

### Zinsen/Obligationenmärkte

Die Zinsnormalisierung hat begonnen

#### USA

- Die Anleger nutzten das Wahlergebnis als Gelegenheit, um auf den Inflationszyklus aufzuspringen
- Zinserhöhung durch das Fed im Dezember ist nun eingepreist, aber die Märkte sind noch nicht ganz vorbereitet für zwei weitere Zinsschritte im Jahr 2017
- Da die Inflation in der ersten Hälfte 2017 über 2.5% klettern wird, besteht bei Treasuries mit 10-jähriger Laufzeit noch Potenzial für weiteren Renditeanstieg

#### Eurozone

- Die Zinsen sind in Europa bereits vor der Wahl gestiegen und liessen die Rendite auf eine 10-jährige deutsche Bundesanleihe über Null Prozent klettern
- Mit dem Verschwinden von Deflationsängsten macht diese Zinsnormalisierung Sinn, allerdings bleiben Rückschläge angesichts zahlreicher politische Risiken bestehen

#### Japan

- Sowohl Inflation als auch Wachstum überraschten letztlich positiv, so dass die Bank of Japan weniger unter Druck ist, die geldpolitischen Zügel weiter zu lockern
- In dem allgemeinen Ausverkauf von Obligationen über den letzten Monat hat die Notenbank allerdings ihr Versprechen erfüllt und eifrig Staatspapiere aufgekauft

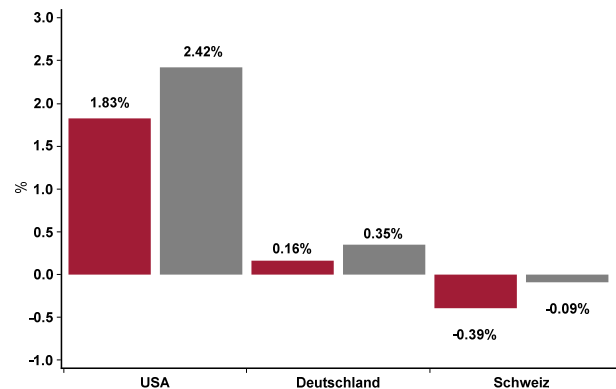
#### Grossbritannien

- Die finanziellen Rahmenbedingungen sind straffer geworden, denn der 10-jährige Zinssatz stieg um 30 Basispunkte und das Pfund hat gegenüber Euro aufgewertet
- Vor dem Hintergrund solider Makrodaten wird die Bank von England ihr Pulver nicht verschiessen um die Möglichkeit zu weiterer Lockerung für potenziell schwierige Zeiten während den Brexit Verhandlungen zu wahren

#### Schweiz

- Gemäss Terminmärkten wird für die zweite Hälfte 2017 bei Obligationen der Eidgenossenschaft mit 10-jähriger Laufzeit wieder eine positive Rendite erwartet
- Aufgrund politischer Unsicherheiten in Europa und einer Inflationsrate nahe Null erwarten wir den Schritt zu positiven Renditen allerdings erst im Jahr 2018

November 2016: Schlechtester Monat für Treasuries seit 2009



■ Rendite auf Staatsobligationen mit Laufzeit 10 Jahre: 31. Oktober 2016  
■ 30. November 2016

Source: **Macrobond**

Betrachtet man die Bewegungen an den Finanzmärkten seit den US-Wahlen liegt die Schlussfolgerung nahe, dass Trumps Ideen die Spielregeln für die Finanzmärkte und den globalen Wirtschaftsausblick grundlegend verändern. Unsere Interpretation fällt etwas anders aus: Typischerweise mögen die Märkte Unsicherheit nicht. Der Wahlausgang mit einem republikanischen Präsidenten und dem Kongress in der Hand derselben Partei reduzierte einiges an Ungewissheit bezüglich künftiger Fiskalpolitik. Die Anleger nutzten diese Gelegenheit, um vormalige Rezessionsängste abzuschütteln. Plötzlich fand eine Angleichung der Inflationserwartungen an die real beobachtbare Inflation statt. Diese stieg bereits vor der Wahl an. Die veröffentlichten Daten bestätigen unsere Meinung, dass die Weltwirtschaft in einen synchronen Aufschwung eingetreten ist. Die Zinsen auf Staatsobligationen sind rund um den Globus angestiegen, mit der Ausnahme von Japan, wo die Notenbank daran ist, aktiv Staatspapiere aufzukaufen, um eben diesen Zinsanstieg zu verhindern. In den USA war der November der schlechteste Monat für den Staatsanleihenmarkt seit 2009. Auch wenn wir von einem Höhepunkt der Inflationsraten zur Mitte des nächsten Jahres ausgehen, sehen wir bis dahin noch Raum für die langfristigen Zinssätze, um nach oben zu tendieren. Unserer Meinung nach haben die Märkte jene drei Leitzinserhöhungen durch das Fed bis Ende nächsten Jahres nicht vollständig eingepreist, von welchen wir nach wie vor ausgehen. Die Schwellenländer sind dem Risiko einer protektionistischen Ausrichtung der US-Regierung und der Aufwertung des US-Dollar ausgesetzt. Daher erwarten wir eine Ausweitung der Kreditspannen auf Staatspapiere dieser Länder.

## Aktienmärkte

### Überschwängliche Reaktion auf Trumps Wahlsieg

#### USA

- Der Wahlsieg Trumps beflügelte unerwarteterweise die Aktienwerte und verhalf dem S&P 500 zu einem Allzeithoch
- Im Zuge des Wachstumsoptimismus und der gestiegenen Inflationserwartungen wetten die Investoren auf Steuersenkungen und ein Repatriierungsprogramm für Unternehmensgewinne zu reduziertem Steuersatz
- Wenn Gewinne repatriert werden dürfte dies zu Aktienrückkäufen, Übernahmen und höheren Dividendenzahlungen führen

#### Eurozone

- Verbesserte Aussichten zum globalen Konjunkturzyklus und ein schwächerer Euro verleihen den Unternehmensgewinnen Rückenwind
- Die europäischen Märkte bleiben im Bann der politischen Risiken und dürften höhere Volatilitäten aufweisen
- Die erhöhte Risikoprämie unterstreicht die Attraktivität von Aktienanlagen

#### Japan

- Die anhaltende Schwächephase des handelsgewichteten Yen verhalf dem Nikkei zu einem deutlichen Anstieg über die letzten vier Wochen
- Die Unternehmensbefragung des Finanzministeriums lässt den ersten Anstieg der Verkäufe seit sieben Quartalen erkennen – allerdings bleibt das Gewinnwachstum eher verhalten

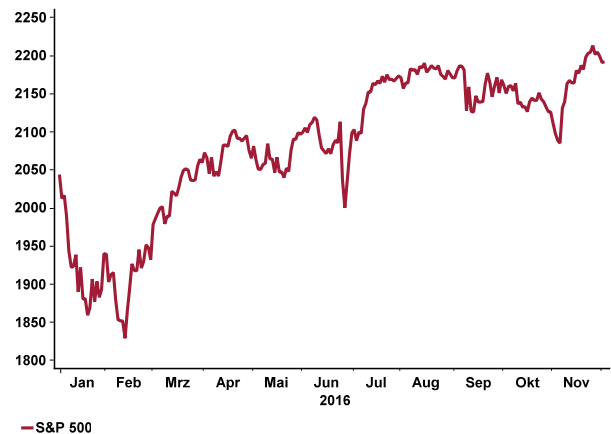
#### Grossbritannien

- Durch die prägnante Abwertung des Pfunds ist ein breites Spektrum von Sektoren von anziehendem Kostendruck betroffen – der Einkaufsmanagerindex des verarbeitenden Gewerbes deutet auf künftig schmalere Margen hin
- Produktionsunternehmen sind mit einem Anstieg der Inputpreise von mehr als 12% im Jahresvergleich konfrontiert

#### Schweiz

- Schweizer Aktienwerte haben in diesem Jahr nur leicht bessere Performance aufgewiesen als andere europäische Papiere
- Der SPI hat Ende November auf ähnlichem Niveau geschlossen wie er in den Monat gestartet war – dasselbe kann über den EuroStoxx 50 gesagt werden – Trumps Steuerpläne könnten europäische Werte benachteiligen

### S&P 500 erreichte ein neues Allzeithoch



Source: **Macrobond**

Wer hätte gedacht, dass der S&P 500 kurz nach der überraschenden Wahl von Donald Trump ein neues Allzeithoch erreicht. Wir sind ebenfalls erstaunt und machen drei Faktoren für diese Entwicklung aus: Erstens hat das Vertrauen der Investoren nach den US-Wahlen generell nicht gelitten. Im Gegenteil, viele Anlageklassen haben positiv auf die Wahl von Donald Trump reagiert. Zweitens, der designierte Präsident hat in seinen Reden nach der Wahl deutlich sanftere Töne angeschlagen als noch während des Wahlkampfes. Zudem werden das Prinzip der Gewaltenteilung sowie die gut funktionierenden Institutionen der USA gewisse Vorhaben des neuen Präsidenten „zähmen“. Drittens plant Donald Trump Steuersenkungen sowie die Repatriierung von im Ausland erwirtschafteten Unternehmensgewinnen zu einem reduzierten Steuersatz. Falls diese Änderungen im Steuersystem umgesetzt werden, ist dies eine völlig neue Ausgangslage für die US-amerikanischen Aktienmärkte. Steuersenkungen würden die Gewinne von US-Firmen deutlich unterstützen. Dies könnte die Erwartungen, oder Hoffnungen, beflügeln – insbesondere nach einer langen Periode mit Gewinnrezession. Die Gewinnrezession endete, wie in diesem Papier besprochen, im dritten Quartal 2016. Die Repatriierung von Gewinnen zu einem tieferen Steuersatz ist einfacher zu implementieren, da sie sich nicht negativ auf den Staatshaushalt auswirkt. Zuletzt gab es eine solche Möglichkeit zur Repatriierung im Jahr 2004. Damals brachten die Unternehmen viel Bargeld zurück in die USA und verwendeten dieses für Aktienrückkaufprogramme. Das hat die amerikanischen Aktienmärkte in die Höhe getrieben. Für die kommenden Monate sind wir grundsätzlich positiv für US-Aktien, da wir davon ausgehen, dass die Erwartungen an solche Änderungen des Steuersystems anhalten werden. In der kurzen Frist rechnen wir jedoch auch mit gewissen Korrekturen, da das Sentiment derzeit sehr optimistisch ausfällt.

## Währungen

Divergierende Geldpolitik zurück im Rampenlicht

### USA

- Die Wahl von Donald Trump hat die Erwartungen an Wachstum, Inflation und Zinserhöhungen in den USA beflügelt
- Der USD hat sich deutlich und gegenüber einer breiten Palette von Währungen aufgewertet
- Das Einpreisen der Zinserhöhungen des Fed im 2017 dürfte den Dollar weiter unterstützen – insbesondere da die EZB und Bank of Japan sehr akkomodativ bleiben

### Eurozone

- EUR verlor 3.5% gegenüber USD seit den US-Wahlen
- EUR/USD fiel kurzfristig unter 1.06 – zum ersten Mal seit Ende 2015
- Der November ist der erste Monat in diesem Jahr, in welchem EUR/USD deutlich unter 1.08 liegt
- Aufgrund der divergierenden Geldpolitik und der politischen Risiken in der Eurozone erwarten wir auch in den kommenden Wochen einen tieferen EUR/USD Kurs

### Japan

- Yen verlor 7% gegenüber USD seit den US-Wahlen
- Dies war die erste Abwärtsbewegung von JPY/USD in diesem Jahr
- JPY/USD dürfte in den kommenden Wochen aufgrund der divergierenden Notenbankpolitik weiter sinken

### Grossbritannien

- GBP/USD hat sich im November kaum bewegt
- Die Bank von England ist nicht unter Druck, die Geldpolitik weiter zu lockern, da die makroökonomischen Daten immer noch solide ausfallen
- Wir sehen Abwärtspotenzial für GBP/USD, da die Unsicherheit bezüglich Brexit-Verhandlungen bestehen bleibt

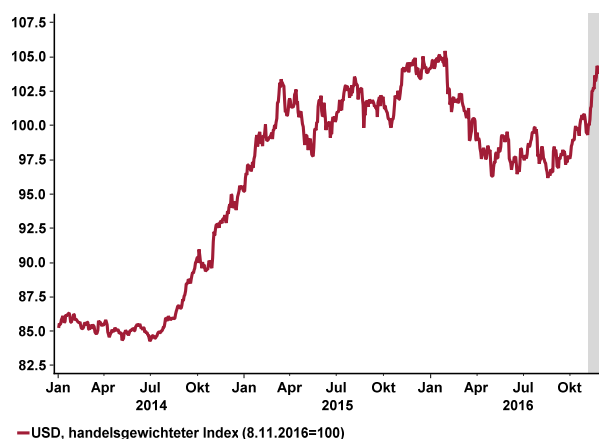
### Schweiz

- Die SNB musste stark am Devisenmarkt intervenieren, um der Aufwertung des CHF zum Euro entgegenzutreten
- EUR/CHF notierte zeitweise nahe bei 1.07 – das tiefste Niveau seit September 2015
- USD/CHF liegt dagegen erstmals seit März über Parität

**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)**

### Der US-Dollar hebt ab



— USD, handelsgewichteter Index (8.11.2016=100)

Source: **Macrobond**

Die Reflation der US-Wirtschaft war auch für die Devisenmärkte das Hauptthema im November. Nach dem Wahlsieg von Donald Trump wertete der handelsgewichtete US-Dollar um rund 4% auf. Hierfür gab es zwei Haupttreiber: Erstens die höheren Erwartungen bezüglich Wachstum und Inflation in den USA. In anderen Worten, die Antizipation der sogenannten Reflation. Zweitens rückt die divergierende Ausrichtung der Geldpolitik zwischen den USA und den übrigen grossen Zentralbanken erneut ins Zentrum. Die Finanzmarktteilnehmer haben ihre Erwartungen an die Zinserhöhungen des Fed angepasst. Sie gehen nun von einer weiteren Normalisierung der US-Geldpolitik aus. Da die Zentralbanken in der Eurozone und Japan immer noch sehr akkomodativ sind, kommt es zu einer Divergenz der Geldpolitik, welche den US-Dollar nach oben drückt. Diese Divergenz dürfte über die nächsten Monate im Fokus bleiben. Daher erwarten wir eine weitere Aufwertung des US-Dollars, jedoch nicht im selben Ausmass und nicht mit derselben Geschwindigkeit wie im November. Es gibt jedoch auch einige Risiken zu dieser Prognose: Nach dieser starken Bewegung könnte es eine technische Korrektur geben. Da die Erwartungen hoch sind, müssen die makroökonomischen Daten, die Politik des neuen Präsidenten und die Zeichen der Zentralbank unterstützend ausfallen, um den Dollar weiter zu stärken. Die erneute und rasche Aufwertung des Dollars bedeutete im Gegenzug schwächere Währungen in den Schwellenländern. Höhere langfristige Zinsen und ein stärkerer Dollar erschweren typischerweise die Situation für jene Schwellenländer mit makroökonomischen Ungleichgewichten. Die hohen Leistungsbilanzdefizite der Türkei, Südafrikas und Kolumbiens setzten deren Währungen unter Druck.