



Anlagepolitik – Januar 2018

Raiffeisen Investment Office

Zuversichtlicher Start ins Börsenjahr 2018

Raiffeisenbank Jungfrau

Pilot: Roger Fischer

Passagier: Mathias Spieler

Fotograf: Peter Speedy Füllemann

RAIFFEISEN

Inhalt

Taktische Asset Allokation im Überblick	3
Marktkommentar	4
Zuversichtlicher Start ins Börsenjahr 2018	
Konjunktur	5
Europa blickt nervös nach Italien	
Obligationen	6
Gute Aussichten für EM-Lokalwährungsanleihen	
Aktien	8
Gute Aussichten für Schweizer Aktien	
Alternative Anlagen	10
Verhaltener Ausblick für Rohstoffe	
Währungen	11
Weiterhin günstige Aussichten für europäische Währungen	
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 robuste Weltkonjunktur und steigende Unternehmensgewinne geben den Aktienmärkten ein solides Fundament. Eine neutrale Aktienquote ist daher auch bei den aktuell teuren Bewertungen angezeigt. Für Schwellenländeraktien erhöhen wir aufgrund der guten Konjunkturperspektiven die Allokation auf leicht übergewichtet.
- Für Obligationäre bleibt das Umfeld herausfordernd. Auf der Suche nach Rendite bei angemessenen Risiken empfehlen wir taktisch weiterhin eine Allokation in Schwellenländeranleihen, insbesondere auch in Lokalwährungen.
- Rohstoffanlagen sollten aufgrund der chinesischen Wachstumsverlangsamung und der höheren US-Erdölproduktion kurzfristig wieder unter Druck geraten. Für Immobilien empfehlen wir aufgrund der anhaltend tiefen Zinsen in der Schweiz eine neutrale Gewichtung.

Marktkommentar

Zuversichtlicher Start ins Börsenjahr 2018

Nach einem überdurchschnittlich starken Aktienjahr 2017 treibt wohl manchen Anleger die Frage um, ob es in diesem Stile weiter geht. Die robuste Weltkonjunktur und steigende Unternehmensgewinne geben den Aktienmärkten ein solides Fundament. Eine neutrale Aktienquote ist daher auch bei den aktuell teuren Bewertungen angezeigt.

Die konjunkturellen Vorgaben schaffen vorerst eine weiterhin solide Ausgangslage für die Entwicklungen an den Aktienmärkten. Die Konjunktur präsentiert sich in allen grossen Wirtschaftsräumen rund um den Globus von der aufgehellten Seite. Entsprechend sollte die in den USA ab Mitte Monat Fahrt aufnehmende Berichtssaison den Trend steigender Unternehmensgewinne weiter festigen. Vor dem Hintergrund der anhaltend teuren Bewertungen dürfte allerdings ein ledigliches Erfüllen der Gewinnerwartungen nicht mehr für grosse Kurseuphorie ausreichen.

Aktien insgesamt neutral, Schwellenländer favorisiert

2017 hat gezeigt, dass die globalen Aktienmärkte auch geld- und geopolitischen Herausforderungen standhalten, was für einen soliden Boden für die Märkte spricht. Eine neutrale Aktienquote empfehlen wir zum Start ins 2018 auch weiterhin für die Eurozone und die Schweiz. Die Allokation für Schwellenländeraktien erhöhen wir aufgrund der soliden konjunkturellen Vorgaben aus den aufstrebenden Volkswirtschaften auf leicht übergewichtet. In Europa verorten wir weiterhin Aufwärtspotenzial bei den Banken, die von sinkenden Kreditausfällen und

Dividendenrenditen überzeugen weiterhin

Dividendenrenditen gegenüber Obligationenrenditen, in %



einer leicht steileren Zinskurve profitieren sollten. Zudem setzten wir 2018 in der Schweiz auch auf Titel mit starken Dividendenrenditen und soliden Cash Flows. Vor dem Hintergrund der teuren Marktbewertungen dürften diese Charakteristiken bei Anlegern gefragt und die Kurse gut unterstützt sein.

Zinsnormalisierung in den USA, SNB hält still

Nach je einer Zinserhöhung in den Jahren 2015 und 2016 hat die US-Notenbank 2017 drei Zinsschritte à je 25 Basispunkten vollzogen. Auch in diesem Jahr dürften die Zinserhöhungen in ähnlichem Tempo voranschreiten. Die Zinsnormalisierung wäre somit zumindest in den USA bereits weit fortgeschritten. Ganz im Gegenteil zu Europa, wo die Europäische Zentralbank erst die Anleihenkäufe reduziert, bevor im kommenden Jahr ein erster Zinsschritt gewagt werden dürfte. Das Zinsniveau bleibt somit vorerst tief. Die Zinserhöhungen am Horizont und die verringerten Anleihenkäufe sollten aber dennoch dafür sorgen, dass zumindest ins lange Ende der Zinskurve etwas Bewegung kommt. Für die Schweizerische Nationalbank ergibt sich auch nach der Abschwächung des Frankens in 2017 kein Handlungsspielraum. Zu gross wäre bei einer Zinserhöhung das Risiko einer Umkehr des leicht negativen Trends beim Franken.

Für Obligationäre bleibt das Umfeld herausfordernd. Auf der Suche nach Rendite bei angemessenen Risiken empfehlen wir taktisch weiterhin eine Allokation in Schwellenländeranleihen, insbesondere auch in Lokalwährungen.

roland.klaeger@raiffeisen.ch

Zinsschere zwischen USA und Schweiz weit geöffnet

Zins 10-jähriger Staatsanleihen und Zinsdifferenz



Konjunktur

Europa blickt nervös nach Italien

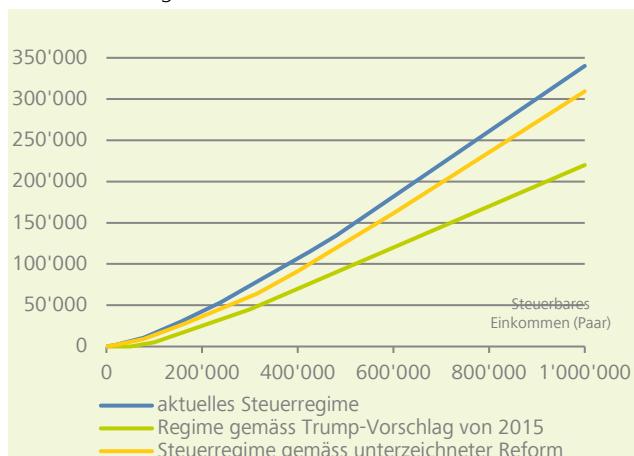
Präsident Trump konnte schliesslich das von der Wirtschaft begrüsste Steuerpaket unterschrieben. In Europa blicken Marktbeobachter mit steigender Nervosität auf die im März anstehenden Parlamentswahlen in Italien. Denn die Unwägbarkeit der italienischen Politik kann die politische Ruhe Europas stören und die Finanzmärkte sowohl vor wie auch nach den Wahlen immer wieder beschäftigen.

Die US-Steuerreform blieb bei der Einkommensteuer deutlich hinter den Versprechungen zurück: Die Steuerklassen bei der Einkommenssteuer wurden nicht von sieben auf vier reduziert, die Steuerentlastung für eine Mittelklassefamilie beträgt statt 35% nur 16% und die unterste Einkommensklasse zahlt weiterhin 10% Einkommensteuer statt gar keine. Ausserdem laufen die Steuerermässigungen 2026 aus. Dennoch werden kurzfristig alle Einkommensklassen entlastet, was den Konsum ankurbeln sollte (siehe Grafik). Hinzu kommt, dass einige Abzugsmöglichkeiten abgeschafft wurden. Dagegen ist die Senkung des Unternehmenssteuersatzes von 35% auf 21% permanent, blieb jedoch ebenfalls hinter der Ankündigung von 15% zurück. Daneben dürfen die Unternehmen im Ausland zurückbehaltene Gewinn zu einem über die nächsten 8 Jahre einmalig reduzierten Steuersatz repatriieren und Investitionen (bis 2023) bereits im Anschaffungsjahr vollständig abschreiben. Dies sollte die Investitionen ankurbeln.

Die Steuerentlastung wird gemäss Berechnungen des US Kongresses das Budget um 0.7%-Punkte des BIP belasten. Das bewegt sich ziemlich genau in den Schätzungen, welche wir im

US-Steuerreform entlastet alle Einkommensklassen

Steuerbelastungen



Quelle: TPC, JPM, Tax Foundation, Vontobel Asset Management

letzten Jahr gemacht hatten. Wir sehen deshalb keinen Anlass, unsere Prognose für das US-Wirtschaftswachstum anzupassen.

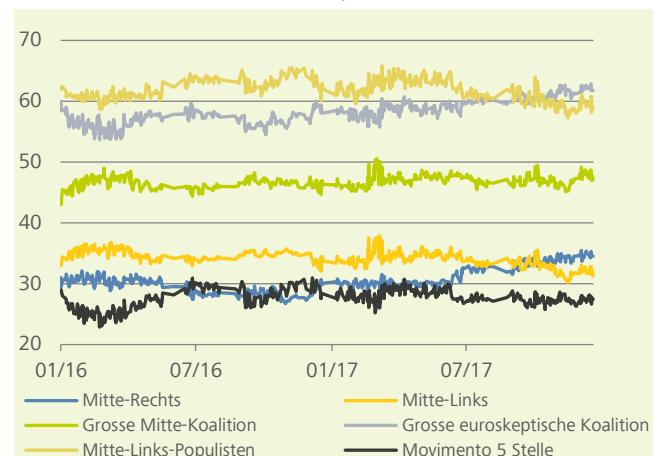
Italien dürfte die politische Ruhe in Europa stören

Italien wird am 4. März Parlamentswahlen abhalten und eine neue Regierung bilden. Die Wahlen können die politische Ruhe in Europa stören, die nach dem Wahlsieg von Emmanuel Macron im letzten Frühsommer aufgekommen ist. Das Movimento 5 Stelle (M5S) dürfte bei den Wahlen am meisten individuelle Parteistimmen erhalten, aber ohne Bündnispartner keine Regierung bilden können (siehe Grafik). Eine Koalition mit dem ebenfalls euroskeptischen Mitte-Rechts-Lager um Berlusconi würde die Unsicherheit in Europa sicher wieder deutlich ansteigen lassen. Andererseits würde ein Bündnis von M5S mit Renzis Mitte-Links-Lager die Ängste in der Eurozone sehr begrenzt halten. Beide Varianten sind aber eher unwahrscheinlich.

Momentan am wahrscheinlichsten ist, dass die Mitte-Rechts Koalition von Silvio Berlusconi (Forza Italia) und Matteo Salvini (Lega) die meisten Stimmen und dadurch auch den Auftrag zur Regierungsbildung von Präsident Mattarella erhalten könnte. Dabei könnte das Mitte-Rechts mit dem Mitte-Links Bündnis zusammen eine knappe Mehrheit im Parlament erzielen (Große Mitte Koalition). Eine solche Regierung wird aber kaum nachhaltig sein, womit erneute Regierungsbildungen oder sogar Neuwahlen gegen Ende Jahr wieder anstehen könnten. Die politische Ruhe dürfte damit in Europa immer wieder gestört werden.

5 Stelle dürfte Italien nicht alleine regieren können

Wahrscheinlicher Stimmenanteil, in %



Quelle: Diverse Umfrageinstitute, Vontobel Asset Management

Obligationen leicht untergewichtet

Gute Aussichten für EM-Lokalwährungsanleihen

Die meisten Schwellenländeranleihen sind zurzeit fair bewertet. Mit der konjunkturellen Erholung und somit verringerten Risiken sind allerdings die Renditeaufschläge bei Hartwährungsanleihen nur noch gering. Lokalwährungsanleihen bieten unseres Erachtens aufgrund der Fremdwährungskomponente ein höheres Renditepotenzial auf – allerdings bei erhöhten Risiken.

Für 2018 erwarten wir, dass das derzeitige Umfeld eines synchronisierten globalen Wirtschaftswachstums und einer niedrigen Inflation bestehen bleibt. Dies dürfte die meisten Anleihen mit Kreditrisiko (Investment Grade, High Yield, Emerging Markets) gegenüber den sichersten Staatsanleihen unterstützen. Letztere dürften bei einem leichten Zinsanstieg eine moderat negative Performance aufweisen. Das Potential für eine weitere Einengung der Spreads von Hartwährungsanleihen sehen wir als limitiert an und somit dürfte neben den Coupon kaum ein Kursanstieg resultieren.

Auf Lokalwährungen lautende Anleihen aus Schwellenländern weisen derzeit absolut gesehen die höchste Rendite (6,1 Prozent) auf. Darüber hinaus ist ihre Bewertung attraktiver als in anderen Segmenten, insbesondere bei solchen mit langer Zins-sensitivität. Besonders attraktiv ist die reale Rendite von Lokalwährungsanleihen aus Schwellenländern (siehe Grafik 1). Sie beträgt weiterhin über 2 Prozent. Im Vergleich dazu liegen die

Realrenditen in den Industrieländern bei null oder sogar deutlich darunter (z. B. in Deutschland oder der Schweiz). Realrenditen sind definiert als nominale Anleiherenditen abzüglich der aktuellen Inflation. Sie sind ein Maß dafür, wie viel Rendite eine festverzinsliche Anlage inflationsbereinigt bietet.

Schwellenländer weniger anfällig für externe Schocks

Die Schwellenländer dürften die Industrieländer in Bezug auf das Wachstum schlagen. Aber es gibt noch andere Gründe, die für diese Anleihenmarktsegment sprechen. Die Schwellenländer weisen heute eine deutlich geringere Anfälligkeit gegenüber externen Schocks auf: Unser Hauptindikator der makroökonomischen Anfälligkeit, der Leistungsbilanzsaldo (siehe Grafik 2), hat sich nach sechs Jahren mit Defiziten nach der Finanzkrise für die Schwellenländer wieder positiv entwickelt.

Währungsansicht unterstützt Renditeaussichten

In der Vergangenheit waren Phasen der Verbesserung der Leistungsbilanzsaldo in Schwellenländern (wie 2016 und 2017) mit positiven Renditen von Lokalwährungsanleihen aus Schwellenländern verbunden. Sobald der Leistungsbilanzsaldo eines Landes positiv ist, sind internationale Investoren weniger anfällig für Panikverkäufe von Vermögenswerten aus Schwellenländern. Ein Überschuss spielt auch eine wichtige Rolle bei der Unterstützung der Währung. Dies wiederum erhöht die Aussichten für die erwarteten Gesamtrenditen von Schwellenmarktanleihen in lokaler Währung. Devisenbewegungen machen in der Regel etwa ein Drittel der Gesamtrenditen eines solchen Papiers auf mittlere Sicht aus.

EM-Lokalwährungsanleihen bieten weiterhin eine attraktive Rendite

Reale Rendite von EM-Lokalanleihen (GBI-EM)



Quelle: Datastream, Vontobel Asset Management

Leistungsbilanzsaldo indiziert eine reduzierte Schwellenländer-Anfälligkeit auf ökonomische Schocks

EM Leistungsbilanz (GBI-EM gewichtet), in % des BIP



Quelle: JPM, 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.



Gute Aussichten für Schweizer Aktien

Die erwartete Abschwächung des CHF wäre in eine Wohltat für Schweizer Unternehmen, deren Aktien davon profitieren dürften, auch wenn die Bewertung teuer bleibt. Insgesamt erhöhen wir die empfohlene Aktienpositionierung leicht, aufgrund der positiveren Einschätzung für Schwellenländer-Aktien.

Aktienrenditen setzen sich aus Dividenden, der Gewinnentwicklung und dem Gewinnmultiplikator (Kurs/Gewinn-Verhältnis) zusammen. Deutlich ins Gewicht fällt dabei die Entwicklung der Unternehmensgewinne beziehungsweise die diesbezügliche Analysten-Erwartungen.

Wichtig für die Gewinnerwartungen ist unter anderem die Entwicklung der Wechselkurse. Dieser Faktor war für den Schweizer Aktienmarkt in der Vergangenheit besonders relevant. Denn ein stärkerer Franken verteuert schweizerische Waren im Ausland und drückt auf die Firmenumsätze.

Aus Grafik 1 lassen sich die historischen Gewinnerwartungen für den MSCI Schweiz Index herauslesen. Jede einzelne Linie steht für ein bestimmtes Geschäftsjahr. Wenn eine Linie ansteigt, so bedeutet das, dass die Erwartung an die Gewinne für dieses Geschäftsjahr gestiegen ist. Vor allem 2000 bis 2007 waren sehr gute Jahre. Der Markt erwartete, dass jedes neue Geschäftsjahr mehr Gewinn als das vorhergehende abwerfen würde. Zudem haben sich die Erwartungen sogar noch verbessert. Allerdings sind die Gewinnerwartungen in der Finanzkrise

2008 stark eingebrochen und konnten nur mühsam wieder das Niveau von 2007 erreichen. Grund hierfür war unter anderem der stark aufgewertete CHF, der die Ertragsaussichten eintrübte.

Dieser Gegenwind schwächt sich nun leicht ab. Der CHF hat gegenüber seiner wichtigsten Handelswährung, dem Euro, seit Anfang 2017 um 10 Prozent an Wert eingebüßt. Die Analysten haben kontinuierlich ihre Erwartungen angehoben: Mittlerweile gehört die Schweiz zusammen mit Japan zu den Spitzenreitern hinsichtlich der Gewinnerwartungen.

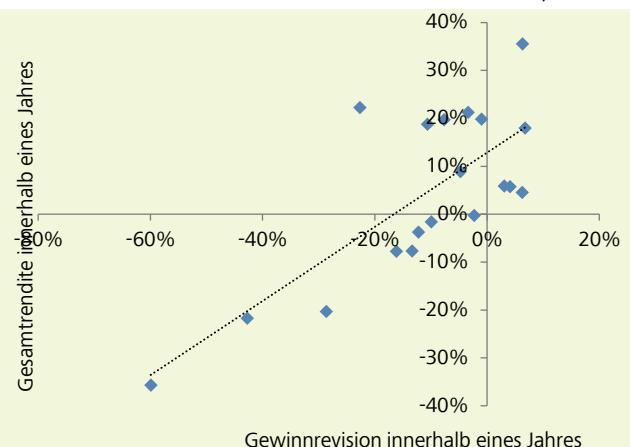
Teure Bewertung mahnt zur Vorsicht

Aus Grafik 2 ist der Zusammenhang zwischen den Gewinnerwartungsrevisionen und der Performance des Aktienmarktes innerhalb eines Jahres ersichtlich. Aufgrund der historisch positiven Korrelation, sollte sich angesichts der gestiegenen Gewinnerwartungen eine weiter aufgehellte Performance für Schweizer Aktien zeigen. Allerdings gilt es, die teure Bewertung dieser Wertschriften im Auge zu behalten.

Aufgehellt zeigt sich auch der Ausblick für Schwellenländer-Aktien. Die konjunkturelle Situation in den Schwellenländern präsentiert sich weiterhin mit deutlich verringerten Risiken und profitiert von der anhaltend soliden Lage der globalen Konjunktur. Aus diesem Grund heben wir die taktische Empfehlung für Schwellenländer-Aktien von neutral auf leichtes übergewichten, womit wir für die Aktienquote insgesamt neu eine neutrale Positionierung für angezeigt halten.

Gewinnerwartungen legen ein gutes Schweizer Aktienjahr nahe

MSCI Schweiz: Gesamtrenditen vs. Gewinnrevisionen, in %



Quelle: Datastream, Vontobel Asset Management

Gestiegene Gewinnerwartung für 2018

Indexierte Gewinnerwartungsrevisionen für den MSCI Schweiz

(logarithmiert) und EUR/CHF-Wechselkurs



Quelle: IBES, Datastream, Vontobel Asset Management

= 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 behält weiterhin Fahrt. Die expansive Geldpolitik sollte zudem die Aktienmärkte weiter stützen.

+ Emerging Markets

Die Stabilisierung der Konjunktur in den Schwellenländern hält an. Zudem sorgt die weiterhin lockere Geldpolitik in den Industrieländern für Rückenwind. Wir heben daher die Quote für Schwellenländeraktien von neutral auf leichtes übergewichteten an.

-- Stark untergewichtet

- Leicht untergewichtet

= Neutral

+ Leicht übergewichtet

++ Stark übergewichtet

Alternative Anlagen übergewichteten

Verhaltener Ausblick für Rohstoffe

Direkte Rohstoffanlagen sollten aufgrund der chinesischen Wachstumsverlangsamung und der höheren US-Erdölproduktion kurzfristig wieder unter Druck geraten. Allerdings sehen wir auch einige Risiken auf der Angebotsseite, welche zu höheren Preisen führen könnten.

Ob und wann sich direkte Rohstoffanlagen wieder lohnen, hängt von zwei Faktoren ab. Zum einen von der Nachfrage – sprich vor allem vom chinesischen Bedarf an Rostoffen, insbesondere an Industriemetallen. Gegenwärtig scheint Chinas Hunger einigermassen gestillt, was eher für niedrigere Preise spricht. Das Gegenargument hierzu stellt die weltweit anziehende Wirtschaft dar, die die Nachfrage nach Rohstoffen erhöhen sollte.

US-Ölproduktion läuft (noch) nicht auf Hochtouren

Der wohl noch wichtigere Preistreiber ist die Angebotsseite. Im Erdölsektor werden die US-Schieferölproduzenten demnächst ihre Stärke beweisen müssen. Aufgrund der Verlängerung der Produktionskürzung von der Organisation erdölexportierender Länder (Opec), sind die Amerikaner der verbleibende Akteur, welcher das globale Produktionswachstum hoch halten kann. US-Schieferölfirmen arbeiten gegenwärtig immer noch profitabel, was uns eigentlich eine verstärkte Förderung erwarten lässt. Allerdings liefern Vorlaufindikatoren wie die Anzahl neuer Bohrtürme bisher noch kaum Hinweise auf eine ausreichend rasche Zunahme.

Auch für andere Rohstoffe wird die Entwicklung des Angebots entscheidend sein. Die Aluminiumnotierungen dürften stark davon abhängen, wie konsequent die chinesische Regierung gegen illegale Produzenten sowie das Problem der Luftverschmutzung bei der Herstellung vorgehen. Bei vielen Kupferförderern wiederum stehen 2018 Neuverhandlungen der Löhne an. Dies bringt die Gefahr von Streiks und temporären Produktionsausfällen mit sich (siehe Grafik). Bei Agrarrohstoffe schliesslich wird das Angebot weitgehend vom Wetter in den Vereinigten Staaten bestimmt.

Insgesamt rechnen wir in der kurzen Frist mit leicht niedrigeren Rohstoffpreisen. Dies ist der chinesischen Wachstumsverlangsamung und der höheren Erdölproduktion in den USA geschuldet. Die zahlreichen Unsicherheiten auf der Angebotsseite erhöhen jedoch die Wahrscheinlichkeit, dass es auch zu Ausreisern nach oben kommt.

Alternative Strategien bleiben interessant

Trotz den zurückhaltenden Erwartungen für die Rohstoffe, halten wir für die alternative Quote eines Portfolios weiterhin eine übergewichtete Positionierung für angezeigt. Denn erstens empfehlen wir aufgrund des vorerst andauernden Tiefzinsumfeldes nach wie vor eine neutrale Gewichtung bei indirekten Schweizer Immobilienanlagen. Und zweitens behalten wir die Empfehlung einer übergewichteten Positionierung für die alternativen Strategie bei, da solche Strategie gerade in Phasen direktonaler Marktentwicklung einen zusätzlichen Renditebeitrag liefern können (siehe Grafik).

Rund 40 Prozent der globalen Kupferproduktion könnten von Streik beeinträchtigt sein

Von den Verhandlungen betroffene Produktion



Quelle: Cru, Wood Mackenzie, Barclays, Vontobel Asset Management

Alternative Strategien können zusätzlichen Renditebeitrag liefern

Performance bei negativen Aktienmonaten (seit 2015)



Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Investment Office

Währungen

Weiterhin günstige Aussichten für europäische Währungen

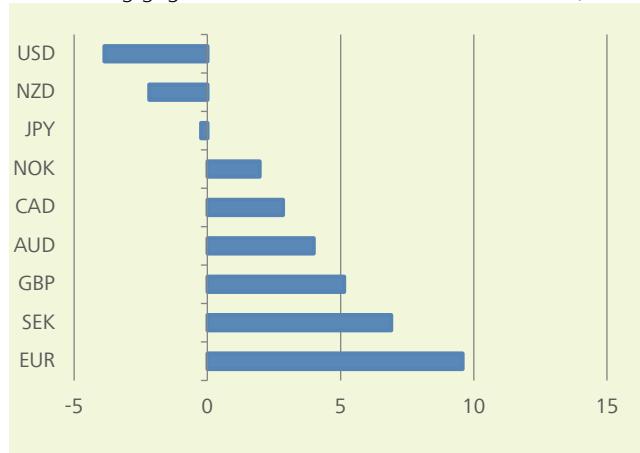
Das Hoch der europäischen Währungen dürfte sich 2018 fortsetzen, insbesondere bei weiterhin abnehmenden politischen Risiken und einer sich fortsetzenden globalen Konjunkturerholung. Letztere dürfte auch Schwellenländerwährungen zugutekommen. Positiv überraschen könnte auch der japanische Yen, insbesondere in der zweiten Jahreshälfte.

Trotz eines eindrücklichen Aufwärtstrends europäischer Währungen im vergangenen Jahr dürfte die Erholung weitergehen. Schliesslich befinden wir uns erst am Anfang der sogenannten Normalisierung der Geldpolitik in der Eurozone, während der Zinserhöhungszyklus der USA schon fortgeschritten ist – das Aufwärtspotenzial ist in Europa also höher. Auch dürften einige Argumente für den US-Dollar (etwa die praktisch verabschiedete Steuerreform) mittlerweile in den Devisenkursen enthalten sein. Deutlich nachgeben könnte der Euro jedoch, falls es bei den Anfang März stattfindenden Wahlen in Italien zu einem Triumph der Protestparteien kommen sollte.

Die skandinavischen Währungen sehen wir 2018 im Aufwind, insbesondere die schwedische Krone. Die Riksbank will ihr Anleihenkaufprogramm beenden, was in Anbetracht des starken Wirtschaftswachstums (2018 Prognose: 3 Prozent) und einer ansehnlichen Inflation von 2 Prozent nicht überrascht. Die Normalisierung – eine straffere Geldpolitik unterstützt die Währung tendenziell – könnte in Schweden sogar schneller voranschreiten als in der Eurozone. Schliesslich prognostiziert die

Europäische Währungen mit starker Performance

Entwicklung gegenüber dem Schweizerfranken in 2017, in %



Riksbank eine erste Zinserhöhung im Sommer 2018, während in der Währungsunion ein solcher Schritt erst 2019 zu erwarten ist. Auch Japan könnte Ende 2018 über ein Zurückfahren der Liquiditätsspritzen nachdenken. Da der Yen stark unterbewertet ist, würde ein Richtungswechsel die japanische Währung zu diesem Zeitpunkt wohl nach oben treiben.

Franken hat noch etwas Potenzial nach unten

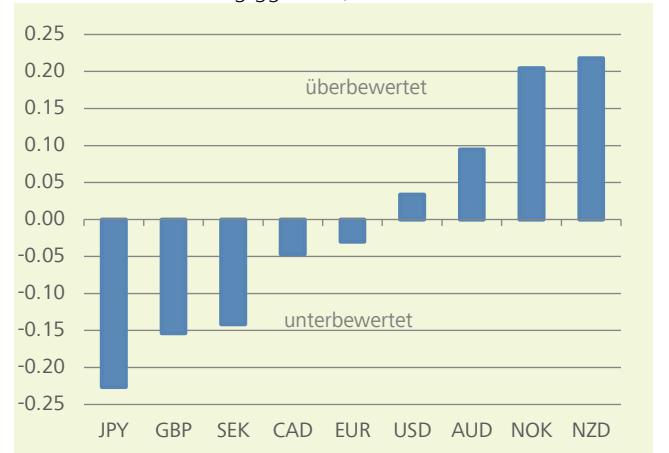
Aus dem «sicheren Hafen» Schweiz fliesst derzeit ausländisches Kapital ab – dank abnehmender politischen Risiken in der Eurozone und der vielerorts voranschreitende Normalisierung der Geldpolitik. Setzen sich in Italien populistische Parteien in den Wahlen nicht durch – was unserem Basisszenario entspricht – könnte der Schweizerfranken weiter nachgeben. Über Niveaus von 1.20 per Euro würde die Luft für den EUR/CHF-Wechselkurs jedoch zunehmend dünn – es sei denn, schweizerische Anleger investieren wieder verstärkt im Ausland.

Aussichten für «Emerging Markets»-Währungen intakt

Die Pläne der grossen Zentralbanken, in den Industriestaaten, die Geldpolitik nur ausgesprochen langsam zu normalisieren, kommen Schwellenländerwährungen zugute. Zudem dürften Rohstoffpreise nach der Erholung im letzten Jahr in eine Seitwärtsbewegung übergehen. Als weiterer Pluspunkt kommt hinzu, dass der USD seine zyklische Aufwertung abgeschlossen zu haben scheint. Ausserdem wären die «Emerging Markets» die Hauptnutzniesser einer anhaltenden Erholung der Weltkonjunktur.

Der JPY ist derzeit eine der günstigsten Währungen

Über-/Unterbewertung ggü CHF, in % auf PPP-Basis



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 %	12.8 %	0 %	5 %	40 %	11.6 %	0 %	5 %	40 %	8.0 %	0 %	5 %	40 %	6.6 %	0 %	5 %	40 %	4.8 %	
Cash				12.8 %				11.6 %				8.0 %				6.6 %				4.8 %	
Obligationen (angestrebte Laufzeit 6.0 J)	65%	80.0 %	95%	70.7 %	45%	60.0 %	75%	52.0 %	25%	40.0 %	55%	35.5 %	5%	20.0 %	35%	17.5 %	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%	3.0 %	0%	6.0%	16%	3.0 %	0%	4.0%	14%	2.0 %	0%	3.0%	13%	1.5 %	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%	19.9 %	25%	40.0 %	55%	40.0 %	45%	60.0 %	75%	59.7 %	65%	80.0 %	95%	79.4 %	
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%			3.0%				5.0%				9.0%					13.0%			13.0 %
	Aktien USA	0.0%			4.0%				8.0%				12.0%					16.0%			14.0 %
	Aktien Asia Pazifik / Japan	0.0%			1.0%				2.0%				3.0%					4.0%			4.0 %
Aktien Schwellenländer	0%	0.0%	0%	0.0 %	0%	2.0%	12%	2.4 %	0%	5.0%	15%	6.0 %	0%	6.0%	16%	7.2 %	0%	7.0%	17%	8.4 %	
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 %		100 %				
Fremdwährung	6 %		4.5 %		16 %		14.4 %		26 %		24.5 %		37 %		34.9 %		48 %		45.2 %		
Aktuelle Quote***																					
USD	6%		4.5 %		12%		10.4 %		19%		17.5 %		25%		22.9 %		31%		28.2 %		
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%		29.4 %		41%		39.5 %		52%		49.9 %		63%		60.2 %		

* 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	2016	2017	Aktuell*	Prognose 3 Monate	Prognose 12 Monate
3M Libor					
Jahresende (in %)					
CHF	-0.73	-0.75	-0.74	-0.75	-0.75
EUR	-0.32	-0.33	-0.33	-0.35	-0.35
USD	1.00	1.69	1.70	1.90	2.30
JPY	-0.05	-0.02	-0.03	0.00	0.00
Kapitalmarktzinsen					
Renditen 10-jährige Staatsanleihen (Jahresende; Rendite in %)					
CHF	-0.18	-0.15	-0.16	0.1	0.5
EUR (Deutschland)	0.23	0.45	0.44	0.6	1.0
EUR (PIIGS)	2.01	2.01	1.88	2.2	2.5
USD	2.45	2.41	2.47	2.6	2.8
JPY	0.04	0.05	0.06	0.1	0.1
Wechselkurse					
Jahresende					
EUR/CHF	1.07	1.17	1.17	1.18	1.20
USD/CHF	1.02	0.97	0.98	1.00	0.98
JPY/CHF (pro 100 JPY)	0.87	0.86	0.87	0.86	0.94
EUR/USD	1.05	1.20	1.20	1.18	1.22
USD/JPY	117	113	113	116	105
Rohstoffe					
Jahresende					
Rohöl (Brent, USD/Barrel)	57	67	68	63	59
Gold (USD/Unze)	1303	1318	1303	1250	1250

*08.01.2018

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 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.