

Anlagepolitik

Januar 2010

Wir machen den Weg frei

RAIFFEISEN

2/3	Fokus
4	Wirtschaft und Finanzmärkte
5	Portfoliostrukturen CHF
6	Portfoliostrukturen EUR
7/8	Spezialthema: Wohin steuert der Finanzsektor?
9	Obligationenmärkte: Duration bei EUR-Obligationen verkürzen
10	Prognosen Konjunktur und Finanzmärkte 2010/2011
11	Zinsen Schweiz: Moderate Konjunkturerholung
12	Währungen: Ist die Dollarschwäche zu Ende?
13	Aktienmärkte: Weiterhin Übergewichtung empfohlen
14	Aktienmärkte: Zyklische Sektorstrategie
15	Marktdaten
16	Glossarium

Die vorliegende Broschüre dient lediglich zu Informationszwecken und ist weder eine Offerte oder Einladung zur Offertstellung noch eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Finanzprodukten und entbindet den Empfänger nicht von seiner eigenen Beurteilung. Die Broschüre stellt kein Kotierungsinserat und keinen Emissionsprospekt gem. Art. 652a bzw. Art. 1156 OR dar. Aufgrund gesetzlicher Beschränkungen in einzelnen Staaten richten sich diese Informationen nicht an Personen mit Nationalität oder Wohnsitz eines Staates, in welchem die Zulassung von den in dieser Broschüre beschriebenen Produkten beschränkt ist. Die Broschüre 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 die Informationen, allenfalls unter Beizug eines Beraters, u.a. in Bezug auf die Vereinbarkeit mit den eigenen Verhältnissen, auf juristische, regulatorische und steuerliche Konsequenzen überprüft wurden und/oder die aktuellen Verkaufsprospekte studiert wurden. Käufe und Verkäufe sind nur auf der Grundlage der aktuellen Verkaufsprospekte resp. Reglemente und eines allfälligen Jahresberichtes (bzw. Halbjahresberichtes, falls dieser aktueller ist) zu tätigen. Ferner sollte einen Kauf nur tätigen, wer sich über die Risiken des jeweiligen Produktes zweifelsfrei im Klaren ist und wirtschaftlich in der Lage ist, die damit gegebenenfalls eintretenden Verluste zu tragen. Aufschluss über die Risiken von Finanzprodukten gibt in standardisierter Form die Broschüre «Besondere Risiken im Effektenhandel». Sämtliche der erwähnten Unterlagen können kostenlos bei Raiffeisen Schweiz, Raiffeisenplatz, 9001 St. Gallen, bezogen werden. Die Kurse der in dieser Broschüre beschriebenen Produkte können sowohl steigen als auch fallen. Eine in der Vergangenheit erzielte positive Performance bei einzelnen Produkten ist keine Garantie für eine positive Performance in der Zukunft. Die vorliegende Broschüre darf weder ganz noch teilweise ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Raiffeisen vervielfältigt oder veröffentlicht werden. Die Broschüre wurde in Zusammenarbeit zwischen Vontobel und Raiffeisen erstellt und ist nicht das Ergebnis einer Finanzanalyse. Die «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg) finden auf diese Broschüre demzufolge keine Anwendung. Die in diesem Dokument geäußerten Meinungen sind diejenigen von Raiffeisen bzw. Vontobel Asset Management AG zum Zeitpunkt der Redaktion und können jederzeit und ohne Mitteilung ändern. Obwohl sowohl Vontobel als auch Raiffeisen der Meinung sind, dass die hierin enthaltenen Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, können sie keinerlei Gewährleistung für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der in dieser Broschüre enthaltenen Informationen übernehmen. Vontobel und Raiffeisen haften nicht für allfällige Verluste oder Schäden (direkte, indirekte und Folgeschäden), die durch die Verteilung dieser Broschüre oder dessen Inhalt verursacht werden oder mit der Verteilung dieser Broschüre im Zusammenhang stehen. Insbesondere haften sie nicht für Verluste infolge der den Finanzmärkten inhärenten Risiken.

Fokus

2010: Ein Jahr des Übergangs

Während das erste Quartal 2009 noch ganz im Zeichen der globalen Finanzmarktkrise stand und sowohl die Wirtschaft als auch die Aktienmärkte ihren massiven Schrumpfungprozess fortsetzten, stand ab dem dritten Quartal die Erholung der Konjunktur im Vordergrund. Die Bank Vontobel ist bereits zum Jahresbeginn davon ausgegangen, dass die massiven geld- und fiskalpolitischen Massnahmen in der zweiten Jahreshälfte Wirkung zeigen und zu einer Stabilisierung der globalen Wirtschaft führen würden. Entsprechend wurden ab dem zweiten Quartal die Aktienengagements systematisch erhöht.

2010 dürfte ein Übergangsjahr werden. Die Zentralbanken werden ab der zweiten Jahreshälfte behutsam zu einer normalisierten Geldpolitik mit ersten Zinserhöhungen übergehen, was die Zinsen für Staatsobligationen tendenziell erhöhen wird. Die Schuldenproblematik der Staaten der westlichen Welt wird sich 2010 weiter verschärfen. Die Aktienmärkte werden 2010 zunehmend von den Gewinnen und nicht mehr von der Erkenntnis, dass das Finanzsystem stabilisiert werden konnte, getrieben werden. Daraus resultieren positive, aber geringere Kursgewinne als 2009.

Aktienmärkte 2009:

Zu Tode betrübt, himmelhoch jauchzend

Bis Mitte März 2009 setzte sich die im Jahr 2008 begonnene Talfahrt der Aktienkurse dramatisch fort. Alle Branchen verzeichneten unisono massive Kursverluste. Erst als sich abzeichnete, dass aufgrund der 2008/2009 weltweit ausserordentlichen geld- und fiskalpolitischen Massnahmen keine systemischen Risiken mehr bestehen würden, setzte Mitte März die Trendwende ein. In der Folge entwickelte sich das Aktienjahr 2009 nicht nur wie erwartet gut, sondern sogar sehr gut. Die rasche Aktienmarkterholung, die Mitte März einsetzte, ist allerdings auf den starken Einbruch in der davorliegenden Periode zurückzuführen. Die Aktienmärkte sind in einer ersten, nachvollziehbaren Reaktion aufgrund der unsicheren Aussichten für das globale Finanzsystem rasch und stark eingebrochen. Entsprechend wurden in den Finanzmärkten das Risiko vergleichbar mit jenen der Grossen Depression eingepreist. Der starke Anstieg der Aktien in der Folge reflektiert die entsprechende Gegenbewegung aufgrund der Erkenntnis, dass keine systemrelevanten Banken mehr Konkurs gehen würden. Die steigenden Aktienkurse spiegelten zudem die Erwartung einer künftig wieder positiveren Wirtschaftsentwick-

lung. Ein Grossteil des Rallys basiert somit weniger auf Gewinnerwartungen als vielmehr auf der Erleichterung gegenüber einer abgewendeten grossen Depression.

Obwohl wir zum Jahresbeginn die Aktienquote reduziert hatten, sind wir davon ausgegangen, dass die enormen geld- und fiskalpolitischen Massnahmen in der zweiten Jahreshälfte Wirkung zeigen würden, sich die Konjunktur stabilisieren und die Aktienmärkte dies rund sechs Monate davor vorwegnehmen würden. Somit waren unser Wiederaufstieg in Aktien Anfang April und eine weitere Erhöhung der Aktienquote im Sommer im Hinblick auf einen positiven Konjunkturverlauf 2010 die logische Konsequenz.

Die grossen Gewinner auf der Aktienseite waren 2009 die Schwellenlandregionen Asien, Osteuropa und Lateinamerika. In den entwickelten Ländern gehörten auf Branchenebene die zyklischen Sektoren wie Rohstoffe, Technologie sowie zyklische Konsumwerte zu den Gewinnern. Auch die empfohlenen Anlagethemen «zukünftige und erneuerbare Ressourcen» sowie Immobilienaktien und Rohwaren waren attraktive Investitionen.

Ausblick: 2010 als Jahr des Übergangs

In unserem Hauptszenario rechnen wir für 2010 und 2011 mit einer positiven, wenn auch unterdurchschnittlichen Entwicklung der Weltwirtschaft. Grundlage des Aufschwungs bleibt die weltweit expansive Geld- und Fiskalpolitik. Erst im Jahre 2010 wird bekanntlich der grösste Teil des amerikanischen Stimulierungspakets eingesetzt werden. Entsprechend werden die Staatsschulden auch 2010 deutlich steigen. Solange jedoch die Risikobereitschaft der Anleger noch nicht stärker steigt, werden sie nur einen geringen Aufschlag für das Kaufen von Staatsobligationen verlangen. Die Zinsen für Staatsobligationen dürften damit nur geringfügig ansteigen.

Die Inflationsrisiken bleiben verhalten, da die Produktionskapazitäten noch wenig ausgelastet sind und sich der Finanzsektor bei der Kreditvergabe unverändert zurückhaltend zeigt. Dieses für die Finanzmärkte letztlich attraktive Szenario führt nur zu leicht steigenden Kapitalmarktzinsen, einem etwas schwächeren Schweizer Franken sowie zu moderat steigenden Aktienkursen. Es sind jedoch auch andere wirtschaftliche

Szenarien denkbar, welche wir aber als weniger wahrscheinlich erachten. Ein positives Szenario geht von einer raschen, V-förmigen Wirtschaftsentwicklung aus, das negative Nebenszenario beinhaltet im Jahr 2011 einen Rückfall in die Rezession. In diesem Szenario wären die negativen Auswirkungen auf die Finanzmärkte dann wohl ab Frühling des kommenden Jahres spürbar. Dies könnte insbesondere dann der Fall sein, wenn die Notenbanken die Zinsen zu rasch anheben würden oder die Stabsübergabe von einer «künstlich beatmeten» Weltwirtschaft in eine selbst funktionierende nicht klappen würde.

Die folgenden drei Anlagethemen für das Jahr 2010 haben wir unter der Annahme des Eintreffens des Hauptszenarios erstellt.

1) Aktien bleiben attraktiv, im Jahresverlauf Übergang zu defensiven Branchen

Die globalen Aktienmärkte sind auch nach der guten Performance 2009 nicht überbewertet und bieten deshalb weiterhin gute Renditechancen. Allerdings werden die Aktien nicht mehr in erster Linie durch das «Prinzip Hoffnung», sondern zunehmend durch die Gewinnentwicklung getrieben werden. Ein zwanzigprozentiges Gewinnwachstum, wie dies derzeit von den Märkten erwartet wird, sollte nach den enormen Gewinnschrumpfungen 2009 gut zu erreichen sein. Wir rechnen deshalb mit einem Übergang von Gewinnrückgang zu Gewinnwachstum. Für die Aktienmärkte 2010 bedeutet dies erneut positive, aber geringere Erträge als im Vorjahr. Zudem dürften im Jahresverlauf zunehmend defensivere, wertorientierte Branchen an Bedeutung gewinnen, die 2009 zurückgeblieben sind. Im Fokus stehen weiterhin die Schwellenländer, erneuerbare und zukünftige Ressourcen sowie das Infrastrukturthema.

2) Zinsen der Staatsobligationen steigen langsam an, Unternehmensanleihen vorziehen

Zwar wird die Inflation 2010 noch kein bedeutendes Thema sein. Die Notenbanken werden dennoch in der zweiten Jahreshälfte langsam zu einer normalisierten Geldpolitik übergehen, was die Zinsen generell leicht nach oben drücken wird. Die Bedrohung überbordender Staatsschulden und drohender Zahlungsunfähigkeiten dürfte ebenfalls zinstreibend wirken. Unternehmensanleihen bleiben trotz ihrer hervorragenden Performance 2009 aufgrund des Zinsvorteils attraktiv und sind Staatsanleihen wenn möglich vorzuziehen.

3) Rohwarenzyklus noch nicht beendet, Rohwaren bleiben im Fokus

Rohwaren befinden sich seit 2002 in einem markanten Aufwärtstrend. Dieser hat nun bereits eine gewisse Reife erreicht. Angesichts des enormen Nachholbedarfs in den Schwellenländern dürfte der Aufwärtstrend aber noch nicht beendet sein. Dies betrifft alle drei Kernbereiche des Rohwarenbereichs: Energie, Industrie- und Edelmetalle sowie landwirtschaftliche Güter. Aufgrund der erwarteten Preissteigerungen traditioneller Energieträger und Ressourcen werden Alternativen dazu zunehmend gefragter sein. Das macht das Anlagethema der erneuerbaren und zukünftigen Ressourcen so attraktiv.

Als die drei grössten Risiken für das Anlagejahr 2010 erachten wir:

- Die Aktien- und Unternehmensanleihenmärkte korrigieren ab dem Frühjahr, da sich 2011 ein Rückfall in die Rezession abzeichnet.
- Die Schuldenproblematik der Staaten eskaliert und die Zinsen für Staatsanleihen steigen rascher und stärker als erwartet.
- Das Deflationsrisiko und damit die Gefahr «japanischer Verhältnisse» nimmt zu. Trotz der hohen geschaffenen Liquidität durch die Notenbanken fließt das Kapital nicht in die Wirtschaft.

Das Anlagejahr 2010 dürfte als ein Jahr des Übergangs in die Annalen eingehen. Übergänge sind immer mit Unsicherheiten verbunden. Die Chance, dass der Übergang gelingt, ist trotz enormer Herausforderungen realistisch. Wichtig wird sein, dass die Wirtschaft zwar gewisse Leitplanken erhält, der Nutzen einer liberalen Marktordnung aber nicht leichtfertig über Bord geworfen wird. Es sollte nicht vergessen werden, dass gerade ein Eingriff in den Markt, nämlich die Subventionierung amerikanischer Hypotheken in den neunziger Jahren, am Anfang der aktuellen Krise stand.

Dr. Thomas Steinemann
Chefstrategie
Vontobel-Gruppe

Dr. Patrik Gisel
Stv. Vorsitzender der
Geschäftsleitung
der Raiffeisen Gruppe

Wirtschaft und Finanzmärkte

Aktienmärkte

Aktien übergewichten mit einem Fokus auf die Märkte USA und Schwellenländer

- USA, Schwellenländer übergewichten
- Euroland, UK und Japan neutral gewichten
- Schweiz untergewichten
- Thema «Erneuerbare Energien» im Aktienanteil

Begründung: Die moderate Konjunkturerholung wirkt sich positiv auf die Gewinnentwicklung der Unternehmen aus. Basis der Wirtschaftsentwicklung ist die sehr expansive US-Geld- und Fiskalpolitik. Die staatlichen US-Ausgabenprogramme werden bis ins Jahr 2011 umgesetzt. Die Geldpolitik stellt dem Finanzsystem noch immer grosszügig Liquidität zur Verfügung. Das erwartete US-Gewinnwachstum 2010 von 24% ist vernünftig. Die Bewertung der Aktien ist fair und das Renditepotenzial ansprechend.

Obligationenmärkte

Obligationen untergewichten

- CHF übergewichten
- EUR neutral gewichten
- Keine US-Dollar-Obligationen im Portfolio
- Wandelanleihen, Unternehmensanleihen und Absolute Return Bonds als attraktive Beimischung

Begründung: Wir erwarten bei Staatsanleihen als Folge der weltweiten Konjunkturerholung und der steigenden

Staatsverschuldung leicht steigende Renditen. Gegen einen starken Anstieg der Renditen der Staatsanleihen sprechen die weiterhin tiefe Inflation und die immer noch deutliche Unterauslastung der Wirtschaft. Bei den Kreditrisikoaufschlägen von Unternehmens- gegenüber Staatsanleihen rechnen wir in den kommenden Monaten mit einer Seitwärtsbewegung. Gleichzeitig profitieren Unternehmensanleihen vom vergleichsweise höheren Coupon.

Währungen

- Wir erwarten angesichts der moderaten weltweiten Wirtschaftserholung einen leicht schwächeren Franken. Eine Voraussetzung für diese Entwicklung sind wieder abflauende Finanzrisiken innerhalb der Europäischen Währungsunion. Dies betrifft insbesondere griechische Staatsanleihen, aber auch Papiere aus Österreich, Italien und Spanien.
- Der Euro wertet sich bei einem US-Konjunkturaufschwung gegenüber dem USD auf. Ein Hauptgrund hierfür ist die Wirtschaftsstruktur Eurolands, die stark auf konjunkturabhängige Sektoren (zum Beispiel Investitionsgüter) ausgerichtet ist. Auch diese Prognose unterstellt nachlassende Finanzrisiken in Euroland.

Alternative Anlagen

- **Neutral gewichten**

Portfoliostrukturen CHF

Sicherheit

	Schweiz	Euroraum (EMU)	Europa ex EMU	USA	Japan	Andere	Total	BM	Min.	Max.
Geldmarkt	5	-	-	-	-	-	5	10	-	30
Obligationen	69 (d)	16 (a)	-	-	-	-	85	80	70	90
Aktien	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Alternative Anlagen	8 (b)	-	-	2 (c)	-	-	10	10*	-	20
Total	82	16	-	2	-	-	100	100	-	-

* Benchmark Alternative Anlagen: 4% Hedge Fund-of-Funds in CHF abgesichert & 4% Immobilien & 2% Rohstoffe

(a) davon 4% Absolute Return Bond EUR & 4% Unternehmensanleihen (Investment Grade EUR) | (b) davon 4% Hedge F-o-Funds & 4% Immobilien | (c) Rohstoffe

(d) davon 4% Unternehmensanleihen (Investment Grade CHF)

Einkommen

	Schweiz	Euroraum (EMU)	Europa ex EMU	USA	Japan	Andere	Total	BM	Min.	Max.
Geldmarkt	8	-	-	-	-	-	8	10	-	40
Obligationen	47 (e)	12 (a)	-	-	-	-	59	60	50	70
Aktien	7	4	3	5	-	4 (b)	23	20	10	30
Alternative Anlagen	8 (c)	-	-	2 (d)	-	-	10	10*	-	20
Total	70	16	3	7	-	4	100	100	-	-

* Benchmark Alternative Anlagen: 4% Hedge Fund-of-Funds in CHF abgesichert & 4% Immobilien & 2% Rohstoffe

(a) davon 3% Absolute Return Bond EUR & 3% Unternehmensanleihen (Investment Grade EUR) | (b) davon 2% Alternative Energien & 2% Emerging Markets (Global)

(c) davon 4% Hedge F-o-Funds & 4% Immobilien | (d) Rohstoffe | (e) davon 3% Wandelanleihen & 3% Unternehmensanleihen (Investment Grade CHF)

Ausgewogen

	Schweiz	Euroraum (EMU)	Europa ex EMU	USA	Japan	Andere	Total	BM	Min.	Max.
Geldmarkt	8	-	-	-	-	-	8	10	-	40
Obligationen	31 (e)	8 (a)	-	-	-	-	39	40	30	50
Aktien	17	5	5	9.5	2.5	4 (b)	43	40	30	50
Alternative Anlagen	8 (c)	-	-	2 (d)	-	-	10	10*	-	20
Total	64	13	5	11.5	2.5	4	100	100	-	-

* Benchmark Alternative Anlagen: 4% Hedge Fund-of-Funds in CHF abgesichert & 4% Immobilien & 2% Rohstoffe

(a) davon 2% Absolute Return Bond EUR & 2% Unternehmensanleihen (Investment Grade EUR) | (b) davon 2% Alternative Energien & 2% Emerging Markets (Global)

(c) davon 4% Hedge F-o-Funds & 4% Immobilien | (d) Rohstoffe | (e) davon 3% Wandelanleihen & 2% Unternehmensanleihen (Investment Grade CHF)

Wachstum

	Schweiz	Euroraum (EMU)	Europa ex EMU	USA	Japan	Andere	Total	BM	Min.	Max.
Geldmarkt	8	-	-	-	-	-	8	10	-	40
Obligationen	6.5 (d)	2.5	-	-	-	-	9	10	-	20
Aktien	32	8	9	14.5	4.5	5 (a)	73	70	60	80
Alternative Anlagen	8 (b)	-	-	2 (c)	-	-	10	10*	-	20
Total	54.5	10.5	9	16.5	4.5	5	100	100	-	-

* Benchmark Alternative Anlagen: 4% Hedge Fund-of-Funds in CHF abgesichert & 4% Immobilien & 2% Rohstoffe

(a) davon 2% Alternative Energien & 3% Emerging Markets (Global) | (b) davon 4% Hedge F-o-Funds & 4% Immobilien | (c) Rohstoffe

(d) davon 3% Wandelanleihen & 2% Unternehmensanleihen (Investment Grade CHF)

Aktien

	Schweiz	Euroraum (EMU)	Europa ex EMU	USA	Japan	Andere	Total	BM	Min.	Max.
Geldmarkt	2	-	-	-	-	-	2	5	-	20
Obligationen	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Aktien	41	10	11	20	6	5 (a)	93	90	80	100
Alternative Anlagen	2.5 (b)	-	-	2.5 (c)	-	-	5	5*	-	20
Total	45.5	10	11	22.5	6	5	100	100	-	-

* Benchmark Alternative Anlagen: 2.5% Hedge Fund-of-Funds in CHF abgesichert & 2.5% Rohstoffe

(a) davon 2% Alternative Energien & 3% Emerging Markets (Global) | (b) Hedge Fund-of-Funds | (c) Rohstoffe

Portfoliostrukturen EUR

Sicherheit

	Euroraum (EMU)	Europa ex EMU	Schweiz	USA	Japan	Andere	Total	BM	Min.	Max.
Geldmarkt	5	-	-	-	-	-	5	10	-	30
Obligationen	85 (a)	-	-	-	-	-	85	80	70	90
Aktien	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Alternative Anlagen	8 (b)	-	-	2 (c)	-	-	10	10*	-	20
Total	98	-	-	2	-	-	100	100	-	-

* Benchmark Alternative Anlagen: 4% Hedge Fund-of-Funds in EUR abgesichert & 4% Immobilien & 2% Rohstoffe

(a) davon 7% Absolute Return Bond EUR & 8% Unternehmensanleihen (Investment Grade EUR) | (b) davon 4% Hedge F-o-Funds & 4% Immobilien | (c) Rohstoffe

Einkommen

	Euroraum (EMU)	Europa ex EMU	Schweiz	USA	Japan	Andere	Total	BM	Min.	Max.
Geldmarkt	8	-	-	-	-	-	8	10	-	40
Obligationen	59 (a)	-	-	-	-	-	59	60	50	70
Aktien	12	2	-	5	-	4 (b)	23	20	10	30
Alternative Anlagen	8 (c)	-	-	2 (d)	-	-	10	10*	-	20
Total	87	2	-	7	-	4	100	100	-	-

* Benchmark Alternative Anlagen: 4% Hedge Fund-of-Funds in EUR abgesichert & 4% Immobilien & 2% Rohstoffe

(a) davon 5% Absolute Return Bond EUR & 3% Wandelanleihen & 6% Unternehmensanleihen (Investment Grade EUR)

(b) davon 2% Alternative Energien & 2% Emerging Markets (Global) | (c) davon 4% Hedge F-o-Funds & 4% Immobilien | (d) Rohstoffe

Ausgewogen

	Euroraum (EMU)	Europa ex EMU	Schweiz	USA	Japan	Andere	Total	BM	Min.	Max.
Geldmarkt	8	-	-	-	-	-	8	10	-	40
Obligationen	39 (a)	-	-	-	-	-	39	40	30	50
Aktien	23	4	2	8	2	4 (b)	43	40	30	50
Alternative Anlagen	8 (c)	-	-	2 (d)	-	-	10	10*	-	20
Total	78	4	2	10	2	4	100	100	-	-

* Benchmark Alternative Anlagen: 4% Hedge Fund-of-Funds in EUR abgesichert & 4% Immobilien & 2% Rohstoffe

(a) davon 3% Absolute Return Bond EUR & 3% Wandelanleihen & 4% Unternehmensanleihen (Investment Grade EUR)

(b) davon 2% Alternative Energien & 2% Emerging Markets (Global) | (c) davon 4% Hedge F-o-Funds & 4% Immobilien | (d) Rohstoffe

Wachstum

	Euroraum (EMU)	Europa ex EMU	Schweiz	USA	Japan	Andere	Total	BM	Min.	Max.
Geldmarkt	8	-	-	-	-	-	8	10	-	40
Obligationen	9 (d)	-	-	-	-	-	9	10	-	20
Aktien	41	7	4	12.5	3.5	5 (a)	73	70	60	80
Alternative Anlagen	8 (b)	-	-	2 (c)	-	-	10	10*	-	20
Total	66	7	4	14.5	3.5	5	100	100	-	-

* Benchmark Alternative Anlagen: 4% Hedge Fund-of-Funds in EUR abgesichert & 4% Immobilien & 2% Rohstoffe

(a) davon 2% Alternative Energien & 3% Emerging Markets (Global) | (b) davon 4% Hedge F-o-Funds & 4% Immobilien | (c) Rohstoffe

(d) davon 3% Wandelanleihen & 2% Unternehmensanleihen (Investment Grade EUR)

Aktien

	Euroraum (EMU)	Europa ex EMU	Schweiz	USA	Japan	Andere	Total	BM	Min.	Max.
Geldmarkt	2	-	-	-	-	-	2	5	-	20
Obligationen	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Aktien	52	9	6	16.5	4.5	5 (a)	93	90	80	100
Alternative Anlagen	2.5 (b)	-	-	2.5 (c)	-	-	5	5*	-	20
Total	56.5	9	6	19	4.5	5	100	100	-	-

* Benchmark Alternative Anlagen: 2.5% Hedge Fund-of-Funds in EUR abgesichert & 2.5% Rohstoffe

(a) 2% Alternative Energien & 3% Emerging Markets (Global) | (b) Hedge Fund-of-Funds | (c) Rohstoffe

Spezialthema: Wohin steuert der Finanzsektor?

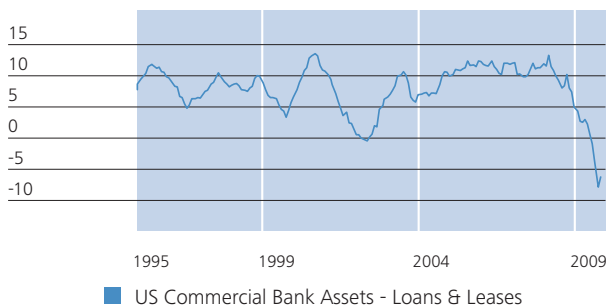
Die weitere Gesundung des Finanzsektors ist eine wesentliche Voraussetzung für eine nachhaltige Erholung der Weltwirtschaft. Zwar ist innerhalb des Bankensektors wieder erheblich Liquidität vorhanden. Diese fließt aber noch in ungenügendem Ausmass in die Wirtschaft. Damit sich der Finanzsektor nachhaltig erholt, bedarf es ebenso einer sehr behutsamen Anpassung der Geld- und Fiskalpolitik an das wirtschaftliche Umfeld wie einer nachhaltigen Stärkung der Eigenkapitalbasis.

Ein nachhaltig positives Wirtschaftswachstum setzt einen gesunden Finanzsektor voraus

Die Weltwirtschaft erholt sich gegenwärtig langsam von ihrem massiven Einbruch. Ein entscheidender Teil dieser Entwicklung geht auf die weltweit ausserordentlich expansive Geld- und Fiskalpolitik zurück. Doch als Folge der rasch wachsenden Staatsverschuldung werden die beschlossenen staatlichen Konjunkturprogramme in den USA im Jahr 2011 voraussichtlich auslaufen. Wie die US-Wirtschaft auf tiefere

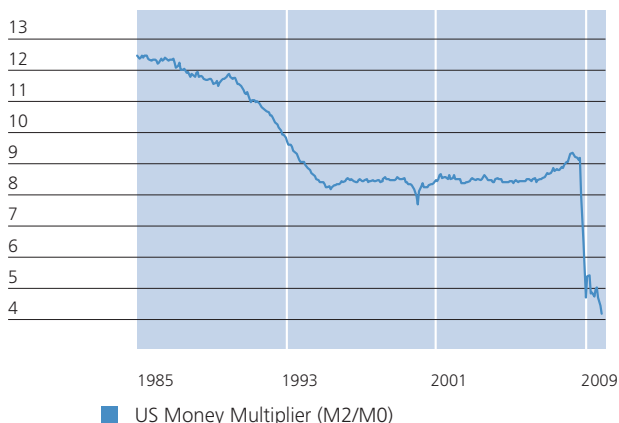
(1) Aktiven der US-Kommerzbanken

Prozentveränderung gegenüber dem Vorjahr



(2) Geldmultiplikator (USA)

Quotient



Staatsausgaben reagieren wird, hängt auch stark von der weiteren Gesundung des US-Finanzsystems ab: Der Finanzsektor muss die Haushalte und Unternehmen wieder ausreichend mit Krediten versorgen können.

Positive Signale vom Interbankenmarkt, aber ...

Im Interbankenmarkt hat sich das Vertrauen in die Zahlungsfähigkeit der Gegenpartei weitgehend normalisiert, das heisst, die Banken leihen sich gegenseitig wieder Geld aus. Folgende wirtschaftspolitischen Massnahmen haben zu dieser Stabilität geführt:

- Aggressive Zinssenkungen der Zentralbanken
- Liquiditätsbeihilfen (zum Beispiel erhöhte Kreditlimiten der Geschäftsbanken bei der Zentralbank)
- Rekapitalisierung durch die Regierung (zum Beispiel durch staatlichen Kauf von Bankaktien)
- Ausbau der Einlagenversicherungen für die Sparer
- Kauf von Unternehmens- und Staatsanleihen durch die Zentralbank

In der Folge ist der Zinsvorsprung von US-Bankanleihen gegenüber Staatsanleihen deutlich gesunken. Derzeit beträgt er noch rund 2.5 Prozentpunkte, nach über acht Prozentpunkten während des Höhepunkts der Krise im März 2009. Im langfristigen Durchschnitt beträgt die Risikoprämie des US-Finanzsektors rund einen Prozentpunkt. Wir erwarten, dass diese Risikoprämie weiter zurückgehen wird.

... noch immer eingeschränkte Kreditvergabe der Banken

Trotz des liquiden Interbankenmarkts fließt noch immer in ungenügendem Ausmass Kredit in die Wirtschaft. Ein Indikator sind die Kreditvolumina der US «Commercial Banks» (Grafik 1).

Ein weiterer Indikator ist der «Geldmultiplikator», der die Entwicklung der breit gefassten Geldmenge M2 mit jener der eng gefassten Notenbankgeldmenge M0 in Beziehung setzt. Der nach der Lehman-Pleite eingebrochene US-Geldmultiplikator ist in jüngster Vergangenheit gar weiter gesunken (Grafik 2).

Die Nachfrage der privaten Haushalte und Unternehmen nach Krediten ist in der Rezession massiv zurückgegangen, und nach den Exzessen in der Kreditvergabe muss der hohe Fremdfinanzierungsgrad der Vergangenheit abgebaut werden («Deleveraging»).

Spezialthema: Wohin steuert der Finanzsektor?

Gleichzeitig bleiben die Standards der Kreditvergabe streng. Trotz gewisser Lockerungen überwiegt noch immer die Anzahl Banken, die ihre Standards verschärfen (Grafik).

Insbesondere Kreditnehmer mit tieferem Rating verfügen auf absehbare Zeit nur über einen erschwerten Zugang zu Krediten. Denn ein schwaches wirtschaftliches Umfeld trägt zu erheblichen Kreditausfällen bei. Dies gilt in den USA vor allem für den Bereich gewerbliche Immobilienkredite.

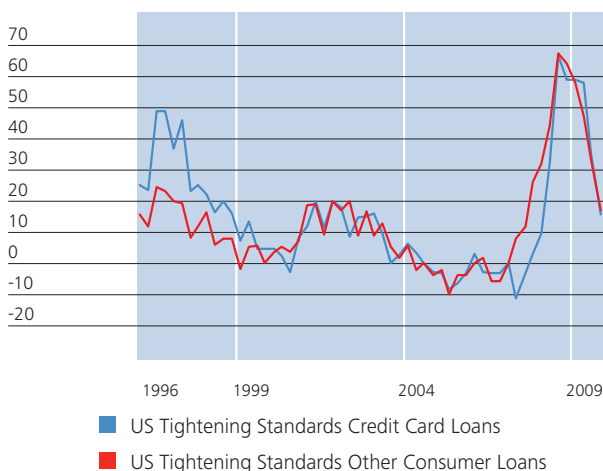
Viele Institute bilden hohe Rückstellungen und legen ihre Reserven risikolos bei den Zentralbanken an. Zwar wurden die Bankreserven im laufenden Jahr um 200 Mrd. USD abgebaut. Doch betragen sie derzeit noch immer rund 700 Mrd. USD, zehnmal mehr als vor der Krise. Auch die Unternehmensfinanzierung über den Kapitalmarkt belebt sich nach dem Zusammenbruch vieler Märkte in der Finanzkrise nur langsam.

Voraussetzungen für gesunden Finanzsektor

Um die Kreditvergabe der Banken anzukurbeln, bedarf es eines positiven Wirtschaftswachstums und der Bildung von genügend Eigenkapital. Ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum wiederum setzt eine ausreichende Kreditvergabe-bereitschaft der Banken voraus. Um diesen «Zirkel» zu lösen, sind vorerst die oben erwähnten staatlichen Interventionen notwendig.

US-Kreditvergabe-standards bei Konsumenten

Prozent



Im Einzelnen hängt die weitere Genesung des Finanzsektors mit folgenden Entwicklungen zusammen:

- Ein angemessener Rückzug der Regierungen aus der Eigenkapitalbeteiligung von Finanzunternehmen unter Berücksichtigung der Auswirkungen auf die übrigen Aktionäre.
- Eine weiter gestärkte Eigenkapitalbasis der Banken auf der Basis selbst erwirtschafteter Erträge und Eigenkapitalerhöhungen. Die Erholung der Eigenkapitalbasis wird allerdings gebremst durch Kreditausfälle und Abschreibungen auf (immobilienbezogenen) «toxischen» Wertpapieren. Hierbei sind gemäss Dominique Strauss-Kahn, Direktor des Internationalen Währungsfonds, vorab bei den europäischen Banken negative Überraschungen nicht auszuschliessen.
- Eine systemstabilisierende Änderung der Finanzmarktregulierung. Hohe Bedeutung kommt der Frage zu, welches Finanzinstitut «system-relevant» ist und unter welchen Bedingungen es staatlich gestützt werden soll. Wahrscheinlich werden die Eigenkapitalvorschriften der Banken verschärft. Dies schränkt den Kreditvergabenspielraum allerdings ein und begrenzt damit das langfristige Wirtschaftswachstum («Potential Growth»).

Hilfreich beim Genesungsprozess des Finanzsektors ist die laufende Belebung der Märkte für immobiliengestützte Wertpapiere, die die Auslöser der Krise waren. Dadurch geht der Abschreibungsbedarf der Banken zu Lasten des Gewinns und des Eigenkapitals zurück. Hierzu bedarf es der weiteren Stabilisierung der US-Immobilienpreise. Entsprechende Markt-tendenzen lassen sich feststellen. Sie werden durch die staatliche Förderung von Hypothekarkrediten unterstützt.

Folgen möglicher wirtschaftspolitischer Fehler für die Finanzinstitute und Finanzmärkte

Die künftige Geld- und Fiskalpolitik steht vor grossen Herausforderungen und muss daher aus anlagepolitischer Sicht sehr aufmerksam verfolgt werden. Falls die gegenwärtig sehr expansiven geld- und fiskalpolitischen Massnahmen zu lange aufrechterhalten werden, nimmt die Kreditvergabe rasch zu und die Konjunktur boomt. Im Gegenzug entstehen deutliche Inflationsrisiken und das Zinsniveau steigt in der Folge deutlich. Dieses «V»-Szenario führt in letzter Konsequenz zu deutlich sinkenden Aktien- und Obligationenkursen.

Wird die expansive Wirtschaftspolitik hingegen zu schnell oder zu abrupt korrigiert, droht die Wirtschaft wieder in eine Rezession zurückzufallen: In diesem «W»-Szenario kommt die Kreditvergabe nicht in Gang und es drohen deflationäre Entwicklungen wie im Japan der neunziger Jahre. Davon würden nur die Märkte für Staatsobligationen profitieren, nicht aber Unternehmensobligationen und Aktien.

Obligationenmärkte – Duration bei EUR-Obligationen verkürzen

Im Dezember machte die Rendite der zehnjährigen US-Staatsanleihe einen Sprung von 3.2% auf 3.8%. Die Rendite deutscher Staatsanleihen stieg dagegen nur um 0.25 Prozentpunkte an. Die Renditen der Anleihen der Eidgenossenschaft und von Japan blieben im Dezember konstant. Kurzfristig erwarten wir bei Euro-Obligationen einen Renditeanstieg und empfehlen daher, die Duration zu verkürzen.

Kräftiger Renditeanstieg im Dezember in den USA

Im Dezember ist die Rendite der zehnjährigen US-Staatsanleihe um aussergewöhnlich starke 0.6 Prozentpunkte gestiegen (Grafik).

Einen derart hohen Renditeanstieg innerhalb eines Monats erlebten die USA in den letzten zehn Jahren nur viermal. Zum Renditeanstieg beigetragen haben:

- Der Sprung der Jahresteuersatzrate der Konsumentenpreise von -0.2% im Oktober auf +1.8% im November
- Gute Wirtschaftszahlen im November, insbesondere der unerwartete Rückgang der Arbeitslosenrate auf 10%
- Eine starke Zunahme der Verschuldung um 220 Mrd. USD in November, nachdem die Nettoneuverschuldung in den letzten vier Monaten abgenommen hatte.

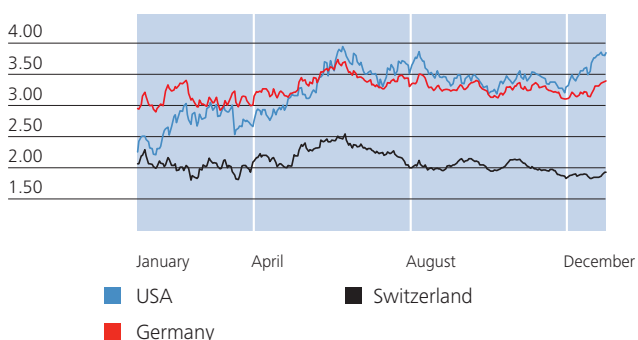
In der Schweiz blieb die Rendite im Dezember dagegen konstant. Während in den USA die Rendite 2009 von 2.3% auf 3.8% deutlich zunahm, gab die Rendite in der Schweiz sogar leicht nach. Der Renditerückgang in der Schweiz ist aus folgenden Gründen gerechtfertigt:

Zur Umsetzung geeignete Produkte:

Raiffeisen Fonds - Convert Bond Global, Valor 3 291 267

Rendite 10-jähriger Staatsanleihen (2009)

Prozent



- Die Inflation in der Schweiz war in November 2009 mit 0.0% tiefer als im Dezember 2008 mit 0.7%, während sie in den USA von 0.1% auf 1.8% stieg.
- In der Schweiz ist der Zustand der öffentlichen Finanzen wesentlich besser als in den USA. So rechnet die OECD für die Schweiz für 2009 nur mit einem Budgetdefizit von 0.7% des Bruttoinlandsprodukts, während für die USA die Quote auf 11.2% geschätzt wird. Die Eidgenössische Finanzverwaltung (EFV) sagte alle fünf geplanten Emissionen gemäss Emissionskalender zwischen Juli und Dezember 2009 ab, weil kein Finanzierungsbedarf bestand. Geholfen hat dabei der Gewinn von 1.2 Mrd. Franken, welchen der Bund mit dem Verkauf der UBS-Pflichtwandelanleihe im Herbst machte.

Der Schuldenabbau in der Schweiz geht trotz Rezession weiter. Allein der Bund hat nach Schätzung der EFV seine Schulden zwischen 2005 und 2009 um 13 Mrd. CHF auf 117 Mrd. CHF abgebaut. Alle Schweizer Gebietskörperschaften zusammen konnten die Bruttoschulden im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) zwischen 2005 und 2009 von 52.6% auf 41% reduzieren. Für die USA rechnet die OECD mit einer Staatsverschuldung von 84% des BIP für 2009.

Auch in der Eurozone ist die Inflation derzeit tiefer als jene im Dezember 2008, allerdings auf etwas höherem Niveau als in der Schweiz. Dagegen werden das Budgetdefizit der Eurozone 2009 mit 6% und die Staatsverschuldung mit 82% deutlich höher ausfallen als in der Schweiz.

Renditeperspektiven und anlagepolitisches Fazit

Wir rechnen für die USA für die nächsten drei Monate mit einer Seitwärtsbewegung der Renditen. Bis Ende 2010 werden die Renditen voraussichtlich leicht ansteigen. Wir halten an der Untergewichtung von Obligationen in einem gemischten Portfolio fest.

Die Abkoppelung der Renditen der Eurozone von jener der USA im Dezember ist angesichts der ähnlichen Probleme beider Währungsgebiete bei den Staatsfinanzen unserer Meinung nach nicht gerechtfertigt. Daher rechnen wir damit, dass die Rendite der Eurozone den kräftigen Anstieg der USA im Dezember über die nächsten drei Monate zumindest teilweise nachholen wird. Bei Euro-Obligationen empfehlen wir, die Duration ein halbes Jahr kürzer als jene des Vergleichsindex anzupeilen, weil wir über die nächsten drei Monate mit einem Renditeanstieg rechnen.

Bei USD- und CHF-Obligationen empfehlen wir weiterhin eine neutrale Duration. Angesichts der soliden Staatsfinanzen wird der Renditeanstieg bis Ende 2010 in der Schweiz am geringsten ausfallen.

Prognosen Konjunktur und Finanzmärkte 2010/2011

	2008	2009	Aktueller Wert	Prognose 2010	Prognose Vormonat	Prognose 2011	Prognose Vormonat
BIP Durchschnittliches jährliches Wachstum							
Euroland	0.5	-3.7	-4.1	1.4	1.4	1.5	
USA	0.4	-2.6	-2.6	2.0	2.0	2.2	
Japan	-1.2	-5.0	-4.7	2.3	2.3	1.7	
UK	0.6	-4.5	-5.1	1.0	0.8	1.7	
Switzerland	1.8	-1.5	-1.5	1.4	1.0	1.8	

Prognoseänderung

Inflation Jahresdurchschnitt							
Euroland	3.3	0.3	0.5	1.6	1.5	1.9	
USA	3.8	-0.3	1.9	1.9	1.8	2.2	
Japan	1.0	-1.1	-2.3	-0.3	-0.3	0.6	
UK	3.6	2.1	1.9	1.9	1.6	2.1	
Switzerland	2.4	-0.5	0.0	0.9	0.8	1.1	

Prognoseänderung

				Prognose 3 Monate	Prognose 12 Monate		
Notenbankzinsen Jahresende							
Euroland (ECB, repo rate)	2.50	1.00	1.00	1.00	1.00	1.25	1.25
USA (FED, fed funds rate)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.75	0.75
Japan (BOJ, overnight rate)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
UK (BOE, base lending rate)	2.00	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
Switzerland (3-mth CHF Libor) SBN target rate	0.50	0.38	0.38	0.35	0.35	0.75	0.75

Kapitalmarktzinsen Renditen 10-jährige Staatsanleihen (Jahresende)

Euroland	2.9	3.4	3.4	3.5	3.3	3.7	3.7
USA	2.3	3.8	3.8	3.8	3.5	4.2	4.0
Japan	1.2	1.3	1.3	1.3	1.4	1.6	1.6
UK	3.1	4.1	4.1	4.1	3.9	4.3	4.1
Switzerland	2.1	1.9	1.9	1.8	2.0	2.1	2.4

Prognoseänderung

Wechselkurse Jahresende							
EUR/CHF	1.48	1.48	1.48	1.50	1.52	1.54	1.54
USD/CHF	1.06	1.03	1.03	1.02	1.01	0.99	0.99
JPY/CHF	1.17	1.11	1.11	1.10	1.11	1.05	1.06
GBP/CHF	1.53	1.67	1.67	1.69	1.69	1.73	1.71
EUR/USD	1.39	1.43	1.43	1.47	1.50	1.55	1.55
USD/JPY	91	93	93	93	91	95	94

Prognoseänderung

Rohstoffe Jahresende							
Crude oil (WTI, USD/barrel)	39	79	79	75	75	85	85
Gold (USD/troy ounce)	862	1 096	1 096	1 100	1 150	1 150	1 230
Copper (USD/metric ton)	2 902	7 346	7 346	7 050	6 860	7 550	7 550

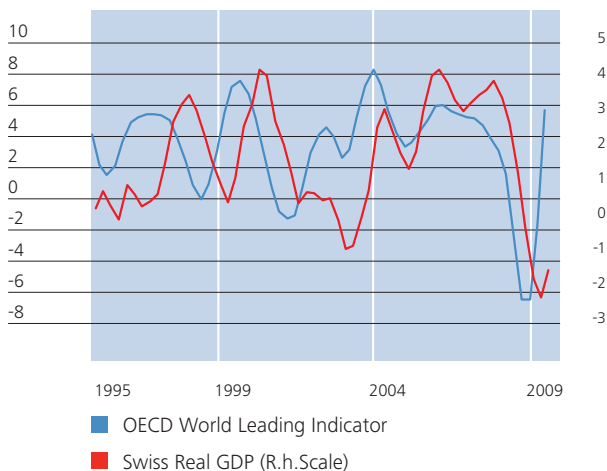
Zinsen Schweiz – Moderate Konjunkturerholung

Die Entwicklung der Schweizer Konjunktur hängt stark mit dem Gang der Weltwirtschaft zusammen. So hat sich der vorauslaufende Sammelindikator für die Weltwirtschaft deutlich erholt. In der Folge wird das Schweizer Wirtschaftswachstum – mit zeitlicher Verzögerung – im Vergleich zum Vorjahr wieder positive Werte aufweisen (Grafik 1).

Wir rechnen für das Jahr 2010 mit einem realen Wirtschaftswachstum von 1.4%, das im Jahr 2011 auf 1.8% steigen wird. Auch die wichtigsten Wirtschaftsdaten deuten auf eine Konjunkturerholung hin. Hierzu zählen das KOF-Konjunkturbarometer, der Einkäuferindex sowie die Stimmung bei den Unternehmen und Konsumenten.

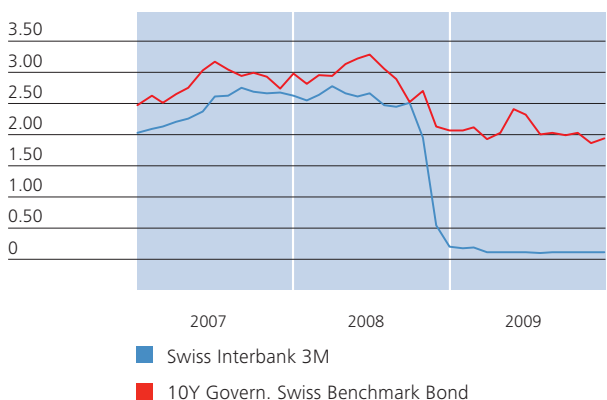
(1) OECD-Welt Leading Indicator und Schweizer Wirtschaftswachstum

Prozentveränderung gegenüber dem Vorjahr



(2) CHF-Geld- und Kapitalmarktzinsen

Prozent



Behutsame Zinserhöhungen der Schweizerischen Nationalbank

Zunächst reagierte auch die Schweizerische Nationalbank (SNB) auf die weltweite Wirtschaftskrise mit einer starken Senkung der Notenbankzinsen (Grafik 2).

Da die Wirtschaft auf Erholungskurs ist, wird die SNB die geldpolitischen Zügel straffen und die kurzfristigen Zinsen erhöhen. Wir rechnen in den kommenden zwölf Monaten mit einer Anhebung um 0.4 Prozentpunkte auf 0.75%. Ein Grund für diese behutsame Politik sind die noch immer deutlich unterausgelasteten Produktionskapazitäten (tiefe Kapazitätsauslastung in der Industrie, gestiegene Arbeitslosenquote). In der Folge bleiben die Inflationsraten bescheiden. Für 2010 erwarten wir eine Teuerungsrate von 0.9%, für 2011 eine solche von 1.1%.

Ein weiterer Grund für eine behutsame Geldpolitik ist der noch immer recht starke Schweizer Franken, der die Exporttätigkeit erschwert. Die SNB wird nicht dazu beitragen, den Franken über forcierte Zinserhöhungen noch attraktiver zu machen. Zur Frankenstärke tragen die finanziellen Spannungen innerhalb der Europäischen Währungsunion (EWU) bei (insbesondere die Entwicklung der öffentlichen Finanzen in Griechenland). Wir rechnen mit einer leichten Abschwächung des Frankens und nachlassenden Finanzrisiken in der EWU.

Leicht steigende Kapitalmarktzinsen

Mit den höheren CHF-Geldmarktzinsen und höheren Kapitalmarktzinsen an den internationalen Kapitalmärkten werden auch die CHF-Obligationenzinsen (mit zehnjähriger Laufzeit) in den kommenden zwölf Monaten auf 2.1% steigen. Den Hintergrund bilden weltweit zunehmende Inflationsraten und Budgetdefizite. Allerdings sind die entsprechenden Risiken für die Schweiz begrenzt. Die Inflationsrate bleibt unter Kontrolle und die öffentlichen Finanzen in der Schweiz sind in einer vergleichsweise guten Verfassung (vgl. Seite «Obligationenmärkte»).

Währungen – Ist die Dollarschwäche zu Ende?

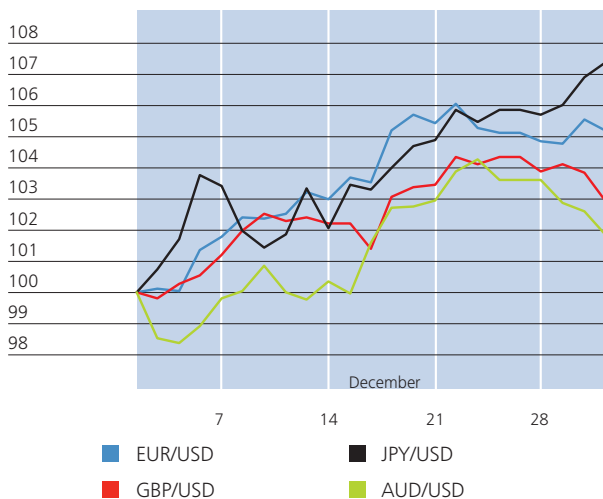
Gegen Jahresende wertete sich der USD gegenüber den wichtigsten Währungen auf. Hierbei waren das Ausmass der Aufwertung ebenso unterschiedlich wie die Ursachen. An der langfristigen Perspektive eines schwächeren USD ändern diese Entwicklungen jedoch nichts.

Dezember 2009: Starker USD

Im Dezember 2009 wertete sich der US-Dollar (USD) gegenüber den wichtigsten Währungen erkennbar auf (Grafik 1). Der Kurs des Schweizer Franks gegenüber dem USD bewegte sich weitgehend parallel zum USD-EUR-Wechselkurs. Betrachtet man die Reihenfolge der USD-Aufwertung, so war sie am stärksten gegenüber dem japanischen Yen, ge-

(1) Wichtigste Wechselkurse gegenüber dem USD

Index



(2) Differenz Credit Default Swaps (CDS) Irland – Deutschland und Wechselkurs USD/EUR

Basispunkte

USD/EUR



folgt vom Euro, vom Britischen Pfund und – als Vertreter der Rohstoffwährungen – vom Australischen Dollar.

Vielfältige Ursachen der gegenwärtigen Dollaraufwertung

Im Jahr 2009 bestanden gute Renditepotenziale ausserhalb der USA, von denen die Investoren mit Referenzwährung USD profitierten. Diese Gewinne wollten manche Investoren zum Jahresende sichern. Zudem waren die Handelsvolumina gegen Jahresende dünner als im Jahresverlauf.

Darüber hinaus spielten währungsspezifische Gründe eine Rolle. Der Euro verlor an Attraktivität, da innerhalb der Europäischen Währungsunion Spannungen auftraten. Die Staatsanleihen Griechenlands wurden wegen der desolaten Haushaltlage zurückgestuft. Österreich musste eine für die Region wichtige Bank verstaatlichen. Allgemein nahm die Risikowahrnehmung innerhalb der Eurozone zu Lasten des Euro seit einiger Zeit wieder zu (Grafik 2).

Bei der Yen-Abschwächung haben die guten US-Beschäftigungszahlen eine Rolle gespielt, die – auch gemäss unserer Prognose – mittelfristig höhere USD-Zinsen mit sich bringen. Beim AUD dürften Gewinnmitnahmen eine Rolle gespielt haben und die Aussicht, dass einige asiatischen Länder (insbesondere China) bereits wieder Massnahmen zur Beruhigung der Konjunktur einleiten werden (insbesondere eine Aufwertung des Yuan gegenüber dem USD). Dies würde die Nachfrage nach Rohstoffen dämpfen, zumal die chinesischen Rohstofflager gut gefüllt sind.

Keine Auswirkungen der Dollarstärke auf die langfristigen Entwicklungsperspektiven

Mittelfristig wird sich die USD-Abwertung mit der Erholung der Weltwirtschaft fortsetzen. Für US-Investoren existieren renditeträchtige Anlagemöglichkeiten ausserhalb der USA. Die «nichtoffiziellen» US-Anlagen im Ausland nahmen (gemäss den neuesten Daten) im dritten Quartal 2009 um weitere 303 Mrd. USD zu (vorab Direktinvestitionen, Wertpapierinvestitionen und Bankanlagen). Im zweiten Quartal machte dieser Kapitalexport noch 153 Mrd. USD aus. Im Gegenzug ist die Attraktivität der USA für ausländische Investoren in manchen Bereichen begrenzt. Dies gilt nach wie vor etwa für die weiterhin rückläufige nichtoffizielle Nachfrage nach US-Staatsanleihen. Demgegenüber ist die Attraktivität von US-Staatsanleihen für ausländische Notenbanken ungebrochen: Es flossen im dritten Quartal weitere 123 Mrd. USD in dieses Wertpapiersegment.

Solange die USA für private Investitionen aus dem In- und Ausland nicht attraktiver werden (zum Beispiel durch attraktive Produkt- oder Prozessinnovationen), ist mit keiner nachhaltigen Aufwertung des Greenback zu rechnen, denn die Recycling von ausländischer, oft bereits in USD vorhandener Sparüberschüsse durch Anlagen in US-Staatspapieren wirkt sich kaum auf den USD aus.

Aktienmärkte – Weiterhin Übergewichtung empfohlen

Angesichts der positiven Entwicklung der Weltkonjunktur seit März 2009 konnten die Aktienmärkte ihre deutliche Outperformance gegenüber den Obligationenmärkten aufrechterhalten. Die Rahmenbedingungen begünstigen Aktienmarktanlagen weiterhin.

2009: Ein gutes Aktienjahr

Die Aktienmärkte der entwickelten Länder vermochten ihre Outperformance gegenüber den Märkten für Staatsobligationen bis zum Jahresende aufrechterhalten (Grafik 1). Bei den grossen Märkten lagen die USA an der Spitze der

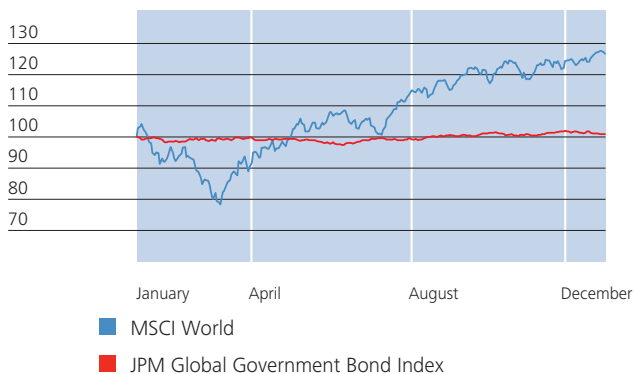
Zur Umsetzung geeignete Produkte:

Aktien USA: Vontobel Fonds - US Equity, Valor 1 003 738 (B)

Aktien weltweit: Raiffeisen Fonds - Futures Resources, Valor 4858 159 (B)

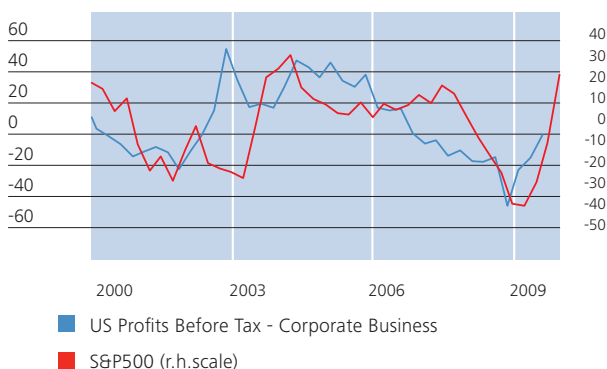
(1) Wertentwicklung des Weltaktien- und Obligationenmarktes (2009)

Index



(2) Ausgewiesene US-Unternehmensgewinne und Aktienmarkt

Prozentveränderung gegenüber Vorjahr



Rangliste, gefolgt von Europa und der Schweiz. Weniger eindrücklich war die Wertsteigerung des japanischen Marktes. In den Schwellenländern lagen die Aktienmarktrenditen deutlich höher, wie dies bei einem globalen Konjunkturaufschwung die Regel ist.

Anhaltend gute Rahmenbedingungen für die Aktienmärkte

Unser konjunkturelles Hauptszenario begünstigt Aktienmarktanlagen, weshalb wir weiterhin eine Übergewichtung der Aktienquote empfehlen. Wir rechnen als Folge der Strukturprobleme im Finanzsektor mit einer unterdurchschnittlichen Erholung der Weltwirtschaft (vgl. Seiten «Spezialthema»). Im Gegenzug bleiben die Inflationsrisiken verhalten, da die Produktionskapazitäten noch längst nicht voll ausgeschöpft sind. In der Folge wird die weltweit ausgesprochen expansive Geld- und Fiskalpolitik vorerst weitgehend beibehalten. Die vorauslaufenden Wirtschaftsindikatoren nehmen deutlich zu, ebenso die gesamtwirtschaftliche Liquidität. Einen Hinweis gibt die in den vergangenen Wochen wieder deutlich steilere kurzfristige USD-Zinskurve.

Steigende Unternehmensgewinne

Eine Konjunkturerholung ist eine wesentliche Voraussetzung für steigende Unternehmensgewinne. Aktienkurse beinhalten die erwarteten künftigen Unternehmensgewinne. Die Kursgewinne der vergangenen Monate zeigen die Erwartung des Marktes, dass sich die US-Unternehmensgewinne weiter erholen werden (Grafik 2).

Weiterhin überwiegt die Anzahl Analysten, die ihre Gewinnschätzungen nach oben revidieren. Das erwartete US-Gewinnwachstum 2010 beträgt 24%, was nach dem Gewinneinbruch 2009 einen realistischen Wert darstellt.

Weiterhin faire Bewertung des US-Aktienmarktes

Die Risikoprämie des US-Aktienmarktes befindet sich nach wie vor über dem langfristigen Durchschnitt. Angesichts der Konjunkturerholung hat sie daher weiteren Spielraum für einen Rückgang, was ein ansprechendes Renditepotenzial schafft. Das erwartete Kurs-Gewinn-Verhältnis entspricht gegenwärtig dem langfristigen Durchschnitt seit 1871.

Gewinnmitnahmen nicht auszuschliessen

Die Kursentwicklung zum Jahresschluss kann kaum als Rallye bezeichnet werden. Vielmehr kam es immer wieder zu Gewinnmitnahmen. An diesem Bild wird sich vorerst wenig ändern. Denn die Stimmung der Investoren befindet sich weiterhin über dem langfristigen Durchschnitt und verleitet damit die Anleger immer wieder zur Sicherung von Kursgewinnen.

Aktienmärkte – Zyklische Sektorstrategie

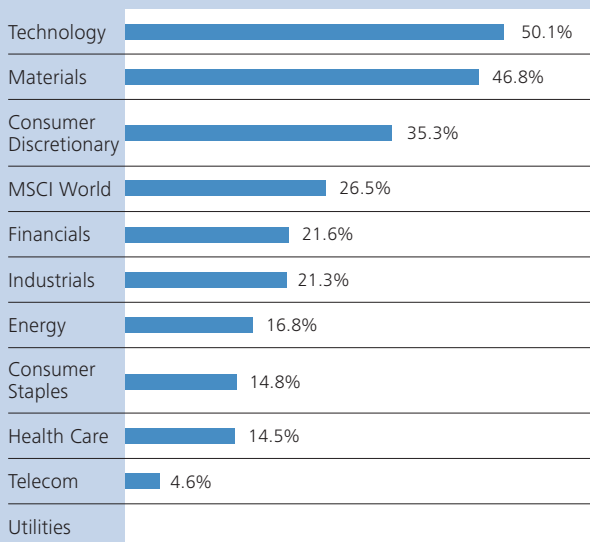
Sektorperformance 2009:

Im abgelaufenen Jahr fiel die Performance der einzelnen Branchen sehr unterschiedlich aus (Grafik).

An der Spitze der Rangliste standen die zyklischen Sektoren Technologie, Rohstoffe und zyklische Konsumgüter. Am Schluss waren die defensiven Sektoren Gesundheitswesen, Telekom und Versorgung zu finden.

(1) Sektorperformance MSCI World (2009)

Prozent (Lokalwährung)



Unsere Sektorstrategie bleibt leicht zyklisch orientiert (vgl. untenstehende Tabelle), was gut zu unserem Hauptszenario «unterdurchschnittliches, aber positives Wirtschaftswachstum» passt.

(2) Sektorstrategie

	Abweichungen vom Vergleichsindex	MSCI Sektorgewichte
Energie	+2 %	10.9 %
Rohstoffe	+1 %	7.5 %
Industrie	+1 %	10.4 %
Zyklische G. & DL.	=	9.3 %
Nichtzyklische G. & DL.	-2 %	10.2 %
Gesundheitswesen	-1 %	10.1 %
Finanz	=	20.6 %
Technologie	+1 %	12.0 %
Telekom	-2 %	4.4 %
Versorger	=	4.6 %

+ Overweight = Neutral - Underweight

Wichtigste übergewichtete Sektoren

- **Energie:** Dieser Sektor ist moderat zyklisch und passt gut zu unserem verhaltenen Konjunkturszenario. Er profitiert zwar von der steigenden weltweiten Nachfrage nach Energieträgern, beinhaltet aber auch weniger zyklische Geschäftsbereiche.
- **Technologie:** Die Aussichten für diesen – im Konjunkturaufschwung bis anhin erfolgreichen – Sektor sind weiterhin gut. Die Anzahl positiver Gewinnrevisionen ist die höchste aller Sektoren. Gleichzeitig sind Technologietitel noch immer attraktiv bewertet.

Wichtigste untergewichtete Sektoren

- **Gesundheitswesen:** Viele grosse Unternehmen dieses Sektors weisen ein geringes Wachstumspotenzial auf. Zudem könnte die in der parlamentarischen Bereinigung stehende US-Gesundheitsreform die Gewinnaussichten mancher Unternehmen dämpfen.
- **Nichtzyklische Konsumgüter:** Bei einer anziehenden gesamtwirtschaftlichen Nachfrage kann dieser Sektor beim Gewinnpotenzial der Unternehmen mit vielen zyklischen Sektoren nicht mithalten.

Marktdaten (30.12.09)

Obligationenmärkte (Total Return)

	Seit 30.09.09 lokal	Seit 30.09.09 in CHF	Seit 31.12.08 lokal	Seit 31.12.08 in CHF
JPM Global Bond Index (USD)	-0.2%	-2.3%	0.7%	-1.0%
JPM EMU Agg. Bond Index (EUR)	-0.1%	-2.3%	4.3%	4.6%
JPM US Gov. Bond Index	-0.1%	-0.4%	-2.5%	-5.3%
JPM Japan Gov. Bond Index	0.5%	-3.7%	0.9%	-4.6%
JP Morgan GBI-EM Europe Index	3.9%	1.6%	11.4%	11.7%
Swiss Bond Index AAA-BBB	0.7%	0.7%	6.4%	6.4%
Swiss Bond Index Domestic AAA-BBB	1.1%	1.1%	4.7%	4.7%
Swiss Bond Index Foreign AAA-BBB	0.2%	0.2%	7.9%	7.9%

Gemischte Indices (Total Return)

	Seit 30.09.09 lokal	Seit 30.09.09 in CHF	Seit 31.12.08 lokal	Seit 31.12.08 in CHF
Pictet BVG 25	1.4%	1.4%	12.1%	12.1%
Pictet BVG 40	2.0%	2.0%	15.5%	15.5%
Pictet BVG 60	2.7%	2.7%	20.2%	20.2%

Zinssätze

	31.12.08	31.12.09	Veränderung (Prozentp.)
USD 3m	1.43	0.25	-1.17
USD 10 Year	2.25	3.84	1.58
Euro 3m	2.89	0.70	-2.19
Euro 10 Year	2.94	3.38	0.44
CHF 3m	0.20	0.11	-0.09
CHF 10 Year	2.06	1.93	-0.13
JPY 3m	0.74	0.46	-0.28
JPY 10 Year	1.17	1.28	0.11

Wechselkurse

	31.12.08	30.11.09	Veränderung (Prozentp.)
EUR/CHF	1.49	1.48	-0.00
USD/CHF	1.06	1.03	-0.03
JPY/CHF	1.17	1.12	-0.05
EUR/USD	1.40	1.43	0.03
USD/JPY	90.74	92.92	0.02

Aktienindices MSCI (Total Return)

	Seit 30.09.09 lokal	Seit 30.09.09 in CHF	Seit 31.12.08 lokal	Seit 31.12.08 in CHF
MSCI World Index (USD)	4.6%	3.8%	26.5%	27.0%
MSCI USA Index	6.0%	5.6%	27.1%	23.5%
MSCI USA Value Index	4.2%	3.8%	18.1%	14.6%
MSCI USA Growth Index	7.9%	7.5%	36.7%	32.8%
MSCI Europe Index	4.0%	2.9%	28.6%	32.9%
MSCI Europe Value Index	1.9%	0.6%	30.9%	34.9%
MSCI Europe Growth Index	6.3%	5.4%	26.3%	30.8%
MSCI Europe Small Cap Index	1.0%	-0.0%	54.4%	60.7%
MSCI Switzerland Index	3.4%	3.4%	23.0%	23.0%
MSCI Japan Index	1.1%	-3.1%	9.3%	3.3%
MSCI Pacific Index (USD)	2.1%	-0.3%	19.8%	20.8%

Andere Aktienindices (Total Return)

	Seit 30.09.09 lokal	Seit 30.09.09 in CHF	Seit 31.12.08 lokal	Seit 31.12.08 in CHF
S&P100 (large caps)	5.8%	5.4%	22.2%	18.7%
S&P400 (mid caps)	5.4%	5.0%	37.3%	33.4%
S&P500	6.0%	5.6%	26.5%	22.8%
S&P600 (small caps)	5.2%	4.8%	25.7%	22.1%
Dow Jones Industrial	8.1%	7.7%	22.7%	19.2%
Nasdaq (Price Index)	6.9%	6.5%	43.9%	39.7%
Dow Jones Stoxx	5.1%	2.8%	32.4%	32.7%
Dow Jones Euro Stoxx 50	3.7%	1.4%	25.6%	25.9%
Dax 30 ¹⁾	5.0%	2.6%	23.8%	24.1%
FTSE-100	6.2%	6.8%	27.3%	38.9%
CAC 40	4.3%	2.0%	27.6%	27.9%
MIB 30	-1.0%	-3.2%	19.5%	19.8%
IBEX 35	1.6%	-0.7%	29.8%	30.2%
ATX	-4.5%	-6.6%	47.9%	48.3%
Nikkei 225 (Price Index)	4.1%	-0.3%	19.0%	12.6%
SMI (Price Index)	3.5%	3.5%	18.3%	18.3%
SPI ¹⁾	3.0%	3.0%	23.2%	23.2%
SLI ¹⁾	3.1%	3.1%	30.3%	30.3%
SMIC ¹⁾	3.5%	3.5%	22.1%	22.1%
VSCI ²⁾	-3.2%	-3.2%	28.3%	28.3%

¹⁾ Dividend adjusted, reinvested

²⁾ Vontobel Swiss Small Cap Index

Glossarium

Antizyklisch:	Ein antizyklisches Anlageverhalten ist eine Spekulation gegen den herrschenden Trend an der Börse.
Benchmark:	Ein Vergleichsportfolio (Vergleichsindex), welches die langfristige strategische Ausrichtung festlegt, mit der die finanziellen Ziele des Anlegers erreicht werden sollen. Der Benchmark dient zugleich für die Beurteilung des Anlageerfolges.
Blue Chip (Standardwert):	Die an der Börse am häufigsten gehandelten Aktien, meist die grossen Konzerne. Es sind in der Regel jene Aktien, die im wichtigsten Index der entsprechenden Börse enthalten sind. In der Schweiz ist das z. B. der SMI, in Deutschland der DAX 30 und in den USA der Dow Jones Industrial Average.
Diversifikation:	Die Geldanlage in mehreren Wertpapieren, Branchen, Ländern und Anlagekategorien (z. B. Aktien und Obligationen) zur Reduzierung des Anlagerisikos.
Emerging Markets:	Bezeichnung für Aktienmärkte in Schwellenländern. Als Emerging Markets gelten insbesondere die Aktienmärkte in Lateinamerika, Südostasien und Osteuropa. Vielen dieser Märkte wird ein besonderes Wachstumspotenzial zugesprochen, da diese Regionen ein im Vergleich zu den grossen Industrienationen deutlich stärkeres Wirtschaftswachstum aufweisen. Im Gegenzug beinhalten diese Märkte ein höheres Kursrisiko.
Korrelation:	Der Korrelationskoeffizient misst den Grad, zu dem sich zwei oder mehr unabhängige Anlagen in die gleiche Richtung – in Reaktion auf ein vorgegebenes Ereignis – bewegen. Er wird gemessen auf einer Skala von minus eins bis plus eins.
Performance / Rendite:	Die Wertentwicklung einer Anlage in einem bestimmten Anlagezeitraum. Sie setzt sich zusammen aus den Kursveränderungen plus den vereinnahmten Dividenden, Zinserträgen und Zinseszinsen.
Performanceindex:	Ein Aktien- oder Obligationenindex, der die Kursveränderungen plus die wieder angelegten Zinsen und Dividenden aller Titel in einem Index wiedergibt. Der bekannteste Schweizer Performanceindex ist der Swiss Performance Index (SPI).
Preisindex:	Ein Aktien- oder Obligationenindex, der nur die Kursveränderungen aller Titel in einem Index wiedergibt. Der bekannteste Preisindex in der Schweiz ist der Swiss Market Index (SMI).
Price-Earnings-Ratio (P/E):	Diese Kennzahl (auch als Kurs-Gewinn-Verhältnis KGV bezeichnet) erhält man, indem man den aktuellen Aktienkurs durch den Unternehmensgewinn je Aktie dividiert.
Risikoprämie:	Die Differenz zwischen der Aktien- und der Obligationenrendite. Ein Anleger wird nur in Aktien investieren, wenn der (erwartete) Ertrag höher ist als bei Obligationen. Die Risikoprämie ist daher ein Ausdruck der Risikobereitschaft der Anleger.
Value Equity (Substanzwerte):	Aktien mit stetigem Geschäftsverlauf und stabiler Gewinnentwicklung in der Vergangenheit. Diese Unternehmen betätigen sich in langfristig attraktiven Geschäftsfeldern, und die finanzielle Entwicklung ist verlässlich prognostizierbar.
Volatilität:	Ein Mass für die historische oder erwartete Schwankungsbreite (Standardabweichung) der Rendite einer Finanzanlage. Eine hohe Volatilität z. B. einer Aktie bedeutet, dass der Wert der Aktie stark schwankt. Für den Anleger bedeutet das die Chance auf schnelle und hohe Kursgewinne – aber auch das Risiko für ebenso schnelle und hohe Verluste.

RAIFFEISEN