle

Kupfer und andere Metalle auf ein «überkauftes» Niveau gebracht. Wir erwarten weiterhin, dass sich diese Entwicklung in der zweiten Jahreshälfte verlangsamen wird. Einer der Gründe dafür ist die deutlich restriktivere Geldpolitik in China, die voraussichtlich die Nachfrage nach Industriemetallen wie Kupfer senken wird. Auch die Preise für Edelmetalle sollten sich nach unten bewegen, wenn sich unser Szenario höherer US-Renditen als zutreffend erweist.

US-Zinsschritt könnte auf Rohstoffen lasten

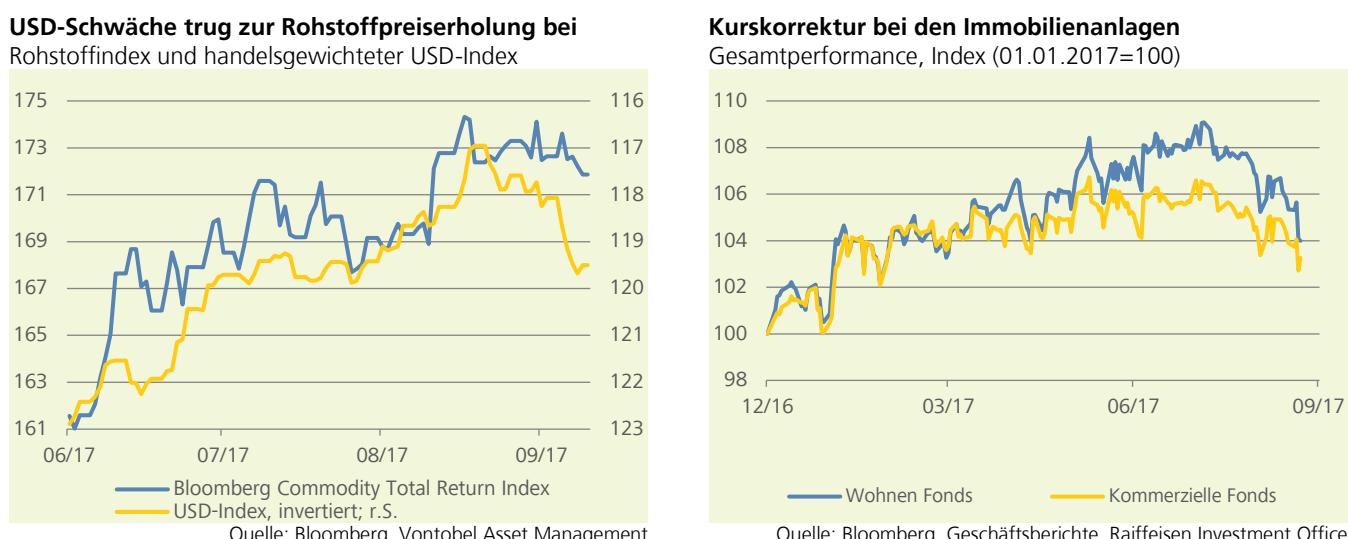
Steigende Zinsen könnten in den USA eine Abwärtsbewegung bei den Rohstoffkursen auslösen. Ein solches Szenario scheint angesichts der sukzessiven Normalisierung der US-Geldpolitik und einer möglichen Leitzinserhöhung realistisch. Zwar sind Finanzmarktteilnehmer bezüglich solcher Schritte extrem zurückhaltend. Wir vermuten aber, dass die amerikanische Notenbank durch beschleunigte Inflation schneller zum Handeln gezwungen sein wird. Allerdings ist bei den Rohstoffen auch mit keinem starken Preisrückgang zu rechnen. Dies gilt zumindest so lange, wie die Opec die Ölproduktion begrenzt und die chinesischen Behörden die Nachfrage nach Industriemetallen kontrollieren.

Immobilien-Erträge unter Druck

Die Leerwohnungsziffer der Schweiz ist im Vergleich zum Vorjahr erneut angestiegen und liegt mit 1.47% über dem langfristigen Mittel von 1.0%. Die zunehmenden Leerstände dürften auf die Erträge, der überwiegend in Mietwohnungen investierten Immobilienfonds dämpfende Effekte haben. Der Aufschlag gegenüber den Anleiherenditen bleibt dennoch weiterhin relativ attraktiv, weshalb wir an unserer neutralen Positionierung festhalten.

Kurskorrektur bei den Immobilienanlagen

Gesamtperformance, Index (01.01.2017=100)



Währungen

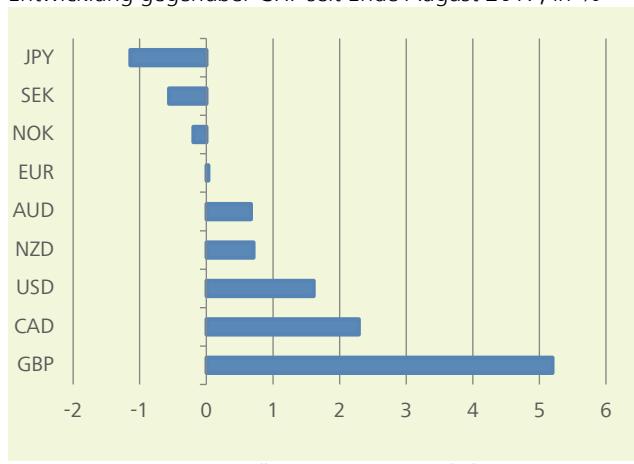
GBP sendet ein Lebenszeichen, bleibt jedoch risikobehaftet

Anzeichen für eine bevorstehende Zinserhöhung der BoE haben das Pfund in die Höhe getrieben. Dennoch bleibt die Währung risikobehaftet. Die derzeitige Korrektur des Euro dürfte sich noch etwas fortsetzen und schliesslich zu interessanten Einstiegsniveaus führen. Die schwedische Krone sehen wir weiterhin auf dem aufsteigenden, den japanischen Yen auf dem absteigenden Ast.

Aussichten auf einer höhere US-Inflation, weiterhin starke vorlaufende Konjunkturindikatoren und ein sich weiter einengender US-Arbeitsmarkt haben die von uns erwartete Erholung des USD nun eingeleitet. Dieser hat sowohl gegenüber dem CHF als auch dem EUR in den vergangenen Wochen zulegen können. Der Aufwärtstrend ist aus unserer Sicht jedoch zeitlich und im Ausmass begrenzt. So erwarten wir eine Konsolidierung des Greenbacks per Euro bei 1.15 und bei Parität gegenüber dem Franken. Notwendige Bedingung für eine weitere Hause der amerikanischen Währung wäre eine «aggressive» Steuerreform. Der dadurch ausgelöste Wachstumsschub und eine möglicherweise deutliche Leitzinserhöhung würden dann den USD zusätzlich stützen. In der längeren Frist sehen wir jedoch deutlich mehr Zinsschritte in der Eurozone als in den USA, insbesondere für den Fall, dass sich die politischen Risiken in der europäischen Peripherie weiter zurückbilden (Stichwort italienische Wahlen).

Das Britische Pfund hat in den letzten Wochen deutlich aufgewertet

Entwicklung gegenüber CHF seit Ende August 2017, in %



BoE vor Straffung der Geldpolitik

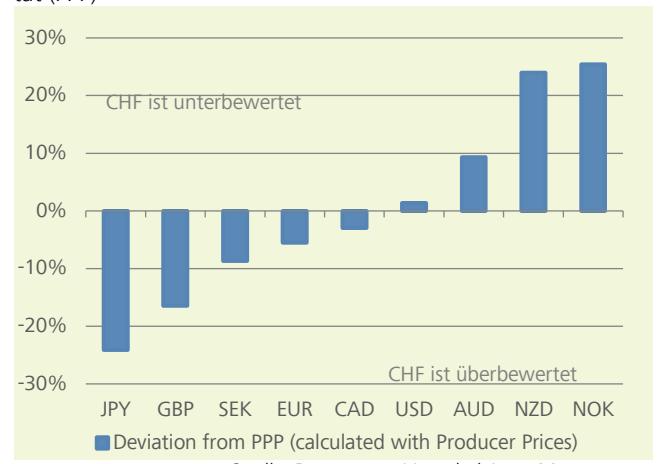
Das britische Pfund hat in den letzten Wochen eine bemerkenswerte Hause verzeichnet (siehe Grafik 1). Hintergrund hierfür war weniger der Verlauf der «Brexit»-Gespräche der Regierung mit der Europäischen Union, sondern vielmehr ein deutliches Signal der englischen Zentralbank. Diese ist nach eigenen Angaben gewillt, den gestiegenen Inflationsdruck mit einer straffen Geldpolitik zu bekämpfen. Allerdings machte Gouverneur Mark Carney deutlich, dass mögliche Zinserhöhungen vorerst überschaubar bleiben würden. Ein geschlossenes Auftreten der britischen Regierung in Brüssel – dies ist bislang noch nicht der Fall – könnte der Treiber für eine weitere Aufwertung in Richtung 1.40 gegenüber dem Franken sein.

Franken laut SNB weiterhin hoch bewertet

Der Franken ist nach den Worten von Thomas Jordan, dem Präsidenten der Schweizerischen Nationalbank (SNB), immer noch teuer (bei einem EUR/CHF-Wechselkurs von 1.14). Wir deuten die Aussage dahingehend, als dass ein Wechselkursniveau, bei dem die SNB ihre Bilanz zu kürzen beginnen könnte, noch nicht erreicht ist. Die SNB dürfte deshalb der sich abzeichnenden Normalisierung der Geldpolitik in der Eurozone erst mit einiger Verzögerung folgen. Dies würde wohl steigende Zinsdifferenzen zu Gunsten des Euro und somit einen höheren EUR/CHF Kurs bedeuten. Zudem könnten die politischen Risiken in Europa, die immer noch auf dem Euro lasten, weiter abnehmen. Voraussetzung hierfür ist, dass sich in Italien eine «eurofreundliche» Regierung an der Macht halten kann.

CHF ist weiterhin ggü. vielen Währungen überbewertet

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



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%	9.8%	0%	5%	40%	9.0%	0%	5%	40%	7.0%	0%	5%	40%	6.3%	0%	5%	40%	6.2%	
Cash				9.8%				9.0%				7.0%				6.3%				6.2%	
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)	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%	19.5%	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%		12.0%	10.5%		13.0%	13.0%		
	Aktien USA	0.0%	0.0%			4.0%	3.5%		8.0%	7.0%		7.0%	8.0%		10.5%	16.0%		14.0%	16.0%		
	Aktien Asia Pazifik / Japan	0.0%	0.0%			1.0%	1.0%		2.0%	2.0%		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%	16.5%	0%	15.0%	30%	16.5%	0%	15.0%	30%	16.5%	0%	15.0%	30%	16.2%	0%	15.0%	30%	15.8%	
Alternatieve 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%	2.5%	0%	3.0%	13%	2.5%	0%	3.0%	13%	2.5%	0%	3.0%	13%	2.5%	0%	3.0%	13%	2.5%	
Total	100%		100.0%		100%		100.0%		100%		100.0%		100%		100.0%		100%		100.0%		
Fremdwährung	6%		4.5%		16%		14.0%		26%		23.5%		37%		33.7%		48%		43.8%		
Aktuelle Quote***																					
USD	6%		4.5%		12%		10.0%		19%		16.5%		25%		21.7%		31%		26.8%		
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%		19.5%		31%		29.0%		41%		38.5%		52%		48.7%		63%		58.8%		

* 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	2.5	1.2	1.4	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	2.1	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	1.7	1.7
Eurozone	0.4	0.0	0.2	1.5	1.6
USA	1.6	0.1	1.3	2.0	2.0
China	2.0	1.4	2.0	1.7	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	1.33	1.50	2.00
JPY	0.08	-0.05	-0.05	0.00	0.00
Kapitalmarktzinsen					
Renditen 10-jährige Staatsanleihen (Jahresende; Rendite in %)					
CHF	-0.06	-0.18	-0.03	0.1	0.5
EUR (Deutschland)	0.66	0.23	0.48	0.6	1.0
EUR (PIIGS)	2.05	2.01	2.06	2.2	2.5
USD	2.30	2.45	2.36	2.6	2.8
JPY	0.26	0.04	0.07	0.1	0.1
Wechselkurse					
Jahresende					
EUR/CHF	1.09	1.07	1.14	1.15	1.18
USD/CHF	1.00	1.02	0.97	0.99	0.99
JPY/CHF (pro 100 JPY)	0.83	0.87	0.86	0.85	0.90
EUR/USD	1.09	1.05	1.18	1.16	1.19
USD/JPY	120	117	113	116	110
Rohstoffe					
Jahresende					
Rohöl (Brent, USD/Barrel)	37	57	57	50	50
Gold (USD/Unze)	1061	1152	1274	1250	1250

*02.10.2017

Herausgeber

Raiffeisen Investment Office

Raiffeisenplatz

9000 St. Gallen

investmentoffice@raiffeisen.ch

Internet

www.raiffeisen.ch/anlegen

Beratung

Kontaktieren Sie Ihren Anlageberater oder Ihre lokale Raiffeisenbank

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

Weitere Publikationen

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

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

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 Kotierungsinsrat und keinen Emissionsprospekt gem. Art. 652a bzw. Art. 1156 OR dar. Die alleine massgeblichen vollständigen Bedingungen sowie die ausführlichen Risikohinweise zu diesen Produkten sind 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 Performance daten 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.