

Marktbericht

3. – 4. Quartal 2017



Konjunktur: Der globale Aufschwung hält an

Globales Wachstum wieder durchschnittlich

Die globale wirtschaftliche Dynamik hat weiter an Fahrt gewonnen und der Aufschwung bleibt breit abgestützt. Günstige Finanzierungsbedingungen haben die Binnennachfrage in den Industrieländern gefestigt und Schwellenländer wie Brasilien und Russland weisen endlich wieder positives Wachstum aus. Entsprechend dem positiven Momentum des globalen Einkaufsmanager Indexes (PMI) dürfte sich die Erholung auch im vierten Quartal fortsetzen. Mit einer erwarteten Expansion von 3.4% dieses Jahr würde das Weltwirtschaftswachstum auf dem 30-jährigen Durchschnitt liegen.

Schweiz: "Moderat" ist das Stichwort

Das BIP nahm im 2. Quartal 2017 um 0.4% zu gegenüber dem Vorjahr. Wie im Vorquartal enttäuschte das Ergebnis somit die Erwartungen der Analysten. Seit Monaten signalisieren Stimmungsumfragen wie der PMI und das KOF Barometer stark positive Impulse, doch die BIP-Entwicklung fällt schwach aus. Datenrevisionen und Sondereffekte erklären die Diskrepanz teilweise. Insgesamt ist aber weiterhin nur eine moderate Erholung zu erwarten, denn auch am Arbeitsmarkt fehlt es an Dynamik. Die Arbeitslosenquote verweilt bei 3.2%. Die Konsumentenpreise festigten sich jedoch nach einer Sommerflaute im August wieder und die Kerninflation stieg kontinuierlich an. Diese erreichte mit 0.4% den höchsten Wert seit Anfang 2011. Die Aufhebung des Mindestkurses CHF/EUR von Anfang 2015 und deren preisdämpfende Wirkung scheint nur noch ein unwesentlicher Faktor zu sein. Dank dem zum Euro schwächeren Schweizer Franken, den positiven Stimmungsindikatoren und dem globalen Aufschwung, welcher dem Aussenhandel zu Gunsten kommen wird, ist der Konjunkturausblick verhalten positiv.

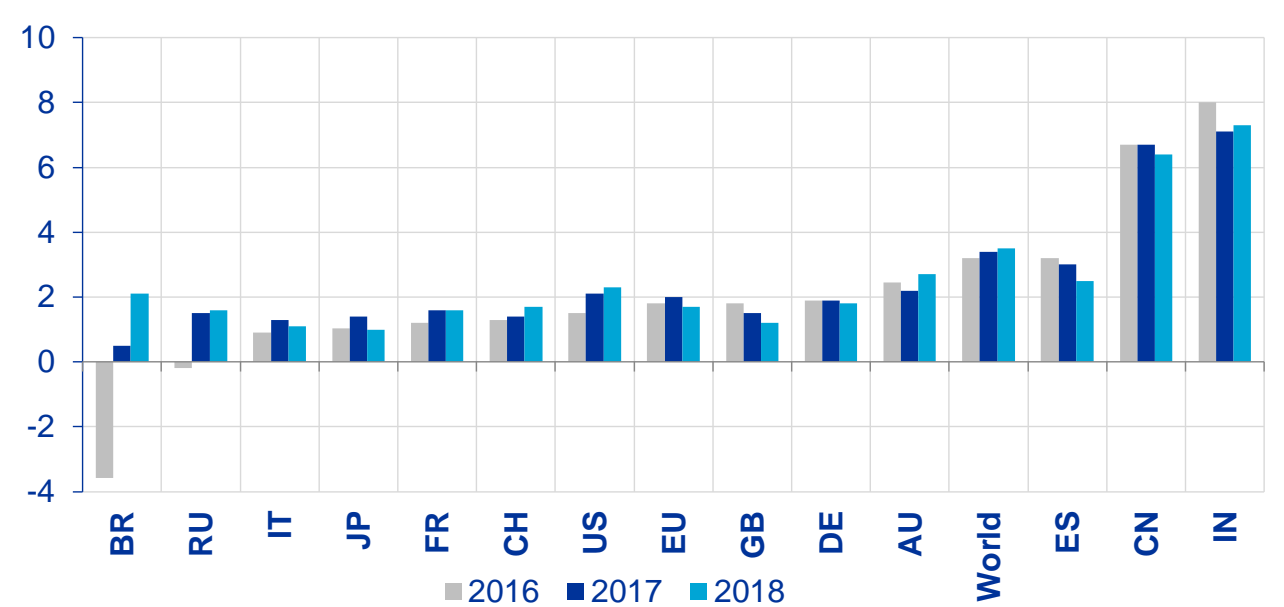
Eurozone: Die Wachstumsgeschichte des Jahres

Die Eurozone wuchs auch im zweiten Quartal weit überdurchschnittlich mit 2.3% zum Vorjahr. Die stärksten Impulse kamen aus Deutschland und Spanien. In Frankreich und Italien fiel das Wachstum etwas schwächer aus, mit 1.8%, respektive 1.5% konnte das Wachstumstempo aber beibehalten werden. Entsprechend hat sich auch die Lage am europäischen Arbeitsmarkt weiter aufgehellt. Die Arbeitslosenquote fiel im Juli auf den niedrigsten Stand seit der Finanzkrise (9.1%). Grosse Unterschiede innerhalb der Eurozone bleiben aber erhalten. Weit unter dem europäischen Durchschnitt liegt Deutschland mit einer Rate von 3.7%. In Spanien sind hingegen noch 17.1% der erwerbsfähigen Bevölkerung arbeitslos. Dies ist zumindest rund 2 Prozentpunkte tiefer als in 2016 und eine weitere Verbesserung ist zu erwarten. Gemäss der ersten Schätzung ist der PMI im September auf 56.7 Punkte angestiegen und der Stimmungsindikator der Europäischen Kommission erreichte im August ein Zehnjahreshoch. Die Analysten haben in der Folge ihre BIP-Wachstumsprognosen für die Eurozone seit Anfang Jahr um einen halben Prozentpunkt nach oben geschraubt und erwarten nun für 2017 eine Expansion von 2%. Trotz allem nähert sich die Teuerung nur in kleinen Schritten dem 2%-Ziel der Europäischen Zentralbank (EZB).

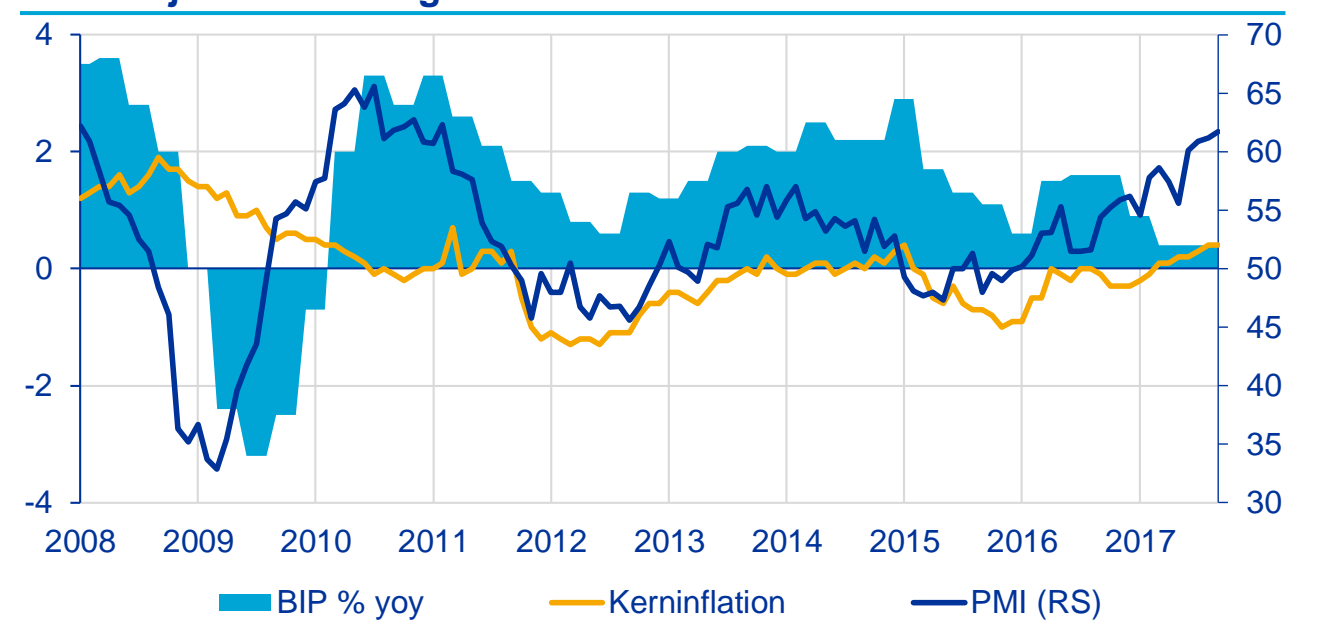
Positive Konjunkturdaten, moderater "Hurrikan-Effekt"

Nach einem schwachen Start ins Jahr beschleunigte sich das US-Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal auf 2.2% (yoy). Haupttreiber war die Zunahme der privaten Konsumausgaben, gestützt von günstigen Finanzierungsbedingungen und der Erholung am Arbeitsmarkt, wo nahezu Vollbeschäftigung herrscht. Die Arbeitslosenquote verweilt seit einigen Monaten auf 4.4%, ein Zehnjahrestief. Die Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe, ein wichtiger Frühindikator des US-Konjunkturzyklus, nahmen zwar im September gegenüber August zu, liegen historisch betrachtet aber immer noch auf einem Tiefstand. Trotz gesättigtem Arbeitsmarkt bleibt der Kostendruck moderat. Die Inflation, gemessen am Konsumdeflator, das bevorzugte Preismass der US-Notenbank, liegt bei knapp 1.4% (ohne Energie- und Lebensmittelpreise).

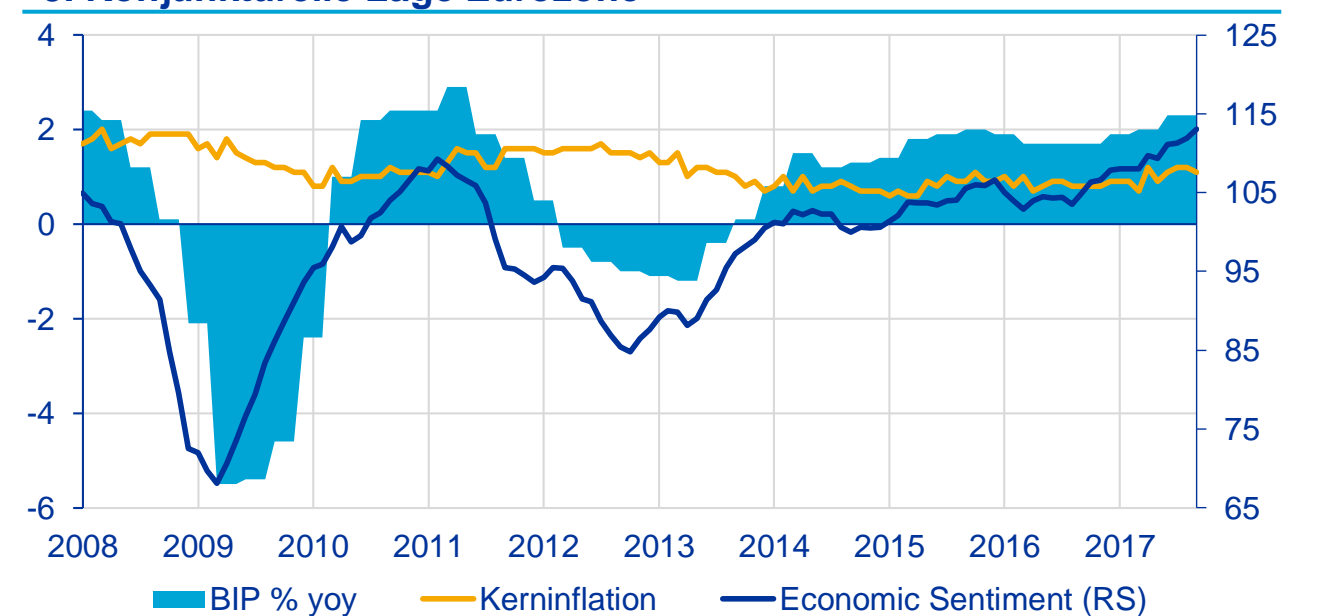
1. Konsensprognosen für BIP-Wachstum 2017-18



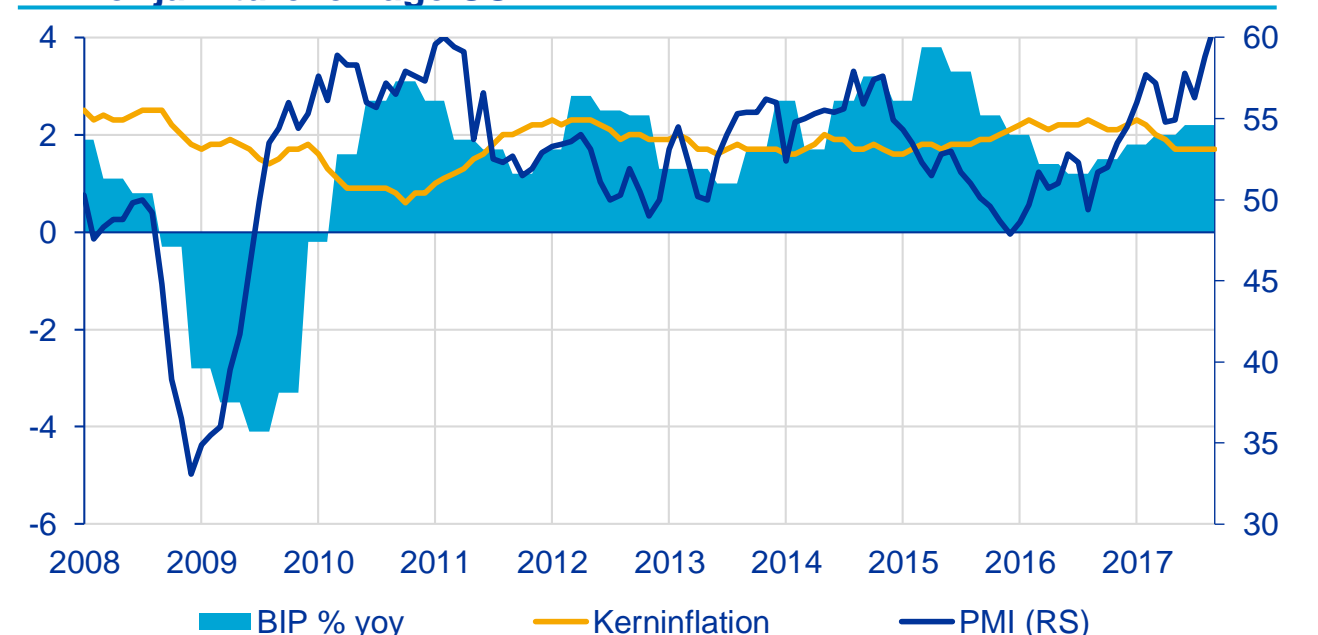
2. Konjunkturelle Lage Schweiz



3. Konjunkturelle Lage Eurozone



4. Konjunkturelle Lage USA



Die Federal Reserve Bank (Fed) betrachtet diese Schwäche mehrheitlich als temporär und ist zuversichtlich, dass die Teuerung mittelfristig die 2%-Marke erreicht. Tatsächlich haben Sondereffekte, wie zum Beispiel eine einmalige Tarifsenkung für Mobiltelefonie, kürzlich die Konsumentenpreise gedämpft. Der Konjunkturausblick für die USA ist generell positiv. PMI-Daten deuten auf ein starkes Wachstum hin. Die erste Schätzung für September zeigt jedoch einen minimalen Rückgang. Die Hurrikane Harvey und Irma, die im August Texas, respektive im September Florida getroffen haben, werden die US-Konjunkturdaten vorübergehend etwas trüben, bevor ein weiterer Aufschwung zu erwarten ist.

Fokusthema: Zentralbanken ziehen den Liquiditätshahn leicht an

Angesichts der aufhellenden globalen Konjunktur und der Erholung an den Arbeitsmärkten rücken Diskussionen rund um die geldpolitische Normalisierung in den Vordergrund. Als vor fast zehn Jahren die Finanzkrise ausbrach, fielen die Leitzinsen auf Rekordtiefs und Zentralbanken kauften im Rahmen der quantitativen Lockerung (QE) Wertpapiere in Milliardenhöhe mit dem Ziel, die Wirtschaft anzukurbeln. Diese Massnahmen versorgten das Finanzsystem mit der nötigen Liquidität, haben die Langfristzinsen weiter in die Tiefe getrieben und die Marktvolatilität eingedämmt, aber auch die Notenbankbilanzen drastisch anschwellen lassen. Die Bilanzen der Fed und der japanischen Zentralbank (BoJ) haben sich seit 2007 verfünffacht, bei der Schweizerischen Nationalbank (SNB) ist es sogar eine Verzehnfachung. Insgesamt wurde das globale Finanzsystem durch die Notenbanken der USA, der Schweiz, des Euroraums, von Japan und China in den letzten zehn Jahren mit rund 14 Bio. USD zusätzlicher Liquidität versorgt. Diese Liquiditätsunterstützung wird mit der Normalisierung graduell wieder abnehmen.

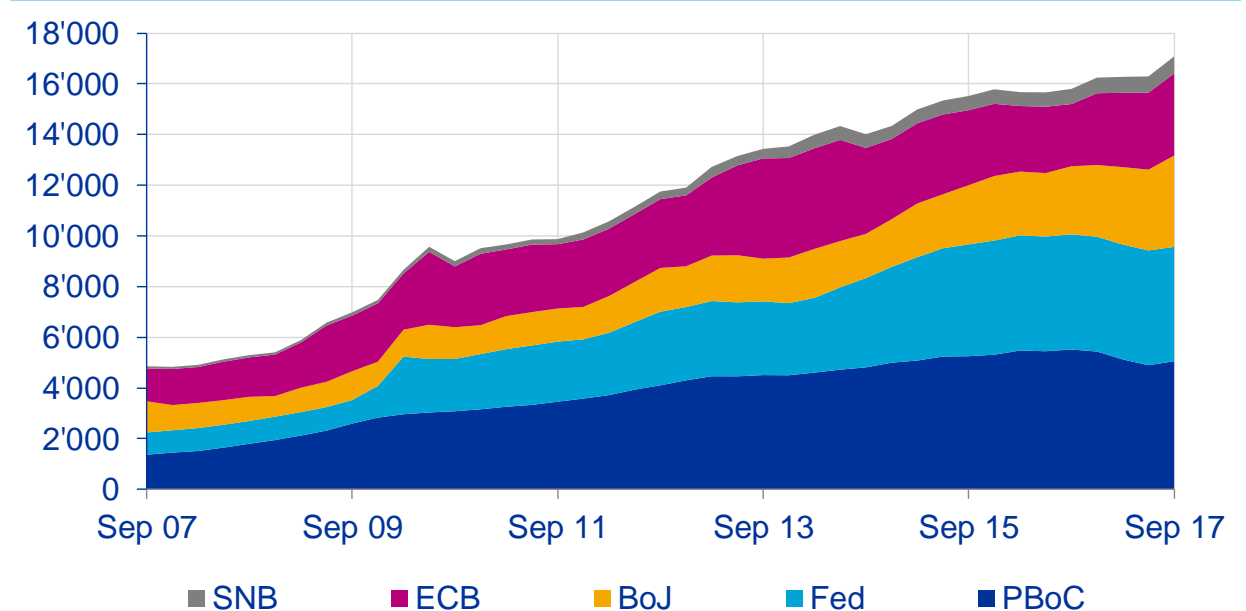
In den kommenden Monaten werden zwei der grössten Notenbanken den Liquiditätshahn etwas zudrehen, aber auf globaler Ebene wird der Liquiditätsfluss noch positiv bleiben. Die Fed wird im Oktober damit beginnen ihre 4.5 Bio. USD schwere Bilanz zu reduzieren. Dies soll passiv und schrittweise erfolgen, damit keine erhöhte Marktvolatilität generiert wird. Vorerst werden 6 Mrd. USD weniger in fällige US-Staatsanleihen reinvestiert und 4 Mrd. USD weniger in verbriefte Hypotheken (Mortgage-Backed Securities, MBS). Alle drei Monate werden diese Beträge erhöht, bis eine Obergrenze von insgesamt 50 Mrd. USD pro Monat erreicht ist. Für dieses und nächstes Jahr bedeutet dies einen Abbau von 30 Mrd. USD, respektive 370 Mrd. USD. Betrachtet man dies im Kontext der 1.8 Bio. USD, welche die grossen Zentralbanken (ohne Beiträge der Fed) letztes Jahr in die Finanzmärkte gepumpt haben, ist der Abfluss nicht besonders bemerkenswert. In Europa wird währenddessen erwartet, dass die EZB ihre monatlichen Anleihekäufe im Wert von 60 Mrd. EUR ab 2018 drosselt.

Zinsen: Normalisierung langsam und graduell

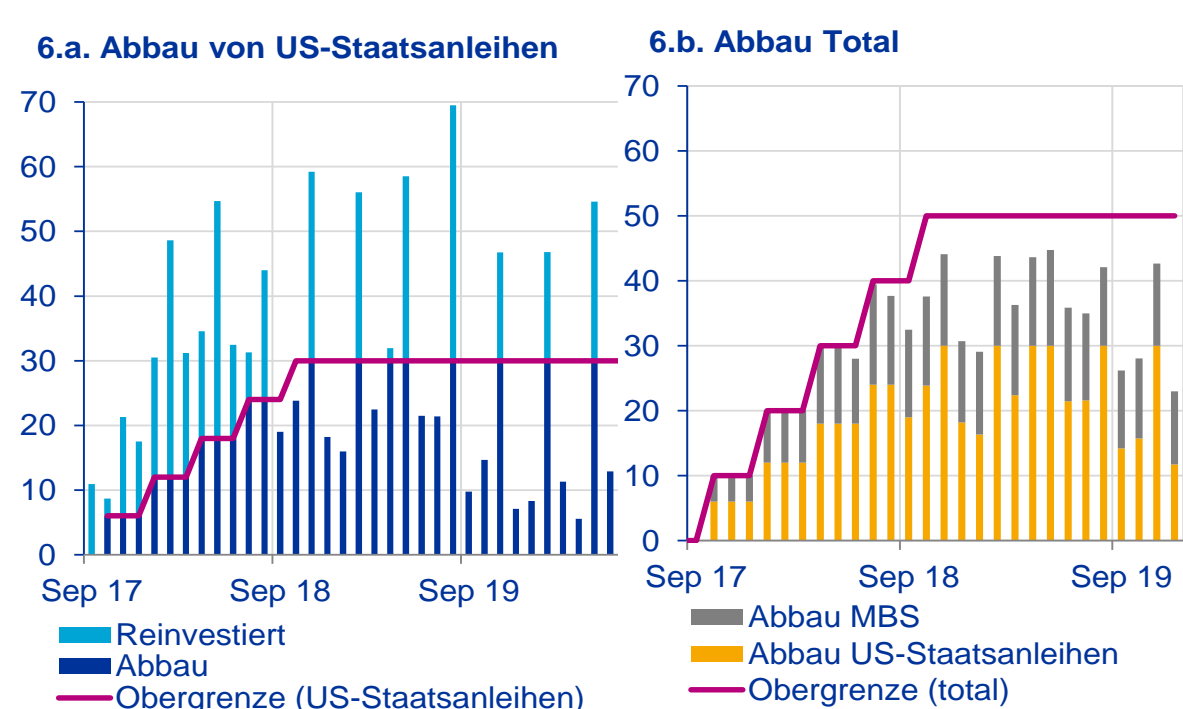
Trends Q3: Im dritten Quartal stiegen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen in der Schweiz, Deutschland und den USA bis Ende Juli leicht an, bevor sich am Markt, getrieben vom Säbelrasseln zwischen Washington und Pjöngjang, Unsicherheit breit machte. Nach einem Zinsrückgang bis Anfang September, der die Renditen auf ein Quartaltief von -0.16% in der Schweiz, 0.31% in Deutschland und 2.04% in den USA führte, stiegen die Zinsen nach der Veröffentlichung überraschend aggressiver Leitzinsprognosen seitens der US-Notenbank bis zum Ende des dritten Quartals auf -0.02% in der Schweiz beziehungsweise auf 0.46% in Deutschland und 2.33% in den USA. Die Leitzinsen wurden im dritten Quartal in keinem der betrachteten Währungsräume angepasst.

Ausblick: Es ist davon auszugehen, dass die US-Notenbank gegen Ende Jahr eine weitere Leitzinserhöhung um 0.25 Prozentpunkte vornehmen wird. Ob sie im Jahr 2018 wie prognostiziert den Leitzins um zusätzliche 0.75 Prozentpunkte anheben können wird, ist angesichts der tiefen Inflationsraten und dem moderaten Inflationsausblick fraglich. So relativierte die Fed-Vorsitzende Janet Yellen in einer Rede Ende September die relativ aggressiven Leitzinsprognosen der Notenbank durch folgende Aussagen: "Der Abwärtsdruck auf die Inflation könnte sich als unerwartet hartnäckig erweisen" und "der Konjunkturausblick unterliege erheblicher Unsicherheit". Der Bilanzabbau dürfte längerfristig die Zinsen am langen Ende etwas ansteigen lassen, aber aufgrund des moderaten Abbaus dürfte der Effekt begrenzt sein. In einer kürzlich publizierten Studie schätzt die Fed, dass die geplante Bilanzkürzung die Rendite auf 10-jährige US-Staatsanleihen um rund 30 Basispunkte anheben könnte bis Ende 2018. Gleichzeitig wirken andere Faktoren wie zum Beispiel geopolitische Unsicherheiten dem entgegen.

5. Bilanzen der Zentralbanken (in Mrd. USD)



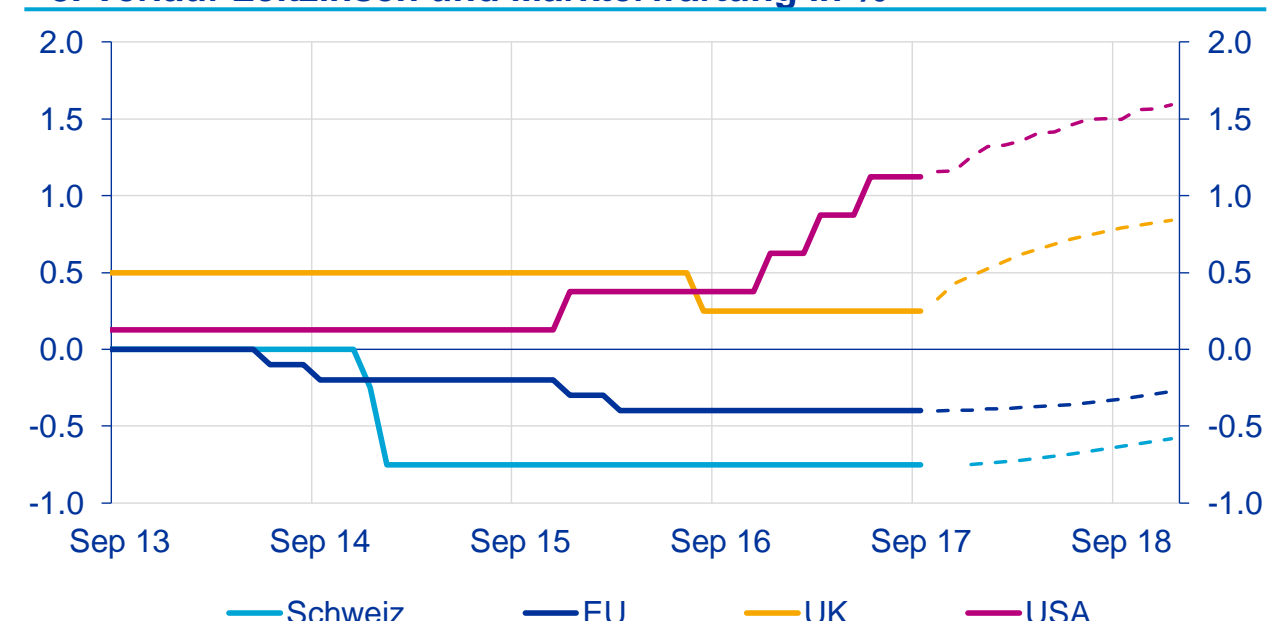
6. Projizierter Bilanzabbau der Fed (in Mrd. USD)



7. Übersicht Zinsen per 30.09.2017

	3M-Zinsen		10-jährige Staatsanleihen		Δ bp
	30.09.2017	2016	30.09.2017	2016	
Schweiz	-0.73%	-0.73%	-0.02%	-0.19%	17
Deutschland	-0.38%	-0.34%	0.46%	0.21%	26
Frankreich	-0.38%	-0.34%	0.74%	0.69%	6
Spanien	-0.38%	-0.34%	1.60%	1.38%	22
Italien	-0.38%	-0.34%	2.11%	1.82%	30
UK	0.34%	0.37%	1.37%	1.24%	13
USA	1.33%	1.00%	2.33%	2.44%	-11
Japan	-0.05%	-0.05%	0.07%	0.05%	2

8. Verlauf Leitzinsen und Markterwartung in %



Aufgrund des robusten Wirtschaftsaufschwungs und des stabilen Inflationsausblicks werden die Stimmen der Kritiker der ultralockeren Geldpolitik lauter. Eine Reduktion der Anleihekäufe hat das Potential, die rekordtiefen Kreditaufschläge von Unternehmensanleihen sowie das allgemeine Zinsniveau mittelfristig ansteigen zu lassen. Grössere Turbulenzen sollten ausbleiben, da die Marktteilnehmer den ersten Schritt in Richtung einer restriktiveren Geldpolitik bereits erwarten.

Der Schweizer Notenbank kommt die Aufwertung des Euros gegenüber dem Schweizer Franken entgegen. Dies dürfte die wirtschaftliche Erholung stützen und auch zu leicht höheren Inflationsraten führen. Die SNB wird sich aber hüten, der Entspannung bis Ende des Jahres mittels einer verfrühten Leitzinsanhebung entgegenzuwirken.

Aktien: Stärke trotz geopolitischen Unsicherheiten und Bewertungssorgen

Trends Q3: Der Weltaktienindex erreichte im September ein Allzeithoch und auch für Aktien in der Schweiz, der Eurozone und den USA ging es weiter nach oben. Seit Ende Juni legte der Swiss Market Index (SMI) weitere 2.8% zu. Der Euro Stoxx 50 und der S&P 500 konnten ihre Gewinne um 4.4%, respektive 4.0% ausweiten. Auf das Jahr betrachtet sind alle drei Indizes ca. 10% angestiegen. Würden diese für den Rest des Jahres nun seitwärts tendieren, wäre 2017 das beste Aktienjahr in den letzten vier Jahren für schweizer und europäische Aktien und das Beste seit 2014 für amerikanische Titel.

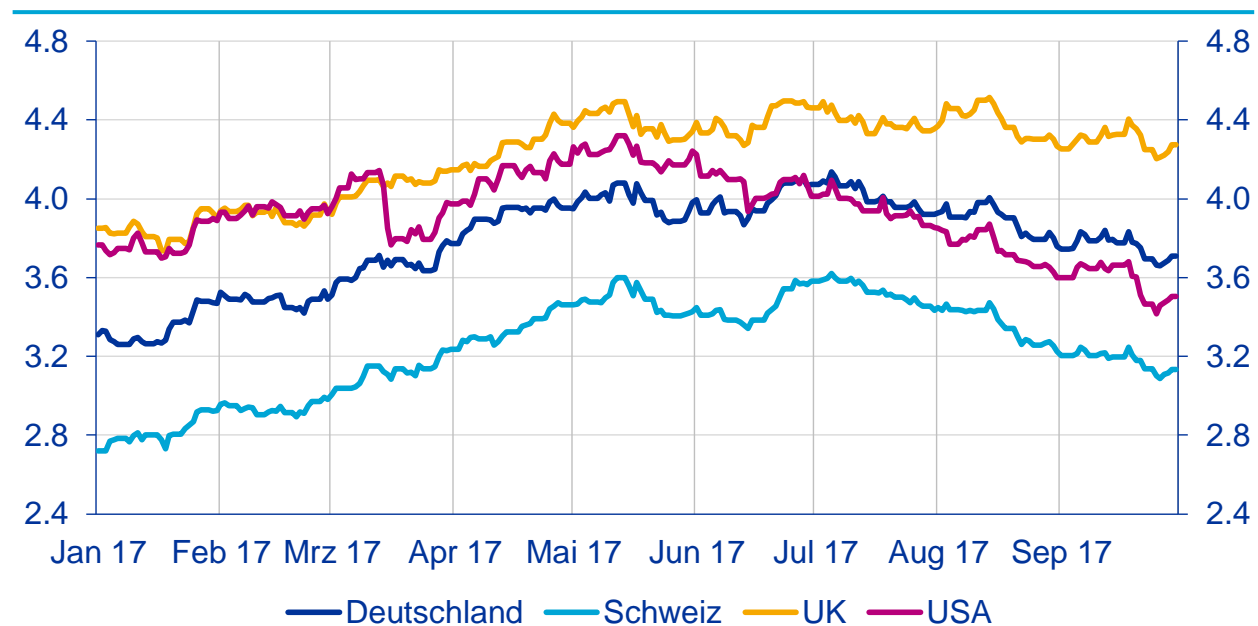
Für kurzfristige Volatilität und Kursrückgänge sorgte dieses Quartal das geopolitische Umfeld. Nordkorea drohte anfangs August Guam, ein von den USA kontrolliertes Territorium, anzugreifen und Präsident Trump drohte anschliessend mit "Feuer und Zorn". Dies löste an den Aktienmärkten jedoch nur geringfügige Kursverluste aus. Die impliziten Marktvolatilitäten stiegen zwar vorübergehend moderat an, verweilen jedoch auf historischen Tiefs. Der Quartalsdurchschnitt der impliziten Volatilität des amerikanischen S&P 500, gemessen am VIX Index, liegt bei knapp 11%, fast die Hälfte des 20-jährigen Durchschnitts von 20.6%. Ähnliche Tendenzen zeigen sich im Euroraum und der Schweiz.

Ausblick: Wir sehen weiterhin ein positives Umfeld für Aktien, beobachten aber zunehmende Risiken. Die Haupttreiber der Aktienrally sind der globale Konjunkturaufschwung, die steigenden Unternehmensgewinne und das expansive geldpolitische Umfeld. Diese positiven Treiber bleiben weiterhin bestehen, dürften aber im Verlauf der nächsten zwölf Monate etwas nachlassen.

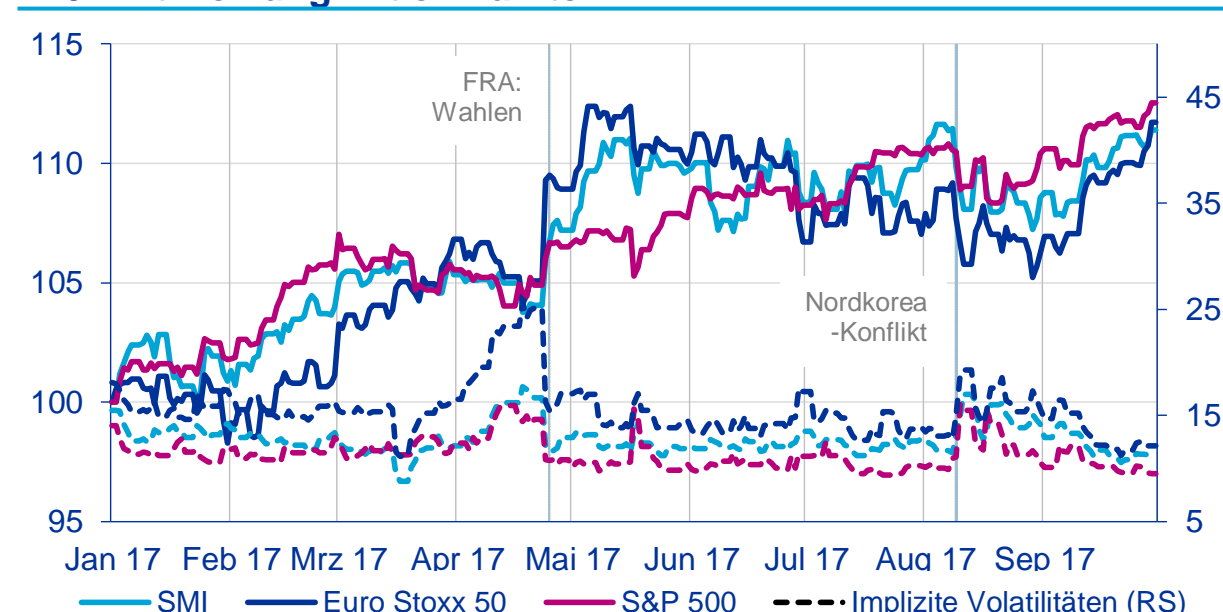
Aufgrund der historisch hohen Bewertungen steigen die Zweifel, dass die Rally noch lange weitergehen kann. Vor allem amerikanische Aktien erscheinen teuer. Die Bewertungen sollten aber in Kontext zum makroökonomischen Umfeld betrachtet werden, wie in Grafik 12 illustriert. In nur rund 17% der Fälle im Betrachtungszeitraum lag die Gewinnrendite, der Kehrwert des Kurs-Gewinn-Verhältnis, des S&P 500 unter dem aktuellen Wert, was auf eine teure Bewertung schliessen lässt. Wird das Zinsumfeld mitberücksichtigt und die relative Gewinnrendite, d.h. die Differenz zwischen der Gewinnrendite und dem 10-jährigen Zinssatz, als Mass gebraucht, dann kann nicht von einer starken Überbewertung gesprochen werden, denn in rund zwei Drittel der Fälle lag die relative Gewinnrendite unter dem aktuellen Wert. In den USA gilt es jedoch die Schuldenentwicklung amerikanischer Unternehmen zu beobachten. Ausserhalb des Finanzsektors haben Unternehmensschulden in den letzten Jahren wieder zugelegt und zwar stärker als das BIP. Ein Grund dafür ist, dass viele US-Unternehmen das tiefe Zinsumfeld nutzten, um Aktienrückkäufe zu finanzieren. Die Rückkäufe haben in der Vergangenheit die Preisentwicklung stark unterstützt, aber haben seit Mitte 2017 abgenommen. Die Schulden bleiben jedoch hoch.

Ein noch grösseres Risiko stellt die geldpolitische Wende aus folgenden zwei Gründen dar: Einerseits haben die erwähnten Liquiditätsinjektionen der grossen Notenbanken in den vergangenen Jahren die Marktvolatilität eingedämmt. Mit dem Liquiditätsentzug, wenn auch nur moderat, steigt die Anfälligkeit für höhere Marktschwankungen. Andererseits erwarten Investoren eine sehr moderate und langsame geldpolitische Straffung der Fed und der EZB. Sollten diese aggressiver vorgehen als bis anhin kommuniziert, würde dies eine Korrektur auslösen. Politische Risiken, die im dritten Quartal tendenziell zugenommen haben, können zusätzlich zu einer unerwarteten Risk-Off Situation führen.

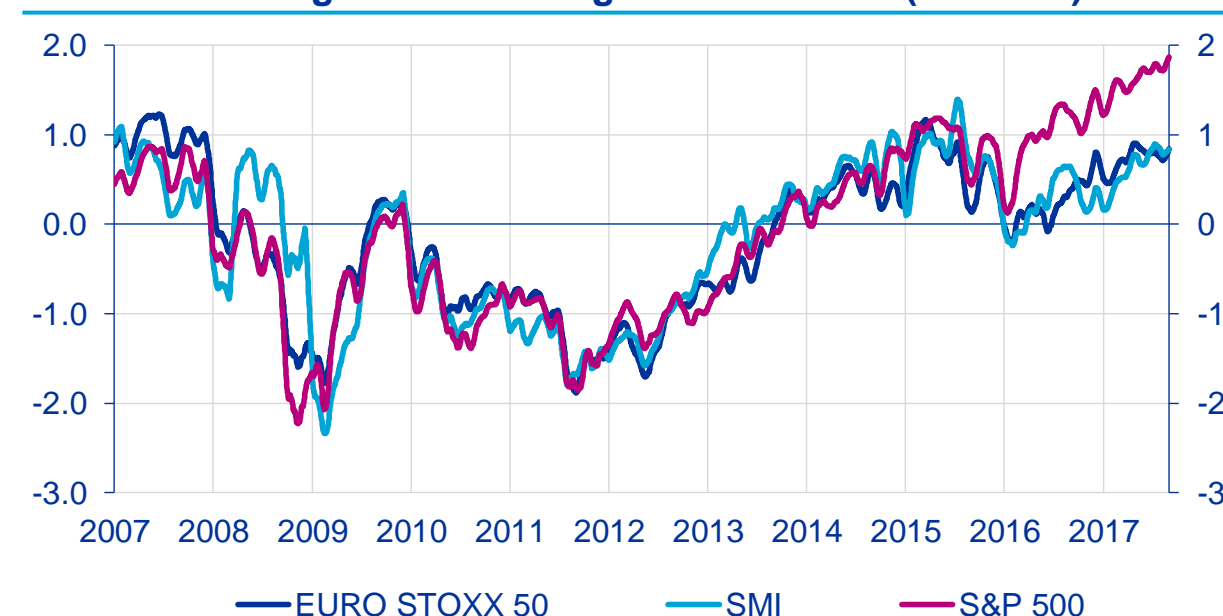
9. Steilheit der Zinsstrukturkurven



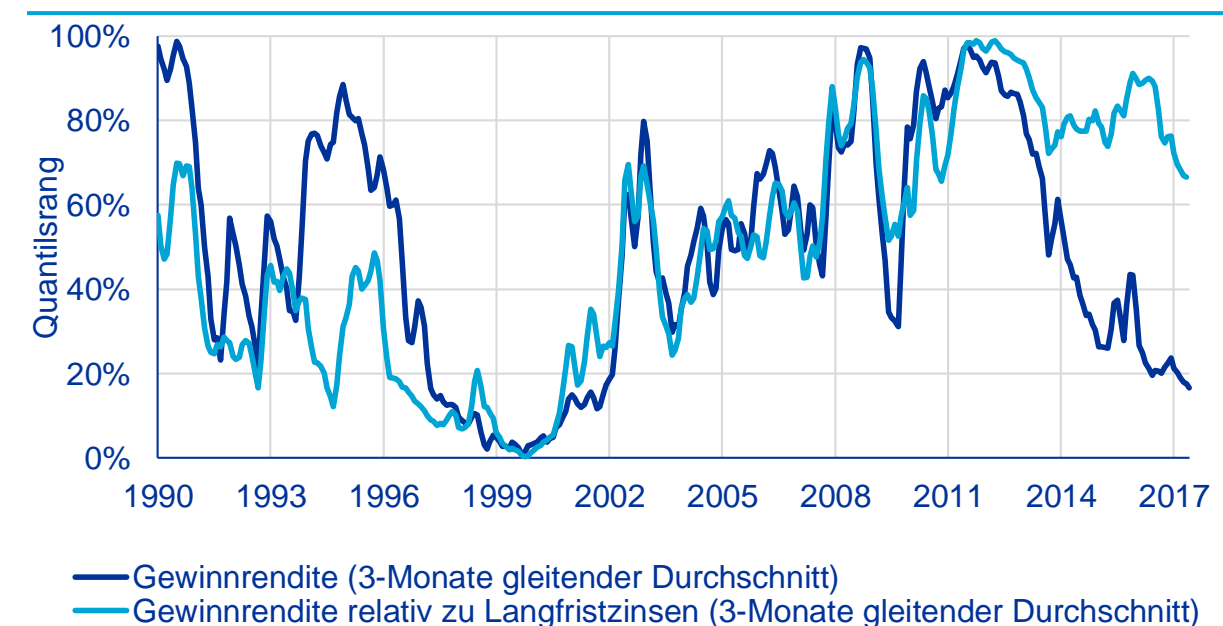
10. Entwicklung Aktienmärkte



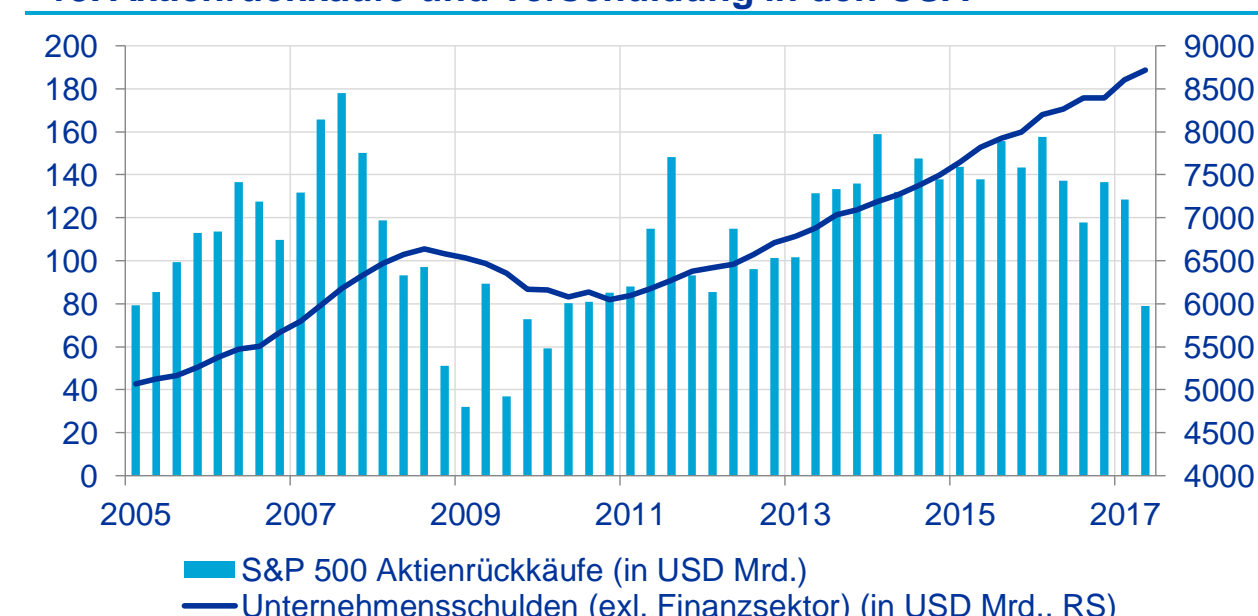
11. Abweichung der Bewertung vom Mittelwert (PE & PB)



12. Aktien im Kontext des Tiefzinsumfeld



13. Aktienrückkäufe und Verschuldung in den USA



Währungen: Noch weitere Eurostärke und Dollarschwäche?

Trends Q3: Der Schweizer Franken blieb relativ zum USD-Dollar in den Sommermonaten stabil, hat sich aber gegenüber dem Euro deutlich abgeschwächt. Über das Jahr gesehen legte der Euro zum Franken um 6.6% zu, was sowohl die Schweizer Exportindustrie als auch die Schweizerische Nationalbank erleichtert zur Kenntnis nehmen dürften. Dies vor allem, da gemäss der Entwicklung der Franken-Sichtguthaben bei der SNB anzunehmen ist, dass die Nationalbank nicht im Devisenmarkt intervenierte. Die Eurostärke ist auf die starke Konjunkturdynamik des Euroraums sowie die erwartete QE-Drosselung zurückzuführen. Kürzlich gab der Euro im Anschluss an die Bundestagswahlen in Deutschland etwas nach. Investoren begrüsst den Wahlsieg von Angela Merkel. Auf weniger Wohlwollen stiess die Nachricht, dass die Union signifikant an Wähleranteil verloren hat und nun eine neue Koalition gefragt ist. Zudem ist es der rechtspopulistischen Alternative für Deutschland (AfD) gelungen, Sitze im deutschen Parlament zu gewinnen.

Ausblick: Der Euro dürfte kurzfristig weiter unter Druck geraten angesichts politischer Spannungen. Kataloniens Referendum zur Unabhängigkeit von Spanien anfangs Oktober fehlt zwar die demokratische Legitimation, wird aber kurzfristig etwas Volatilität schüren. Der grösste politische Test für den Euro folgt spätestens im zweiten Quartal 2018 bei den Parlamentswahlen in Italien. Die Angst ist, dass es bei einem Führungswechsel zu einem Referendum bezüglich Ausstieg aus der Eurozone kommen könnte. Mit der Ernennung von Luigi di Maio als Kandidaten der Fünf-Sterne-Bewegung für die Wahlen haben sich diese Befürchtungen jedoch etwas gelegt, da der Jungpolitiker als weniger populistisch gilt.

Aus geldpolitischer Sicht sollten die kommenden Monate den US-Dollar wieder stärken, denn ein weiterer Zinsschritt in den USA ist zu erwarten, was die Zinsdifferenz gegenüber dem Schweizer Franken und dem Euro weiter ausweiten würde. Die erwartete QE-Drosselung der EZB dürfte den Euro gegenüber dem Schweizer Franken weiterhin unterstützen. Falls die EZB das QE-Programm nicht in 2018 beendet, wie von den meisten Analysten erwartet, würde sich der Euro wieder abwerten.

14. Entwicklung Währungen



15. Konsensprognosen Zinsen und Währungen

		Q417	Q118	Q218	Q318	Q418
3M-Zins	USA	1.55	1.65	1.88	1.98	2.15
	UK	0.35	0.35	0.35	0.40	0.40
	DE	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	CH	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75
10J-Zins	US10Y	2.48	2.60	2.70	2.83	2.97
	UK10Y	1.25	1.35	1.40	1.48	1.68
	DE10Y	0.60	0.70	0.80	0.85	1.00
	CH10Y	0.02	0.10	0.20	0.25	0.38
FX	EUR/CHF	1.15	1.15	1.15	1.16	
	USD/CHF	0.97	0.97	0.97	0.97	
	GBP/CHF	1.28	1.28	1.28	1.29	

Impressum

Redaktion

Melanie Rama, Economist, Asset Strategy
melanie.rama@baloise.com

Hagen Fuchs, Credit Analyst, Fixed Income
hagen.fuchs@baloise.com

Erscheinung

4x pro Jahr, Redaktionsschluss 30.09.2017

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

Datenquellen

Bloomberg Finance L.P., BIS, FRED, Eurostat, OECD, IMF, SNB, EZB, KOF, SECO, IHS Markit, European Commission, FEDS, Federal Reserve Bank of New York

Disclaimer

Baloise Asset Management Schweiz AG übernimmt keine Gewähr für die verwendeten Kennzahlen und Performance-Angaben. Der Inhalt der Publikation beinhaltet Meinungen zur Marktentwicklung und dient ausschliesslich zu Informationszwecken und dient nicht der Anlageberatung. Insbesondere stellen die Informationen in keiner Weise ein Kaufangebot, eine Anlageempfehlung oder eine Entscheidungshilfe in rechtlichen, steuerlichen, wirtschaftlichen oder anderen Belangen dar. Es wird keine Haftung für Verluste oder entgangene Gewinne übernommen, die aus einer Nutzung der Informationen entstehen könnten.