

# Marktbericht 2. Quartal 2017

**Baloise Asset Management Schweiz AG**  
Aeschengraben 21, 4002 Basel  
www.baloise-asset-management.com

Hagen Fuchs (hagen.fuchs@baloise.com)  
Melanie Rama (melanie.rama@baloise.com)

Baloise Asset Management Schweiz AG übernimmt keine Gewähr für die Richtigkeit des Inhaltes dieser Publikation, insbesondere für die darin aufgeführten Kennzahlen und Performance-Angaben sowie allfällige Empfehlungen und Meinungen zur Marktentwicklung. Baloise Asset Management AG lehnt jegliche Haftungsansprüche ab, welche sich aus der Verwendung der vorliegenden Publikation ergeben.

## Konjunktur: Ausblick bleibt positiv, aber verhaltene Inflationsdynamik

### Schweiz: Konjunkturelle Erholung setzt sich fort, wenn auch nur moderat

Der globale Aufschwung hat sich auch teilweise im Schweizer Wachstum niedergeschlagen. Nach einem schwachen vierten Quartal im Vorjahr, festigte sich das BIP-Wachstum saisonbereinigt um 0.3% im Q1 2017. Auf das Jahr hochgerechnet entspricht das einer Rate von 1.1%, tiefer als die von Analysten erwarteten 1.5% für 2017. Deutliche Anstiege bei den Warenexporten und den Ausrüstungsinvestitionen haben das Wachstum befeuert. Der private Konsum hingegen stagnierte. Wenig Dynamik zeigt sich auch am Arbeitsmarkt. Die saisonbereinigte SECO-Arbeitslosenquote betrug Ende Mai 3.2%, ein leichter Rückgang von 3.3% in den ersten Monaten des Jahres. Auch die Inflation ist stabil. Im Mai wurde eine Teuerung von 0.5% gemessen, unverändert zum Q1 Resultat. Für das zweite Quartal und die kommenden Monate, deuten Frühindikatoren auf eine moderate Fortsetzung des Aufschwungs. Der Schweizer Industrie-PMI für Mai verlor fast 2 Punkte zum Vormonat, lag aber mit 55.6 Punkten oberhalb der Wachstumsschwelle von 50 Zählern. Auch das KOF-Konjunkturbarometer signalisiert eine Verlangsamung der Expansion. Im Mai 2017 verzeichnete der Indikator einen ausgeprägten Rückgang, stand aber mit einem Wert von 101.6 noch über seinem langfristigen Durchschnitt.

### Eurozone: Guter Konjunkturausblick und Entschärfung politischer Risiken

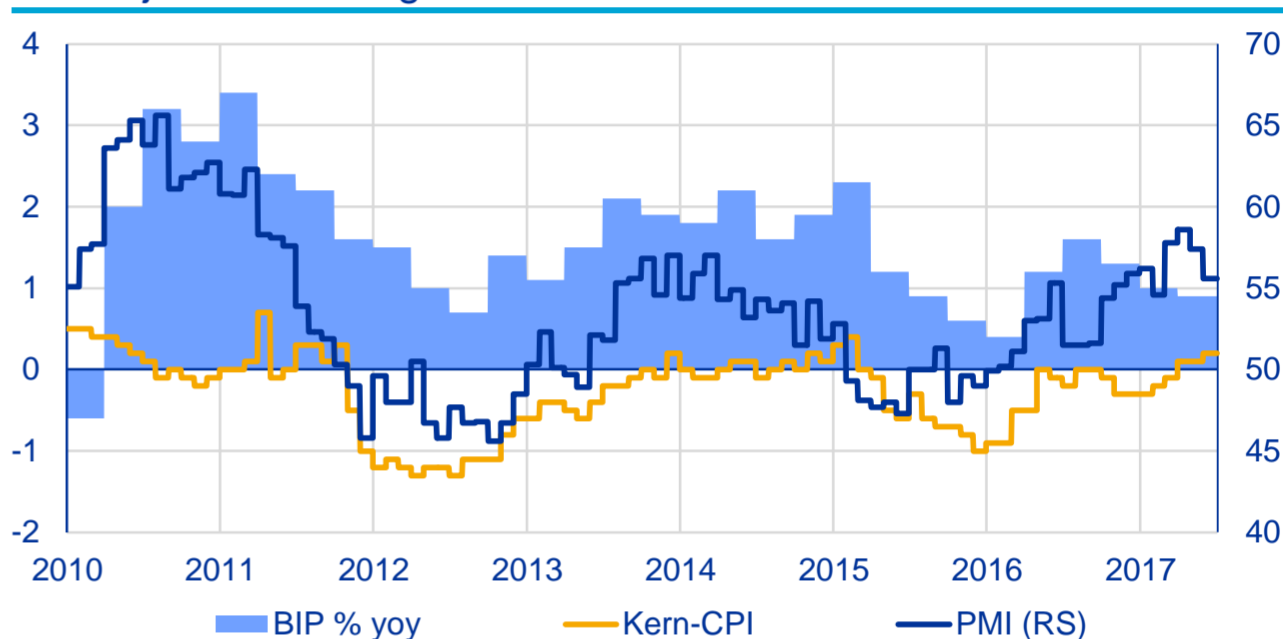
Das Wirtschaftswachstum zog nochmals an im ersten Quartal und legte verglichen zum Vorjahr 1.9% zu. Der Konsum sowie die Investitionstätigkeit waren die Haupttreiber. Nach den französischen Präsidentschaftswahlen im Mai haben auch die politischen Risiken im Euroraum abgenommen. Dies spiegelt sich in diversen Umfragen wider. Der Einkaufsmanager Index (PMI) verzeichnete im Mai 56.8 Punkte dank starken, positiven Impulsen aus Deutschland und Frankreich. Die ersten Schätzungen für Juni zeigen zwar einen Rückgang auf 55.7 Punkte an, was aber dennoch einer deutlichen Expansion entspricht. Weiterhin auf einem Höhenflug ist die Industrie-Komponente, die nach Schätzungen mit 57.3 Punkten ein 74-Monatshoch erreichte. Auch bei den Konsumenten herrscht derzeit eine überdurchschnittlich positive Stimmung. Dies ist unter anderem auf die Erholung am Arbeitsmarkt zurückzuführen. Im April sank die Arbeitslosenquote auf 9.3% und liegt damit fast 1 Prozentpunkt tiefer als im Vorjahr. Diese Entwicklungen werden die starke inländische Nachfrage auch im kommenden Quartal stützen. Lohnerhöhungen bleiben dennoch verhalten und daher steigt auch die Kerninflation nur langsam an.

### USA: Robustes Wachstum erwartet, aber jüngste Daten enttäuschen

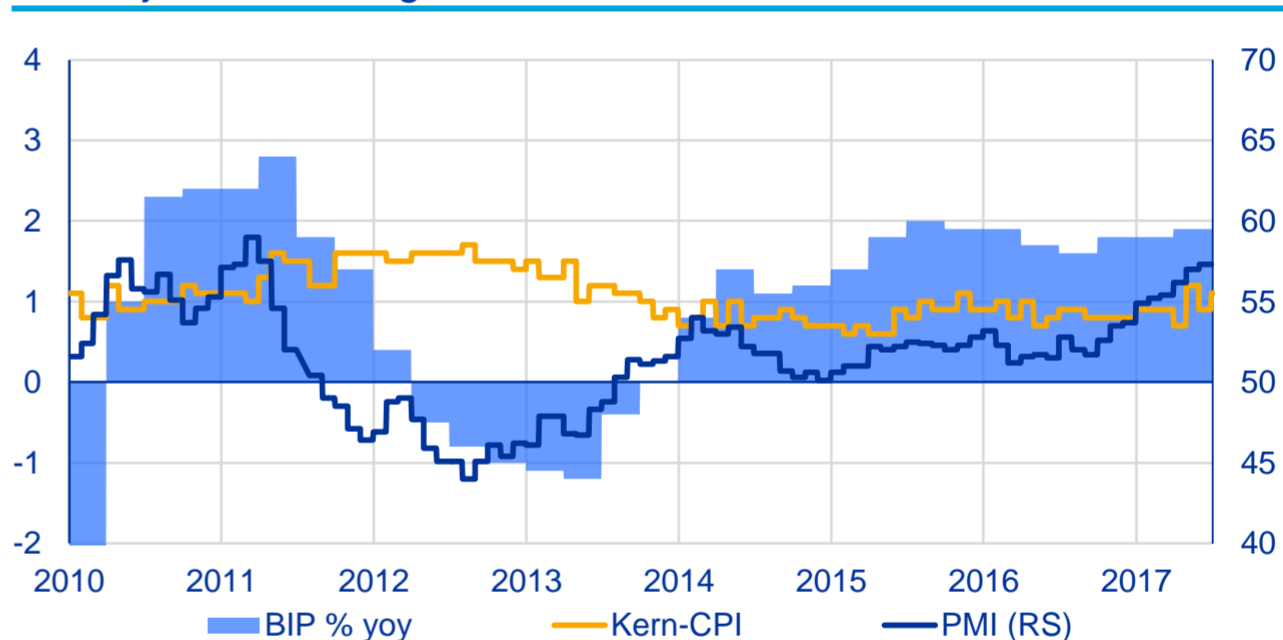
Die BIP-Wachstumsrate von 1.4% (annualisiert) für das erste Quartal 2017 war verhalten, hauptsächlich wegen einer Abschwächung des privaten Konsums. Die Investitionstätigkeit hat jedoch zugelegt. Während die Umsätze im Detailhandel auch in den letzten Monaten eher enttäuschend ausfielen, erhöhte sich die Industrieproduktion deutlich, was das Wirtschaftswachstum im Q2 und in den kommenden Monaten stärker ankurbeln sollte. Der Arbeitsmarkt entwickelt sich weiterhin gut. Die Arbeitslosenquote setzte ihren Abwärtstrend im Mai fort und lag bei 4.3%, 0.5 Prozentpunkte unter dem Stand zu Jahresbeginn. Diese Entwicklung stärkte den Entscheid der amerikanischen Notenbank, den Leitzins im Juni auf 1.00%-1.25% zu erhöhen, trotz eines leichten Rückgangs der PCE-Inflationsrate. Mit dem PMI-Index bei 54.9 Punkten und weiterhin hohen Stimmungsindikatoren, vor allem wenn diese sich in stärkere Konsumdynamik niederschlagen, sollte die Wirtschaft weiter anziehen. Risiken bestehen jedoch weiterhin. In den letzten Wochen haben US-Makrodaten die Markterwartungen meist nicht erfüllt. Zudem sind zentrale Aspekte der US-Wirtschaftspolitik unklar und stellen eine Gefahr für die US-Konjunktur dar.

Datenquellen: Bloomberg Finance L.P., BIS, FRED, Eurostat, OECD, IMF, SNB, EZB, FED, KOF, SECO

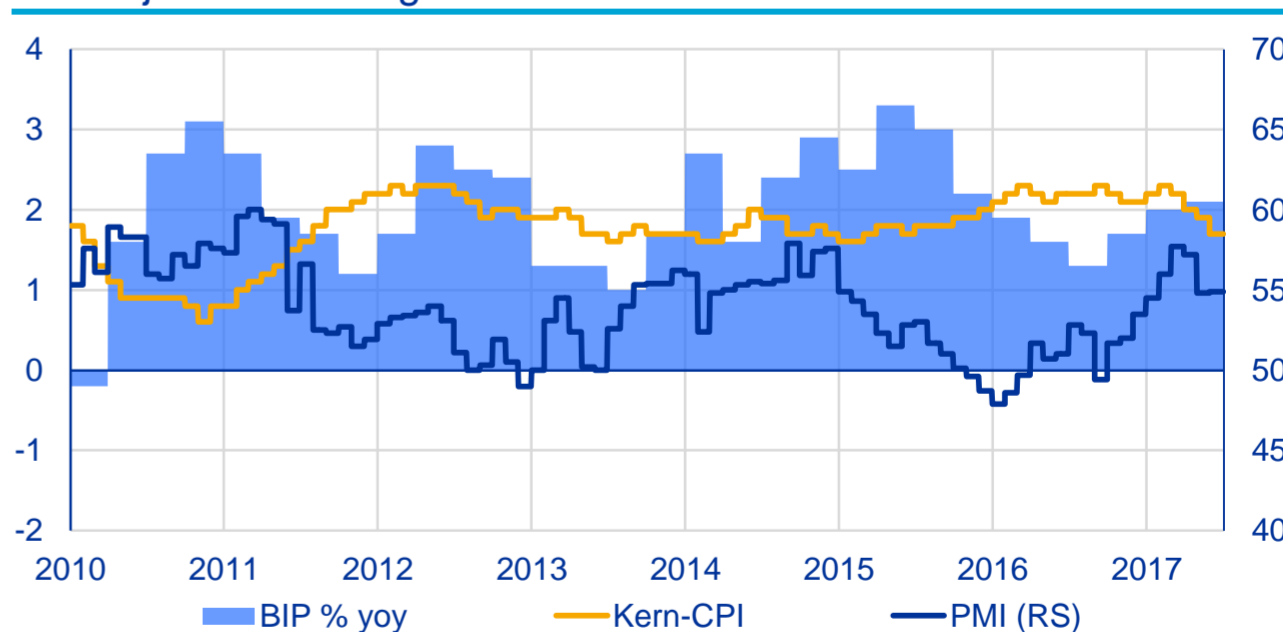
### 1. Konjunkturelle Lage Schweiz



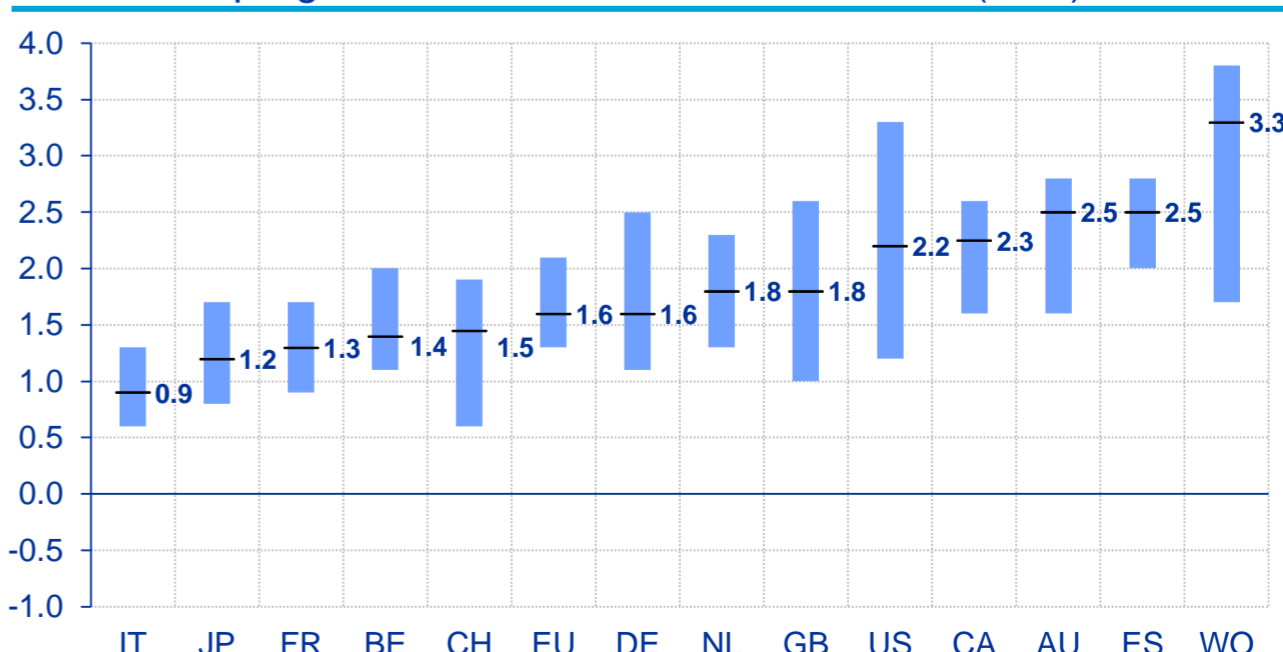
### 2. Konjunkturelle Lage Eurozone



### 3. Konjunkturelle Lage USA



### 4. Konsensprognose für das BIP-Wachstum 2017 (in %)

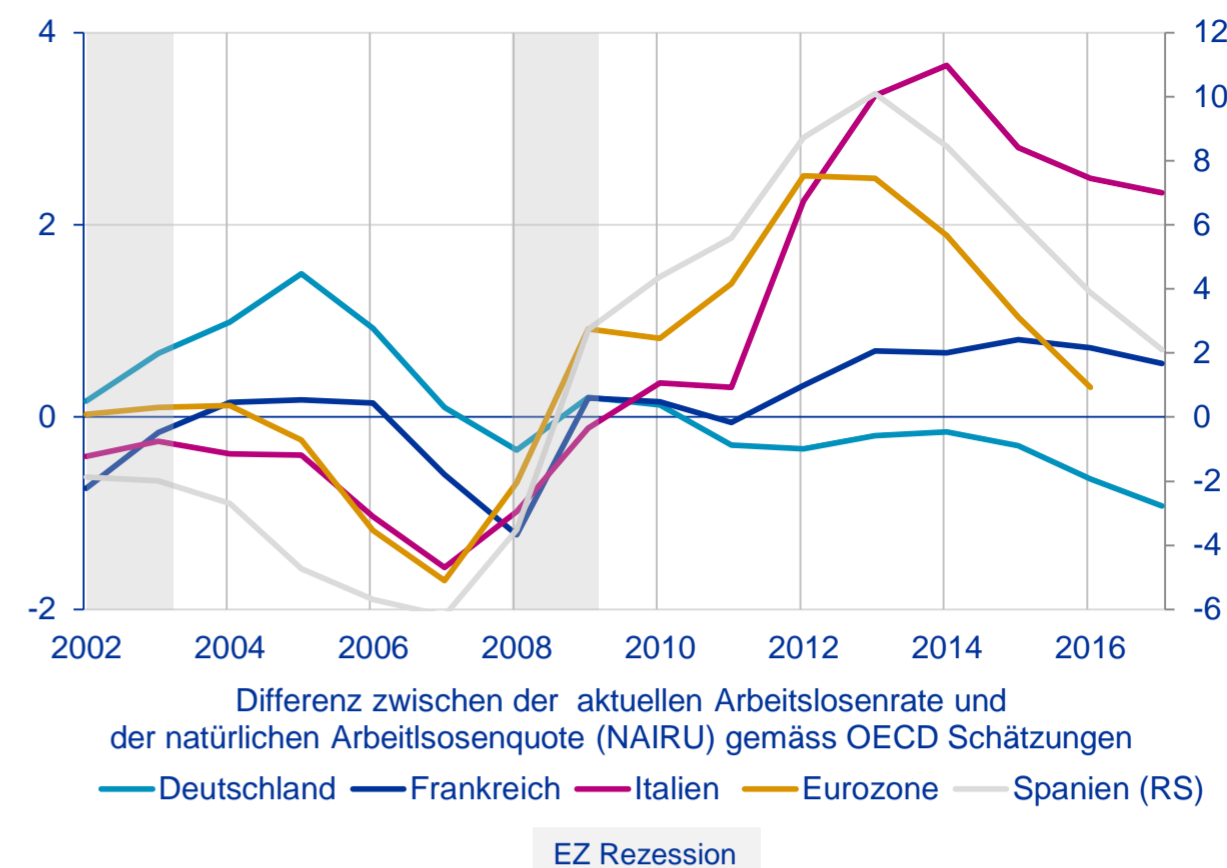


Erscheinung: 4x pro Jahr, Redaktionsschluss: 30.06.2017

**Fokusthema: Arbeitsmarkt in der Eurozone**

Die Kerninflation verweilt unter 1% und die Löhne haben im ersten Quartal nur 1.4% zugenommen. Dies ist zu niedrig in den Augen der Europäischen Zentralbank (EZB). Die Geldpolitik wird erst gestrafft, wenn ein nachhaltiger Kostendruck zu erkennen ist. Die Frage ist, wie Lohndruck genau entsteht. Ökonomisch gesehen, ist der Mechanismus einfach: Wenn die Wirtschaft wächst, benötigen Unternehmen mehr Arbeitskräfte, um die gestiegene Nachfrage abzudecken. Die Arbeitslosenquote sinkt, Arbeitnehmer gewinnen an Verhandlungsmacht und die Löhne steigen. Dies wiederum führt zu höherem Konsum und steigenden Konsumentenpreisen. Höhere Löhne bedeuten zudem einen Kostenanstieg für Unternehmen, welche diese dann durch Preiserhöhungen an die Konsumenten weitergeben. Ein Blick auf den Arbeitsmarkt in der Eurozone zeigt jedoch, dass in einigen Staaten der Lohndruck noch schwächelt. Die Arbeitslosenquote in der Eurozone ist mit 9.3% weiterhin ca. 2 Prozentpunkte über dem Niveau vor der Finanzkrise in 2007. Grafik 5 zeigt die Unterschiede innerhalb des Euroraums. Während in Deutschland nahezu Vollbeschäftigung herrscht, liegen die Arbeitslosenquoten in Spanien und Italien noch weit über dem Optimum (der Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment, NAIRU).

**5. Entwicklung der "Arbeitsmarktlücke" in der Eurozone**



**Zinsmärkte: Seitwärtsbewegung**

**Schweiz: Eidgenossen-Rendite bewegt sich seitwärts**

Nachdem die Rendite von Schweizer Obligationen im Anschluss an die US-Wahlen deutlich anstieg, setzte im ersten Quartal 2017 eine Seitwärtsbewegung ein, die auch im zweiten Quartal Bestand hatte. Dabei bewegte sich die Rendite zehnjähriger Eidgenossen in einem Band zwischen -0.21% und -0.02% und lag per 30.06.2017 bei -0.02%. Die Schweizer Nationalbank (SNB) belies auch 2. Quartal den Referenzzinssatz und das Zielband für den Dreimonats-Libor unverändert bei -1.25% bis -0.25%. Gemäss SNB ist mit einer nachhaltigen Beschleunigung der Inflationsraten erst ab 2019 zu rechnen. Die Inflationsprognose wurde kaum verändert. Sowohl für 2017 als auch für 2018 erwartet die Notenbank eine Teuerungsrate von 0.3% - im 2019 wird ein Anstieg auf 1.0% prognostiziert.

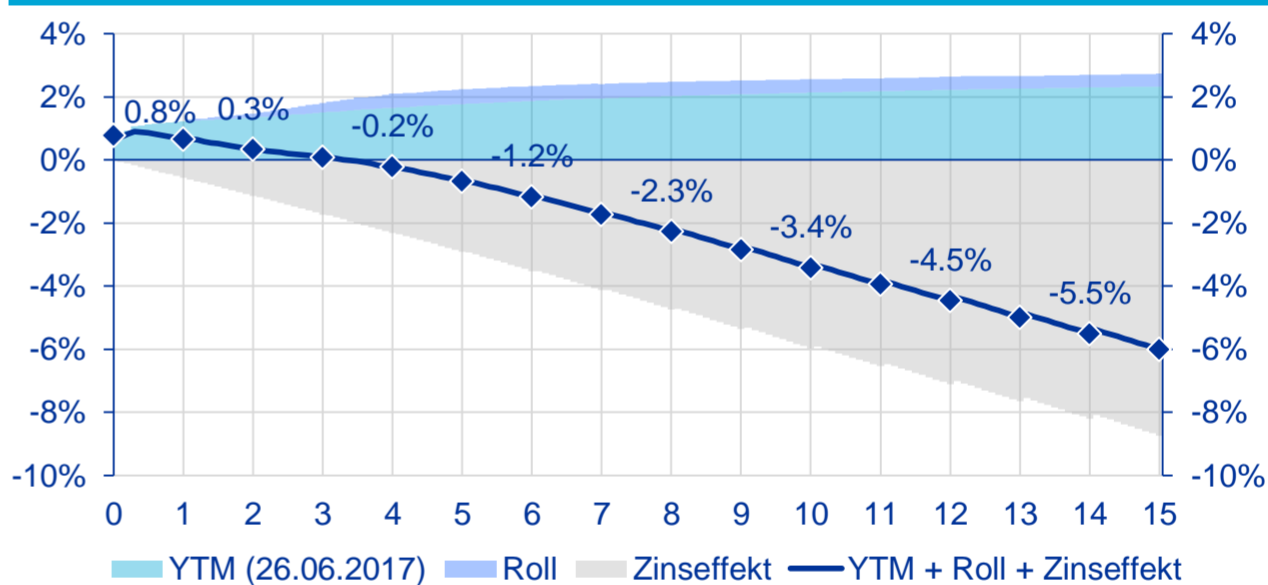
**6. Übersicht Zinsen per 30.06.2017**

	3M-Zinsen		10-jährige Staatsanleihen		Δ bp
	30.06.2017	2016	30.06.2017	2016	
Schweiz	-0.73%	-0.73%	-0.02%	-0.19%	16
Deutschland	-0.37%	-0.34%	0.47%	0.21%	26
Frankreich	-0.37%	-0.34%	0.82%	0.69%	13
Spanien	-0.37%	-0.34%	1.54%	1.38%	16
Italien	-0.37%	-0.34%	2.16%	1.82%	34
UK	0.31%	0.37%	1.26%	1.24%	2
USA	1.30%	1.00%	2.30%	2.44%	-14
Japan	0.00%	-0.05%	0.09%	0.05%	4

**Europa: Keine Änderung der Geldpolitik**

Im Rahmen der EZB-Sitzung Anfang Juni wurden die Wachstumsrisiken in der Eurozone erstmals seit langem nicht mehr als "abwärtsgerichtet" eingestuft. Ausserdem fehlte in Draghi's Rede der Passus bezüglich noch tieferer Zinsen. Die Inflationsprognose wurde jedoch leicht gesenkt. Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen ging bis zum 18.04.2017 auf 0.16% zurück und stieg anschliessend bis zum 16.05.2017 auf 0.44%, bevor ein erneuter Rückgang die Rendite bis auf 0.25% führte. Als Mario Draghi am 27.06.2017 auf einer Notenbank-Konferenz sagte, dass "alle Zeichen nun auf eine Festigung und Verbreiterung der Erholung in der Euro-Zone hindeuten [würden]", stieg die Rendite bis am 30.06.2017 auf 0.47%.

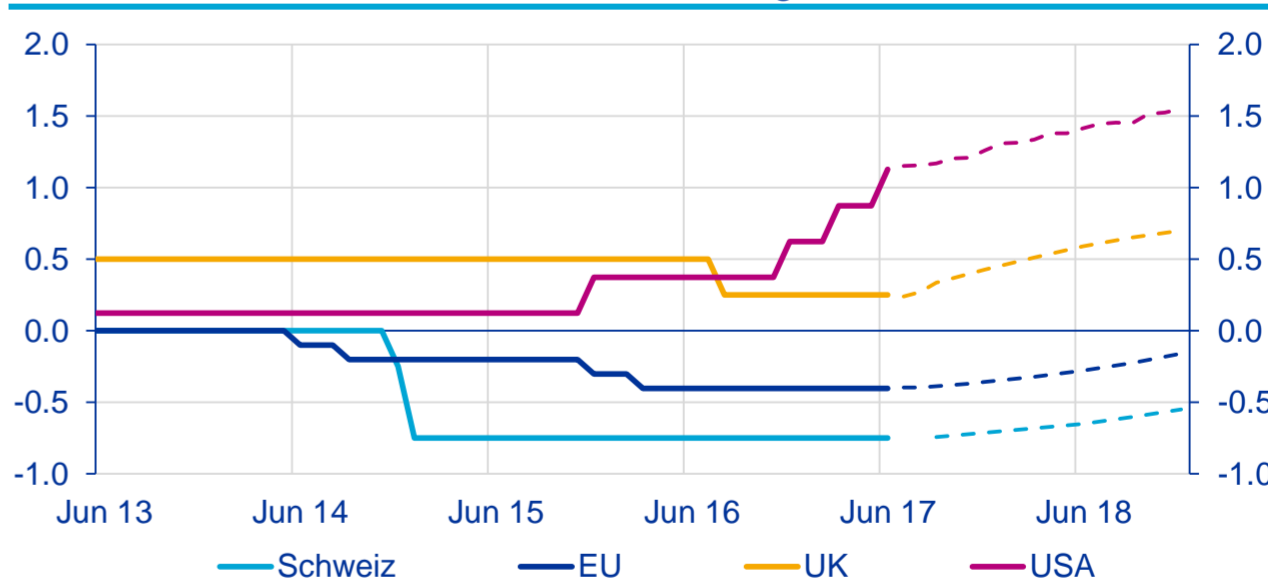
**7. Erwartete 1J-Performance von US-Staatsanleihen**



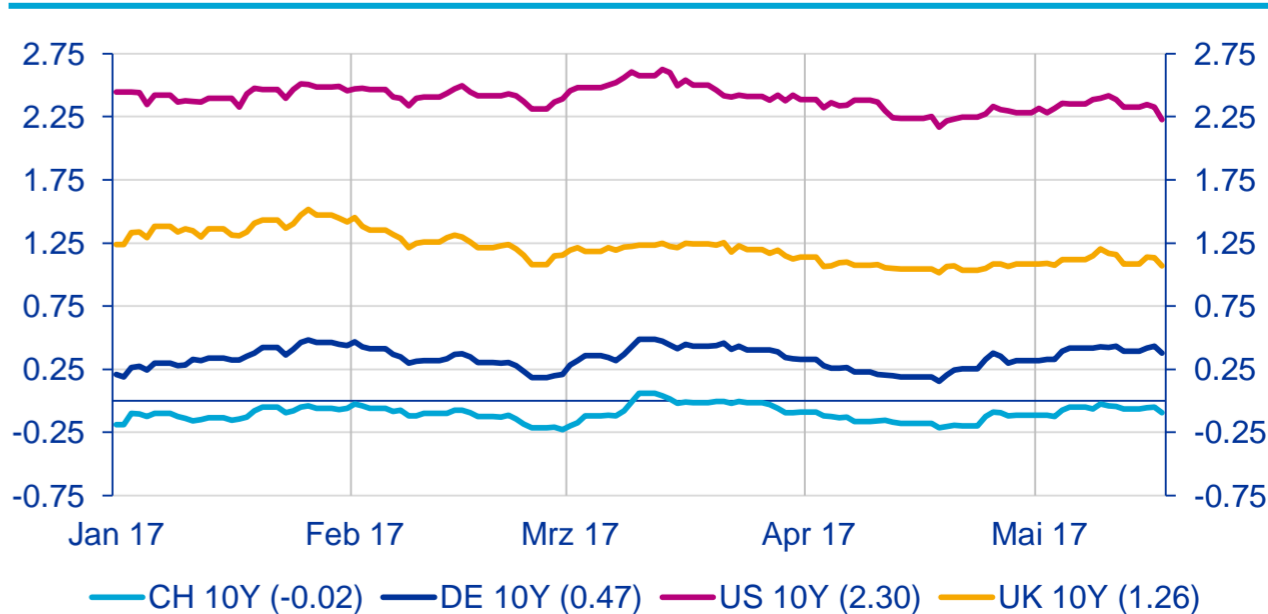
**USA: Fed erhöht Leitzins um 25 Basispunkte**

Wie vom Markt erwartet, hat sich die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) in ihrer Junisitzung zu einer weiteren Leitzinserhöhung um 0.25 Prozentpunkte auf ein Zielband von 1.00%-1.25% durchgerungen. Die Median-Leitzinsprognose der Offenmarktausschussmitglieder für 2017 und 2018 liegt unverändert bei 1.375% und 2.125%. Für Ende 2019 wird neu ein leicht tieferer Leitzins von 2.938% prognostiziert. Zudem gab die US-Notenbank konkrete Details zur geplanten Bilanzverkürzung bekannt. Gegen Ende 2017 sollen zunächst 10 Mia. USD pro Monat auslaufender Bonds nicht reinvestiert werden (danach alle drei Monate Erhöhung um 10 Mia. USD bis auf 50 Mia. USD pro Monat). Die Rendite zehnjähriger Treasuries schwankte im zweiten Quartal zwischen 2.4% und 2.1% und lag am 30.06.2017 bei 2.3%. Als Grund für den Zinsrückgang sind enttäuschende US-Konjunkturdaten anzuführen. In Grafik 7 ist die erwartete 1J-Performance einer Investition in US-Staatsanleihen dargestellt. Legt man die aktuellen Markterwartungen für die Entwicklung der Kurz- und Langfristzinsen zugrunde, ist eine Investition in zehnjährige US-Staatsanleihen mit einer erwarteten Performance von -3.4% nicht sinnvoll.

**8. Verlauf Leitzinsen und Markterwartung in %**



**9. Verlauf 10J-Zinsen in %**

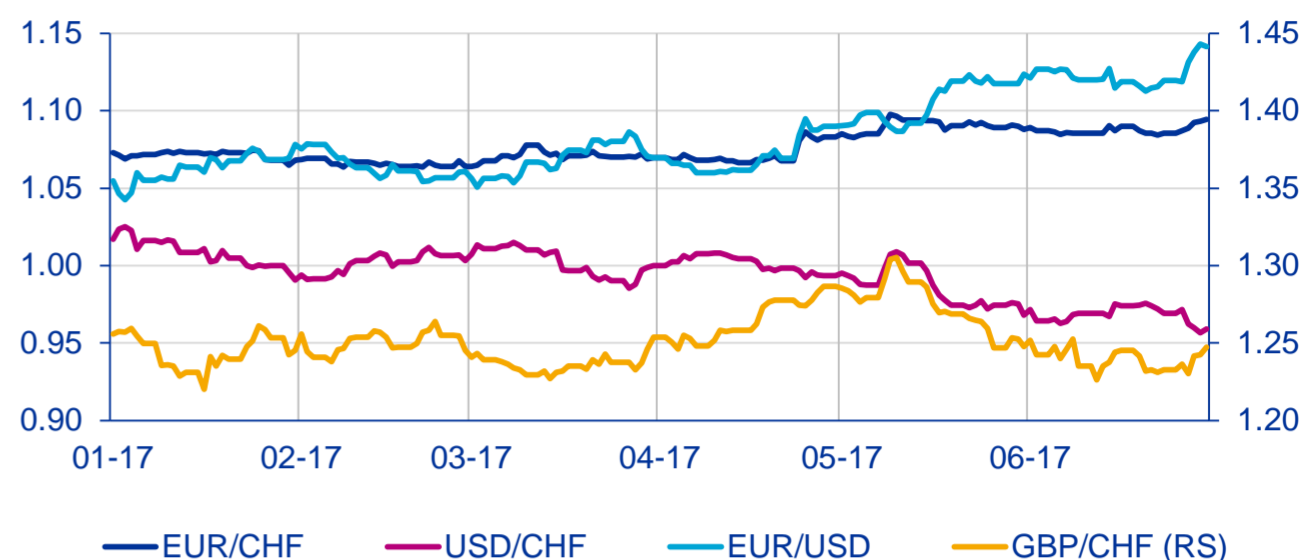


## Währungen: Euro steigt; US-Dollar wertet ab; Britisches Pfund volatil

Politische Ereignisse haben in den letzten Monaten ihre Spuren am Devisenmarkt hinterlassen. Der Euro gewann nach der Wahl von Emmanuel Macron gegenüber dem Schweizer Franken an Stärke und lag am 10. Mai 2017 mit 1.096 Franken, ca. 2.5% höher als zu Jahresbeginn. Als Reaktion auf die Wahlen in Grossbritannien am 8. Juni 2017, bei denen die Konservativen überraschend ihre Mehrheit im Parlament verloren, verzeichnete das Britische Pfund einen Kursverlust von 1.4% gegenüber dem Schweizer Franken. Die Brexit-Verhandlungen, die am 19. Juni begonnen haben, können je nach Verlauf das Britische Pfund weiterhin belasten oder bei positiven Zwischenergebnissen auch wieder erstarren lassen. Der US-Dollar schwächte sich in den letzten Monaten gegenüber dem Schweizer Franken ab und erreichte anfangs Juni ein Jahrestief von 0.966 Franken (ca. -6% YTD). Die Leitzinserhöhung des Fed Mitte Juni hatte den US-Dollar wieder gestärkt, weshalb dieser am 15. Juni bis auf 0.975 Franken anstieg, bevor sich der Abwärtstrend danach wieder fortsetzte. Die Unsicherheit und Skandale rund um die Regierung Trump machen dem US Dollar zu schaffen. Auch enttäuschende Daten aus der Realwirtschaft lassen Investoren daran zweifeln, ob die Notenbank einen weiteren Zinsschritt dieses Jahr, wie angekündigt, noch wagt.

10. Entwicklung Währungen per 30.06.2017

	Kurs per 30.06.2017	Q2 in %	Kurs per 31.03.2017	Q1 in %	Kurs per 31.12.2016	YTD in %
EUR/CHF	1.095	2.3%	1.070	-0.3%	1.073	2.0%
USD/CHF	0.959	-4.1%	1.000	-1.7%	1.017	-5.7%
GBP/CHF	1.248	-0.5%	1.254	-0.1%	1.256	-0.7%
EUR/USD	1.141	6.7%	1.070	1.4%	1.055	8.2%

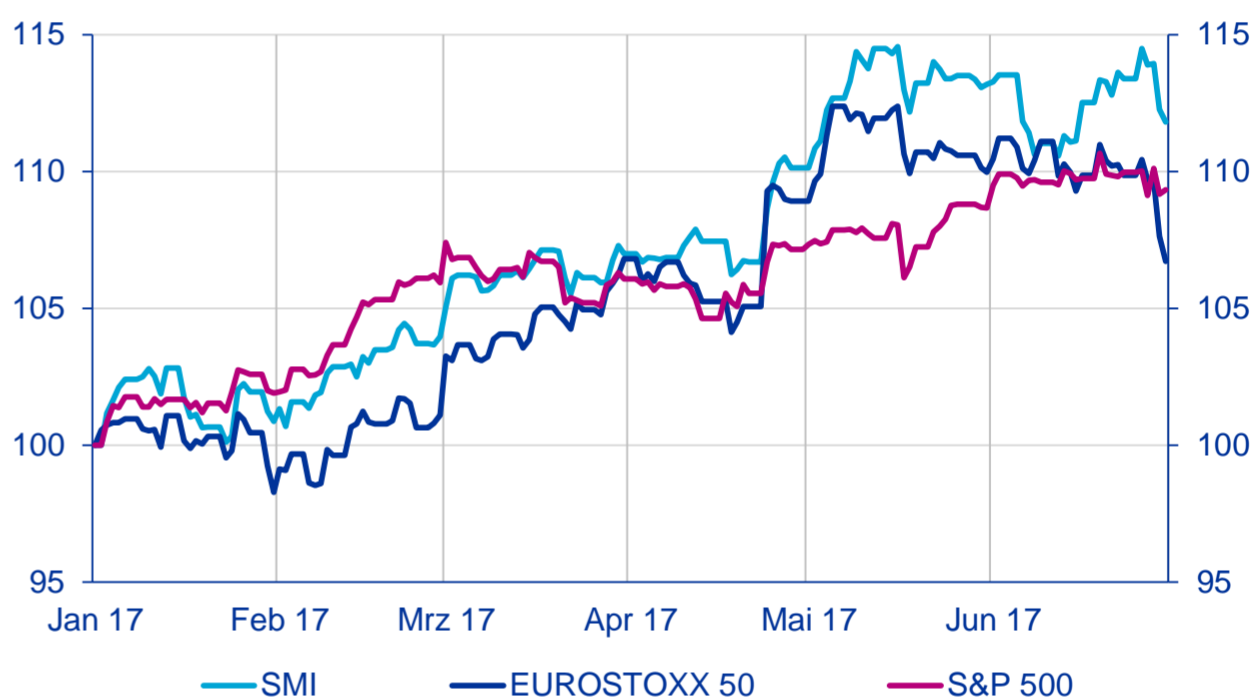


## Aktienmärkte: Weitere Kursgewinne

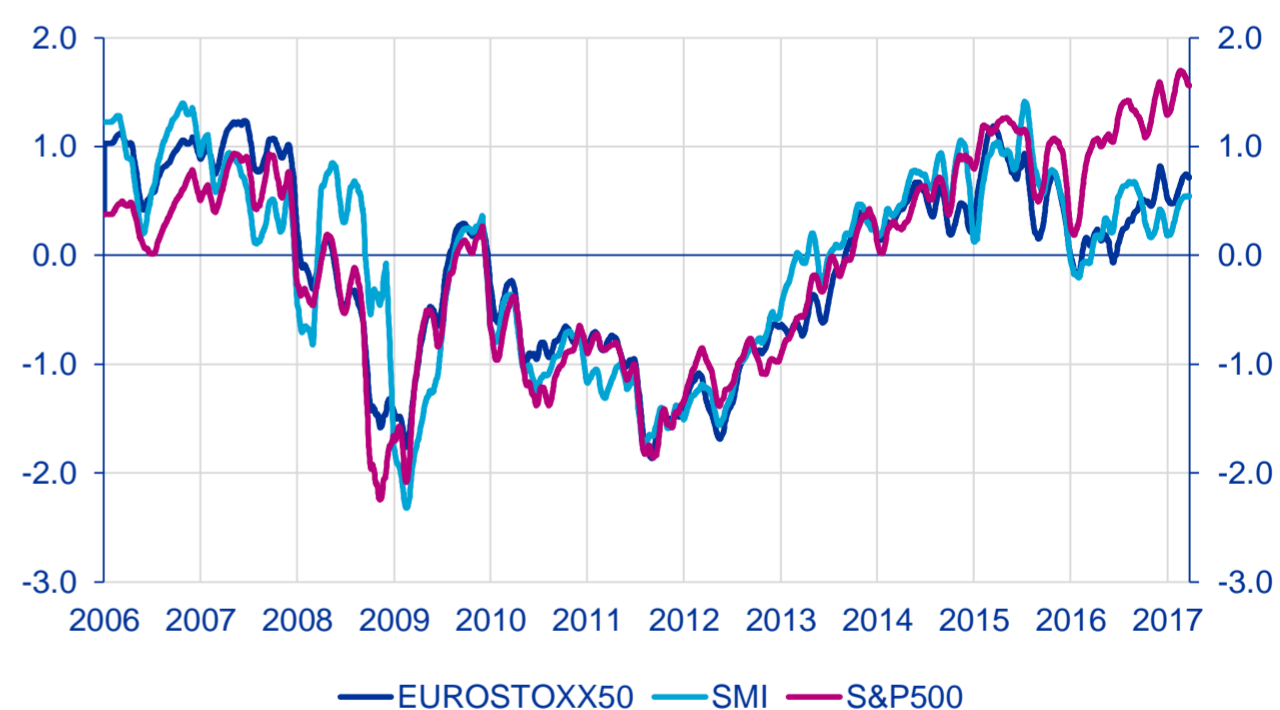
Die Aktienmärkte in der Schweiz, Europa und den USA konnten im zweiten Quartal ihre Kursgewinne ausbauen. Seit Januar 2017 haben die Börsen, gemessen am SMI, dem EuroStoxx50 und dem S&P500, alle in der Grössenordnung von 10% zugelegt. Aus Quartalsicht resultierte ein Plus von 1.7%, 3.3% respektive 5.3%. Gute Konjunkturdaten, positive Stimmung bei den Konsumenten und Firmen, sowie starke Unternehmensgewinne haben die Aktienmärkte unterstützt. Auch der Rückgang politischer Risiken war bei der Kursentwicklung der europäischen Börsen ersichtlich. Der EuroStoxx50 gewann 4% am 24. April, einen Tag nach der ersten Runde der französischen Präsidentschaftswahlen, während der SMI einen Gewinn von ca. 2% verbuchte. Einen Dämpfer gab es Mitte Mai als Trump wegen der Entlassung von FBI-Chef Comey unter Druck geriet und der S&P500 innert zwei Tage einen Verlust von ca. 2% verzeichnete. Vom 9. auf den 12. Juni haben die grossen Technologie-Titel, wie Apple, unerwartet bis zu 2.4% an einem Tag verloren und den S&P500 um 1% nach unten gezogen. Bis anfangs Juni verzeichnete der US Technologie-Sektor dennoch ein Plus von 22% seit Jahresbeginn. Die implizierte Marktvolatilität in den USA verharrt trotzdem auf Allzeittiefs. Der Volatilitätsindex VIX, auch als Wall Streets "Angstbarometer" bekannt, misst die erwartete Schwankungsbreite des S&P500 für die kommenden 30 Tage. Der VIX fiel mehrmals im Mai und im Juni unter 10%. Dies geschah seit Auflegung des Indexes vor 27 Jahren erst 16-mal.

Generell erscheinen Aktien in der Schweiz, im Euroraum und in den USA teuer bewertet wie Grafik 12 verdeutlicht. Schweizer und Europäische Aktien sind nach wie vor gemessen am Kurs-Gewinn- und Kurs-Buch-Verhältnis nur moderat überbewertet, aber die Bewertung von US-Aktien liegt deutlich über dem langfristigen Mittel. Es ist das erste Mal in den letzten zehn Jahren, dass es eine solch grosse Diskrepanz zwischen den Regionen gibt. Zur Überbewertung der US-Aktien kommt hinzu, dass sich die konjunkturelle Lage etwas abkühlt. Zumindest lagen die jüngsten Daten aus der Realwirtschaft meistens unter den Markterwartungen. Dies zeigt der Überraschungsindex von Citigroup, der die tatsächlichen Konjunkturdaten mit den Markterwartungen vergleicht. Der starke Rückgang des Überraschungsindex, scheint die Entwicklung des S&P500 jedoch nicht zu dämpfen, wie in Grafik 13 erkennbar wird.

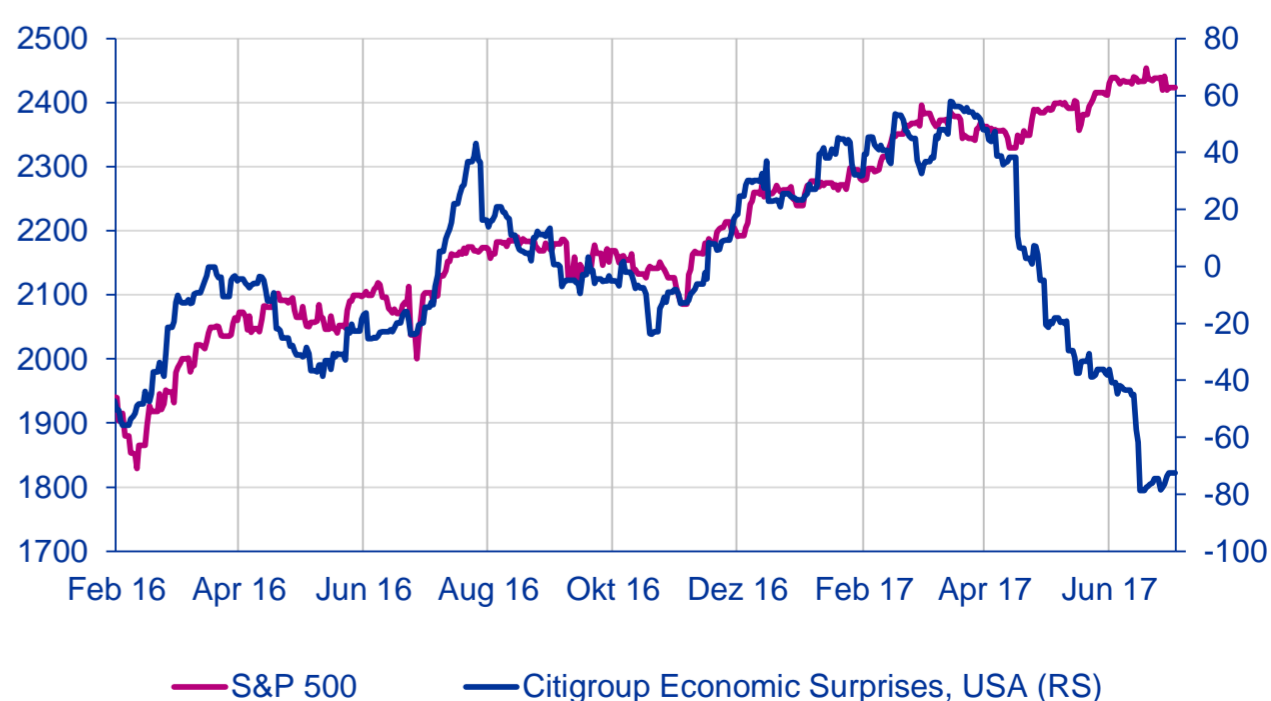
11. Entwicklung Aktienmärkte (TR) per 30.06.2017



12. Abweichung der Bewertung vom langfristigen Mittel (PE & PB)



13. US-Aktienmarkt im Verhältnis zu Daten Überraschungen



## Rohstoffe

Edel- und Industriemetalle haben seit Jahresbeginn um 6%, respektive 2% zugelegt. Agrarrohstoffe und Energiepreise haben im gleichen Zeitraum hingegen 5%, respektive gar 23% verloren. Die markanteste Preisschwankung gab es beim Ölpreis. Der befindet sich seit Ende Mai auf Talfahrt und fiel am 21. Juni auf ein Jahrestief von 44.82 US-Dollar pro Fass, ein Verlust von 21% im Vergleich zum Jahresbeginn. So tief war der Ölpreis zuletzt im November 2016, als das Ölexportkartell OPEC und ihre Verbündeten beschlossen, die Produktion zu kürzen, um das Überangebot abzubauen und dadurch den Preis zu stützen. Im Mai wurde die Kürzung verlängert, es wurde aber auch klar, dass einige der grossen Ölproduzenten, bspw. Russland und Irak die abgemachten Kürzungen noch nicht erreicht haben. Zudem stieg die Produktion vor allem in den USA, aber auch in Libyen und Nigeria, was der Opec-Reduktion entgegen wirkte und erneut zu Preisdruck führte.

## Markteinschätzung

### Aktien

Die robuste Konjunkturlage in den USA, der Eurozone und der Schweiz spricht für eine weiterhin positive Entwicklung des Gewinnwachstums und ist dadurch positiv für die Aktienmärkte. Zudem wird auch das Zinsumfeld die Börsen weiterhin unterstützen. Aufgrund der vielfach teuren Bewertungen, sowie den hohen Konjunkturerwartungen besteht mittelfristig die Gefahr einer moderaten, Korrektur an den Aktienmärkten, denn die jüngst veröffentlichten Wirtschaftsdaten deuten eine Verlangsamung des Aufschwungs an. Politische Risiken sind zwar etwas in den Hintergrund gerückt, sollten aber nicht ausser Acht gelassen werden. Details zur Fiskal- und Handelspolitik der Regierung Trump, Brexit-Verhandlungen oder Wahlen in Europa können unerwartet für Volatilität sorgen.

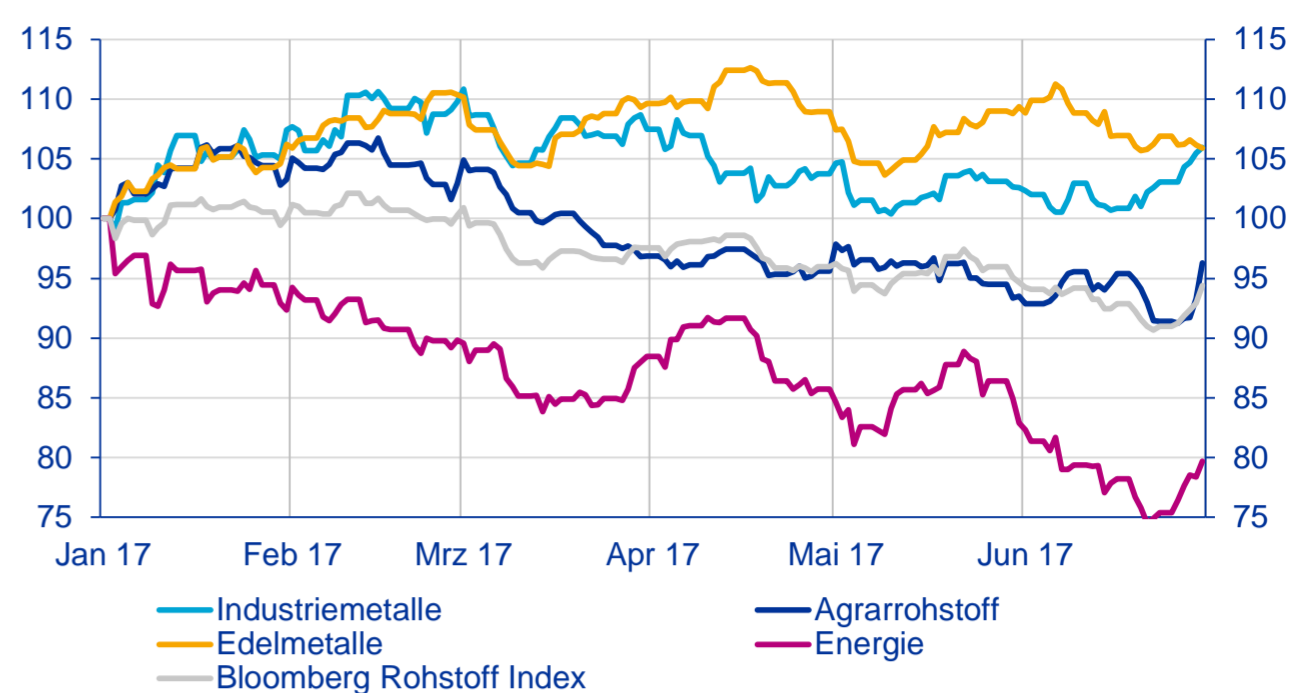
### Obligationen

Bei den Obligationen heisst das Motto "graduelle Zins-Normalisierung". Nach dem schnellen und heftigen US-Zinsanstieg Ende 2016 und Anfang 2017 in der Hoffnung, dass Donald Trump seine expansive Fiskalpolitik durchsetzt, herrscht wieder Pessimismus am Zinsmarkt. Das Fed kündigte zwar eine weitere Leitzinserhöhung für dieses Jahr an, aber die in Terminkontrakten eskomptierte Wahrscheinlichkeit hierfür liegt unter 50%. Mittlerweile liegt die zehnjährige Rendite von US-Staatsanleihen unter dem Niveau im Dezember 2015, als die geldpolitische Straffung in den USA begann. In der Schweiz und der Eurozone bleibt die Geldpolitik expansiv, da keine Anzeichen von aufkommendem Inflationsdruck vorhanden sind. Eine Drosselung der Anleihekäufe der EZB dürfte jedoch die Zinsen im Euroraum im nächsten Jahr wieder etwas ansteigen lassen. Kurzfristig ist eine Seitwärtsbewegung der Zinsen zu erwarten während mittelfristig eher mit einem Zinsanstieg als mit einem weiterem Rückgang in allen Regionen zu rechnen ist.

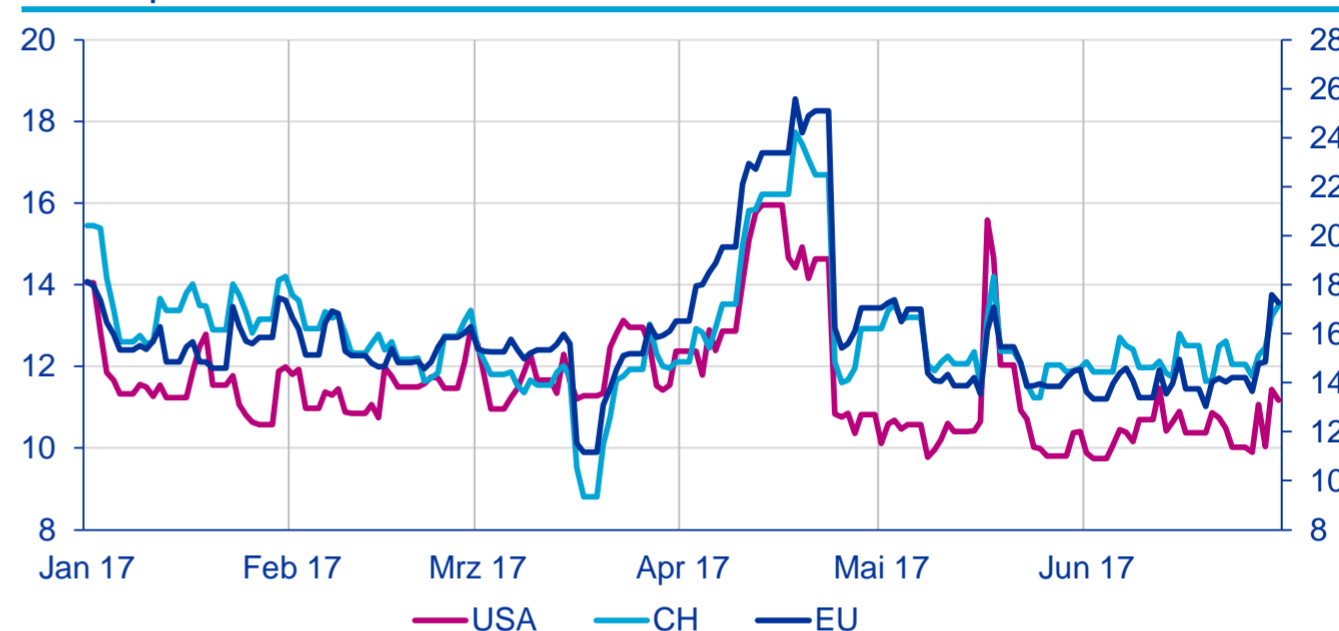
### Währungen

Eine Entspannung beim Franken könnte sich im zweiten Halbjahr abzeichnen. Die zunehmende geldpolitische Divergenz zu den USA sollte den USD/CHF Kurs unterstützen, wenn es tatsächlich zu einem, wie angekündigt, dritten Zinsschritt der Fed dieses Jahr kommt. Momentan ist die Mehrheit der Investoren aber noch der Ansicht, dass es erst im 2018 eine weitere Leitzinserhöhung geben wird. Von der EZB wird währenddessen erwartet, dass sie im Herbst ihren Plan ankündigt, das quantitative Lockerungsprogramm in 2018 zu drosseln. Das erwartete "Tapering" der Anleihekäufe dürfte den Euro aufwerten.

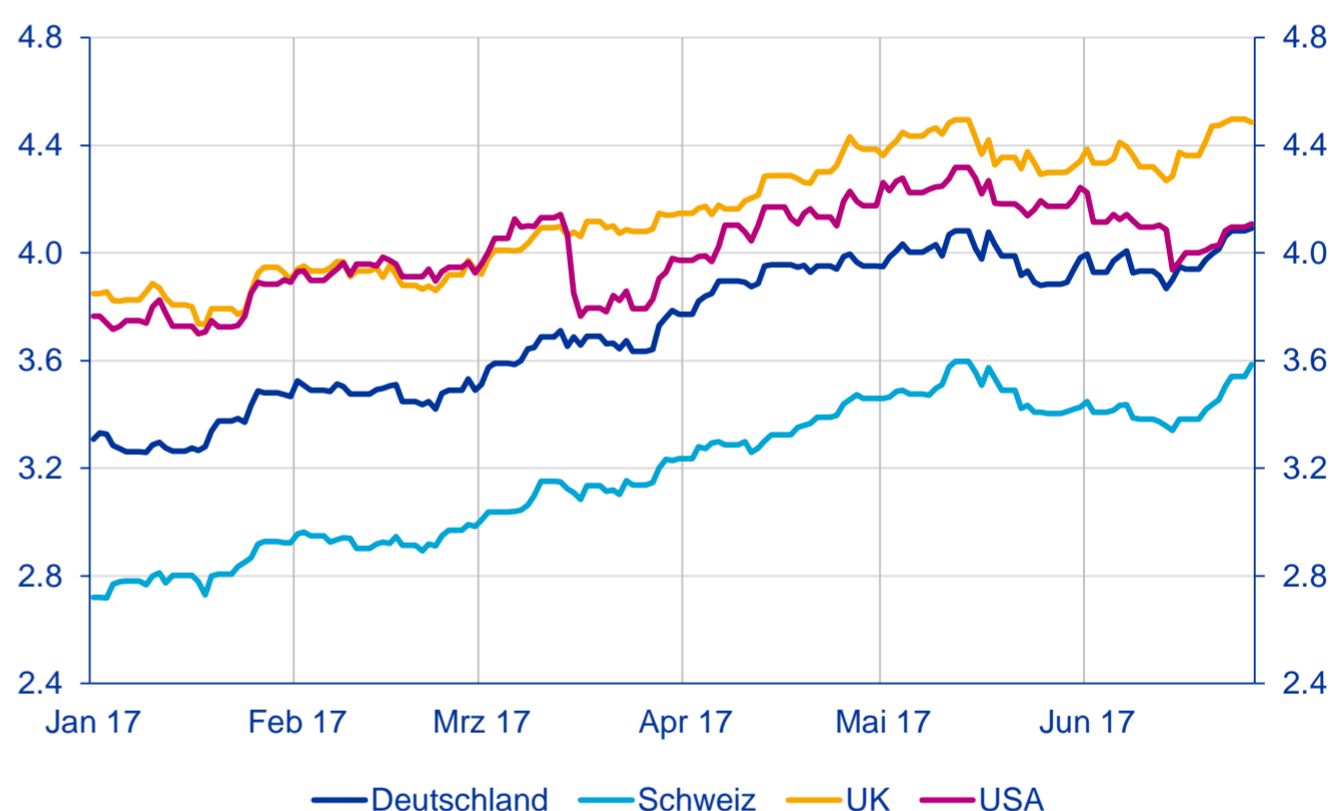
14. Rohstoffe: Preisentwicklung indexiert, in USD



15. Implizite Volatilitäten in %



16. Steilheit der Zinsstrukturkurven



17. Konsensprognosen Zinsen und Währungen

		Q317	Q417	Q118	Q218
3M-Zins	USA	1.52	1.64	1.76	2.05
	UK	0.30	0.32	0.36	0.36
	DE	0.00	0.00	0.00	0.00
	CH	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75
10J-Zins	US10Y	2.70	2.70	2.85	3.00
	UK10Y	1.33	1.45	1.60	1.73
	DE10Y	0.55	0.70	0.75	0.91
	CH10Y	0.00	0.10	0.10	0.20
FX	EUR/CHF	1.09	1.10	1.10	1.10
	USD/CHF	0.98	0.99	0.98	0.98
	GBP/CHF	1.24	1.25	1.25	1.24

