



Anlagepolitik – Februar 2018

Investment Office Raiffeisen Gruppe

Zinsnormalisierung schickt Vorboten voraus

Raiffeisenbank Yberg, Hauptsitz Unteriberg

Architekt: Roman Hutter Architektur GmbH

Fotograf: Markus Käch, Emmenbrücke

RAIFFEISEN

Inhalt

Taktische Asset Allokation im Überblick	3
Marktkommentar Zinsnormalisierung schickt Vorboten voraus	4
Konjunktur Weiterhin solides Wachstum in den USA und in der EWU	5
Obligationen Unternehmens- und EM-Bonds weniger anfällig auf Zinsanstieg	6
Aktien Zwischen positiven Gewinnüberraschungen und Zinsängsten	8
Alternative Anlagen Schwacher USD als entscheidender Faktor	10
Währungen EZB stemmt sich nicht gegen den starken Euro	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 bislang weiter steigender Unternehmensgewinne sowie des hohen Niveaus an positiven Gewinnüberraschungen, sehen wir bei der Aktienquote vorerst kein Handlungsbedarf. Die jüngsten Korrekturen verdeutlichen aber die Fragilität der Aktienmärkte – nicht zuletzt angesichts nachlassenden Rückenwindes durch straffere Zentralbank-Politik und politischer Unwägbarkeiten. Somit erscheint eine insgesamt neutrale Positionierung weiter als angezeigt.
2. Auch wenn die Renditen von Staatsanleihen zuletzt spürbar gestiegen sind, bleibt das Zinsniveau generell sehr tief, weshalb wir die leicht untergewichtet Empfehlung bei den Obligationen aufrechterhalten. Dabei geben wir Unternehmens- und Schwellenländeranleihen relativ gesehen den Vorzug.
3. Sowohl Gold und Rohstoffe dürften unter Druck bleiben. Aus diesem Grund empfehlen wir, bei der Umsetzung der Alternative-Anlagen-Quote indirekten Immobilienanlagen und insbesondere alternativen Strategien zu bevorzugen.

Zinsnormalisierung schickt Vorboten voraus

Trotz des Anstiegs bei den Staatsanleihenrenditen erscheint uns eine leicht untergewichtete Obligationenpositionierung weiterhin als gerechtfertigt. Ebenfalls sehen wir keinen Handlungsbedarf hinsichtlich der empfohlenen Aktienquote. Als relativ attraktiv erachten wir weiter indirekte Immobilienanlagen und insbesondere alternative Strategien.

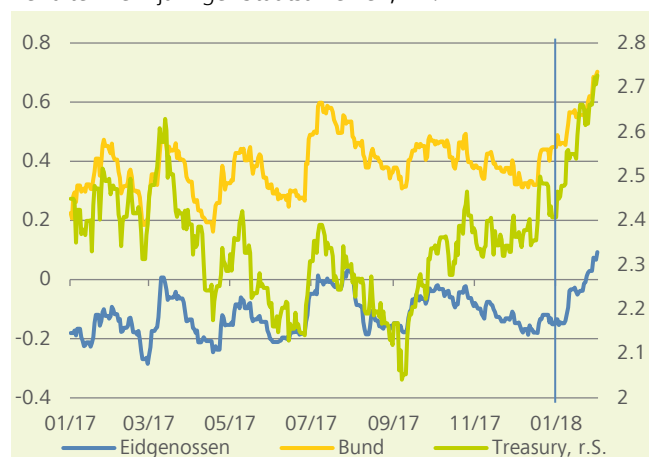
Auch ausserhalb der USA machen sich die Vorboten eines näher rückenden Beginns der Zinsnormalisierung bemerkbar. Sowohl die Eidgenossenrenditen als auch die Kapitalmarktzinsen der Eurozone-Kernländer zeigten im Januar einen beeindruckenden Anstieg und notieren mittlerweile auf einem Mehrjahreshoch. Der letzte Schub dieses Anstiegs wurde dabei von den Treasury-Renditen ausgelöst, welche im Nachgang an die Veröffentlichung des jüngsten Fed-Sitzungsprotokolls auf ein neues Hoch kletterten. In der Stellungnahme erwarten die Offenmarktausschuss-Mitglieder nun ausdrücklich ein Anziehen der Inflation noch im laufenden Jahr. Damit erscheint ein weiterer Fed-Zinsschritt bei der März-Sitzung praktisch als sicher.

Neutrale Aktienquote bleibt angezeigt

Trotz der jüngsten Entwicklung am Anleihenmarkt sehen wir vorerst noch keinen Grund an unserer Obligationen Positionierung Änderung vorzunehmen. Da die Staatsanleihenrenditen in den Industriestaaten insgesamt noch immer auf historisch tiefen Niveaus verharren und sich die Schwellenländer gegenüber steigenden US-Zinsen relativ robust zeigen, geben wir Unternehmensanleihen und Schwellenländerobligationen nach wie vor den Vorzug gegenüber den Papieren der Industriestaaten.

Starker Renditeanstieg im Januar

Renditen zehnjähriger Staatsanleihen, in %



Quelle: Bloomberg, Investment Office Raiffeisen Gruppe

Ebenfalls zurückhaltend bleiben wir bei unserer Aktienpositionierung. Zwar festigt sich bislang der Trend steigender Unternehmensgewinne und die positiven Gewinnüberraschungen bewegen sich auf hohem Niveau. Gerade die jüngsten Korrekturen zeigen aber, die Fragilität der Aktienmärkte – nicht zuletzt angesichts politischer Unwägbarkeiten sowie abnehmenden Rückenwindes infolge strafferer Zentralbank-Politik: Wir erachten somit eine insgesamt neutrale Aktienquote nach wie vor als angezeigt, während uns dabei gleichzeitig Schwellenländeraktien aufgrund robuster Globalkonjunktur und abgekommener Anfälligkeit als vergleichsweise attraktiv erscheinen.

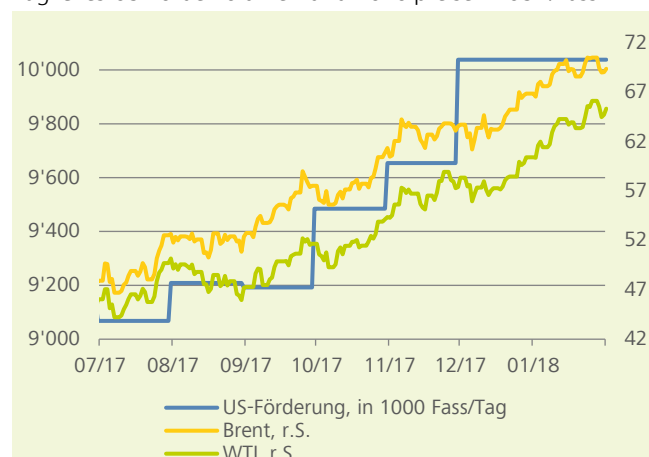
Auch wenn von einem äusserst bescheidenen Niveau ausgehend, dürften steigende Zinsen eine Belastung für Gold bleiben. Wir empfehlen deshalb die Beibehaltung der untergewichteten Quote und raten bei der Umsetzung der insgesamt leicht übergewichteten Alternative-Anlagen-Quote indirekten Schweizer Immobilienanlagen und insbesondere alternativen Strategien den Vorzug zu geben: Die Ausschüttungsrenditen von Immobilienfond bleiben anhaltend attraktiv und alternative Strategien können interessante Zusatzerträge generieren

Und schliesslich haben uns die zuletzt wieder etwas unter Druck geratene Ölpreise in unserer skeptischen Einschätzung bezüglich einer nachhaltigen Entspannung am Ölmarkt bestätigt. Zwar vermochte der OPEC-Deal die Lagerbestände zu senken, gleichzeitig macht das damit einhergehende wieder gestiegene Preisniveau das Fracking wieder zusehends attraktiv. Die dadurch wieder stark ansteigende US-Produktion (siehe Grafik) droht, die Ölschwemme wieder zu verstärken.

santosh.brivio@raiffeisen.ch

Höherer Ölpreis leistet der US-Förderung Vorschub

Tägliches US-Fördervolumen und Rohölpreise in USD/Fass



Quelle: Bloomberg, Investment Office Raiffeisen Gruppe

Weiterhin solides Wachstum in den USA und in der EWU

Das im letzten Quartal etwas schwächere US-Wirtschaftswachstum täuscht über die starke Binnen-nachfrage hinweg. Wir erwarten darum im 2018 nun 3 statt 2 Leitzinserhöhungen der US-Zentralbank. Das Wachstum des Euroraums übertrifft im vierten Quartal sogar das der USA und unterstützt die EZB auf dem Weg zur „Normalisierung“.

Im vierten Quartal ist laut den ersten offiziellen Schätzungen die US-Wirtschaft nur um 2.6% im Vergleich zum Vorquartal (3.2%) annualisiert gewachsen. Diese Abschwächung ist durch den negativen Beitrag des Aussenhandels – Importe sind viel stärker als die Exporte gestiegen – und des Lagerabbaus entstanden. Zusammen mit der deutlich angestiegenen Binnen-nachfrage (inländischer Konsum 3.8% und Investitionen 6.8%) sind dies momentan aber positive Zeichen, da die Firmen die Lager nicht wegen eines negativen Ausblicks abbauen, sondern scheinbar aufgrund der steigenden Nachfrage. Die massiv gestiegenen Importe geben ebenfalls eine solche Indikation. Dies sollte gegen den Sommer hin auch die Kernteuerung (ohne Energie- und Nahrungspreise) in den USA ansteigen lassen. Wir gehen aber im Moment in unserem Hauptszenario nicht davon aus, dass sich dieser Trend deutlich beschleunigt. Die Vorlaufindikatoren in den USA dürften über die kommenden Wochen etwas von ihrem fast euphorischen Hochstand verlieren, was zwar kurzfristig die Finanzmärkte etwas enttäuschen könnte, aber mittelfristig die Wirtschaft vor einer Überhitzung schützen

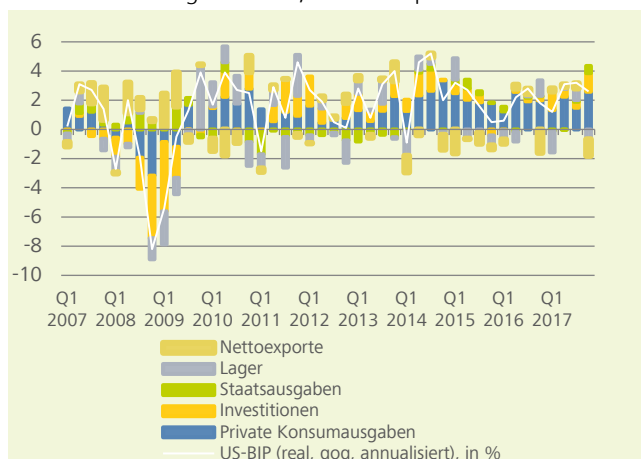
dürfte. In dieser Situation erwarten wir nun 3 Leitzinserhöhungen der amerikanischen Zentralbank im laufenden Jahr.

Hinweis auf Normalisierung in EZB-Rhetorik erwartet

Auch in der Eurozone hat die erste offizielle Schätzung für das letzte Quartal des vergangenen Jahres ein starkes Wirtschaftswachstum von 2.7% (annualisiert) ausgewiesen. Ebenso deuten die Vorlaufindikatoren auf eine fast schon euphorische Konjunkturlage hin. Die „harten“ Daten aus der Wirtschaft folgten zwar über weite Strecken den „weichen“ Vorlaufindikatoren, die vor allem Umfragewerte zu Geschäftsklima und Konsumentenvertrauen beinhalten, haben aber noch eine deutliche Lücke nach oben offen. Wir denken aber, dass die sehr optimistische Stimmung aus den Umfragen wieder zurückdrehen wird. „Harte“ Daten dürften sich darum eher wieder in Richtung der „weichen“ Daten bewegen und über das Jahr sollte sich ein Wachstum um die 2.4% einstellen. Dies wäre aus unserer Sicht auch wünschenswert, damit die Wirtschaft mit der immer noch sehr expansiven Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) nicht überhitzt. Die letzte Umfrage zu Kreditwachstum der EZB hat gezeigt, dass die Kredite in der Eurozone weiterhin robust wachsen und weiter wachsen dürften. Der geldpolitische Stimulus dürfte daher von der EZB, nach Ablauf des noch bis Ende September angesetzten Anleihenkaufprogramms, relativ schnell auf Jahresende heruntergefahren werden. Wenn die italienischen Wahlen einigermaßen glimpflich verlaufen, erwarten wir bereits an der nächsten Sitzung eine Anpassung des Wortlautes in der EZB-Erklärung zur Geldpolitik, die auf die eine weitere „Normalisierung“ hindeuten wird.

US-Wirtschaftswachstum gebremst von schwächerem Aussenhandel und Lagerabbau

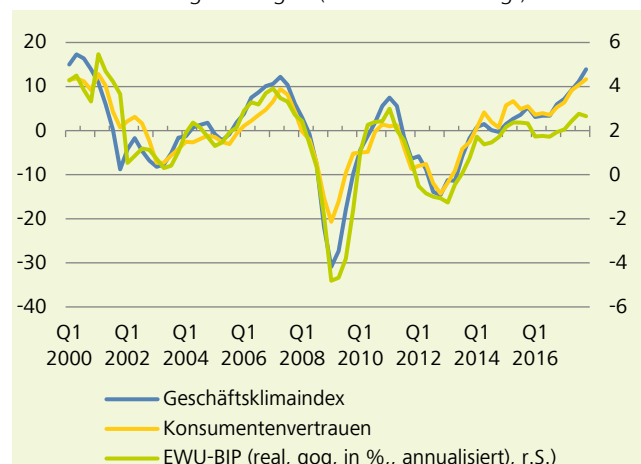
Wachstumsbeiträge zum BIP, in Prozentpunkte



Quelle: BEA, Datastream, Vontobel Asset Management

Eurozonen Wachstum ist stark, dürfte aber den Vorlaufindikatoren nicht weiter bis zur Spitze folgen

BIP und Stimmungsumfragen (mittelwertbereinigt)



Quelle: EU-Kommission, Eurostat, Vontobel Asset Management

Unternehmens- und EM-Bonds weniger anfällig auf Zinsanstieg

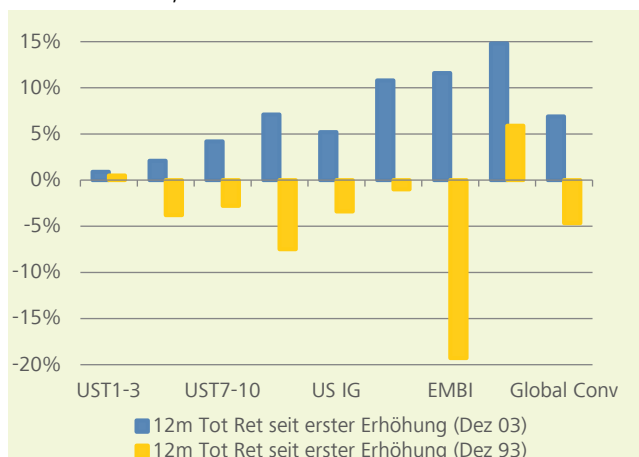
Sowohl Unternehmens- als auch Schwellenländeranleihen schneiden bei steigenden Zinsen tendenziell besser ab als Staatsanleihen. Trotz des bevorstehenden USD-Liquiditätsentzugs sind wir der Meinung, dass sich Unternehmens- und Schwellenländeranleihen auch in diesem Zinserhöhungszyklus gut behaupten werden.

Letztmals stiegen die US-Zinsen im Jahr 1994 «unkontrolliert». Noch immer denken die Anleihen Anleger mit Schrecken an dieses Jahr. Der enorm scharfe und weitgehend unerwartete Zinsanstieg in den USA brachte hohe Verluste für viele Anleiensegmente mit sich. Die Zinsen wurden auch von 2004 bis 2005 erhöht, doch damals war die Zinserhöhung erwartet worden und fand vor dem Hintergrund einer kräftigen und breit abgestützten Erholung in kleinen Schritten statt.

Grafik 1 zeigt, dass Unternehmensanleihen (mit Investment-Grade-Rating und Hochzinsanleihen) 1994 im Grossen und Ganzen besser abschnitten als Staatsanleihen. Die Rendite der Unternehmensanleihen war leicht negativ und lag nahe bei null. USD-Schwellenländeranleihen erlitten dagegen erhebliche Verluste, die noch grösser waren als diejenigen der langfristigen US-Staatsanleihen. Der Grund hierfür waren zum einen länderspezifische Krisen (Mexiko, Argentinien), zum anderen galten Schwellenländeranleihen als exotisch und wurden im Hochzinssegment emittiert, das grösstenteils von der USD-Liquidität und der Stimmung der US-Anleger abhängig war. Interessanterweise warfen kurzfristige Schwellenländeranleihen

Zinserhöhung: Schwellenländeranleihen erlitten 1994 zwar erhebliche Verluste...

Gesamtrenditen, in %



Quelle: JPM, Bloomberg, Asset Management

in Lokalwährung (die deutlich weniger beliebt waren) 1994 eine positive Rendite ab.

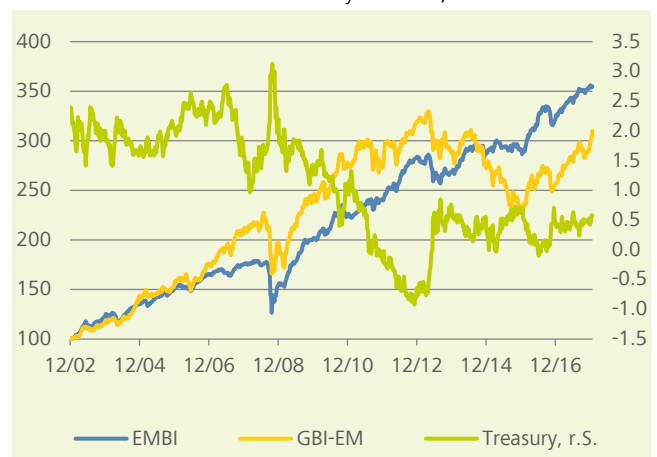
Als die Fed 2004 die Zinsen anhub, wurde dies den Anlegern besser kommuniziert. Zudem hatten die Anleger mehr Erfahrung mit Schwellenländeranleihen, und die Schwellenländer selbst waren grösstenteils mit einem Investment-Grade-Rating versehen. Zu dieser Zeit entwickelten sich alle Anleiensegmente besser ab als US-Staatsanleihen, und Schwellenländeranleihen in USD oder Lokalwährung schlangen sogar oben aus. Grafik 2 veranschaulicht, dass sich Schwellenländeranleihen trotz eines sukzessiven und erwarteten US-Zinsanstiegs von 2003 bis 2007 angesichts einer global breit abgestützten Erholung gut behaupteten. Tatsächlich entwickelten sich Unternehmens- und Schwellenländeranleihen während dieses Zinsanstiegs deutlich besser als Staatsanleihen mit ihren mickrigen Renditen.

Obwohl Schwellenländeranleihen nach wie vor in geringem Mass von den internationalen Liquiditätsströmen (hauptsächlich USD) abhängig sind, sind sie in den letzten Jahren widerstandsfähiger geworden für externe Schocks. Die Notenbanken sind zudem heute enorm darauf bedacht, die Anleger mit Zinsstraffungen nicht zu überraschen.

Deshalb gleicht der aktuelle Zinserhöhungszyklus der US-Notenbank viel stärker demjenigen von 2004 als von 1994. Unternehmens- und Schwellenländeranleihen dürften somit auch 2018 positive Renditen abwerfen und besser abschneiden als sichere Staatsanleihen.

...behaupteten sich aber trotz sukzessiver Zinserhöhung (2003-2007) gut

Total-Return-Indizes und Treasury-Rendite, in %



Quelle: JPM, 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 schwächelnder Dollar sind ein solides Umfeld für Anleihen aus Schwellenländern.

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

Zwischen positiven Gewinnüberraschungen und Zinsängsten

Die aktuelle Berichtssaison ist im vollen Gange. Nach detaillierter Auswertung der bisherigen Ergebnisse des 4. Quartals 2017 lässt sich feststellen, dass sie sehr gut ausfällt, d.h. ein besonders hoher Prozentsatz der Firmen die Erwartungen übertrifft. Dabei schneiden amerikanische Unternehmen besonders gut ab.

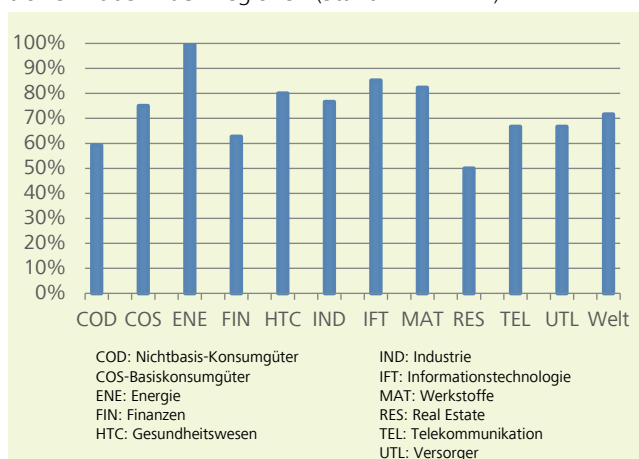
Die Aktienmärkte sind seit Jahren in einem Aufwärtstrend, so dass sich die Anleger die Frage stellen, ob sich die Aktienmärkte von den Fundamentaldaten bereits entkoppelt haben. In der langen Frist folgen Aktienkurse den Gewinnen. Um die steigenden Bewertungen der Aktienmärkte zu rechtfertigen, müssen Firmen also ein Wachstum der Gewinne vorweisen.

Aus dem wichtigsten weltweiten Aktienindex, dem MSCI World, haben bis zum 29.1. circa 15% der Firmen ihre Geschäftszahlen für das vierte Quartal bzw. das zweite Halbjahr berichtet. Darunter sind überproportional viele amerikanische Firmen, weil diese zeitnaher berichten als z.B. europäische Firmen. Für die Anleger sind vor allem zwei Aspekte entscheidend: erstens, ob der Gewinn pro Aktie über oder unter den Analystenschätzungen lag und zweitens, ob der Ausblick für die Zukunft besser oder schlechter als erwartet ausfällt.

Was den Gewinn pro Aktie betrifft haben die Firmen bisher nicht enttäuscht – im Gegenteil. Aktuell haben 72% einen höheren Gewinn pro Aktie ausgewiesen als von Analysten erwartet, d.h. sie haben die Schätzungen übertroffen. Ein Wert von

Positive Gewinnüberraschungen: Sowohl regional...

Anteil der Unternehmen, welche Gewinnerwartungen übertroffen haben nach Regionen (Stand 29.1.2018)



Quelle: FactSet, Vontobel Asset Management

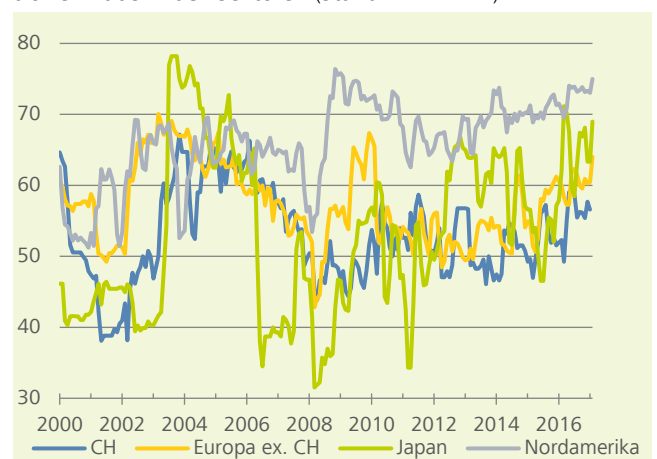
über 50% ist nicht ungewöhnlich, da die Unternehmen zu einem gewissen Grad geschickt die Analysten beeinflussen, um am Berichtstag nicht negativ überraschen zu müssen. Darin sind die Amerikaner oftmals besser als die Europäer, sodass eine höhere Quote in den USA nicht ungewöhnlich ist. Dennoch ist der aktuelle Wert im historischen Vergleich als relativ hoch einzustufen. Sollte sich diese Tendenz fortsetzen, wäre es die höchste Quote positiver Gewinnüberraschungen seit 2010 und für die Anleger eine positive Nachricht, weil damit die Gewinne der Unternehmen weltweit im Jahr 2017 im Vergleich zum Vorjahr um circa +15% gewachsen wären.

Am besten schnitten bisher Unternehmen aus den Sektoren Informationstechnologie und Energie mit Werten von 85% und 100% ab, wobei bisher erst wenige Energieunternehmen berichtet haben. Energiefirmen kommt der kräftige Ölpreisanstieg der letzten Monate zugute. Besonders die Ausrüsterunternehmen konnten dabei von steigender Nachfrage profitieren.

Noch wichtiger als die Quartalsergebnisse ist der Ausblick, den die Unternehmen für die Zukunft geben. So haben zahlreiche US Firmen u.a. die Auswirkungen der US Steuerreform auf die eigenen Ergebnisse publiziert und meistens positives zu berichten gehabt. Unter dem Strich dürften die Steuerreform die Gewinne der US-Unternehmen um 5%-10% steigern – und das dauerhaft. Das verschafft den Bullen zumindest kurzfristig die nötige Unterstützung für möglicherweise weiter steigende Kurse.

...als auch sektoral

Anteil der Unternehmen, welche Gewinnerwartungen übertroffen haben nach Sektoren (Stand 29.1.2018)



Quelle: FactSet, Vontobel Asset Management

Aktien neutral

= 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 behalten daher die Quote für Schwellenländeraktien auf leichtem Übergewichten.

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

Schwacher USD als entscheidender Faktor

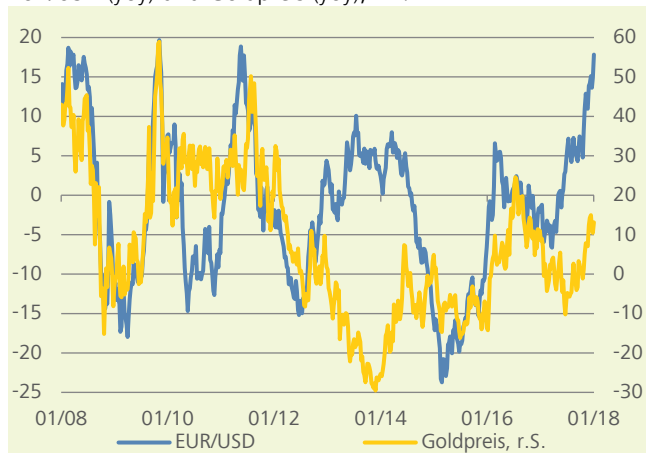
Der US-Dollar handelt zum Euro so tief wie seit 2014 nicht mehr. Dies drückt im Moment die Preise von in US-Dollar denominierten Rohstoffen nach oben, so auch jenen für Gold. Wer solche starken Trends nicht verpassen möchte, sollte sich in sogenannten CTA-Strategien engagieren.

Die Goldpreisbewegungen können oft am besten mit den 10-jährigen US-Realzinsen erklärt werden. Je tiefer die 10-jährigen inflationsadjustierten US-Renditen sind, desto niedriger sind die Opportunitätskosten für den Besitz des Edelmetalls. Zurzeit werden die Goldpreise jedoch vom einem zweiten wichtigen Parameter beeinflusst: Dem US-Dollar. Da Gold in der amerikanischen Währung denominiert ist, wird der Goldkauf für Investoren ausserhalb des Dollar-Raum in Zeiten von einem schwächelnden Greenback attraktiver (siehe Grafik 1).

Die Schwäche des US-Dollars kommt für uns nicht unerwartet, das Ausmass und besonders die Geschwindigkeit der Abwertung erscheinen uns jedoch übertrieben. Die US-Konjunktur läuft auf Hochtouren und die Finanzmärkte erwarten, dass die US-Zentralbank dieses Jahr erneut die Leitzinsen anheben werden. Klar ist aber auch, dass die Europäische Zentralbank dank erfreulich hohem Wirtschaftswachstums ebenfalls langsam von ihrer expansiven Geldpolitik abrückt. Dies sollte dem Euro gegenüber dem US-Dollar über die längere Frist weiterhin Auftrieb verleihen, kurzfristig ist unserer Ansicht jedoch bereits zu viel in den Finanzmärkten eingepreist. Entsprechend halten wir am derzeitigen Untergewicht für Gold fest. Dies auch darum,

Goldpreis und EUR/USD entwickeln sich oft Hand in Hand

EUR/USD (yoy) und Goldpreis (yoy), in %



weil wir höhere US-Realzinsen aufgrund der im Dezember beschlossenen US-Steuerreform erwarten.

Finanzmärkte werden von starken Trends getrieben

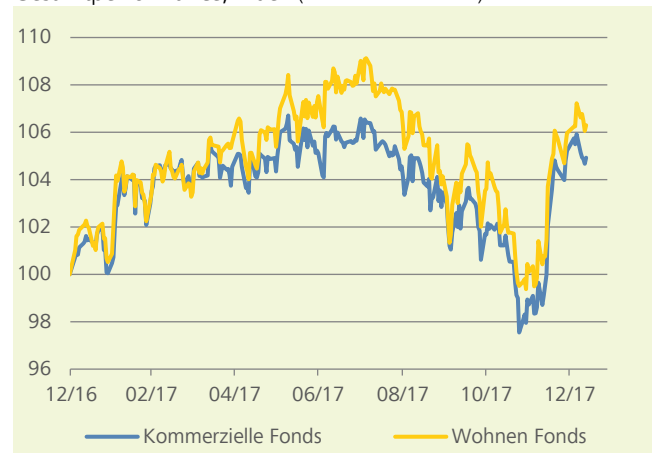
Der schwache US-Dollar ist nicht der einzige starke Trend, welchen wir in den Finanzmärkten beobachten können. Rohstoffpreise und Anlagen in Schwellenländern reagieren ebenfalls mit starken Preissprüngen auf den schwachen Greenback. Auch die Aktienmärkte kennen derzeit nur eine Richtung: Nach oben. Sogenannte CTA-Strategien profitieren von einem solchen Marktumfeld. Sie investieren stets in Anlagen, welche in jüngst gestiegen sind und verkaufen jene Anlagen, welche gefallen sind. Entsprechend profitieren sie sowohl in starken Trend nach oben – wie zurzeit – aber auch in starken Trend nach unten. Zusätzlich zeichnen sich Investments in solche alternative Strategie mit tiefen Korrelationen zu traditionelle Anlageklassen wie Aktien und Anleihen aus.

Indirekte Immobilienanlagen bleiben relativ attraktiv

Die kotierten Immobilienfonds standen, aufgrund erhöhter Kapitalmarktaktivitäten, in der zweiten Jahreshälfte deutlich unter Druck. Dank der Jahresend rally resultierte für die indirekten Immobilienanlagen 2017 mit 6.6% erneut eine hohe Rendite. Steigende Leerstände, sinkende Mieteneinnahme sowie Bewertungsrisiken dürften dämpfende Effekte auf die Gesamtrendite haben. Die Nachfrage sollte mit lediglich moderat steigenden Zinsen intakt bleiben. Der Aufschlag gegenüber den Anleiherenditen bleibt dennoch weiterhin relativ attraktiv, weshalb wir an unserer neutralen Positionierung festhalten.

Jahresend rally bei den indirekten Immobilienanlagen in der Schweiz

Gesamtp performance, Index (01.01.2017=100)



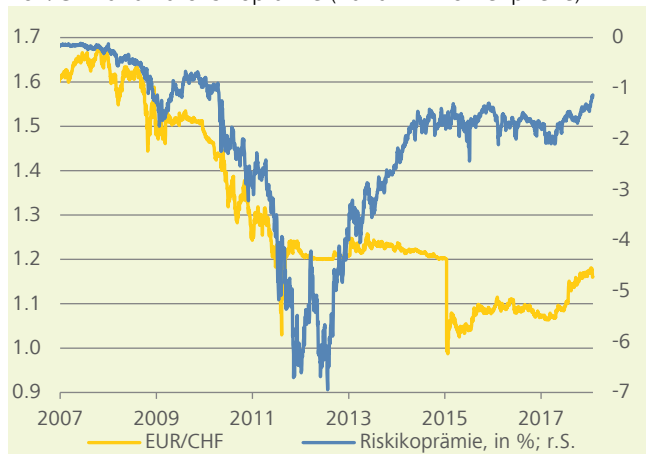
EZB stemmt sich nicht gegen den starken Euro

Steigende europäische Inflation hat in den letzten Monaten den Druck auf die Zentralbanken ihre expansiven Lockerungsprogramme zu beenden erhöht und europäische Währungen unterstützt, unter anderem auch den Franken. Lokalwährungsanleihen in Schwellenländern bleiben auch wegen der Rendite von 6% attraktiv.

Trotz der starken Rally des Euros in den letzten Wochen hat EZB-Zentralbankchef Mario Draghi es vermieden zum Instrument der verbalen Intervention zu greifen. So zeigte sich die EZB über die jüngste Euroaufwertung nicht sehr besorgt. Auch wenn wir an unserem längerfristig konstruktiven Ausblick für den EUR/USD-Wechselkurs festhalten, sehen wir in der kurzen Frist wenige Treiber für eine unmittelbare Fortsetzung der Aufwertung. Zinsdifferenzen sowie der von uns im März/April erwartete Inflationsschub in den USA sprechen für steigende US-Zinserwartungen und kurzfristig für den Dollar.

Trotz des eurofreundlichen Umfeldes hat der Franken gegenüber dem Euro zulegen können. Dies ist etwas überraschend, schliesslich sprechen die Fundamentaldaten wie reale Zinsdifferenzen sowie Risikoprämie auf den Euro für einen schwächeren Franken. So ist die Risikoprämie – Renditeaufschlag von Peripherieanleihen der Eurozone gegenüber deutschen Bundesanleihen – nahezu auf die Niveaus von vor der Finanzmarktkrise gefallen (Grafik 1). Allerdings haben wir in den letzten Jahren feststellen können, dass erste Anzeichen einer geldpolitischen Normalisierung schon ausreichen können, um eine Währung deutlich aufwerten zu lassen.

Eurorisikoprämie schon stark gefallen
EUR/CHF und Eurorisikoprämie (Bund – EWU-Peripherie)



Quelle: Datastream, Vontobel Asset Management

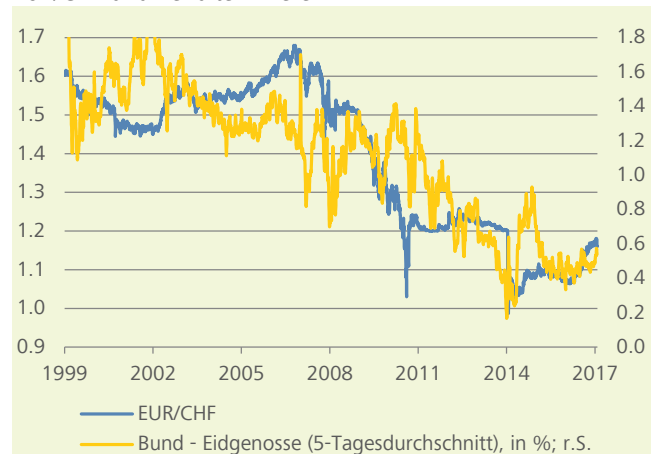
Während der US-Dollar im Sommer 2014 vor der ersten US-Zinserhöhung stark aufwertete legte der Euro in 2017 schon vor dem Ende des EZB-Anleihenkaufprogramms deutlich zu. Dies könnte auch die Frankenrally Ende Januar erklären. Schliesslich ist die Inflation in der Schweiz deutlich auf knapp 1% angestiegen, wobei sich die Inflationsdifferenzen gegenüber der Eurozone eingengt haben.

Wir gehen davon aus, dass Zentralbankchef Thomas Jordan in den kommenden Monaten an seiner Rhetorik des „hoch bewerteten“ Frankens festhält und die Renditen den EUR/CHF-Wechselkurs in Richtung 1.20 heben wird (Grafik 2). Anhaltend positive Inflationsüberraschungen könnten jedoch für eine kurzfristige Fortsetzung der Frankenstärke sorgen, insbesondere für den fall zunehmender Risiken im Zusammenhang mit den italienischen Wahlen.

Schwellenländerwährungen dürften gefragt bleiben

Die globale Konjunkturerholung hat bisweilen noch nicht an Schwung verloren. Schwellenländer dürften hiervon überproportional profitieren, da sie eine hohe Exportabhängigkeit aufweisen. Für Schwellenländerwährungen sprechen jedoch auch die leicht günstige Bewertung und rückläufige Leistungsbilanzdefizite. Hinzu kommen die etwas gesunkenen politischen Risiken. So sehen wir mittlerweile eine hohe Wahrscheinlichkeit, dass die Amtszeit des mehr als umstrittenen südafrikanischen Präsidenten Zuma dem Ende entgegen geht. Grösstes politisches Risiko für Schwellenländer sind derzeit die protektionistischen Drohgebärden der USA.

Renditeanstieg in Deutschland dürfte Euro stützen
EUR/CHF und Rendite-Differenz



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 %	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 %		0.0 %		3.0 %		3.0 %		5.0 %		5.0 %		9.0 %		9.0 %		13.0 %		13.0 %
Aktien USA		0.0 %		0.0 %		4.0 %		3.5 %		8.0 %		7.0 %		12.0 %		10.5 %		16.0 %		14.0 %
Aktien Asia Pazifik / Japan		0.0 %		0.0 %		1.0 %		1.0 %		2.0 %		2.0 %		3.0 %		3.0 %		4.0 %		4.0 %
Aktien Schwellenländer	0 %	0.0 %	0 %	0.0 %	0 %	2.0 %	12 %	2.4 %	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 %
Alternative Strategien (CHF Hedged)	0 %	4.0 %	14 %	7.0 %	0 %	4.0 %	14 %	7.0 %	0 %	4.0 %	14 %	7.0 %	0 %	4.0 %	14 %	7.0 %	0 %	4.0 %	14 %	7.0 %
Immobilien Schweiz	0 %	5.0 %	15 %	5.0 %	0 %	5.0 %	15 %	5.0 %	0 %	5.0 %	15 %	5.0 %	0 %	4.0 %	14 %	4.0 %	0 %	3.0 %	13 %	3.0 %
Edelmetalle	0 %	3.0 %	13 %	2.0 %	0 %	3.0 %	13 %	2.0 %	0 %	3.0 %	13 %	2.0 %	0 %	4.0 %	14 %	2.7 %	0 %	5.0 %	15 %	3.3 %
Rohstoffe	0 %	3.0 %	13 %	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 %		14.4 %		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	2.1
Deutschland	1.6	1.5	1.8	2.5	2.0
Eurozone	1.4	2.0	1.8	2.5	1.9
USA	2.6	2.9	1.5	2.3	2.5
China	7.3	6.9	6.7	6.9	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	-0.75	-0.75	-0.75
EUR	-0.32	-0.33	-0.33	-0.35	-0.35
USD	1.00	1.69	1.79	1.90	2.40
JPY	-0.05	-0.02	-0.05	0.00	0.00
Kapitalmarktzinsen					
Renditen 10-jährige Staatsanleihen (Jahresende; Rendite in %)					
CHF	-0.18	-0.15	0.13	0.2	0.6
EUR (Deutschland)	0.23	0.45	0.74	0.8	1.1
EUR (PIIGS)	2.01	2.01	1.86	2.4	2.7
USD	2.45	2.41	2.85	2.8	2.9
JPY	0.04	0.05	0.08	0.1	0.1
Wechselkurse					
Jahresende					
EUR/CHF	1.07	1.17	1.16	1.18	1.20
USD/CHF	1.02	0.97	0.93	1.00	0.95
JPY/CHF (pro 100 JPY)	0.87	0.86	0.85	0.88	0.91
EUR/USD	1.05	1.20	1.25	1.18	1.26
USD/JPY	117	113	110	114	105
Rohstoffe					
Jahresende					
Rohöl (Brent, USD/Barrel)	57	67	68	63	59
Gold (USD/Unze)	1152	1303	1337	1250	1250

*05.02.2018

Herausgeber

Investment Office Raiffeisen Gruppe

Bohl 17

9004 St. Gallen

investmentoffice@raiffeisen.ch

Internet

www.raiffeisen.ch/anlegen

Beratung

Kontaktieren Sie Ihren Anlageberater oder Ihre lokale Raiffeisenbank

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

Weitere Publikationen

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

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

Rechtlicher Hinweis**Kein Angebot**

Die in dieser Publikation veröffentlichten Inhalte werden ausschliesslich zu Informationszwecken bereitgestellt. Sie stellen also weder ein Angebot im rechtlichen Sinne noch eine Aufforderung oder Empfehlung zum Erwerb resp. Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die Publikation stellt kein Kotierungsinserat und keinen Emissionsprospekt gem. Art. 652a bzw. Art. 1156 OR dar. Die alleine massgeblichen vollständigen Bedingungen sowie die ausführlichen Risikohinweise zu diesen Produkten sind in den jeweiligen rechtsverbindlichen Verkaufsdokumenten (z.B. Prospekt, Fondsvertrag) enthalten. Aufgrund gesetzlicher Beschränkungen in einzelnen Staaten richten sich diese Informationen nicht an Personen mit Nationalität oder Wohnsitz eines Staates, in dem die Zulassung von den in dieser Publikation beschriebenen Produkten beschränkt ist. Diese Publikation ist weder dazu bestimmt, dem Anwender eine Anlageberatung zukommen zu lassen, noch ihn bei Investmententscheiden zu unterstützen. Investitionen in die hier beschriebenen Anlagen sollten nur getätigt werden, nachdem eine entsprechende Kundenberatung stattgefunden hat, und/oder die rechtsverbindlichen Verkaufsdokumente studiert wurden. Entscheide, die aufgrund der vorliegenden Unterlagen getroffen werden, erfolgen im alleinigen Risiko des Anlegers. Weiter verweisen wir auf die Broschüre «Besondere Risiken im Effektenhandel». Bei der aufgeführten Performance handelt es sich um historische Daten, auf Grund derer nicht auf die laufende oder zukünftige Wertentwicklung geschlossen werden kann. Für die Berechnung der Performancedaten wurden die bei der Ausgabe und gegebenenfalls bei der Rücknahme der Anteile erhobenen Kommissionen und Kosten nicht berücksichtigt.

Keine Haftung

Raiffeisen Schweiz unternimmt alle zumutbaren Schritte, um die Zuverlässigkeit der präsentierten Daten zu gewährleisten. Raiffeisen Schweiz übernimmt aber keine Gewähr für Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der in dieser Publikation veröffentlichten Informationen.

Raiffeisen Schweiz haftet nicht für allfällige Verluste oder Schäden (direkte, indirekte und Folgeschäden), die durch die Verteilung dieser Publikation, deren Inhalt verursacht werden oder mit der Verteilung dieser Publikation im Zusammenhang stehen. Insbesondere haftet sie nicht für Verluste infolge der den Finanzmärkten inhärenten Risiken. Es ist Sache des Kunden, sich über allfällige Steuerfolgen zu informieren. Je nach Wohnsitzstaat können sich unterschiedliche Steuerfolgen ergeben. In Bezug auf allfällige, sich durch den Kauf der Titel ergebende Steuerfolgen lehnen Raiffeisen Schweiz und die Raiffeisenbanken jegliche Haftung ab.

Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse

Die Publikation wurde von Raiffeisen Schweiz erstellt und ist nicht das Ergebnis einer Finanzanalyse. Die "Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse" der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg) finden demzufolge auf diese Publikation keine Anwendung.

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