



Anlagepolitik – März 2018

Investment Office Raiffeisen Gruppe

Zu viel des Guten?

Raiffeisenbank Franches-Montagnes, Hauptsitz Saignelégier

Architekt: apart architektur AG, Biel

Fotograf: Thomas Jantscher Architekturfotografie

RAIFFEISEN

Inhalt

Taktische Asset Allokation im Überblick	3
Marktkommentar Zu viel des Guten?	4
Konjunktur USA: Nach Steuerreform deutlich höheres Budgetdefizit	5
Obligationen Kurzfristige IG-Unternehmensanleihen sind relativ attraktiv	6
Aktien Äusserst gute Stimmung bei den Unternehmen	8
Alternative Anlagen Rätselraten um die nächsten Schritte der Opec	10
Währungen Schwellenländer dürften gut unterstützt bleiben	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. Während sich die Konjunktur global anhaltend aufgehellt zeigt, bleiben an den Aktienmärkte Zinsängste bestehen. Denn zu gute Daten von der amerikanischen Inflations- und Konjunkturfront könnte die Fed zu einer schnelleren Straffung der geldpolitischen Zügel veranlassen. Wir halten daher an einer neutralen Aktienquote fest.
2. Der Renditeaufschlag von High-Yield (HY) Anleihen zu Investment-Grade (IG) Obligationen ist relativ gering, während die Kreditqualität sich nicht mehr weiter verbessern dürfte. Wir nutzen daher bei HY-Anleihen die Beruhigung nach der Februar-Korrektur zur Reduktion der empfohlenen Quote. Wie für die Obligationen insgesamt raten wir somit neu für HY-Anleihen zu einem leichten untergewichten.
3. Gold dürfte unter Druck bleiben und der Ausblick für die Ölpreise bleibt aufgrund ungewisser Opec-Politik verhalten. Aus diesem Grund empfehlen wir, bei der Umsetzung der Alternative-Anlagen-Quote indirekte Immobilienanlagen und insbesondere alternative Strategien zu bevorzugen.

Zu viel des Guten?

Während sich die Konjunktur global anhaltend aufgehellt zeigt, bleiben an den Aktienmärkte Zinsängste bestehen. Wir halten daher an einer neutralen Aktienquote fest. Gleichzeitig erscheint uns der Renditeaufschlag von High-Yield (HY) zu Investment-Grade-Anleihen (IG) mittlerweile als relativ gering, weshalb wir neu zu einem leichten untergewichten von High-Yield-Anleihen raten.

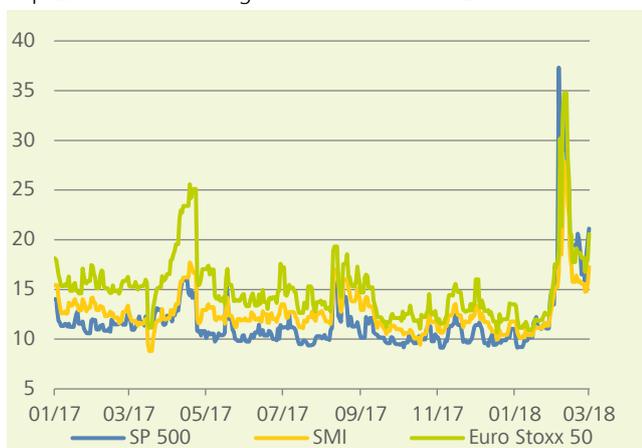
Die aufgehellte Weltkonjunkturlage hat sich auch für die Schweiz bestätigt, wo das Wachstum im Q4 deutlich über dem langjährigen Durchschnitt zu liegen kam. Damit ist das hiesige BIP 2017 um 1% gewachsen. Erfreulich ist dabei insbesondere die sektoral breite Abstützung sowie die spürbare Beschleunigung im zweiten Halbjahr. Wir sehen daher unsere Erwartung bestätigt, dass die Schweizer Wirtschaft im laufenden Jahr eine Wachstumsrate von über 2% erreichen sollte.

Massgeblich unterstützt werden dürfte diese durch die anhaltend robuste Weltwirtschaft – angeführt durch die Konjunkturlokomotive USA. Allerdings stehen zunehmende Befürchtungen im Raum, dass die Steuerreform nach anfänglichem Zusatzschub im kommenden Jahr einen bremsenden Effekt für das amerikanische Wirtschaftswachstum entfalten könnte.

Nicht ganz so rosig präsentiert sich die Lage an den Aktienmärkten. Spätestens seit der durch emporschnellende Zinsängste ausgelösten Korrektur der ersten Februarwoche ist die Nervosität an den Börsen wieder spürbar gestiegen. Obwohl die Fed unter der neuen Führung von Jerome Powell bislang keine konkreten Hinweise auf eine schärfere Gangart lieferte,

Volatilität bleibt erhöht

Implizite Volatilität ausgewählter Aktien-Indizes



Quelle: Bloomberg, Investment Office Raiffeisen Gruppe

dürften die Zinsängste vorerst nicht verfliegen und für erhöhte Volatilität sorgen (siehe Grafik). Denn nicht zuletzt wegen der Steuerreform ist nicht auszuschliessen, dass die Inflations- und Konjunkturdaten plötzlich zu gut ausfallen. So dass sich die Fed doch noch zur schnelleren Straffung der geldpolitischen Zügel veranlasst sieht. Somit steht an den Aktienbörsen zwar kein Rückfall in das Muster „Good News is Bad News“ bevor, aber doch vor einem gewissen Unbehagen vor zu viel des Guten. Daher behalten wir unsere Empfehlung für ein leichtes Untergewichten von US-Aktien bei und geben weiterhin Schweizer, europäischen und japanischen Aktien den Vorzug.

Geringer Renditeaufschlag für HY-Anleihen

Während die Zinsdiskussionen bei den Aktien zumindest ein bestimmendes Element bleiben dürften, wirft die weiter fortschreitende (USA) bzw. die sich abzeichnende (EWU) Zinsnormalisierung auf dem Anleihenmarkt seine Schatten weiter voraus. So lassen trotz des zuletzt leichten Rückgangs die Obligationrenditen ihre Talsohle deutlich hinter sich. Der Renditeaufschlag für HY-Anleihen zu IG-Obligationen bleibt relativ gering, während die Kreditqualität sich nicht mehr weiter verbessern dürfte. Wir nutzen bei HY-Anleihen daher die Beruhigung nach der Februar-Korrektur zur Reduktion der empfohlenen Quote. Wie für die Obligationen insgesamt raten wir somit neu für HY-Anleihen zu einem leichten untergewichten. Gleichzeitig behalten wir gerade im aktuellen Aktienumfeld unsere Empfehlung für ein starkes Übergewichten für Alternative Strategien bei und erachten auch weiterhin indirekte Immobilienanlagen als relativ interessant.

santosh.brivio@raiffeisen.ch

High-Yield: Risikoaufschlag engt sich nicht weiter ein

Renditedifferenz High-Yield zu Staatsanleihen (USA), %



Quelle: Bloomberg, Investment Office Raiffeisen Gruppe

USA: Nach Steuerreform deutlich höheres Budgetdefizit

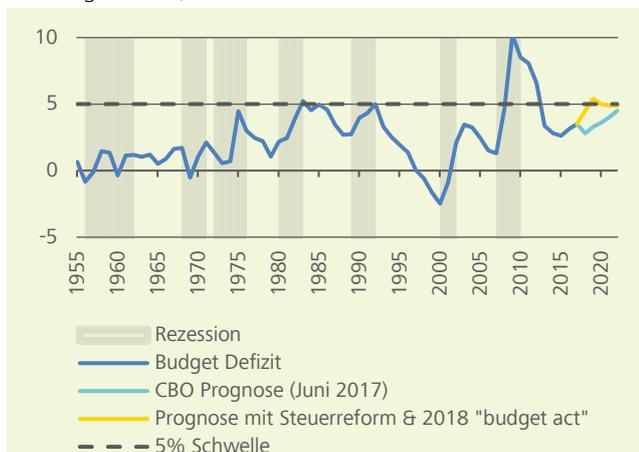
Die Steuerreform von Dezember und das Budgetgesetz von Februar führen zu einem starken Anstieg des US-Budgetdefizits. Wir haben deshalb unsere Konjunktur- und Inflationsprognose für das laufende Jahr leicht nach oben angepasst

Die Schweizer Wirtschaft ist gemäss den am 1. März veröffentlichten Zahlen im vierten Quartal um 0.6% gewachsen. Besonders stark zugenommen haben die Exporte. Sie profitieren vom schwächeren Franken und der guten Konjunktur in der Eurozone und den USA. Die vorlaufenden Stimmungsindikatoren wie das Konsumentenvertrauen oder der Einkaufsmanagerindex sind auf hohen Niveaus. Wir rechnen deshalb mit einem kräftigen Wirtschaftswachstum um die 2% in diesem Jahr.

Noch besser dürfte die Konjunktur weiterhin in den USA brummen. Allerdings gerät in der grössten Volkswirtschaft zusehends der Staatshaushalt in den Fokus. Gemäss Berechnungen des Budgetamtes (CBO) und des Steuerausschusses des Kongresses (JCT) wird sich das US-Budgetdefizit aufgrund der im Dezember verabschiedeten Steuerreform und des im Februar verabschiedeten Budgetgesetz im laufenden Jahr auf knapp 900 Mrd. USD erhöhen. Dabei erhöhen die Steuererleichterungen das Budgetdefizit um rund 200 Mrd. USD und das Budgetgesetz um rund 100 Mrd. USD. Ohne Steuerreform und Budgetgesetz wäre das Budgetdefizit gemäss den Prognosen des CBO auf 2.8% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) im Jahr 2018 gefallen: Die Steuererleichterungen und das Budgetgesetz führen zu einer Ausdehnung des Budgetdefizits auf 4.5%

USA: Steuerreform und Budgetgesetz führt zu Höchstständen beim Budgetdefizit

US-Budgetdefizit, in % des BIP



Quelle: BEA, CBO, JCT, Datastream, Vontobel Asset Management

des BIP. Das Budgetdefizit dürfte 2019 die 5% Marke überschreiten und bis 2027 in der Grössenordnung von 5% des Bruttoinlandsprodukts bleiben. Seit dem 2. Weltkrieg gab es ein solch hohes Budgetdefizit nur während oder nach Rezessionen, so 1983 und 1992 unter Ronald Reagan sowie während und nach der Finanzkrise von 2008 bis 2012 (siehe Grafik 1). Das hohe Budgetdefizit dürfte das Wirtschaftswachstum im laufenden Jahr noch etwas ankurbeln, wir erwarten daher ein höheres Wachstum als 2017. Auch die Inflation sehen wir aus diesem Grunde auf 2.3% (2019) steigen.

Goldilocks-Szenario hat in der Eurozone weiter Bestand

Wie erwartet hat die Wirtschaft der Eurozone ein äusserst starkes Jahresende gefunden und ist im letzten Quartal mit 0.6% (zum Vorquartal) gewachsen. Vor allem der Industriesektor konnte seine Produktion kräftig steigern (Grafik 2). Würde die Industrieproduktion mit dieser Geschwindigkeit weiter wachsen, sähen wir eine Überhitzung des Sektors auf uns zukommen. Dies dürfte nun aber durch den stärkeren Euro gebremst werden, der den Exportanteil der Produktion dämpfen wird. Dies ist auch bereits an den sinkenden Zahlen der neusten Einkaufsmanager-Umfragen der Eurozone erkennbar. Dadurch bleibt das Wirtschaftswachstum im ausgeglichenen „Goldilocks“-Szenario. So sehen wir auch die Inflation nur leicht stärker ansteigen als wir das noch anfangs Jahr erwartet haben, trotz der grosszügigeren Lohnversprechen in den deutschen Tarifverhandlungen und der guten Entwicklung der Arbeitslosigkeit in Frankreich.

Eurozone: Industrieproduktion ist auf Ende 2017 nochmals kräftig gewachsen

EWU-Industrie: Stimmungsbarometer und Produktion



Quelle: EU-Kommission, Eurostat, Vontobel Asset Management

Kurzfristige IG-Unternehmensanleihen sind relativ attraktiv

Im Zuge des starken Zinsanstiegs in den ersten beiden Monate 2018, allen voran bei US-Staatsanleihen, haben auch die Schweizer Zinsen angezogen. Dies äussert sich insbesondere in steigenden Renditen von Papieren mit längeren Laufzeiten. Allerdings bleiben die Erträge festverzinslicher Anlagen in vielen Märkten unter null. Einer der wenigen Orte, an denen man sich vor der eisigen Brise negativer Renditen schützen kann, sind Unternehmensanleihen.

Möchten Sie eine Euro-Anleihe mit einer Rendite auf Verfall von 0.15 Prozent mit einer Laufzeit von zwei weiteren Jahren? Oder lieber eine Euro-Anleihe mit 0.05 Prozent und einer Laufzeit von 8.5 Jahren? Das hätten gegen Ende letzten Jahres eine passende Fragen sein können. Abgesehen von den dürrtigen Coupons der beiden Papiere scheint es offensichtlich, dass die erste Alternative der zweiten überlegen ist. Schliesslich bietet sie für einen Bruchteil der Zinssensitivität mehr Ertrag. Es handelt sich hier um eine auf Euro lautende kurzfristige Unternehmensanleihe gegenüber einer deutschen Bundesanleihe. Eine ähnliche Situation war an den Märkten für Schweizerfranken und US-Dollar zu beobachten (siehe Grafik 1).

Wie sieht es nun nach dem Zinsanstieg im Januar aus? Die defensiven Qualitäten kurzfristiger Unternehmensanleihen treten nun deutlich zutage, unabhängig von den Währungen, in de-

nen sie begeben wurden. Da diese Obligationen kaum zinsensitiv sind, haben sie in diesem Jahr bisher Gesamtrenditen nahe Null erzielt. Das sieht zwar nicht nach viel aus. Es ist jedoch beachtlich, wenn man sich die signifikanten Verluste von «normalen» Staatsanleihen, vor allem in den USA und in der Schweiz, vor Augen führt.

Tatsächlich haben kurzfristige Unternehmensanleihen bereits im Jahr 2017 Gesamtrenditen erzielt, die gleich oder besser waren als jene von Staatsanleihen (siehe Grafik 2). Dies wurde zudem bei geringerer Volatilität in den meisten Märkten erreicht. Möglich war dies dank einer kürzeren Duration und Spreads, also Renditeaufschlägen, gegenüber Staatsanleihen von rund 0.6 Prozent in Schweizerfranken, Euro oder US-Dollar. Dies ist auch heute noch der Fall. Ausserdem ist erwähnenswert, dass Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Qualität in diversifizierten Portfolios eine aus unserer Sicht vernachlässigbare Ausfallwahrscheinlichkeit aufweisen.

Für 2018 rechnen wir mit einem graduellen Anstieg der Zinsen in den USA und einem allmählichen Zurückfahren der Anleihekäufe durch die Europäische Zentralbank. Dies dürfte in den meisten Märkten, darunter auch in der Schweiz, zu höheren Zinsen führen. In einer solchen Situation ist eine kurze Duration der festverzinslichen Anlagen nötig, um die Portfolios vor Kapitalverlusten zu schützen. Gleichzeitig dürften die Spreads von Unternehmensanleihen dazu beitragen, die Gesamtrenditen in einen leicht positiven Bereich zu bringen, auch wenn das Risiko weiterhin sehr gering ist.

Rendite auf Verfall versus Duration: kurzfristige Anleihen schlagen Staatspapiere

Verfallsrendite und Duration in Jahren



Quelle: SBI, ICE, Bloomberg, Vontobel Asset Management

Gesamtrenditen von Staatsanleihen gegenüber jenen von kurzfristigen Firmenpapieren

In Prozent (seit Dezember 2016)



Quelle: SBI, ICE, 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.

– Global High-Yield

Zwar dürften sich die Ausfallraten bei High-Yield Anleihen mit den stabilisierten Ölpreisen insbesondere in den USA weiterhin nicht erhöhen. Insgesamt sind die Renditeaufschläge von High-Yield gegenüber den Investment-Grade Anleihen aber relativ gering und die Kreditqualität verbessert sich nicht weiter. Wir nutzen daher die Marktberuhigung für eine Reduktion von einer neutralen auf eine leicht untergewichtete Positionierung.

= 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

Äusserst gute Stimmung bei den Unternehmen

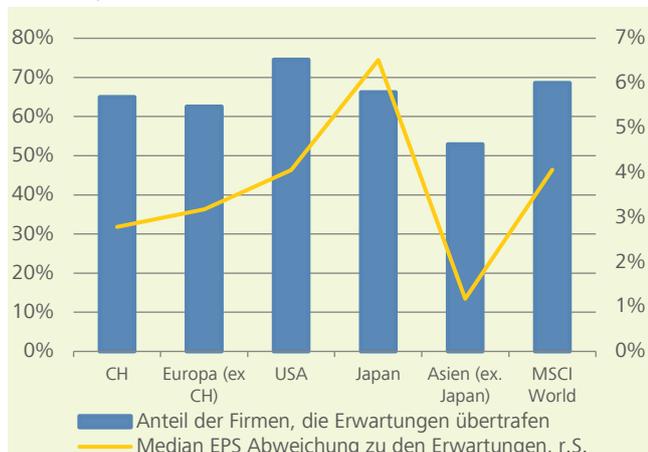
Bei den meisten Unternehmen herrscht aktuell eine sehr gute Stimmung, was sich in den Ergebnissen der Gewinnsaison zeigt. Ein rekordverdächtiger Anteil von Firmen erwirtschaftete Gewinne über den Analystenerwartungen und die US-Steuerreform hilft zusätzlich. Besser kann die Lage fast nicht mehr werden.

Die Berichtssaison für das Q4 bzw. das zweite Halbjahr 2017 neigt sich dem Ende zu. Bisher fiel sie sehr gut aus, da von ca. drei Viertel der Firmen aus dem MSCI Welt, die ihre Zahlen bereits berichtet haben, 69% die Schätzungen der Analysten hinsichtlich des Nettogewinns übertreffen konnten. In Nordamerika lag der Anteil sogar bei 75%. Dieser Wert liegt dabei deutlich über dem Durchschnitt seit 2000 und markiert gleichzeitig den höchsten Stand in diesem Zeitraum, was die Frage aufwirft, ob die Lage überhaupt so gut bleiben kann (Grafik 1). Zusätzlich zur sehr guten wirtschaftlichen Verfassung kommt den Unternehmen aktuell die US-Steuerreform zugute. Sie führte z.B. dazu, dass die Gewinnerwartungen für 2018 und 2019 in den USA in den letzten drei Monaten um +9% stiegen. In Europa, das unter einem festeren Euro etwas leidet, blieben diese immerhin stabil. Die Analysten gehen davon aus, dass die Gewinne weltweit um +14% (2018) und um +10% (2019) steigen. Sollten dies eintreten, ist mit hoher Wahrscheinlichkeit von einem weiterhin freundlichen Aktienmarkt auszugehen.

Leider lauern am Horizont auch Gefahren. Zum einen könnte sich die aktuell rosige Lage eintrüben. Die Tatsache, dass die

Anteil der Unternehmen, welche die Gewinnschätzungen übertroffen haben

Nach Regionen



Quelle: FactSet, Vontobel Asset Management

Gewinnschätzungen der Analysten seit anderthalb Jahren stabil sind, ist ein sehr gutes Zeichen. Allerdings sind Analysten in der Regel zunächst zu optimistisch und revidieren ihre Prognosen im Zeitablauf daher nach unten. Sollte sich z.B. das Wirtschaftswachstum abschwächen, kann sich selbst ein starkes, erwartetes Wachstum schnell in Luft auflösen.

Zum anderen kann auch bei einem weiterhin starkem Wachstum, das durch die US- Steuerreform noch beflügelt wird, eine stärkere Inflation zum Problem werden. Sollten die Zinsen dadurch schnell ansteigen, würde das die Kapitalkosten für Unternehmen erhöhen und gleichzeitig Anleihen im Vergleich zu Aktien wieder attraktiver machen. Zudem könnten die Gewinne direkt durch steigende Materialkosten und durch steigende Löhne negativ beeinflusst werden. So haben Firmen in den vergangenen Jahren infolge moderater Lohnabschlüsse und einer zum Teil hohen Arbeitslosigkeit ihre operativen Margen auf ein Rekordniveau anheben können, sodass weiteres Potenzial weitgehend fehlt (Grafik 2). Aktuell beobachten wir bereits wieder eine Tendenz zum höheren Lohnwachstum, welches die Margen tendenziell belasten dürfte.

Zwar gehen wir in unserem Hauptszenario weiterhin von einem soliden wirtschaftlichen Wachstum aus, sehen aber zunehmende Inflationsgefahren am Horizont aufkommen. Um die Gefahren von höheren Zinsen und stärkerer Inflation abzuwehren, empfehlen wir daher innerhalb der Aktien aktuell u.a. auch Entwicklungsländer, welche im Vergleich zu den entwickelten Ländern deutlich günstiger bewertet sind.

Das Potential bei den Gewinnmargen scheint jedoch zusehends ausgeschöpft

Weltweite EBITDA-Entwicklung, in %



Quelle: FactSet, 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 behalten daher die Quote für Schwellenländeraktien auf leichtem Übergewichten.

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

Rätselraten um die nächsten Schritte der Opec

Dank der Produktionsbeschränkung für Erdöl ist der Preis des schwarzen Goldes deutlich gestiegen. Gleichzeitig sind die globalen Lagerbestände gesunken. Die Organisation erdölexportierender Länder (Opec) und Russland, die Initianten der Obergrenze, haben ihre Ziele nun praktisch erreicht. Doch nun rätseln Marktteilnehmer, wie es weitergehen soll.

Ende November 2016 einigten sich die Opec-Staaten mit Russland über eine gemeinsame Obergrenze für die Erdölproduktion. Ziel war es, die globalen Lagerbestände auf den fünfjährigen Durchschnitt zu drücken, was gleichzeitig die Preise unterstützen sollte. Mittlerweile bewegen sich die Erdölpreise gut 20 USD über dem zu Beginn der Zusammenarbeit verzeichneten Niveau. Auch bei den deutlich verringerten Lagerbeständen scheint das Ziel eines Fünfjahres-Durchschnitts in Reichweite.

In den kommenden Wochen wird die Opec gefordert sein, die Ziele zu überdenken beziehungsweise neue Meilensteine zu definieren. Wir halten es für wahrscheinlich, dass die beiden Ölfördergiganten die Erdölpreise gerne auf einem Niveau über 60 US-Dollar pro Fass halten würden. Die offene Frage ist, wie sich eine Stabilisierung bewerkstelligen lässt. Unseres Erachtens ist es gut möglich, dass die Akteure den Schwerpunkt nun auf die Lagerbestände im Verhältnis zur Nachfrage legen. Diese Messgrösse ist zum fünfjährigen Durchschnitt zurückgekommen, übertrifft jedoch den langfristigen Durchschnitt weiterhin deutlich (siehe Grafik 1). Welche Kennzahlen auch immer die Opec zukünftig für ihre Kommunikation benutzen, eine Sache

ist klar: Als eine Art Zentralbank für den Erdölmarkt wird die Organisation die Finanzmärkte behutsam auf die Strategieänderung vorbereiten.

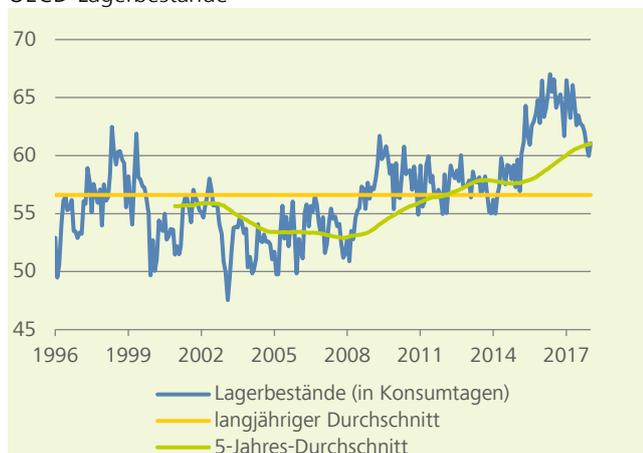
Kein Interesse an zu hohen Preisen

Allerdings sind höhere Erdölpreise für die Opec und Russland nicht nur positiv. Erstens wächst die US-Schieferölindustrie seit dem vergangenen Jahr wieder kräftig und erhöht ihre Marktanteile stetig. Höhere Ölnotierungen kommen deshalb auch dieser «lästigen» Konkurrenz zugute. Zweitens nähern wir uns Preisen, bei denen aus Rentabilitätsüberlegungen sistierte Erdölförderprojekte wieder interessant erscheinen (siehe Grafik 2). Drittens sind zu hohe Erdölpreise generell Gift für die Wirtschaft. Gemäss derzeitigen Schätzungen könnten Preise über 80 US-Dollar die globale Konjunktur abschwächen. Hinzu kommt, dass zu hohe Notierungen die Investitionen in Elektroautos nochmals erhöhen könnten, was sich dämpfend auf die Nachfrage nach fossilen Brennstoffen auswirken würde. Aus diesen Gründen ist es für die grossen Erdölförderer sinnvoll, die Preise nicht nur gegen unten, sondern auch gegen oben unter Kontrolle zu halten.

Vor diesem Hintergrund sehen wir uns in unserer vorsichtigen Haltung bestätigt und belassen die empfohlene Quote für Öl bei einer leicht untergewichteten Quote. Hingegen erachten alternative Strategien gerade im wieder etwas volatileren Aktienumfeld als attraktiv. Weiter scheinen uns indirekte Immobilienanlagen im insgesamt andauernden Tiefzinsumfeld als relativ interessant, während wir für Gold die skeptische Einschätzung beibehalten.

Öllagerbestände bleiben insgesamt hoch

OECD-Lagerbestände



Quelle: EIA, Datastream, Vontobel Asset Management

Sistierte Ölprojekte bald wieder interessant?

Relevante Preiskurven beim Erdöl



Quelle: EIA, Datastream, Vontobel Asset Management

Schwellenländer dürften gut unterstützt bleiben

Europäische Währungen werden unserer Ansicht nach in den kommenden Monaten weiter zulegen, insbesondere gegenüber dem US-Dollar. Die jüngste Yen-Erhölung sollte keine Eintagsfliege gewesen sein. Schwellenländerwährungen dürften ebenfalls gut unterstützt bleiben.

Zu den Gewinnern gehörte jüngst der Schweizer Franken. Die Gründe hierfür sind in der erhöhten Volatilität an den Finanzmärkten sowie einem deutlichen Anstieg der zehnjährigen Schweizer Renditen zu suchen. Wir erwarten jedoch, dass der Franken die jüngsten Gewinne in den kommenden Monaten wieder abgibt und der EUR/CHF-Kurs auf rund 1.20 per Euro ansteigt. Ein weiterer Rückgang der kürzlich wieder angestiegenen europäischen Risikoprämie im Anschluss an die italienischen Wahlen (sofern diese nicht «europafeindlich» ausfallen) spricht für eine Ausweitung der Zinsdifferenzen und einen höheren EUR/CHF Kurs. Hierzu trägt auch bei, dass die Schweizerische Nationalbank bei der Normalisierung der Geldpolitik erst nach der Europäischen Zentralbank aktiv werden sollte.

Dollargewinne gegenüber Euro nur bescheiden

Auch der Dollar hat im Zuge der jüngsten Turbulenzen an den Finanzmärkten zugelegt. Allerdings erscheint sein Anstieg von 2 Prozent gegenüber dem Euro im Umfeld einer zehnprozentigen Korrektur der Aktienmärkte eher bescheiden, insbesondere verglichen mit früher zu beobachtenden Dollaraufwertungen in Korrekturphasen. Grund hierfür ist zum einen wohl die Befürchtung der Marktteilnehmer, dass die US-Notenbank die Inflation nicht mehr ganz unter Kontrolle hat – Auslöser der

Turbulenzen waren schliesslich stark steigende US-Löhne und Inflationserwartungen. Zum anderen sind nach Verabschiedung der Steuersenkungen in den USA Zweifel an der Nachhaltigkeit der US-Finzen aufgekommen – ein Thema, das uns in den kommenden Jahren verstärkt beschäftigen könnte. So gehen auch wir von einem Anstieg des Haushaltsdefizits auf 5 Prozent zum BIP aus. Diese Entwicklung bekräftigt uns umso mehr in unserem mittel- bis längerfristig positiven EUR/USD Ausblick.

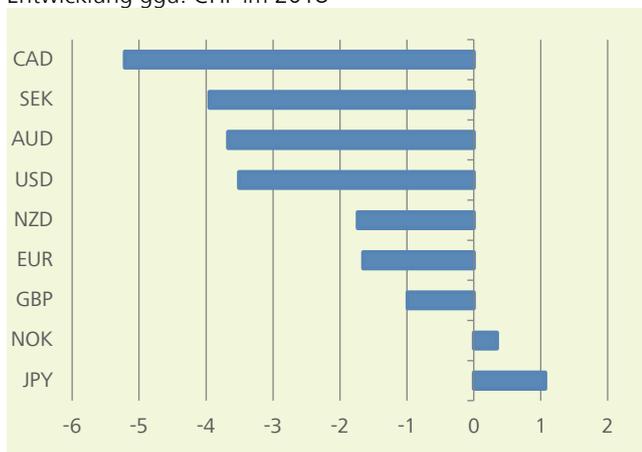
Als «Portfoliostabilisator» hat sich in der jüngsten Korrekturphase der Yen erneut bewiesen. Die japanische Währung dürfte nach unserem Dafürhalten weiterhin an Statur gewinnen. Gründe hierfür sind die allmähliche geldpolitische Normalisierung in Japan in der zweiten Jahreshälfte 2018, die weiterhin starke Unterbewertung der Währung sowie Japans Leistungsbilanzüberschuss von 4 Prozent zum BIP

Führt Brasilien endlich eine Rentenreform durch?

Die Aussichten auf eine weltweite Konjunkturerholung bei moderatem Inflationsanstieg kommen Schwellenländerwährungen zugute. Schliesslich sind es gerade die stärker exportabhängigen aufstrebenden Volkswirtschaften, die von einer globalen Konjunkturerholung profitieren. Brasilien muss jedoch die Pensionskassenreform endlich vorantreiben, sonst droht das Risiko, dass die Staatsverschuldung aus dem Ruder läuft. Die Hoffnung liegt hier auf den im Oktober stattfindenden Parlaments- und Präsidentschaftswahlen.

Im laufenden Jahr erweist sich JPY als besonders stark

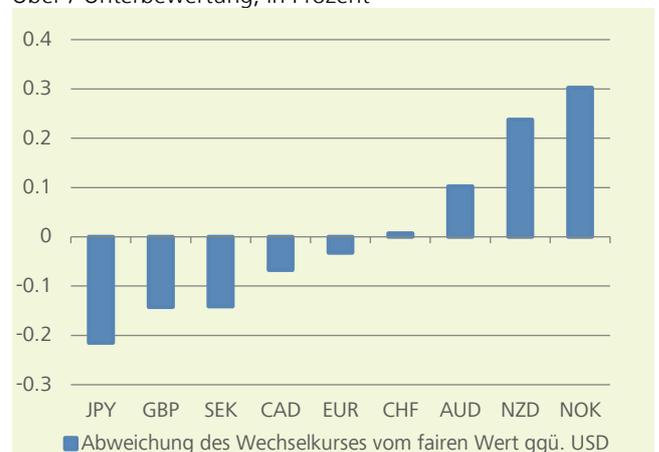
Entwicklung ggü. CHF im 2018



Quelle: Datastream, Vontobel Asset Management

Trotz Hausse ist der JPY sehr günstig bewertet

Über-/ Unterbewertung, in Prozent



Quelle: Datastream, Vontobel Asset Management

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%	11.8%	0%	5%	40%	11.0%	0%	5%	40%	8.0%	0%	5%	40%	6.9%	0%	5%	40%	4.2%
Cash				11.8%				11.0%				8.0%				6.9%				4.2%
Obligationen (angestrebte Laufzeit 6.0 J)	65%	80.0%	95%	71.7%	45%	60.0%	75%	52.5%	25%	40.0%	55%	35.5%	5%	20.0%	35%	16.9%	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%	33.5%	10%	25.0%	40%	26.6%	1%	16.0%	31%	17.0%	0%	6.0%	21%	6.4%	0%	0.0%	15%	0.0%
Tiefe Kreditqualität (hedged)**	0%	4.0%	14%	3.0%	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%	0.0%
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%	2.0%
Aktien	0%	0.0%	0%	0.0%	5%	20.0%	35%	20.0%	25%	40.0%	55%	40.0%	45%	60.0%	75%	60.0%	65%	80.0%	95%	80.0%
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%				3.0%				5.0%				9.0%				13.0%
Aktien USA				0.0%				4.0%				7.0%				12.0%				16.0%
Aktien Asia Pazifik / Japan				0.0%				1.0%				2.0%				3.0%				4.0%
Aktien Schwellenländer	0%	0.0%	0%	0.0%	0%	2.0%	12%	2.5%	0%	5.0%	15%	6.0%	0%	6.0%	16%	7.5%	0%	7.0%	17%	9.0%
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%
Alternative Strategien (CHF Hedged)	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%																
Total		100%		100.0%																
Fremdwährung		6%		4.5%		16%		14.5%		26%		24.5%		37%		35.2%		48%		45.8%
Aktuelle Quote**																				
USD		6%		4.5%		12%		10.5%		19%		17.5%		25%		23.2%		31%		28.8%
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		2%		19.5%		3%		29.5%		4%		39.5%		52%		50.2%		63%		60.8%

* Investment Grade (Rating AAA bis BBB-)

** Unternehmensanleihen, Sub-Investment Grade (<BBB-)

*** Wird u.a. durch Währungsstransaktion erzielt

Prognosen

Konjunktur	2015	2016	2017	Prognose 2018	Prognose 2019
------------	------	------	------	---------------	---------------

BIP

Durchschnittliches jährliches Wachstum (in %)

Schweiz	1.2	1.4	1.0	2.1	1.8
Deutschland	1.5	1.8	2.5	2.0	1.8
Eurozone	2.0	1.8	2.5	1.9	1.9
USA	2.9	1.5	2.3	2.5	2.2
China	6.9	6.7	6.8	6.3	6.3
Japan	1.1	0.9	1.6	1.1	0.9
Global (PPP)	3.1	3.1	3.7	3.8	3.8

Inflation

Jahresdurchschnitt (in %)

Schweiz	-1.1	-0.4	0.5	0.6	1.0
Deutschland	0.2	0.5	1.7	1.6	1.8
Eurozone	0.0	0.2	1.5	1.4	1.9
USA	0.1	1.3	2.1	2.1	2.3
China	1.4	2.0	1.6	2.1	2.2
Japan	0.8	-0.1	0.5	0.8	1.1

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	2.03	2.20	2.70
JPY	-0.05	-0.02	-0.06	0.00	0.00

Kapitalmarktinzinsen

Renditen 10-jährige Staatsanleihen (Jahresende; Rendite in %)

CHF	-0.18	-0.15	0.05	0.2	0.6
EUR (Deutschland)	0.23	0.45	0.65	0.8	1.1
EUR (PIIGS)	2.01	2.01	1.94	2.4	2.7
USD	2.45	2.41	2.88	2.8	2.9
JPY	0.04	0.05	0.05	0.1	0.1

Wechselkurse

Jahresende

EUR/CHF	1.07	1.17	1.16	1.18	1.20
USD/CHF	1.02	0.97	0.94	0.98	0.94
JPY/CHF (pro 100 JPY)	0.87	0.86	0.89	0.89	0.89
EUR/USD	1.05	1.20	1.23	1.20	1.28
USD/JPY	117	113	106	111	105

Rohstoffe

Jahresende

Rohöl (Brent, USD/Barrel)	57	67	66	60	60
Gold (USD/Unze)	1152	1303	1321	1250	1250

*06.03.2018

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.