

APRIL 2017

FX MONTHLY

QCAM Insight ++ Die Makroperspektive ++ Was die Währungsmärkte bewegt
Konjunkturklima ++ Inflation und Zinsen ++ Währungsmärkte ++ Finanzmarktumfeld
Die Zahl des Monats

Seite 1 QCAM Insight

Dual Currency
Notes – die Indifferenz
gegenüber Währungen
monetarisieren



QCAM Currency Asset Management AG
Guthirtstrasse 4
6300 Zug
Schweiz



Wellershoff & Partners Ltd.
Zürichbergstrasse 38
8044 Zürich
Schweiz

Wellershoff & Partners Ltd. ist strategischer Research-Partner der QCAM Currency Asset Management AG. Die Zusammenarbeit umfasst den regelmässigen Austausch über Entwicklungen in der Weltwirtschaft und an den Finanzmärkten sowie deren Auswirkungen auf die Währungsmärkte. Ausserdem steht Wellershoff & Partners Ltd. der QCAM Currency Asset Management AG für ausgewählte Anlässe sowie Kundenmeetings zur Verfügung.

Impressum

Redaktion, Inhalt, Konzeption und Gestaltung:

QCAM Currency Asset Management AG, Zug, und Wellershoff & Partners Ltd., Zürich

Redaktionsschluss: 18. April 2017

FX Monthly erscheint monatlich in deutscher und englischer Sprache.

Inhalt

QCAM Insight	Seite 1
Die Makroperspektive	Seite 3
Was die Währungsmärkte bewegt	Seite 5
Konjunkturklima	Seite 7
Inflation und Zinsen	Seite 11
Währungsmärkte	Seite 15
Finanzmarktumfeld	Seite 19
Die Zahl des Monats	Seite 21

Dual Currency Notes – die Indifferenz gegenüber Währungen monetarisieren

Liquidität zu halten ist in diesen Tagen angesichts tiefer oder teilweise sogar negativer Zinsen keine spannende Option. Dual Currency Notes sind eine kurzfristige Alternative, um Erträge zu optimieren. Sie sind insbesondere dann interessant, wenn das Portfolio eines Kunden sowieso über verschiedene Währungsräume diversifiziert ist und es damit eine natürliche Nachfrage nach einer Vielzahl von Währungen gibt.

Wir alle sind uns der Schwierigkeiten bewusst, denen sich Investoren derzeit ausgesetzt sehen, wenn sie Liquidität in einem sehr kurzen Zeitraum, beispielsweise über drei Monate, investieren müssen. In vielen entwickelten Märkten sind die Zinsen weiterhin sehr tief oder sogar negativ. Dieses Umfeld dürfte auch noch einige Monate anhalten.

Eine mögliche Lösung in diesem Umfeld ist es, Teile der Liquidität in kurzfristige Dual Currency Notes zu investieren, welche üblicherweise eine Laufzeit zwischen zwei Wochen und zwei Monaten aufweisen. Diese liefern einen besseren Ertrag, wenn das zugrundeliegende Währungspaar einen Seitwärtstrend aufweist. Dieser Ansatz macht insbesondere dann Sinn, wenn das Portfolio nach einem Multi Currency Ansatz gehandhabt wird und der Investor also eine natürliche Nachfrage nach mehreren Währungen hat.

Da die Strukturierung und Ausführung einer solchen Investition effizient und unter Berücksichtigung des Risikoprofils jedes Investors getätigt werden kann, erlauben es Dual Currency Notes, taktische Flexibilität zu bewahren und Opportunitäten auszunutzen, sobald sie sich am Markt ergeben.

Der Mechanismus einer Dual Currency Note

Einfach gesagt ist eine Dual Currency Note eine Kombination einer Geldmarktanlage und einer verkauften Devisen-Option, verpackt in einem verbrieften Anlageprodukt mit einer Valoren-Nummer. Dank der verkauften Devisen-Option erwirtschaftet der Investor einen höheren Ertrag, während er das Risiko eines Umtauschs in eine alternative Währung in Kauf nimmt.

Nehmen wir an, ein Investor hält überschüssige Euro und hat eine natürliche Nachfrage nach US-Dollar. Der Investor entscheidet sich nun, einen Teil seiner Euro-Bestände in eine kurzfristige Dual Currency Note mit Basiswert EURUSD Wechselkurs und einer Laufzeit von zwei Wochen zu investieren. Hier die Kernpunkte: Maturität: 2 Wochen. Strike: 1.0850 USD per 1 EUR. Coupon: 1.75% p.a. Investitionswährung: EUR. Alternativwährung: USD. Spot-Referenz am Ausgabetag: 1.0600 USD per 1 EUR.

Bei der Maturität wird die Dual Currency Note dem Investor entweder in Euro oder USD zurückbezahlt, je nachdem, wo sich der EURUSD-Wechselkurs im Verhältnis zum Strike befindet. Wenn der Wechselkurs unter dem Strike liegt, werden das ursprüngliche Investment und der erwirtschaftete Zins in EUR zurückbezahlt. Wenn der Wechselkurs über dem Strike zu liegen kommt, werden die ursprüngliche Investition und der Zins in USD zurückbezahlt, umgerechnet zum Strike.

Wird die Investition in der alternativen Währung zurückbezahlt, muss der Investor einen Opportunitätsverlust hinnehmen, da er die Investitions-Währung zum dann gültigen Devisenkurs zu einem vorteilhafteren Wechselkurs verkaufen hätte können. Jedoch ist der erzielte Um-

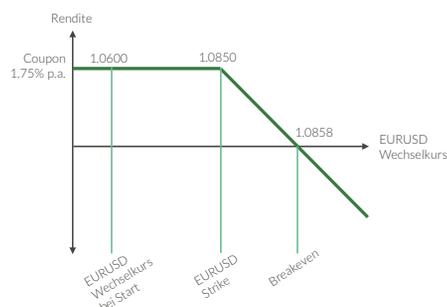
rechnungskurs via den Strike attraktiver im Vergleich zum Devisenkurs beim Ausgabetag.

Es macht Sinn, nicht die gesamten Liquiditäts-Bestände in Dual Currency Notes zu investieren, sondern nur Teile davon, angepasst an das Risikoprofil des Investors. Zudem ist es vernünftig, Dual Currency Notes in verschiedene kleinere Investitionen zu diversifizieren, entweder mit unterschiedlichen Alternativwährungen und/oder mit unterschiedlichen Laufzeiten, um die Risiken zu streuen.

Wie ein Handelsumfeld aussieht

Um solche Investitionen tätigen zu können, muss der Investor etwas Vorarbeit leisten. Zunächst muss ein Netzwerk von Emittenten aufgebaut werden. Das kann entweder direkt mit den Ausgabebanken geschehen oder über eine spezialisierte Firma. Die Vorteile von Letzterem liegen auf der Hand. Erstens ist die nötige Infrastruktur so innert Kürze verfügbar, zweitens hat der Investor nur einen einzigen Kontakt- und Ansprechpunkt in diesen Belangen.

Payoff-Diagramm bei Maturität



Quelle: QCAM Currency Asset Management

Durch den Beizug der QCAM Currency Asset Management AG können Investoren ausgewiesene Expertise in Devisen-Fragen abrufen und auf die bestehende, geprüfte Infrastruktur des Unternehmens zurückgreifen. Zusammengefasst lässt sich also sagen: In einem Umfeld tiefer oder negativer Zinsen sind Dual Currency Notes eine attraktive taktische Option, um die Erträge zu optimieren. Dazu bedarf es aber einer guten Vorbereitung – am besten mit professioneller Hilfe.

Wie ein Handelsumfeld aussieht



Quelle: QCAM Currency Asset Management

Die Makroperspektive

Die 2-Prozent-Marke – Kalkül oder Willkür?

Alle grösseren westlichen Zentralbanken streben mittel- bis längerfristig eine Konsumentenpreis-inflation von 2 Prozent an. Welche Gründe stecken hinter dieser Grenze, die in den letzten Jahren nicht zuletzt von Zentralbankern ins Zentrum gerückt worden ist, um ihre ultra-expansive Geldpolitik zu rechtfertigen?

Die Kreativität der Notenbanker kannte in den letzten Jahren wahrlich keine Grenzen. Eine unkonventionelle Massnahme löste die nächste ab. In der Argumentation, warum all diese Massnahmen nötig seien, nimmt die Inflationsrate stets eine zentrale Rolle ein. Dabei streben alle grösseren westlichen Zentralbanken eine Konsumentenpreis-inflation von rund 2 Prozent an. Warum eigentlich 2 Prozent?

Pufferzone zur gefürchteten Deflation

Zunächst ist die 2-Prozent-Marke eine Quantifizierung des Begriffs Preisstabilität, zu deren Gewährleistung alle westlichen Zentralbanken primär verpflichtet sind. Eine stabile Preisentwicklung ist ganz generell für das Funktionieren des marktwirtschaftlichen Systems unerlässlich und trägt schlussendlich zum sozialen Frieden im Land bei.

Die Frage sei eingangs erlaubt, warum die Notenbanken mit einer Inflationsrate von 0 Prozent nicht eine Grösse anstreben, die wohl intuitiv ebenfalls mit Preisstabilität in Verbindung gebracht wird. Der Grund für eine leicht positive Inflationsrate liegt zunächst darin, eine Pufferzone zu negativen Raten schaffen zu wollen. Die No-

tenbanken fürchten sich vor einer dauerhaften, sich selbst verstärkenden Abwärtsspirale der Preise, der Deflation. Erwarten Konsumenten und Unternehmen in Zukunft tiefere Preise, halten sie Ausgaben und Investitionen zurück, was wiederum via niedrigerer Beschäftigung und sinkenden Löhnen zu noch tieferen Preisen führt – ein potenziell zerstörerischer Prozess.

Das Gegenteil gilt es ebenfalls zu vermeiden. Denn setzt sich in den Köpfen der Wirtschaftsakteure fest, dass das Preisniveau morgen deutlich über dem heutigen liegt, führen schlagartige Mehrausgaben und –investitionen zu einer Aufwärtsspirale, die zu exorbitanten Inflationsraten führen kann.

Erleichterung preislicher Anpassungen

Stattdessen wirkt eine leicht positive Inflationsrate für Konsumenten und Unternehmen leicht ausgabenstimulierend, was die Konjunktur unterstützt. Zudem erleichtert eine positive Inflation die Anpassungsprozesse in einer Volkswirtschaft. Preisliche Anpassungen nach unten sind oft nur schwer vermittelt- und durchsetzbar. Dies gilt vor allem für den Arbeitsmarkt. Während sogenannte Nullrunden bei Lohnverhandlungen von den Beschäftigten zumeist murrend akzeptiert werden, sind Lohnkürzungen selten. Bei einer leicht positiven Inflation ist es aber möglich, die Reallöhne zu senken. Diesem Mechanismus kommt auf volkswirtschaftlicher Ebene eine grössere Bedeutung zu. So können die Lohnstückkosten eines Sektors oder einer gesamten Volkswirtschaft deutlich schneller und eben konfliktfreier gesenkt werden, was die internationale Wettbewerbsfähigkeit verbessern bezie-

ungsweise nach einer Krise wieder herstellen kann.

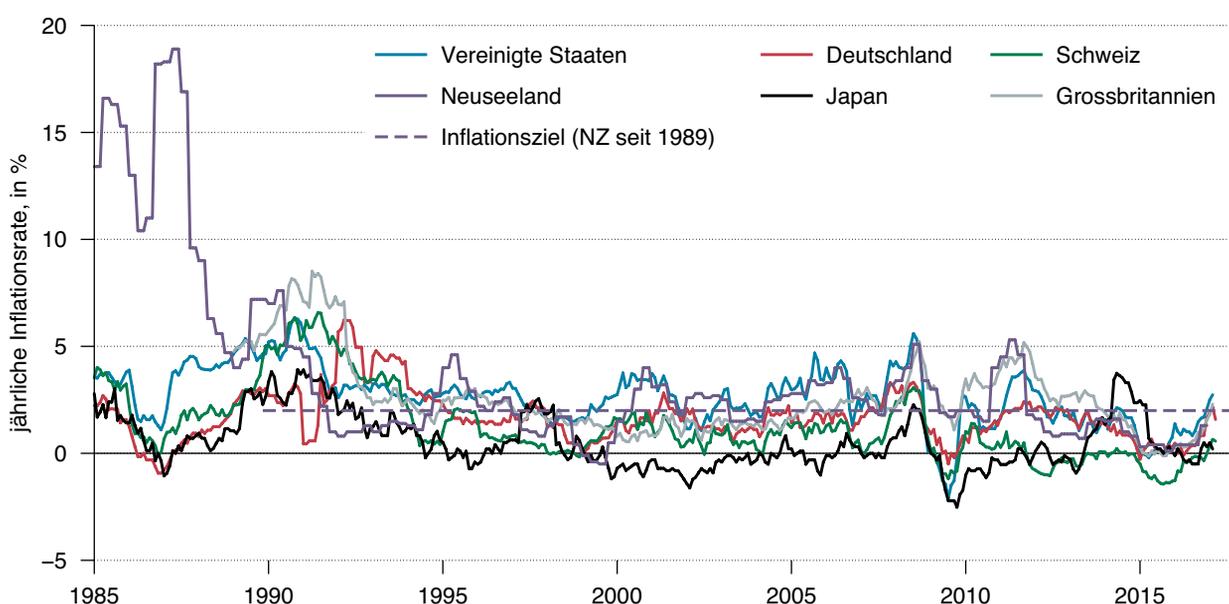
Doch ein höheres Ziel?

Sooft die 2-Prozent-Marke in den letzten Jahren von Notenbankern herangezogen worden ist, in Stein gemeisselt ist sie nicht. Der damalige Chefökonom des Internationalen Währungsfonds (IWF) Olivier Blanchard erzeugte vor einigen Jahren grossen Wirbel, als er anregte, die Zentralbanken sollten ihr Inflationsziel auf 4 Prozent erhöhen. Da eine höhere Inflationsrate aller Voraussicht nach auch höhere Leitzinsen mit sich bringen würde, könnten die Zentralbanken zur Abfederung der nächsten grossen Krise dann stärker vom Instrument der konventionellen Leitzinssenkungen Gebrauch machen, bis sie aufgrund der Nulllinie in Schwierigkeiten kommen und zu unkonventionellen Massnahmen greifen müssten.

Der Makel einer gewissen Willkür bleibt

Es gibt also gute Gründe für die Notenbanken, eine leicht positive Inflationsrate anzustreben. An der Marke von 2 Prozent bleibt allerdings der Makel einer gewissen Willkür haften, insbesondere dann, wenn man in den Geschichtsbüchern stöbert: Die erste Zentralbank, die überhaupt irgendein Inflationsziel anstrebte, war die neuseeländische Zentralbank im Jahr 1989. Nach einer zufälligen Bemerkung des ehemaligen Finanzministers wurde das Inflationsziel auf 2 Prozent festgelegt. Weil in den Jahren danach die Inflation deutlich gesenkt werden konnte, machte die neuseeländische 2-Prozent-Marke Schule. Das neuseeländische Parlament hatte damals übrigens kein Interesse an einer ausführlicheren Untersuchung des Inflationsziels gehabt; es war gerade kurz vor Weihnachten.

Erfolgreiche Einführung der 2-Prozent-Marke in Neuseeland im Jahr 1989



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Was die Währungsmärkte bewegt

Der USD als Spielball der Marktnarrativen

Der US-Dollar ist derzeit der Spielball unterschiedlicher Marktnarrativen. Während es müssig ist, darauf zu spekulieren, welche dieser Narrativen sich schlussendlich durchsetzen wird, ist klar: Erstens ist der USD gemäss der Indikation der Kaufkraftparität deutlich überbewertet, zweitens ist jede USD-Anlage derzeit mit noch mehr Unsicherheit behaftet als sonst schon.

Gemäss dem vorherrschenden Marktnarrativ der divergierenden Geldpolitik hätte der USD in den letzten Monaten kräftig zulegen sollen. Nun hat der Greenback aber gegenüber den allermeisten Hauptwährungen auch immer wieder Federn lassen müssen. Seit Jahresbeginn steht gegenüber den G10-Währungen eine Abwertung von 1.2 Prozent zu Buche. Im Moment scheinen drei Narrativen die Entwicklung des USD zu prägen. Eine zentrale Rolle spielt dabei die Interpretation des politischen Umfelds in den Vereinigten Staaten sowie die Bedeutung, welche man Kaufkraftparitätsschätzungen und Zinsdifferenzen zukommen lässt.

Narrative 1: Wirtschaftspläne verfangen

Eine erste Narrative bezüglich der Entwicklung des USD basiert auf einem gewissen Optimismus gegenüber den Wirtschaftsplänen von Donald Trump. Ist man von diesen Wirtschaftsplänen überzeugt, liegt es nahe, von einer Dynamisierung der Wirtschaft und damit steigenden Zinsen auszugehen. Diese Dynamisierung soll von massiven Mehrausgaben im Bereich der Infrastruktur und der Verteidigung, von Steuersenkungen für Unternehmen sowie von der Deregulierung des Finanzmarkts ausgehen. Au-

sserdem: Was sonst als einen Anstieg der Konsumentenstimmung soll man erwarten, wenn der gewünschte Präsidentschaftskandidat auch gewählt wird? Läuft die Wirtschaft gut, steht einer vielleicht sogar noch schneller als bereits eingepreisten Zinserhöhung nichts im Wege. Davon dürfte dann wiederum der US-Dollar profitieren, so die herrschende Marktmeinung.

Narrative 2: Unsicherheit überwiegt

Nun können die Wirtschaftspläne des Präsidenten aber auch ganz anders interpretiert werden. Erinnern wir uns: Bereits im Zuge der US-Wahlen machte eine einfache Narrative die Runde. Damals wurde die Wahl von Donald Trump in breiten Kreisen als unliebsames Szenario verstanden, gingen damit doch substanzielle Risiken einher. Diese Risiken wurden in den unsicheren Leitlinien von Donald Trumps Wahlprogramm erkannt, aber auch in protektionistischen und teils marktfeindlichen Aussagen. Verunsicherte Konsumenten und Unternehmen würden bei einem Wahlsieg von Donald Trump die Wirtschaft belasten, den Finanzmärkten die Dynamik entziehen und die Chancen auf eine baldige Erhöhung der Leitzinsen zunichte machen. Und überhaupt: Liegt es nicht nahe, von einem Präsidenten, der Arbeitsplätze in wenig kompetitiven Industrien retten will, eine Schwächung des Greenback zu erwarten?

Narrative 3: Kaufkraftparität trumpft

Ein Ausweg aus der Betrachtung solcher Unwägbarkeiten liegt im Fokus auf die Kaufkraftparität. Denn gemäss dem Konzept der Kaufkraftparität ist der US-Dollar wei-

terhin massiv überbewertet, wie die Abbildung zeigt. Nun bietet das Konzept der Kaufkraftparität die Freiheit, kurzfristige Unwägbarkeiten beflissentlich zu übersehen. Empirisch übertrumpft es jede alternative Theorie zu den Determinanten von Wechselkursen um Längen. Doch es hat auch einen entscheidenden Makel: Investoren müssen einen langen Atem haben, wenn sie nach den Prinzipien der Kaufkraftparität investieren wollen.

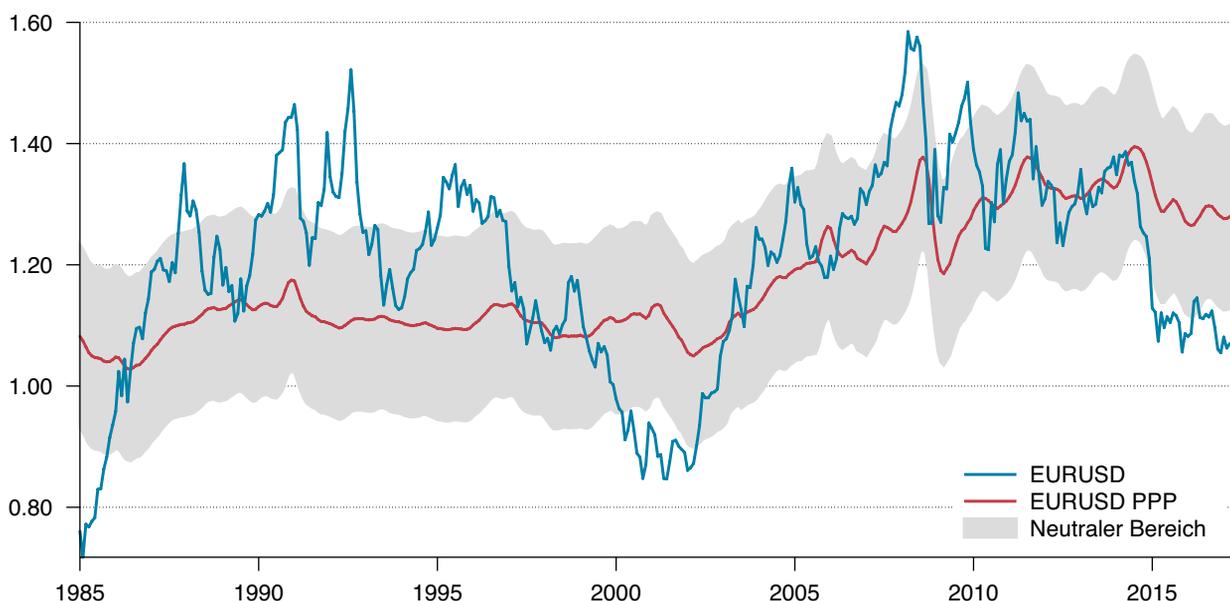
Kampf der Narrativen

Das Auf und Ab des US-Dollar in den letzten Monaten verdeutlicht, dass jede dieser Narrativen in gewissen Phasen bevorzugt und dann wieder vernachlässigt wurde. Das hat sich gerade in den letzten Tagen wieder gezeigt. Nach einem Treffen mit dem chinesischen Präsidenten Xi Jinping in Washington trat Präsident Trump am 12. April 2017 in einem Interview im *Wall Street Journal* mit der Aussage an die Öffentlichkeit, dass er den US-Dollar für überbewertet halte. Das habe, notabene, mit seiner Person zu

tun. Als Präsident sei er schlicht zu überzeugend.

Das Kräftemessen der obengenannten Narrativen dürfte noch einige Zeit so anhalten. Klärung bezüglich der politischen Treiber erwarten wir dabei nicht, als zu unstehtig nehmen wir bis anhin die Politik der neuen Administration wahr. Was vor uns liegt, können wir also sozusagen «live» beobachten: Nach der Veröffentlichung des Protokolls der März-Sitzung des Offenmarktausschusses hat der US-Dollar wieder etwas Rückenwind bekommen; nach den Kommentaren von Donald Trump, dass der Greenback zu stark sei, etwas Federn lassen müssen. Der US-Dollar ist also zum Spielball der Marktnarrativen geworden. In diesem Umfeld ist eigentlich nur eines klar: Während wir von den Kaufkraftparitätsschätzungen eine klare Indikation dafür erhalten, in welche Richtung sich der US-Dollar in der langen Frist bewegen sollte, ist jede kurzfristige USD-Anlage derzeit mit noch mehr Unsicherheit belastet, als das üblicherweise bereits schon der Fall ist.

Der US-Dollar ist stark überbewertet



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Konjunkturklima

Der Arbeitsmarkt in den Vereinigten Staaten hat sich im März mit nur 98 000 neu ausgeschrieben Stellen abgekühlt. Zu beachten bleibt jedoch das starke Wachstum der Vormonate. Aus diesem Grund beträgt auch der Drei-Monats-Durchschnitt immer noch 178 000 neu geschaffene Stellen pro Monat und widerspiegelt damit eine robuste Entwicklung des Arbeitsmarkts.

Während sich die Stimmung in der US-Industrie auf einem hohen Niveau von 57.2 Indexpunkten halten konnte, sind die Umfragewerte für den Servicesektor im März von 57.6 auf 55.2 Punkte gesunken. Das ist der erste Rückgang der Stimmungsdaten seit August 2016.

Der vorlaufende W&P-Konjunkturklima-indikator zeigt nichtsdestotrotz immer noch eine deutliche Wachstumsbeschleunigung an. Im zweiten Quartal 2017 dürfte ein reales BIP-Jahreswachstum von rund 3 Prozent möglich sein.

Die W&P-Konjunkturklima-indikatoren versprechen auch für Europa ein höheres Wachstum. Die Wachstumsbeschleunigung ist insbesondere in Deutschland ausgeprägt. Im vierten Quartal 2016 wuchs Deutschland um 1.8 Prozent im Vorjahresvergleich. In Frankreich und Spanien verschlechterte sich die Stimmung der Wirtschaftsakteure derweil etwas.

Überblick

	Trend- wachstum ¹	Reales BIP-Wachstum ²				W&P-Konjunkturklima-indikatoren ³			
		Q2/2016	Q3/2016	Q4/2016	Q1/2017	12/2016	1/2017	2/2017	3/2017
USA	1.7	1.3	1.6	2.0	-	2.7	2.8	3.1	2.9
Eurozone	1.0	1.6	1.8	1.7	-	2.1	2.1	2.1	2.1
Deutschland	1.4	1.8	1.7	1.8	-	2.9	2.9	2.7	2.9
Frankreich	0.7	1.1	0.9	1.1	-	1.3	1.2	1.3	1.2
Italien	0.2	0.9	1.0	1.0	-	0.5	0.7	0.7	0.7
Spanien	1.6	3.4	3.2	3.0	-	1.9	2.1	2.4	2.0
Grossbritannien	1.8	1.7	2.0	1.9	-	2.4	2.2	2.5	2.6
Schweiz	1.5	2.0	1.4	0.6	-	1.2	1.3	1.5	1.3
Japan	0.4	0.9	1.1	1.6	-	1.9	2.0	2.1	2.1
Kanada	1.6	1.1	1.4	2.0	-	1.1	1.3	1.3	1.6
Australien	2.4	3.1	1.9	2.4	-	2.5	2.6	2.6	2.6
Brasilien	1.4	-3.6	-2.8	-2.5	-	-1.5	-2.2	-0.4	1.2
Russland	0.1	-0.5	-0.4	0.3	-	3.5	4.3	2.5	2.4
Indien	7.7	7.2	7.4	7.0	-	7.2	7.1	7.0	6.7
China	7.4	6.7	6.7	6.8	6.9	7.4	7.0	7.3	7.1
Industrienationen ⁴	1.4	1.7	1.6	1.7	-	2.6	2.7	2.9	2.8
Schwellenländer ⁴	6.0	4.9	4.7	5.0	-	4.8	4.8	4.8	4.9
Welt ⁴	3.5	3.3	3.2	3.4	-	3.5	3.5	3.7	3.7

¹ Aktuelle Trendwachstumsrate des realen BIP in Prozent pro Jahr gemäss Trendwachstumsmodell von Wellershoff & Partners.

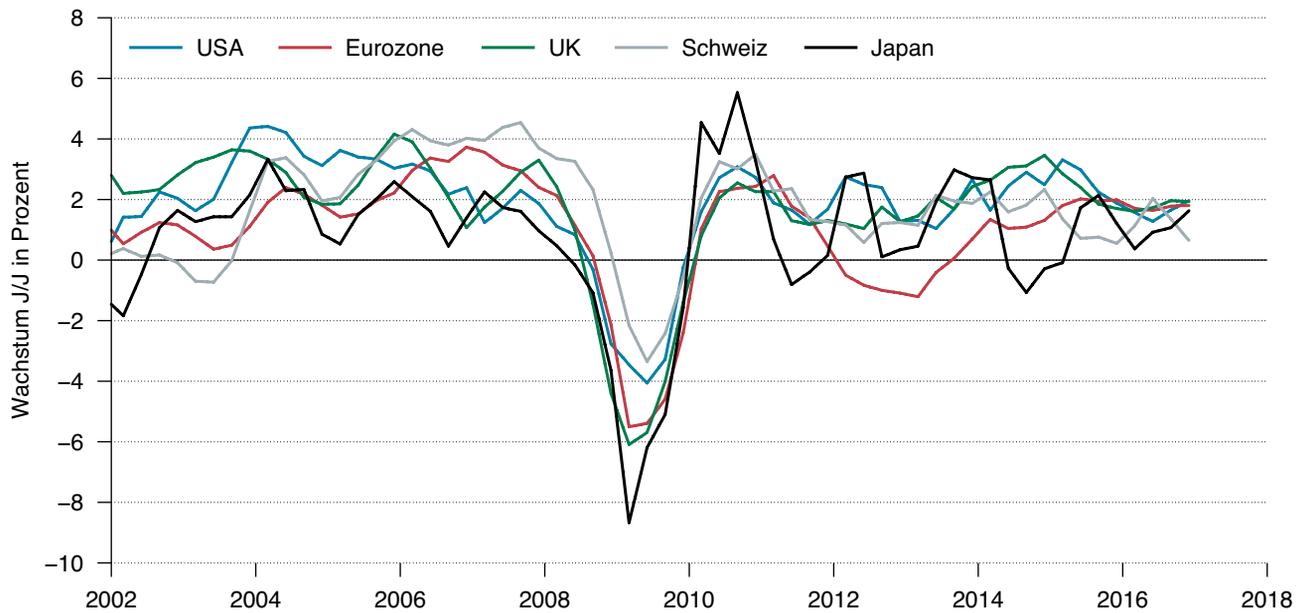
² Veränderung des realen BIP gegenüber dem Vorjahresquartal in Prozent.

³ Die Konjunkturklima-indikatoren von Wellershoff & Partners haben einen Vorlauf auf die offiziellen BIP-Wachstumsraten von bis zu sechs Monaten und werden anhand von Konjunkturumfragen bei Unternehmen und Konsumenten geschätzt.

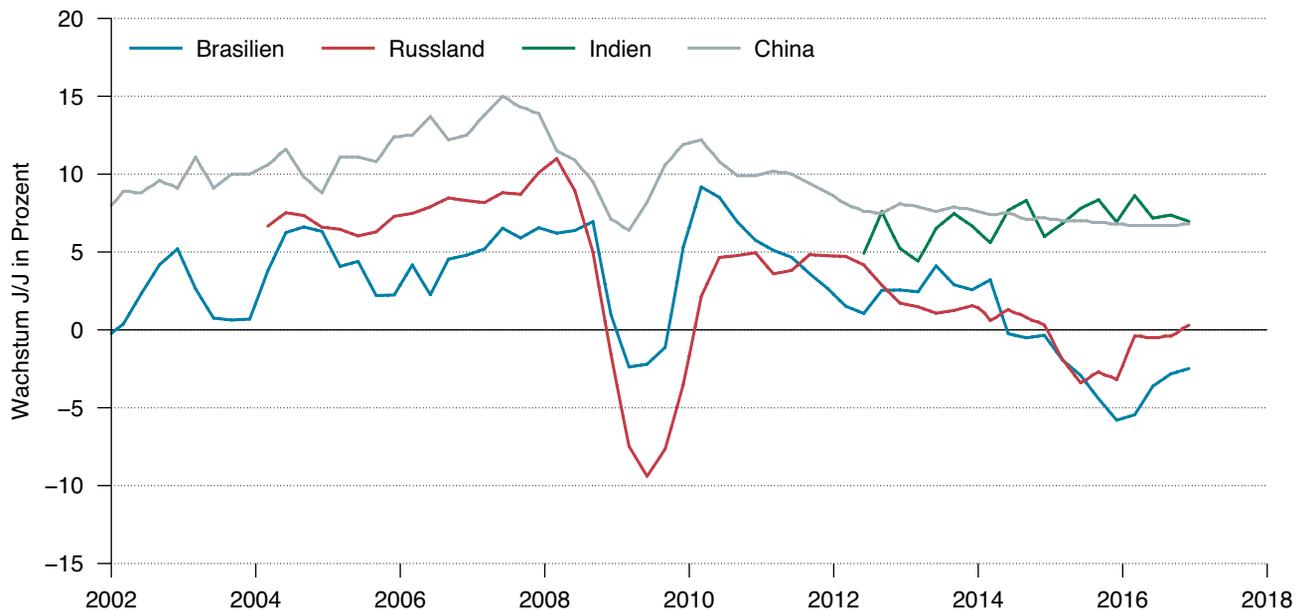
⁴ Die Aggregate werden anhand von nominalen BIP-Gewichten und Kaufkraftparitätskursen berechnet.

Quelle: Europäische Kommission, Penn World Table, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Wirtschaftswachstum Industrienationen



Wirtschaftswachstum Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

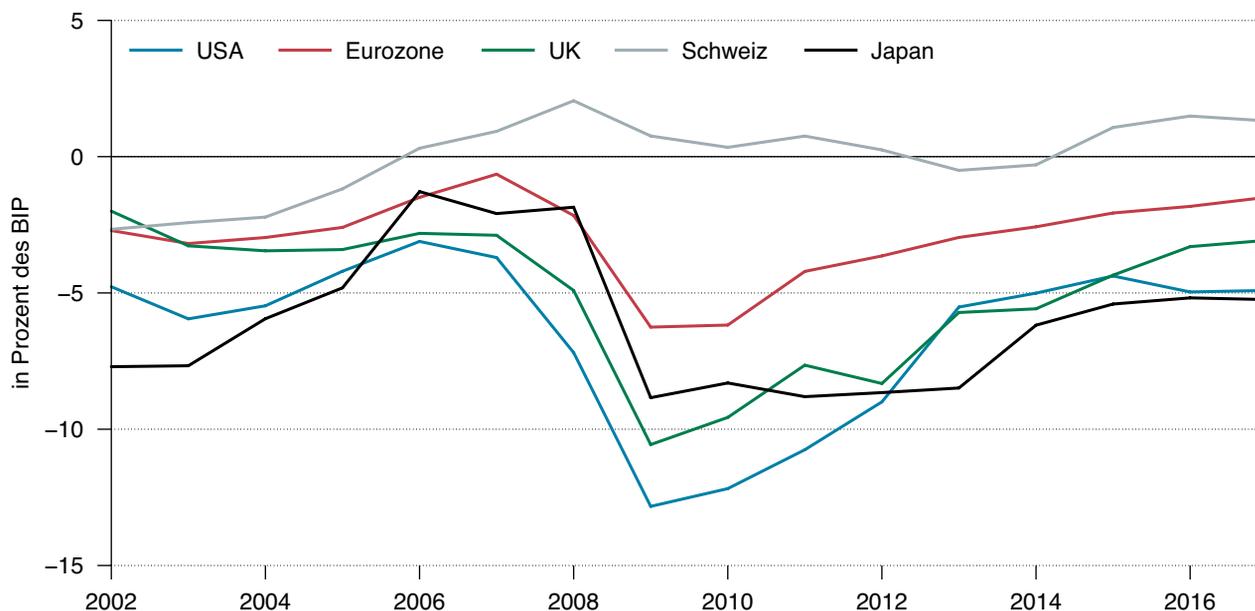
Wirtschaftsindikatoren

Ausgewählte Kennzahlen

	Anteil am Welt-BIP ¹		Leistungsbilanz ²		Staatsverschuldung ²		Budgetdefizit ²		Arbeitslosenquote ³	
	Ø 5 Jahre	Aktuell	Ø 5 Jahre	Aktuell	Ø 5 Jahre	Aktuell	Ø 5 Jahre	Aktuell	Ø 5 Jahre	Aktuell
USA	23.0	24.4	-2.5	-2.6	113.3	116.9	-5.8	-4.9	6.4	4.5
Eurozone	16.7	15.6	3.2	4.0	108.1	108.3	-2.6	-1.5	11.2	9.5
Deutschland	4.8	4.5	7.8	8.8	80.5	71.7	0.2	0.5	6.6	5.8
Frankreich	3.5	3.2	-0.9	-0.8	117.1	124.1	-3.9	-3.0	9.8	9.7
Italien	2.7	2.4	1.5	3.0	152.2	159.5	-2.7	-2.4	11.8	11.8
Spanien	1.7	1.6	1.2	1.7	110.4	119.1	-6.6	-3.6	23.4	18.0
Grossbritannien	3.7	3.3	-4.7	-4.8	109.6	113.1	-5.5	-3.1	6.1	4.7
Schweiz	0.9	0.9	10.3	9.2	45.0	41.7	0.4	1.3	3.1	3.4
Japan	6.5	6.4	2.0	3.8	225.6	237.5	-6.8	-5.2	3.7	2.8
Kanada	2.3	2.0	-3.2	-3.1	88.1	90.5	-1.8	-2.3	7.0	6.7
Australien	1.9	1.7	-3.8	-3.9	34.3	43.2	-3.0	-2.5	5.7	5.9
China	13.6	15.5	2.4	1.6	40.0	49.9	-1.6	-3.3	4.1	-
Brasilien	2.9	2.5	-2.9	-1.3	67.6	82.4	-6.4	-9.1	8.4	13.2
Indien	2.7	3.1	-2.1	-2.0	68.6	67.2	-7.2	-6.6	-	-
Russland	2.4	1.8	3.2	3.5	14.9	17.9	-1.9	-1.5	5.4	5.6

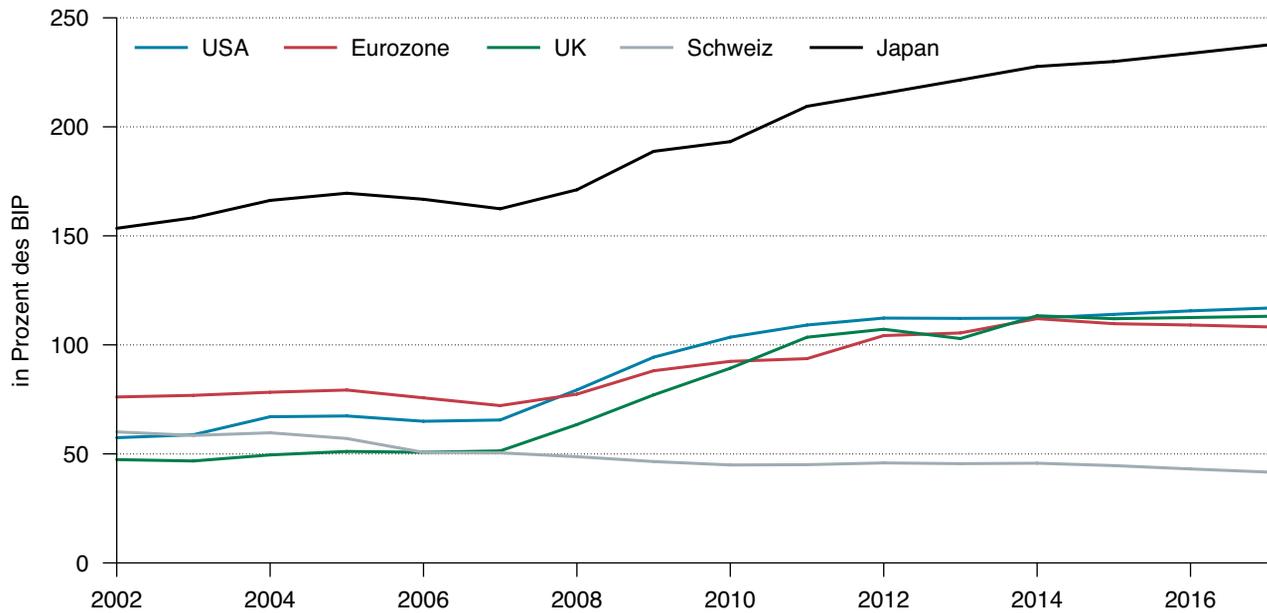
¹ In Prozent; Berechnung anhand von Marktwechselkursen. ² In Prozent vom nominalen BIP. ³ In Prozent.

Budgetdefizit Industrienationen

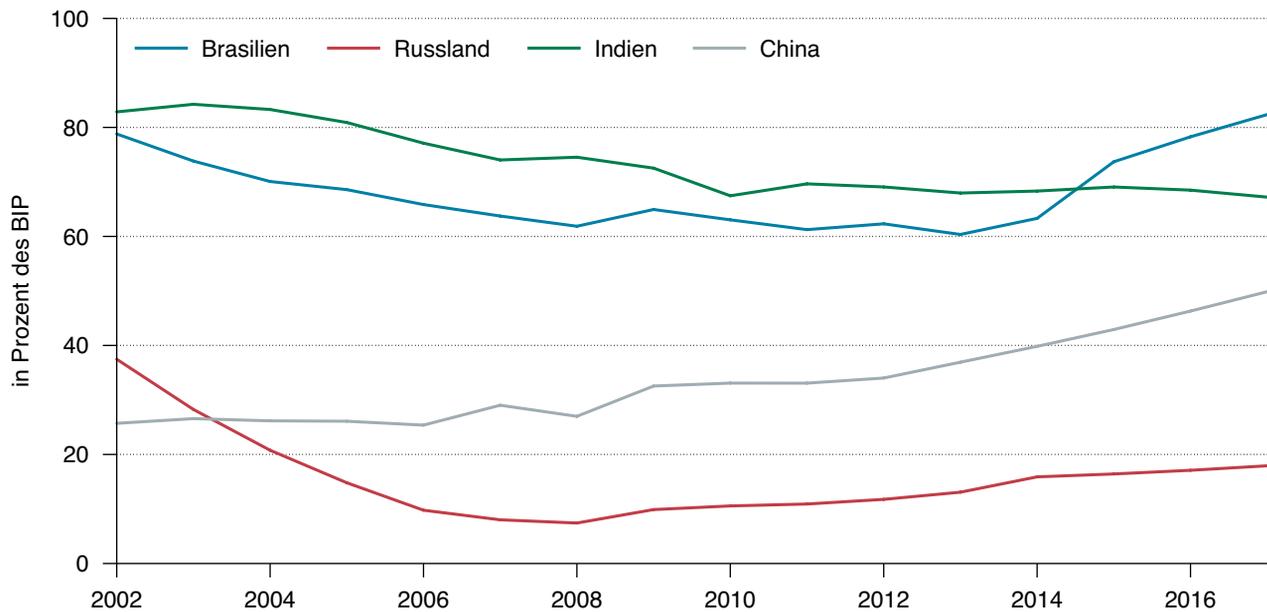


Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Staatsverschuldung Industrienationen



Staatsverschuldung Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Inflation

Der Rohölpreis dürfte die Inflation in den kommenden Monaten nicht mehr massgeblich beeinflussen. In den Vereinigten Staaten sollte im Februar der Höhepunkt in der Gesamtinflationsrate erreicht worden sein. Eine Verringerung der Gesamtinflationsrate in den Bereich der Kernrate von rund 2.2 Prozent erscheint damit wahrscheinlich. Weiter anhaltendes Wachstum dürfte die Inflationsrate bis Ende Jahr dann wieder auf 2.5 Prozent treiben. Ob die US-Notenbank unter diesen Umständen mit nur zwei Zinsschritten in diesem Jahr auskommen können wird, erscheint zunehmend fraglich.

In Grossbritannien ist die Gesamtinflationsrate im

Februar deutlich von 1.8 auf 2.3 Prozent gestiegen. Damit überschießt die Teuerungsrate die von der *Bank of England* angepeilte Teuerungsrate von 2 Prozent. Grund dafür ist die Abwertung des Pfund, welche zu gestiegenen Importpreisen geführt hat. Wird zusätzlich die stark aufgeblähte Notenbankbilanz berücksichtigt, besteht ein enormes Inflationspotential.

Die Zahlen für den März lassen auf eine Stabilisierung der Teuerungsrate in den Schwellenländern hoffen. Insbesondere in Russland ging die Teuerungsrate zurück, und zwar von 4.6 auf 4.2 Prozent. Die Kernrate hat sich zudem von 5.0 auf 4.5 Prozent verringert.

Überblick

	Ø 10 Jahre ¹	Inflation ²				Kerninflation ³			
		12/2016	1/2017	2/2017	3/2017	12/2016	1/2017	2/2017	3/2017
USA	1.8	2.1	2.5	2.7	-	2.2	2.3	2.2	-
Eurozone	1.5	1.1	1.8	2.0	1.5	0.9	0.9	0.9	0.7
Deutschland	1.4	1.7	1.9	2.2	1.6	1.6	1.6	1.7	1.4
Frankreich	1.2	0.6	1.3	1.2	1.1	-	-	-	-
Italien	1.5	0.5	1.0	1.6	1.4	0.6	0.5	0.6	0.7
Spanien	1.5	1.6	3.0	3.0	2.3	1.0	1.1	1.0	-
Grossbritannien	2.3	1.6	1.8	2.3	-	1.6	1.6	2.0	-
Schweiz	0.1	0.0	0.3	0.6	-	-0.3	-0.2	-0.1	-
Japan	0.3	0.3	0.5	0.2	-	0.0	0.1	-0.1	-
Kanada	1.6	1.5	2.1	2.0	-	1.6	1.7	1.6	-
Australien	2.4	1.5	-	-	-	1.3	-	-	-
Brasilien	6.2	6.3	5.3	4.8	-	6.2	5.6	5.3	-
Russland	9.2	5.4	5.1	4.6	4.2	6.0	5.5	5.0	4.5
Indien	7.9	3.4	3.2	3.7	-	-	-	-	-
China	0.1	0.5	0.7	-1.5	-	1.9	2.2	1.8	-
Industrienationen⁴	1.5	1.5	1.9	2.1	2.0	1.4	1.5	1.5	1.4
Schwellenländer⁴	3.7	2.2	2.1	0.9	0.8	2.9	3.0	2.6	2.5
Welt⁴	2.5	1.8	2.0	1.5	1.4	1.8	1.9	1.7	1.7

¹ Durchschnittliche Jahreststeuerung der Konsumentenpreise in Prozent.

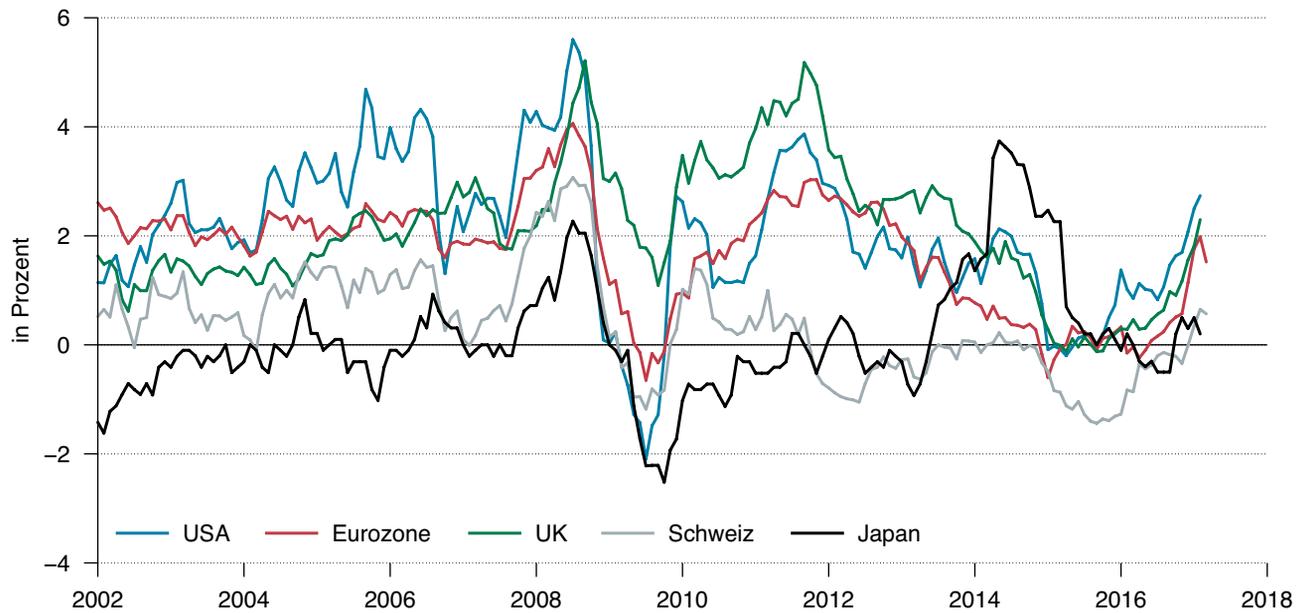
² Veränderung der Konsumentenpreise gegenüber dem Vorjahresmonat in Prozent.

³ Zur Berechnung der Kerninflationsrate werden sehr schwankungsanfällige Preiskomponenten wie Energie- und gewisse Lebensmittelpreise aus dem Warenkorb ausgeklammert; Veränderung gegenüber dem Vorjahresmonat in Prozent.

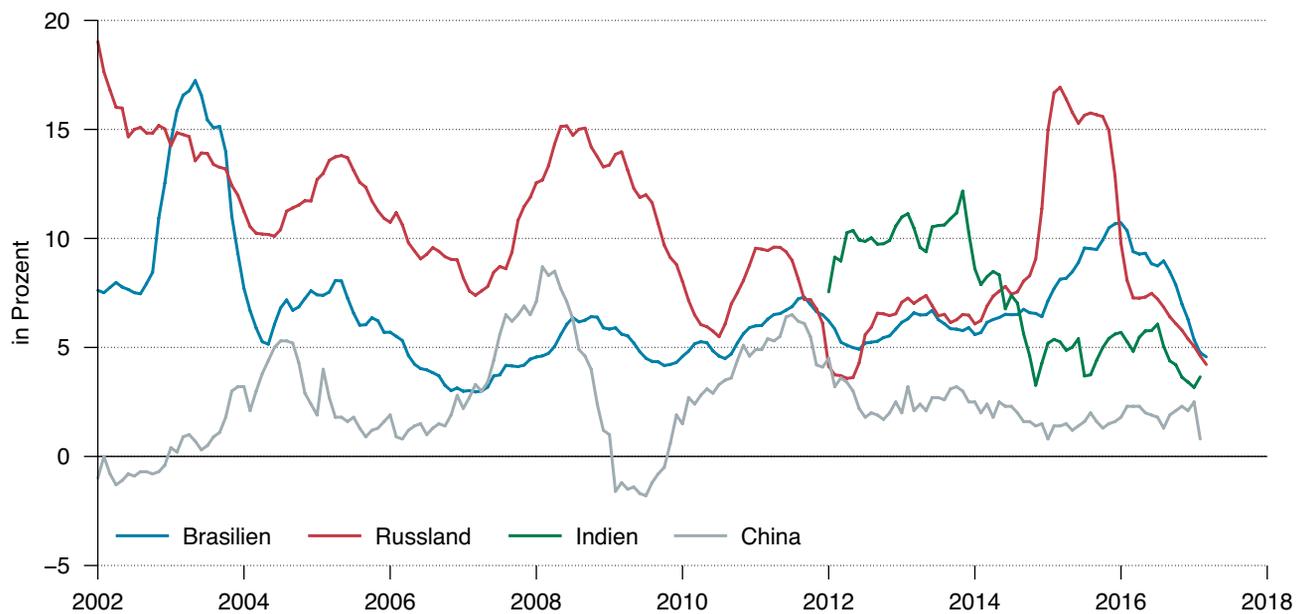
⁴ Die Aggregate werden anhand von nominalen BIP-Gewichten und Kaufkraftparitätskursen geschätzt.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Konsumentenpreisinfation Industrienationen



Konsumentenpreisinfation Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

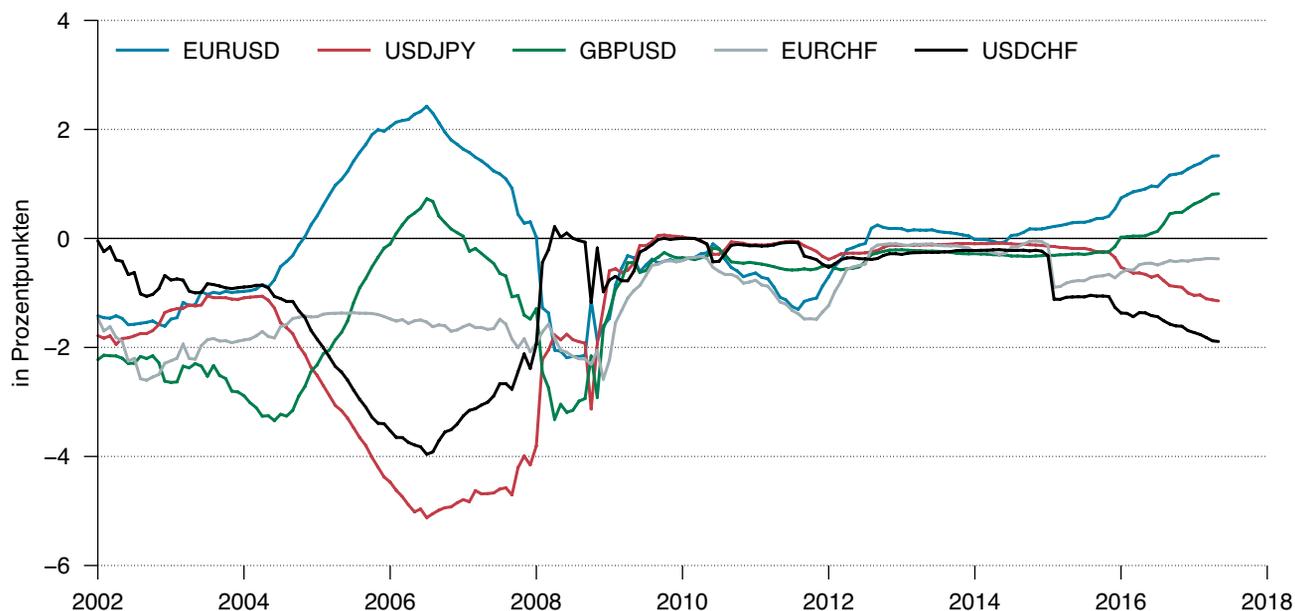
Zinsumfeld

Zinsdifferenz im Vergleich

	Aktueller Wechselkurs	Zinsdifferenz 3 Monate ¹				Zinsdifferenz 12 Monate ¹			
		Aktuell	vor 1 Jahr	Ø 5 Jahre	Ø 10 Jahre	Aktuell	vor 1 Jahr	Ø 5 Jahre	Ø 10 Jahre
EURUSD	1.066	1.48	0.88	0.41	-0.11	1.86	1.26	0.62	0.00
USDJPY	108.4	-1.15	-0.66	-0.33	-0.73	-1.63	-1.12	-0.62	-0.93
GBPUSD	1.259	0.82	0.05	-0.12	-0.54	1.08	0.21	-0.08	-0.54
EURCHF	1.068	-0.41	-0.47	-0.35	-0.78	-0.42	-0.49	-0.42	-0.86
USDCHF	1.002	-1.89	-1.36	-0.76	-0.68	-2.28	-1.75	-1.04	-0.86
GBPCHF	1.262	-1.07	-1.31	-0.88	-1.22	-1.21	-1.54	-1.12	-1.40
CHFJPY	108.2	0.74	0.70	0.43	-0.06	0.65	0.63	0.42	-0.07
AUDUSD	0.761	-0.33	-1.32	-1.88	-2.57	0.28	-0.65	-1.27	-2.10
USDCAD	1.327	-0.22	0.28	0.68	0.50	-0.55	-0.11	0.41	0.28
USDSEK	8.986	-1.61	-1.15	-0.03	0.37	-1.95	-1.33	-0.20	0.26
USDRUB	55.9	8.84	9.92	9.26	7.94	7.78	9.03	8.75	8.06
USDBRL	3.104	9.46	13.43	10.72	10.04	7.69	12.02	10.35	9.86
USDCNY	6.887	3.10	2.21	3.56	2.70	2.43	1.82	3.23	2.41
USDTRY	3.662	11.09	10.13	8.89	9.45	10.88	9.70	8.75	9.63
USDINR	64.43	7.47	7.47	8.68	7.35	5.42	5.83	6.57	4.66

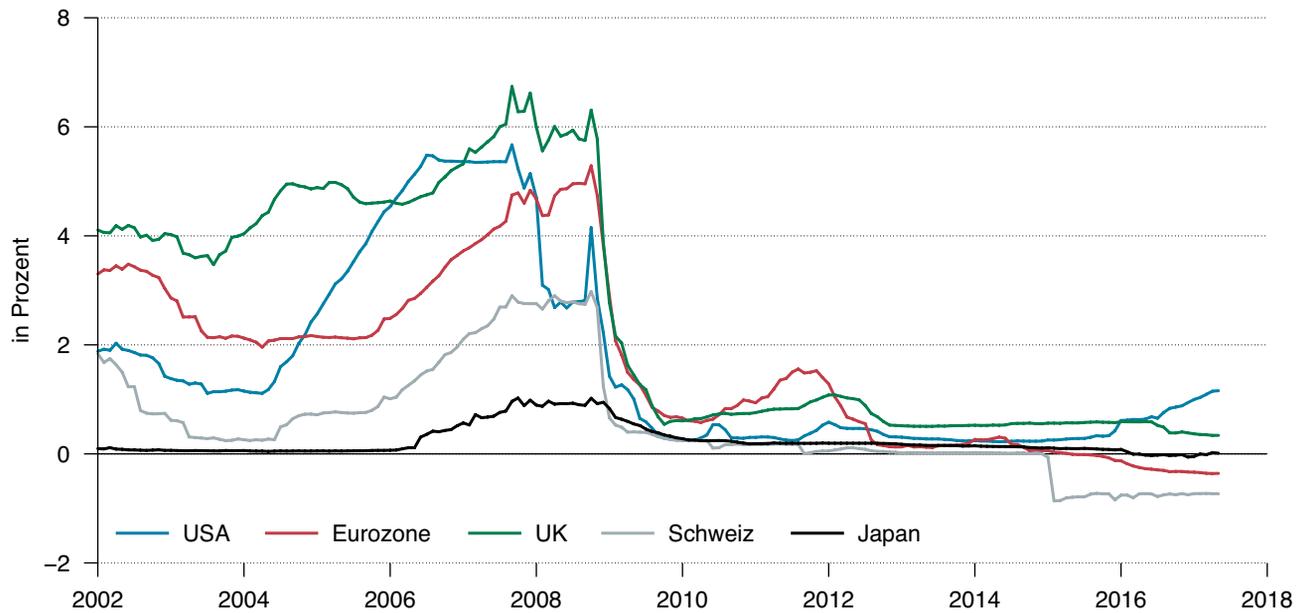
¹ Zinsen im zweiten Währungsraum abzgl. Zinsen im ersten Währungsraum; z.B. US-Dollar-Zinsen abzgl. Euro-Zinsen für EURUSD.

Zinsdifferenz

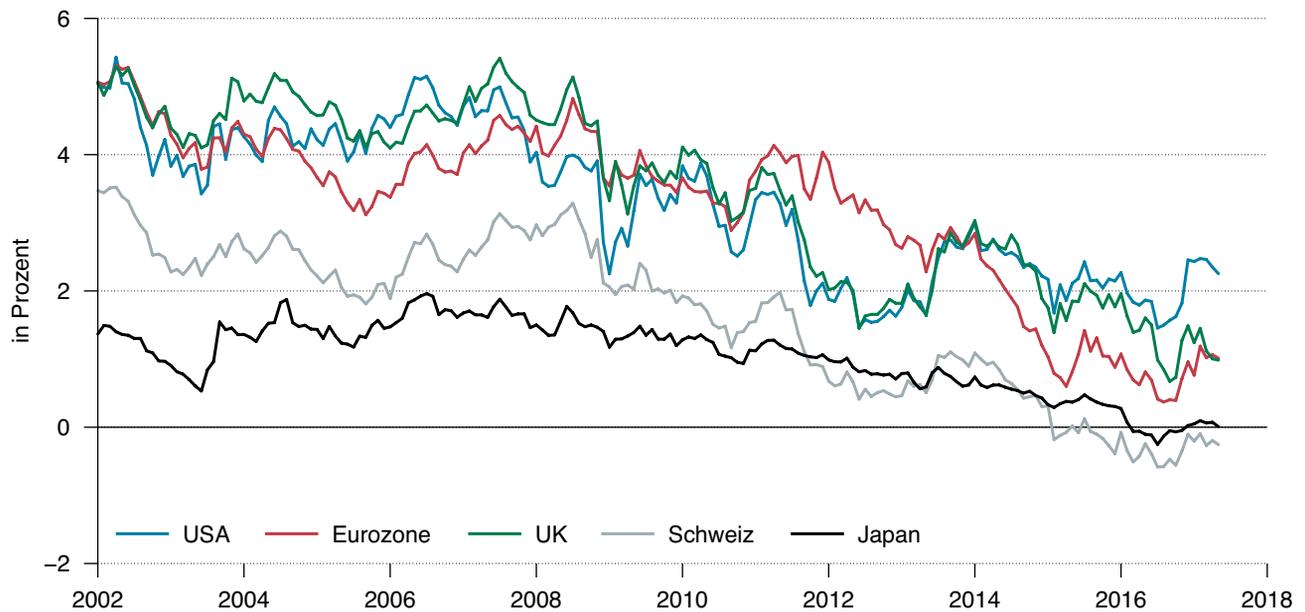


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Dreimonats-Liborsätze



Zehnjährige Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Währungsmärkte

Am 29. März um 12:30 hat die britische Regierung Grossbritanniens Austrittsgesuch an die EU übermittelt. Wird der GBPUSD-Wechselkurs vor und nach der Ankündigung betrachtet, lässt sich lediglich eine leicht erhöhte Marktvolatilität erkennen. Selbst im «regulären» Monatsverlauf konnten grössere Bewegungen verzeichnet werden. So betrug die Berg- und Talfahrt des Pfund rund um das Austrittsgesuchs lediglich rund 1.5 Prozent, wohingegen über den Monat hinweg eine Ab- und Aufwertung von über 3 Prozent stattfand. Seit Oktober 2016 bewegt sich der GBPUSD-Wechselkurs seitwärts, doch ist das Pfund immer noch über 20 Prozent vom Kaufkraftparitätskurs entfernt.

Obwohl das Marktnarrativ der divergierenden Geldpolitik zwischen der US-Notenbank und der Europäischen Zentralbank den US-Dollar hätte präferieren müssen, wertete dieser seit Jahresbeginn auf breiter Front ab: Gegenüber dem Euro um 0.5 Prozent, dem Yen um 4.7 Prozent, dem Pfund um 0.6 Prozent, dem Franken um 0.8 Prozent und dem australischen Dollar um 3.6 Prozent. Auch mit dieser breiten Abwertung bleibt der US-Dollar aber gegenüber den Hauptwährungen zwischen 10 und 35 Prozent überbewertet. Angesichts kommenden Zinsschritte blindlings auf einen neuerlichen Höhenflug des Dollar zu setzen, erscheint uns deshalb nicht angebracht.

Performance und Bewertung

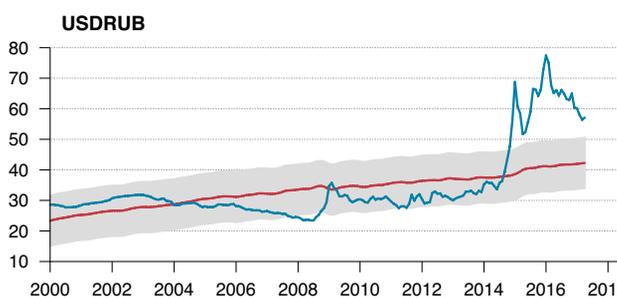
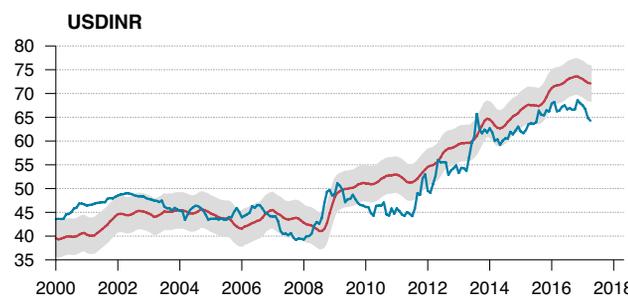
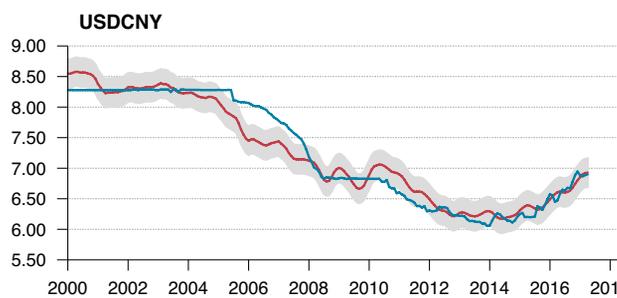
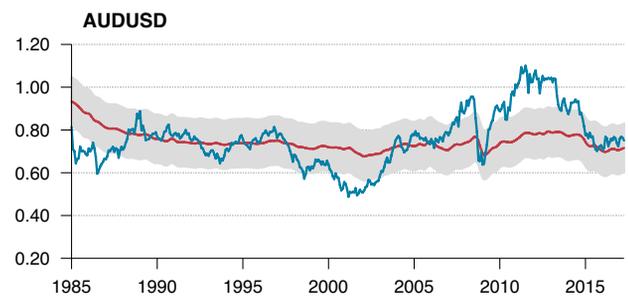
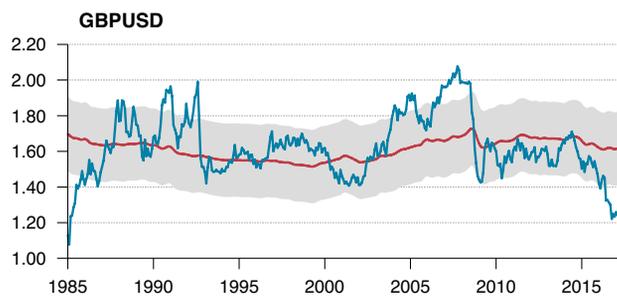
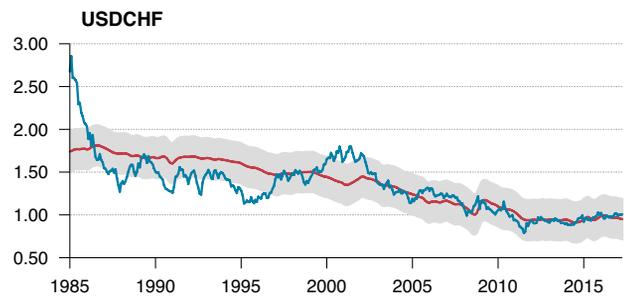
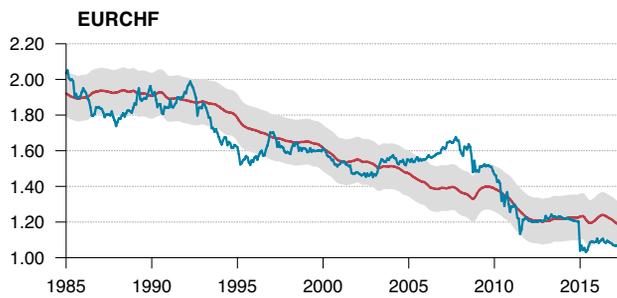
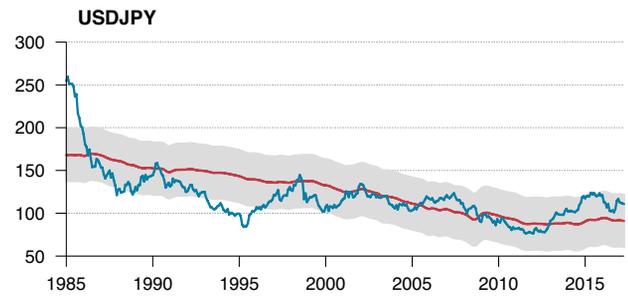
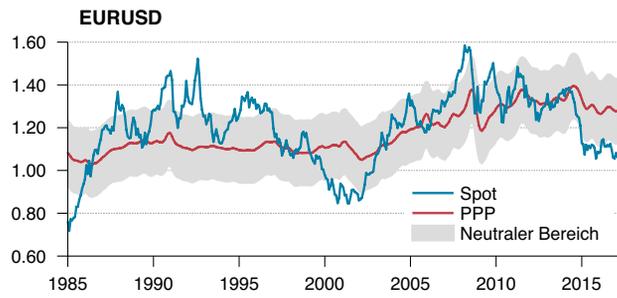
	Aktueller Wechselkurs	Performance ¹				Kaufkraftparität ²		
		YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre	PPP	Neutraler Bereich	Abweichung ³
EURUSD	1.066	1.1	-0.3	-5.6	-18.8	1.28	1.13 - 1.43	-16.7
USDJPY	108.4	-7.1	-4.1	-0.3	34.2	91.0	60.6 - 121.4	19.1
GBPUSD	1.259	1.9	1.7	-11.2	-20.9	1.62	1.42 - 1.82	-22.2
EURCHF	1.068	-0.4	-0.4	-2.2	-11.1	1.19	1.07 - 1.31	-10.1
USDCHF	1.002	-1.4	-0.1	3.6	9.5	0.95	0.72 - 1.18	5.4
GBPCHF	1.262	0.4	1.6	-7.9	-13.4	1.52	1.24 - 1.79	-16.9
CHFJPY	108.2	-5.7	-4.0	-3.8	22.5	89.5	74.3 - 104.7	20.9
AUDUSD	0.761	5.0	0.9	-1.3	-26.9	0.72	0.60 - 0.83	6.3
USDCAD	1.327	-1.0	1.6	3.1	34.4	1.20	1.13 - 1.27	10.4
USDSEK	8.986	-1.1	0.8	10.5	32.9	7.49	6.56 - 8.43	19.9
USD RUB	55.9	-8.3	-5.8	-16.0	89.7	42.2	34.1 - 50.4	32.5
USDBRL	3.104	-4.6	-3.4	-12.0	68.4	2.88	2.37 - 3.39	7.8
USDCNY	6.887	-0.9	0.2	6.3	9.3	6.93	6.70 - 7.16	-0.6
USDTRY	3.662	4.1	-3.0	28.4	104.9	2.81	2.58 - 3.04	30.2
USDINR	64.43	-5.1	-5.2	-3.3	25.0	72.1	68.5 - 75.7	-10.7

¹ Performance in Prozent für den jeweiligen Zeitraum.

² Die Kaufkraftparität (engl. Purchasing Power Parity, PPP) wird anhand der relativen Inflationsentwicklung in zwei Währungsräumen geschätzt; der neutrale Bereich bestimmt sich aus +/- einer Standardabweichung der historischen Schwankungsbreite um den PPP-Wert.

³ Abweichung des aktuellen Wechselkurses von der Kaufkraftparität in Prozent.

Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

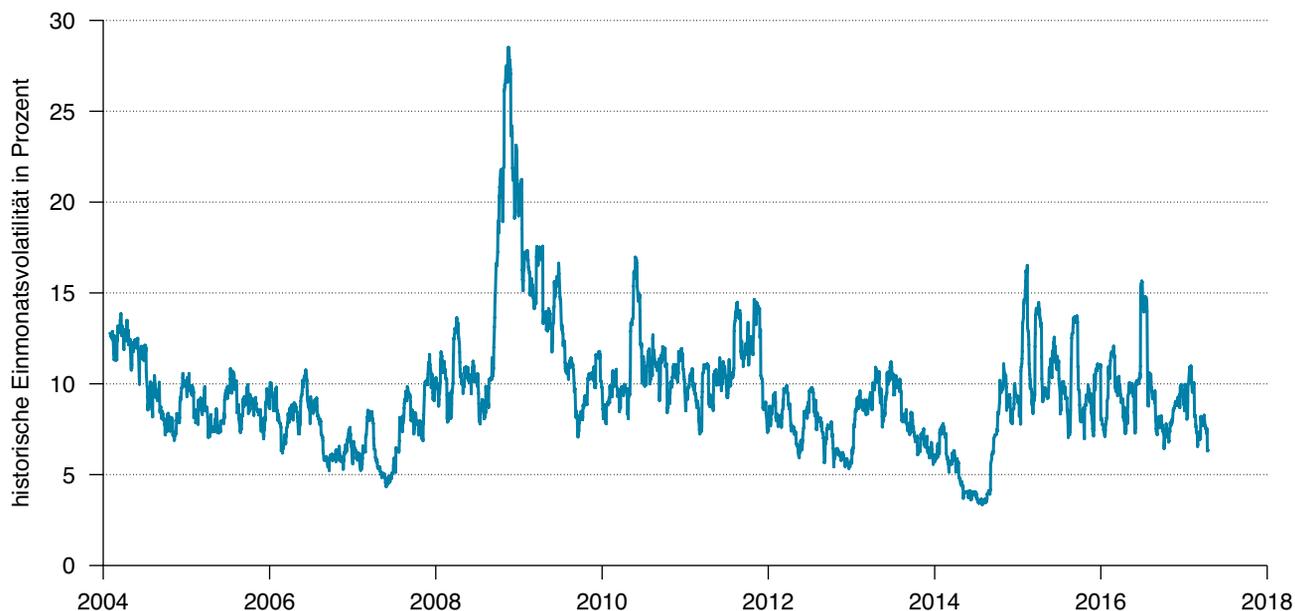
Währungsvervolatilität

Volatilität im Vergleich

	Aktueller Wechselkurs	Volatilität 3 Monate ¹				Volatilität 12 Monate ¹			
		Historisch	Implizit	Ø 5 Jahre ²	Ø 10 Jahre ²	Historisch	Implizit	Ø 5 Jahre ²	Ø 10 Jahre ²
EURUSD	1.066	6.9	9.8	8.9	10.6	8.1	9.0	9.3	10.9
USDJPY	108.4	9.6	10.1	9.9	11.0	11.6	9.8	10.3	11.3
GBPUSD	1.259	8.8	8.4	8.4	9.9	12.6	9.3	8.9	10.4
EURCHF	1.068	3.7	6.2	5.5	6.4	5.1	5.8	6.4	6.8
USDCHF	1.002	6.7	7.8	9.2	10.6	7.6	8.1	9.8	10.9
GBPCHF	1.262	7.9	8.3	8.8	10.3	12.1	8.4	9.3	10.7
CHFJPY	108.2	7.8	10.1	10.5	11.7	10.6	9.6	11.2	12.1
AUDUSD	0.761	8.2	9.0	10.3	12.6	10.3	9.6	10.9	12.9
USDCAD	1.327	6.9	6.8	7.9	9.9	8.4	7.2	8.3	10.2
USDSEK	8.986	7.8	10.0	10.3	12.6	9.8	9.8	10.9	12.8
USDRUB	55.9	12.2	13.4	16.1	14.0	15.6	13.5	16.4	15.1
USDBRL	3.104	10.7	13.7	14.7	15.6	14.5	14.0	15.2	16.0
USDCNY	6.887	2.6	3.8	3.2	3.1	2.7	5.0	4.1	4.7
USDTRY	3.662	13.0	14.3	11.7	13.4	13.1	15.0	13.0	14.6
USDINR	64.43	3.8	6.2	8.8	9.6	4.0	6.9	9.8	10.5

¹ Jeweils annualisierte Volatilität in Prozent. ² Jeweils Durchschnitt der impliziten Volatilität.

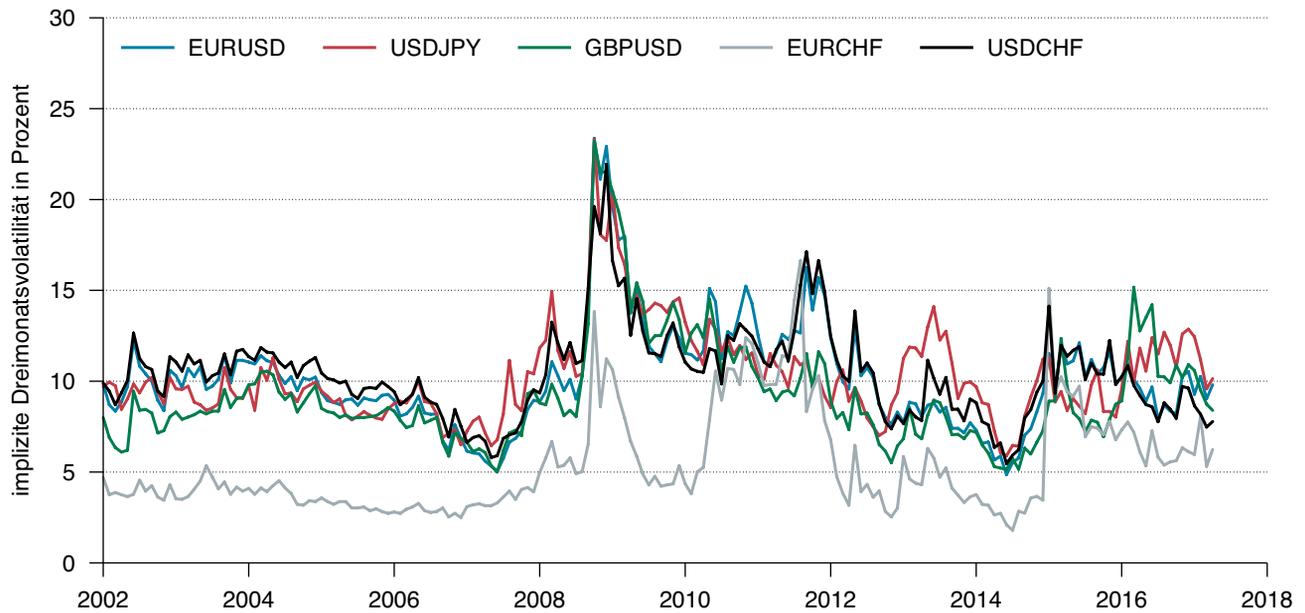
QCAM-Volatilitätsindikator³



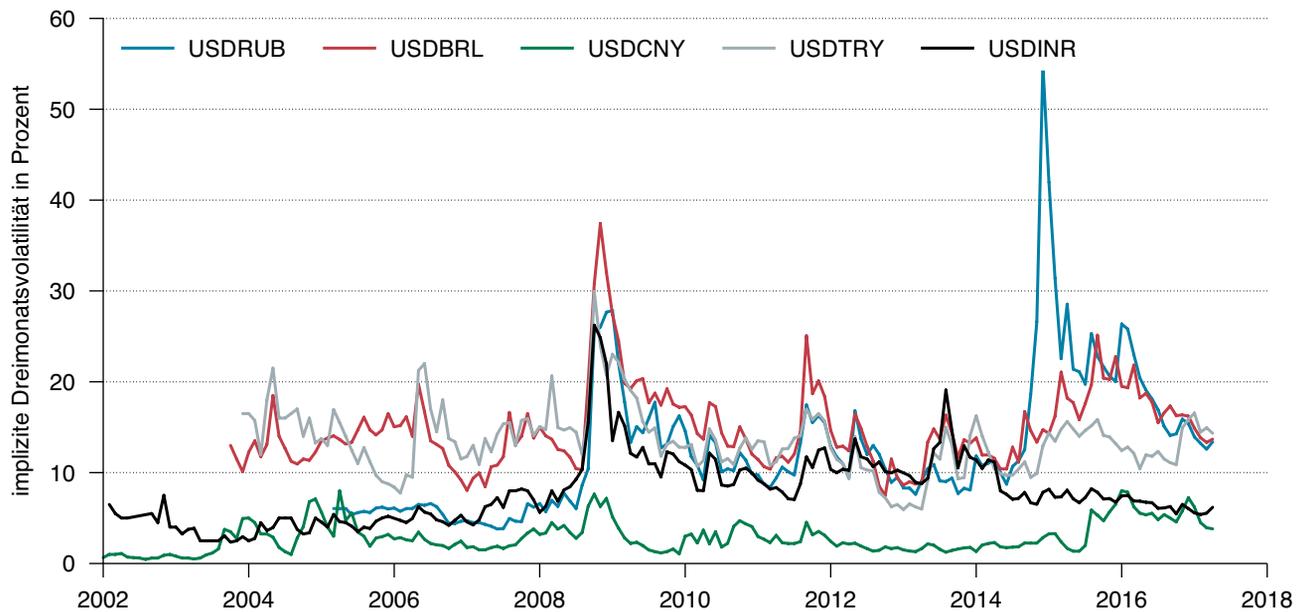
³ Der Volatilitätsindikator von QCAM bildet die Volatilität an den globalen Währungsmärkten ab; für die Berechnung wird die historische Volatilität der wichtigsten Währungspaare verwendet und mithilfe des Handelsvolumens der jeweiligen Währungspaare gewichtet.

Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, QCAM Currency Asset Management, Wellershoff & Partners

Volatilität Hauptwährungen



Volatilität Schwellenlandwährungen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

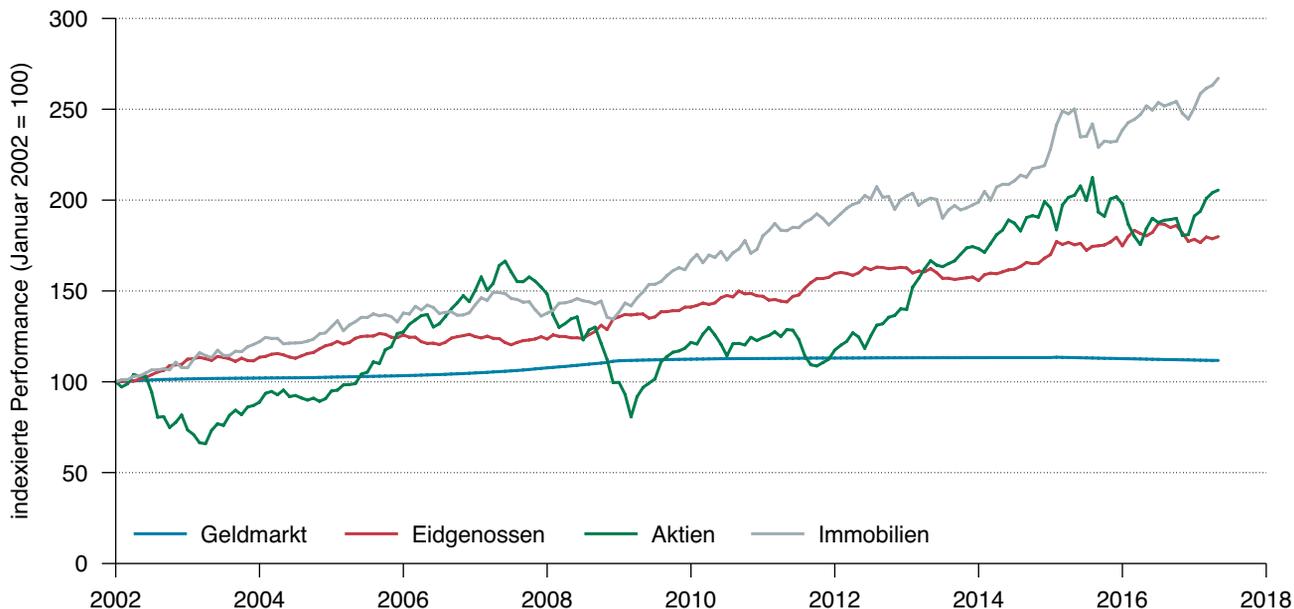
Finanzmarktumfeld

Performancevergleich

	Performance in Lokalwährung bzw. US-Dollar ¹				Performance in Schweizer Franken ¹			
	YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre	YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre
Geldmarkt CHF	-0.2	-0.2	-0.7	-1.2	-0.2	-0.2	-0.7	-1.2
Eidgenossen CHF	0.8	0.4	-1.1	12.7	0.8	0.4	-1.1	12.7
Unternehmensanleihen CHF	0.9	0.6	-0.4	12.7	0.9	0.6	-0.4	12.7
Aktien Schweiz (SMI)	7.5	6.4	11.4	64.8	7.5	6.4	11.4	64.8
Aktien Europa (Stoxx600)	6.4	6.1	14.9	75.4	5.8	5.7	12.6	55.9
Aktien UK (Ftse100)	3.9	2.8	20.1	53.8	4.7	6.0	10.5	31.9
Aktien Japan (Topix)	-2.6	-1.9	10.0	98.3	3.3	1.7	14.4	62.0
Aktien USA (S&P 500)	5.5	4.1	15.3	88.7	4.3	4.1	19.6	106.2
Aktien Schwellenländer	12.1	8.0	16.8	8.2	10.7	8.0	21.2	18.2
Aktien Welt (MSCI World)	6.2	4.3	13.4	63.8	4.9	4.3	17.6	79.0
Immobilien Schweiz	6.5	5.0	6.0	32.8	6.5	5.0	6.0	32.8
Immobilien Global	5.8	4.7	4.9	53.3	4.5	4.8	8.8	67.5
Rohstoffe	-1.7	-3.3	7.0	-37.3	-2.9	-3.2	11.0	-31.4
Rohoil (Brent)	-1.3	0.0	30.3	-52.2	-2.5	0.0	35.2	-47.8
Gold	11.5	6.2	5.0	-21.5	10.2	6.2	8.9	-14.2

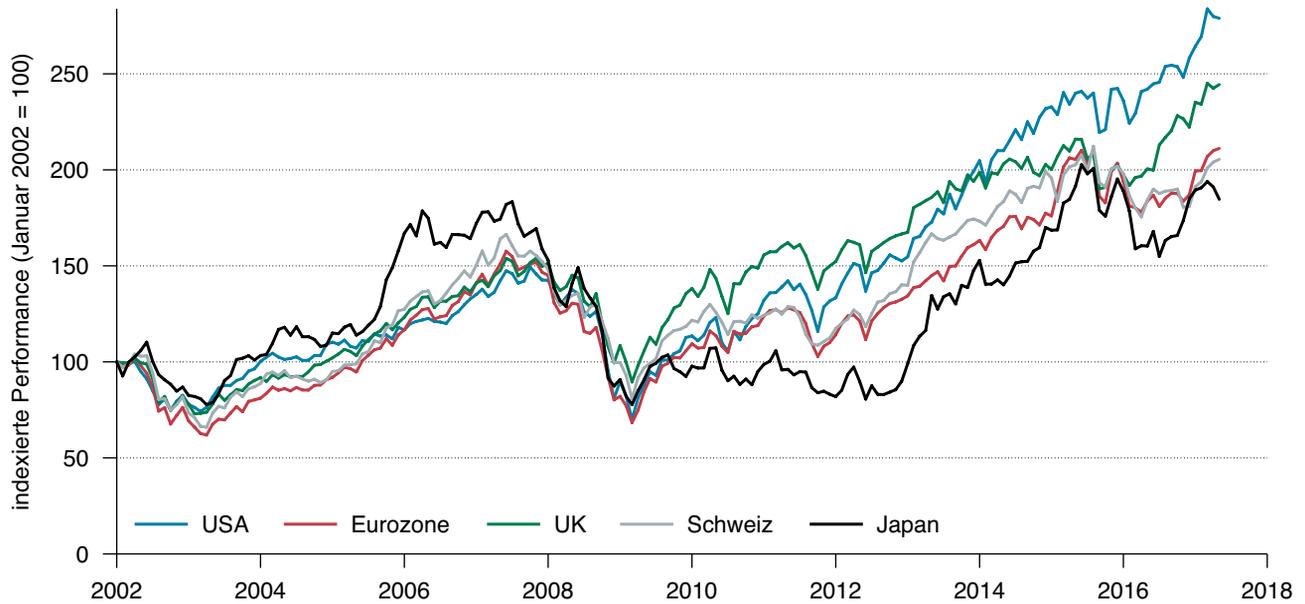
¹ Performance in Prozent für den jeweiligen Zeitraum.

Performance Schweizer Finanzanlagen

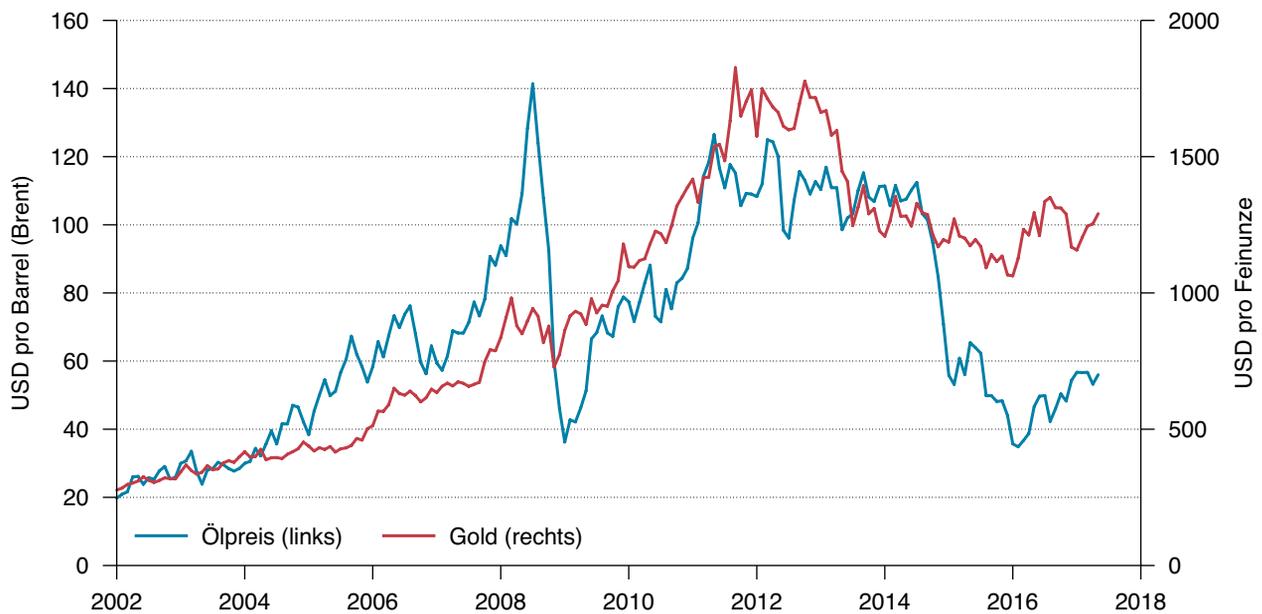


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Performance ausgewählter Aktienmärkte (in Lokalwährung)



Performance ausgewählter Rohstoffpreise

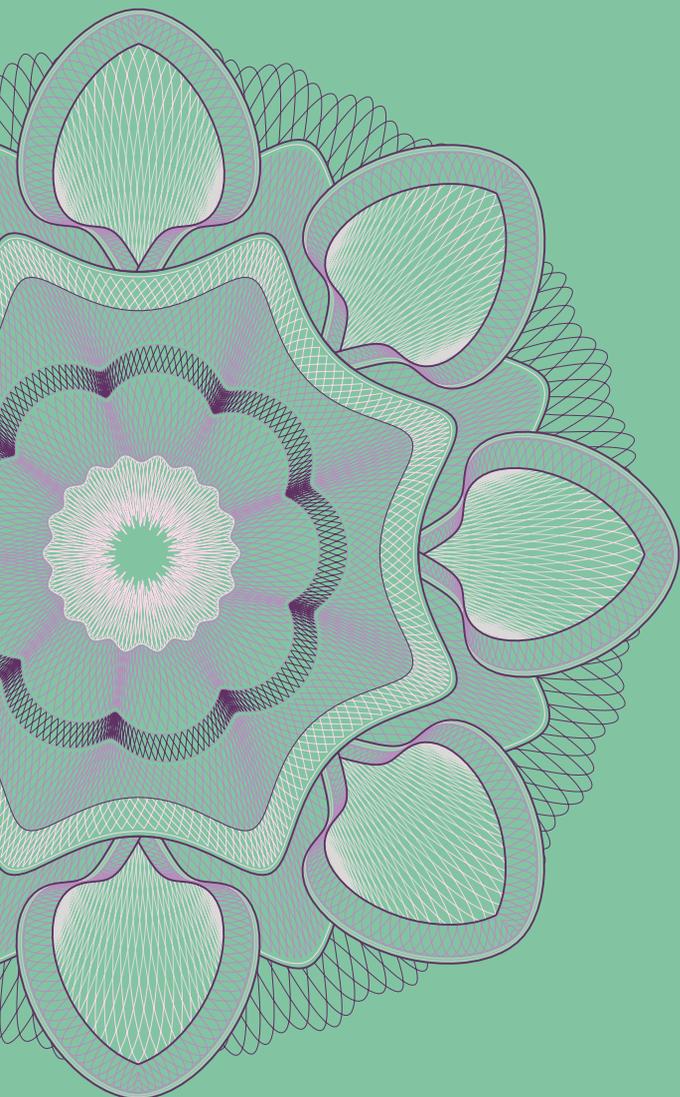


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Die Zahl des Monats

-5.24 Prozent

Um 5.24 Prozent haben die Terminkontrakte für Rohöl der Sorte WTI am 8. März 2017 nachgegeben – und damit den grössten Tagesverlust seit über einem Jahr verbucht. Grund dafür sind die US-Rohölreserven von mittlerweile 536 Millionen Fass – ein Allzeithoch seit Beginn der Aufzeichnungen im Jahr 1982! Kein Wunder, geben die Preise nach: Ein neuerlicher Anstieg von über 8.2 Millionen Fass in nur einer Woche verunsicherte die Händler.



Rechtliche Hinweise

Diese Publikation wurde in Zusammenarbeit von QCAM Currency Asset Management AG und Wellershoff & Partners Ltd. erstellt. Die hierin enthaltenen Analysen basieren auf zahlreichen Annahmen. Unterschiedliche Annahmen könnten zu materiell unterschiedlichen Ergebnissen führen. Alle in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus als zuverlässig und glaubwürdig eingestuft Quellen. Trotzdem lehnen wir jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab. Alle Informationen und Meinungen sind nur zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Dieses Dokument darf nur im Rahmen der vertraglichen Vereinbarung reproduziert und vervielfältigt werden. Weder QCAM Currency Asset Management AG noch Wellershoff & Partners Ltd. sind haftbar für jegliche Ansprüche oder Klagen von Dritten, die aus dem Gebrauch oder der Verteilung dieser Publikation resultieren. Die Verteilung dieser Publikation darf nur im Rahmen der dafür geltenden Gesetzgebung stattfinden.