

April 2016



Monthly

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



QUAESTA CAPITAL

Quaesta Capital AG
Huobstrasse 9
8808 Pfäffikon SZ
Schweiz

 **Wellershoff & Partners**

Wellershoff & Partners Ltd.
Zürichbergstrasse 38
8044 Zürich
Schweiz

Wellershoff und Partners Ltd. ist strategischer Research-Partner von Quaesta Capital AG. Die Zusammenarbeit umfasst den regelmässigen Austausch über fundamentale Entwicklungen in der Weltwirtschaft und an den Finanzmärkten sowie deren Auswirkungen auf die Währungsmärkte. Des Weiteren steht Wellershoff & Partner Ltd. für ausgewählte Anlässe sowie Kundenmeetings für Quaesta Capital AG zur Verfügung.

Impressum

Redaktion, Inhalt, Konzeption und Gestaltung:
Quaesta Capital AG, Pfäffikon, und Wellershoff & Partners Ltd., Zürich
Redaktionsschluss: 18. April 2016
FX Monthly erscheint monatlich in deutscher und englischer Sprache.

Inhalt

Quaesta Capital 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

Quaesta Capital Insight

FX Volatilität – eine interessante Anlagealternative!

Währungsvolatilität wird im Währungsmanagement an erster Stelle als Risiko im Kontext von Fremdwährungsanlagen verstanden, welches es nach Möglichkeit zu vermeiden gilt. Im aktiven Währungsmanagement bietet sich FX Volatilität als interessante Alternative zu gängigen Währungsstrategien an. Ein Hauptvorteil sind die attraktiven Diversifikationsmerkmale.

Währungsmanager verfolgen eine Vielzahl von unterschiedlichen Handelsstrategien und Ausrichtungen in der Umsetzung – der Fokus ist dabei je nach Strategie fundamental oder technisch, der Handel erfolgt in Haupt- oder Nebenwährungen, die Entscheidungsfindung ist diskretionär oder systematisch orientiert. Gemeinsam ist den meisten Strategien, dass sie sich auf rein direktionale Handelsideen fokussieren, beispielsweise: Steigt der USD gegenüber dem CHF?

Eine Alternative bietet der Bereich des Volatilitäten-Handels. Die Positionierung, welche der Investor hier erhält – das sogenannte Volatilitätsrisiko – ist nicht-direktionaler Natur und bietet dementsprechend hervorragende Diversifikationseigenschaften. Entscheidend für die erfolgreiche Tätigkeit im Handel mit Volatilitäten ist, analog zu traditionellen Anlagetätigkeiten, die richtigen Schlüsse aus den Daten und den eigenen Marktinterpretationen zu ziehen.

Der Handel mit FX Volatilität

Der Volatilitäten-Handel läuft zumeist über den Kauf und Verkauf von Optionen. In die Preisbildung einer Option fließen die allseits bekannten Faktoren ein: Laufzeit, Ausübungspreis, Kassakurs und Zinsniveaus der beiden involvierten Währungen. Damit wird der innere Wert der Option berechnet.

Zusätzlich fließt die Komponente «Volatilität» ein, eine statistische Kennzahl für die Schwankung eines Währungspaares um den Mittelwert. Dabei gilt: Je höher die Volatilität, umso teurer die Option. Bei der Volatilität, welche aktuell im Preis der Option enthalten ist, spricht man von der impliziten Volatilität. Sie widerspiegelt den aktuellen Marktkonsensus betreffend der zukünftigen Volatilität des der Option zugrundeliegenden Währungspaares. Dabei wird das direktionale Risiko so abgesichert, dass als restliches Risiko nur das nicht-direktionale Volatilitätsrisiko verbleibt.

Beim Handel mit Volatilitäten wird zumeist mit Hilfe von statistischen Analysen gearbeitet. Dabei werden Vergleiche zwischen aktuellen impliziten und historischen Volatilitäten gezogen. Bekanntlich gibt die Vergangenheit die Zukunft jedoch nur sehr begrenzt wieder. Deshalb ist es unerlässlich, sich auch fundamentale Gedanken über die Entwicklungen an den Finanz- respektive Währungsmärkten zu machen.

FX Volatilität als Portfolio-Beimischung

Untenstehende Abbildung zeigt die historische Entwicklung der Volatilität des Währungspaares

EURUSD über den Zeitraum der letzten zehn Jahre. Die Abbildung zeigt auch, auf welchem komplett unterschiedlichen Niveau die impliziten Volatilitäten in verschiedenen Umfeldern in den letzten Jahren gehandelt wurden. Handeln die impliziten Volatilitäten tiefer als die erwarteten Volatilitäten, folgt ein Kauf von Volatilitäten-Exposures. Im umgekehrten Fall empfiehlt sich ein Verkauf von Volatilität, wenn der Markt gemäss eigener Einschätzung von zu hohen zukünftigen Volatilitäten ausgeht.

Typischerweise erfolgt die Transaktionsausführung im Handel mit Währungsvolatilitäten über den Kauf und Verkauf von Optionen mit dynamischem *delta hedging*. Eine weitere Alternative ist der Kauf und Verkauf von *variance swaps*, welche jedoch in Sachen Liquidität und Flexibilität im Vergleich zur Option einige Nachteile aufweisen. Bald besteht auch die Möglichkeit, direkt über Volatilitäts-Futures aktiv zu sein. Nicht zuletzt ist der *Chicago Board Options*

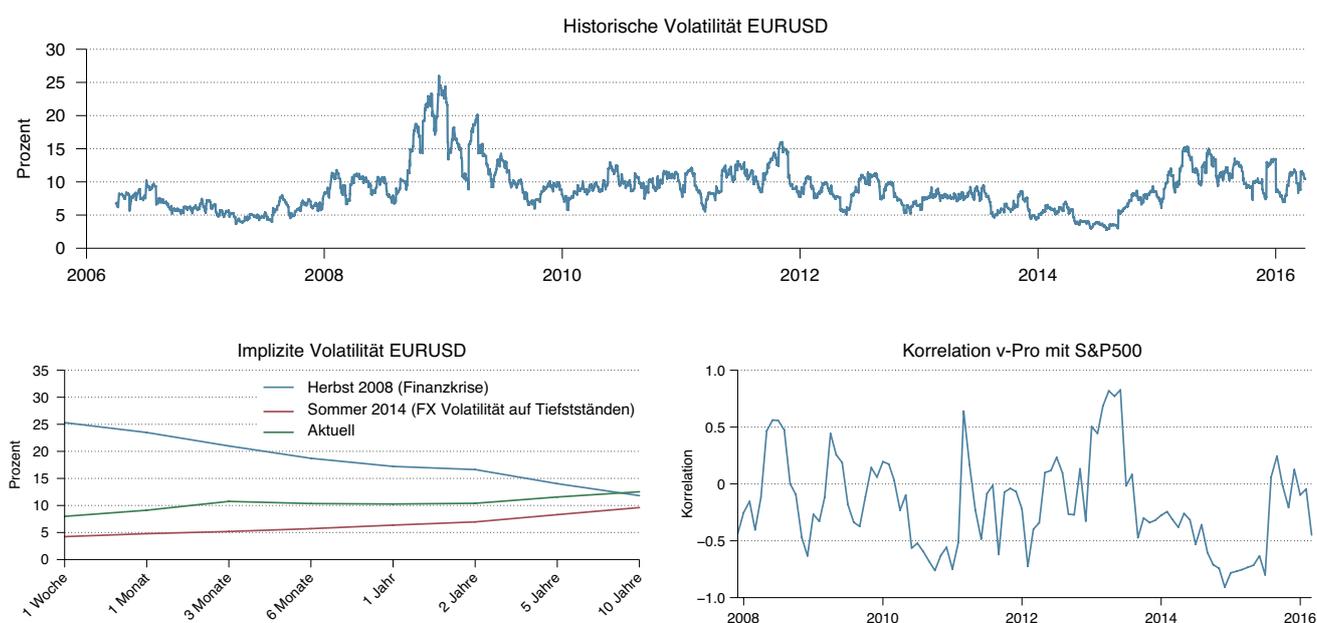
Exchange derzeit im Prozess, investierbare FX Volatilitäts-Indizes zu lancieren.

Eine Volatilitätsstrategie führt im gängigen Fall ein Eigenleben, kann als marktneutrale Strategie angesehen werden, hat ein marktunabhängiges Korrelationsmuster und bietet sich als ausgezeichnete Portfolio-Beimischung an. Die historische Korrelation von Quaesta Capital's FX Volatilitätenstrategie v-Pro zum S&P500 verdeutlicht diese Tatsache.

Anlagemöglichkeiten

Für Investoren bietet es sich an, Entscheidungen über Positionierungen einem darauf spezialisierten Manager zu überlassen. Hier bieten sich verschiedene Möglichkeiten. Alle Varianten haben ihre Berechtigung. Entscheidend ist nur eines: Klarheit zu haben, welche Vor- und Nachteile beziehungsweise Chancen und Risiken man mit der jeweiligen Entscheidung erhält.

Kennzahlen zu FX Volatilität



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Quaesta Capital

Die Makroperspektive

Die Schlacht ist geschlagen, aber der Kampf ist noch nicht ausgestanden

Die Devisenreserven der chinesischen Zentralbank sind im März zum ersten Mal seit sechs Monaten nicht gefallen. Die vorläufige Stabilisierung der chinesischen Konjunktur dürfte dabei eine wichtige Rolle gespielt haben. Diese lässt sich die Regierung viel kosten. Dabei wächst die chinesische Wirtschaft nicht ganz so schnell wie ausgewiesen.

Im Nachgang zur missglückten Währungsabwertung im August 2015 verlor China monatlich rund 100 Milliarden US-Dollar an Devisenreserven. Das ist selbst für China, dessen Reserven zum Ausgangspunkt bei über 3650 Milliarden US-Dollar lagen, keine nachhaltige Strategie. Nun scheint der Druck nachgelassen zu haben. Im März stiegen die in US-Dollar ausgewiesenen Devisenreserven der chinesischen Zentralbank (PBoC) um 10 Milliarden an. Das hat die Finanzmärkte aufatmen lassen.

Schwächerer US-Dollar

Der schwächere US-Dollar dürfte dabei eine wichtige Rolle gespielt haben. Die Dollarschwäche erlaubt es der Zentralbank, den Renminbi auf handelsgewichteter Basis abzuwerten. Auf bilateraler Basis hat der Renminbi seit Jahresbeginn sogar leicht aufgewertet, was für die Marktstimmung und Erwartungshaltung gegenüber der chinesischen Währung von

grosser Bedeutung ist. Ein guter Indikator dafür, was die Märkte an Auf- oder Abwertung erwarten, zeigt sich in der Differenz zwischen dem *onshore*- und dem *offshore*-Wechselkurs (CNY und CNH). Diese Differenz ist mittlerweile wieder bei null, nachdem sie im August 2015 und dann wieder im Januar 2016 satte 1000 Basispunkte betrug.

Verbesserte Kommunikation

Zur Beruhigung der Lage dürfte auch die verbesserte Kommunikation der Zentralbank beigetragen haben. Der nach Mitte 2014 stark aufwertende US-Dollar brachte den Renminbi und dessen reale Aufwertung auf handelsgewichteter Basis in den Mittelpunkt der Aufmerksamkeit. Doch in Panik versetzt wurden die Märkte erst, als die Zentralbank den Renminbi im August 2015 ohne Vorwarnung oder Erklärung über zwei Tage hinweg in einem bisher ungekannten Ausmass abwerten liess. Nun scheint die PBoC ihre Lektion gelernt zu haben. Seit zwei Monaten beteuern ranghohe Zentralbankbeamte fast wöchentlich die Absicht, den Renminbi auf realer, handelsgewichteter Basis stabil halten zu wollen.

Die Konjunktur hat sich stabilisiert

Glaubwürdig sind diese Beteuerungen wohl nur, weil sich die chinesische Wirtschaft nicht mehr im Krisenmodus befindet, wie das bis Mitte 2015 der Fall war. Aber Tatsache ist auch, dass sich die chinesische Konjunktur nur dank einer äusserst expansiven Wirtschaftspolitik stabilisiert hat – und dass das Wachs-

tum der chinesischen Wirtschaft trotz der Stabilisierung der Konjunktur deutlich unter den offiziellen Zahlen bleibt. Das zeigt die neue BIP-Statistik für China von Wellershoff & Partners, eine alternative Schätzung des chinesischen Wirtschaftswachstums (siehe Abbildung). Offiziell wurde für das erste Quartal 2016 ein BIP-Wachstum von 6.7 Prozent ausgewiesen. Doch die Realität am Bau und in der Industrie präsentiert sich deutlich schlechter. Entsprechend ist die chinesische Wirtschaft gemäss der *W&P-BIP-Statistik für China* im ersten Quartal 2016 lediglich um 5.7 Prozent gewachsen.

Die chinesische Konjunktur wird gedopt

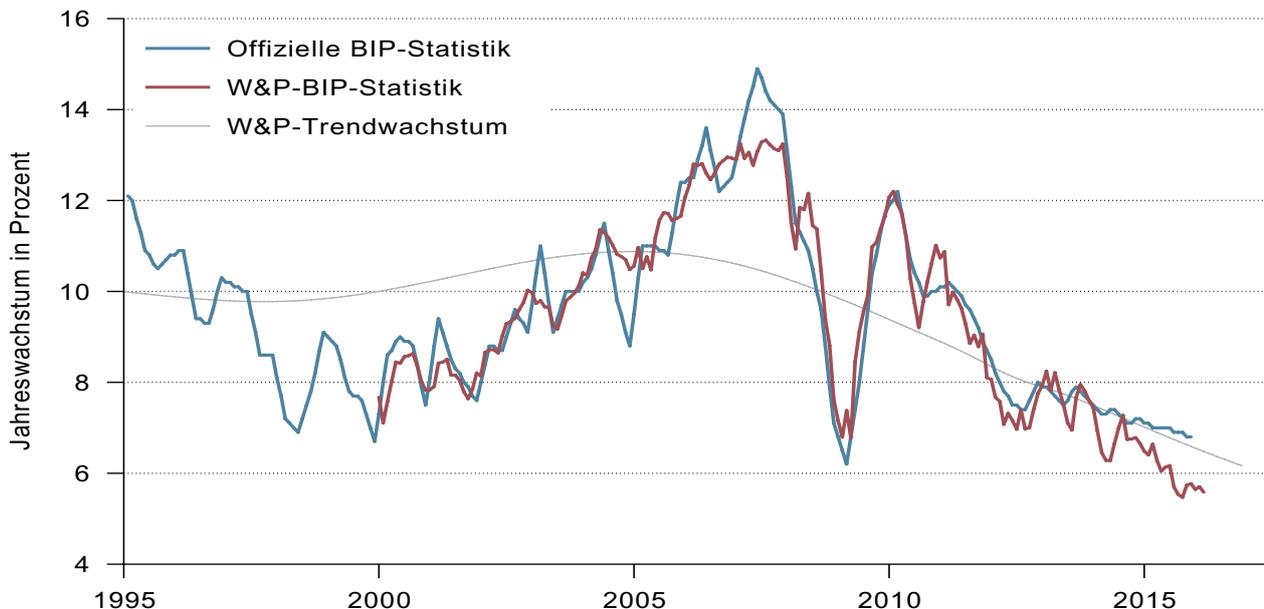
Letztlich ist China die konjunkturelle Stabilisierung nur dank einem ausserordentlich starken Anstieg der Verschuldung gelungen. Die Privatwirtschaft, der Staat und die privaten Haushalte hatten Ende 2015 gegenüber dem lokalen Bankensystem Schulden im

Wert von 240 Prozent des BIP ausstehend. Allein im letzten Jahr ist die Verschuldung um 20 Prozentpunkte des BIP angestiegen und dürfte dieses Jahr angesichts der aktuell noch expansiveren Kreditpolitik noch schneller ansteigen. Kein anderes Schwellenland hat mehr Schulden als China. Dabei entsteht nicht nur ein immer schwieriger zu finanzierender Schuldenberg, sondern es entstehen auch immer neue Renminbi-Vermögenswerte. Bei der nächsten Währungspanik steht den Devisenreserven also noch mehr Renminbi-Liquidität gegenüber.

Langfristige Risiken bleiben

Die chinesische Wirtschaft hat sich konjunkturell stabilisiert. Die Stimmung gegenüber China und der chinesischen Währung dürfte sich aufhellen. Langfristig bleiben die Risiken aber beträchtlich. Die Schlacht ist geschlagen, aber der Kampf ist noch lange nicht ausgestanden.

W&P-BIP-Statistik für China



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Was die Währungsmärkte bewegt

Steigen die Ölpreise, schafft das interessante Möglichkeiten in Rohstoffwährungen

Diverse Rohstoffwährungen weisen derzeit eine deutliche Unterbewertung zu ihren geschätzten Kaufkraftparitäten auf. Für Investoren, welche an das Szenario eines Ölpreisanstiegs glauben und berechnete Angst vor hohen Rollverlusten haben, ist beispielsweise die norwegische Krone eine interessante Anlage-Alternative.

Diverse Rohstoffwährungen weisen derzeit eine deutliche Unterbewertung zu ihren geschätzten Kaufkraftparitäten auf. Das gilt nicht nur für hochriskante Schwellenländerwährungen wie beispielsweise den russischen Rubel. Nebenstehende Abbildung zeigt die geschätzte Kaufkraftparität der norwegischen Krone (NOK) gegenüber dem Schweizer Franken. Während der geschätzte Gleichgewichtswechsellkurs bei rund 15 Franken pro 100 Kronen liegt, befindet sich der aktuelle Wechsellkurs lediglich bei rund 11.6 Franken pro 100 Kronen. Gleichzeitig können Frankeninvestoren mit NOK-Anlagen einen Zinsvorteil gegenüber Frankenanlagen erzielen. Während im Schweizer Franken mit 5-jährigen Staatsanleihen jährliche Verluste von 90 Basispunkten erduldet werden müssen, können Investoren mit norwegischen Staatsanleihen immerhin noch eine jährliche Rendite von rund 65 Basispunkten erzielen.

Rund ein Drittel der norwegischen Exporte besteht aus Rohölexporten. Unter Einberechnung von Erdgas bestehen über 50 Prozent der norwegischen Exporte aus Energieexporten. Nach Russland und Katar ist Norwegen der drittgrösste Erdgasexporteur der Welt. Dementsprechend sensitiv reagieren die Handelsbilanz, die Staatseinnahmen und letztendlich der Wechsellkurs auf Schwankungen der Energiepreise. Dabei ist nicht nur der aktuelle Wechsellkurs von der Entwicklung des Preisverhältnisses der Exportgüter zu den Importgütern abhängig, sondern auch der gleichgewichtige Wechsellkurs.

Tiefer Ölpreis hat Konsequenzen

Der tiefe Ölpreis dürfte, sollte er sich nicht erholen, viele Anbieter, welche verlustbringend produzieren, langfristig aus dem Markt drängen. Die Ölproduzenten haben ihre Investitionsbudgets stark gekürzt. Notwendige Erweiterungsinvestitionen beschränken sich derzeit auf ein Minimum. Ölservicefirmen leiden unter Kreditrestriktionen und hohen Bankrottrisiken. Längerfristig dürfte es zu einem Abbau der Förderkapazitäten kommen.

Verschiedene Argumente sprechen dafür, dass der Ölpreis kurz- bis mittelfristig nochmals unter Druck kommen wird. Die Kartelldisziplin der OPEC-Mitglieder lässt weiterhin zu wünschen übrig. Zudem fördern verzweifelte Anbieter ohne Rücksicht auf Verluste, solange der Deckungsbeitrag positiv ist oder damit Devisen erwirtschaftet werden können. Das gilt insbesondere für die Schieferöl-Produzenten in

den Vereinigten Staaten sowie für Venezuela und Russland. Zudem dürfte die Wiedereingliederung des Irans in die Weltwirtschaft den Ölpreis belasten.

Längerfristig höherer Ölpreis

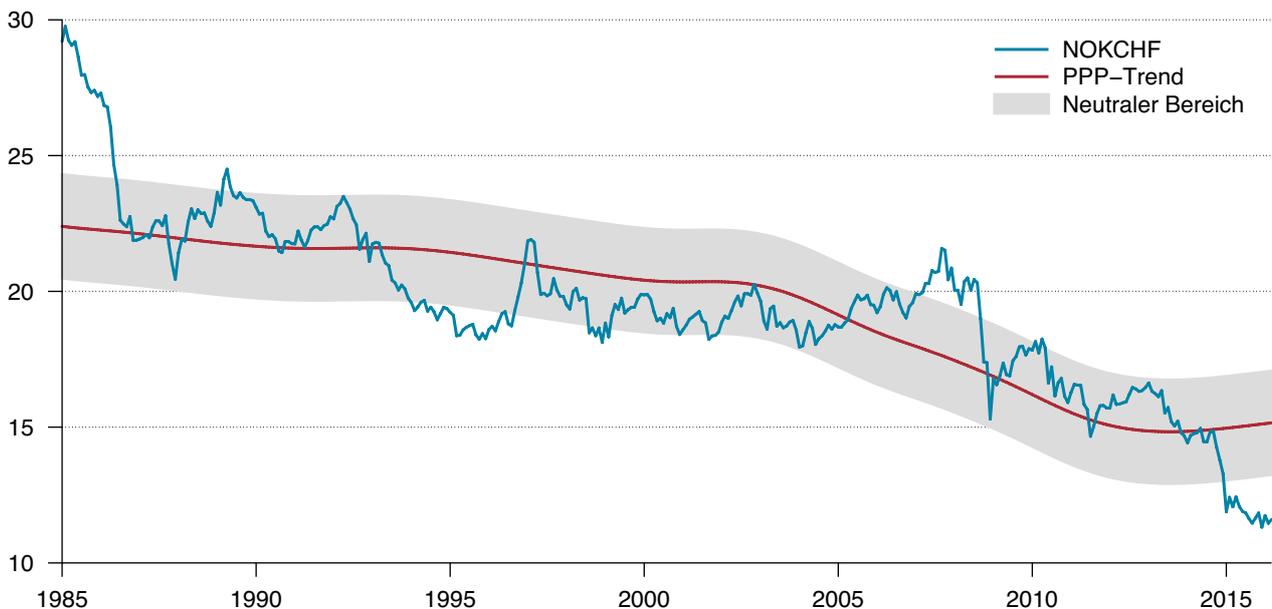
Trotz kurz- bis mittelfristiger Risiken: Längerfristig ist die Wahrscheinlichkeit höherer Ölpreise unserer Einschätzung nach hoch. Wir halten deshalb Long-Positionen in der norwegischen Krone gegenüber dem Schweizer Franken oder dem Euro für attraktiv. Diese Aussage gilt aufgrund der hohen Unterbewertung der norwegischen Krone selbst dann, wenn sich der Ölpreis nicht erholen sollte. Long-Positionen in der norwegischen Krone erwirtschaften aus Euro- oder Frankensicht einen positiven *carry* – bei gleichzeitigem Aufwertungspotential. Würde man in Öl-Futures-Kontrakte investieren, würde man zwar ebenfalls von einer Rohölpreiserhöhung profitieren, müsste allerdings einen negativen *carry*, das heisst Rollverluste

in Kauf nehmen. Diese sind derzeit bei beispielsweise WTI Crude Futures mit rund 3 Prozent pro Monat beziehungsweise 41 Prozent pro Jahr extrem hoch, wenn man am vorderen Ende der Kurve investieren würde. Für Investoren, welche an das Szenario eines Ölpreisanstiegs glauben und berechtigte Angst vor den hohen Rollverlusten haben, ist die norwegische Krone eine interessante Alternative.

Russischer Rubel birgt grosse Risiken

Der russische Rubel stellt die Turbovariante gegenüber der norwegischen Krone dar. Die geschätzte Unterbewertung des russischen Rubel gegenüber dem Euro beträgt aktuell über 30 Prozent. Fünfjährige in Rubel denominated Staatsanleihen rentieren bei über 9 Prozent. Die Erdölpreissensitivität des Rubels übertrifft diejenige der Krone. Aber: Die Volatilität ist hier wesentlich höher – und es müssen erhebliche politische Risiken in Kauf genommen werden.

Kaufkraftparität der norwegischen Krone gegenüber dem Schweizer Franken



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Konjunkturklima

Aus den Vereinigten Staaten erreichen uns im April bessere Konjunkturdaten, was dazu führt, dass das Rezessionsrisiko etwas nachgelassen hat. So ist der ISM-Einkaufsmanagerindex im April von 49.5 auf 51.8 Punkte gestiegen und hat damit den Sprung über die psychologisch wichtige Schwelle von 50 Punkten geschafft. Zusätzlich zum verarbeitenden Gewerbe konnte auch der Dienstleistungssektor eine Verbesserung verzeichnen.

Weiterhin robust zeigt sich in den Vereinigten Staaten der Arbeitsmarkt. Im April wurden 215 000 neugeschaffene Stellen ausgewiesen. Dieser Wert

befindet sich deutlich über dem seit dem Jahr 2010 gemessenen Durchschnitt von rund 186 000 neugeschaffenen Stellen pro Monat.

In den Schwellenländern ist eine Bodenbildung zu beobachten, welche vor allem durch die Abschwächung des US-Dollars und die Erholung der Rohölpreise getrieben ist. Dabei zeigen die Schwellenländer nicht nur bessere Daten, sondern übertreffen auch die Erwartungen. Das wird deutlich, wenn man den *Citigroup Economic Surprise Index* betrachtet. Dieser zeigt einen deutlichen Überhang an positiven Konjunkturüberraschungen an.

Überblick

	Trend- wachstum ¹	Reales BIP-Wachstum ²				W&P-Konjunkturklimaindikatoren ³			
		Q2/2015	Q3/2015	Q4/2015	Q1/2016	12/2015	1/2016	2/2016	3/2016
USA	1.7	2.7	2.2	2.0	–	2.3	2.0	2.1	2.6
Eurozone	1.0	1.6	1.6	1.6	–	2.5	2.2	2.0	1.9
Deutschland	1.4	1.6	1.7	1.4	–	2.6	2.2	2.1	2.1
Frankreich	0.7	1.1	1.2	1.4	–	1.7	1.8	1.9	1.6
Italien	0.2	0.6	0.8	1.0	–	2.2	1.8	1.5	1.0
Spanien	1.6	3.2	3.4	3.5	–	4.7	3.7	3.6	3.5
Grossbritannien	1.8	2.4	2.2	2.1	–	3.4	2.8	2.6	2.8
Schweiz	1.5	1.2	0.8	0.4	–	0.7	0.7	0.6	1.0
Japan	0.4	0.7	1.7	0.8	–	2.2	2.2	1.9	1.9
Kanada	1.6	1.0	1.1	0.5	–	0.7	0.2	-0.1	0.2
Australien	2.4	2.0	2.7	3.0	–	3.2	3.2	3.3	3.5
Brasilien	1.4	-2.9	-4.5	-6.0	–	-0.2	0.9	-0.9	0.0
Russland	0.1	-4.5	-3.7	-3.8	–	0.2	1.5	0.9	-0.3
Indien	7.7	7.6	7.7	7.3	–	5.2	6.1	6.1	6.1
China	7.4	7.0	6.9	6.8	6.7	7.5	7.6	7.4	8.4
Industrienationen⁴	1.4	2.1	2.0	1.9	–	2.6	2.3	2.2	2.4
Schwellenländer⁴	6.0	4.7	4.7	4.5	–	4.0	4.4	4.2	4.9
Welt⁴	3.5	3.4	3.4	3.2	–	3.1	3.1	3.0	3.2

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

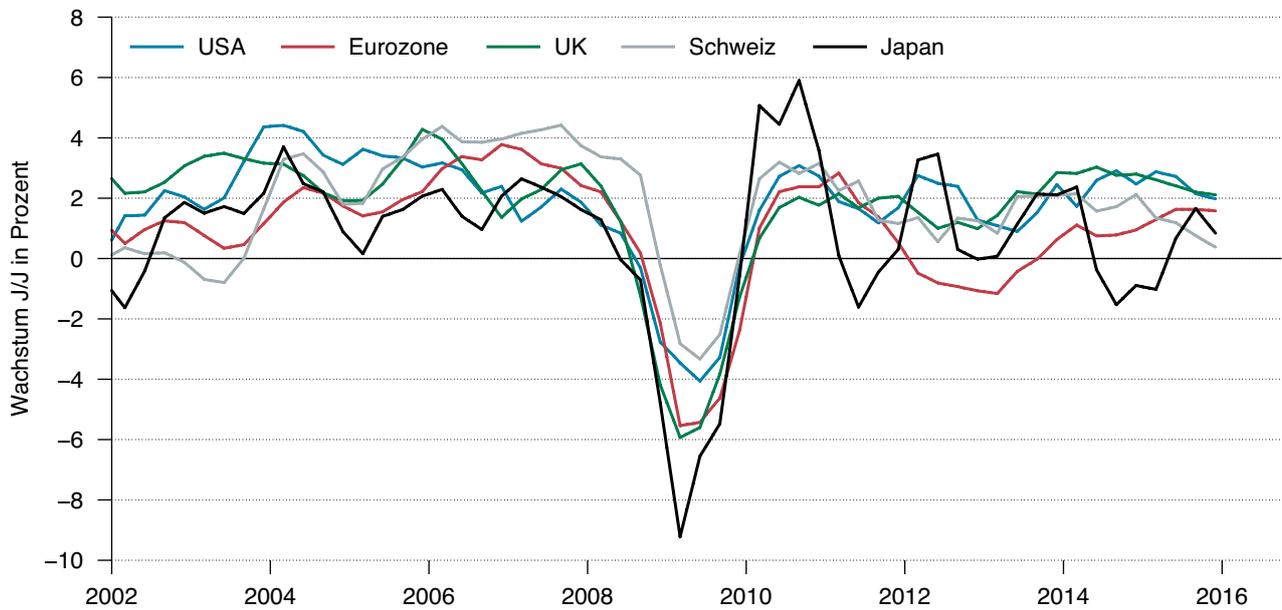
² Veränderung des realen BIP gegenüber dem Vorjahresquartal in Prozent.

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.

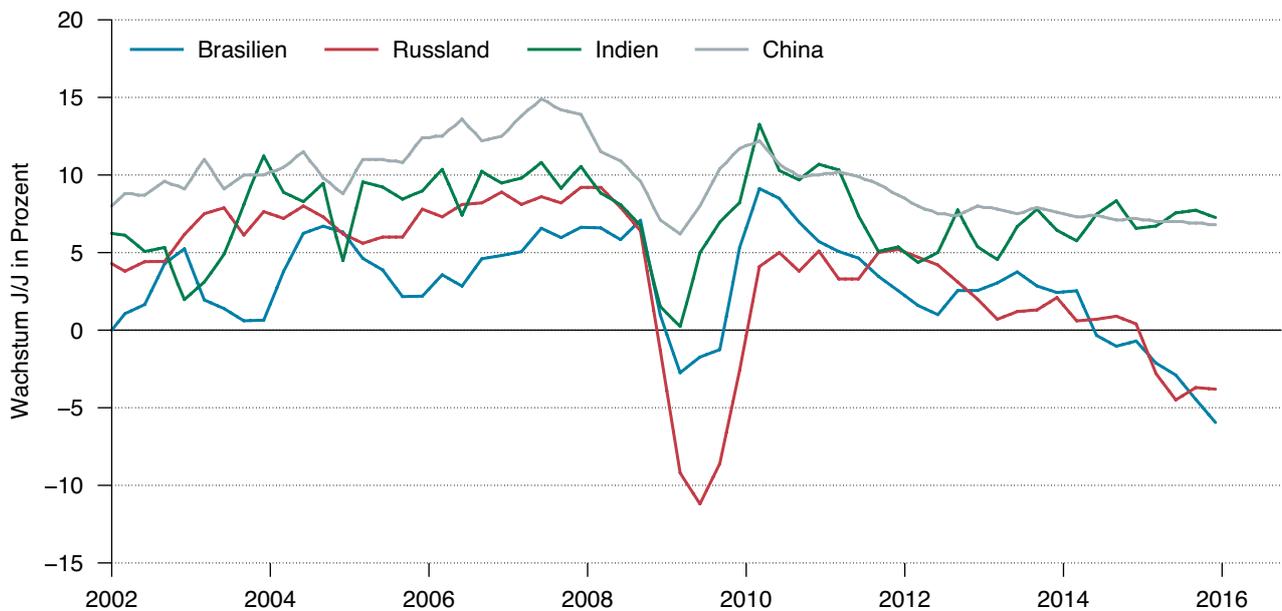
⁴ Die Aggregate werden anhand von nominalen BIP-Gewichten und Kaufkraftparitätskursen berechnet.

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

Wirtschaftswachstum Industrienationen



Wirtschaftswachstum Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

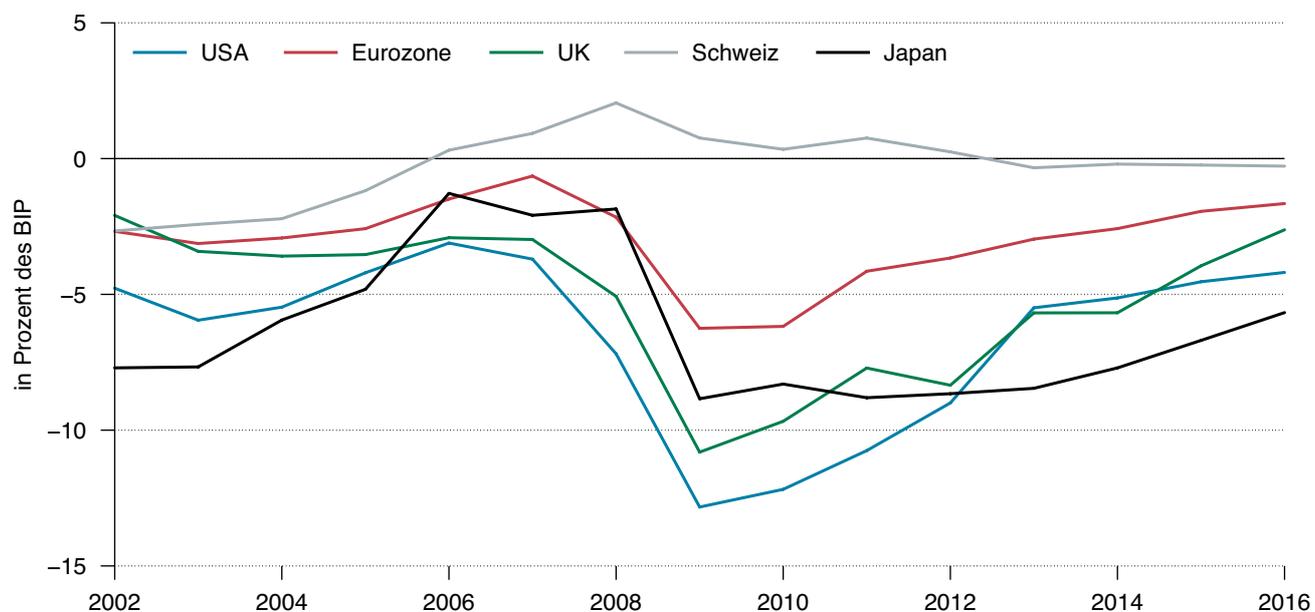
Wirtschaftsindikatoren

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	22.4	25.1	-2.6	-2.8	110.7	111.4	-7.0	-4.2	7.2	5.0
Eurozone	17.2	16.0	2.6	3.7	105.1	110.2	-3.1	-1.7	11.2	10.3
Deutschland	4.9	4.7	7.0	8.0	82.4	75.0	0.0	0.6	6.8	6.2
Frankreich	3.6	3.3	-0.7	0.2	112.1	121.3	-4.3	-3.4	9.6	10.0
Italien	2.8	2.5	0.2	1.3	144.4	159.9	-3.0	-2.2	11.1	11.6
Spanien	1.8	1.7	0.1	1.3	102.0	118.7	-7.4	-2.9	23.8	20.4
Grossbritannien	3.7	3.7	-3.7	-3.4	111.5	115.5	-6.3	-2.6	3.8	2.1
Schweiz	0.9	0.9	9.2	9.9	45.9	46.6	0.0	-0.3	3.1	3.6
Japan	6.8	6.0	1.6	2.9	220.1	232.4	-8.1	-5.7	4.0	3.3
Kanada	2.4	2.0	-3.0	-3.5	86.0	92.3	-2.0	-2.4	7.1	7.1
Australien	1.9	1.6	-3.7	-3.6	30.8	39.1	-3.3	-2.4	5.6	5.7
China	12.5	15.4	2.1	2.6	39.3	46.8	-1.1	-3.1	4.1	-
Brasilien	3.1	2.1	-3.3	-2.0	64.2	76.3	-4.9	-8.7	5.7	8.2
Indien	2.6	3.1	-2.7	-1.5	67.3	66.5	-7.5	-7.0	-	-
Russland	2.6	1.5	3.5	4.2	14.0	18.4	-0.8	-4.4	5.7	5.8

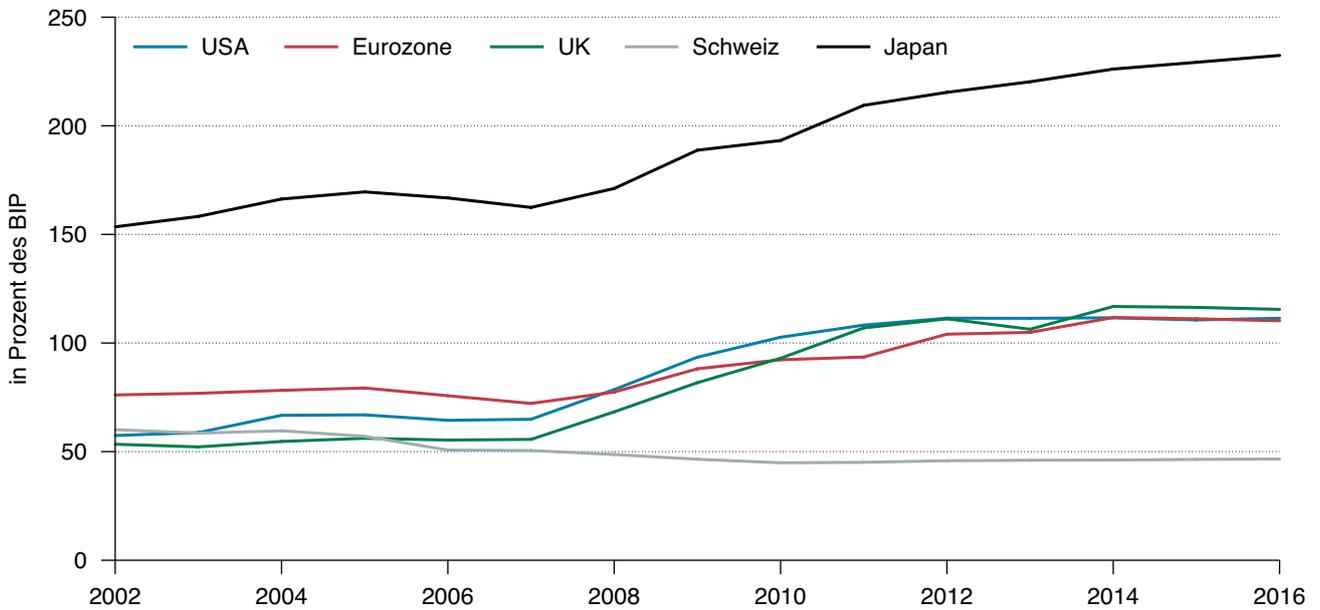
¹ In Prozent; Berechnung anhand von Marktwechsellkursen. ² In Prozent vom nominalen BIP. ³ In Prozent.

Budgetdefizit Industrienationen

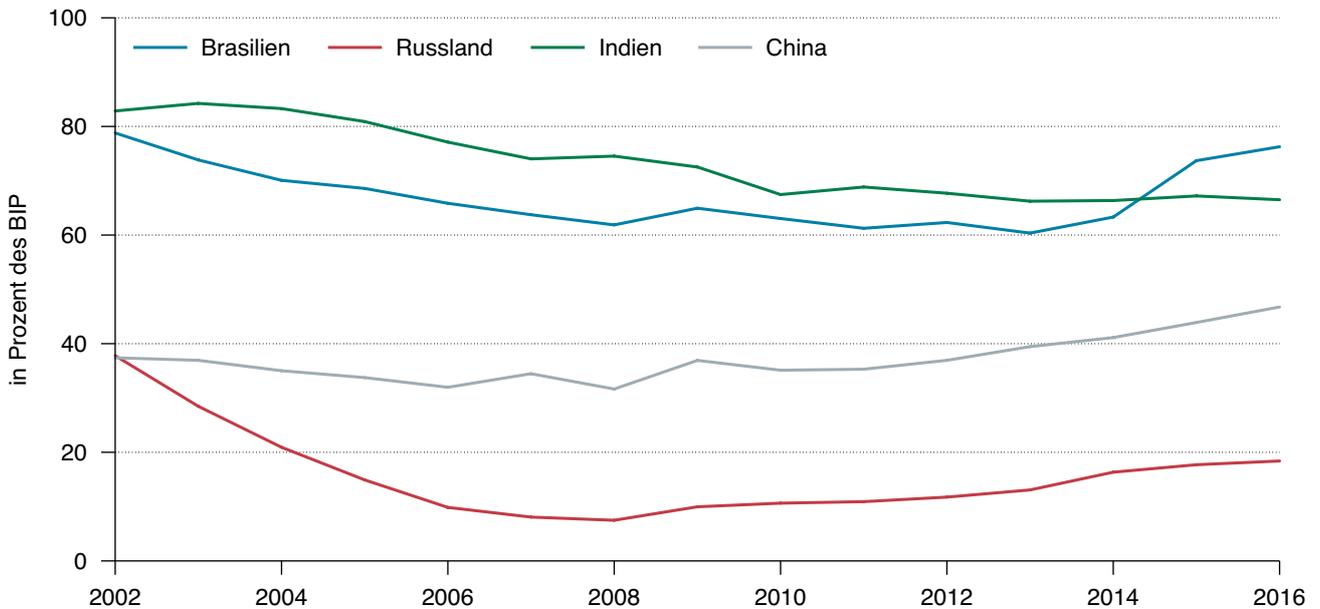


Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Staatsverschuldung Industrienationen



Staatsverschuldung Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Inflation

Der Trend in den Kernraten der Industrienationen zeigt weiterhin nach oben, während die Gesamtinflationen deutlich darunter liegen. Der Grund für diese Differenz in den beiden Inflationsraten liegt weiterhin in den tiefen Energiepreisen. Für die nächsten Wochen dürfte sich an diesem Inflationenbild wenig ändern – wenn nicht die Rohölpreise verrückt spielen.

Die Gesamtinflationenrate wird von den tiefen Energiepreisen derzeit um rund 1 Prozentpunkt nach unten gedrückt. Wie die Berechnungen von Wellershoff & Partners für die Vereinigten Staaten

zeigen, kann für Ende Jahr mit einer Angleichung der Gesamtinflationen- an die Kerninflationenrate gerechnet werden.

Nachdem der Trend steigender Kernraten in der Eurozone im Februar durchbrochen wurde, konnte im März wieder ein Anstieg auf 1.0 Prozent im Vorjahresvergleich beobachtet werden. Aber auch die Gesamtinflationenrate hat sich leicht von -0.2 auf -0.1 Prozent im Vorjahresvergleich erhöht. In Deutschland ist die Gesamtinflationenrate von -0.1 auf 0.1 Prozent und die Kernrate von 0.9 auf 1.2 Prozent im Vorjahresvergleich angestiegen.

Überblick

	Ø 10 Jahre ¹	Inflation ²				Kerninflation ³			
		12/2015	1/2016	2/2016	3/2016	12/2015	1/2016	2/2016	3/2016
USA	1.9	0.7	1.3	1.0	0.9	2.1	2.2	2.3	2.2
Eurozone	1.6	0.2	0.3	-0.2	-0.1	0.9	1.0	0.8	1.0
Deutschland	1.4	0.4	0.6	-0.1	0.1	1.2	1.3	0.9	1.2
Frankreich	1.3	0.2	0.2	-0.2	-0.2	0.8	0.9	0.7	0.7
Italien	1.6	0.1	0.3	-0.3	-0.2	0.6	0.7	0.5	0.6
Spanien	1.7	0.0	-0.3	-0.8	-0.8	0.9	0.9	1.0	1.1
Grossbritannien	2.5	0.2	0.3	0.3	0.5	1.4	1.2	1.2	1.5
Schweiz	0.2	-1.3	-1.3	-0.8	-0.9	-0.9	-0.9	-0.5	-0.5
Japan	0.3	0.2	-0.1	0.3	-	0.8	0.7	0.9	-
Kanada	1.7	1.6	2.0	1.4	-	1.9	2.0	1.9	-
Australien	2.6	1.7	-	-	-	2.2	-	-	-
Brasilien	5.8	10.7	10.7	10.4	9.4	9.4	9.2	9.2	7.9
Russland	9.4	12.9	9.8	8.1	7.3	13.7	10.7	8.9	8.0
Indien	8.1	5.6	5.7	5.3	4.8	-	-	-	-
China	2.9	1.6	1.8	2.3	2.3	1.5	1.5	1.3	1.5
Industrienationen⁴	1.6	0.5	0.8	0.5	0.5	1.5	1.6	1.6	1.6
Schwellenländer⁴	5.2	4.5	4.3	4.3	4.0	4.0	3.6	3.2	3.1
Welt⁴	3.2	2.4	2.5	2.3	2.2	2.3	2.1	2.0	2.0

¹ Durchschnittliche Jahresteuern der Konsumentenpreise in Prozent.

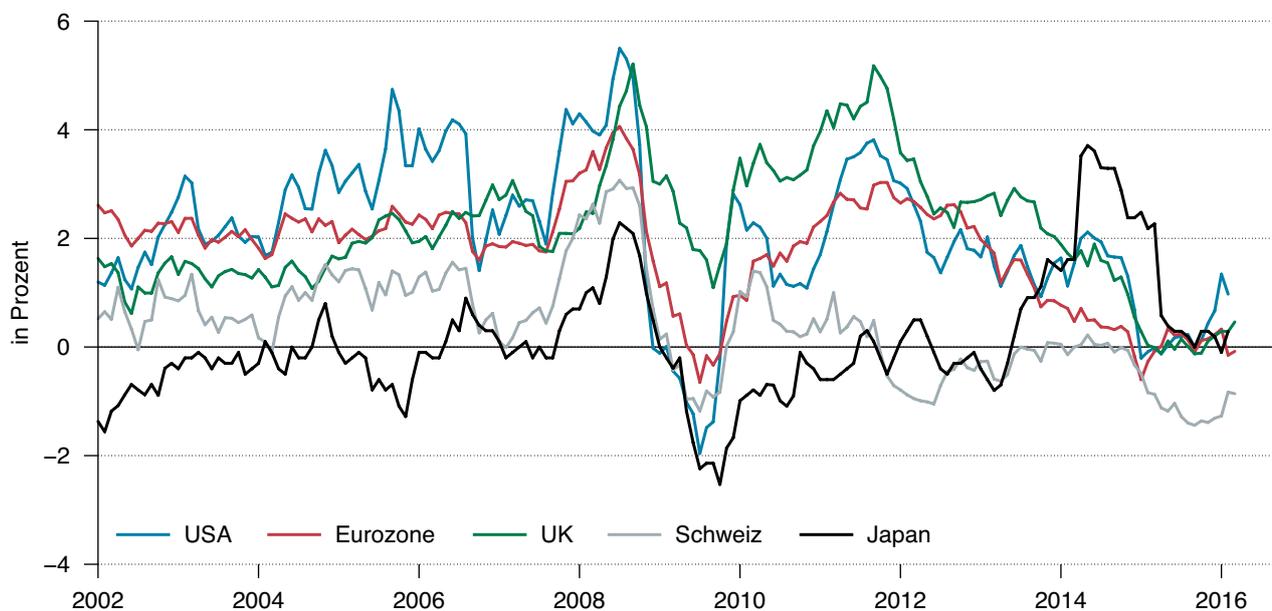
² Veränderung der Konsumentenpreise gegenüber dem Vorjahresmonat in Prozent.

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

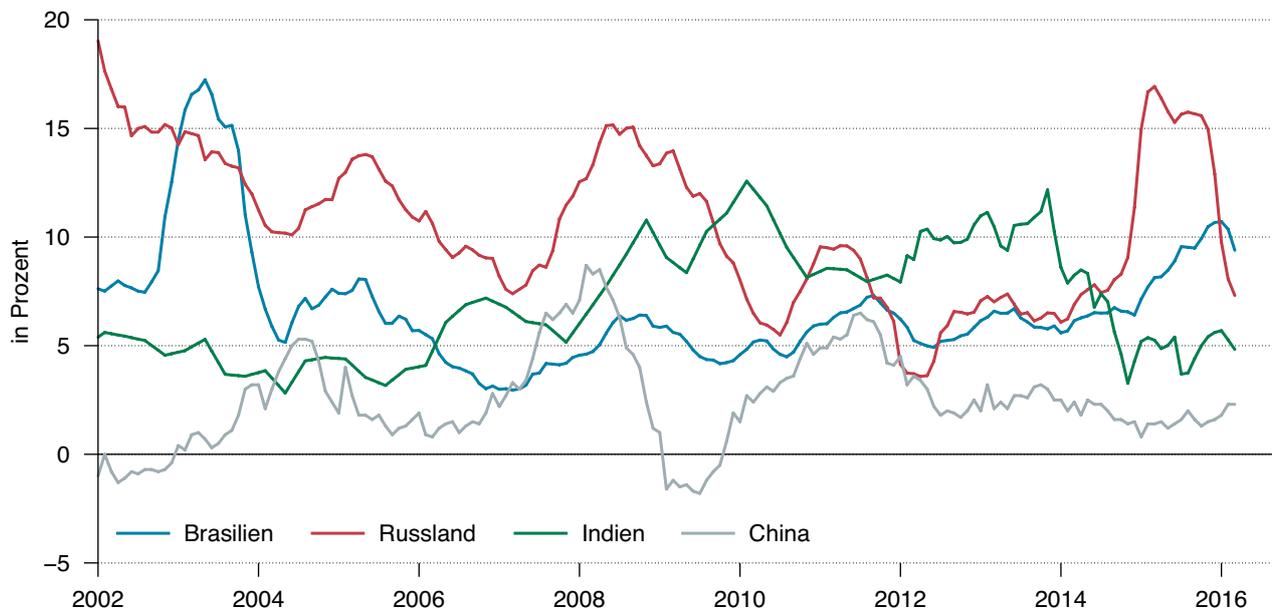
⁴ Die Aggregate werden anhand von nominalen BIP-Gewichten und Kaufkraftparitätenskursen geschätzt.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Konsumentenpreisinfation Industrienationen



Konsumentenpreisinfation Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

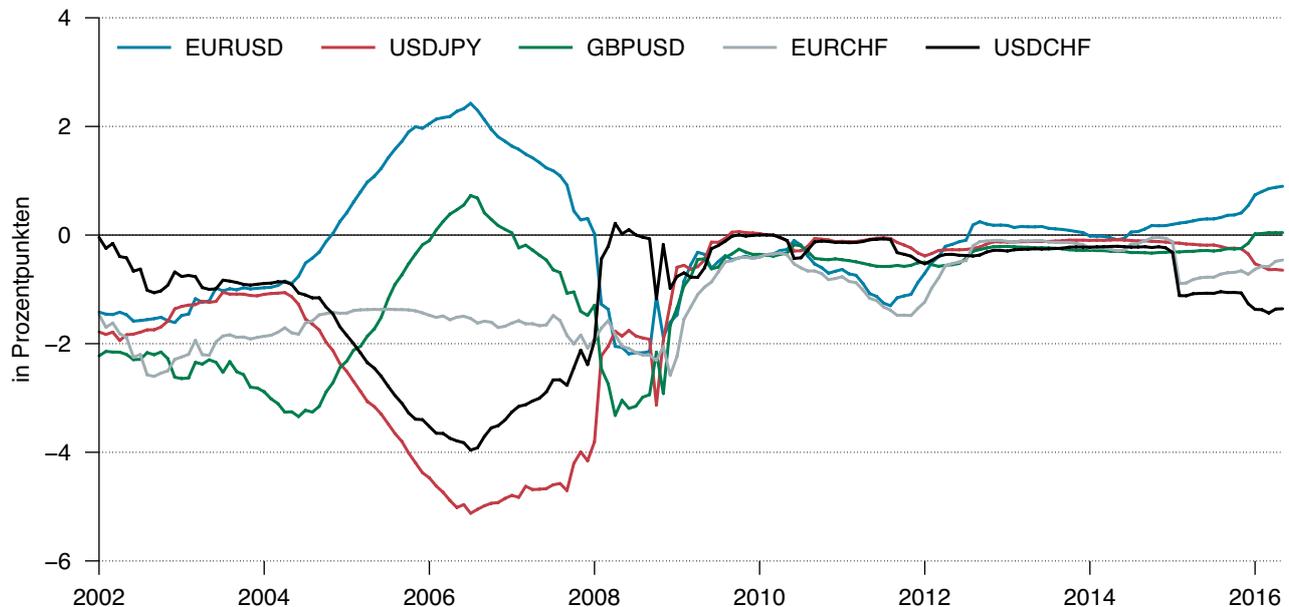
Zinsumfeld

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	1.130	0.88	0.29	0.00	-0.03	1.26	0.54	0.09	0.00
USDJPY	108.7	-0.65	-0.18	-0.19	-1.13	-1.12	-0.42	-0.40	-1.26
GBPUSD	1.418	0.05	-0.29	-0.32	-0.57	0.21	-0.29	-0.39	-0.62
EURCHF	1.092	-0.47	-0.81	-0.50	-0.90	-0.50	-0.76	-0.65	-0.98
USDCHF	0.967	-1.36	-1.09	-0.50	-0.87	-1.76	-1.30	-0.74	-0.98
GBPCHF	1.370	-1.31	-1.38	-0.82	-1.43	-1.55	-1.59	-1.13	-1.59
CHFJPY	112.5	0.71	0.91	0.31	-0.27	0.64	0.88	0.33	-0.28
AUDUSD	0.770	-1.32	-1.82	-2.54	-2.58	-0.64	-1.22	-1.91	-2.20
USDCAD	1.288	0.28	0.72	0.85	0.39	-0.12	0.40	0.63	0.22
USDSEK	8.130	-1.16	-0.48	0.64	0.27	-1.46	-0.64	0.49	0.23
USD RUB	66.62	9.92	14.12	8.44	6.87	8.93	12.77	8.11	7.28
USDBRL	3.529	13.44	12.98	10.37	9.64	12.17	12.75	10.20	9.60
USDCNY	6.482	2.21	4.43	4.09	2.43	1.82	4.09	3.72	2.21
USDTRY	2.853	10.30	10.28	8.85	9.86	9.83	9.77	8.71	10.17
USDINR	66.61	7.47	7.94	8.83	6.85	5.88	7.22	6.26	4.36

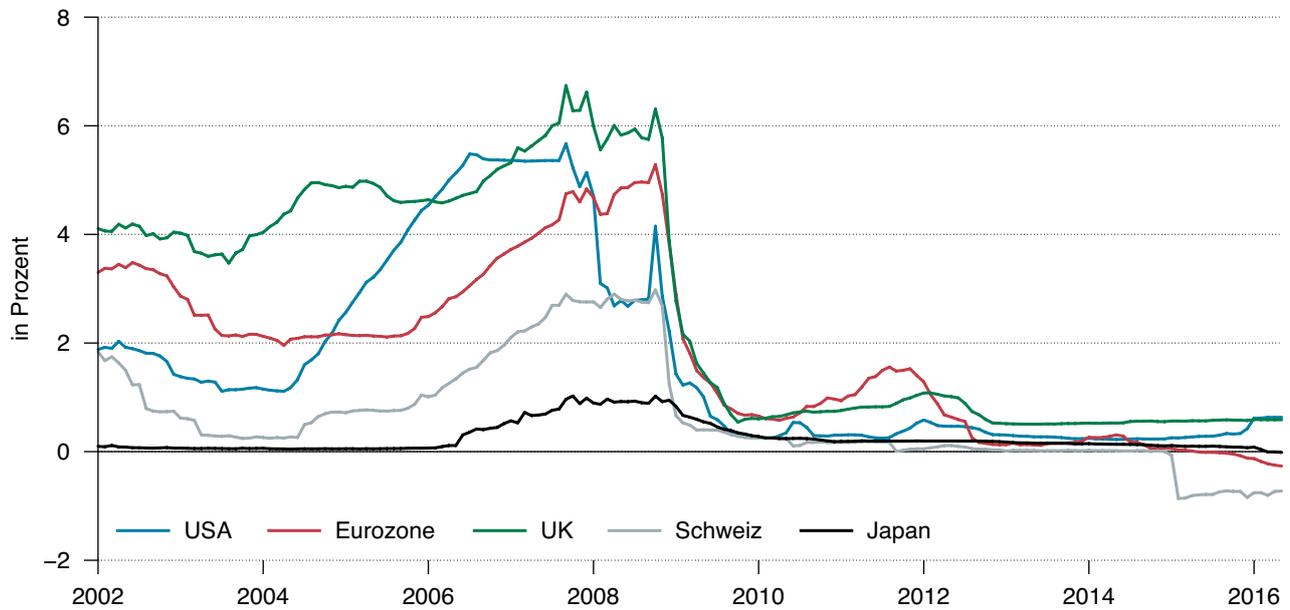
¹ Zinsen im zweiten Währungsraum abzgl. Zinsen im ersten Währungsraum; z.B. US-Dollar-Zinsen abzgl. Euro-Zinsen für EURUSD.

Zinsdifferenz

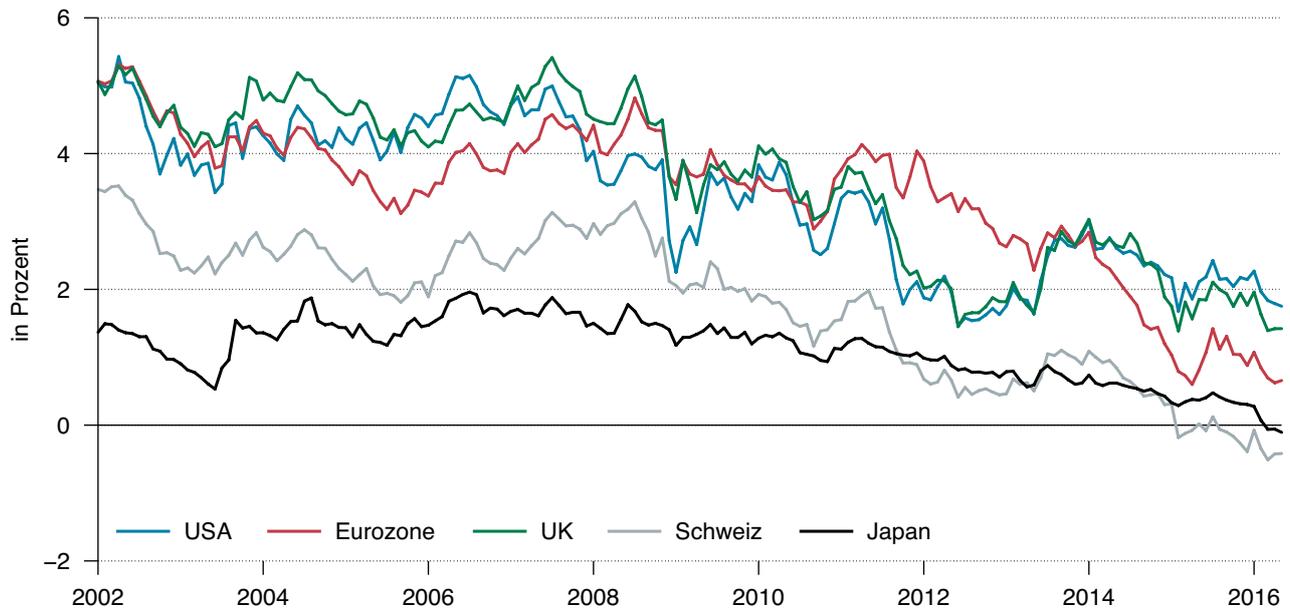


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Dreimonats-Liborsätze



Zehnjährige Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Währungsmärkte

Wellershoff & Partners hat jüngst analysiert, wie stark sich der EURUSD-Wechselkurs durchschnittlich im Tagesverlauf bewegt. Dabei hat sich gezeigt, dass von den zehn historischen Höchstständen drei in den letzten Monaten erfolgten – und zwar just an Tagen, an welchen entweder die EZB oder die Fed eine Pressekonzferenz veranstalteten. Das steht im Widerspruch zur *forward guidance*. So verursachte eine Aussage von Mario Draghi an der EZB-Pressekonzferenz vom 10. März 2016 eine Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar um 3.66 Prozent.

Die Währungsmärkte werden derzeit vom schwächelnden US-Dollar geprägt. So sank der *Bloomberg*

Dollar Spot Index zwischen Ende Januar und Mitte April um ganze 6.5 Prozent. Seit Jahresbeginn hat der Euro zum US-Dollar um rund 4 Prozent aufgewertet. Zum Preismomentum des EURUSD-Währungspaares gesellt sich zusätzlich die Schätzung der Kaufkraftparität. Diese zeigt weiterhin eine Fehlbeurteilung von über 14 Prozent an.

Das Pfund hat in der gleichen Zeitspanne um knapp 4 Prozent gegenüber dem US-Dollar abgewertet. Die Diskussionen um einen möglichen Brexit dürften bis zur Abstimmung am 23. Juni für zusätzliche Unsicherheit sorgen – und damit zu grösseren Bewegungen führen.

Performance und Bewertung

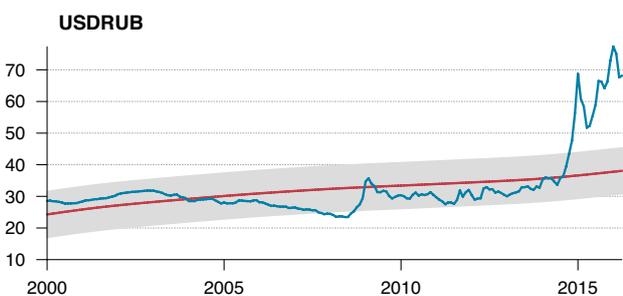
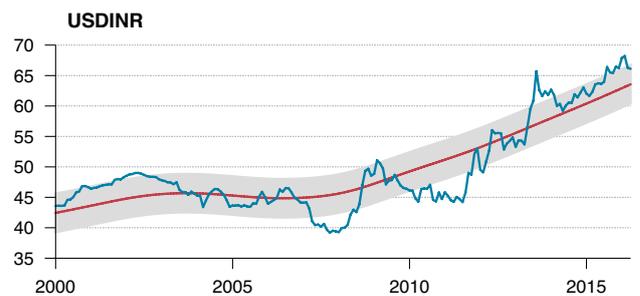
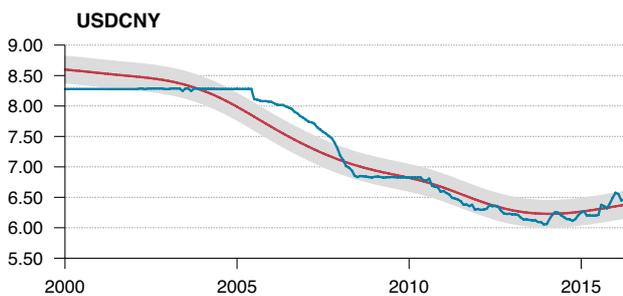
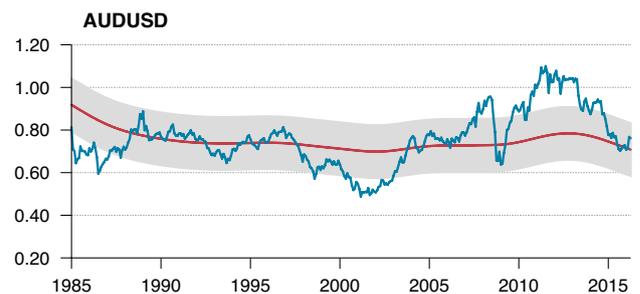
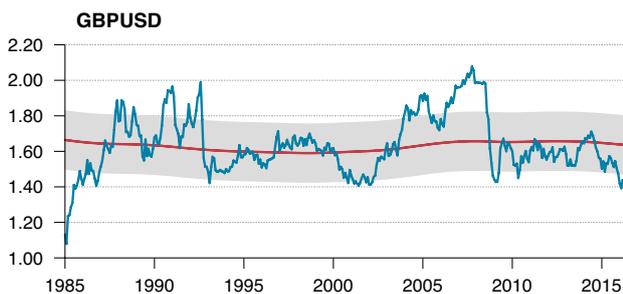
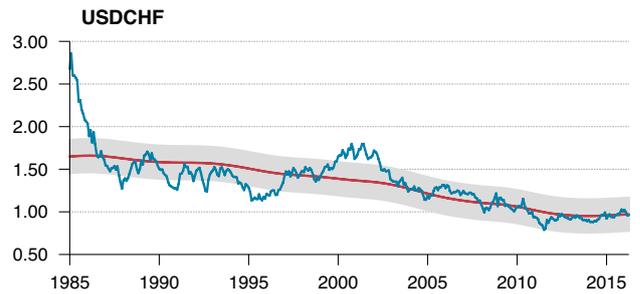
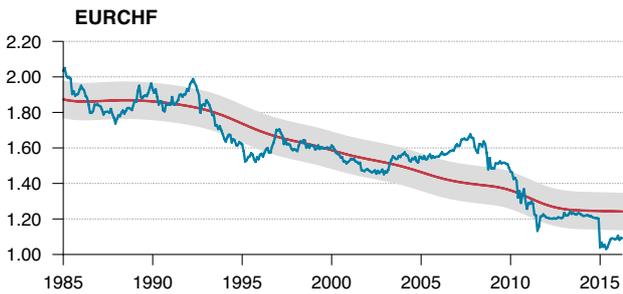
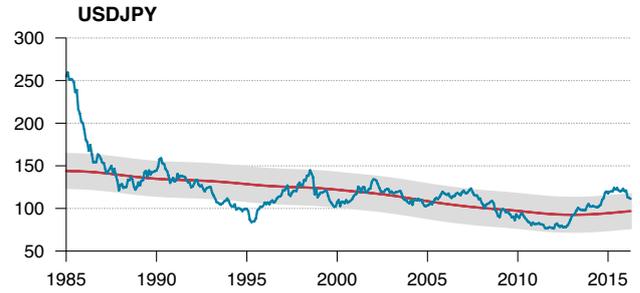
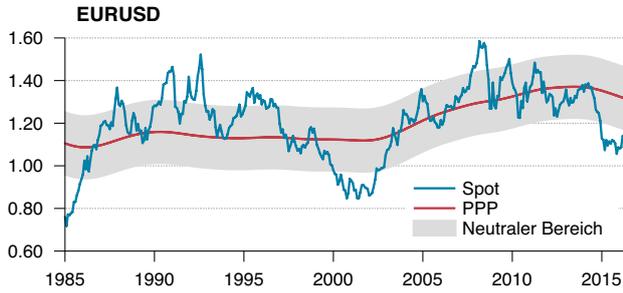
	Aktueller Wechselkurs	Performance ¹				Kaufkraftparität ²		
		YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre	PPP	Neutraler Bereich	Abweichung ³
EURUSD	1.130	4.0	3.2	5.6	-21.6	1.32	1.17 - 1.46	-14.2
USDJPY	108.7	-9.6	-7.0	-8.9	30.7	96.8	77.0 - 116.6	12.3
GBPUSD	1.418	-3.8	-0.9	-4.8	-13.0	1.64	1.48 - 1.80	-13.4
EURCHF	1.092	0.4	-0.2	6.2	-15.4	1.24	1.14 - 1.34	-12.1
USDCHF	0.967	-3.4	-3.2	0.6	8.0	0.97	0.78 - 1.16	-0.5
GBPCHF	1.370	-7.1	-4.1	-4.3	-6.1	1.61	1.33 - 1.88	-14.6
CHFJPY	112.5	-6.4	-3.9	-9.4	21.1	91.0	78.5 - 103.6	23.6
AUDUSD	0.770	5.9	12.0	-0.9	-27.0	0.71	0.58 - 0.83	8.8
USDCAD	1.288	-7.3	-11.1	5.2	33.9	1.18	1.11 - 1.25	9.2
USDSEK	8.130	-3.6	-5.2	-5.8	31.1	6.98	6.09 - 7.87	16.5
USDRUB	66.62	-8.8	-14.3	33.3	136.7	38.1	31.0 - 45.2	75.0
USDBRL	3.529	-10.8	-12.9	16.4	124.1	2.90	2.39 - 3.41	21.6
USDCNY	6.482	-0.2	-1.6	4.6	-0.8	6.38	6.17 - 6.59	1.7
USDTRY	2.853	-2.3	-6.2	5.5	88.3	2.27	2.01 - 2.52	25.8
USDINR	66.61	0.7	-1.5	6.9	50.2	63.6	60.4 - 66.7	4.8

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

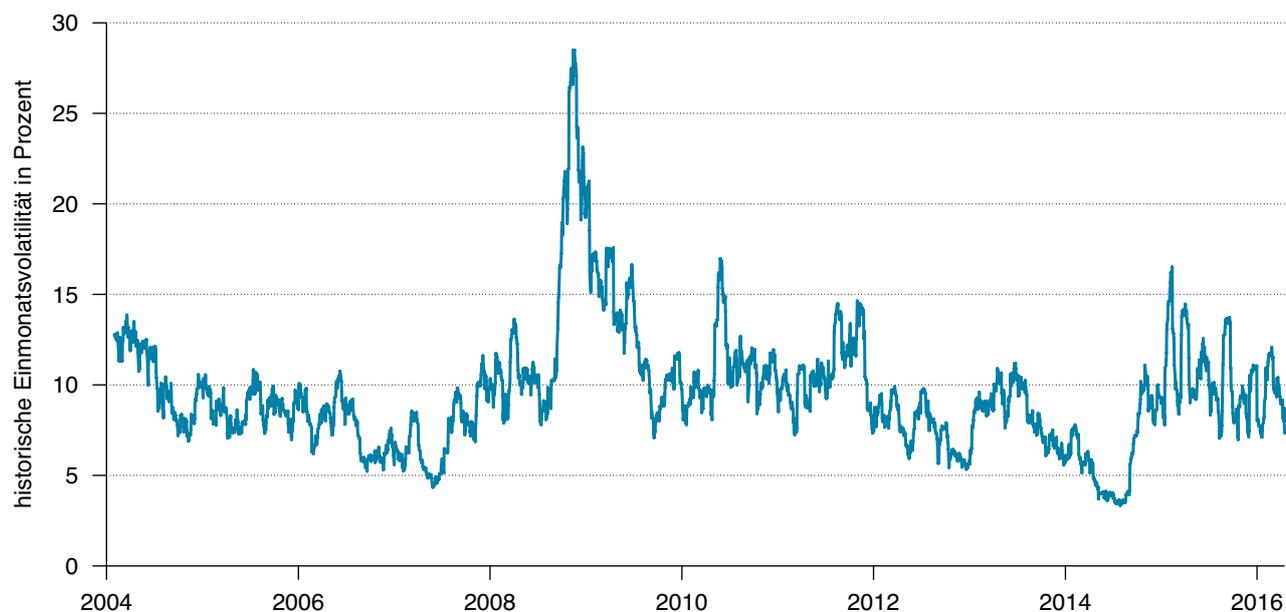
Währungsvolatilität

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	1.130	9.7	10.4	9.7	10.4	11.2	10.2	10.2	10.7
USDJPY	108.7	11.3	11.6	9.6	10.6	9.3	10.8	10.5	11.0
GBPUSD	1.418	10.1	16.0	8.1	9.5	8.5	12.7	8.9	10.0
EURCHF	1.092	5.7	7.1	6.2	6.1	7.1	8.1	7.2	6.4
USDCHE	0.967	9.6	10.1	10.2	10.6	10.7	10.4	10.7	10.8
GBPCHF	1.370	11.0	15.0	8.9	9.7	10.5	13.1	9.6	10.2
CHFJPY	112.5	10.8	11.6	11.0	11.3	10.5	11.4	11.8	11.8
AUDUSD	0.770	13.1	13.1	11.0	12.3	12.6	12.9	11.7	12.6
USDCAD	1.288	11.4	11.1	8.2	9.7	9.6	10.6	8.7	10.0
USDSEK	8.130	10.0	10.4	11.4	12.5	11.8	10.6	12.0	12.7
USD RUB	66.62	24.9	21.9	15.6	13.0	26.5	22.3	15.9	14.1
USDBRL	3.529	20.1	22.2	14.6	15.1	19.3	20.2	15.2	15.6
USDCNY	6.482	3.0	5.7	2.6	2.8	3.3	7.3	3.5	4.4
USDTRY	2.853	9.1	11.8	11.8	13.5	12.7	13.7	13.2	14.8
USDINR	66.61	4.4	6.7	9.5	9.5	4.8	8.3	10.5	10.3

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

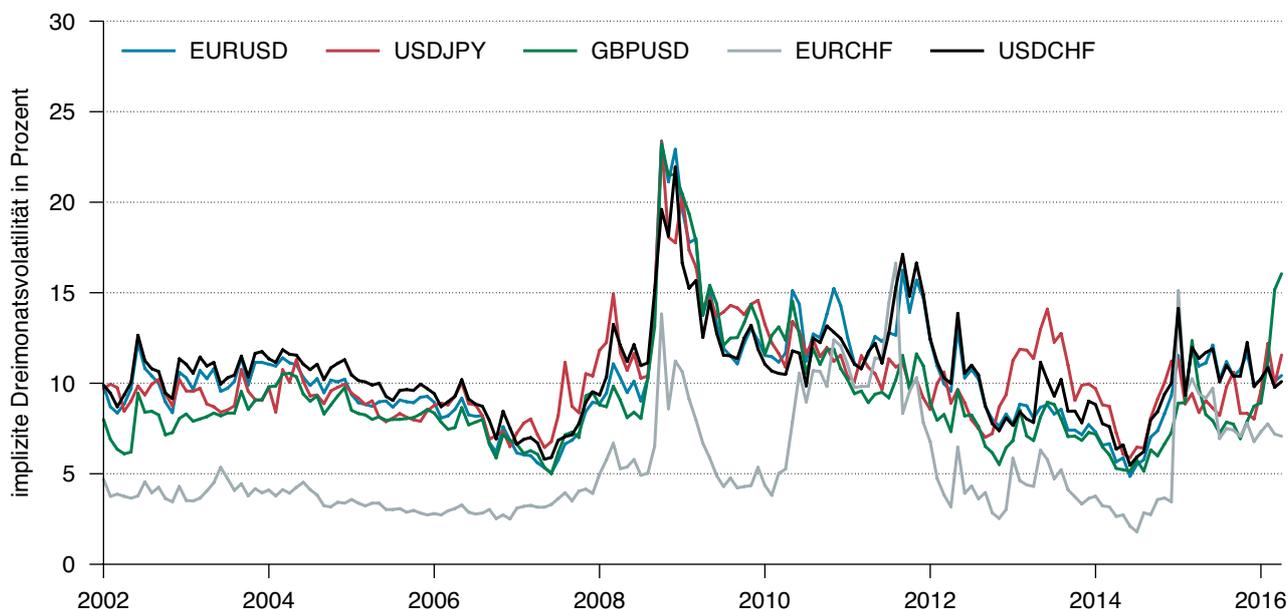
Quaesta-Capital-Volatilitätsindikator³



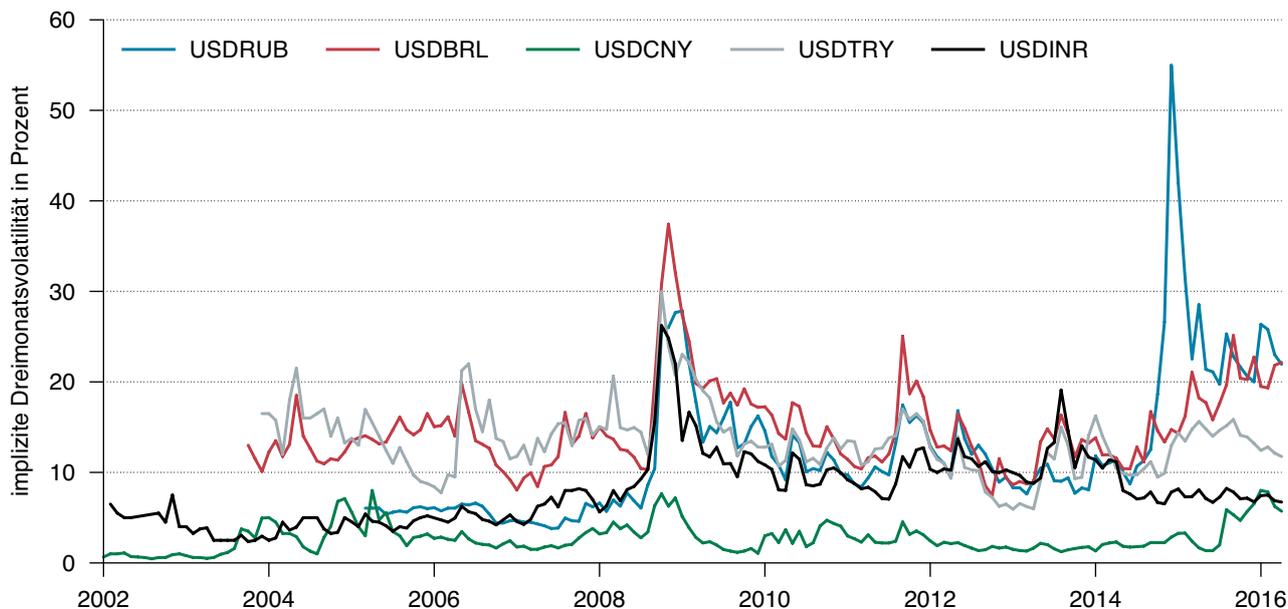
³ Der Volatilitätsindikator von Quaesta Capital bildet die Volatilität an den globalen Währungsmärkten ab; für die Berechnung wird die historische Volatilität der wichtigsten Währungspaare verwendet und mithilfe des Handelsvolumens der jeweiligen Währungspaare gewichtet.

Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Quaesta Capital, Wellershoff & Partners

Volatilität Hauptwährungen



Volatilität Schwellenlandwährungen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

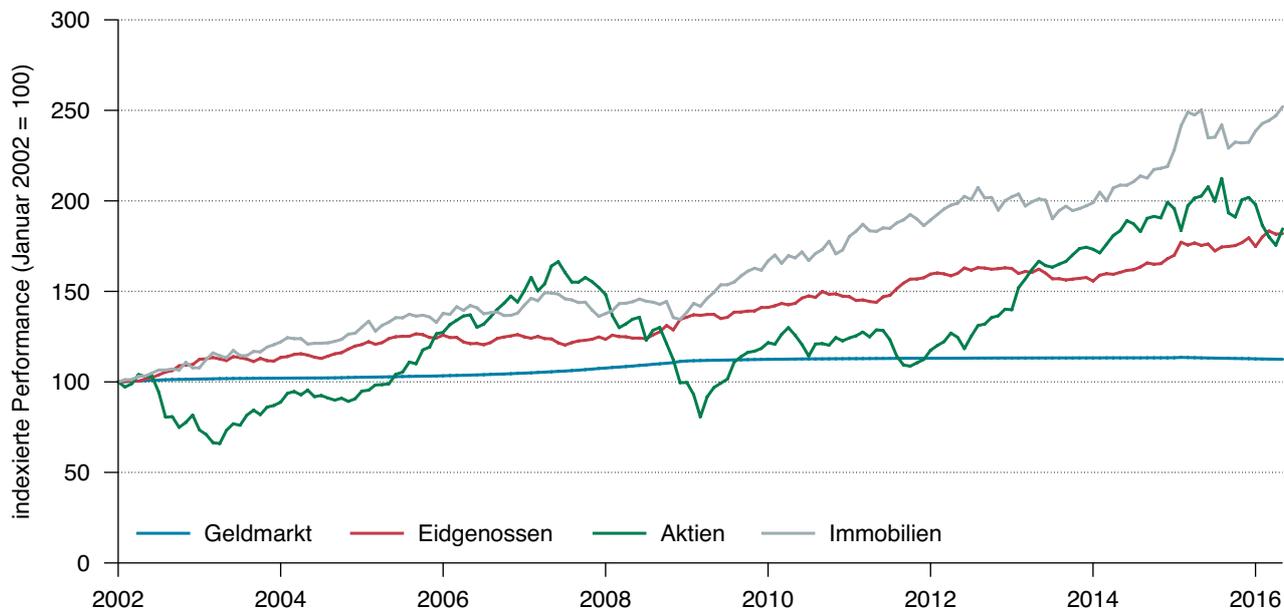
Finanzmarktumfeld

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	-0.4	-0.2	-0.2	-0.7	-0.4
Eidgenossen CHF	4.1	2.4	1.8	26.7	4.1	2.4	1.8	26.7
Unternehmensanleihen CHF	2.5	1.3	1.5	21.6	2.5	1.3	1.5	21.6
Aktien Schweiz (SMI)	-6.8	1.4	-11.3	48.2	-6.8	1.4	-11.3	48.2
Aktien Eurozone (Stoxx600)	-5.2	5.1	-13.8	47.2	-4.5	4.7	-9.0	24.3
Aktien UK (Ftse100)	3.0	10.8	-6.6	27.3	-3.9	5.2	-11.2	19.4
Aktien Japan (Topix)	-11.1	-1.9	-13.1	79.7	-4.4	1.6	-5.4	48.0
Aktien USA (S&P 500)	2.5	11.3	1.0	75.6	0.1	7.4	0.7	90.2
Aktien Schwellenländer	7.1	19.9	-17.3	-17.4	4.7	15.7	-17.5	-10.5
Aktien Welt (MSCI World)	1.3	10.7	-4.0	42.7	-1.0	6.8	-4.3	54.6
Immobilien Schweiz	5.6	6.6	-0.4	37.5	5.6	6.6	-0.4	37.5
Immobilien Global	5.9	12.5	2.2	52.0	3.4	8.6	1.9	64.7
Rohstoffe	2.3	9.4	-21.4	-52.9	0.0	5.6	-21.6	-49.0
Rohöl (Brent)	20.3	44.2	-29.8	-65.4	17.6	39.1	-30.0	-62.5
Gold	15.8	12.8	2.7	-17.1	13.1	8.9	2.4	-10.2

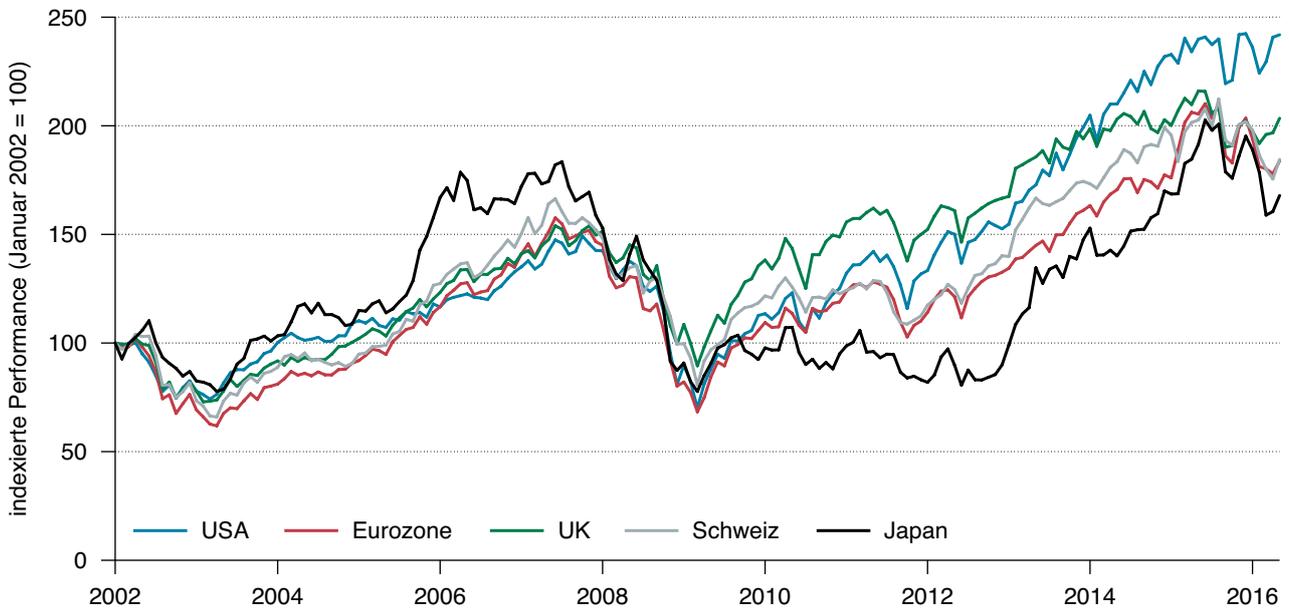
¹ Performance in Prozent für den jeweiligen Zeitraum.

Performance Schweizer Finanzanlagen

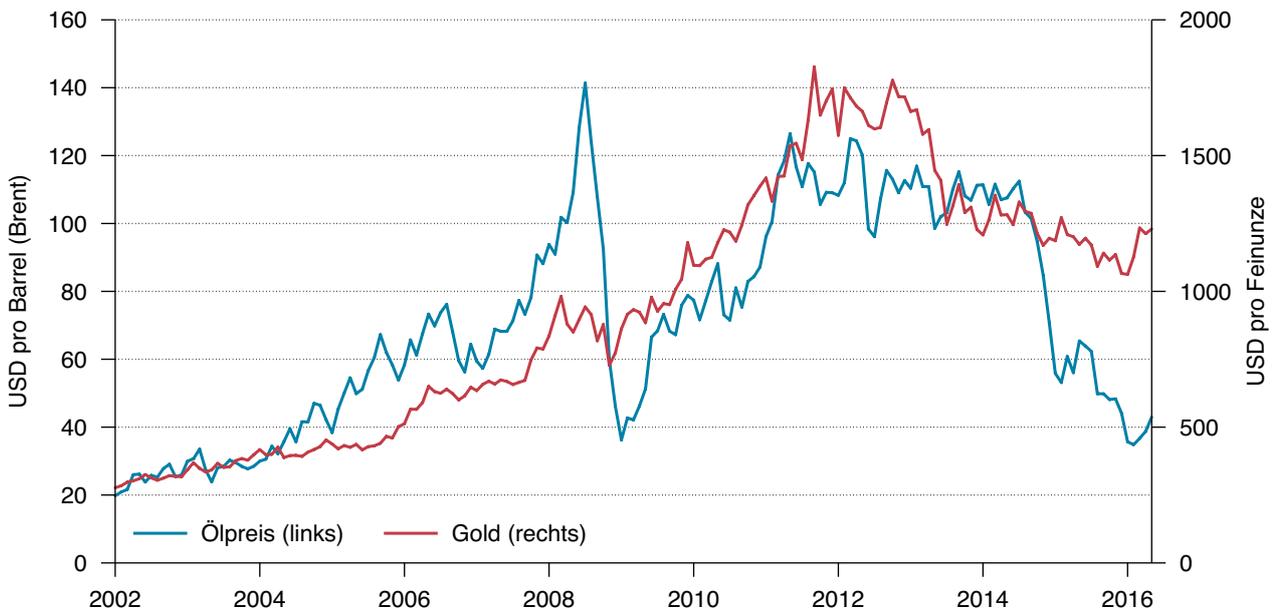


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Performance ausgewählter Aktienmärkte (in Lokalwährung)



Performance ausgewählter Rohstoffpreise



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

4.38 Prozent

4.38 Prozent – so gross ist die grösste je gemessene Preisspanne zwischen dem höchsten und dem tiefsten Tageskurs des EURUSD. Seit dem 1. Januar 2002 lag die durchschnittliche Preisspanne bei nur 0.95 Prozent. Was war der Auslöser für diesen Ausreisser? Die völlig verunglückte Kommunikation der amerikanischen Notenbank am 18. März 2015. Nicht weniger als drei der zehn grössten je gemessenen Tagesbewegungen fanden in den letzten Monaten statt, während Pressekonferenzen der Fed oder der EZB. *Forward guidance?* Fehlanzeige!

Rechtliche Hinweise

Diese Publikation wurde in Zusammenarbeit von Quaesta Capital 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 Quaesta Capital 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.