



Anlagepolitik – Dezember 2017

Raiffeisen Investment Office

Solide Ausgangslage für den Schlussmonat

Raiffeisenbank Pierre Pertuis, Hauptsitz Sonceboz-Sombeval

Architekt: Sollberger Bögli Architekten AG, Biel

Fotograf: Darrin Vanselow

RAIFFEISEN

Inhalt

Taktische Asset Allokation im Überblick	3
Marktkommentar Solide Ausgangslage für den Schlussmonat	4
Konjunktur Schweizer BIP - Überfällige Wachstumsbeschleunigung	5
Obligationen Noch Ertragspotenzial für risikoreichere Anleihen	6
Aktien Weder zu heiss, noch zu kalt	8
Alternative Anlagen Unerwartet deutliche US-Zinserhöhung könnte Gold belasten	10
Währungen Frankenschwäche dürfte vorerst anhalten	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

- Die konjunkturellen Vorgaben schaffen ein robustes Marktumfeld für den Dezember. Das spricht dafür, dass sich 2017 als Jahr mit historisch wenig Kursschwankungen auszeichnen wird, trotz diverser politischer Störfeuer. Wir halten daher an unserer neutralen Allokation für Aktien aus der Schweiz und der Eurozone fest.
- Bei den Obligationen hält das aufgehellt Umfeld für die Schwellenländer weiter an, weshalb wir die Perspektiven für entsprechende Staatsanleihen als positiv beurteilen. Gleichzeitig rechtfertigen die anhaltend niedrigen Zinsen in den Industriestaaten nach wie vor ein Präferieren von Unternehmens- gegenüber Staatsanleihen.
- Das Ergebnis des OPEC-Meetings ist nicht geneigt, unsere skeptische Haltung für den Ölmarkt zu ändern. Zurückhaltend bleiben wir auch hinsichtlich des Ausblicks für Gold, während wir alternative Strategien weiterhin übergewichten. Neutral eingestellt bleiben wir hingegen bei indirekten Immobilienanlagen, wo die Ausschüttungsrenditen angesichts weiter tiefer Zinsen auf Obligationen weiterhin relativ attraktiv sind.

Marktkommentar

Solide Ausgangslage für den Schlussmonat

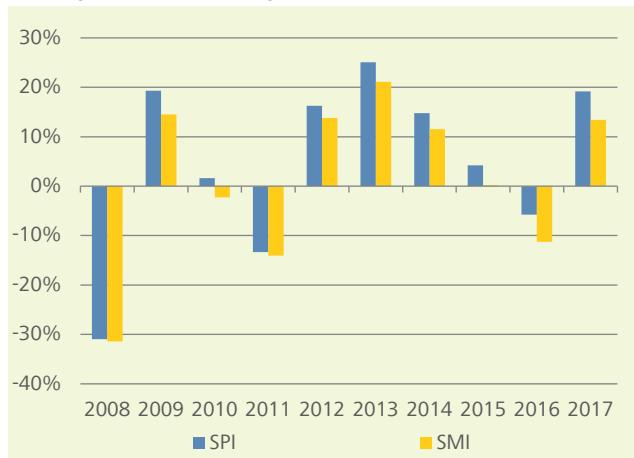
Die konjunkturellen Vorgaben schaffen ein robustes Marktumfeld für den Dezember. Das spricht dafür, dass sich 2017 als Jahr mit historisch wenig Kursschwankungen auszeichnen wird, trotz diverser politischer Störfeuer. Wir halten daher an unserer neutralen Allokation für Aktien aus der Schweiz und der Eurozone fest.

Nach einem insgesamt äusserst positiven Jahresverlauf nehmen die Märkte den Schlussmonat von einer soliden Ausgangslage in Angriff. Unterstützt durch die konjunkturellen Vorgaben, welche ein robustes und über weite Teile global synchrones Wirtschaftswachstum anzeigen, das bislang eine Fortsetzung des steigenden Trends bei den Unternehmensgewinnen ermöglichte. Auch die Schweizer Wirtschaft konnte sich im auslaufenden Jahr ansatzweise – wenn auch mit zum Teil deutlichen Unterschieden zwischen den einzelnen Sektoren – vom Frankenschock erholen. So liegt die erste BIP-Schätzung für Q3 bei 0.6% gegenüber dem Vorquartal, was die Jahreswachstumsrate zurück auf über 1% brachte.

Unterstützt durch diese konjunkturelle Aufhellung und den schwächeren Franken vermochten auch die Schweizer Aktien bis dato eine starke Jahresperformance zu verzeichnen. Seit der Finanzkrise konnte lediglich 2013 ein stärkerer Kursgewinn erzielt werden (siehe Grafik). Somit präsentieren sich sowohl der Schweizer als auch die amerikanischen, europäischen und japanischen Aktienmärkten in einer robusten Situation. Mit einer moderaten geldpolitischen Normalisierung in den kommenden

Bislang sehr positives Jahr für Schweizer Aktien

Jeweilige Kursentwicklung bis Ende November



Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Investment Office

Quartalen dürften die Schwankungen an den Aktienmärkten jedoch nach der anhaltenden Ruhe teilweise wieder etwas zunehmen. Im bisherigen Jahresverlauf hat der Swiss Performance Index lediglich an sechs Handelstagen einen Verlust von mehr als 1% ausgewiesen. Stärkere Korrekturen sollten allerdings durch die soliden Konjunkturdaten ausbleiben.

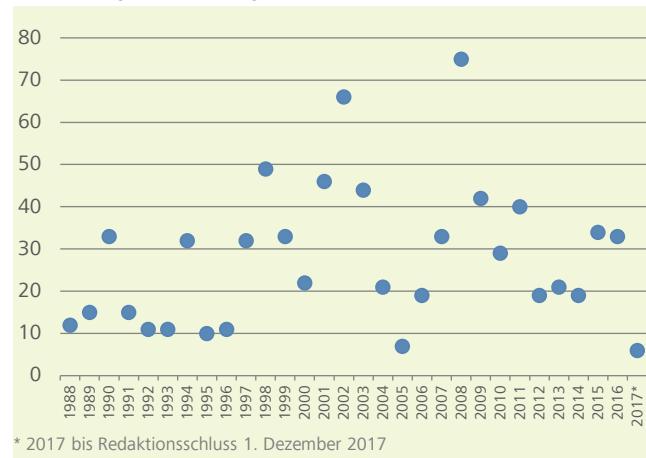
Relativ ereignisarm dürfte sich die Situation auch für die restlichen Anlageklassen präsentieren. Bei den Obligationen hält das aufgehellt Umfeld für die Schwellenländer weiter an, weshalb wir die Perspektiven für entsprechende Staatsanleihen als positiv beurteilen. Gleichzeitig rechtfertigen die anhaltend niedrigen Zinsen in den Industriestaaten nach wie vor ein Präferieren von Unternehmens- gegenüber Staatsanleihen.

Bei den alternativen Anlagen bleibt insbesondere für Öl die Nachrichtenlage nach dem OPEC-Treffen vorerst ebenfalls dünn. Ein Treffen, dessen Ergebnis nicht geneigt ist, unsere skeptische Haltung für den Ölmarkt zu ändern und eine Aufrechterhaltung der Untergewichtung angezeigt lässt. Zurückhaltend bleiben wir auch hinsichtlich des Ausblicks für Gold, während wir alternative Strategien weiterhin übergewichtet. Neutral eingestellt bleiben wir hingegen bei indirekten Immobilienanlagen. Zwar sind diese seit Sommer deutlich unter Druck geraten. Doch angesichts der extrem tiefen Zinsen auf Obligationen bleiben die stabilen Ausschüttungsrenditen von Immobilienfonds weiterhin relativ attraktiv.

roland.klaeger@raiffeisen.ch

2017 bisher mit historisch wenig Schwankungen

Anzahl Tage mit SPI-Tagesverlust von mehr als -1%



* 2017 bis Redaktionsschluss 1. Dezember 2017

Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Investment Office

Konjunktur

Schweizer BIP - Überfällige Wachstumsbeschleunigung

Die globale Konjunktur läuft rund. In der Eurozone sind die Stimmungswerte sogar nochmals angestiegen. Davon profitiert die Schweizer Industrie. Die starke Exportdynamik signalisiert auch eine kontinuierliche Erholung der Binnennachfrage.

Das Schweizer BIP-Wachstum hat im dritten Quartal weiter an Fahrt aufgenommen. Positive Impulse kamen wie bereits in den Vorquartalen vor allem vom Verarbeitenden Gewerbe. Die Beschleunigung des BIP-Wachstums war überfällig. Die Stimmungsumfragen unter den Schweizer Unternehmen signalisieren bereits seit letztem Jahr eine spürbar schnellere Gangart. Treiber ist die Exportnachfrage. Im Gegensatz zur Auslandsnachfrage blieb die Binnennachfrage bis zuletzt noch verhalten. Dies gilt einerseits für die inländische Investitionstätigkeit. Die Auslastung der Schweizer Industrie ist mittlerweile wieder auf ein Normalniveau angestiegen und die Ausrüstungsinvestitionen nehmen zu. Allerdings wollen bzw. können viele Unternehmen erst nach und nach mit einer nachhaltigen Verbesserung der Margensituation wieder vermehrt Expansionspläne realisieren. Die Divergenz bei den Auslands- und Inlandsaufträgen in der MEM-Industrie legt dies ebenfalls nahe.

Neben den Investitionen läuft der Konsum noch auf Sparflamme. Mit dem schwächeren Franken hat sich der Einkaufstourismus zwar nicht mehr ausgeweitet, er bleibt aber auf einem hohen Niveau. Darüber hinaus wirkt sich das in den letzten Quartalen verlangsamte Bevölkerungs- und Beschäftigungs wachstum zusammen mit der Rückkehr einer moderat positiven Teuerung dämpfend auf die Realeinkommen aus.

Auslandsaufträge geben Takt vor

Auftragseingang MEM-Industrie (Umfrage); Index (1q13=100)



Quelle: Swissmem, Raiffeisen Investment Office

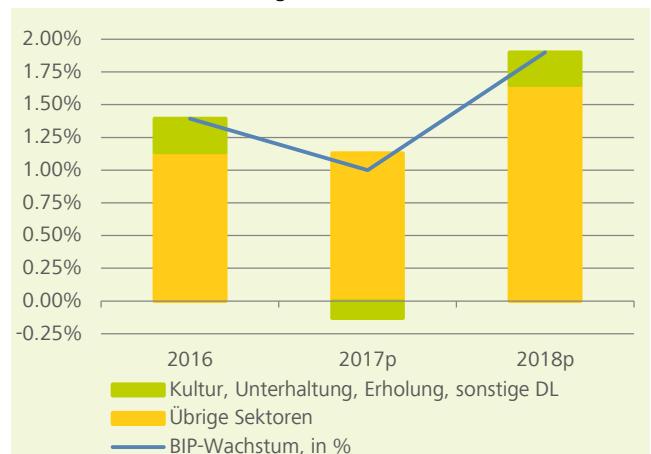
Das globale Wachstumsumfeld stellt sich zum Jahresende unverändert positiv dar. Zusammen mit verzögerten positiven Effekten der Frankenabwertung sollte sich die Schweizer Exportdynamik anhaltend solide entwickeln. Und die Beschäftigungspläne der Unternehmen zeigen mittlerweile wieder nach oben, womit für das kommende Jahr auch eine kontinuierliche Verbesserung bei der Binnennachfrage angezeigt ist. Insgesamt erwarten wir damit einen Anstieg des BIP-Wachstums von 1.1% in diesem Jahr auf 1.9% in 2018.

Sportliches BIP

Die BIP-Zahlen dürften die Verbesserung aber aufgrund statistischer Verzerrungen überzeichnen. Das langsamere BIP-Wachstum in 2017 ist wesentlich auf eine geänderte Erfassung der Wertschöpfung internationaler Sportgrossveranstaltungen zurückzuführen. Erlöse aus dem Verkauf kommerzieller Rechte von in der Schweiz beheimateten Sportverbänden werden neu dem Schweizer BIP hinzugerechnet (in der Rubrik „Kultur, Unterhaltung, Erholung, sonstige DL“ gemäss Produktionsansatz). So haben die Lizenzentnahmen der Olympischen Sommerspiele in Rio sowie der Fussball-EM in Frankreich das Schweizer BIP 2016 angehoben und in diesem Jahr zu einer Korrektur geführt (siehe Grafik). Die Olympischen Winterspiele in Südkorea und die Fussball-WM in Russland werden die Kassen der Sportverbände wieder klingeln lassen und das Schweizer BIP-Wachstum 2018 nach unserer Schätzung wohl um bis zu 0.3 Prozentpunkte höher ausfallen lassen.

Sport lässt BIP-Wachstum schwanken

Schweizer BIP, real, Beiträge zum Jahreswachstum



Quelle: SECO, Raiffeisen Investment Office

Obligationen leicht untergewichtet

Noch Ertragspotenzial für risikoreichere Anleihen

Zwar hat die US-Notenbank damit begonnen, die Liquiditätsspritzen zu drosseln. Andere grosse Zentralbanken fluten die Finanzmärkte jedoch weiter. Wir erwarten daher, dass hochverzinsliche Anleihen auch in den nächsten Monaten einen positiven Ertrag erzielen werden.

Die Anleihenmärkte verzeichneten 2017 durchwegs hohe Erträge, mit Ausnahme von schweizerischen und deutschen Staatspapieren (siehe Grafik 1). Diese als «sichere Häfen» geltenden Anleihen erlitten unter anderem Verluste, da die politischen Risiken in Europa nachliessen. Risikoreichere Anleihen hingegen verzeichneten zuweilen Erträge im zweistelligen Prozentbereich.

Unternehmensanleihen halten ihr Versprechen

Die meisten unserer Empfehlungen im Anleihenbereich haben sich 2017 bezahlt gemacht. Das gilt auch für unsere Entscheidung, beispielsweise Schweizerische und deutsche Staatsanleihen zu meiden. Die bevorzugten Unternehmensanleihen (Investment-Grade) entwickelten sich in den meisten Ländern besser als Staatsanleihen. Unterstützend wirkten sich hier zweifellos die Anleihekäufe der Europäischen Zentralbank aus.

Dank der sich allmählich verbessernden Situation des europäischen Bankensystems schnitten unter den risikoreichen Titeln nachrangige Bankanleihen («CoCos») am besten ab. Auch

Schwellenländeranleihen verzeichneten sehr hohe Erträge, was unter anderem auf die Verbesserung des Konjunkturmfelds zurückführen ist. Besonders Titel in Lokalwährungen, die wir den grössten Teil des Jahres über favorisierten, verbuchten eine besonders starke Performance. Hochzinsanleihen erzielten trotz der Sorgen um einen Rückgang der Kreditqualität (der nicht wirklich einsetzte) ebenfalls solide Erträge von rund sieben Prozent.

Vorerst hält der Trend an

Wird das positive Umfeld für Anleihen auch 2018 Bestand haben? Wir glauben ja, zumindest vorerst. Unsere Positionierung bleibt daher unverändert: Wir meiden schweizerische und deutsche Staatsanleihen und bevorzugen Unternehmensanleihen sowie Schwellenländeranleihen in Lokalwährung. Unsere Präferenzen beruhen auf der Erwartung, dass das aktuelle Umfeld mit einem synchronisierten globalen Wachstum und niedriger Inflation bis ins Jahr 2018 anhalten wird, was die meisten Anleihen mit einem Kreditrisiko stützen würde.

Warnsignale am Horizont

Trotz des Kurswechsels der US-Notenbank bei den Anleihekäufen werden sich die Bilanzen der grössten drei Zentralbanken der Welt bis weit ins nächste Jahr weiter aufblähen. Der Höhepunkt dürfte im dritten Quartal erreicht werden. Danach wird der Zufluss an Zentralbankliquidität allmählich versiegen, was auf die Anleihekurse drücken dürfte. Bis dahin bleiben die Risiken auf dem Obligationenmarkt unseres Erachtens limitiert.

Schweizer Staatsanleihen zählen im bisherigen Jahresverlauf zu den unattraktivsten Obligationen

Gesamtrenditen verschiedener Anleihen-Segmente



Quelle: BofaML, SBI, JPM, Vontobel Asset Management

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

Zentralbank-Bilanzsummen, in Billionen USD



Quelle: Fed, EZB, BoJ, Datastream, Vontobel Asset Management

Obligationen leicht untergewichtet

– Obligationen hoher bis mittlerer Kreditqualität

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

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

= Global High-Yield

Die Ausfallraten bei High-Yield Anleihen 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.



Aktien leicht untergewichtet

Weder zu heiss, noch zu kalt

Goldlückchen – bzw. «Goldilocks» auf englisch – steht in der Ökonomie für ein günstiges wirtschaftliches Szenario, das weder allzu «heiss», noch allzu «kalt» ist. Im Moment scheint einem weiteren Anstieg an den Aktienmärkten auch im nächsten Jahr wenig im Wege zu stehen. Wegen der hohen Bewertung würden Gewinnenttäuschungen aber schnell zu Kurverlusten führen.

Im Jahr 2017 befeuerte die erfreuliche Gewinnentwicklung vieler Unternehmen die Hause bei den Aktien. Zudem liessen Ängste vor einer Konjunkturdelle nach und die befürchteten politischen Krisen in Europa blieben aus. Im Jahr zuvor sah die Lage noch anders aus. Zu sehr schwachen Wirtschaftsdaten aus Amerika im ersten Quartal 2016 gesellte sich der Brexit-Schock Mitte Jahr. Dies führte 2016 zu heftigen Verwerfungen an den Börsen.

Sehr robuste Gewinnentwicklung

Im bisherigen Jahresverlauf verzeichneten Unternehmen aus Japan und der Eurozone ein Gewinnwachstum von jeweils 19 Prozent («globale» Gewinnzunahme gemessen am MSCI Weltaktienindex +14 Prozent). Zur guten Stimmung an den Börsen trug generell bei, dass die Gewinnsschätzungen über das ganze Jahr nicht nach unten angepasst wurden (siehe Grafik1). Dies ist sehr unüblich: Normalerweise sind die Analysten zu Jahresanfang jeweils zu optimistisch und müssen ihre Prognosen für

Unternehmensgewinne über den Jahresverlauf revidieren. Bezuglich solcher Gewinnrevisionen – dem Verhältnis der nach oben beziehungsweise nach unten angepassten Gewinnsschätzungen durch Finanzanalysten – schneidet der japanische Markt bereits seit einiger Zeit sehr gut ab. Dies, obwohl der Yen gegenüber dem US-Dollar dieses Jahr etwas zulegen konnte – tendenziell ein Nachteil für die exportlastige japanische Wirtschaft. Für ein Engagement in japanische Aktien spricht aus unserer Sicht auch, dass dortige Unternehmen zunehmend die Prinzipien von verantwortungsvoller Firmenführung befolgen. So sitzen zum Beispiel vermehrt unabhängige Direktoren in den Verwaltungsräten. Wir halten an einer neutralen Gewichtung fest.

Unserer Ansicht nach dürften die Unternehmensgewinne zumindest vorderhand weiter wachsen. Zudem sollte die Inflation moderat bleiben. Dies stellt für die Aktienmärkte ein «Goldilocks»-Umfeld dar, also der Mittelweg von zu heiss, was unsungeheure Euphorie oder schnell ansteigende Zinsen bedeuten würde, noch zu kalt, was sich in sinkenden Unternehmensgewinnen reflektieren würde.

Banger Blick auf die Bewertungen

Als Problem könnten sich jedoch zunehmend die hohen Bewertungen an den Börsen erweisen. Je höher die Aktienkurse klettern (siehe Grafik 2), desto grösser die Gefahr von Korrekturen.

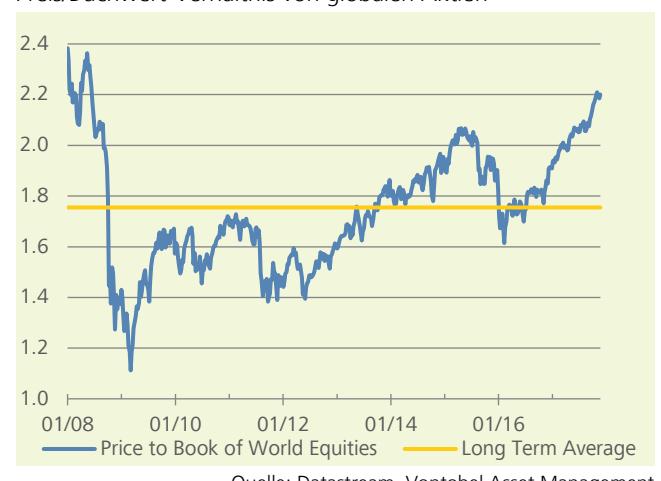
Weiterhin sehr positive Gewinnrevisionen

Von Analysten nach oben/unten angepasste Prognosen für Unternehmensgewinne im MSCI World



Bewertung liegt deutlich über dem langjährigen Durchschnitt

Preis/Buchwert-Verhältnis von globalen Aktien



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

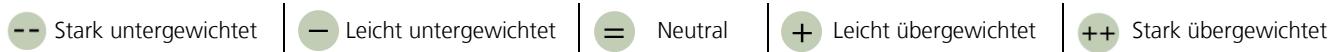
Die hohen Erwartungen an das Konjunkturprogramm scheinen je länger desto mehr nicht berechtigt zu sein und bergen Enttäuschungspotenzial. Die Schweiz und Europa sind taktisch im Vorteil.

= 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

Unerwartet deutliche US-Zinserhöhung könnte Gold belasten

Nächstes Jahr könnte in den USA die Teuerung anziehen. Ob dies für Gold positiv ist, hängt vom künftigen Kurs der Fed ab. Erhöht diese den Leitzins schneller als erwartet, könnte dies den Goldpreis belasten. Wir sehen uns damit in unserer untergewichteten Positionierung bestätigt. Ebenfalls behalten wir die übergewichtete, bzw. neutrale Positionierung bei alternativen Strategien und indirekten Immobilienanlagen.

Bereits seit mehr als acht Jahren gewinnt die amerikanische Wirtschaft an Fahrt. Mittlerweile gibt es Anzeichen, dass der Zenit überschritten ist, während die US-Inflation noch nicht merklich angesprungen ist, was allerdings 2018 mit einiger Verspätung folgen könnte. Inflationäre Zeiten sind in der Regel günstig für Gold, da es im Gegensatz zu anderen Anlagenklassen bei stark anziehender Teuerung gegen Wertverlust gefeit.

Vorsichtige US-Geldpolitik kommt Gold zugute

Die Goldnotierungen bewegen sich seit einem halben Jahr zwischen 1'250 und 1'350 US-Dollar pro Feinunze. Wir haben die Performance von Gold in spätkrisischen Phasen, die per Definition vor einer Rezession auftreten, untersucht. Seit dem Ende des sogenannten Goldstandards Anfang der 1970er Jahre waren sechs solche Perioden zu beobachten. Dabei kam es zu drei signifikanten «Bullenmärkten» für das Edelmetall und drei Mal bewegte sich der Goldpreis mehr oder weniger seitwärts. Dabei weisen jene Perioden, in denen das Edelmetall stark an Wert gewann, einige Gemeinsamkeiten auf. Sowohl Anfang und

Ende der 1970er Jahre, als auch vor der jüngsten Finanzkrise hielten sich die US-Währungshüter mit Zinserhöhungen zurück. Sie erhöhten die Leitzinsen also weniger stark, als dies gemäss der sogenannten Taylor-Regel angezeigt gewesen wäre, welche die Leitzinsen mit Inflation und Arbeitslosigkeit in Beziehung setzt und Aufschluss darüber gibt, ob die Geldpolitik zu locker, zu straff oder «gerade richtig» ist.

Auch heute scheint es so, dass sich die Fed mit Zinserhöhungen eher zurückhält. Allerdings ist es möglich, dass der neue Vorsitzende Jerome Powell die Zinsen im kommenden Jahr stärker als von den Finanzmärkten erwartet anheben wird, was das Potenzial für die Goldpreise begrenzen könnte.

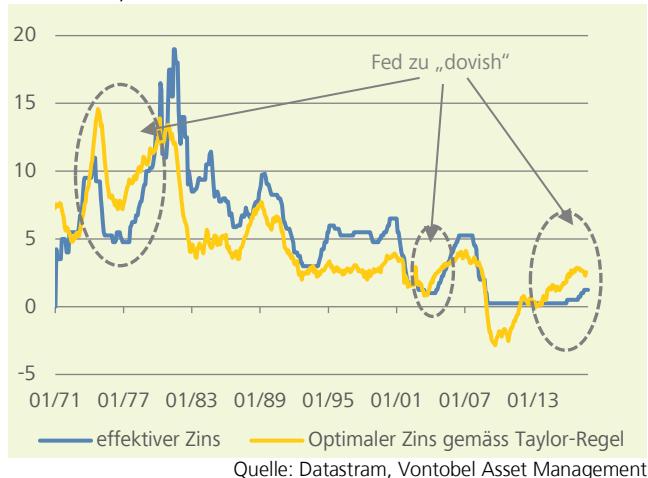
Umfeld spricht für Beibehaltung der Positionierung

Wir bleiben daher bei Gold untergewichtet während wir ange-sichts der vereinzelt auch 2018 anhaltenden Unsicherheiten – etwa in Form der anstehenden Neuwahlen in Italien – vorerst an der übergewichteten Positionierung für alternative Strategien festhalten.

Ebenfalls halten wir die neutrale Quote für indirekte Immobilienanlagen weiterhin für angezeigt, denn der Aufschlag gegenüber den Anleiherenditen bleibt weiterhin relativ attraktiv. Die Gesamtrendite der Immobilienfonds hat hingegen seit ihrem Höhepunkt Anfang August deutlich an Wert eingebüßt hat. Dämpfende Effekte dürfte insbesondere das zusätzliche Angebot über Kapitalerhöhungen und Kotierungen von Immobilienfonds gehabt haben, welche durch den anhaltenden Anlagenotstand begünstigt werden

Gold profitiert besonders, wenn die US-Zentralbank die Leitzinsen nur moderat erhöht

US-Leitzins, %



Anhaltend hoher Kapitalfluss bei Schweizer Immobilienfonds

Gesamtperformance, Index (01.01.2017=100)



Währungen

Frankenschwäche dürfte vorerst anhalten

Die Währungsschwäche dürfte sich auch im neuen Jahr vorerst fortsetzen. Derweil erwarten wir in den kommenden Wochen noch ein letztes Aufbäumen des US-Dollar gegen den Euro. Zu den «heimlichen Gewinnern» gehört 2017 das britische Pfund.

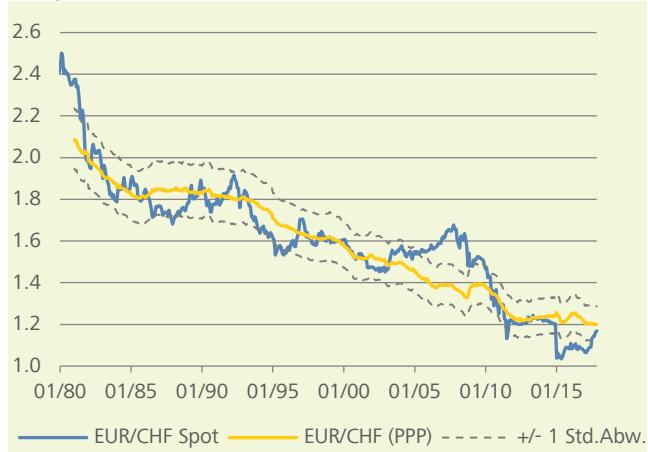
Die Frankenabschwächung dürfte sich in den kommenden Monaten fortsetzen (siehe Grafik 1). Seit der Beruhigung der politischen Lage in der Eurozone wird der Franken als «sicheren Hafen» weniger nachgefragt. Fallen die italienischen Parlamentswahlen im nächsten Jahr wie erhofft aus (also ohne Regierungsbeteiligung von «Movimento 5 Stelle») dürfte das Interesse an der Währung weiter abnehmen. Zudem hat Thomas Jordan, der Vorsitzende der Schweizerischen Nationalbank, den Franken wiederholt als hoch bewertet bezeichnet. Für uns ist dies ein Indiz, dass die Währungshüter noch weit davon entfernt sind, die Leitzinsen nach oben anzupassen und damit den Franken zu stärken.

Nord- und Osteuropa mit Potenzial

Im November gab der US-Dollar deutlich nach und der EUR/USD Wechselkurs näherte sich erneut der 1.20-Marke. Grund hierfür waren nachgebende Zinssätze amerikanischer Staatsanleihen mit längeren Laufzeiten. Flacht die Zinskurve am langen Ende ab, gilt dies als Signal, dass die Marktteilnehmer an dem längerfristigen Konjunkturausblick zu zweifeln beginnen und anstehende Leitzinserhöhungen zunehmend als Politikfehler der Fed ansehen – tendenziell eine ungünstige Situation für den US-Dollar. Solche Sorgen sind jedoch aus unserer Sicht unbegründet.

CHF nähert sich zum EUR langsam fairem Wert an

CHF je EUR



Quelle: Datastream, Vontobel Asset Management

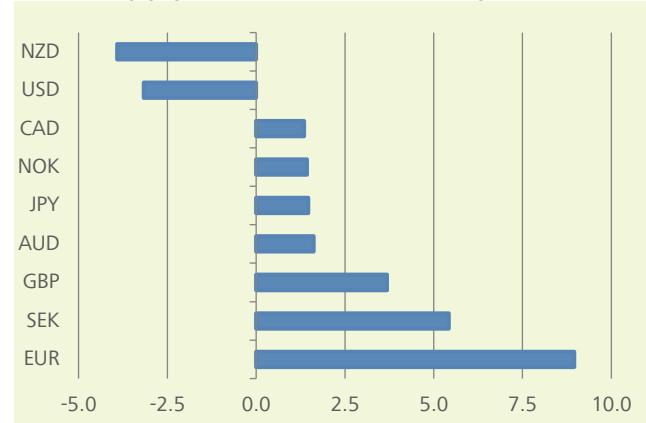
Zwar dürfte sich der US-Dollar (Prognose für EUR/USD-Wechselkurs: 1.15, für USD/CHF: gegen Parität) in den kommenden drei Monaten noch etwas erholen, aber der Euro verfügt nach unserem Dafürhalten über weitaus mehr Potenzial im Jahr 2018. Während der Zinserhöhungszyklus in den USA schon relativ vorangeschritten ist, dürfte die Europäische Zentralbank erst ab Ende 2018 ihre Geldpolitik zu straffen beginnen. Wir gehen deshalb in den kommenden Jahren von starker steigenden Renditen in der Eurozone aus. Zu den weiteren Gewinnern neben dem Euro dürften die schwedische und norwegische Krone sowie osteuropäische Währungen gehören. Auch für das britische Pfund, das sich zur drittstärksten Währung im Jahr 2017 entwickelt hat (siehe Grafik 2), sind wir weiterhin zuversichtlich. Bedingung ist allerdings, dass sich Grossbritannien und die Europäische Union auf einen «weichen Brexit» einigen.

Schwellenländerwährungen auf attraktiven Niveaus

Nach den jüngsten Kurskorrekturen sind «Emerging Markets»-Währungen aus unserer Sicht für Anleger interessant. Die Schwellenländer befinden sich seit einiger Zeit auf dem aufsteigenden Ast. Vorlaufende Konjunkturindikatoren sprechen allgemein für eine andauernde Erholung der Volkswirtschaften, was sich beispielsweise in rückläufigen Leistungsbilanzdefiziten äussert. Eine Ausnahme stellt China dar, wo der Rückgang der Wachstumsraten aber gewollt ist (wir sehen ein Plus von 6.5 Prozent im nächsten Jahr).

GBP ist mittlerweile drittstärkste Währung

Entwicklung gegenüber CHF seit Jahresanfang, %



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%	9.8%	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	1.1	1.9
Deutschland	1.6	1.5	1.8	2.5	2.0
Eurozone	1.3	1.9	1.7	2.3	1.9
USA	2.4	2.6	1.6	2.2	2.5
China	7.3	6.9	6.7	6.8	6.3
Japan	0.2	1.2	1.0	1.5	1.1
Global (PPP)	3.4	3.1	3.1	3.7	3.7
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	1.4
USA	1.6	0.1	1.3	2.1	2.1
China	2.0	1.4	2.0	1.6	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	-0.75	-0.75	-0.75
EUR	-0.13	-0.32	-0.33	-0.35	-0.35
USD	0.61	1.00	1.48	1.50	2.00
JPY	0.08	-0.05	-0.02	0.00	0.00
Kapitalmarktzinsen					
Renditen 10-jährige Staatsanleihen (Jahresende; Rendite in %)					
CHF	-0.06	-0.18	-0.11	0.1	0.5
EUR (Deutschland)	0.66	0.23	0.39	0.6	1.0
EUR (PIIGS)	2.05	2.01	1.92	2.2	2.5
USD	2.30	2.45	2.39	2.6	2.8
JPY	0.26	0.04	0.04	0.1	0.1
Wechselkurse					
Jahresende					
EUR/CHF	1.09	1.07	1.17	1.16	1.20
USD/CHF	1.00	1.02	0.99	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	1.19	1.17	1.22
USD/JPY	120	117	112	116	110
Rohstoffe					
Jahresende					
Rohöl (Brent, USD/Barrel)	37	57	64	58	55
Gold (USD/Unze)	1061	1152	1278	1250	1250

*05.12.2017

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 Kotierungsinservat 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.