

Zinsen/Obligationenmärkte

Politische Normalisierung aufgeschoben

USA

- Obwohl wir nur einen geringen Einfluss durch den Brexit auf die US-Wirtschaft erwarten, wird das Fed einen noch vorsichtigeren Zinserhöhungszyklus fortführen
- Wir erwarten eine Erhöhung des Leitzins in 2016 und zwei Erhöhungen in 2017
- In den letzten zwei Jahren achtete das Fed sehr stark auf Unsicherheiten in anderen Regionen der Welt
- Die Renditen für 10-jährige US Staatsanleihen fielen unter 1.40%

Eurozone

- Wir erwarten eine weiterhin akkomodative EZB, die ihr Programm für den Kauf von Wertpapieren ausweiten wird
- Die EZB wird den Risikoaufschlag für Staatsanleihen der Peripherie im Auge behalten und das Kaufprogramm für Wertpapiere ausdehnen falls nötig

Japan

- Aufgrund der expansiven Haltung der EZB und des Fed könnte die Bank of Japan ihr Aufkaufprogramm weiter ausbauen, um ihre relative Position beizubehalten
- Die 10-jährigen Renditen auf Staatsanleihen gingen weniger stark zurück als in anderen Ländern

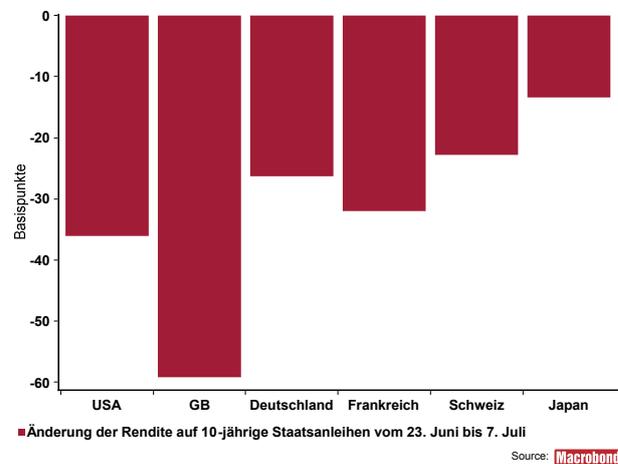
Grossbritannien

- Vor dem Hintergrund einer hohen Risikoprämie, ist der starke Rückgang von Zinsen auf UK Gilts überraschend
- In der Erwartung einer starken und schnellen geldpolitischen Aktion zur Unterstützung der Wirtschaft und des Bankensektors, brachen die Zinsen ein
- Obwohl sich das Pfund stark abwertet, wird sich die Bank of England nicht allzu grosse Sorgen über Inflationsdruck machen

Schweiz

- Wir erwarten, dass die SNB, primär durch Devisenmarktinterventionen, weiter gegen eine Aufwertung des CHF kämpfen wird
- Jede einzelne Staatsanleihe der Schweiz ist inzwischen mit negativer Rendite ausgestattet

Die Zinsen sind nach dem Brexit im freien Fall



Das Ergebnis der Volksabstimmung im Vereinigten Königreich kam für die Finanzmärkte überraschend. Daher reagierten die Zinsen drastisch. Die Nachfrage nach sicheren Anlagemöglichkeiten wie Staatsanleihen der USA, Deutschlands oder der Schweiz stieg drastisch an und deren Renditen brachen ein. Seit dem Referendum fiel die Rendite von 10-jährigen US Staatsanleihen um fast 40 Basispunkte. Die Rendite von 10-jährigen deutschen Bundesanleihen erreichte Mitte Juni das erste Mal negatives Niveau und befand sich zu Redaktionsschluss bei -0.18%. Seit dem 23. Juni fielen die Renditen auf 10-jährige Staatsanleihen in Deutschland, Frankreich und der Schweiz um 25 bis 30 Basispunkte. In Grossbritannien fiel die Anpassung am deutlichsten aus: Die Rendite ging um fast 60 Basispunkte zurück. Dieser Fall widerspiegelt, dass die Märkte eine entgegenkommende Reaktion der Bank of England erwarten. Eine Ausweitung des Wertpapier-Ankaufprogramms zur Versorgung der Finanzmärkte mit ausreichend Liquidität ist wahrscheinlich. Eine Senkung des anvisierten Zinssatzes, der im Moment 0.50% beträgt, ist ebenfalls möglich. Auf den ersten Blick sind fallende Zinsen in Grossbritannien kontraintuitiv, weil sie das erhöhte Risiko nicht widerspiegeln. Durch die erhöhte Unsicherheit in UK und der EU wird eine geldpolitische Normalisierung verschoben werden. In Bezug auf den Zinserhöhungszyklus des Fed erwarten wir nur eine Erhöhung 2016 – im Dezember – und zwei Erhöhungen 2017. Höchstwahrscheinlich wird auch die EZB ihr Wertpapier-Ankaufprogramm ausweiten. In diesem von Unsicherheit geprägten Klima erwarten wir, dass die langfristigen Zinssätze tief bleiben werden. Sie könnten sogar leicht zurückgehen. Allerdings erwarten wir keinen starken Rückgang, vorausgesetzt weitere schlechte Nachrichten bleiben aus.

Aktienmärkte

Der Brexit-Schock war schnell verdaut

USA

- Der Schaden für die US-Wachstumsprognosen durch den Brexit sollte relativ gering ausfallen
- Die Aktienmärkte wetten auf ein nochmals gemässigtteres Fed und haben einen weniger belastenden Einfluss der Geldpolitik schnell eingepreist
- Die Gewinnerwartungen schaffen Raum für Enttäuschungen – die Margen der Unternehmen sind rückläufig nicht zuletzt dank höherer Lohnkosten

Eurozone

- Die grossen Aktienindizes der Peripherieländer erlebten nach dem UK Referendum eine sofortige Korrektur
- Den EuroStoxx 50 traf die Risikoaversion der Anleger am stärksten
- Vom Brexit abgesehen litt der italienische Aktienmarkt am meisten. Es besteht die Angst vor einer italienischen Bankenkrise – italienische Banken halten faule Kredite im Wert von ungefähr 360 Milliarden Euro

Japan

- Die erneute Abwertung des Yen, der als sicherer Hafen gilt, machte der Wirtschaft und den Aktienmärkten zu schaffen
- Unter den grossen Indizes schneidet der Nikkei, der seit Anfang des Jahres ungefähr 20% verloren hat, weiterhin am schlechtesten ab

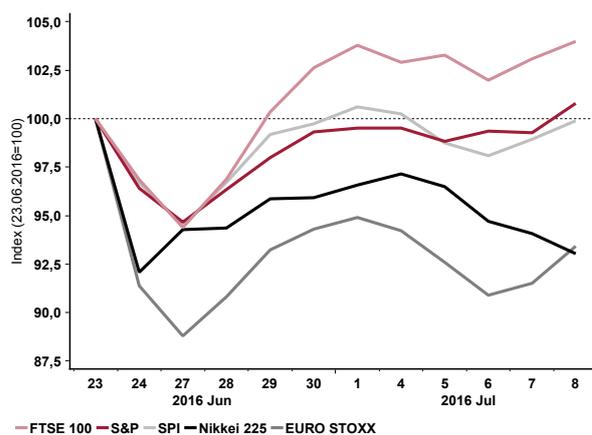
Grossbritannien

- Der Brexit führte unmittelbar zu einem starken Fall des GBP – dadurch ist der FTSE 100 der einzige grosse europäische Index der im bisherigen Geschäftsjahr höher ist als zu Jahresbeginn (siehe Grafik)
- Sollte Grossbritannien allerdings, wie in unserem Basisszenario angenommen, in eine Rezession fallen bezweifeln wir, dass sich diese überdurchschnittliche Entwicklung als nachhaltig herausstellt

Schweiz

- Nach dem Brexit konnten sich Investoren in Schweizer Aktien erleichtert zeigen, dass die Aufwertung des Franken weniger stark ausfiel als befürchtet – der Druck auf den Franken wurde teilweise durch die SNB entschärft
- Das Gewinnwachstum der Unternehmen bleibt gering

Performance nach dem Brexit: Ein klarer Outperformer



Source: **Macrobond**

Der Brexit hat die Märkte auf dem falschen Fuss erwischt. Die Aktien hatten im Vorfeld der Abstimmung noch eine deutliche Kursrallye hingelegt. Nach dem Absturz am 24. Juni und den darauffolgenden Tagen haben sich viele Märkte wieder rasch erholt, da sofort Schützenhilfe durch die Notenbanken, potenzieller Fiskalimpuls und erleichterte Kapitalanforderungen für die Banken eingepreist wurde. Unter kompletter Ausklammerung der Tatsache, dass sich die britische Politik in einem Chaos befindet, kletterte der britische Index FTSE 100 gar schneller als andere Aktienindizes, befeuert durch eine Abwertung des britischen Pfunds um circa 11%. Wir gehen mit den Marktteilnehmern einig, dass die Notenbanken eine noch expansivere Haltung einnehmen werden da es noch sehr schwierig ist den gesamtwirtschaftlichen Schaden, der durch den Brexit entsteht, abzuschätzen. Die Bank of England hat bereits Massnahmen eingeleitet, um die Kapitalanforderungen an Geschäftsbanken etwas zu lockern. Nichtsdestotrotz sind wir der Meinung, dass die Aktienmärkte im Gegensatz zu den festverzinslichen Werten eine etwas zu selbstgefällige Haltung einnehmen und die Risiken durch den Brexit unterschätzen. Die Volatilitätsindizes sind zwar auch temporär nach oben geschossen, fielen aber schnell wieder auf ein Niveau, das unter dem 25-jährigen Durchschnitt liegt. Die Aktien von US Unternehmen, welche berechtigterweise nach dem Referendum nur wenig korrigierten, sehen sich noch ganz anderen Hindernissen gegenüber. Die Gewinnerwartungen sind übertrieben und bieten Raum für Enttäuschungen. Die Margen von US Unternehmen sind unter Druck. Eine Gewinnrezession hält seit dem vierten Quartal 2015 an. Die Bewertungen scheinen uns in diesem Umfeld nicht gerechtfertigt, auch wenn Aktien gegenüber festverzinslichen Papieren noch attraktiv bewertet sind. In Anbetracht der widrigen Rahmenbedingungen bleiben wir gegenüber Engagements in Aktien vorsichtig.

Währungen

Brexit löst erneute Kapitalflüsse in sichere Häfen aus

USA

- Der Dollar zählt zu den Währungen, welche in einem risikoaversen Umfeld gesucht sind und hat somit gegenüber andere Hauptwährungen aufgewertet, mit Ausnahme des japanischen Yen
- Nach der Abstimmung in UK haben die Geldmärkte jegliche Zinserhöhung durch das Fed im nächsten Jahr ausgepreist
- Nach einer deutlichen Aufwertungsphase seit Mitte 2014, ist der USD aktuell schwächer als zu Jahresbeginn

Eurozone

- Auf handelsgewichteter Basis hat der Euro nach dem Brexit Entscheid aufgewertet, schwächte sich allerdings gegenüber USD und CHF ab
- Der anhaltende Leistungsbilanzüberschuss der Währungsunion stützt den Aussenwert des EUR
- Wir erwarten einen schwächeren EUR gegenüber USD und CHF über die kommenden Wochen

Japan

- Seit Jahresbeginn hat der Yen gegenüber anderen Hauptwährungen um nahezu 20% aufgewertet
- Geldpolitische Massnahmen verpuffen, ohne Wirkung zu entfalten
- Solange das risikoaverse Anlageumfeld besteht, dürfte der Yen unter Aufwertungsdruck bleiben

Grossbritannien

- Das Pfund hat die volle Wirkung der überraschenden Brexit Abstimmung zu spüren bekommen
- Der schwache Wachstumsausblick nach dem Brexit, weitere Geldlockerung durch die BoE, politische Instabilität und ein grosses Leistungsbilanzdefizit sprechen für eine weitere Abwertung des Pfunds

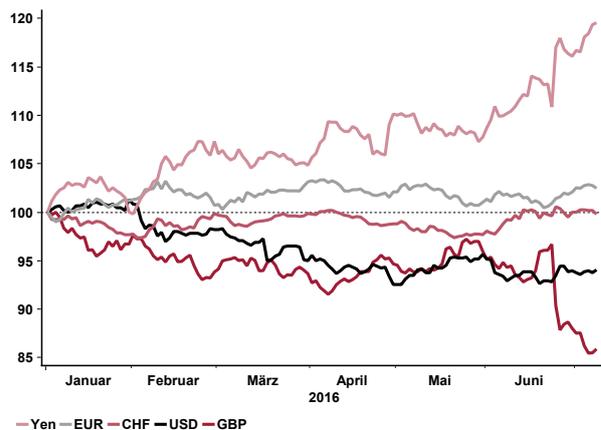
Schweiz

- EUR/CHF hat sich nach dem Brexit dank Interventionen der SNB nicht so stark bewegt wie befürchtet
- Die SNB muss auch weiterhin eingreifen wobei Devisenmarktinterventionen das Hauptinstrument bleiben

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**

Währungen auf handelsgewichteter Basis (01.01.2016=100)



Source: **Macrobond**

Das überraschende Ergebnis der Abstimmung in UK ist das dominante Thema seit dem 24. Juni. Direkt nach Ergebnisverkündung führte die Risikoaversion unter Anlegern zu signifikanten Bewegungen an den Devisenmärkten. Allerdings haben sich die unterschiedlichen Währungen in der Richtung und dem Ausmass so bewegt, wie man das im Falle eines Abstimmungsergebnisses gegen den Verbleib in der EU erwarten musste. Wir erwarteten, dass die britische Bevölkerung den Status quo vorziehen würde. Wie aus der Grafik oben ersichtlich, ist der japanische Yen der Outperformer unter den Hauptwährungen seit Jahresbeginn und hat durch das Abstimmungsergebnis sogar nochmals Aufwind bekommen. Spiegelbildlich dazu hat der Aussenwert des britischen Pfunds die Besorgnis um den Brexit voll zu spüren bekommen. Die Investoren bezweifeln, dass es der britischen Wirtschaft gelingen wird, das nötige Kapital anzuziehen, das es braucht um das riesige Leistungsbilanzdefizit, welches 7% des BIP beträgt, zu alimentieren. Darüber hinaus werden das politische und wirtschaftliche Umfeld Druck auf die Währung ausüben. Was auch immer geschieht, werden die Notenbanken weiterhin expansive Geldpolitik betreiben, um das Wachstum zu stützen und die Finanzmärkte zu beruhigen. Auch wenn die USA von den Wirren in Europa weniger betroffen sind, wird das Federal Reserve unserer Meinung nach bis zum Dezember keine weitere Zinserhöhung vornehmen. Die EZB signalisiert die Geldschleusen wenn nötig noch weiter zu öffnen und erhöht somit auch den Druck auf die SNB, welche die weitere Aufwertung des Frankens mittels Deviseninterventionen bekämpfen muss. Dies bläht die Bilanz der SNB weiter auf. Allerdings fiel der Betrag, den sie aufwenden musste um den Wechselkurs zum Euro um die Marke von 1.08 zu halten, kleiner aus, als man befürchten musste.