

Zinsen/Obligationenmärkte

Ein weiterer Schritt in Richtung Normalisierung

USA

- Nachdem die 10-jährigen Renditen Anfang September ein neues Tief im 2017 von 2.04% erreicht haben, sind sie bis Monatsende um 30 Basispunkte gestiegen
- Anstieg der Zinsen ist auf etwas höhere Inflation und auf Kommunikation des Fed – welche mehr Geldstraffung als erwartet in Aussicht stellte – zurückzuführen
- Fed bestätigte, im Oktober mit der Reduktion der Bilanz zu beginnen und einen weiteren Zinsschritt im Dezember anzuvizieren – keine Überraschung für uns, die Finanzmärkte mussten jedoch die Erwartungen neu einpreisen

Eurozone

- EZB dürfte im Oktober ankündigen, die Anleihekäufe im 2018 weiter zu verringern
- EZB dürfte eine schrittweise Reduktion des Kaufprogramms ankündigen statt des gesamten Plans bis zur Stabilisierung der Bilanz – so behält sie mehr Flexibilität, um auf allfällige Veränderungen zu reagieren

Japan

- Anfang September fielen die 10-jährigen Renditen auf Staatsanleihen erstmals in diesem Jahr unter die Nulllinie – gefolgt von einem Anstieg auf 0.06% zum Monatsende
- Obwohl Japan den Risiken aus Nordkorea besonders ausgesetzt ist, bleibt die Nachfrage nach seinen Staatsanleihen in unsicheren Zeiten hoch

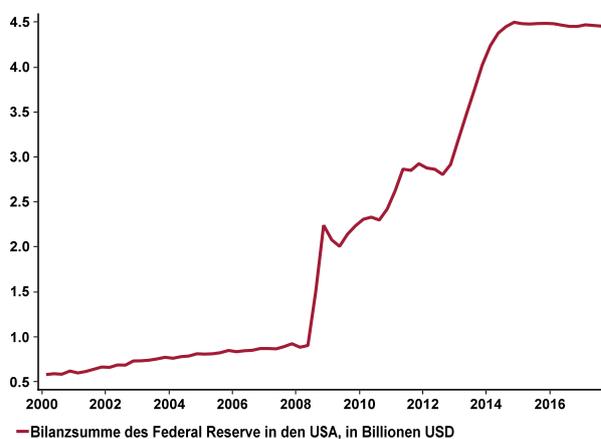
Grossbritannien

- Die Bank von England zeigt sich angesichts der höheren Inflationszahlen besorgt
- Wir erwarten keinen eigentlichen Zinserhöhungszyklus – aus unserer Sicht ist nun ein einmaliger Zinsschritt, der die Senkung nach der Brexit-Abstimmung korrigiert wahrscheinlicher geworden

Schweiz

- 10-jährige Renditen auf Staatsanleihen in der Schweiz folgten den Bewegungen in den USA und der Eurozone
- 10-jährige Renditen nähern sich der Nulllinie – wir erwarten eine geringfügig positive Rendite zum Jahresende

Das Fed beginnt damit, seine Bilanz zu reduzieren



Source: **Macrobond**

Der Monat Oktober 2017 wird ein Meilenstein für die Geschichte der Geldpolitik. Das Fed wird damit beginnen, ihre Bilanzsumme zu reduzieren. Die quantitative Lockerung, welche die US Notenbank nach der Finanzkrise einläutete, wird neutralisiert. Insgesamt durchläuft ein Anleihekaufprogramm vier Phasen: Der erste Schritt ist die Aufblähung der Bilanzsumme. Diese stieg von etwa 1 Billion USD in 2008 auf etwa 4.5 Billionen USD Ende 2014. Der zweite Schritt ist das sogenannte Tapering. Während dem Jahr 2014 hat das Fed die Nettokäufe verringert. Während dieser Phase steigt die Bilanzsumme weiterhin an, jedoch in einem geringeren Ausmass. In einer dritten Phase ist die Bilanzsumme stabil. Von Ende 2014 bis Ende 2017 gab es keine Nettokäufe von Anleihen. Der vierte Schritt ist die Reduktion der Bilanzsumme. Während dieser Phase werden gewisse Anleihen, die auslaufen nicht reinvestiert. In der Folge sinkt der Umfang der Bilanzsumme. Diese Phase steht nun bevor. Das Fed hat den Zeitplan zur Reduktion kommuniziert. Der Start ist im Oktober 2017. Zunächst wird die Bilanzsumme um 10 Milliarden pro Monat verringert. Die Geschwindigkeit wird bis Ende 2018 auf 50 Milliarden pro Monat erhöht. In der Folge gibt es etwas weniger Liquidität von Seiten der US Zentralbank. Das Fed bestätigte in seiner September-Sitzung ebenfalls, den graduellen Zinserhöhungszyklus weiterführen zu wollen. Wir erwarten einen weiteren Zinsschritt im Dezember 2017 und drei Erhöhungen im 2018. Sowohl die Reduktion der Bilanzsumme, wie auch der Zinserhöhungszyklus sind graduell und erwartet. Daher glauben wir nicht, dass die US Geldpolitik die Langfristzinsen abrupt ansteigen lassen wird. Aus unserer Sicht werden die Zinsen in den USA bis zum Jahresende moderat ansteigen. Die Zinsen in der Eurozone und der Schweiz dürften denjenigen der USA folgen.

Aktienmärkte

Hoher Risikoappetit trotz politischer Risiken

USA

- Die Gewinnerwartungen bleiben auch für 2018 robust und stützen den Aktienmarkt
- Nach wie vor sind finanzielle Rahmenbedingungen für die Gesamtwirtschaft vorteilhaft; künftig wird die Geldpolitik aber keine weitere Lockerung nach sich ziehen
- Nachlassende Dynamik der Weltwirtschaft, politische Unwägbarkeiten und Normalisierung der Geldpolitik begrenzen mittelfristiges Aufwärtspotenzial der US Börsen

Eurozone

- Firmenumfragen lassen vermuten, dass der zyklische Höhepunkt zu Beginn des dritten Quartals überschritten wurde
- Aufwertung des Euro belastet Exporteure, steigende Zinsen stützen dagegen die Finanztitel
- Wahl in Deutschland erhöht politische Unsicherheit und setzt ein Fragezeichen hinter Hoffnungen auf einen von Paris und Berlin angeführten Reformprozess für die EU

Japan

- Der Aufschwung ist breit abgestützt und wird auch durch die Kreditvergabe der Geschäftsbanken getragen
- Trotz Nordkoreas Säbelrasseln war Nikkei 225 über den letzten Monat einer der stärksten globalen Leitindizes

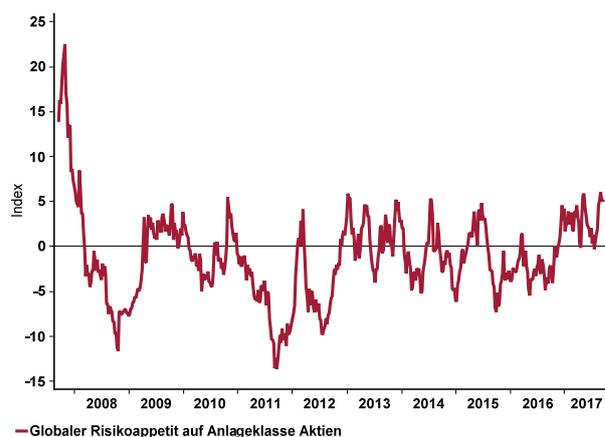
Grossbritannien

- Impulse durch die vorangegangene Währungsabschwächung nehmen allmählich ab, dies liess britischen Aktienmarkt zuletzt hinter andere Regionen zurückfallen
- Unsicherheiten um den Brexit nehmen nach der politischen Sommerpause wieder zu. Selbst erneute Neuwahlen in 2018 sind nicht auszuschliessen

Schweiz

- Kumulierter Effekt der stärksten Franken-Abwertung seit 1996 und leicht steigender Zinsen stützt Schweizer Exporteure und die Titel aus dem Finanzsektor
- Eine Seitwärtstendenz, oder gar leicht steigende Kurse bis Ende Jahr würden 2017 zum stärksten Börsenjahr in der Schweiz seit 2014 werden lassen

Risikoappetit der Investoren bleibt hoch



Der erste synchrone Aufschwung der Weltwirtschaft setzt sich weiter fort, wenn auch in etwas abgeschwächtem Tempo. Gleichzeitig wird die Liquiditätszufuhr durch die Notenbanken künftig weniger generös ausfallen. Deren quantitative Lockerung der Geldpolitik war über die letzten Jahre der Hauptgrund für die steigenden Aktienkurse. Dieses Jahr verlieh der Wahlausgang in Frankreich den Börsen zusätzlich Flügel, weil dadurch die Krise der EU in den Hintergrund zu rücken schien. Das Wahlergebnis in Deutschland, Japans bevorstehende Neuwahlen und das Säbelrasseln um Korea haben inzwischen aber die politische Unsicherheit wieder ansteigen lassen. Die fundamentale Beurteilung der Rahmenbedingungen für die Aktienmärkte, einschliesslich ihrer hohen Bewertungen und der Gewinnerwartungen an die Unternehmen, mahnen also zu Vorsicht. Der Risikoappetit der Anleger und quantitativ ausgelegte Einschätzungen zum Potenzial an den Märkten senden dagegen weiterhin konstruktive Signale. Dies gilt auch für unsere eigenen Trendfolge- und Risikoparitätsmodelle. Es stellt sich also die Frage nach dem halbleeren oder halbvollen Glas. In den vergangenen Jahren zahlte sich das Abseitsstehen am Aktienmarkt nie aus. Vorderhand behalten wir eine leicht übergewichtete Position bei den Aktien unter fortgesetzter Anwendung der risikokontrollierenden Strategien. Der wirtschaftliche Aufschwung bleibt breit abgestützt und die relative Bewertung von Aktien gegenüber festverzinslichen Anlageformen ist nach wie vor attraktiv. So dürften weiterhin Neugelder in Aktienanlagen fließen und ausgeschüttete Gewinne reinvestiert bleiben. Bis Jahresende gehen wir von einer Seitwärtstendenz oder leicht steigenden Aktienmärkten aus. Chancen bieten in dieser Übergangsphase jene Regionen und Branchen, die als Nachzügler auf die zyklische Erholung aufgestiegen sind.

Währungen

Wahl in Deutschland belastet EUR

USA

- Die Konvergenz von Zinserwartungen der Marktteilnehmer zum einen und Leitzinspfad des Fed (dot plot) zum anderen sollte eine Aufwertung des USD ermöglichen
- Die Schrumpfung der Bilanz des Fed beginnt im Oktober, da die Notenbank gewillt ist die Schwäche der Inflationsszahlen als temporär zu betrachten – eine Zinserhöhung im Dezember wird den USD stützen
- Auch mit einem Steuerreformplan bleibt die politische Unsicherheit weiterhin bestehen und belastet den USD

Eurozone

- Die Unterbewertung des EUR ist inzwischen grösstenteils korrigiert und der Kurs ist näher am „fairen Wert“
- Nach der Wahl in Deutschland ist eine deutsch-französische Koalition zur Erneuerung der Eurozone schwieriger geworden und limitiert die weitere EUR-Aufwertung
- EZB fürchtet Gegenwind für die finanziellen Rahmenbedingungen und die Inflation durch den stärkeren EUR

Japan

- Premierminister Abe kündigt vorgezogene Wahlen an, welche seine Position stärken sollten und die geldpolitische Ausrichtung der BoJ verfestigen dürften
- Aufgrund der erneuten Divergenz der Ausrichtung der Notenbanken sehen wir keinen Grund, auf einen stärkeren Yen zu setzen

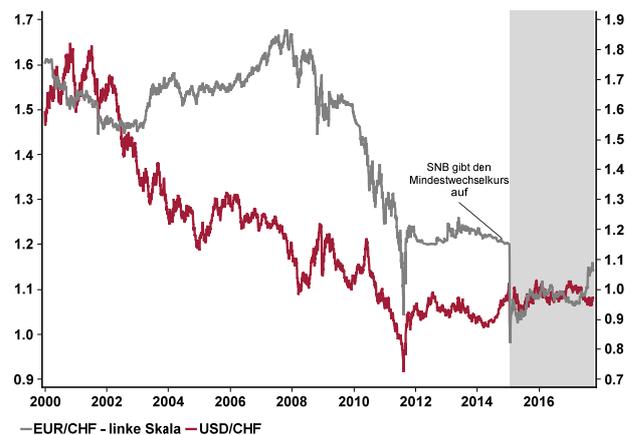
Grossbritannien

- Die höhere Inflationsrate liess die Kommunikation der BoE hinsichtlich geldpolitischer Ausrichtung etwas restriktiver werden – das Pfund wertete sowohl gegenüber USD als auch CHF auf
- Fruchtlöse Brexit Verhandlungen bleiben belastend

Schweiz

- Dank rückläufiger Risikoaversion wertete der Franken auf das tiefste Niveau seit der Aufgabe der Mindestkurspolitik ab
- Wir erwarten nach wie vor, dass die SNB ihre lockere Geldpolitik beibehalten wird

Entlastung für den Schweizer Franken



Vier aufeinanderfolgende Publikationen der Inflationsrate in den USA waren schwächer als erwartet und liessen Zweifel an dem Leitzinspfad aufkommen, wie ihn das Fed in Aussicht gestellt hat. Daher verlor der USD auf handelsgewichteter Basis 5% an Wert. Dieser Kursverlust wurde nur durch die letzte Publikation der Inflationsrate im August und durch die restriktivere Kommunikation des Fed gestoppt. Die US Notenbank wird im Oktober damit beginnen, die Bilanz zu kürzen. Wir gehen davon aus, dass sich die Markterwartungen zum künftigen Leitzinspfad im Zuge dessen nach oben anpassen und somit eine Aufwertung des USD begünstigen werden. Gleichzeitig muss allerdings betont werden, dass sich die anhaltende politische Unsicherheit hinsichtlich Steuerreform und Schuldengrenze erneut als Belastung für den USD herausstellen könnten. In Europa wurde die Euro-Aufwertung durch das Ergebnis der deutschen Wahl gestoppt. Vor der Wahl entwickelte sich der Euro gegenüber anderen Hauptwährungen überdurchschnittlich gut. Diese Aufwertungsbeziehung war durch Kapitalzuflüsse getrieben, ersichtlich auch an den Positionierungen der Anleger an den Futures Märkten. Allerdings dürfte der Ausgang der Wahl in Deutschland die deutsch-französischen Reformbestrebungen in der Eurozone etwas schwieriger erscheinen lassen, was fürs Erste eine Deckelung des Eurokurses zur Folge haben wird. Darüber hinaus muss der EUR auch noch die Hürde der Wahl in Italien im nächsten Jahr nehmen. Dort besteht das nicht vernachlässigbare Risiko, dass Euro-averse Parteien Regierungsbeteiligung erlangen könnten. Somit gehen wir von einem einstweiligen Ende der Euro-Aufwertung aus.

Erstellt und verabschiedet durch das Economics Research Team der Swiss Life Asset Management AG Zürich

Swiss Life Asset Managers hält fest, dass die oben stehend erläuterten Empfehlungen möglicherweise vor der Publikation dieses Dokuments durch Swiss Life Asset Management umgesetzt worden sind. Wir stützen uns in der Erstellung unserer Prognosen auf Quellen, welche wir für vertrauenswürdig halten, lehnen jedoch jede Garantie betreffend Richtigkeit oder Vollständigkeit der verwendeten Informationen ab. Dieses Dokument beinhaltet Aussagen zu in der Zukunft liegenden Entwicklungen. Wir übernehmen keinerlei Verpflichtung, diese Annahmen später zu aktualisieren oder zu revidieren. Die tatsächlichen Entwicklungen können im Ergebnis von unseren ursprünglichen Erwartungen deutlich abweichen. **Haben Sie Fragen an uns, oder möchten Sie unsere Berichte abonnieren? Senden Sie ein E-Mail an: info@swisslife-am.com. Für mehr Informationen besuchen Sie auch unsere Website: www.swisslife-am.com**