

### Zinsen/Obligationenmärkte

Zinsanstieg rund um den Globus

#### USA

- An den Terminmärkten wird zunehmend eine Zinserhöhung des Fed im Dezember eingepreist – tatsächliche Inflation und Inflationserwartungen sind angestiegen
- Frau Yellen liess durchblicken, dass sie bereit ist, das Risiko einer Überhitzung der Wirtschaft in Kauf zu nehmen
- Gemäss unserer Prognose wird die allgemeine Teuerung im Januar 2017 tatsächlich über 2% liegen, das erste Mal seit dem Frühling 2014

#### Eurozone

- Der EZB-Rat hat die Entscheidung über Änderungen des Kaufprogramms auf den Dezember hinausgeschoben – auf diesen Zeitpunkt werden die ökonomischen Prognosen aktualisiert
- Gerüchte, dass innerhalb der EZB Mauern ein Zurückfahren des Kaufprogramms diskutiert würde, beflügelten den Zinsanstieg

#### Japan

- Die Bank of Japan ist noch einen Schritt weiter gegangen – sie will die gesamte Zinsstrukturkurve kontrollieren und die Langfristzinsen tief halten, um das Ziel von mehr als 2% Inflation zu erreichen
- Über den letzten Monat sind die Renditen in Japan weniger angestiegen als andernorts

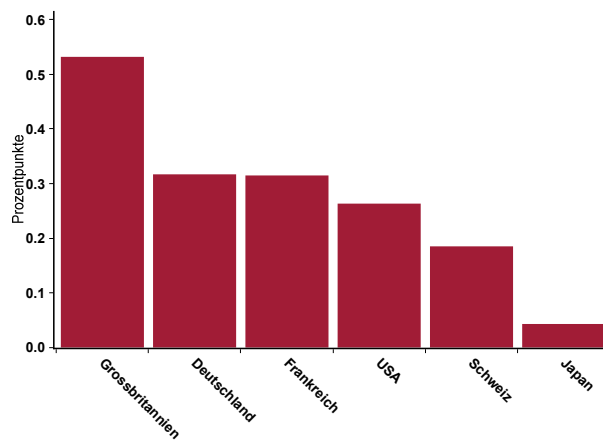
#### Grossbritannien

- Die finanziellen Rahmenbedingungen haben sich dank des schwachen Pfunds so stark gelockert, dass die Bank of England keine weitere Zinssenkung mehr liefern muss
- Die Rendite auf 10-jährige Staatsobligationen stieg über die letzten vier Wochen um beinahe 55 Basispunkte – angespornt auch durch das starke Wachstum im Q3

#### Schweiz

- Trotz deutlichen Anstiegs der Zinsen über den letzten Monat befindet sich die 10-jährige Rendite noch immer im negativen Bereich
- Die Inflationsrate wird 2017 geringfügig über 0% ansteigen

Veränderung der 10-Jahres Zinsen über den letzten Monat



Source: **Macrobond**

Vor dem Hintergrund des erneuten Trends der Langfristzinsen auf stets tiefere Niveaus seit Jahresbeginn erscheint der jüngste Anstieg durchaus respektabel (s. Grafik oben). Mehrere allgemeine Treiber können angeführt werden: 1. Der Anstieg der Rohstoffpreise insbesondere von Rohöl, welcher den Basiseffekt auf die allgemeine Teuerung noch verstärkt (unsere treuen Leser wurden bereits in früheren Ausgaben auf den Basiseffekt hingewiesen); 2. Der resultierende Anstieg der Inflationserwartungen; 3. Das zunehmende Eskomptieren einer Zinserhöhung des Fed im Dezember; 4. Gerüchte um ein Zurückfahren des Kaufprogramms durch die EZB. Was den eindrücklichen Zinsanstieg in Grossbritannien betrifft, müssen neben den bereits erwähnten Faktoren die anhaltend starken Wirtschaftsdaten erwähnt werden. Insbesondere das BIP-Wachstum im dritten Quartal - und somit nach dem Brexit Entscheidung - übertraf die allgemeinen Erwartungen deutlich. Die Quartalswachstumsrate erreichte 0.5% und vergleicht sich mit einer Konsensuserwartung von 0.3%. Wir halten den jüngsten Zinsanstieg für übertrieben und erwarten in den kommenden vier Wochen eine technische Korrektur. Dies innerhalb eines mittel- bis langfristigen Trends zu leicht steigenden Zinsen. Darüber hinaus erwarten wir, dass sich die Kreditspannen bei den Unternehmensanleihen bis Jahresende weiter verengen. Obwohl die Emissionstätigkeit bei den Unternehmensanleihen sehr rege ist, trifft diese auch nach wie vor auf robuste Nachfrage. Das Ende der Gewinnrezession der Unternehmen dient als Stütze und tatsächlich sind die Ausfallraten rückläufig. Schlussendlich ist die EZB weiterhin daran, Schuldpapiere der Unternehmen aufzukaufen und stellt somit einen gewichtigen, positiven Faktor für den europäischen Markt dar.

## Aktienmärkte

Kurzfristig positiv aber noch Hürden zu nehmen

### USA

- Die Zinserhöhung des Fed kommenden Dezember ist grösstenteils eingepreist – die Aktienmärkte leiden nicht sehr stark darunter
- Die Ergebnisse der Berichtssaison der Unternehmen erlauben es, das Ende der Gewinnrezession zu verkünden
- Die Bewertungen sind übertrieben und die Gewinnmargen erreichten vor sechs Monaten einen Höhepunkt

### Eurozone

- Die noch laufende Berichtssaison zu den Unternehmensgewinnen überrascht positiv - die Gewinnerwartungen für 2017 sind zu hoch gesteckt
- Das saisonale Muster ist vorteilhaft für Aktienmärkte – die Handelssperrezeit wird bald enden und die Unternehmen kaufen im letzten Quartal des Jahres in der Regel die meisten Aktien zurück

### Japan

- Der Nikkei stieg im Verlauf des Oktobers an
- Die Inflationserwartungen der Unternehmen sind weiter rückläufig – die Bemühungen der BoJ, den Pessimismus hinsichtlich künftiger Preisentwicklungen zu dämpfen, scheitern bis anhin
- Über die vergangenen Jahre haben viele Unternehmen ihre Produktion ins Ausland verlagert und sich somit unabhängiger von der Wechselkursentwicklung gemacht

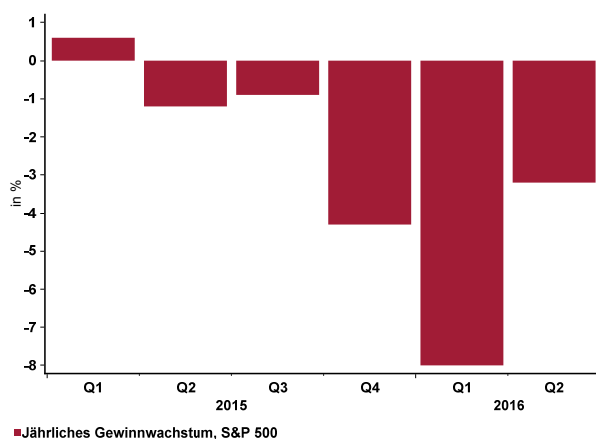
### Grossbritannien

- Das handelsgewichtete Pfund hat sich im Oktober etwas stabilisiert – solange keine Aufwertung geschieht, sind die finanziellen Rahmenbedingungen locker genug für die britischen Unternehmen
- Fiskalimpulse können potenziell den Effekt des Referendums abdämpfen und die Abwanderung von Unternehmen verhindern

### Schweiz

- Wie andernorts auch, könnten die Aktien über die nächsten vier Wochen eine leicht positive Rendite abwerfen – in der längeren Frist sind die Bewertungen jedoch zu hoch angesetzt
- Viele Unternehmen prüfen noch die Möglichkeit einer Verlagerung der Produktion ins Ausland

Naht das Ende der „Gewinnrezession“ in den USA?



Das dritte Quartal 2016 dürfte einen Wendepunkt darstellen: Es ist wahrscheinlich, dass die Gewinnrezession in den USA endet. Der Sturz der Rohstoffpreise hat deutlich auf die Gewinne der Rohstoffproduzenten in den USA gedrückt. Dieser Effekt verflüchtigt sich mehr und mehr und die Gewinne erholen sich. Aus unserer Sicht sind jedoch die Erwartungen der Analysten für die Gewinne im Jahr 2017 zu optimistisch. Sie werden wohl in den kommenden Monaten nach unten korrigiert. Für die kommenden Wochen haben wir eine leicht positive Erwartung für die Aktienmärkte. Das Ende der Gewinnrezession dürfte etwas Unterstützung geben. Zudem ist die Saisonalität nach der Berichtssaison der Unternehmensergebnisse des dritten Quartals typischerweise vorteilhaft. Nach der sogenannten Blackout-Periode können die Firmen ihre Aktienrückkaufprogramme weiterführen. Gegen Jahresende ist dieser Effekt jeweils stärker als in den übrigen Quartalen. Bis zum Jahresende stehen vier wichtige Ereignisse an. Erstens: die Wahlen in den USA. In unserem Basisszenario gewinnt Hillary Clinton die Wahl. Nach den Skandalen von Donald Trump ist diese Wahrscheinlichkeit deutlich gestiegen. Sollte Donald Trump die Wahl gewinnen, erwarten wir einen Rückgang der Aktienkurse. Die Märkte dürften sich jedoch wieder erholen, da wir nicht davon ausgehen, dass Herr Trump seine Wahlversprechen eins-zu-eins umsetzen kann. Zweitens ist das Referendum in Italien zentral. Wenn Matteo Renzi diese Abstimmung verliert, könnte dies die Ängste bezüglich eines Auseinanderbrechens der Eurozone wieder anheizen. Drittens: die EZB muss am 8. Dezember über das Anleihekaufprogramm informieren. Derzeit ist eine Laufzeit bis März 2017 vorgesehen. Wir gehen davon aus, dass die EZB das Programm um mindestens sechs Monate verlängert. Schliesslich erwarten wir eine Zinserhöhung des Fed am 14. Dezember. Dies ist grösstenteils eingepreist. Wir erwarten eine moderate Rhetorik, die den graduellen Anstieg der Leitzinsen betont. Daher sollte dieser Zinsschritt nicht zu Verwerfungen an den Aktienmärkten führen.

## Währungen

### Der Wiederaufstieg des US-Dollars

#### USA

- Der Dollar hat sich deutlich gegenüber allen anderen Währungen, die hier kommentiert werden, aufgewertet
- Die Dollarstärke war durch die Erwartungen an das Fed, die makroökonomischen Daten sowie eine tiefere Unsicherheit bezüglich der US Wahlen begründet
- Aufgrund der starken Aufwertung sehen wir ein gewisses Risiko für eine technische Korrektur

#### Eurozone

- EUR/USD fiel deutlich unter 1.10
- Der Rückgang von EUR/USD war hauptsächlich durch eine USD-Stärke begründet – politische Unsicherheit im Zusammenhang mit den Brexit Verhandlungen sowie das italienische Referendum könnten jedoch weiter etwas auf den Euro drücken
- Wir sehen EUR/USD in neutralem Territorium für die kommenden Wochen, da der Kurs bereits ein tiefes Niveau erreicht hat

#### Japan

- Seit Juli hat sich JPY/USD grosso modo seitwärts bewegt
- Nach der kürzlichen Abwertung des Yen gegen USD sehen wir JPY/USD in einer neutralen Zone
- Sollte sich der USD aufgrund einer technischen Korrektur etwas abschwächen, dürfte dies durch die Versuche der BoJ, den Yen zu schwächen kompensiert werden

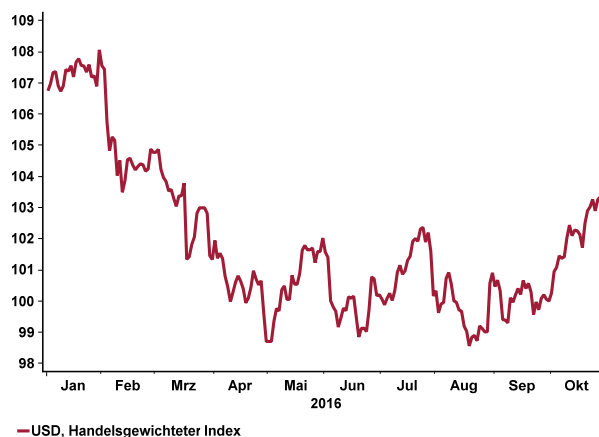
#### Grossbritannien

- GBP/USD sollte sich nach der erneuten deutlichen Korrektur stabilisiert haben
- Wir erwarten keine geldpolitische Lockerung der Bank von England am 3. November, da die finanziellen Bedingungen nach wie vor sehr locker sind und die Volkswirtschaft bis anhin nicht stark gelitten hat

#### Schweiz

- CHF wertete gegenüber USD ab, CHF/USD bewegt sich in Richtung Parität
- EUR/CHF dürfte weiterhin im Band zwischen 1.08-1.10 bleiben – die SNB wird auch weiterhin intervenieren

### Wertete sich der US-Dollar zu stark auf?



Der Wert des US-Dollars legte im Verlauf des Monats Oktober deutlich zu. Die Aufwertung war breit abgestützt: Der Dollar erstarkte auf handelsgewichteter Basis um 3% seit Monatsbeginn. Es gab zwei Haupttreiber: Erstens wurde an den Finanzmärkten eine Leitzinserhöhung des Federal Reserve für Dezember 2016 weiter eingepreist. Gemäss den Futures Preisen gibt es derzeit eine Wahrscheinlichkeit von 73% für eine Zinserhöhung im Dezember. Im September lag diese Wahrscheinlichkeit noch zwischen 50% und 60%. Diese Veränderung der Erwartungen der Finanzmarktteilnehmer war durch Äusserungen verschiedener US Notenbanker getrieben. Zweitens hat sich die makroökonomische Datenlage, wie zum Beispiel der PMI, im Vergleich zum September verbessert. Die Aufwertung des Dollars hatte zudem einen direkten Einfluss auf die Politikgestaltung in China. Die chinesische Notenbank steuert den Aussenwert des Yuan hauptsächlich gegenüber dem US-Dollar. Die Zentralbank liess den Yuan gegenüber dem US-Dollar abwerten, um eine generelle Aufwertung zusammen mit dem Dollar zu verhindern. Auf handelsgewichteter Basis hat sich der Yuan jedoch seit Juli seitwärts bewegt. Von November 2015 bis Juni 2016 hat der handelsgewichtete Yuan jedoch um 7% abgewertet. Die letzten Wochen haben somit den generellen Abwärtstrend des Yuan nicht verändert. Die andere grosse Bewegung an den Devisenmärkten war der Fall des britischen Pfund. Auf handelsgewichteter Basis wertete das Pfund seit Monatsbeginn um 4% ab. Dies ist auf die politische Diskussion zurückzuführen. Wir gehen davon aus, dass sich das Pfund stabilisiert hat und erwarten eine Seitwärtsbewegung von GBP/USD in den nächsten Wochen. Aus unserer Sicht ging das US-Dollar Rally relativ weit. Er gibt somit ein gewisses Risiko einer technischen Korrektur.

#### 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](mailto:info@swisslife-am.com). Für mehr Informationen besuchen Sie auch unsere Website: [www.swisslife-am.com](http://www.swisslife-am.com)**