

Anlagepolitik – November 2017

Raiffeisen Investment Office

Erfüllt ist nur noch genügend

Raiffeisenbank Regio Frick, Hauptsitz Frick

Architekt: Brem & Zehnder AG und PO4 seiler+den hartog architekten GmbH

Fotograf: Brem & Zehnder AG

RAIFFEISEN

Inhalt

| | |
|---|----|
| Taktische Asset Allokation im Überblick | 3 |
| Marktkommentar Erfüllt ist nur noch genügend | 4 |
| Konjunktur China beeindruckt mit Reformeifer | 5 |
| Obligationen EUR-Staatsanleihen leiden am stärksten unter EZB-Rückzug | 6 |
| Aktien Zentralbanken vor heikler Aufgabe | 8 |
| Alternative Anlagen Fracker geben OPEC Takt vor | 10 |
| Währungen USD dürfte nur noch kurzfristig Luft nach oben haben | 11 |
| Portfolio-Übersicht | 12 |
| Prognosen | 13 |

Taktische Asset Allokation im Überblick

| Anlageklasse | untergewichtet | | neutral | übergewichtet | |
|--|----------------|--------|---------|---------------|-------|
| | stark | leicht | | leicht | stark |
| Cash | | | | o | |
| Obligationen (angestrebte Laufzeit: 6.0 J.)* | | o | | | |
| CHF mit hoher bis mittlerer Kreditqualität | | o | | | |
| Fremdwährung mit hoher bis mittlerer Kreditqualität (hedged) | | 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 tendenziell weiter steigender Unternehmensgewinne, bleiben Aktien weiter teuer bewertet was eine Euphorie angesichts strafferer Geldpolitik verhindert. Weiterhin aufgehellt zeigt sich hingegen das konjunkturelle Umfeld, wozu insbesondere auch die Schwellenländer beitragen.
2. Die EZB gibt ihren Notfallmodus allmählich auf und drosselt die Käufe von Staatsanleihen aus der Eurozone. Obwohl die Liquidität nur sehr langsam abnimmt, werden europäische Staatsanleihen mit sehr niedrigen (oder negativen) Renditen, die von «Kernländern» ausgegeben werden, während dieser Normalisierungsphase wohl zu leiden haben.
3. Unser Ausblick für Öl bleibt verhalten, denn die US-Schieferölunternehmen kurbeln die Produktion weiter an. Dies übt Druck auf den Rohölpreis aus. Ebenfalls skeptisch bleiben wir für Gold, während wir für indirekte Immobilienanlagen eine neutrale und für alternative Strategien eine übergewichtete Quote für angezeigt halten.

Marktkommentar

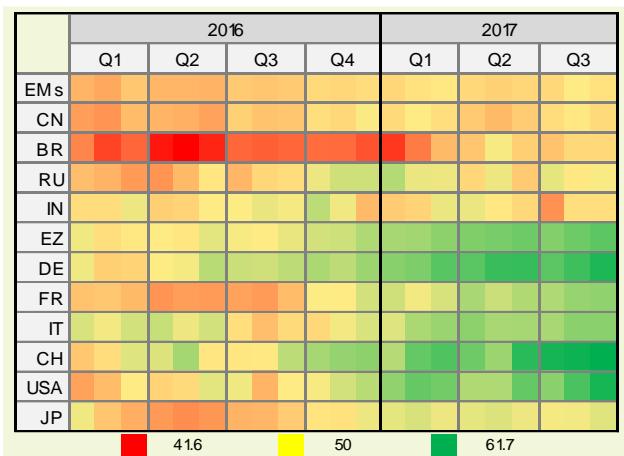
Erfüllt ist nur noch genügend

Trotz tendenziell weiter steigender Unternehmensgewinne, bleiben Aktien weiter teuer bewertet was eine Euphorie angesichts strafferer Geldpolitik verhindert. Weiterhin aufgehellt zeigt sich hingegen das konjunkturelle Umfeld, wozu insbesondere auch die Schwellenländer beitragen.

Die positive Entwicklung bei den Unternehmensgewinnen scheint auch bei der aktuell laufenden Berichtssaison anzuhalten. Setzt sich der Trend weiter fort, so dürften auch die Ergebnisse für das dritte Quartal die Erwartungen steigender Gewinne grossmehrheitlich erfüllen. Wobei dieses „erfüllen“ nicht mehr ausreicht, um fulminante Kursfeuerwerke auszulösen, sondern lediglich genügt, den eingeschlagenen Kurspfad vorerst zu unterstützen. Ein Kurspfad, der trotz des mittlerweile mehr als reifen Bullenmarktes vielfach nach oben zeigt – eindrücklich illustriert durch immer neue Allzeithöchs an vielen Aktienbörsen. Und selbst wenn Unternehmensdaten zu einem Kursdruck bei den entsprechenden Aktien sorgen, ist der leise Anflug von Anlegerbesorgnis ebenso schnell wieder verflogen. Vielmehr werden die dergestalt leicht korrigierten Kurse gleich wieder als interessante Einstiegsniveaus betrachtet. Salopp formuliert, möchte niemand die Party verlassen, wenn es am schönsten ist, sondern alle wollen bleiben, solange die Musik spielt. Wir halten auf jeden Fall an unserer Meinung fest, dass die Anleger gegenwärtig die möglichen Turbulenzen etwas zu sorglos sehen, welche der Fahrt aufnehmende Rückzug der Notenbanken verursachen könnte. Eine Erhöhung der Aktienquote erscheint vor diesem Hintergrund weiter nicht angezeigt.

Konjunktur zeigt sich auf breiter Front aufgehellt

Einkaufsmanagerindizes für Verarbeitendes Gewerbe



Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Investment Office

Gleichzeitig bleibt in dieser Situation ein übergewicht von alternativen Strategien sinnvoll, welche sowohl steigenden aber auch von fallenden Märkten profitieren und gleichzeitig zur Diversifikation des Portfolios beitragen.

Intaktes Konjunkturmfeld

Nach wie vor aufgehellt präsentiert sich hingegen das globale Konjunkturmfeld (siehe Grafik). In den USA brummt der Wirtschaftsmotor weiterhin solide und das Konsumentenvertrauen ist trotz weiterhin ausbleibender grosser Reformen der Trump-Administration zuletzt sogar auf den höchsten Stand seit rund 16 Jahren geklettert. Und auch in der Eurozone weist die konjunkturelle Erholung weiterhin eine stabile Basis auf und bleibt breit abgestützt. Was sich nicht zuletzt auch im Kurs der Gemeinschaftswährung widerspiegelt. Denn obwohl zuletzt die Zentrifugalkräfte für das politische Europa wieder sichtbarer geworden sind – einerseits Wahlerfolge von Parteien, die europäischen Zielvorstellungen zumindest nicht vollumfänglich zu stimmen, andererseits verstärkte Autonomie- oder gar Separationsbestrebungen innerhalb einzelner Länder – neigt der Euro nicht zur Schwäche. Gegenüber zum Schweizer Franken setzt sich sogar der Aufwertungstrend weiter fort (siehe Grafik).

Zu der weltweit stabilen Konjunkturlage tragen weiterhin auch die Schwellenländer entscheidend bei, zumal sich die Rohstoffpreise weiter gefestigt zeigen. Ein Umfeld, das im Niedrigzinsumfeld nach wie vor ein leichtes Übergewichten für Schwellenländeranleihen rechtfertigt.

santosh.brivio@raiffeisen.ch

Trotz Turbulenzen: EUR setzt Aufwertung ggü. CHF fort EUR/CHF



Konjunktur

China beeindruckt mit Reformeifer

China verblüfft mit robusten Wirtschaftszahlen und neuem Reformwillen. Die robuste Weltwirtschaft und der schwächere Franken verleihen der Schweizer Wirtschaft Rückenwind. Eine Zinsnormalisierung in der Schweiz liegt dennoch in weiter Ferne.

China schlägt sich weiterhin wacker. Zwar hat sich das Wirtschaftswachstum von 6.9 Prozent im ersten Halbjahr (im Vorjahresvergleich) auf 6.8% abgeschwächt, doch die Konjunktur zeigt sich bemerkenswert robust (siehe Grafik 1). Dies gilt insbesondere unter Berücksichtigung der restriktiveren chinesischen Geldpolitik im ersten Halbjahr, die sich in höheren Interbankenzinssätzen niederschlug. Das von der Regierung propagierte Wachstumsziel von mindestens 6.5% Wachstum dürfte problemlos erreicht werden, sollte jedoch in Zukunft an Bedeutung verlieren. So deutete der chinesische Präsident Xi Jinping in seiner Rede auf dem chinesischen Parteikongress an, dass künftig nicht mehr nur quantitative, sondern auch qualitative Ziele in Bereichen wie Lebensstandard und Sozialwesen im Vordergrund stehen werden. Dies erscheint als ein wichtiger Schritt, und wir deuten Xis Aussage als eine Bekennung zu lange überfälligen Reformbestrebungen. Nun dürfte neben Korruptionsbekämpfung und der Sanierung oder sogar Schließung von unrentablen Staatsbetrieben auch die Beseitigung von Überkapazitäten in der Wirtschaft verstärkt in den Fokus rücken.

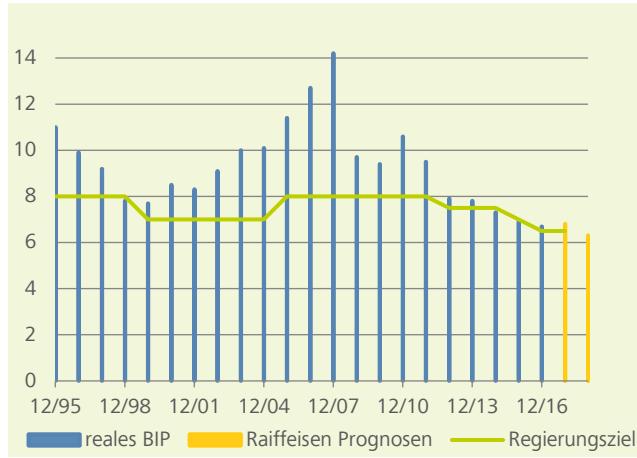
Weitere Aufhellung für Schweizer Industrie erwartet

Die robuste Konjunktursituation in China kommt nicht zuletzt auch der Schweiz zu Gute. Denn die steigenden Auftragseingänge und die Beschleunigung des Umsatzwachstums bei den Schweizer Industrieunternehmen werden neben dem Nachfragegewachstum aus der EU vor allem auch von jenem aus Asien getrieben. Freuen über die chinesische Wirtschaftslage dürfte sich insbesondere die gebeutelte Schweizer Uhrenbranche. So hat sich der Ausblick für den Anteil der Ausfuhren nach China an den gesamten Schweizer Uhrenexporten zuletzt wieder stabilisiert, nachdem dieser zeitweilig von rund einem Drittel auf unter 20% abgerutscht war (siehe Grafik). Das vergangene Rekordwachstum liegt zwar in weiter Ferne. Das Exportvolumen zeigt jedoch wieder nach oben.

Der Ausblick hat sich aber auch in anderen, preissensitiveren Sektoren spürbar erholt. In allen Sektoren ist der Frankenschock allerdings noch nicht überwunden. Es gibt weiterhin zahlreiche Unternehmen und ganze Segmente, wie beispielsweise die Bekleidungsindustrie, deren Lagebeurteilung nahezu unverändert angespannt ausfällt. Und in der bereits seit Jahrzehnten unter Druck stehenden Druckindustrie hat sich das Geschäftsklima im Vorjahresvergleich sogar nochmals verschlechtert. Dank der nahezu unverändert dynamischen globalen Nachfrage sollten sich das Geschäftsklima und vor allem die Margen-Situation in der Schweizer Industrie im restlichen Jahresverlauf weiter aufhellen. Darüber hinaus dürfte sich die Abwertung des Frankens gegenüber dem Euro verzögert zunehmend positiv auf die Geschäftslage auswirken.

Chinas Konjunktur zeigt sich robust

Jährliches BIP-Wachstum, in %



Quelle: Bloomberg, Vontobel Asset Management

Uhrenexporte stabilisiert

Schweizer Uhrenexporte, in % yoy



Quelle: EZV, Raiffeisen Investment Office

Obligationen leicht untergewichtet

EUR-Staatsanleihen leiden am stärksten unter EZB-Rückzug

Die Europäische Zentralbank gibt ihren Notfallmodus allmählich auf und drosselt die Käufe von Staatsanleihen aus der Eurozone. Obwohl die Liquidität nur sehr langsam abnimmt, werden europäische Staatsanleihen mit sehr niedrigen (oder negativen) Renditen, die von «Kernländern» ausgegeben werden, während dieser Normalisierungsphase wohl zu leiden haben.

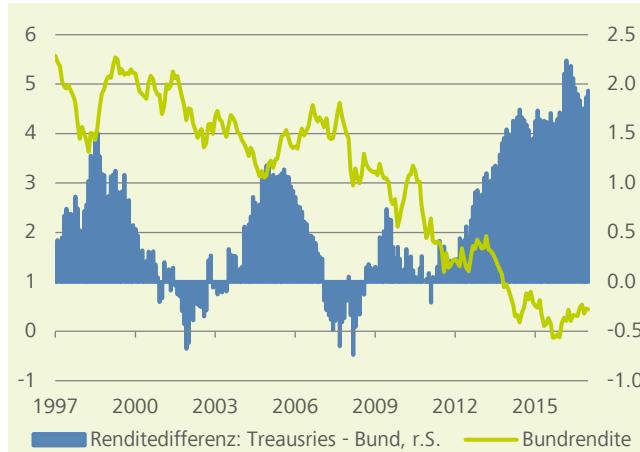
Seit der Ernennung Mario Draghis zum Präsidenten Ende 2011 hat die EZB ihre unorthodoxe Geldpolitik entschieden verfolgt. Sie flutete die Märkte mit Liquidität und kaufte im Gegenzug grosse Mengen an auf Euro lautenden Anleihen – und zwar zunächst Staats- und später Unternehmenspapiere mit dem Ziel, die Zinsen und Renditedifferenzen niedrig zu halten, um eine Erholung der Wirtschaft in der Eurozone zu ermöglichen.

Die Rückkehr zur Normalität hat ihren Preis

Nun stehen die Zeichen bei der EZB angesichts der guten Wirtschaftslage, leicht positiver Inflation und soliderer Banken auf Normalisierung. Die Drosselung der enormen Käufe von auf Euro lautenden Anleihen begann bereits 2017 mit der Senkung der monatlichen Transaktionen von 80 Milliarden auf 60 Milliarden Euro. Nach jüngsten Angaben wollen die Währungshüter die Anleihenkäufe um neun Monate bis Ende September 2018 verlängern, dafür aber auf monatlich 30 Milliarden Euro halbieren. Ein gänzlicher Stopp dürfte auf Ende 2018 erfolgen.

Rekordhohe Renditedifferenz zwischen deutschen Bunds und amerikanischen Treasuries

Renditedifferenz und Rendite, in %



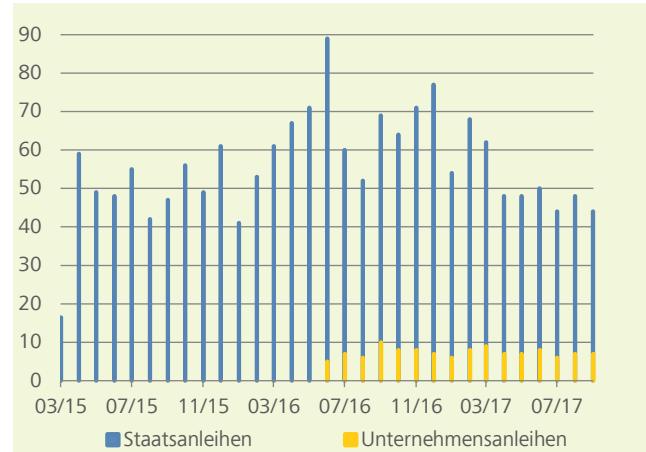
Quelle: Bloomberg, Vontobel Asset Management

So erfreulich die Rückkehr zur Normalität wäre – der Rückzug der EZB als wichtigster Käufer von Euro-Wertpapieren würde viel Liquidität aus dem Anleihenmarkt nehmen. Dadurch könnten die Anleihenkurse fallen und die Zinsen steigen – für «Fixed Income»-Anleger ein Albtraum. Grössere Turbulenzen dürften jedoch kaum drohen, da ein solches Szenario mehr oder weniger in den Kursen berücksichtigt sein sollte. Dennoch sind wir der Ansicht, dass Euro-Staatsanleihen mit niedrigen Renditen unter einen gewissen Verkaufsdruck geraten werden, da die Renditen steigen dürfen.

Anleger sollten vor diesem Hintergrund die Duration von Anleihenportfolios kurz halten und Papiere mit den niedrigsten Renditen wie deutsche Bundesanleihen vermeiden. Grafik 1 zeigt, dass die Renditedifferenz zwischen zehnjährigen US-Treasuries und deutschen Bundesanleihen auf einem Rekordhoch steht. Daraus geht hervor, dass Bundesanleihen angesichts ihrer niedrigen Renditen (zusammen mit schweizerischen Staatsanleihen) zu den unattraktivsten Staatspapieren der Industrieländer zählen. Euro-Unternehmensanleihen sollten hier einen besseren Schutz gegen steigende Zinsen bieten. Einerseits reagieren sie aufgrund ihrer Renditedifferenzen weniger empfindlich auf die Zinsen. Andererseits wird die EZB ihre Käufe von Unternehmensanleihen – wie 2017 bereits geschehen – in geringerem Masse drosseln als die von Staatsanleihen (siehe Grafik 2). Dies hat den einfachen Grund, dass die EZB im Unternehmenssegment noch immer viel mehr Anleihen innerhalb ihrer eigenen Grenzwerte kaufen kann

EZB hat mehr Drosselungspotential bei den Käufen von Staats- als bei jenen von Unternehmensanleihen

Monatliches EZB-Anleihekaufvolumen, in Mrd. EUR



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.



Zentralbanken vor heikler Aufgabe

Auf die globale Finanzkrise von 2008/2009 haben die grossen Zentralbanken mit Öffnung der Geldschleusen reagiert. Die für die Wirtschaft bestimmte Liquidität ist allerdings teilweise an den Finanzmärkten gelandet – mit der Konsequenz, dass verschiedentlich Preisblasen drohen. Zwar zeichnet sich ein graduelles Ende der Geldschwemme ab. Heikel wird ein solches Unterfangen aber allemal.

Als erste grosse Zentralbank hat die Fed nach der Finanzkrise der Wirtschaft unter die Arme gegriffen. Dagegen haben die EZB und die BoJ den Geldhahn erst später so richtig aufgedreht. Diese Notmassnahmen haben, wenn auch mit Verzögerung, die gewünschte Wirkung entfaltet: Die Konjunktur erholt sich in diesem Jahr gleichzeitig in allen grossen Wirtschaftsräumen. Noch ausgeprägter hat sich die Liquiditätszufuhr auf die Finanzmärkte ausgewirkt. In vielen Märkten sind die Immobilienpreise seit Längerem wieder im Steigen begriffen, haben die Zinsen historische Tiefstände erreicht und die Aktienmärkte eine Rekordjagd hingelegt. Zu Recht stellt sich damit die Frage, ob und in welchen Bereichen die Blasen nun zu platzen drohen.

Hohe Bewertung oder bereits Blase?

Doch wann wird aus einer hohen Bewertung eine Preisblase? Gemäss Ned Davis Research trifft Letzteres zu, wenn der absolute und relative Preisanstieg über zwei Jahre 100 Prozent überschreitet, die Preise über fünf Jahre um mindestens 50 Prozent

steigen und die Preise dann innerhalb von zwei Jahren vom Höhspunkt um mindestens 40 Prozent fallen. Das Problem hierbei ist natürlich, dass erst eine Korrektur folgen muss, damit sich eine Blase einwandfrei feststellen lässt.

Dies lässt sich anhand der Entwicklung der US-Börse Nasdaq verfolgen. Hier kam es zwischen 1997 bis 2002 zu einer klassischen Blasenbildung. Gegenwärtig ziehen an diesem wichtigen Marktplatz für Technologiewerte die Preise deutlich an. Daraus auf eine Blase zu schliessen, wäre allerdings verfrüht. Ein Vergleich der Bewertungen veranschaulicht, dass zum Beispiel das Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV) im Jahr 2000 deutlich höher war als zum jetzigen Zeitpunkt (siehe Grafik 1). Spricht man heute von Übertreibungen, kommt Beobachtern momentan wohl am ehesten der fulminante Anstieg der Internetwährung Bitcoin in den Sinn. Dieser stellt selbst die Entwicklung der Nasdaq von 1997 bis 2000 in den Schatten (siehe Grafik 2).

Zentralbanken vor schwierigem Spagat

Angesicht der gut laufenden Wirtschaft stehen die Zeichen nun allerdings auf eine Straffung der Geldpolitik, wiederum mit der US-Zentralbank als Vorreiterin. Die Finanzmärkte «auf Entzug» zu setzen, wird allerdings heikel werden. Ein Blick zurück zeigt, dass sich das Zudrehen des Geldhahns dämpfend auf die Bewertung der Aktienmärkte auswirkt. Die schwierige Aufgabe für die Zentralbanken lautet also einerseits eine Blasenbildung zu vermeiden, ohne gleichzeitig die Finanzmärkte in die Tiefe zu treiben und die Konjunktur abzuwürgen.

US-Börse Nasdaq als «gebranntes Kind»: momentan noch keine Blasenbildung

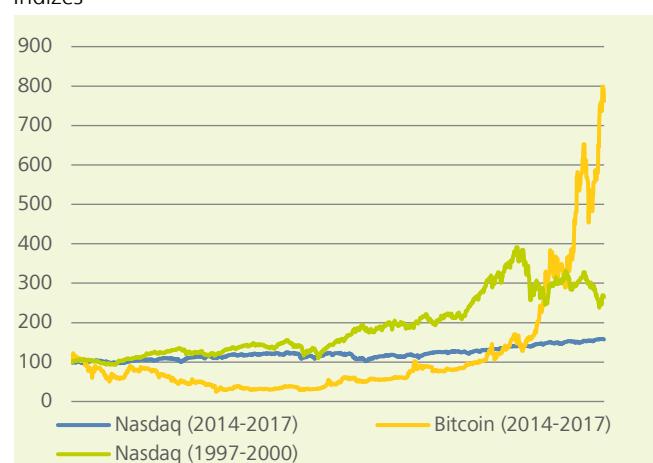
Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV)



Quelle: Datastream, Vontobel Asset Management

Verglichen mit Bitcoin oder der Dotcom-Blase zeigt sich beim Nasdaq noch keine exorbitante Übertreibung

Indizes



Quelle: Datastream, Vontobel Asset Management

Aktien leicht untergewichtet

= Schweiz

Der Schweizer Markt ist auf Basis Kurs/Gewinn-Verhältnis weiterhin relativ teuer bewertet. Die Unternehmensgewinne weisen einen ermutigenden Trend auf. Wir halten die Allokation auf neutral.

= Europa

Bei einer breiteren Entspannung in der Eurozone aufgrund der politischen Beruhigung und einer robusten Konjunkturerholung halten wir die Allokation weiterhin auf neutral. Insbesondere für Banktitel verorten wir weiter Potenzial.

- USA

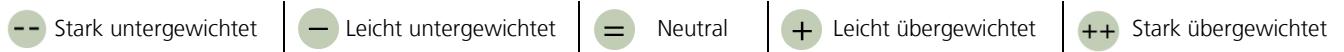
Die hohen Erwartungen an das Konjunkturprogramm scheinen je länger desto mehr nicht berechtigt zu sein und bergen Enttäuschungspotenzial. Die Schweiz und Europa sind taktisch im Vorteil.

= Japan

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

Fracker geben OPEC Takt vor

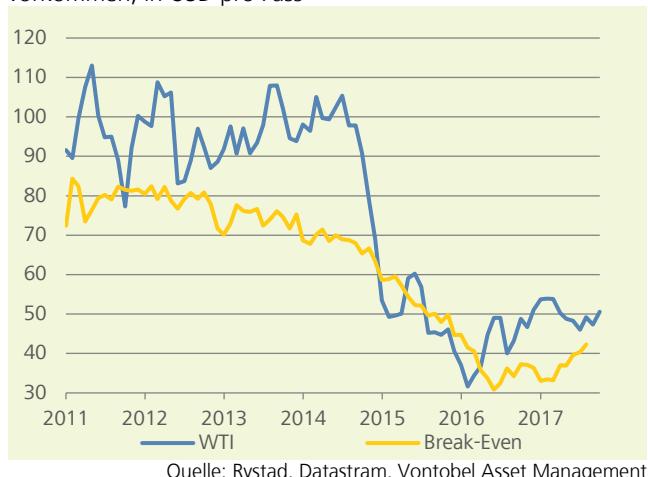
Unser Ausblick für Öl bleibt verhalten, denn die US-Schieferölunternehmen kurbeln die Produktion weiter an. Dies übt Druck auf den Rohölpreis aus. Die Gegenspieler der Fracker, die OPEC sowie Russland, kommen daher um Stützungsmassnahmen nicht umhin. Ebenfalls skeptisch bleiben wir für Gold, während wir für indirekte Immobilienanlagen eine neutrale und für alternative Strategien eine übergewichtete Quote für angezeigt halten.

Ende November jährt sich die von der Opec und Russland beschlossene Kürzung der Förderermengen. Diese hatte zum Ziel, die rekordhohen Lagerbestände auf ein langfristig verträgliches Niveau zu drücken und den Erdölprix zu stützen. Letztlich sollten die Staatshaushalte der Opec-Mitgliedsstaaten entlastet werden. Der gewünschte Effekt scheint sich teilweise eingestellt zu haben: Die Lagerbestände sind gesunken und Erdöl hat sich etwas verteuert. Die Sorgen des Kartells und von Russland sind aber kaum kleiner geworden. Eine Verlängerung der Förderkürzungen steht daher im Raum, möglicherweise bis Ende 2018. Dies stützt die These des «Opec Put», einer Art Mindestpreis für das schwarze Gold. Wir gehen davon aus, dass das Kartell die Ölnotierungen auf einem Niveau von über 50 US-Dollar pro Fass halten möchte.

Steigen die Förderkosten in den USA?

Zurzeit ist der Erdölprix in Richtung 60 US-Dollar geklettert, jedoch glauben wir nicht an weitere Höhenflüge. Grund für diesen verhaltenen Ausblick ist das weiter sprudelnde Erdöl aus

Erdölpriese derzeit über Fracking-Produktionskosten
WTI-Preis und Break-Even Kosten in den vier Haupt-Schieferölvorkommen, in USD pro Fass



amerikanischem Schiefergestein. Bei einem Preisniveau von mehr als 50 US-Dollar für die Marke WTI ist das Geschäft für US-Förderer lohnend. Da ihre Gewinnschwelle momentan deutlich unter dem Erdölprix liegt (siehe Grafik 1), können sie neue Erdöllquellen anzapfen und damit das geringere Angebot der OPEC ausgleichen.

Ob sich das US-Schieferölgeschäft weiterhin als profitabel erweist, bleibt abzuwarten. Einerseits könnte die Branche angesichts der brummenden amerikanischen Wirtschaft zunehmend Schwierigkeiten haben, qualifizierte Arbeiter zu finden. Möglicherweise müssten die Produzenten dann die Löhne anheben. Andererseits könnten Neuerungen bei der Fördertechnik die Produktionskosten verringern.

US-Steuerreform könnte Goldpreis drücken

Der Goldpreis – gegenwärtig in einer Spanne von 1'200 bis 1'300 US-Dollar pro Feinunze – hängt massgeblich von der Entwicklung der amerikanischen Realzinsen ab. Ziehen diese an, werden Anlageklassen, die Zinsen abwerfen, aus Anlegersicht attraktiver, mit entsprechend negativen Konsequenzen für das gelbe Metall (siehe Grafik 2). Momentan sind US-Zinsen im Steigen begriffen. Dies nicht zuletzt wegen der Hoffnungen auf eine Steuergesetzreform, die wiederum die amerikanische Notenbank zu einer schnelleren Straffung der Geldpolitik zwingen könnte. Allerdings müssen die Steuerpläne noch vom US-Kongress abgesegnet werden – kein einfaches, aber auch kein unmögliches Unterfangen, bei dessen Gelingen die Goldnotierungen nachgeben dürften. Daher bleiben wir in Edelmetallen «leicht untergewichtet».

Goldpreis wird stark von den 10-jährigen Realzinsen beeinflusst

Goldpreis sowie Realrendite der US-Treasuries, in %



Währungen

USD dürfte nur noch kurzfristig Luft nach oben haben

Hoffnungen auf ein US-Steuerprogramm sowie die mögliche Neubesetzung des Zentralbank-Chefpostens verschaffen dem US-Dollar eine «zweite Luft». Diese dürfte ihm 2018 jedoch ausgehen – nicht zuletzt aufgrund einer sich abzeichnenden Normalisierung der europäischen Geldpolitik, die den Euro stützen dürfte.

Zwar hat die von uns erwartete Korrektur des Euro gegenüber dem USD begonnen und könnte sich noch etwas fortsetzen. Ein deutliches Absacken des EUR/USD-Wechselkurses unter 1.15 erwarten wir jedoch ebenso wenig wie ein klares Ausbrechen des USD/CHF-Kurses über Parität, ist die Straffung der US-Geldpolitik doch bereits einigermassen fortgeschritten. Zinserhöhungsphantasien bestehen deshalb eher in der Eurozone und der Schweiz, was den Euro und den Franken längerfristig stützen dürfte. Aber selbst bei EUR/CHF Niveaus um 1.20 erwarten wir nicht, dass die SNB von ihrer expansiven Politik abrückt. Denn dies würde wohl den derzeitigen Abwertungsdruck auf den Franken neutralisieren.

Wer rückt an die Spitze der Fed

Ob sich der USD in nächster Zeit deutlicher erholt, hängt auch davon ab, wen Donald Trump an die Spitze der Zentralbank beruft. Die Ernennung eines «Falken» wie Gary Cohn, John Taylor oder Kevin Warsh – diese wollen die Geldpolitik tendenziell schneller normalisieren – könnte für die Währung positiv sein. Einen ähnlichen Effekt hätten voraussichtlich Fortschritte

bei der Steuerreform sowie die von uns erwartete Zinserhöhung in den USA im Dezember. Umgekehrt dürfte Trumps Bestätigung der Amtsinhaberin Janet Yellen oder die Ernennung von Jerome Powell dem «Greenback» kaum Impulse verleihen.

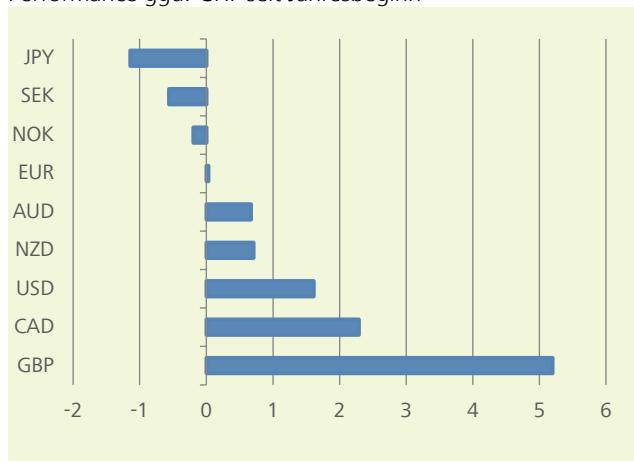
In Osteuropa und Schweden steigt derweil der Druck zur Normalisierung der Geldpolitik. Schweden befindet sich hinsichtlich Inflation und Inflationserwartungen seit einigen Monaten am Ziel, und das Wirtschaftswachstum könnte sich auf 4 bis 5 Prozent beschleunigen. Unserer Meinung nach wird die schwedische Riksbank jedoch der Europäischen Zentralbank «den Vortritt» lassen, was einer graduellen Aufwertung der Krone jedoch nicht im Weg stehen sollte. Polen und Ungarn wiederum dürften Tschechien folgen und in 2018 die Leitzinsen erhöhen – mit positiven Auswirkungen für den Zloty und den Forint. Schliesslich lässt das Lohnwachstum von 6 Prozent in den osteuropäischen Ländern einen Inflationsschub erwarten.

Wahlen in Japan bestätigen geldpolitischen Kurs

Die Wahlen in Japan haben Premierminister Shinzo Abe im Amt bestätigt und der Regierung eine Zweidrittelmehrheit im Parlament beschert. Nach unserem Dafürhalten stellt dies die Weichen für eine Fortführung der derzeit expansiven Geld- und Fiskalpolitik. Im Umfeld tendenziell steigender Renditen in den USA bleiben wir daher bei unserer USD/JPY-Prognose von 116 auf drei Monate.

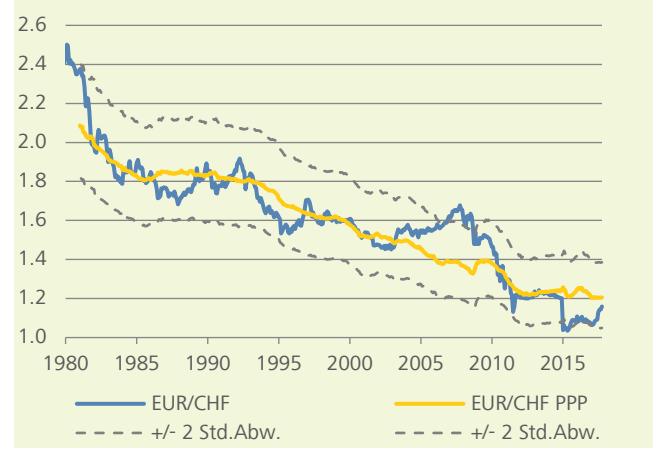
Europäische Währungen mit starker Entwicklung im 2017

Performance ggü. CHF seit Jahresbeginn



Franken nähert sich seinem fairen Wert

Effektiver und fairer EUR/CHF-Kurs auf Basis von 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% | | 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% | 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% | |
| Alternatiave Strategien (CHF Hedged) | 0% | 4.0% | 14% | 7.0% | 0% | 4.0% | 14% | 7.0% | 0% | 4.0% | 14% | 7.0% | 0% | 4.0% | 14% | 7.0% | 0% | 4.0% | 14% | 7.0% | |
| Immobilien Schweiz | 0% | 5.0% | 15% | 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 | 1.38 | 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 | -0.06 | 0.1 | 0.5 |
| EUR (Deutschland) | 0.66 | 0.23 | 0.41 | 0.6 | 1.0 |
| EUR (PIIGS) | 2.05 | 2.01 | 1.92 | 2.2 | 2.5 |
| USD | 2.30 | 2.45 | 2.41 | 2.6 | 2.8 |
| JPY | 0.26 | 0.04 | 0.07 | 0.1 | 0.1 |
| Wechselkurse | | | | | |
| Jahresende | | | | | |
| EUR/CHF | 1.09 | 1.07 | 1.16 | 1.16 | 1.20 |
| USD/CHF | 1.00 | 1.02 | 1.00 | 0.99 | 0.98 |
| JPY/CHF (pro 100 JPY) | 0.83 | 0.87 | 0.88 | 0.85 | 0.89 |
| EUR/USD | 1.09 | 1.05 | 1.16 | 1.17 | 1.22 |
| USD/JPY | 120 | 117 | 114 | 116 | 110 |
| Rohstoffe | | | | | |
| Jahresende | | | | | |
| Rohöl (Brent, USD/Barrel) | 37 | 57 | 61 | 50 | 50 |
| Gold (USD/Unze) | 1061 | 1152 | 1270 | 1250 | 1250 |

*30.10.2017

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/lhre+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 Kotierungsinserrat 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.