

# Volkswirtschaftliche Lagebeurteilung

## März 2017

Marcel Koller  
Chefökonom

# Highlights März 2017

## Makroökonomisches Umfeld

- Global: Ökonomische Vorlaufindikatoren signalisieren weiterhin solides Wachstum
- USA: Jüngstes Lohnwachstum und Vollbeschäftigung werden für Zinserhöhungen sorgen
- Eurozone: Kerninflation mittlerweile solide im positiven Bereich
- Schweiz: Positive Wachstumsüberraschungen weiterhin möglich

## Finanzmärkte

- Aktienmärkte: Seit den Wahlen in den USA positive Entwicklung, Sorglosigkeit auf hohem Niveau (tiefe Volatilitäten)
- Zinsen: Wieder gestiegene USD-Zinsanstiegserwartungen lassen auch CHF-Zinsen steigen
- Währungen: CHF bleibt fest – SNB wird auch weiterhin intervenieren

# Globale Wirtschaftslage und -aussichten

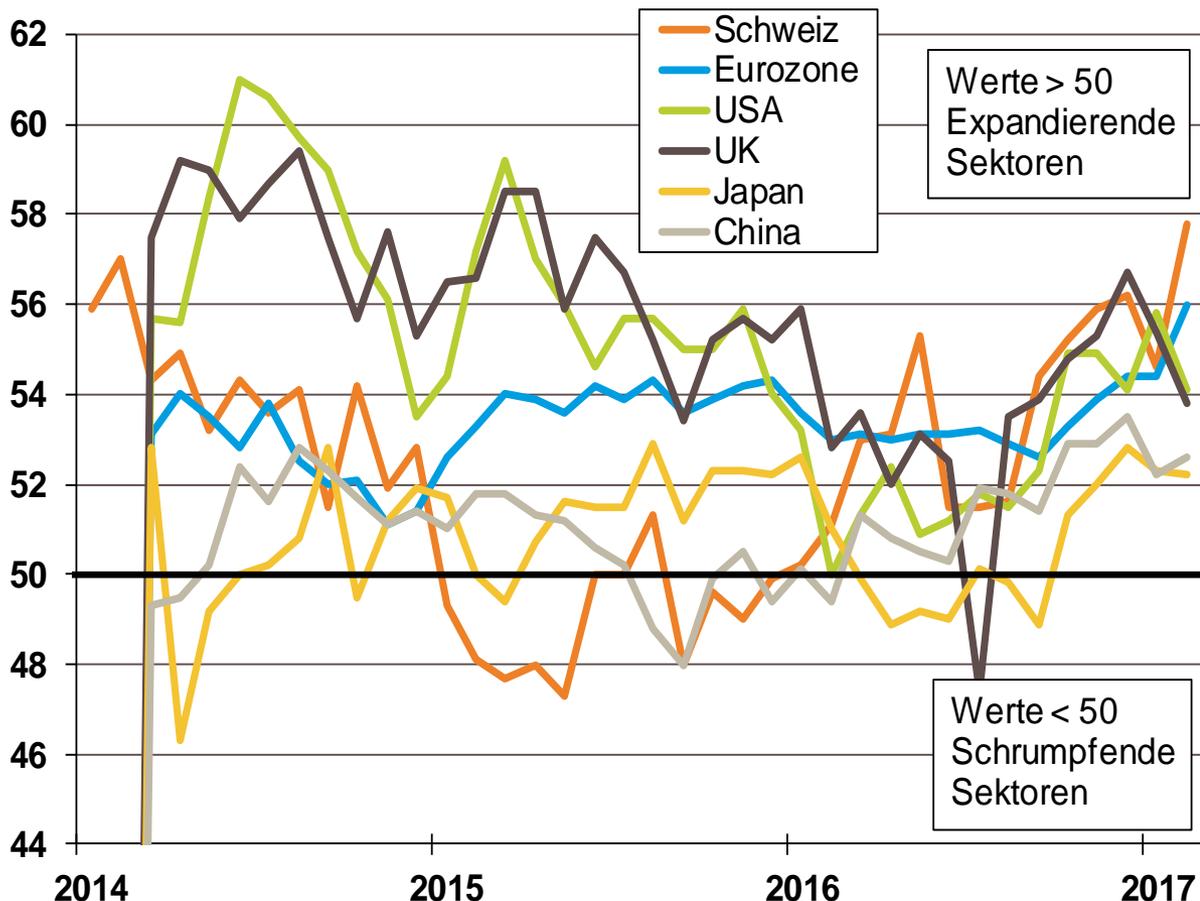
März 2017



# Welt: Weltwirtschaftswachstum nach wie vor solide



## Einkaufsmanager-Indizes (Industrie-, Bau- und DL-Sektor)

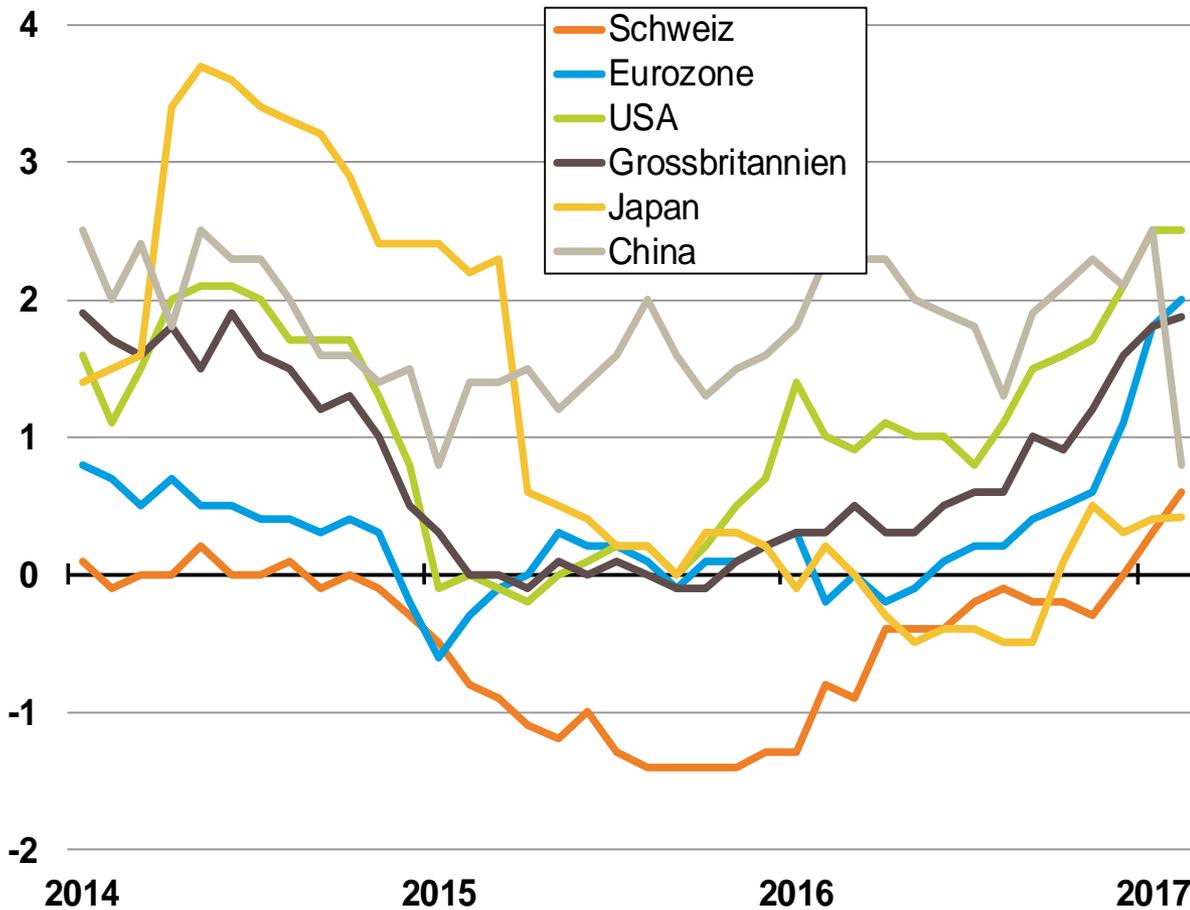


- **USA:** US-Firmen mit anhaltend positiven Wachstumserwartungen
- **Eurozone:** Verbesserte Konjunkturdaten zum Jahresende
- **UK:** Auswirkungen des Brexit nach wie vor nur moderat
- **Schweiz:** Höchster Stand seit April 2011 dank überraschend hoher Nachfrage
- **Japan:** Unsicherheit bzgl. US-Politik führt zu rückläufiger Erwartungshaltung

# Welt: Inflation jüngst gestiegen



## Konsumentenpreise (Y/Y, saisonbereinigt, in %)



- **Höhere Energiepreise** sorgen für zunehmende Teuerung
- Inflationserwartungen bleiben aber auch weiterhin moderat
- **US-Inflation** «dank» Lohnzuwächsen und Vollbeschäftigung weiter steigend erwartet
- Höhere **UK-Inflation** wegen schwachem GBP
- Inflation in der **Eurozone** primär wegen höheren Energiepreisen
- Teuerung in der **Schweiz** seit 2014 erstmals wieder über 0%

# Welt: Geopolitische Agenda



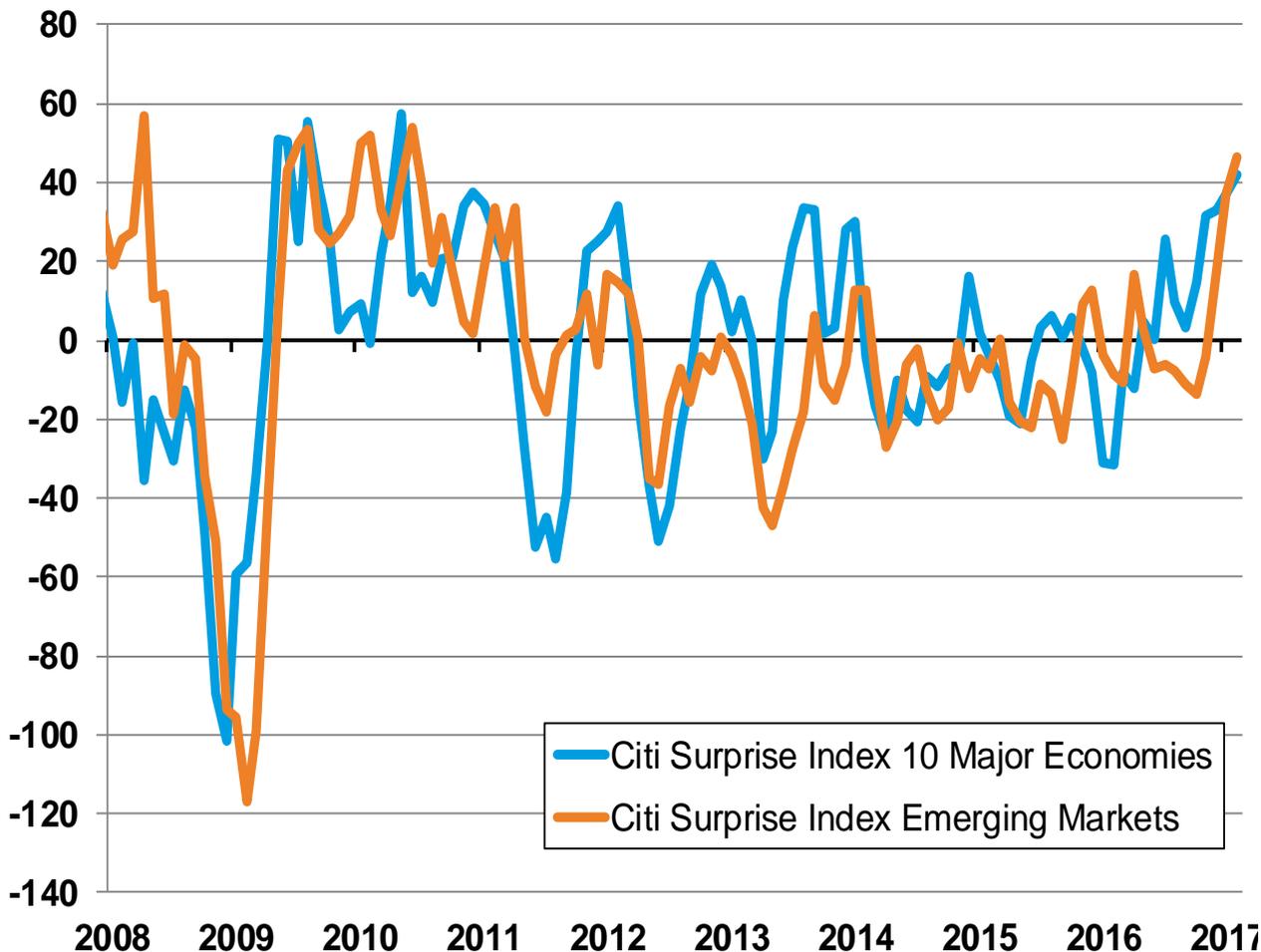
## Wichtige politische Entscheidungen vor allem in Europa

Datum	Land und Anlass
15. März	Niederlande Parlamentswahlen
Bis 31. März	Grossbritannien Aufruf von Artikel 50
23. April / 7. Mai	Frankreich Präsidentschaftswahlen
1. Mai	USA Erste 100 Tage Trump
19. Mai	Iran Präsidentschaftswahlen
11./18. Juni	Frankreich Parlamentswahlen
24. September	Deutschland Bundestagswahlen
Oktober	Tschechien Parlamentswahlen
Herbst	China 19. Parteitag der KPCh

# Welt: Positives Überraschungspotential



## Citi Economic Surprise Index



- Der Index misst die tatsächliche konjunkturelle Entwicklung in Relation zu den Erwartungen
- Je höher der Index, desto positiver die effektiv rapportierten Daten gegenüber den ursprünglichen Erwartungen
- Neue Höchststände deuten sowohl für die Industrie- als auch für die Schwellenländer auf ein solides Wachstum mit Überraschungspotential nach oben hin



# USA: Präsident Trump – eine kurze Einschätzung ...



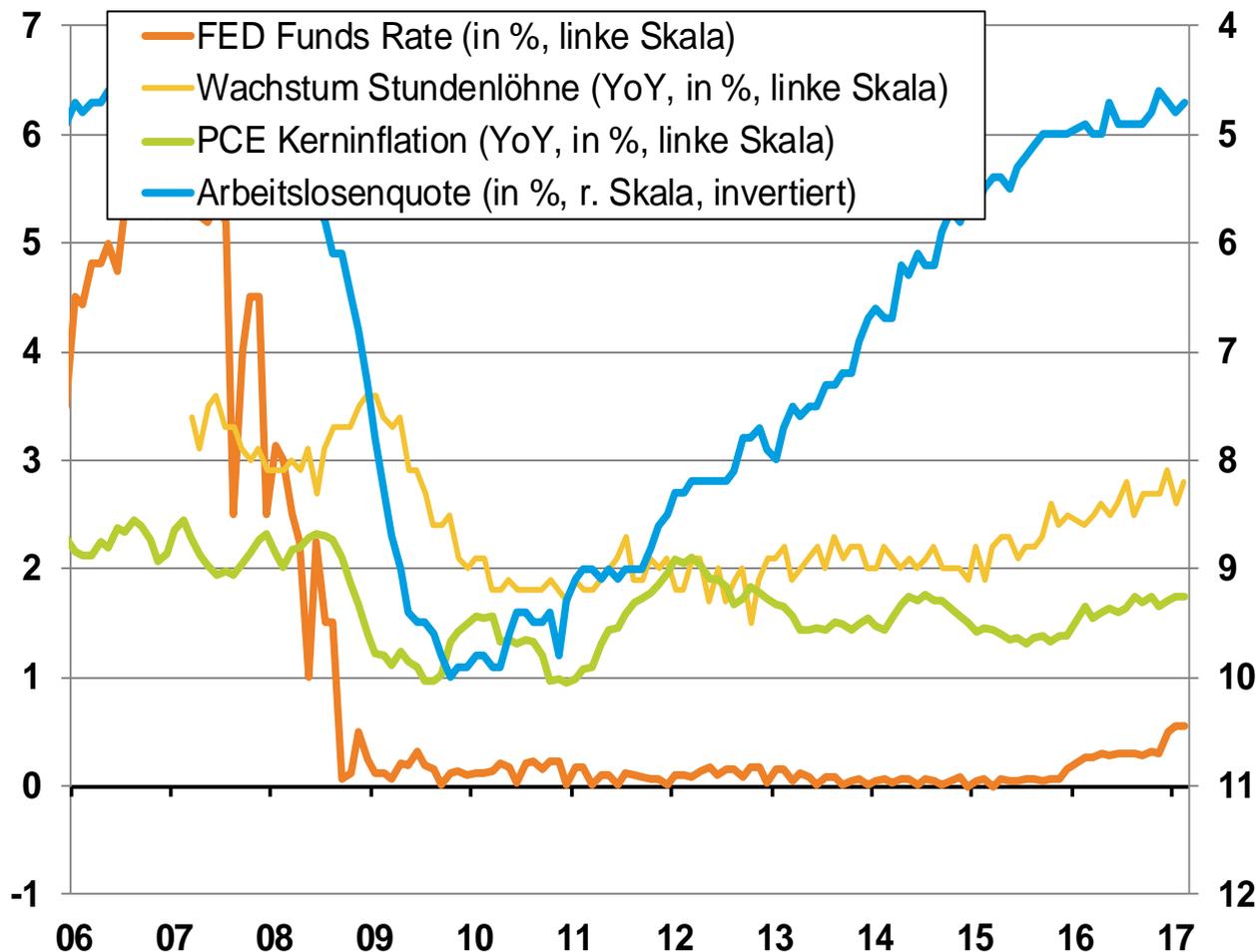
- Grosse **Unberechenbarkeit** bei politischen Entscheiden und Massnahmen
  - Steigende Unsicherheit an den Finanzmärkten (bisher erstaunlich ruhig)
  - Steigende globale (geo)politische Risiken (mehr Eigenverantwortung für Europa)
- Fokus auf **expansive Fiskalpolitik** (Steuersenkungen und Infrastrukturinvestitionen)
  - Steigerung der (privaten) Konsumnachfrage
  - Finanzierung der Einnahmemausfälle durch steigende Verschuldung
- Fokus auf **protektionistisches Verhalten** und entsprechende Massnahmen
  - Repatriierung von Kapital und Arbeitsplätzen (Mexico, Kanada, China)
  - Kündigung/Neuverhandlung von Handelsabkommen
    - erschwerter Welthandel
  - Reduktion Engagement und Sicherheitsausgaben im Ausland
- **US-Wirtschaft mittelfristig im Spannungsfeld zwischen den «negativen» Auswirkungen eines reduzierten Freihandels und steigender Verschuldung sowie den möglichen «positiven» Auswirkungen einer expansiveren Fiskalpolitik ...**



# USA: Gründe für Zinserhöhung nehmen zu



## Gesättigter Arbeitsmarkt und stetiges Lohnwachstum

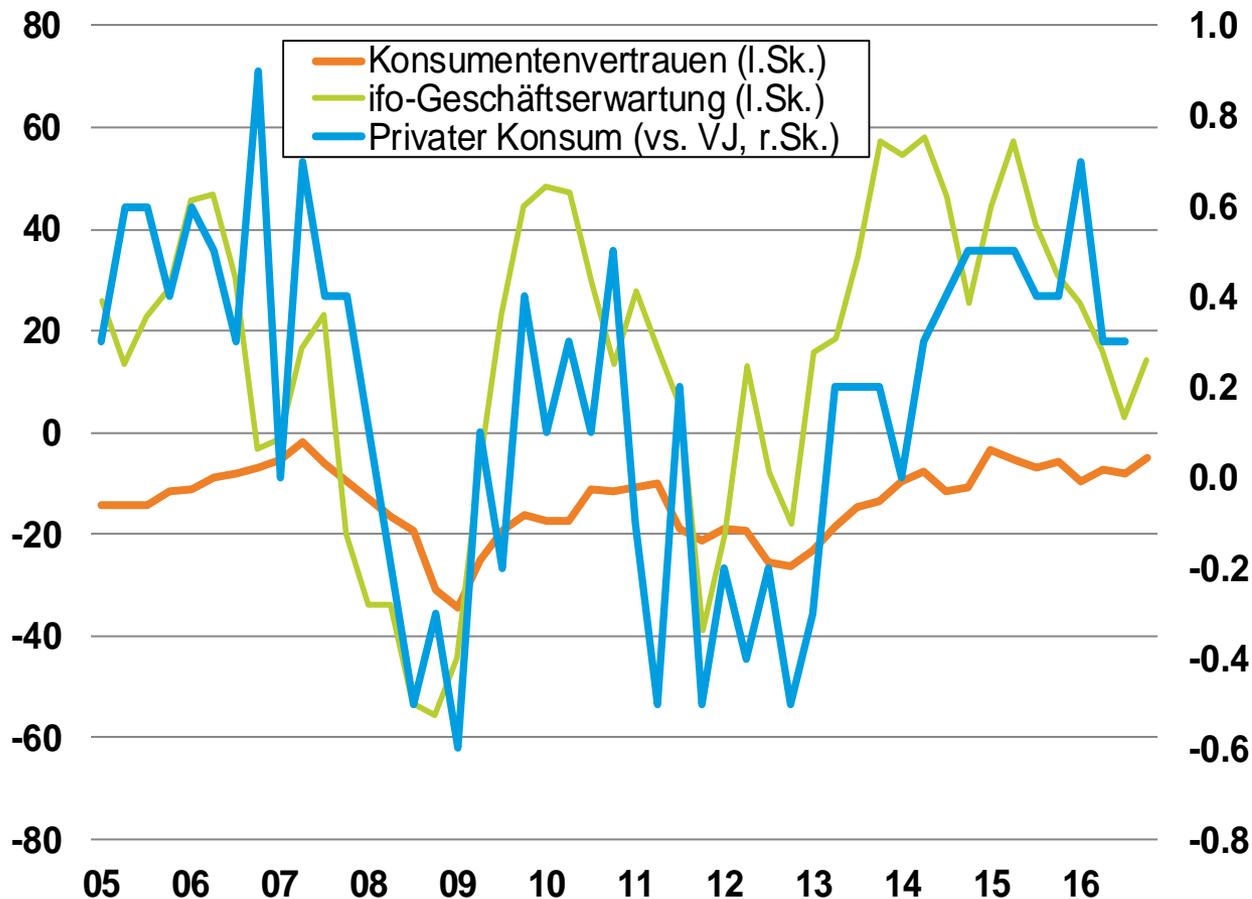


- Stimmung in den USA weiterhin sehr positiv
- Kerninflation wird aufgrund stetig steigender Löhne weiter anziehen
- Lohnwachstum und Arbeitslosenquote sprechen daher für Zinserhöhungen durch die FED
- FED Funds weiterhin deutlich zu tief
- Märkte erwarten aktuell (wieder) drei weitere Zinsschritte (erstmalig per März 17) zu je 25 Basispunkten bis Ende Jahr

# Euro-Zone: Anhaltender Optimismus in Europa ...



## Jüngst wieder gestiegenes Vertrauen ...

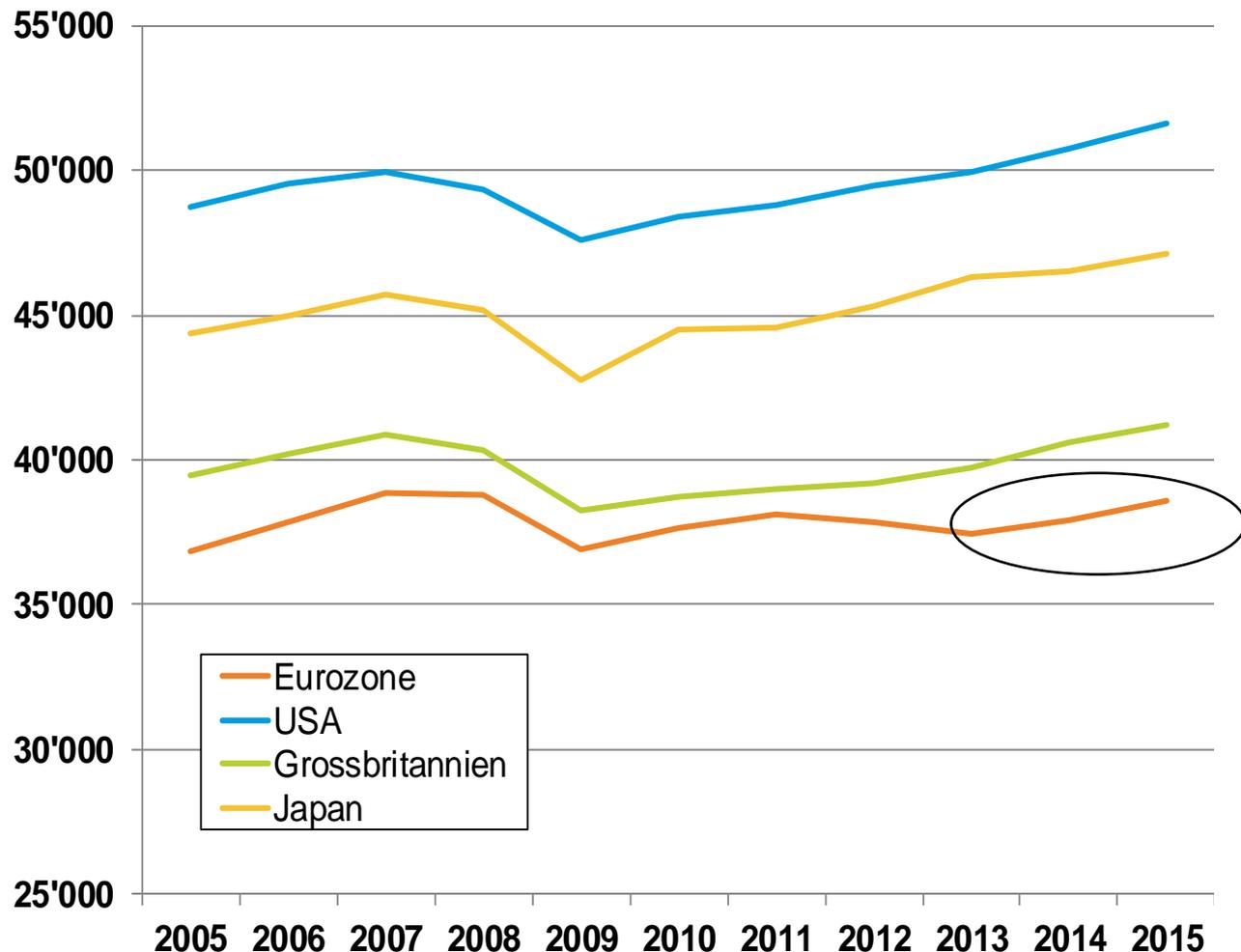


- Produktivität in den meisten Ländern langsam aber stetig am wachsen
- Anhaltend schwacher EUR hilft den Exporten
- Konsumentenvertrauen langsam wieder steigend
- Risiken:
  - Unsicherheiten bezüglich Wahlen 2017
  - Schneller als erwartet steigende Zinsen in den USA
- QE-Programm der EZB dürfte fortgeführt werden

# Euro-Zone: ... aber grosser Wachstumsrückstand



## BIP pro Kopf in «konstanten» USD (d.h. inflationsbereinigt)



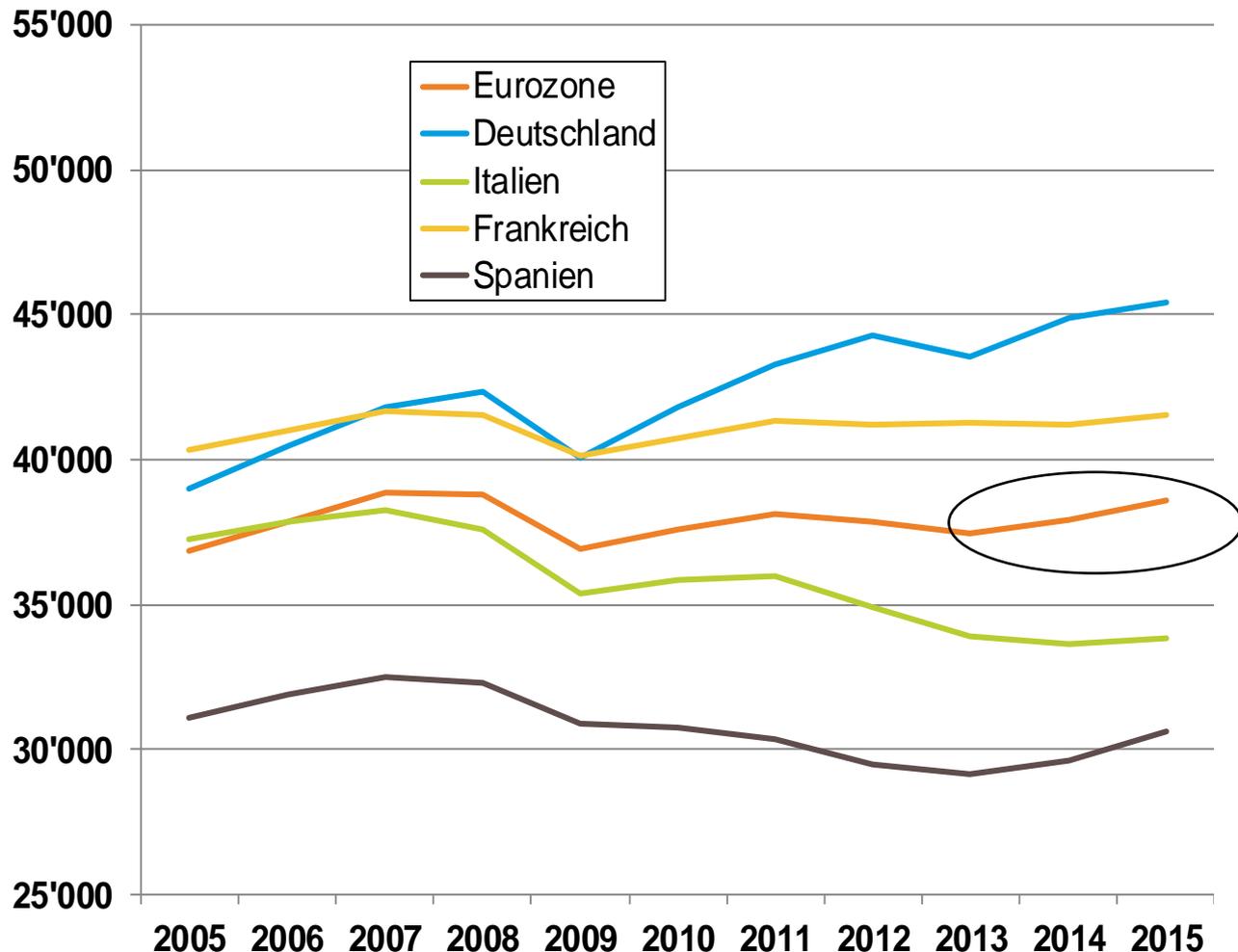
- BIP-Wachstum in der Eurozone aktuell solide
- BIP-Wachstum pro Kopf in der **gesamten Eurozone** während der Finanzkrise leicht gestiegen
- Risiken:
  - Unsicherheiten bezüglich Wahlen 2017
  - Schneller als erwartet steigende Zinsen in den USA
- QE-Programm der EZB dürfte fortgeführt werden



# Euro-Zone: ... aber grosser Wachstumsrückstand



## BIP pro Kopf in «konstanten» USD (d.h. inflationsbereinigt)



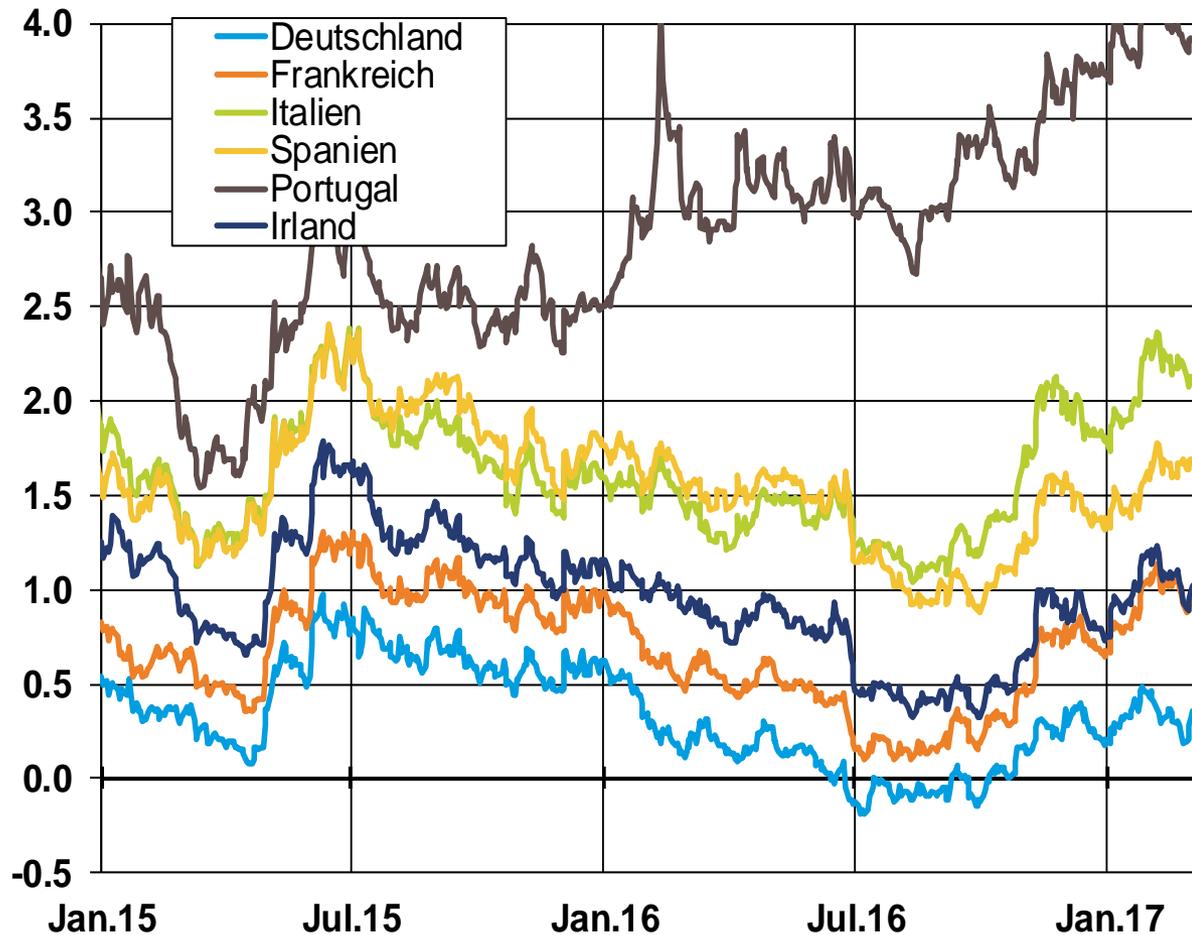
- BIP-Wachstum in der Eurozone aktuell solide
- BIP-Wachstum pro Kopf hingegen in den **wichtigen Eurozonen-Länder Frankreich und Italien stagnierend oder sogar fallend**
- Risiken:
  - Unsicherheiten bezüglich Wahlen 2017
  - Schneller als erwartet steigende Zinsen in den USA
- QE-Programm der EZB dürfte fortgeführt werden



# Euro-Zone: «FREXIT» ein Thema ?



## Renditen von 10-jährigen Staatsanleihen

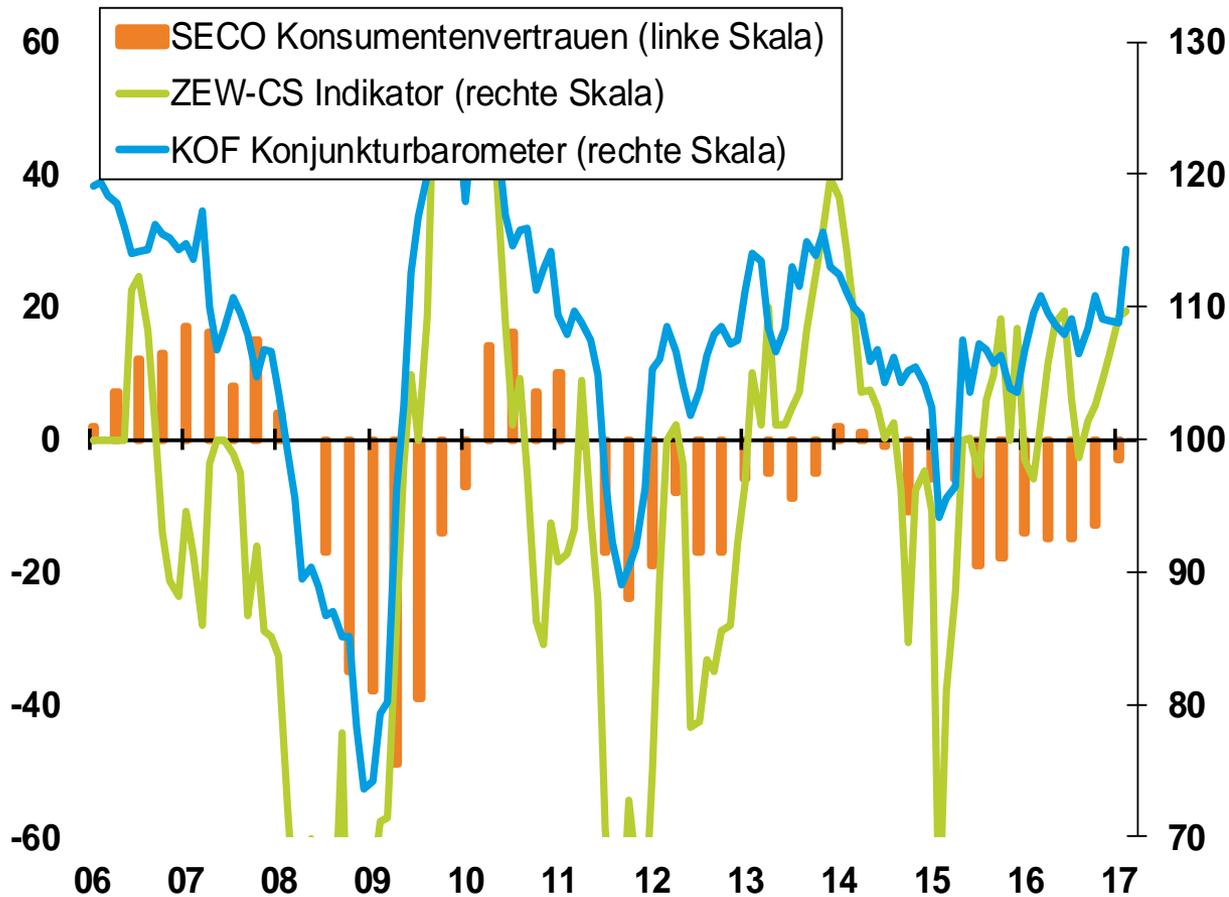


- Wahlen in Frankreich (Stichwahl voraussichtlich am 7. Mai 2017)
- Ein Sieg von Marine Le Pen könnte zu einem «FREXIT» führen
- Dies wiederum würde die Renditen ausstehender französischer Staatspapiere ansteigen lassen
- Die Renditen in Frankreich sind seit Jahresbeginn leicht stärker gestiegen als in Deutschland
- Noch deutet aber nur wenig auf einen möglichen Sieg Le Pens hin

# Schweiz: Weiter verbesserte Wachstumsaussichten



## Konjunkturerwartungen und Konsumentenvertrauen

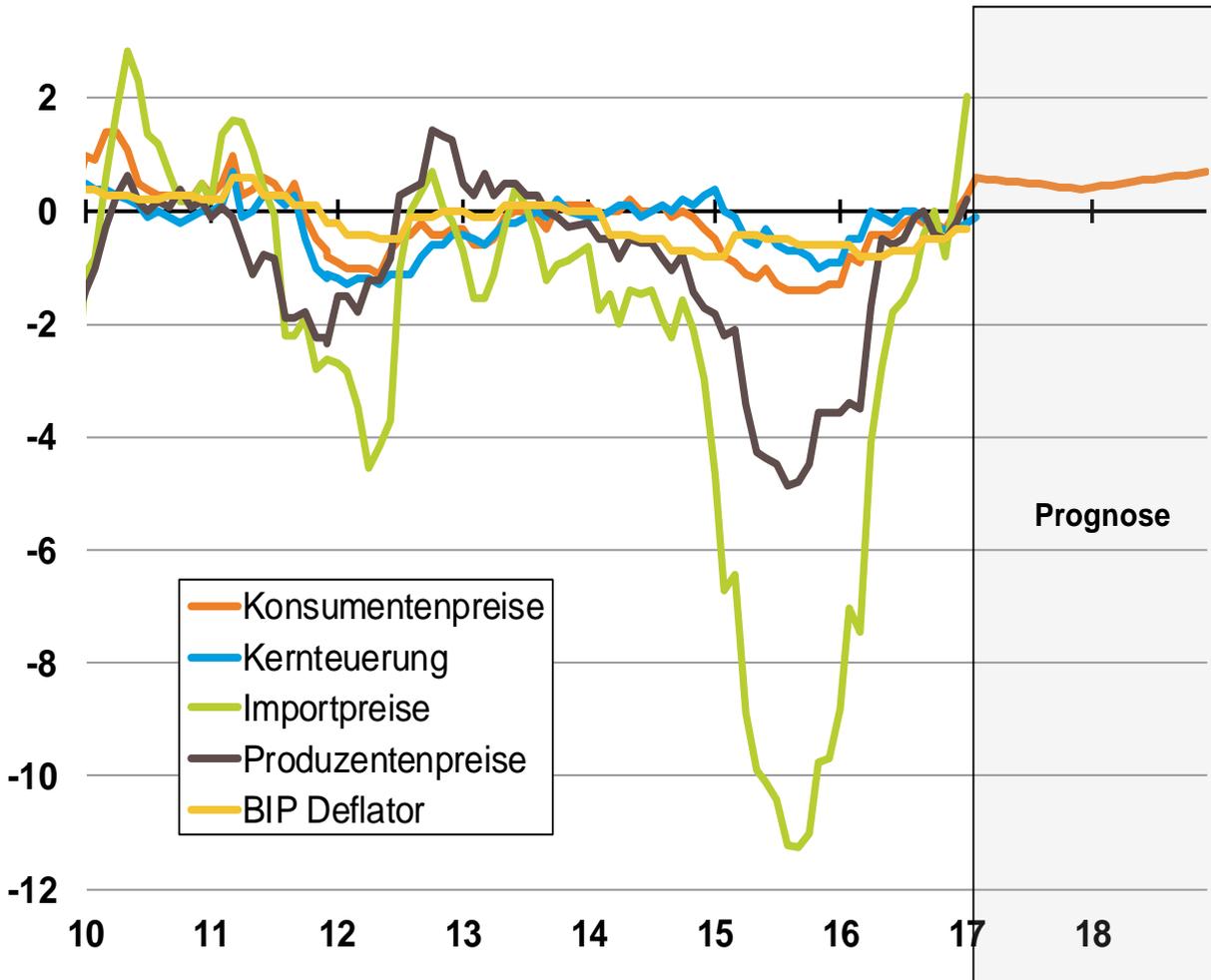


- Wachstumsaussichten in der Schweiz haben sich neuerlich verbessert
- Der Grossteil der Unternehmungen zeigt sich weiterhin zuversichtlich; die Nachfrage ist nochmals gestiegen
- Aufwärtsdruck auf den CHF belasten aber nach wie vor Teile des Aussenhandels (MEM-Sektoren), des Detailhandels und des Tourismus
- **Konsumentenvertrauen** liegt erfreulicherweise wieder über dem langfristigen Durchschnitt von -9 Punkten

# Schweiz: Teuerung bleibt bescheiden



Konsumentenpreise Schweiz (Y/Y, saisonbereinigt, %)



- Deflationsschock aufgrund der Aufhebung der Untergrenze mittlerweile überwunden
- Höhere Energiepreise führen über schnell steigende Importpreise zu einem Anstieg der Konsumentenpreise
- Die Kernteuerung (Teuerung ohne Energie- und Nahrungsmittelpreise) dürfte jedoch auch weiterhin um 0% verharren
- SNB-Ziel (2% Inflation p.a.) wohl nicht vor 2019/20 realistisch

# Finanzmärkte

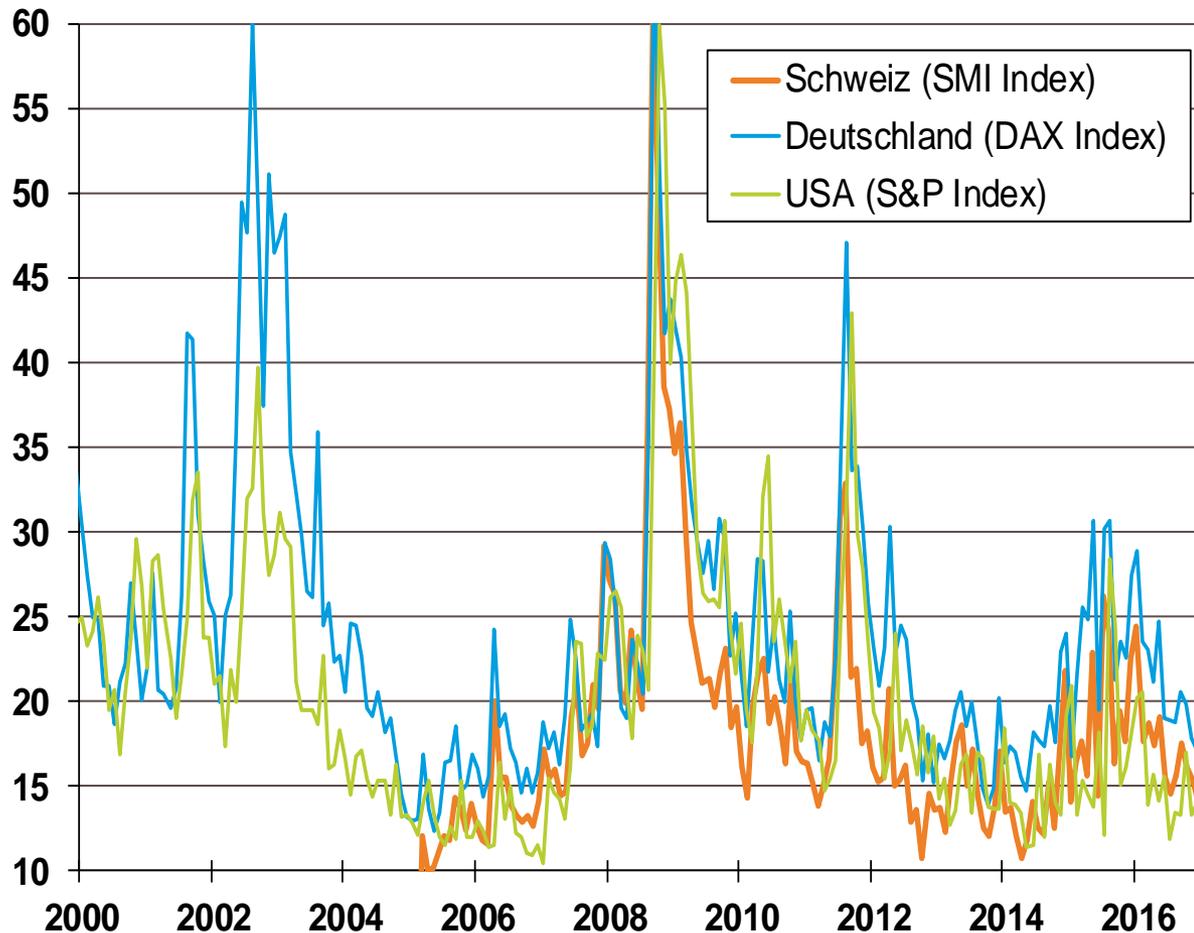
März 2017



# Aktien: Sorglosigkeit an den Märkten



## Volatilitäten an den Aktienmärkte

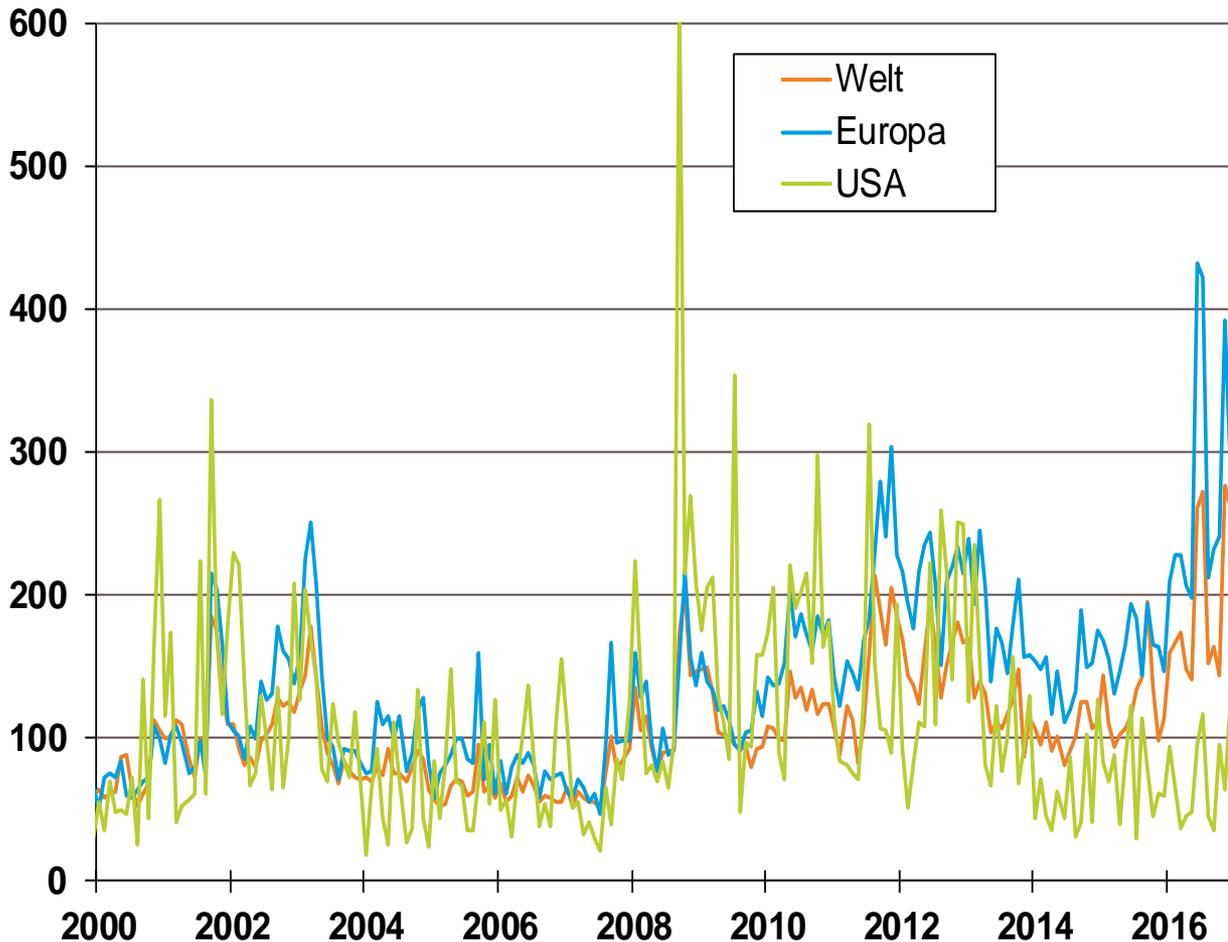


- Marktschwankungen gemessen an den Volatilitäten der abgeleiteten Derivate (Optionen, Futures usw.)
- Je höher desto ängstlicher agieren die Marktteilnehmer
- Je tiefer desto sorgloser agieren die Marktteilnehmer
- Aktuell herrscht eine **ausgesprochen sorglose Stimmung** an den Aktienmärkten

# Aktien: Unsicherheit aber auf Höchstständen



## Wirtschaftspolitischer Unsicherheitsindex



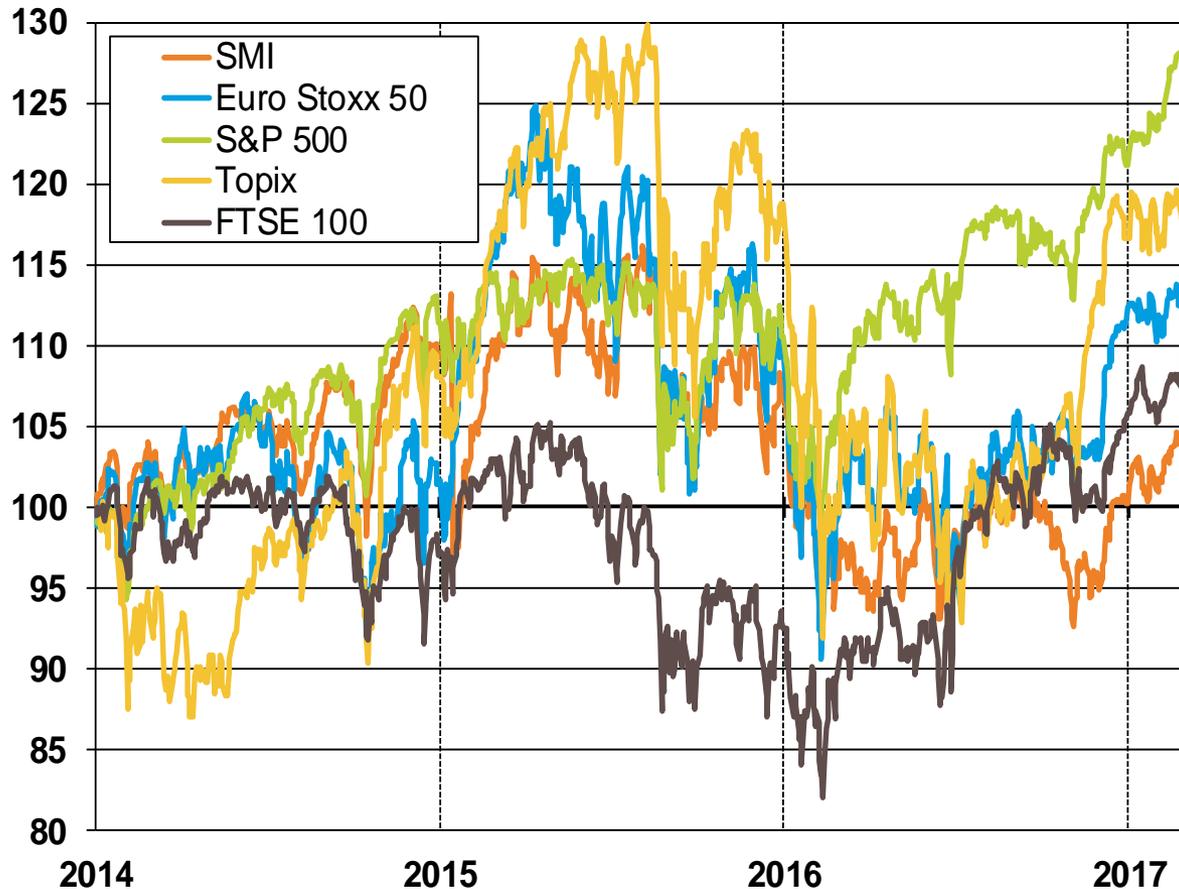
- Makroökonomischer Unsicherheitsindex aufgrund folgender Komponenten:
  1. Auswertung der Diskussionen über wirtschaftliche Unsicherheit in den zehn grössten Tageszeitungen
  2. Unsicherheit bzgl. möglichen Steuerentwicklungen
  3. Differenzen zwischen professionellen Analysten
- Aktuell herrscht eine vergleichsweise **hohe wirtschaftspolitische Unsicherheit**



# Aktien: Anhaltend hohe Kapitalzuflüsse



## Aktienmärkte in Lokalwährung (relativ)



### Trend 3 Monate

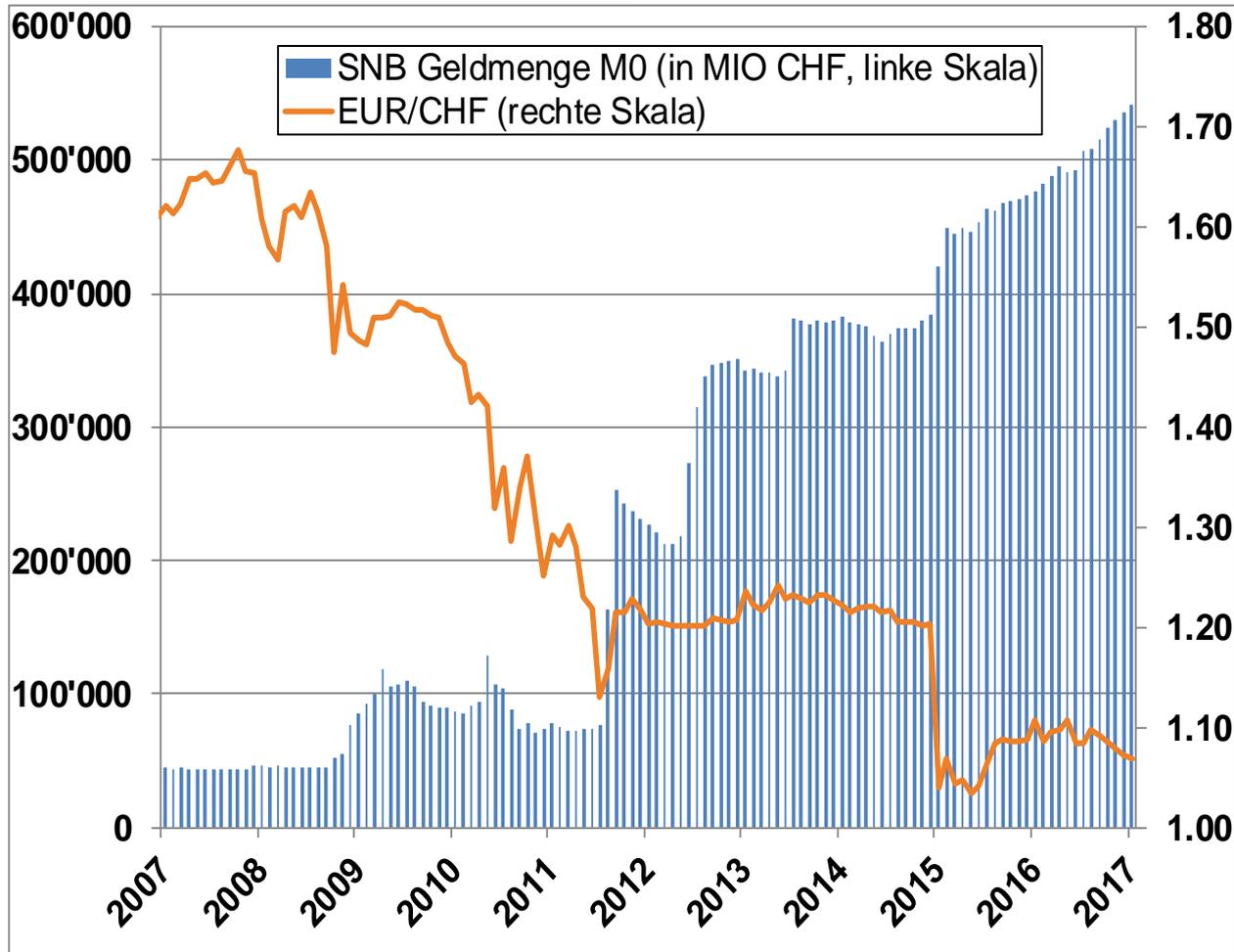
Aktien	(hohe Volatilität)
Schweiz	→
Europa	→
USA	↗
Japan	↗
Schwellenländer	↗

- Die Euphorie an den Aktienmärkten hält weiterhin an
- Eine tiefe Volatilität deutet nach wie vor auf eine gewisse «Sorglosigkeit» hin
- Allerdings sorgt eine anhaltend expansive Geldpolitik weiterhin für gute Unterstützung

# Währungen: CHF anhaltend gestützt durch SNB



## CHF-Entwicklung (relativ)



### Trend 3 Monate

Währungen	Trend
EUR / CHF	→
USD / CHF	↗
JPY / CHF	→
GBP / CHF	→

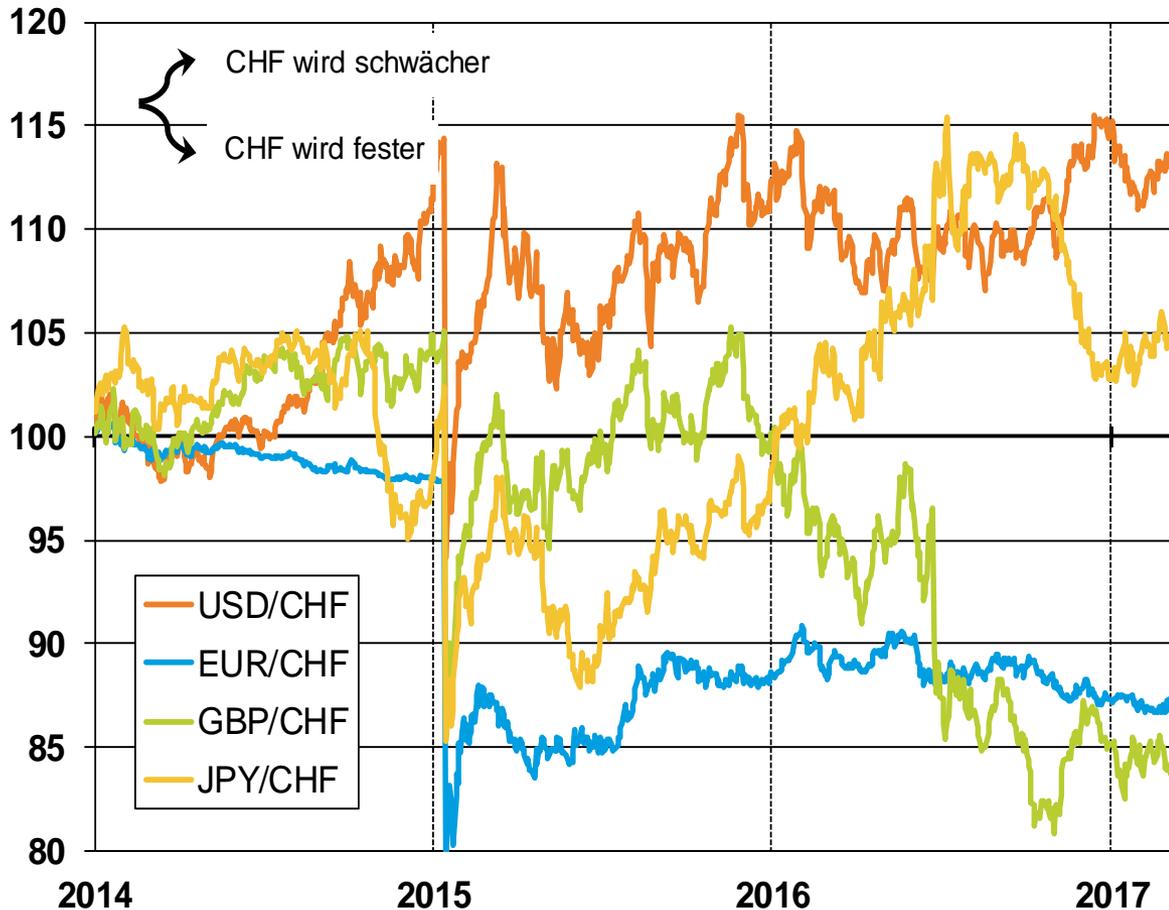
- Seit Mitte 2011 kauft die SNB regelmässig EUR gegen CHF
- Die Massnahme wurde seit der Aufhebung der Untergrenze noch verstärkt
- Trotz anhaltender Käufe gelingt aktuell (noch) keine nachhaltige Stabilisierung des CHF



# Währungen: EUR vs. CHF jüngst etwas stabiler ...



## CHF-Entwicklung (relativ)



### Trend 3 Monate

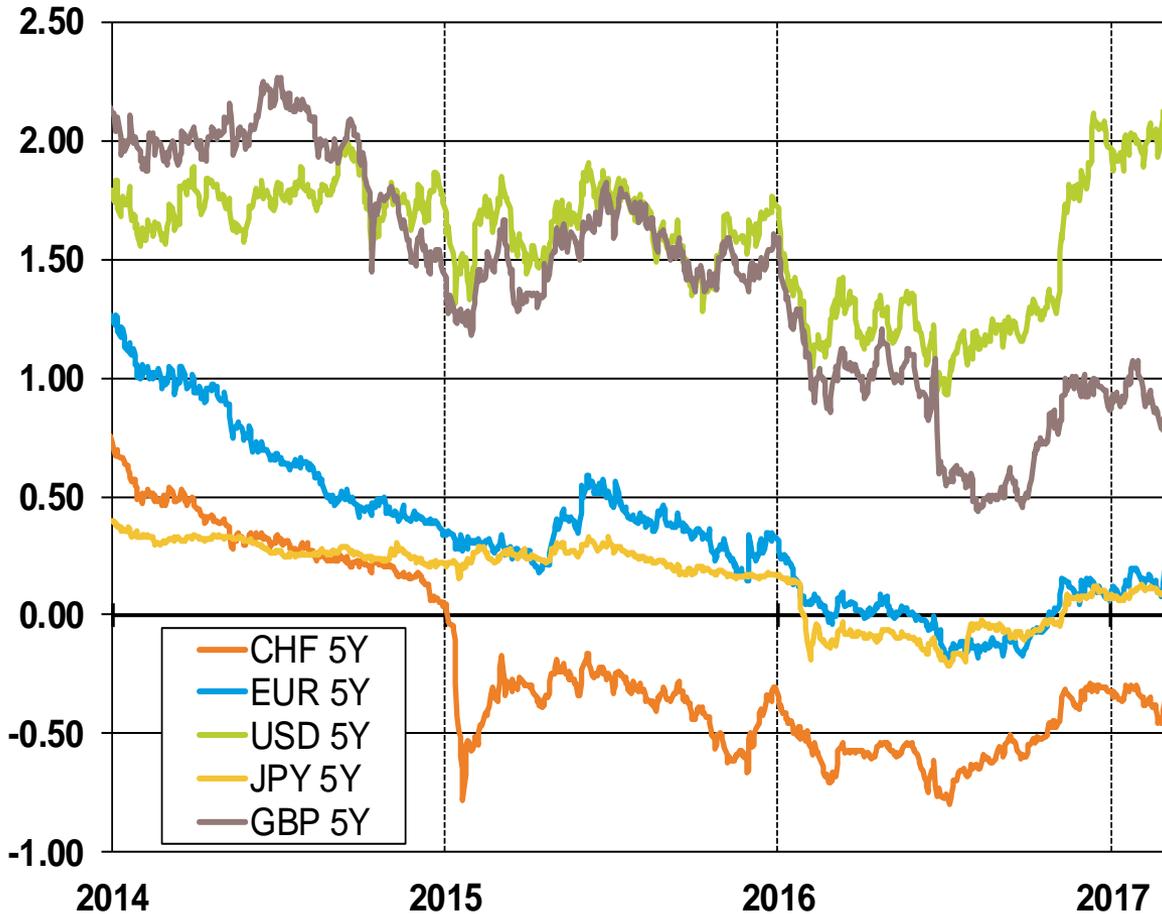
Währungen	
EUR / CHF	→
USD / CHF	↗
JPY / CHF	→
GBP / CHF	→

- **USD-Rally** nach US-Wahlen vorübergehend etwas gebremst, weiteres Aufwärtspotenzial aber trotzdem vorhanden
- **GBP** bleibt trotz jüngster Gegenbewegung auch weiterhin unter Druck
- **EUR** dank SNB stabilisiert

# Zinsen: Erwartete FED-Erhöhung hinterlässt Spuren



## 5-Jahres SWAP Sätze (in %)



### Trend 3 Monate

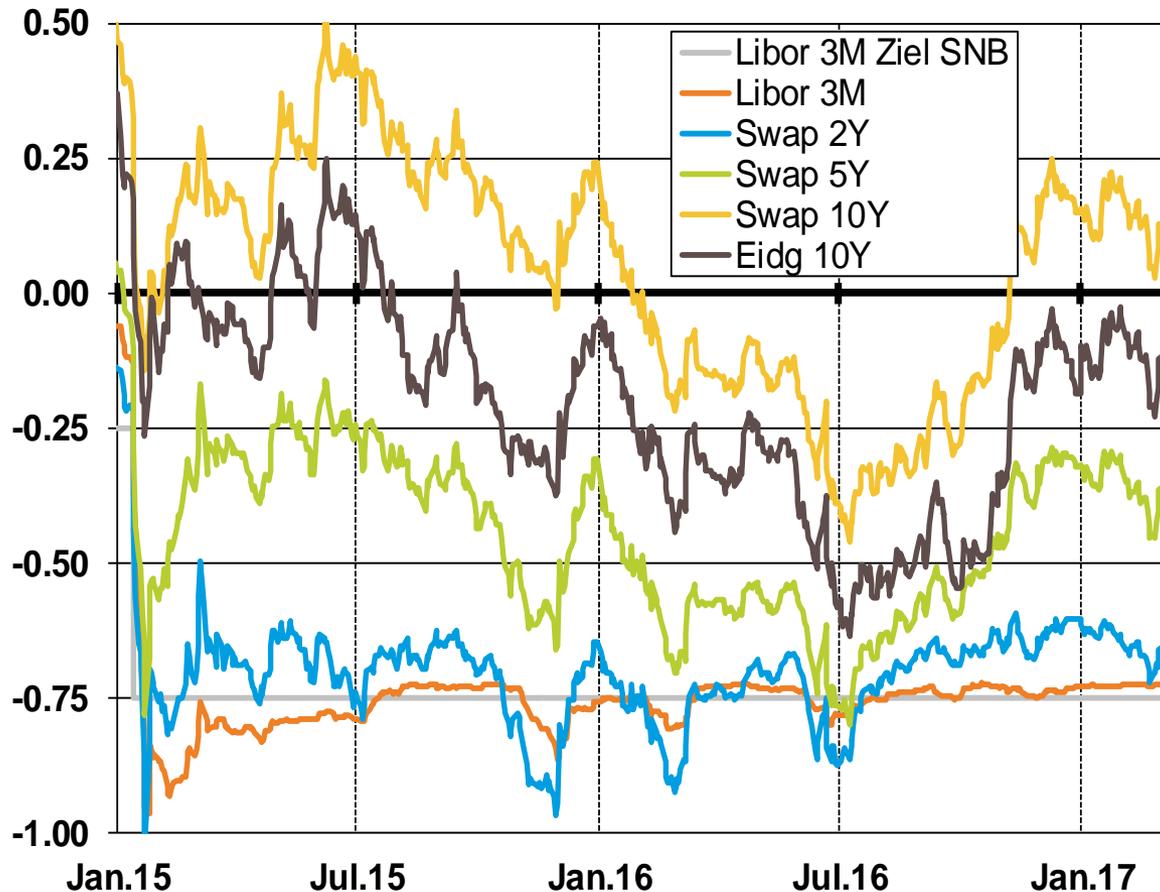
Zinsen	Kapitalmarkt
CHF	→
EUR	→
USD	↗
JPY	→

- Langfristige USD-Zinsen steigen in Erwartung mehrerer Leitzins-erhöhungen
- Auswirkungen auch im EUR und CHF
- Wie nachhaltig ist der jüngste Anstieg ?

# Zinsen Schweiz: Unter dem Einfluss der USD-Zinsen



Zinskurve Schweizerfranken (in %)



- **Kurzfristzinsen** wegen expansiver Geldpolitik der EZB und immer noch tiefen (Kern)Inflationserwartungen weiterhin im negativen Bereich
- Weitere Zinssenkung werden aktuell nicht mehr erwartet
- Jüngster Anstieg der **Langfristzinsen** dank neuerlich wieder stärkeren Zinserhöhungserwartungen in den USA
- Wie stark beeinflusst ein USD-Zinsanstieg des inländische Zinsniveau ?

# Prognosen 2017 / 18

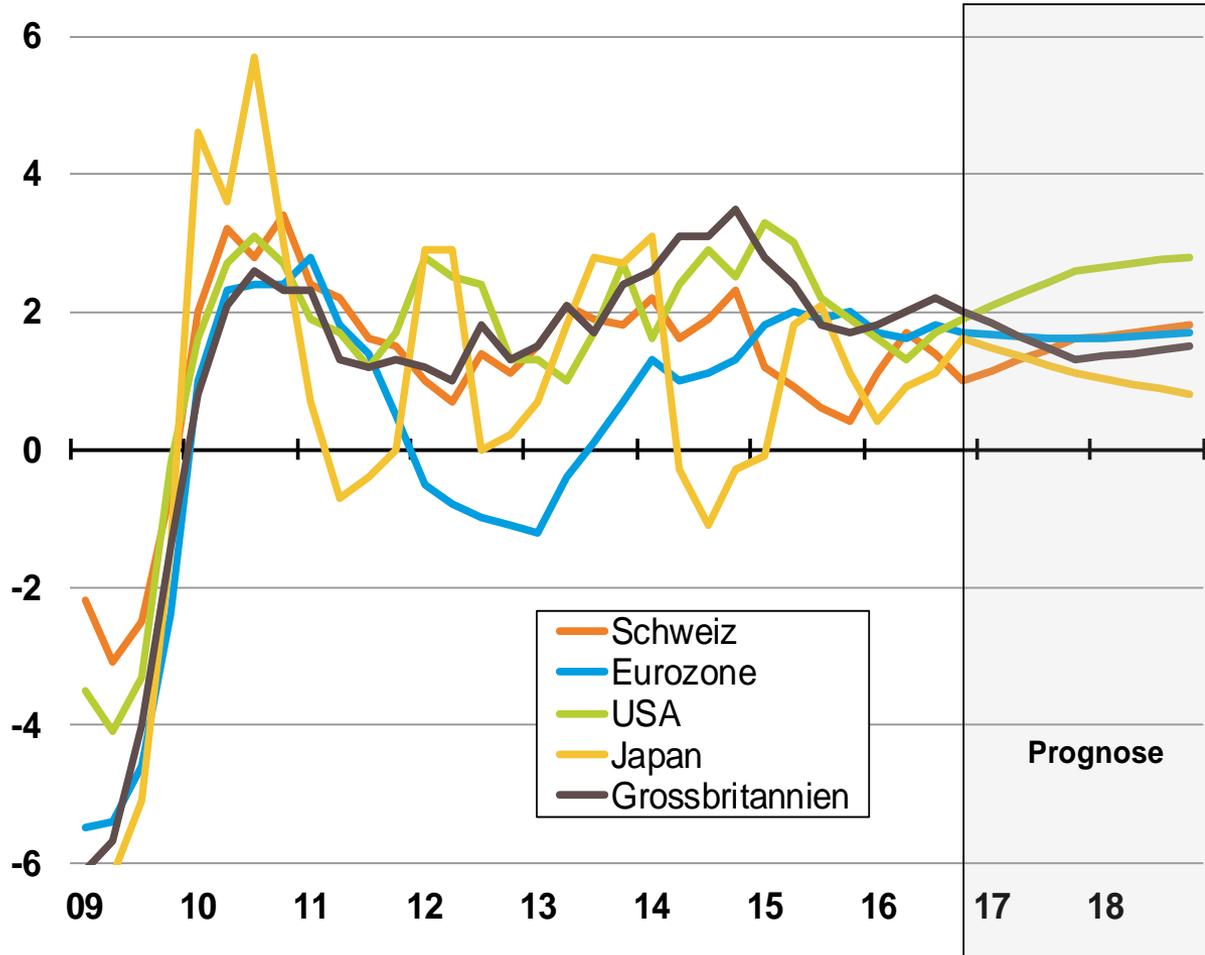
März 2017



# Prognosen Wachstum Industriestaaten



Bruttoinlandsprodukt (Y/Y, real, saisonbereinigt, in %)

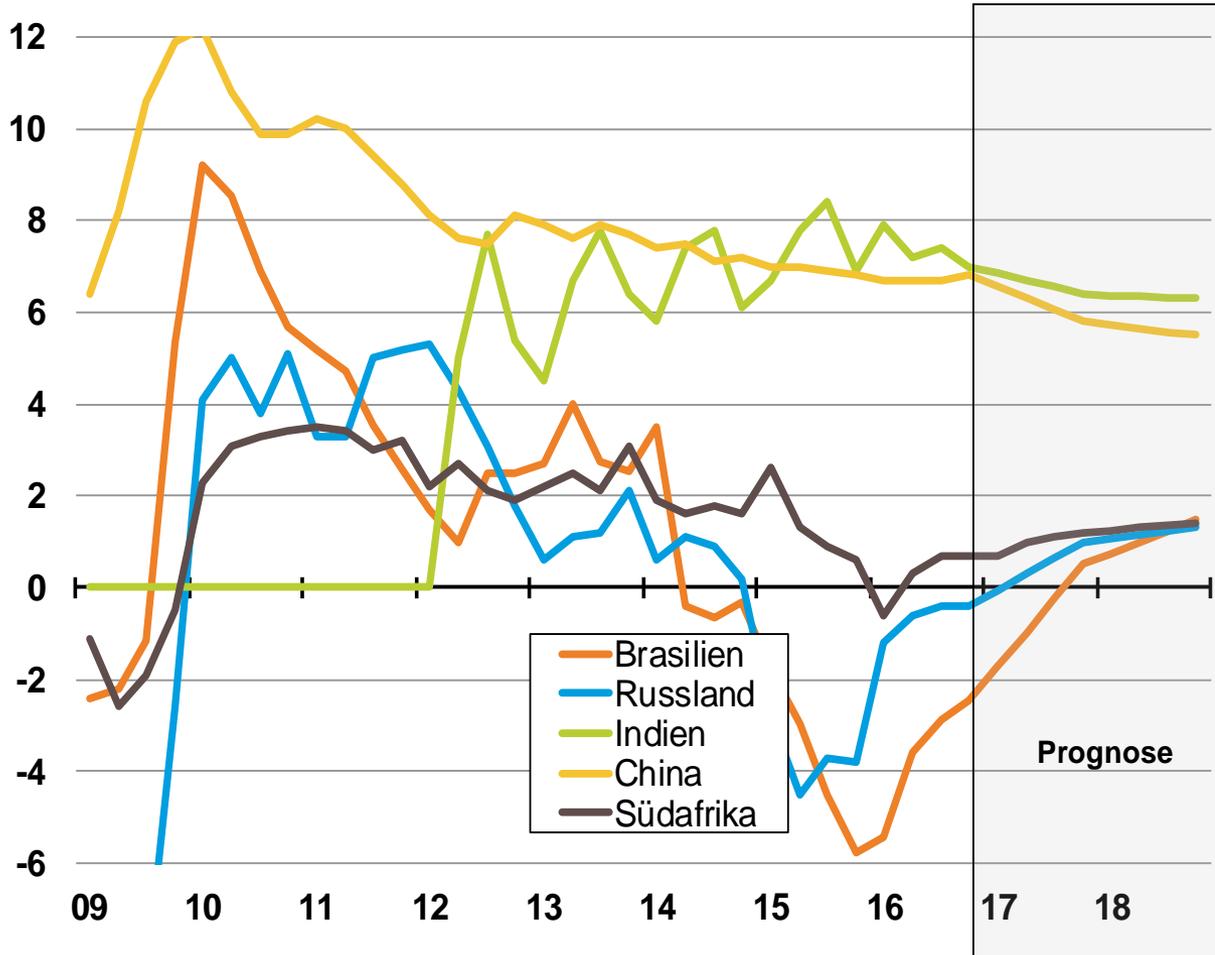


- **USA** dank (erwarteter) expansiverer Fiskalpolitik und steigendem Konsumentenvertrauen mit stärkerer Inlandnachfrage
- **Eurozone** durch schwächeren Euro im Export unterstützt, Unsicherheiten (Wahlen) bleiben bestehen
- **Schweiz** jüngst mit noch positiveren Indikatoren, wird aber weiterhin durch festen CHF beeinflusst
- **Japan** dank schwächerer Währung und expansiver Geldpolitik wieder solider

# Prognosen Wachstum Schwellenländer



Bruttoinlandsprodukt (Y/Y, real, saisonbereinigt, in %)

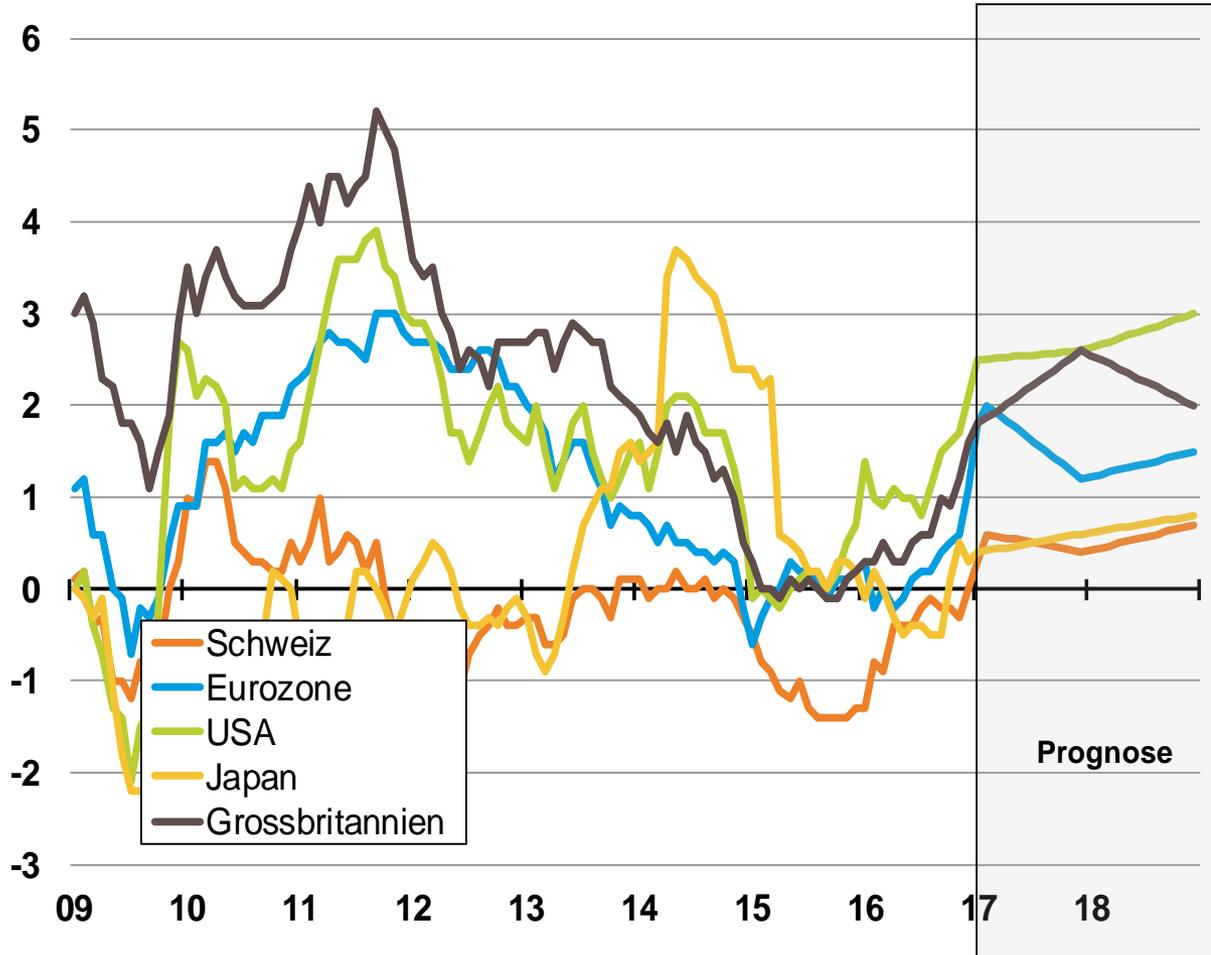


- **Indiens** Wirtschaft leidet kurzfristig unter einer überraschend umgesetzten Währungsreform
- **Chinas** Wachstum jüngst wieder leicht verbessert, Nachhaltigkeit fehlt aber weiterhin
- Wachstumstiefpunkt in **Russland** dank stabilerer Energiepreise wohl überwunden
- Laufende Verbesserung der konjunkturellen Entwicklung aufgrund der Vorlaufindikatoren in **Brasilien** erwartet

# Prognosen Inflation Industriestaaten



## Konsumentenpreise (Y/Y, saisonbereinigt, in %)

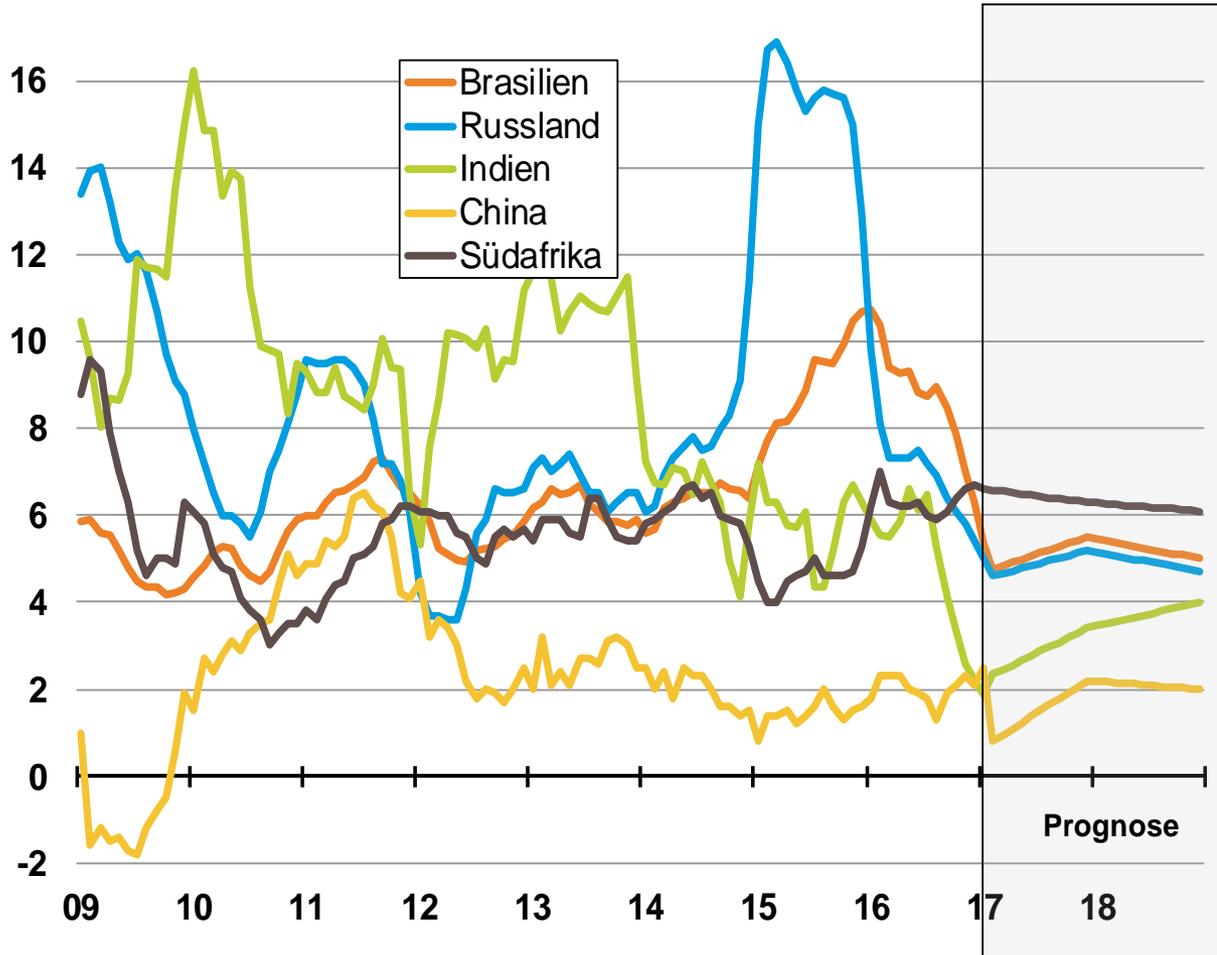


- **US-Inflation** «dank» Lohnzuwächsen und Vollbeschäftigung weiter steigend erwartet
- **UK-Inflation** dürfte wegen anhaltend schwachem GBP ebenfalls weiterhin anziehen
- Inflation in der **Eurozone** gegen Ende 2016 deutlich höher (höhere Energiepreise)
- Teuerung in der **Schweiz** weiterhin um 0%, nur mässig und langsam steigend erwartet

# Prognosen Inflation Schwellenländer



## Konsumentenpreise (Y/Y, saisonbereinigt, in %)



- **Russland** dank Basis-effekten wieder mit tieferen Teuerungsraten, Zinssenkungen erhöhen Glaubwürdigkeit der Zentralbank
- **Brasiliens** Inflationsrate ebenfalls spürbar rückläufig
- **Indiens** Inflationsrate dank anhaltend tiefen Rohstoffpreisen weiter gesunken; erhöht Spielraum für weitere Zinssenkungen
- **Chinas** Inflation bleibt unverändert tief

# Prognose CHF-Zinsumfeld



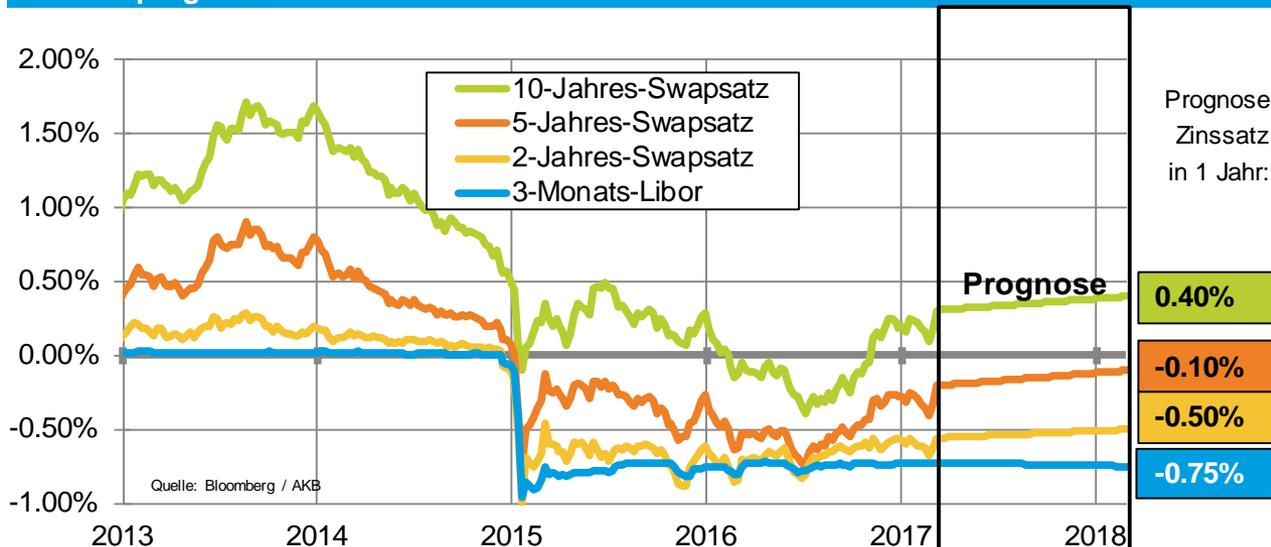
Laufzeit	CHF-Zinsstruktur		
	13.03.2017	10.02.2017	Differenz
3 Monate	-0.72	-0.73	0.01
2 Jahre	-0.58	-0.62	0.04
5 Jahre	-0.22	-0.34	0.12
10 Jahre	0.28	0.16	0.12

	3 Monats Futures	entspricht Zins
Mrz 17	100.77	-0.77
Jun 17	100.79	-0.79
Sep 17	100.78	-0.78
Dez 17	100.75	-0.75

Alle Zinssätze jeweils Briefseite

Laufzeit	Zinsprognose					
	in 3 Monaten	Forward	in 6 Monaten	Forward	in 1 Jahr	Forward
3 Monate	-0.73	-0.78	-0.74	-0.81	-0.75	-0.81
2 Jahre	-0.56	-0.57	-0.54	-0.51	-0.50	-0.47
5 Jahre	-0.19	-0.25	-0.16	-0.15	-0.10	-0.10
10 Jahre	0.31	0.24	0.34	0.32	0.40	0.36

## AKB-Zinsprognose



# Prognosen Übersicht Februar 2017

	BIP (vs. Vorjahr)		Inflation (vs. Vorjahr)	
	2017	2018	2017	2018
Schweiz	1.6	1.8	0.4	0.7
Eurozone	1.6	1.7	1.1	1.5
USA	2.6	2.8	2.6	3.0
Japan	1.1	0.8	0.6	0.8
Schwellenländer	4.6	4.7	3.7	3.8
Welt	3.0	3.3	3.4	3.5

Zinsen	Geldmarkt	Kapitalmarkt	Währungen	
CHF	→	→	EUR / CHF	→
EUR	→	→	USD / CHF	↗
USD	↗	↗	JPY / CHF	→
JPY	→	→	GBP / CHF	→

Aktien	
Schweiz	→
Europa	→
USA	↗
Japan	↗
Schwellenländer	↗

Immobilienfonds	
Schweiz	↗

Pfeile entsprechen Trend in den kommenden 3 Monaten

# Disclaimer

Die vorliegende Präsentation illustriert die aktuelle Einschätzung der zukünftigen Entwicklung in den wichtigsten Volkswirtschaften respektive an den wichtigsten Finanzmärkten. Daraus leiten sich die **offiziellen Finanzmarktprognosen der Aargauischen Kantonalbank** ab. Bitte beachten Sie, dass das zur Präsentation gesprochene Wort gilt!

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen wurden öffentlich zugänglichen Quellen entnommen, die wir für zuverlässig halten. Eine Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen. Bei allen in der Veröffentlichung wiedergegebenen Meinungen handelt es sich um die aktuelle Einschätzung der Aargauischen Kantonalbank. Diese Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Daher müssen wir Sie um Verständnis dafür bitten, dass damit weder ausdrücklich noch stillschweigend eine Zusage oder Garantie in Bezug auf die Richtigkeit oder die Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Informationen zu Entwicklungen, Märkten oder Wertpapieren verbunden sein kann.

Weiterverwendung und Ausdruck, auch teilweise, nur mit Einwilligung der Aargauischen Kantonalbank