

MAI 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

Währungen im Zeichen von
Inflation, Zinsen und
Absicherungskosten



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: 16. Mai 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

Währungen im Zeichen von Inflation, Zinsen und Absicherungskosten

Im Ausland sind sowohl das Inflations- als auch das Zinsniveau in der jüngeren Vergangenheit zum Teil deutlich angestiegen. Eine Fortsetzung dieser Entwicklung gilt als wahrscheinlich. In der Schweiz hingegen ist davon auszugehen, dass die gegenwärtig tiefen Niveaus noch eine ganze Weile Bestand haben werden. Die dadurch sich wieder öffnende Zinsdifferenz dürfte zu steigenden Absicherungskosten von Währungsrisiken führen. Dieser Artikel erörtert die Hintergründe dieser Entwicklung und zeigt gleichzeitig praktische Lösungsansätze auf.

Inflation, Zinsen und Absicherungskosten

Generell gilt: Weist Land A über einen längeren Zeitraum eine höhere Inflationsrate aus als Land B, ist davon auszugehen, dass sich die Währung von Land A gegenüber der Währung von Land B langfristig abwerten wird. Sollen Investoren aus Land B trotzdem in Projekte und Finanzanlagen in Land A investieren, wollen diese für die zu erwartende Abwertung kompensiert werden. Die Kapitalmarktzinsen in Land A dürften über die Dauer daher über denjenigen in Land B liegen.

Bedeutung für Schweizer Investoren

Aufgrund verschiedener Faktoren – dazu zählen unter anderem die wirtschaftspolitische Stabilität und eine bis zur Finanzkrise konservative Geldpolitik – weist die Schweiz seit Jahrzehnten tiefere Inflationsraten aus als die allermeisten anderen Volkswirtschaften. Ihr käme im kleinen Fallbeispiel also die Rolle des Landes B zu. Entsprechend befindet sich auch das Zinsniveau seit längerem auf sub-

stanziell tieferem Niveau als in den grossen Vergleichsmärkten, wie die obere Abbildung zeigt.

Der aussergewöhnliche Zustand der letzten zehn Jahre

Nun hat die expansive Geldpolitik der verschiedenen Zentralbanken als Reaktion auf die globale Finanzkrise seit 2008 zu einer noch nie dagewesenen Angleichung der Zinsniveaus geführt. Das Ziel dieser Geldpolitik war beziehungsweise ist klar: Zunächst musste ein Bankenkollaps verhindert werden. Danach sollte die Wirtschaft angekurbelt und mit ihr die Inflation angeheizt werden, um ein Entgleiten in eine gefährliche Deflationsspirale zu verhindern.

Eine Folge der Angleichung der Zinsniveaus waren über Jahre tiefe Währungsabsicherungskosten. Für Schweizer Anleger bedeutete dies während Jahren ein komplett neuartiges, sehr attraktives Umfeld: Währungsabsicherungen haben im historischen Vergleich sehr wenig, zuweilen fast gar nichts mehr gekostet.

Ausblick

Wohin führt uns der Weg? Die Zeiten einer drohenden Deflationsspirale sind definitiv vorbei. Die Inflationsraten sind weltweit auf dem Vormarsch. Plötzlich besteht gar ein Risiko der Überhitzung – Donald Trump und seinen Plänen eines ausgedehnten Fiskalpakets bei gleichzeitigen weitreichenden Steuersenkungen «sei Dank». Die Fed könnte sogar dazu verleitet sein, die Zinsen noch schneller als bisher angedacht anzuheben.

Auch in der Eurozone versprechen die Wirtschaftsdaten zumindest eine baldige Abkehr der expansiven Geld-

politik der EZB. Eine erste Leitzinserhöhung ist allerdings noch nicht in Sicht. Und in der Schweiz ist aufgrund der hartnäckigen Überbewertung des Schweizer Franken gegenüber dem Euro zu allerletzt mit einer Anhebung der Leitzinsen zu rechnen.

Die Entwicklung der Zinsdifferenzen verschiedener wichtiger Währungspaare (untere Abbildung) verdeutlicht diesen bereits eingesetzten Trend. Die Differenzen steigen wieder auf Vorkrisenniveaus an. Entsprechend dürften sich Währungsabsicherungen für Schweizer Investoren gegenüber der jüngeren Vergangenheit deutlich verteuern.

Alternativen für den Anleger – Dynamic Overlay

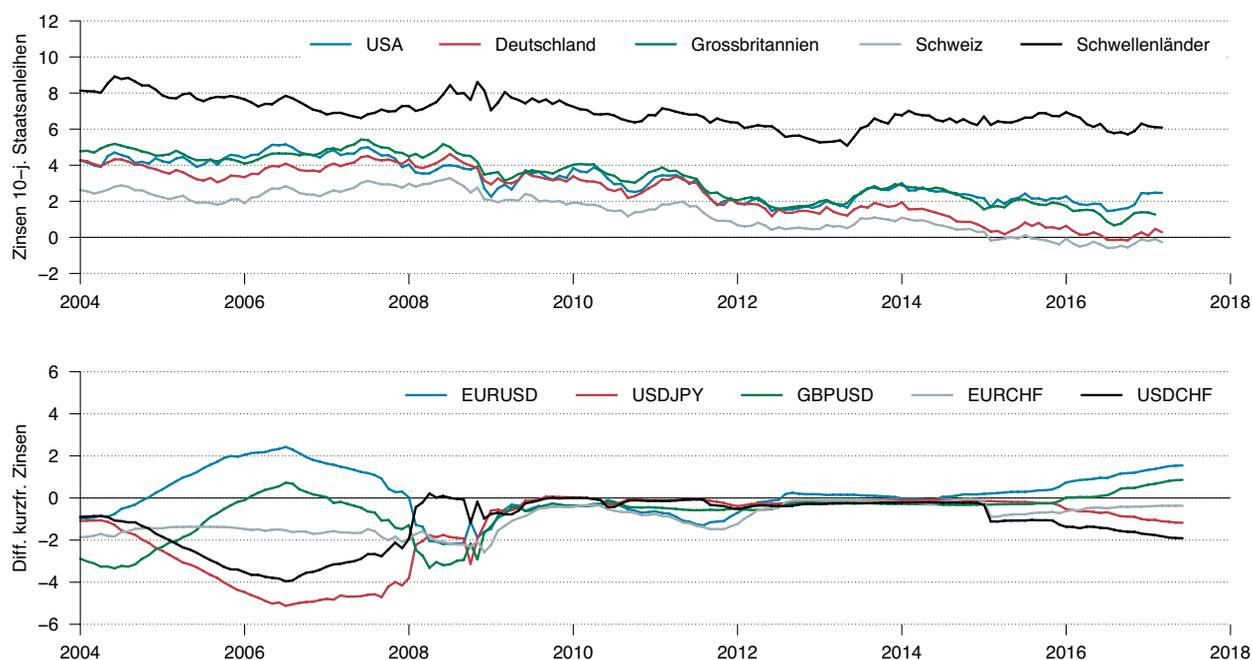
Das schöne Marktumfeld von Absicherungskosten nahe Null wird aller Voraussicht nach wieder abgelöst vom «courant normal» und entsprechend steigenden Kosten.

Die grosse Frage ist, wie man als Schweizer Anleger mit solchen Entwicklungen umgeht.

Ein Verzicht auf jegliche Absicherung ist für die meisten, insbesondere institutionelle Investoren keine Option. Die vollen Absicherungskosten zu tragen, ist indes auch nicht attraktiv. Entsprechend bietet sich eine Mischform an, welche einerseits die Währungsabsicherung anpeilt, jedoch bei vorteilhaften Marktbewegungen von dieser abweicht, um entsprechend Absicherungskosten zu sparen respektive von diesen Bewegungen profitieren zu können. Die Krux an der Angelegenheit ist natürlich die stets existierende Schwierigkeit der Vorhersehbarkeit von zukünftigen Marktbewegungen. Deshalb muss ein Investor spezifische Risikobudgets vordefinieren, entsprechend welcher dann diese Strategien umgesetzt werden können.

In der Praxis profitiert der Investor zumeist bei trendigen Marktbewegungen von einer solchen Strategie.

Das aktuelle und historische Zinsumfeld



Quelle: Thomson Reuters Datastream, QCAM Currency Asset Management

Die Makroperspektive

Der lange Weg zur geldpolitischen Normalisierung

Im April reduzierte die EZB ihre monatlichen Anleihekäufe von 80 auf 60 Milliarden Euro. Auch wenn die Geldpolitik der EZB damit äusserst expansiv bleibt, ist es ein erster kleiner Schritt in Richtung der Normalisierung ihrer Geldpolitik. Doch ein Blick in die Vereinigten Staaten zeigt, dass noch ein langer Weg vor der EZB liegt.

Mitte März vollzog die amerikanische Zentralbank bereits die dritte Leitzinserhöhung seit der globalen Finanzkrise. Doch auch wenn die einzelnen Notenbanker der *Federal Reserve* in diesem Jahr zwei weitere Leitzinserhöhungen erwarten, muss auch die US-Geldpolitik im historischen Vergleich weiterhin als expansiv bezeichnet werden. Dies auch deshalb, weil die aufgeblähte Bilanzsumme der amerikanischen Zentralbank bisher noch nicht reduziert worden ist. Zuletzt wurden allerdings Gerüchte laut, dass mit einer allfälligen Bilanzsummenreduktion bereits Ende dieses Jahres begonnen werden könnte.

Die aufgeblähte Fed-Bilanz

Anstatt sich an diesen Gerüchten zu beteiligen, sollen hier die Fakten und die effektiv zur Verfügung stehenden Möglichkeiten aufgezeigt werden. Die Bilanzsumme der *Fed* beläuft sich derzeit auf 4.5 Billionen US-Dollar, was rund 25 Prozent der jährlichen Leistung der amerikanischen Volkswirtschaft entspricht. Die zwei grössten Bilanzpositionen machen US-Staatsanleihen (2.5 Billionen) sowie Hypotheken-besicherte Wertpapiere (1.8 Billionen) aus, welche im Zuge der drei *quantitative easing*-Programme

zwischen 2008 und 2014 erworben wurden. Bisher wurden alle Erlöse aus diesen Investitionen reinvestiert.

Hohe jährliche Fälligkeiten

Will die *Fed* eine Bilanzsummenreduktion herbeiführen, würde bereits der Verzicht auf die Reinvestitionen schnelle Erfolge erzielen. Auf Seiten der US-Staatsanleihen alleine werden im Jahr 2018 Anleihen im Wert von rund 400 Milliarden US-Dollar fällig. Das jährlich zu refinanzierende US-Staatsdefizit beläuft sich auf rund 600 Milliarden US-Dollar. Liesse die *Fed* also tatsächlich alle im kommenden Jahr fälligen Staatsanleihen auslaufen, würde sich das Angebot an US-Staatsanleihen im Vergleich zum Vorjahr um satte 66 Prozent erhöhen.

Es ist davon auszugehen, dass eine solche Angebotssteigerung nicht ohne einen deutlichen Anstieg der Kapitalmarktzinsen vonstatten gehen würde. Weil bei einem solchen Zinsanstieg die Gefahr gross wäre, den Wirtschaftsaufschwung abzuwürgen, scheint es wahrscheinlich, dass die *Federal Reserve* die Reinvestitionen nicht schlagartig beenden wird. Stattdessen ist ein ähnliches Vorgehen wie beim Zurückfahren der Anleihekäufe, dem sogenannten *tapering*, denkbar, das 2014 über einen Zeitraum von zehn Monaten stattgefunden hat. Die Reinvestitionssumme würde demnach jeden Monat um einen bestimmten Betrag reduziert.

In Anlehnung an das 2014 durchgeführte tapering

Über Betrag und Beginn einer solchen Reduktion der Reinvestitionssumme kann zum jetzigen Zeitpunkt nur spekuliert werden. Ähnlich unklar ist, wie stark sich eine

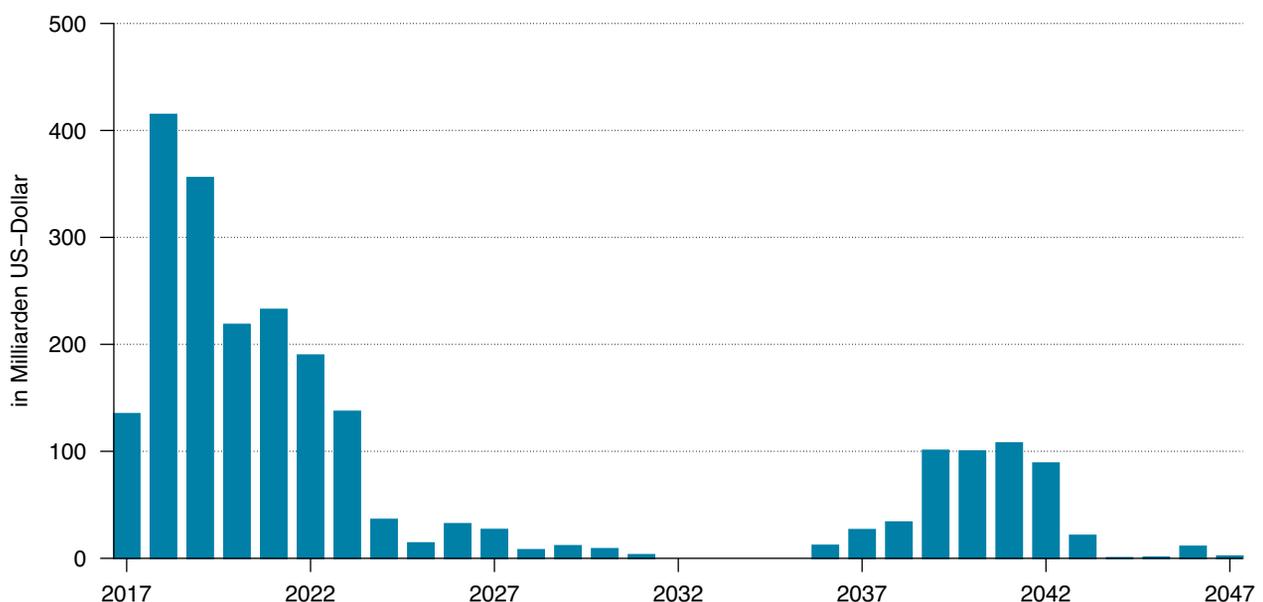
Reduktion der Bilanzsumme durch ein erhöhtes Angebot an US-Staatsanleihen auf das Zinsniveau auswirken würde. Modellberechnungen zeigen, dass eine Reduktion von 20 Milliarden US-Dollar pro Monat in einem Jahr zwei Leitzinserhöhungen entsprechen könnte. Um möglichen Befürchtungen hinsichtlich eines zu schnellen Zinsanstiegs vorzubeugen, brachte ein *Fed*-Vertreter die Möglichkeit ins Spiel, auf Leitzinserhöhungen während des Zeitraums der Bilanzreduktion zu verzichten. Dies würde den Normalisierungsprozess weiter in die Länge ziehen.

lanciert» die Risiken nun tatsächlich seien – hinter uns gebracht haben werden. Denn schon bei der nächsten EZB-Sitzung am 8. Juni könnten konkretere Anpassungen an der Geldpolitik ein Thema sein. Leitzinserhöhungen dürften trotz positiver Konjunkturaussichten, gestiegener Inflationsraten und glimpflichem Ausgang der Wahlen in Frankreich allerdings bis auf Weiteres keine anstehen. Dies ist nicht zuletzt ein schlechtes Zeichen für die so auf die Zinsdifferenz zum Euro fixierte Schweizerische Nationalbank.

Europa ganz am Anfang des Normalisierungszyklus

Unabhängig davon, wie lange die Normalisierung der US-Geldpolitik dauern wird: in Europa dürfte dieser Prozess noch einiges länger dauern. Es ist immerhin davon auszugehen, dass wir bald die Phase der Wortklaubereien an den EZB-Pressekonferenzen – etwa die Frage, wie «ba-

Restlaufzeit der US-Staatsanleihen im Besitz der Federal Reserve



Quelle: Federal Reserve Bank of New York, Wellershoff & Partners

Was die Währungsmärkte bewegt

Schwellenlandwährungen haben immer noch Potential

Schwellenlandwährungen sind nicht mehr so attraktiv bewertet wie sie es vor einem Jahr waren. Verkaufen muss man sie deshalb aber nicht. Kurzfristigen Rückschlägen aufgrund der Rohstoffpreisentwicklung steht eine solide Wirtschaftsentwicklung gegenüber.

Die dunkelste Stunde ist bekanntlich immer die Stunde vor dem Sonnenaufgang. Rabenschwarz gar war die Stunde für Schwellenlandwährungen im Februar 2016: auf die rasante Abwertung im Jahr 2015 folgte mit dem nochmaligen Einbruch der Rohstoffpreise im Februar 2016 der historische Tiefststand für fast alle Währungen. So massiv war die Abwertung bis dahin, dass unser aus 14 Schwellenlandwährungen bestehender Index mit einer Unterbewertung gegenüber dem Franken von 23 Prozent die grösste Fehlbewertung seit fast 20 Jahren anzeigte.

Vom aus der Kaufkraftparität errechneten Aufwertungspotential von 23 Prozent im Februar 2016 verbleiben heute noch knapp 10 Prozent. Schwellenlandwährungen haben seither an Wert zugelegt und die höhere Inflation in den Schwellenländern im Vergleich zur Schweiz hat die Kaufkraftparität und damit den fairen Wechselkurs zusätzlich beeinflusst. Genügt dieses Aufwertungspotential, um die mit Schwellenlandanlagen einhergehenden, hohen Risiken zu kompensieren? Wir meinen ja.

Wirtschaftsdaten sprechen gegen erneuten Kollaps der Rohstoffpreise

Fallende Rohstoffpreise lasten derzeit einmal mehr auf den Schwellenlandwährungen. Mit Verlusten von 1-3 Pro-

zent gegenüber dem Schweizer Franken waren die Abwertungen der rohstoff-abhängigen lateinamerikanischen Währungen, des russischen Rubels und der indonesischen Rupiah bisher jedoch moderat. Die jüngsten Wirtschaftsdaten sprechen ausserdem deutlich gegen einen erneuten Kollaps der Rohstoffpreise. Die Weltwirtschaft befindet sich im Aufschwung und das verarbeitende Gewerbe erlebt gar den ersten Aufschwung seit 2013/14. Chinas Nachfrage nach Industrierohstoffen leidet aktuell zwar unter der offiziell verordneten, restriktiveren Kreditpolitik. Insgesamt bleiben die Wachstumszeichen aus dem Reich der Mitte jedoch robust. Gemäss der *W&P-BIP-Statistik für China* legte das chinesische BIP im 1. Quartal um 6.5 Prozent im Vorjahresvergleich zu.

Auch wenn der jüngste Rückgang der Rohstoffpreise sich in den Exporteinnahmen der rohstoffexportierenden Länder niederschlagen wird, so stehen wir heute mehrheitlich soliden Aussenhandelsbilanzen in den Schwellenländern gegenüber. Gerade in den aus dem Jahr 2013/14 bekannten «Fragilen 5» (Türkei, Brasilien, Indien, Südafrika und Indonesien) ist das Defizit der Leistungsbilanz deutlich geschrumpft. Nur noch die Türkei hat heute ein Leistungsbilanzdefizit, dessen Ausmass uns Sorge bereitet. Insgesamt ist das Defizit der aus dem Handel von Gütern und Dienstleistungen errechneten Leistungsbilanz der rohstoffexportierenden Schwellenländer (die öl-exportierenden Nahost-Staaten ausgeschlossen) seit 2013/14 um 2 Prozentpunkte auf nunmehr 1 Prozent des BIP geschrumpft.

Schliesslich ist für Schwellenlandwährungen die Entwicklung des US-Dollars von grosser Relevanz. Dabei ha-

ben Schwellenlandwährungen in der Vergangenheit in Zeiten einer Dollarschwäche stärker aufgewertet als etwa europäische Währungen. Natürlich gilt auch das Gegenteil, sollte der Dollar zwischenzeitlich wieder erstarren.

Verhaltene Investoren

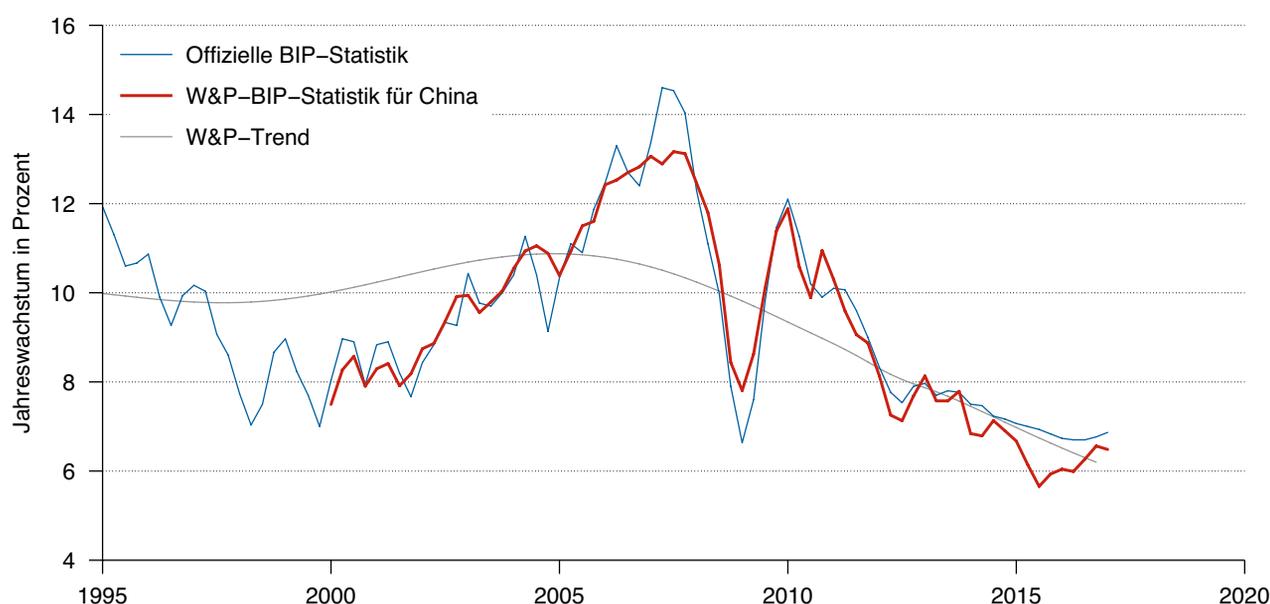
Die Märkte für Schwellenlandanlagen sind bei weitem nicht so liquide wie dies für Anlagen in entwickelten Ländern der Fall ist. Änderungen in der Einschätzung von Investoren, sowohl lokal als auch international, können die Preise deshalb im Handumdrehen beeinflussen. Das Risiko einer Preisbewegung besteht vor allem dann, wenn internationale Investoren nach Zukäufen pessimistisch werden. Die Wirtschaftsentwicklung in den Schwellenländern gibt dabei wenig Grund zum Pessimismus. Die Frühwarnindikatoren zeigen eine Erholung an. Dabei ist die Dynamik unserer Indikatoren deutlich höher als in den letzten zwei Jahren. Vor allem aber haben viele In-

vestoren nach den jahrelangen Verlusten auf ihren Schwellenlandanlagen noch nicht den Mut gefasst, ihre Positionen wieder aufzustocken. Damit ist die Gefahr eines herden-getriebenen Verkaufs von Schwellenlandwährungen aus unserer Sicht moderat.

Rubel und Ringgit besonders attraktiv bewertet

Aus Bewertungssicht erachten wir den malaysischen Ringgit und den russischen Rubel als besonders attraktiv. Der brasilianische Real und der südafrikanische Rand zeigen keine signifikante Unterbewertung mehr, sind aber aus unserer Sicht im Zusammenhang mit Lokalwährungsanleihen interessant.

Die W&P-BIP-Statistik für China zeigt ein Wachstum von 6.5 Prozent an



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Konjunkturklima

Das konjunkturelle Umfeld in den Vereinigten Staaten erweist sich nach wie vor als robust. Für das erste Quartal 2017 konnte eine BIP-Wachstumsrate von 1.9 Prozent im Vorjahresvergleich ausgewiesen werden. Werden die vorlaufenden Konjunkturklimaindikatoren von Wellershoff & Partners für die Vereinigten Staaten betrachtet, lässt sich weiteres Wachstumspotenzial für das zweite und dritte Quartal erkennen. Das wird insbesondere durch die im April 211 000 neugeschaffenen Stellen untermauert.

In der Eurozone befinden sich die Stimmungsdaten auf dem höchsten Stand seit rund zehn Jahren. Das zeigt

insbesondere die Umfrage der Europäischen Kommission. Einkaufsmanagerindizes der einzelnen Mitgliedsländer deuten ebenfalls auf eine Wachstumsbeschleunigung hin. Bestätigt werden die positiven Stimmungsdaten vom BIP-Wachstum. Dieses hat sich im ersten Quartal um 0.5 Prozent gegenüber dem Vorquartal erhöht.

Grossbritannien konnte im ersten Quartal ein BIP-Wachstum von 2.1 Prozent im Vorjahresvergleich ausweisen. Doch Vorbehalte sind angebracht. Das Konsumklima hat unter den steigenden Preisen in den letzten Wochen stark gelitten.

Überblick

	Trendwachstum ¹	Reales BIP-Wachstum ²				W&P-Konjunkturklimaindikatoren ³			
		Q2/2016	Q3/2016	Q4/2016	Q1/2017	1/2017	2/2017	3/2017	4/2017
USA	1.7	1.3	1.6	2.0	1.9	2.8	3.1	2.9	2.8
Eurozone	1.0	1.6	1.8	1.8	1.7	2.1	2.1	2.1	2.4
Deutschland	1.4	1.8	1.7	1.8	1.7	2.8	2.7	2.8	3.1
Frankreich	0.7	1.1	0.9	1.2	0.8	1.2	1.3	1.3	1.4
Italien	0.2	0.8	1.0	1.0	0.9	0.7	0.8	0.7	1.0
Spanien	1.6	3.4	3.2	3.0	-	2.1	2.4	2.0	2.2
Grossbritannien	1.8	1.7	2.0	1.9	2.1	2.2	2.5	2.6	2.6
Schweiz	1.5	2.0	1.4	0.6	-	1.3	1.5	1.4	1.6
Japan	0.4	0.9	1.1	1.6	-	2.0	2.1	2.3	2.2
Kanada	1.6	1.1	1.4	2.0	-	1.3	1.3	1.6	1.6
Australien	2.4	3.1	1.9	2.4	-	2.6	2.6	2.6	2.6
Brasilien	1.4	-3.6	-2.8	-2.5	-	-2.2	-0.4	1.2	1.5
Russland	0.1	-0.5	-0.3	0.3	-	4.6	2.6	2.6	1.1
Indien	7.7	7.2	7.4	7.0	-	7.2	7.2	7.4	7.4
China	7.4	6.7	6.7	6.8	6.9	7.0	7.2	7.1	6.7
Industrienationen⁴	1.4	1.7	1.6	1.8	-	2.7	2.9	2.8	2.9
Schwellenländer⁴	6.0	4.9	4.7	5.0	-	5.0	5.2	5.3	5.0
Welt⁴	3.5	3.3	3.2	3.4	-	3.8	4.0	4.1	3.9

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

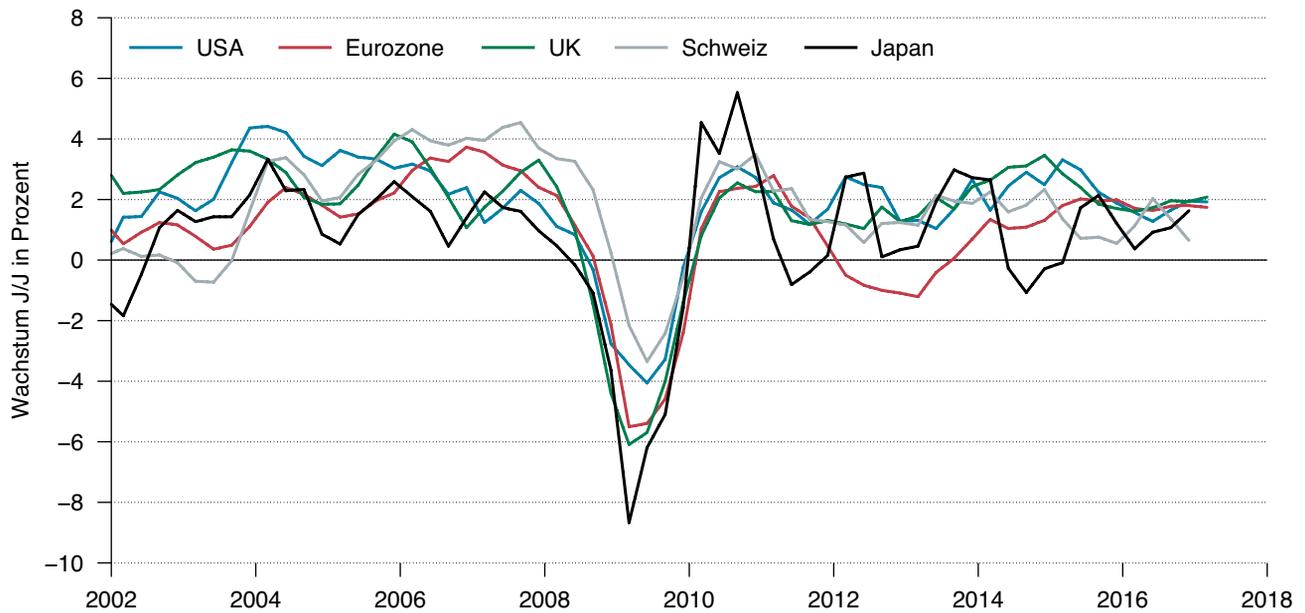
² Veränderung des realen BIP gegenüber dem Vorjahresquartal in Prozent.

³ Die Konjunkturklimaindikatoren 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.

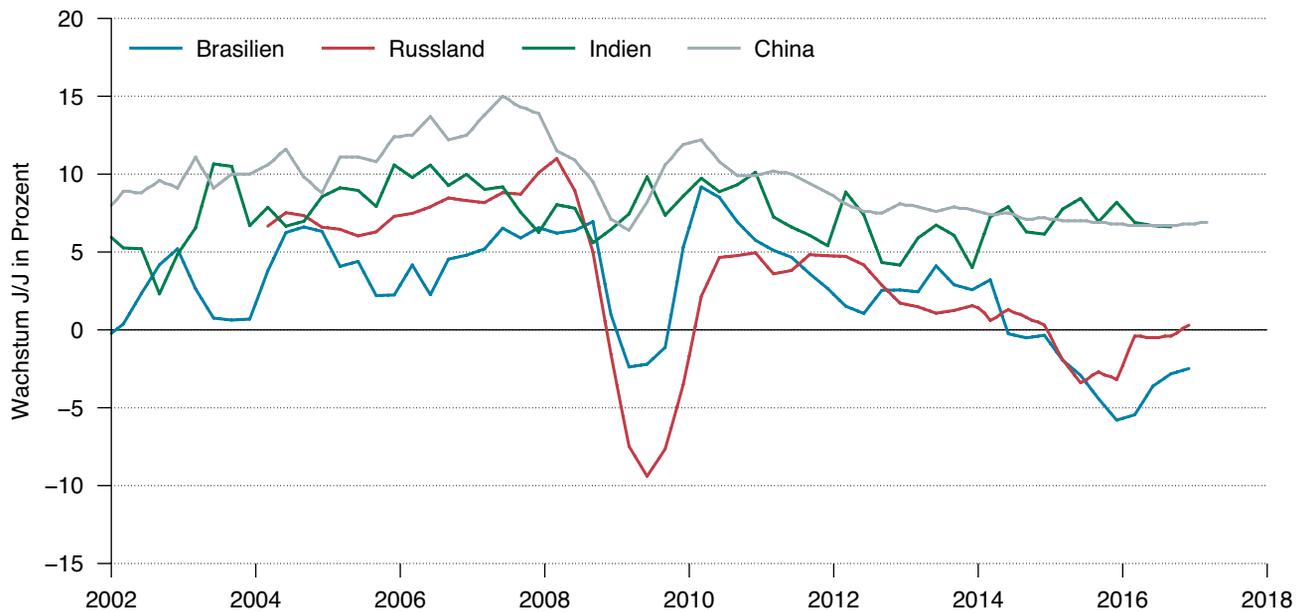
⁴ Die Aggregate werden anhand von nominalen BIP-Gewichten und Kaufkraftparitätskursen berechnet.

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

Wirtschaftswachstum Industrienationen



Wirtschaftswachstum Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

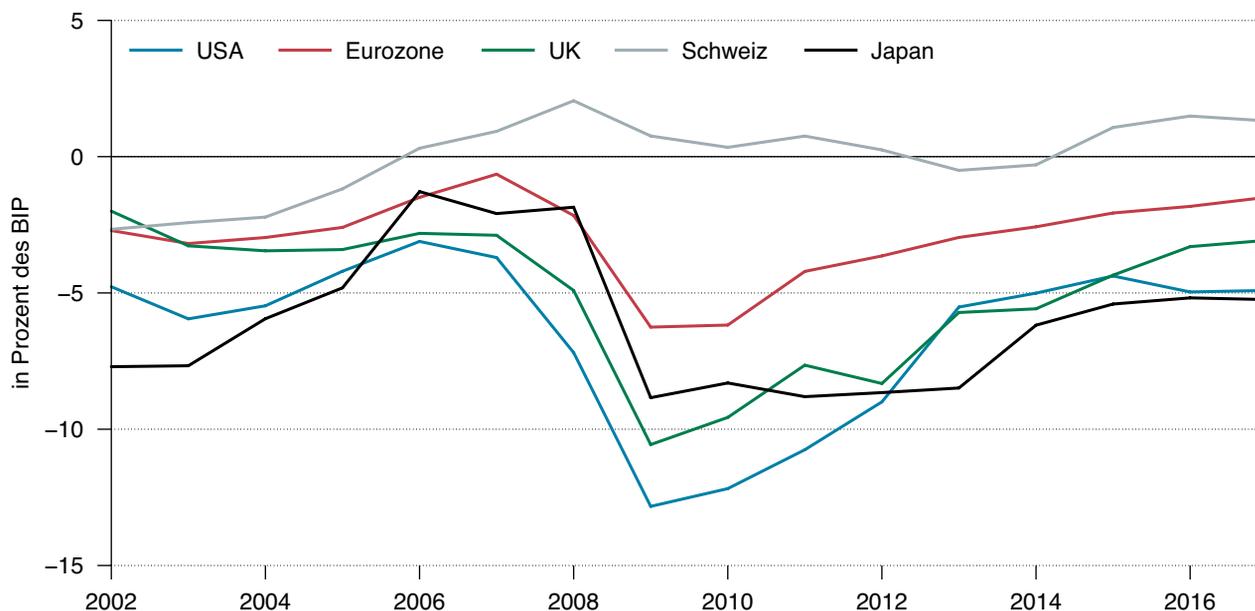
Wirtschaftsindikatoren

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	22.9	24.9	-2.5	-2.6	113.3	116.9	-5.8	-4.9	6.4	4.4
Eurozone	16.6	15.0	3.2	4.0	108.1	108.3	-2.6	-1.5	11.2	9.5
Deutschland	4.8	4.4	7.8	8.8	80.5	71.7	0.2	0.5	6.6	5.8
Frankreich	3.5	3.1	-0.9	-0.8	117.1	124.1	-3.9	-3.0	9.8	9.7
Italien	2.6	2.3	1.5	3.0	152.2	159.5	-2.7	-2.4	11.8	11.7
Spanien	1.7	1.6	1.2	1.7	110.4	119.1	-6.6	-3.6	23.4	18.2
Grossbritannien	3.7	3.2	-4.7	-4.8	109.6	113.1	-5.5	-3.1	6.1	4.7
Schweiz	0.9	0.8	10.3	9.2	45.0	41.7	0.4	1.3	3.1	3.3
Japan	6.7	6.2	2.0	3.8	225.6	237.5	-6.8	-5.2	3.7	2.8
Kanada	2.3	2.1	-3.2	-2.9	88.0	91.2	-1.4	-2.4	7.0	6.5
Australien	1.8	1.7	-3.5	-2.8	34.3	42.9	-2.9	-2.2	5.7	5.9
China	13.5	15.1	2.2	1.3	40.0	49.3	-1.7	-3.7	4.1	-
Brasilien	2.9	2.7	-3.0	-1.3	67.1	81.2	-6.1	-9.1	8.4	13.7
Indien	2.7	3.1	-2.0	-1.5	69.1	67.8	-7.1	-6.4	-	-
Russland	2.4	2.0	2.9	3.3	14.7	17.1	-1.8	-2.6	5.4	5.4

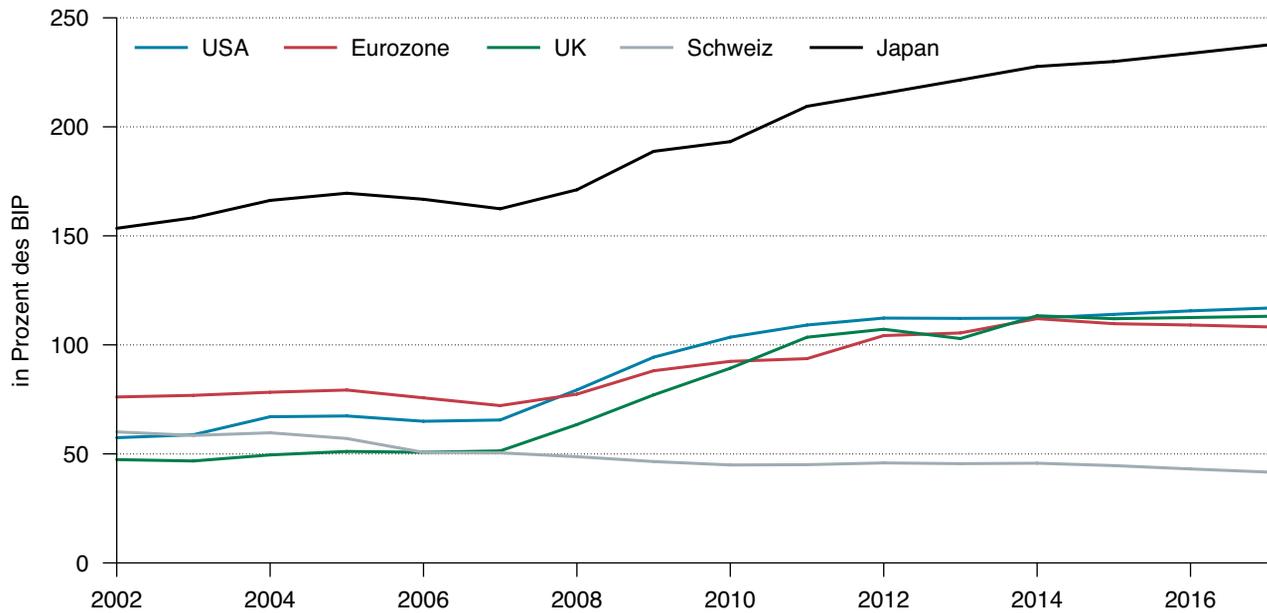
¹ In Prozent; Berechnung anhand von Marktwechsellkursen. ² In Prozent vom nominalen BIP. ³ In Prozent.

Budgetdefizit Industrienationen

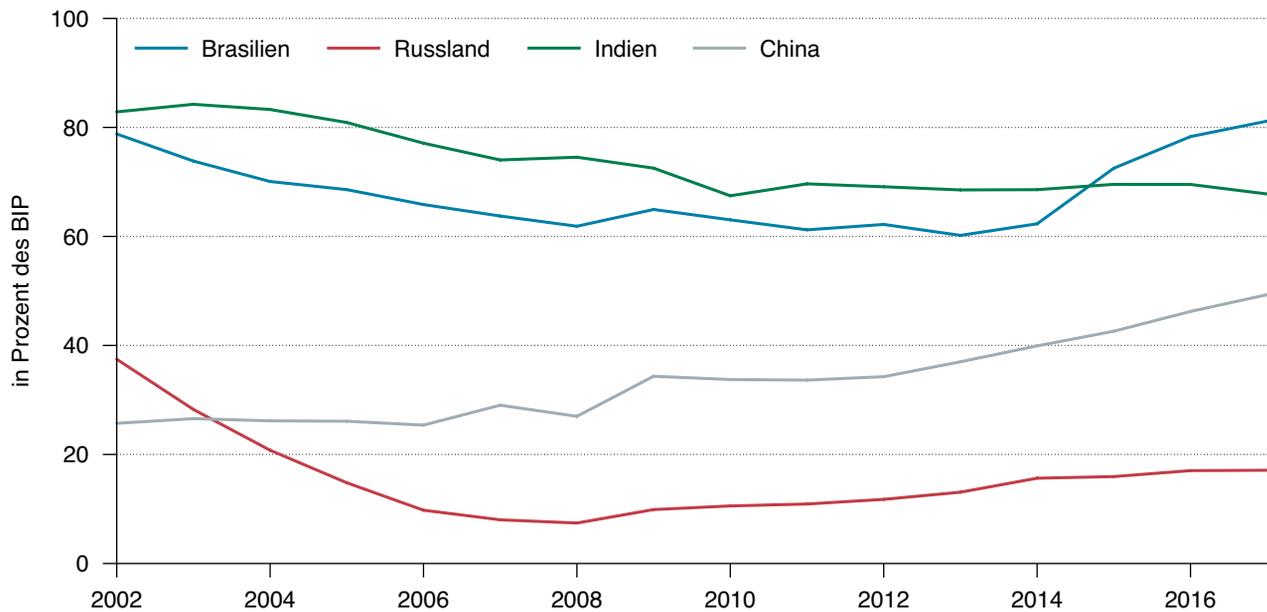


Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Staatsverschuldung Industrienationen



Staatsverschuldung Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Inflation

Im April ist die Teuerung in der Eurozone markant angestiegen. Die Gesamtinflationsrate ist von 1.5 auf 1.9 Prozent geklettert. Aber insbesondere der Anstieg der Kernrate von 0.7 auf 1.2 Prozent liess aufhorchen. Normalerweise zeigt die Kernrate nur wenig Volatilität. Kommt hinzu, dass der Wert von 1.2 Prozent der höchste seit vier Jahren ist. Diese Teuerungsraten erhöhen den Druck auf die EZB. Zumindest die Diskussion um eine Normalisierung der Geldpolitik dürfte damit weiter an Fahrt aufnehmen. Denn neben dem Anstieg der Teuerungsraten sehen wir auch robuste Wirtschaftsda-

ten und, mit dem aus Marktperspektive glimpflichen Ausgang der französischen Präsidentschaftswahlen, ein Abklingen der politischen Risiken in der Eurozone.

Auch in der Schweiz hat die Normalisierung der Inflation im vergangenen Monat nochmals an Breite gewonnen. Nach der Gesamtrate der Konsumentenpreis-inflation kletterte im April nun auch die Kerninflation erstmals seit Aufhebung des Mindestkurses in den positiven Bereich. Ein Anstieg der Importpreise von rund 3 Prozent im Vorjahresvergleich signalisiert zudem, dass der Frankenschock zunehmend verdaut ist.

Überblick

	Ø 10 Jahre ¹	Inflation ²				Kerninflation ³			
		1/2017	2/2017	3/2017	4/2017	1/2017	2/2017	3/2017	4/2017
USA	1.8	2.5	2.7	2.4	2.2	2.3	2.2	2.0	1.9
Eurozone	1.5	1.8	2.0	1.5	1.9	0.9	0.9	0.7	1.2
Deutschland	1.4	1.9	2.2	1.6	2.0	1.6	1.7	1.4	1.3
Frankreich	1.2	1.3	1.2	1.1	1.2	-	-	-	-
Italien	1.5	1.0	1.6	1.4	1.9	0.5	0.6	0.7	1.1
Spanien	1.5	3.0	3.0	2.3	2.5	1.1	1.0	0.9	1.2
Grossbritannien	2.3	1.8	2.3	2.3	2.7	1.6	2.0	1.8	2.4
Schweiz	0.1	0.3	0.6	0.6	0.4	-0.2	-0.1	0.1	0.1
Japan	0.3	0.5	0.2	0.2	-	0.1	-0.1	-0.3	-
Kanada	1.6	2.1	2.0	1.6	-	1.7	1.6	1.3	-
Australien	2.4	1.7	1.9	2.1	-	1.3	1.4	1.5	-
Brasilien	6.2	5.3	4.8	4.6	4.1	5.6	5.3	5.5	5.0
Russland	9.2	5.1	4.6	4.2	4.1	5.5	5.0	4.5	4.1
Indien	7.9	3.2	3.7	3.9	3.0	-	-	-	-
China	0.1	0.7	-1.5	-1.4	-1.1	2.2	1.8	2.0	2.1
Industrienationen ⁴	1.5	1.9	2.1	1.8	1.9	1.5	1.5	1.3	1.4
Schwellenländer ⁴	3.7	2.1	0.9	0.9	0.9	3.0	2.6	2.7	2.7
Welt ⁴	2.5	2.1	1.5	1.4	1.5	1.9	1.7	1.7	1.7

¹ Durchschnittliche Jahresteuierung der Konsumentenpreise in Prozent.

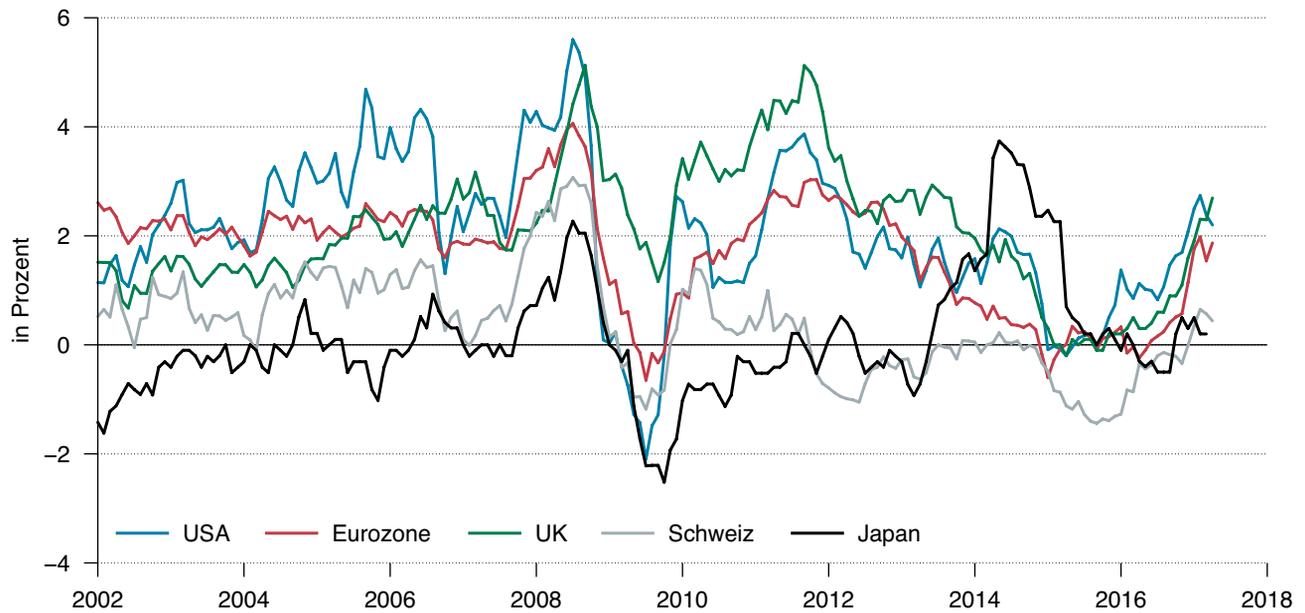
² Veränderung der Konsumentenpreise gegenüber dem Vorjahresmonat in Prozent.

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

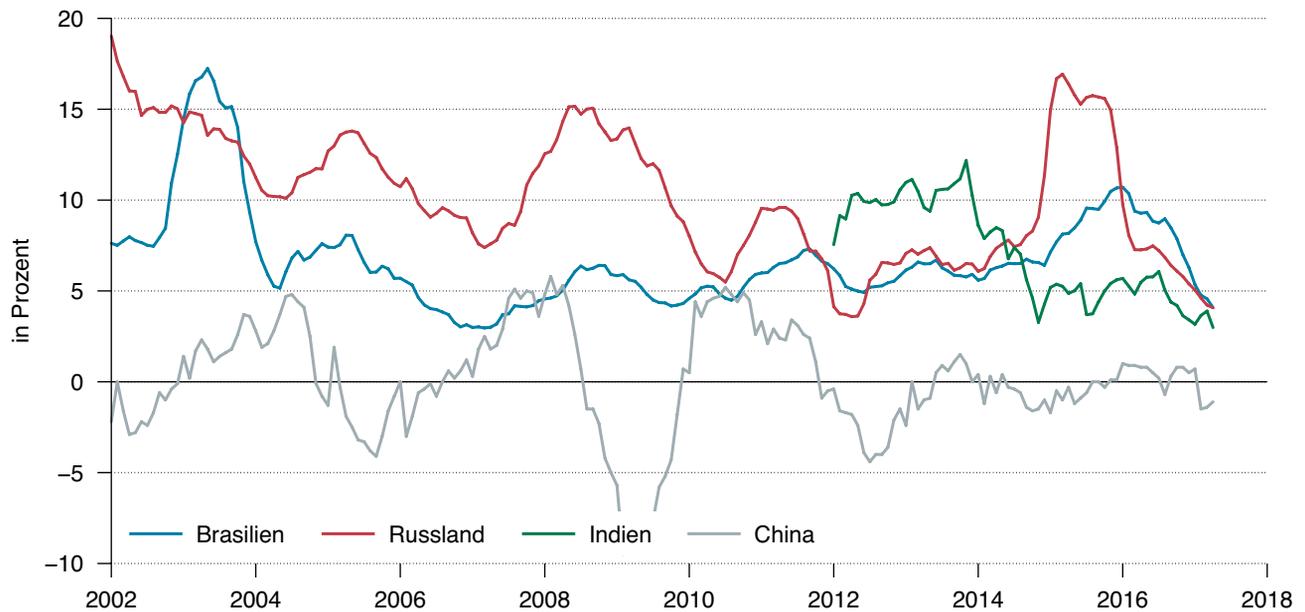
⁴ Die Aggregate werden anhand von nominalen BIP-Gewichten und Kaufkraftparitätskursen geschätzt.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Konsumentenpreisinfation Industrienationen



Konsumentenpreisinfation Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

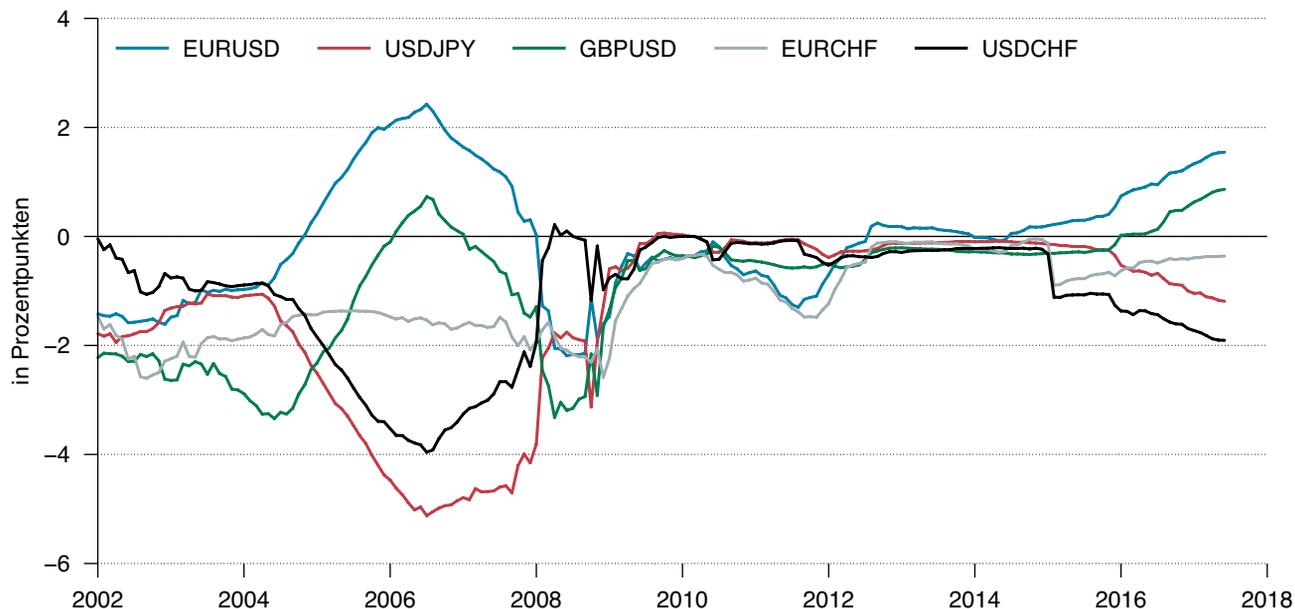
Zinsumfeld

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	1.087	1.50	0.90	0.43	-0.11	1.87	1.26	0.65	0.00
USDJPY	114.0	-1.19	-0.66	-0.35	-0.70	-1.63	-1.15	-0.64	-0.91
GBPUSD	1.295	0.87	0.04	-0.10	-0.53	1.11	0.24	-0.05	-0.53
EURCHF	1.096	-0.41	-0.46	-0.35	-0.77	-0.38	-0.50	-0.41	-0.86
USDCHF	1.008	-1.91	-1.36	-0.78	-0.67	-2.25	-1.76	-1.07	-0.86
GBPCHF	1.306	-1.04	-1.32	-0.88	-1.20	-1.14	-1.51	-1.12	-1.39
CHFJPY	113.1	0.72	0.70	0.44	-0.04	0.62	0.61	0.43	-0.05
AUDUSD	0.739	-0.31	-1.05	-1.84	-2.57	0.27	-0.28	-1.24	-2.08
USDCAD	1.366	-0.29	0.28	0.66	0.50	-0.59	-0.12	0.39	0.29
USDSEK	8.908	-1.65	-1.14	-0.08	0.37	-2.02	-1.47	-0.25	0.26
USDRUB	57.6	8.27	10.25	9.30	7.98	7.18	9.77	8.78	8.09
USDBRL	3.161	8.63	13.43	10.74	10.06	7.16	11.95	10.35	9.87
USDCNY	6.904	3.23	2.28	3.54	2.73	2.51	1.81	3.20	2.44
USDTRY	3.585	11.35	9.82	8.91	9.44	11.04	9.26	8.77	9.62
USDINR	64.67	7.47	7.47	8.67	7.36	5.42	5.77	6.59	4.66

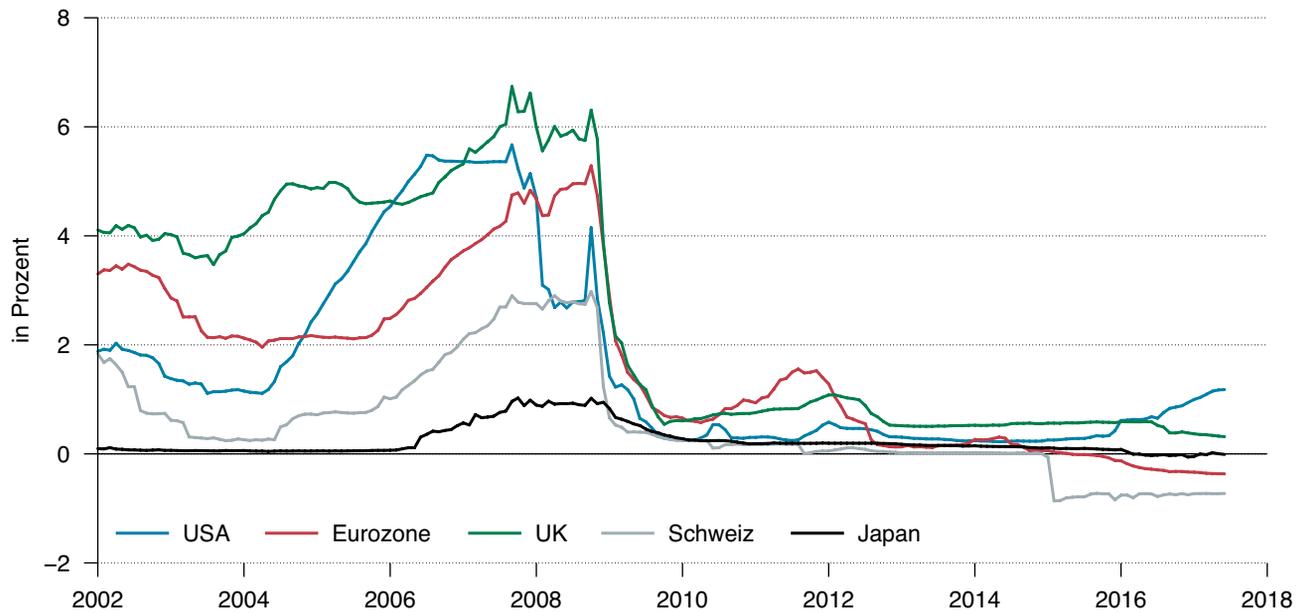
¹ Zinsen im zweiten Währungsraum abzgl. Zinsen im ersten Währungsraum; z.B. US-Dollar-Zinsen abzgl. Euro-Zinsen für EURUSD.

Zinsdifferenz

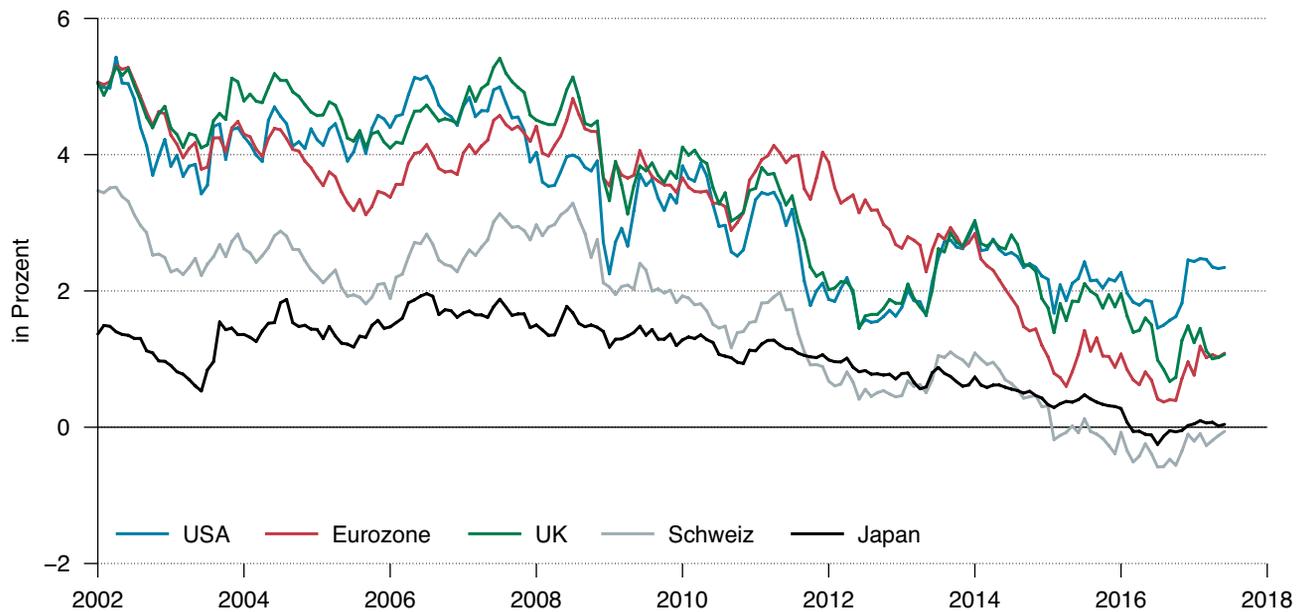


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Dreimonats-Liborsätze



Zehnjährige Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Währungsmärkte

Im April hat vor allem der erste Wahlgang der französischen Präsidentschaftswahlen die Märkte bewegt. Am 23. April erlangte Emmanuel Macron mehr Stimmen als seine Konkurrentin Marine Le Pen. Die Währungsmärkte haben dies als positives Signal für die Eurozone gedeutet. Der Euro gewann handelsgewichtet über Nacht rund 2 Prozent an Wert. Die definitive Bestätigung Emmanuel Macron's als Präsident Frankreichs am 7. Mai hat dann aber kaum noch Wirkung auf den Euro gezeigt. Das Wahlergebnis war zum grössten Teil bereits eingepreist. Weiteres Aufwertungspotential für den Euro besteht aber gemäss der Kaufkraftparität weiterhin. So ist der Euro zum US-Dollar immer noch um über 15 Pro-

zent unterbewertet.

Die französischen Präsidentschaftswahlen haben auch die Schweiz nicht unberührt gelassen. Unmittelbar nach der Wahl von Emmanuel Macron hat der Euro gegenüber dem Schweizer Franken 1.55 Prozent an Wert gewonnen. Weiterhin bewegt sich der Euro aber laut unseren Schätzungen zur Kaufkraftparität mit einer Unterbewertung von rund 8 Prozent deutlich ausserhalb des neutralen Bereichs. Weitere Unterstützung für den Euro wäre insbesondere dann zu erwarten, sollte die EZB weitere Schritte zur Normalisierung ihrer Geldpolitik ankündigen.

Performance und Bewertung

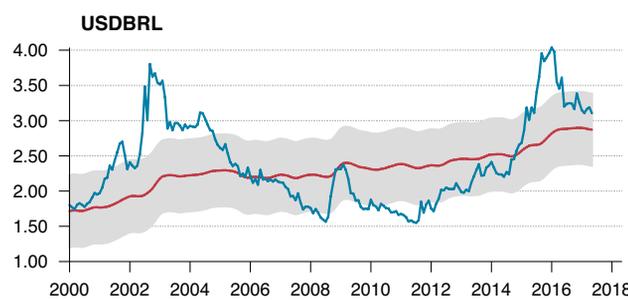
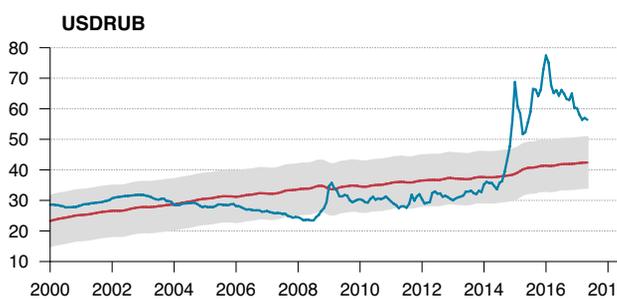
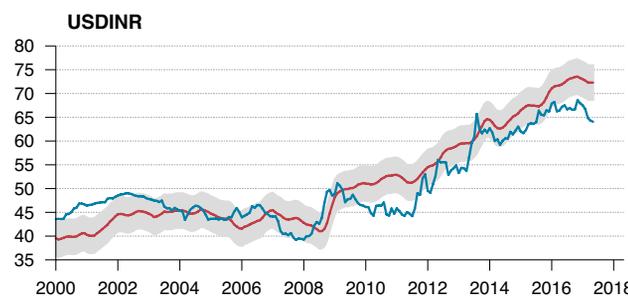
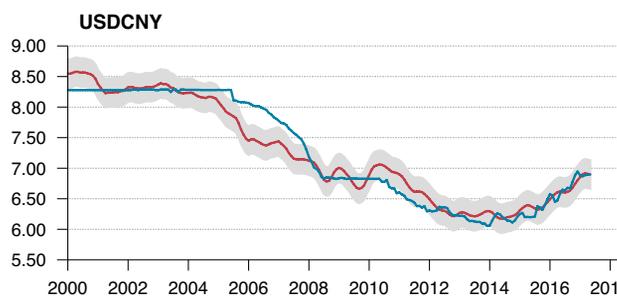
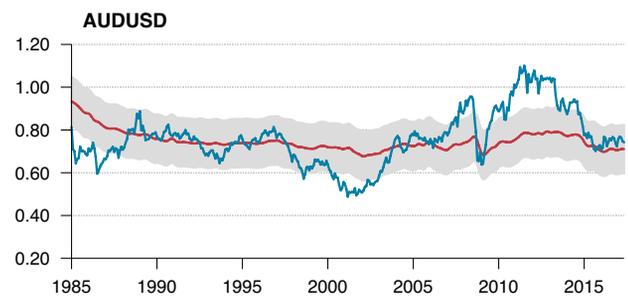
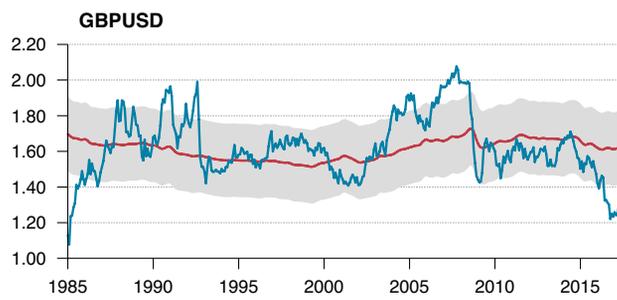
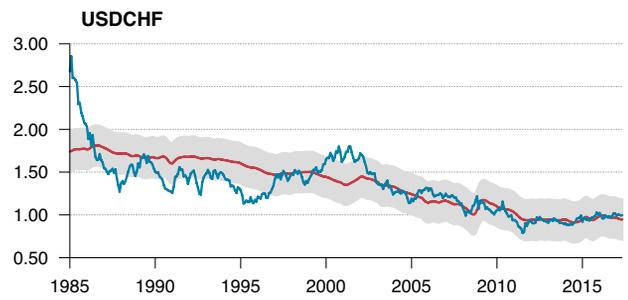
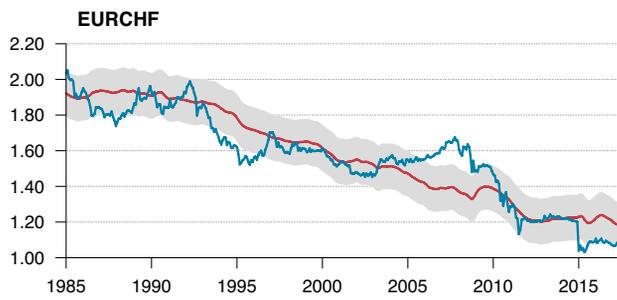
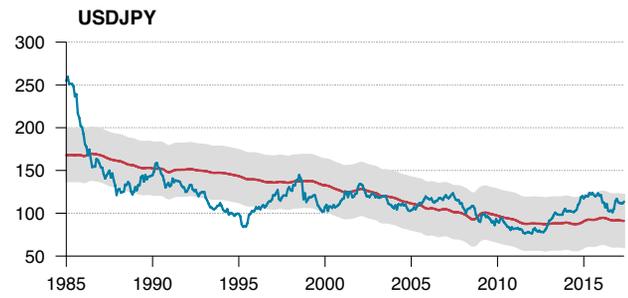
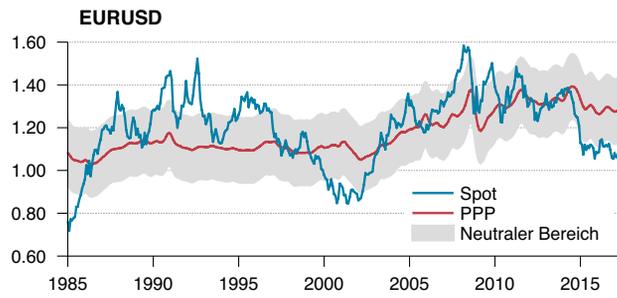
	Aktueller Wechselkurs	Performance ¹				Kaufkraftparität ²		
		YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre	PPP	Neutraler Bereich	Abweichung ³
EURUSD	1.098	4.1	3.9	-2.8	-14.1	1.29	1.14 - 1.44	-14.7
USDJPY	113.6	-2.6	-0.7	4.1	41.8	91.1	60.7 - 121.5	24.7
GBPUSD	1.292	4.5	3.7	-10.0	-19.5	1.62	1.42 - 1.82	-20.2
EURCHF	1.094	2.1	2.7	-0.8	-8.9	1.19	1.06 - 1.31	-7.8
USDCHF	0.997	-1.9	-1.1	2.1	6.0	0.95	0.71 - 1.18	5.4
GBPCHF	1.287	2.5	2.5	-8.1	-14.6	1.51	1.23 - 1.78	-14.5
CHFJPY	114.0	-0.7	0.4	2.0	33.8	89.7	74.5 - 104.9	27.1
AUDUSD	0.742	2.5	-2.7	2.0	-25.6	0.71	0.60 - 0.82	4.4
USDCAD	1.366	1.8	4.2	5.6	36.0	1.20	1.13 - 1.28	13.5
USDSEK	8.819	-2.9	-1.4	6.7	23.8	7.42	6.48 - 8.35	18.9
USD RUB	56.4	-7.6	-2.0	-13.6	84.1	42.4	34.2 - 50.6	33.0
USDBRL	3.105	-4.6	-0.6	-11.6	55.5	2.87	2.36 - 3.38	8.1
USDCNY	6.898	-0.7	0.4	5.8	9.2	6.90	6.67 - 7.13	0.0
USDTRY	3.555	1.1	-3.3	19.8	95.9	2.84	2.61 - 3.07	25.4
USDINR	64.12	-5.5	-4.2	-4.0	19.2	72.3	68.7 - 75.9	-11.3

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

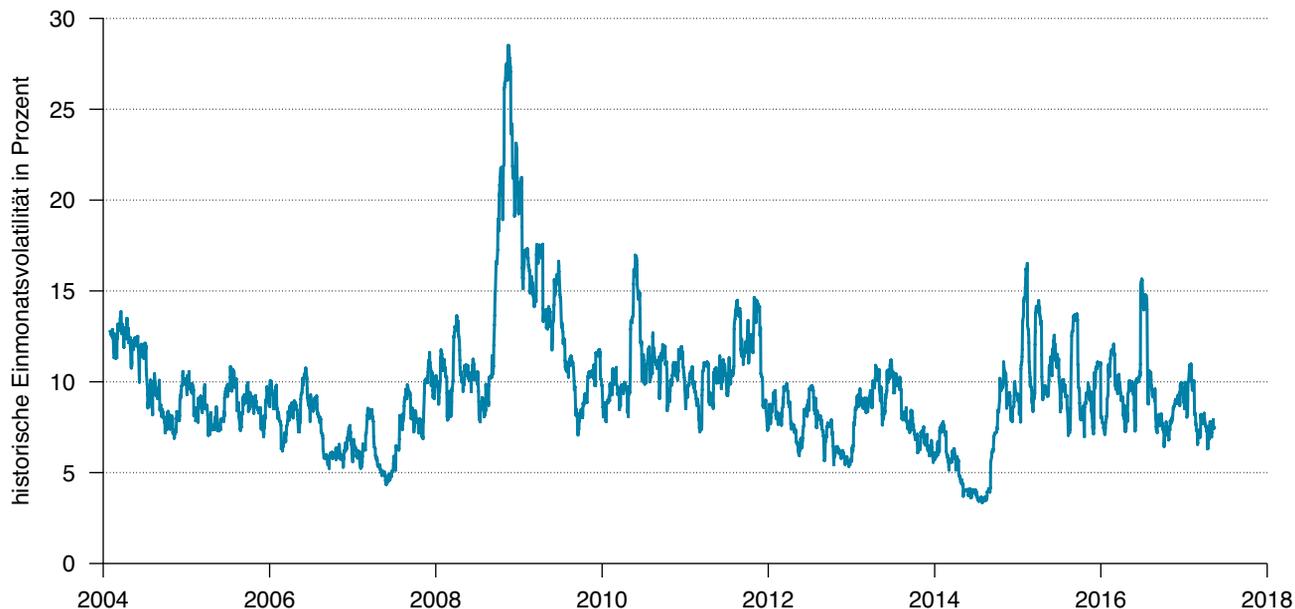
Währungsvervolatilität

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	1.098	7.1	7.0	8.9	10.6	8.2	7.5	9.3	10.9
USDJPY	113.6	8.3	8.4	9.9	11.0	11.4	9.3	10.3	11.3
GBPUSD	1.292	7.6	7.0	8.4	9.9	12.5	7.8	8.9	10.4
EURCHF	1.094	4.7	4.6	5.5	6.4	5.2	5.0	6.4	6.8
USDCHF	0.997	6.3	6.8	9.1	10.6	7.5	7.4	9.7	10.9
GBPCHF	1.287	7.3	6.5	8.8	10.3	12.1	7.1	9.3	10.7
CHFJPY	114.0	8.1	8.3	10.4	11.7	10.4	9.1	11.1	12.2
AUDUSD	0.742	7.8	7.9	10.2	12.6	9.8	9.1	10.9	12.9
USDCAD	1.366	6.6	6.8	7.9	9.9	8.2	7.2	8.3	10.3
USDSEK	8.819	8.8	7.9	10.3	12.6	9.9	8.7	10.8	12.8
USDRUB	56.4	11.9	12.6	16.2	14.1	14.6	13.1	16.4	15.1
USDBRL	3.105	11.0	12.9	14.7	15.6	14.0	13.4	15.2	16.0
USDCNY	6.898	2.0	2.5	3.2	3.1	2.6	4.2	4.1	4.7
USDTRY	3.555	11.3	12.0	11.7	13.4	13.0	13.7	13.0	14.6
USDINR	64.12	3.9	5.2	8.7	9.6	4.0	6.6	9.8	10.5

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

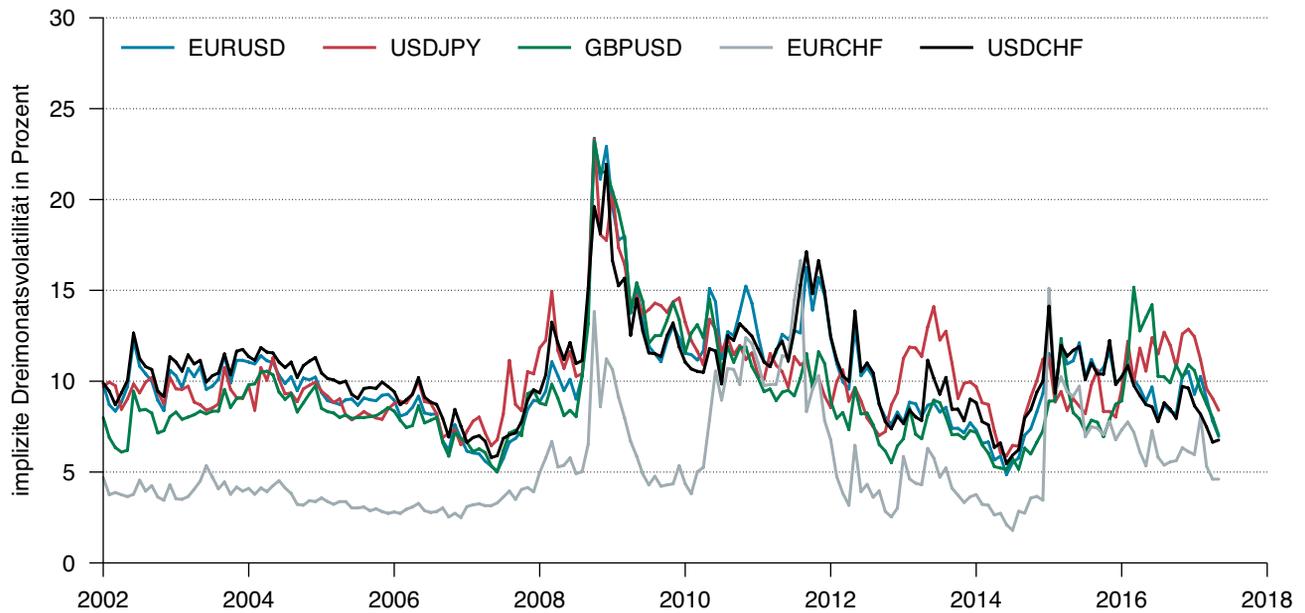
QCAM-Volatilitätsindikator³



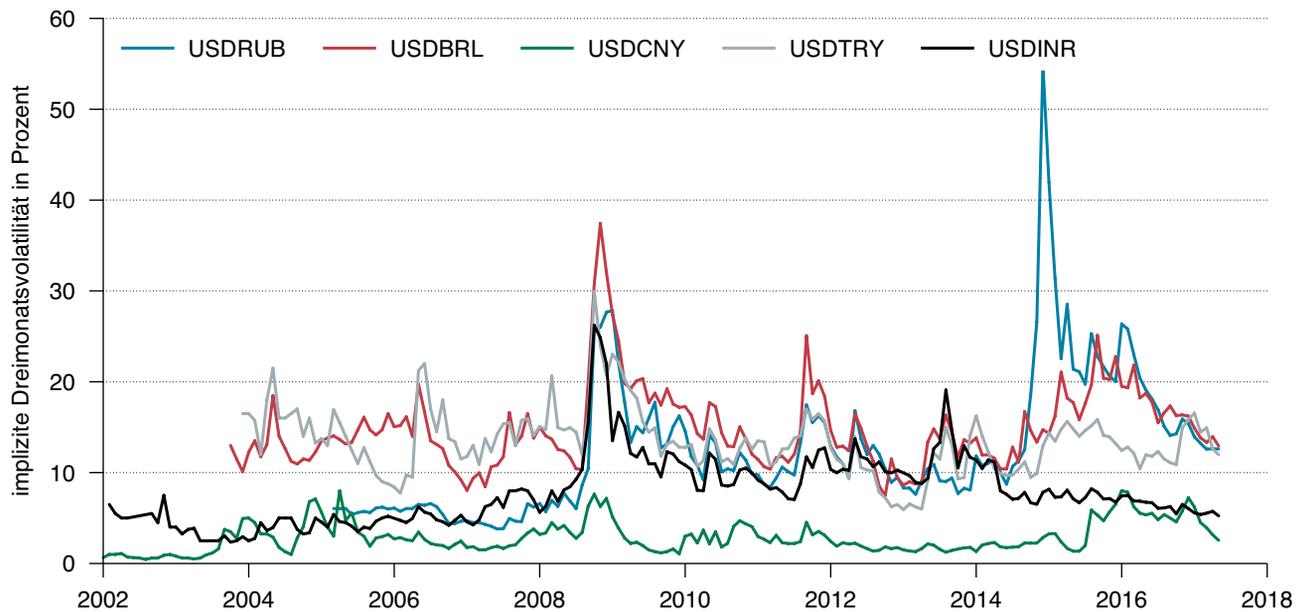
³ Der Volatilitätsindikator von QCAM bildet die Volatilität an den globalen Währungsmärkten ab; für die Berechnung wird die historische Volatilität der wichtigsten Währungspaare verwendet und mithilfe des Handelsvolumens der jeweiligen Währungspaare gewichtet.

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

Volatilität Hauptwährungen



Volatilität Schwellenlandwährungen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

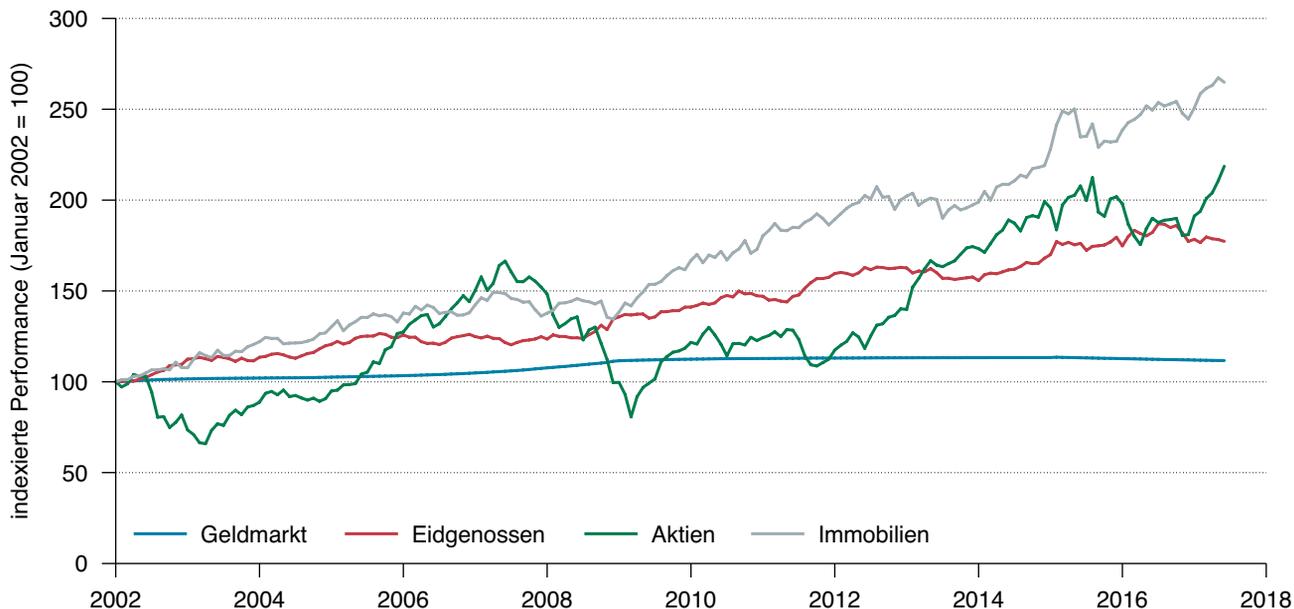
Finanzmarktumfeld

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	-0.6	0.0	-2.3	10.2	-0.6	0.0	-2.3	10.2
Unternehmensanleihen CHF	0.2	0.2	-1.2	11.1	0.2	0.2	-1.2	11.1
Aktien Schweiz (SMI)	14.3	11.5	19.1	81.7	14.3	11.5	19.1	81.7
Aktien Europa (Stoxx600)	11.6	8.9	22.4	91.8	13.7	11.7	21.5	74.7
Aktien UK (Ftse100)	6.1	4.2	26.3	65.9	9.6	7.4	16.6	42.2
Aktien Japan (Topix)	5.1	3.6	22.3	137.0	6.4	3.0	20.5	77.6
Aktien USA (S&P 500)	8.1	3.3	19.9	101.7	6.4	2.8	23.5	113.5
Aktien Schwellenländer	17.8	8.7	30.4	25.5	15.9	8.2	34.3	32.8
Aktien Welt (MSCI World)	9.8	5.2	19.2	79.5	8.0	4.7	22.8	90.0
Immobilien Schweiz	5.6	1.2	5.4	34.4	5.6	1.2	5.4	34.4
Immobilien Global	2.9	1.2	1.9	52.4	1.3	0.8	5.0	61.4
Rohstoffe	-4.5	-5.7	-1.1	-37.8	-6.0	-6.1	1.9	-34.1
Rohoil (Brent)	-8.0	-7.3	8.8	-53.2	-9.4	-7.7	12.0	-50.5
Gold	6.6	0.7	-2.9	-19.9	4.9	0.2	0.0	-15.2

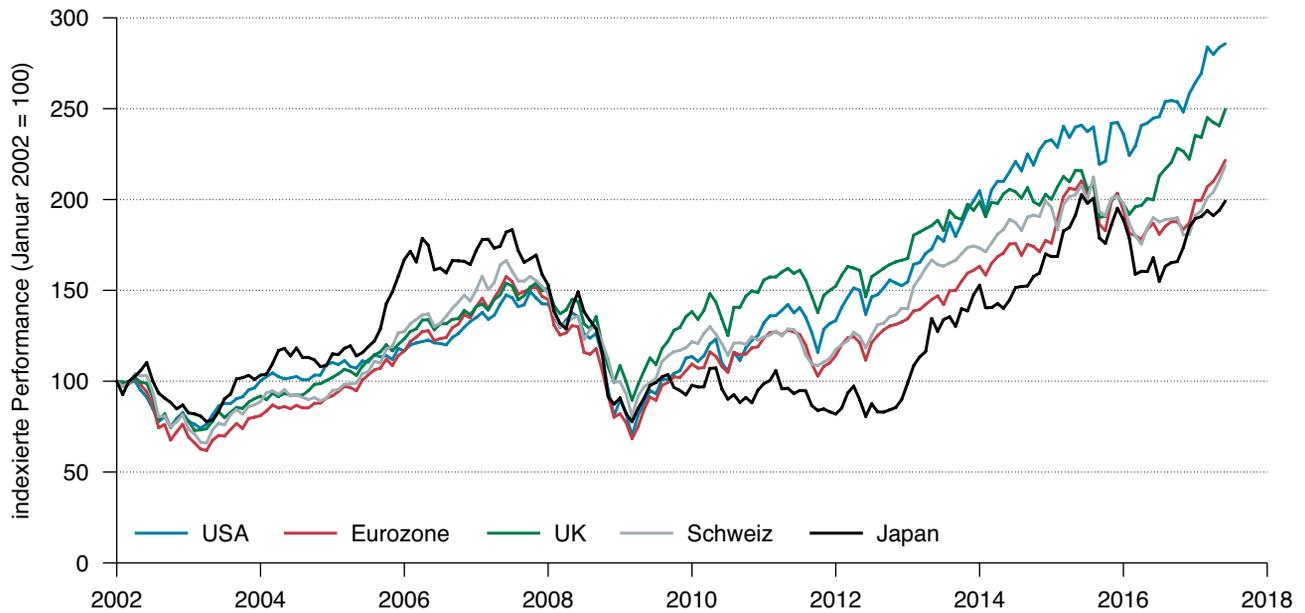
¹ Performance in Prozent für den jeweiligen Zeitraum.

Performance Schweizer Finanzanlagen

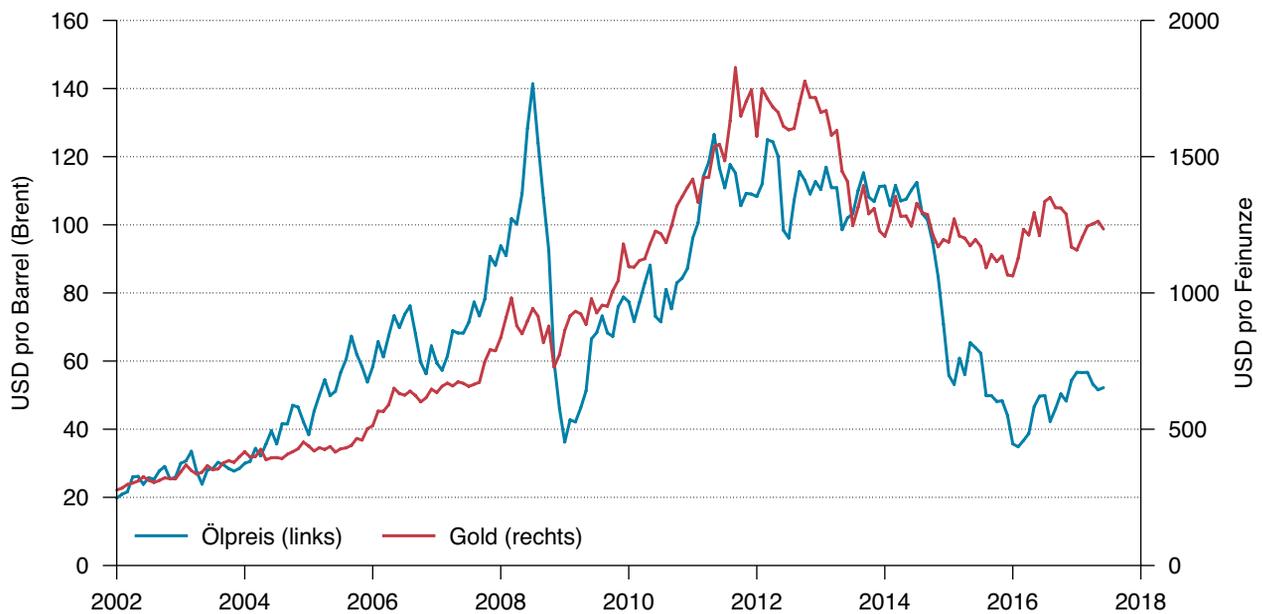


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Performance ausgewählter Aktienmärkte (in Lokalwährung)



Performance ausgewählter Rohstoffpreise

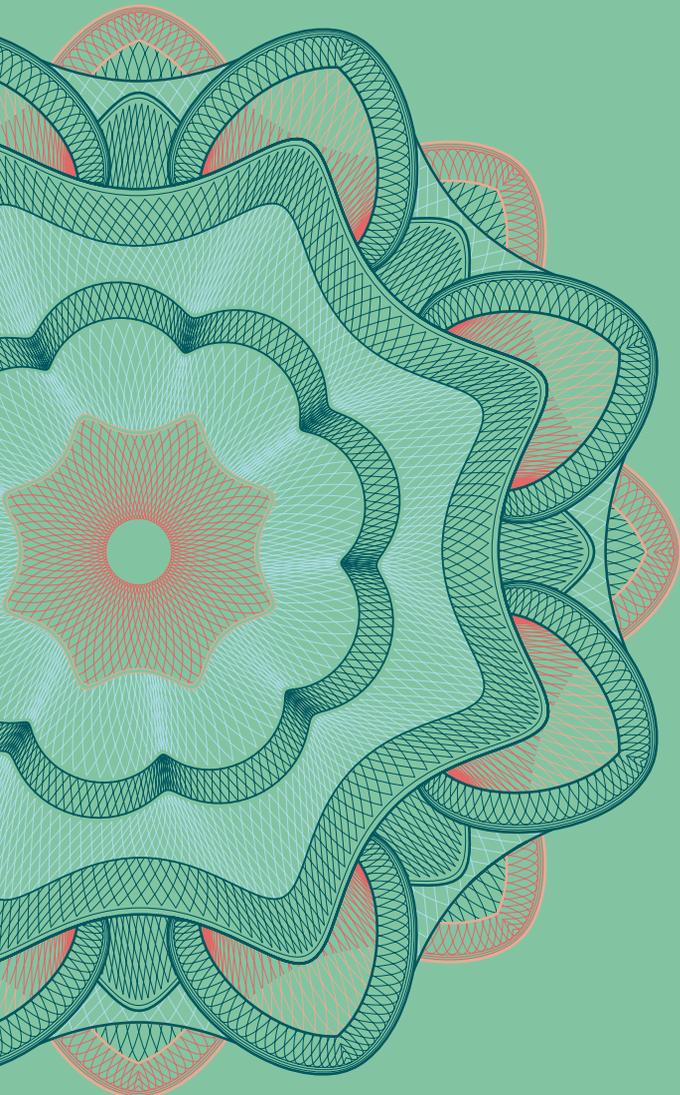


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Die Zahl des Monats

1.55 Prozent

Nachdem Emmanuel Macron in der ersten Runde der französischen Präsidentschaftswahlen über Marine Le Pen triumphiert hatte, schoss der EURCHF-Wechselkurs um 1.55 Prozent in die Höhe. Tönt nach wenig, ist aber eine Menge: Eine Tagesbewegung von 1.55 Prozent übertrifft 99 Prozent der historischen Beobachtungen.



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 eingestuftem 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.