

Februar 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: 15. Februar 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

«Best Execution im Kontext von Währungstransaktionen»

Viel wird über «Best Execution» bei der Ausführung von Währungstransaktionen diskutiert, ohne dass dabei eine einheitliche Definition vorliegt. Ist unter «Best Execution» der beste Preis zu verstehen? Ist es auch der beste Preis, falls der Investor nur mit einer Gegenpartei handelt? Was bedeutet überhaupt «Währungsmarkt» in diesem Kontext?

Der Währungsmarkt ist mit einem durchschnittlichen Handelsvolumen von ca. 5 300 Milliarden US-Dollar pro Tag der grösste Finanzmarkt der Welt.¹ Doch es wäre ein Trugschluss, anzunehmen, dass jeder Marktteilnehmer die volle Preistransparenz hat und somit zum jeweils bestmöglichen Preis handeln kann. In diesem Kontext müssen die Dimensionen des «Best Execution» für Währungstransaktionen verstanden werden. Währungstransaktionen sind mehr als nur die Preisgestaltung zwischen zwei Gegenparteien. Erst eine passende Infrastruktur erlaubt eine optimale Transaktionsausführung, welche durch ein effizientes Risikomanagement unterstützt werden muss.

Infrastruktur

Um die operationelle Handelsstruktur einfach zu halten, werden Währungstransaktionen häufig nur über

1 Bank for International Settlements 2013, Triennial Central Bank Survey Foreign Exchange

eine einzige Gegenpartei, normalerweise die Haus- oder Depotbank, ausgeführt. Der dadurch fehlende Wettbewerb und der Umstand, dass das Devisengeschäft nur über eine Gegenpartei ausgeführt wird, können zu unvorteilhaften Währungspreisen für die Kunden führen. Deshalb müssen Investoren sicherstellen, dass der Marktzugang, also der Handel über mehrere Gegenparteien, gewährleistet ist. Nur dann ist eine unabhängige und transparente Ausführung überhaupt möglich. Erst eine kostengünstige und effiziente Infrastruktur lässt einen Markt zu, in dem mehrere Handelsbanken in Konkurrenz stehen und sich der Handelspreis dem Marktpreis annähern kann. Der Handel über mehrere Banken kann durch unterschiedliche Strukturen, wie zum Beispiel ein *FX Prime Brokerage*, erreicht werden.

Dem grossen Vorteil, bei mehr als nur einer Gegenpartei zu handeln und somit von besseren Konditionen zu profitieren, steht ein eventuell erhöhter operationeller Aufwand gegenüber, weshalb diesbezüglich eine Kosten-/Nutzenanalyse vorgenommen werden muss. Nachdem alle Möglichkeiten analysiert worden sind, kann entschieden werden, welche Handelsstruktur umgesetzt werden soll. Diesen einmaligen Arbeitsaufwand sollten Investoren auf sich nehmen.

Transaktionsausführung

Meist wird die Optimierung der Transaktionsausführung gleichgesetzt mit «Best Execution», da hier die Preisgestaltung stattfindet. Die Richtlinie über Märk-

te für Finanzinstrumente (MiFID) definiert «Best Execution» wie folgt: «Under MiFID Article 21, a firm must take all reasonable steps to obtain the best possible result, taking into account price, costs, speed, likelihood of execution and settlement, size, nature or any other consideration relevant to the execution of the order.» Das zeigt deutlich, dass nicht nur der Abschluss beim besten Preis als «Best Execution» gilt. So ist die Berücksichtigung der Liquidität in einem Währungspaar relevant für die Preisfindung, denn je tiefer die Liquidität und je grösser der gehandelte Betrag, desto breiter wird die Preisspanne zwischen Verkauf und Kauf. Es benötigt viel Know how, um in der Lage zu sein, diese Komplexität zu verarbeiten und die «Best Execution»-Faktoren ganzheitlich zu implementieren.

Risikomanagement

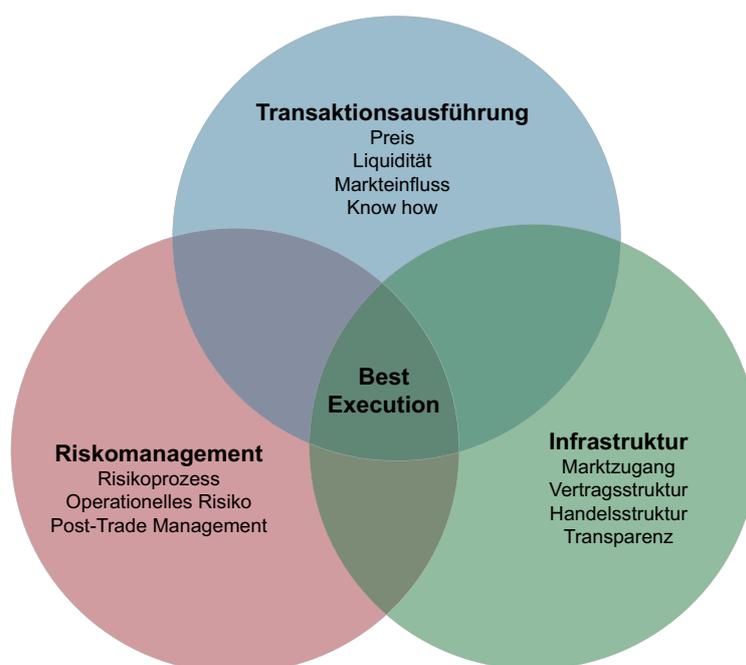
Eine Dimension, die von vielen Investoren im Kontext von Währungstransaktionen nicht berücksichtigt

wird, ist das Risikomanagement. Die Ausführung von Währungstransaktionen birgt nicht nur ein Preisrisiko, sondern auch operationelle Risiken. Jede Bemühung, die Transaktion zum besten Preis auszuführen, könnte mit einem operationellen Fehler zunichtegemacht werden. Deshalb ist es wichtig, dass ein passender Risikoprozess definiert wird. Das Risikomanagement sollte unbedingt vor der Ausführung stattfinden. Weitere Punkte gilt es im Rahmen des «Post-Trade Management» zu berücksichtigen, wie beispielsweise den Abgleich der Transaktionen mit den entsprechenden Handelsbanken.

Fazit

Die optimale Abwicklung von Währungstransaktionen muss im Kontext der hier besprochenen Dimensionen betrachtet werden. Nur eine passende Infrastruktur erlaubt eine optimale Transaktionsausführung – wobei zu keinem Zeitpunkt ein effizientes Risikomanagement vergessen werden darf.

Dimensionen der «Best Execution» von Währungstransaktionen



Quelle: Quaesta Capital

Die Makroperspektive

«Die US-Wirtschaft steht am Rande einer Rezession»

So schnell kann es manchmal gehen. Im Dezember erst wagte sich die amerikanische Notenbank an die lang diskutierte Leitzinserhöhung. Im Februar sehen wir uns nun bereits mit akuten Rezessionsorgen konfrontiert. Der US-Dollar hat damit erst einmal sein wichtigstes Marktargument der letzten Monate verloren: die Erwartung einer divergierenden Geldpolitik.

Positive Konjunkturnachrichten waren im Jahr 2016 bisher Mangelware. Insbesondere aus den Vereinigten Staaten erreichten uns mehrheitlich enttäuschende Nachrichten. So meldeten etwa die Unternehmen aus der verarbeitenden Industrie im Januar erneut einen ausgesprochen schwachen Geschäftsgang. Das lange Zeit deutlich bessere Geschäftsklima im Dienstleistungssektor hat sich nun ebenfalls merklich abgekühlt. Damit nicht genug, fiel die erste Schätzung für die Entwicklung der US-Wirtschaft im vierten Quartal 2015 mit einem mickrigen Plus von 0.2 Prozent enttäuschend aus. Die Wachstumsverlangsamung war dabei im negativen Sinne breit abgestützt. Der Privatkonsum konnte zwar seinem Ruf als wichtigste Konjunkturstütze einmal mehr gerecht werden, trug aber nur noch etwas mehr als halb so viel zum Wachstum bei wie noch in den beiden Vorquartalen. Die grössten Sorgenfalten verursachte aber der erste Rückgang der Unternehmensinvestitionen

seit drei Jahren, üben die Unternehmensinvestitionen doch grossen Einfluss auf Veränderungen in der Konjunkturdynamik aus.

Dunkle Wolken am Investitionshorizont

War die Investitionsschwäche im vierten Quartal 2015 lediglich ein Ausreisser? Oder ziehen dunkle Wolken am Investitionshorizont auf? Blicken wir auf den Frühwarnindikator von Wellershoff & Partners, fällt es schwer, von einem Ausreisser auszugehen. Der Indikator signalisiert für das erste Halbjahr 2016 angesichts fallender Unternehmensgewinne, einer rückläufigen Kapazitätsauslastung und einer Eintrübung des Geschäftsgangs nicht nur eine weitere Abkühlung der Investitionsdynamik, sondern sogar im Vorjahresvergleich rückläufige Unternehmensinvestitionen. Das lässt alle Alarmglocken schrillen! Seit den 1950er-Jahren gingen schrumpfende Investitionen Hand in Hand mit Rezessionen der Gesamtwirtschaft. Lediglich in zwei von elf Fällen kam es bei negativem Investitionsvorzeichen nicht zur Rezession: 1967 und 1986/87. In beiden Fällen erwies sich der Privatkonsum als Retter in der Not. Insbesondere die Episode in den 1980er-Jahren zeigt eine interessante Parallele zur heutigen Situation, denn damals wie heute kam es zu einem Kollaps des Ölpreises. So verheerend dieser für Unternehmen aus der Energiebranche damals war und heute ist, so positiv war und ist er für den Geldbeutel der Konsumenten. Damit könnte die US-Wirtschaft auch dieses Mal an einer Rezession vorbeischrappen. Es dürfte aber eng werden.

Erhöhte Rezessionswahrscheinlichkeit

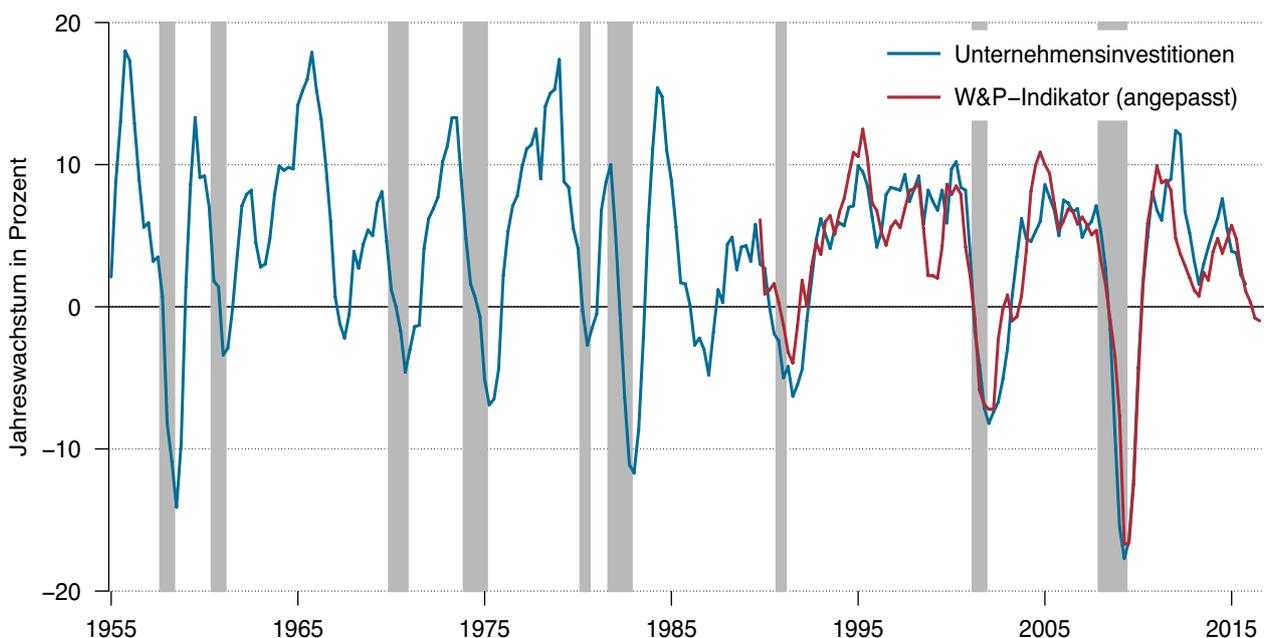
Um abzuschätzen, wie eng es werden wird, bieten sich sogenannte Probit-Modelle an. Mit diesen Modellen kann man die Wahrscheinlichkeit für das Eintreten eines gewissen Ereignisses, in diesem Fall einer Rezession der US-Wirtschaft, in Zahlen ausdrücken. Für ausgewählte Indikatoren werden die Modelle dabei so kalibriert, dass sie in der Vergangenheit die jeweiligen Ereignisse möglichst verlässlich angezeigt hätten. Zudem werden am aktuellen Rand die Frühindikatoren von Wellershoff & Partners eingebaut, um die vorliegenden Informationen möglichst zeitnah und vorausschauend auszunutzen. Die Ergebnisse sind alarmierend: Stützen wir das Modell allein auf die Investitionen ab, erhalten wir eine Rezessionswahrscheinlichkeit von knapp 80 Prozent. Berücksichtigen wir auch noch explizit den konjunkturstützenden Privatkonsum, sinkt die Rezessionswahrscheinlichkeit, beträgt aber immer noch über 30

Prozent. Dieser Wert ist bereits doppelt so hoch wie in der Episode 1986/87 und signalisiert damit, dass es trotz tiefem Ölpreis und der damit einhergehenden Kaufkraftunterstützung eng werden dürfte.

Was das für den Dollar bedeutet

Vor diesem Hintergrund und in Anbetracht dessen, dass der erneute Rückgang der Energiepreise den Inflationsausblick weiterhin dämpft, haben die Terminmärkte ihre Zinserwartungen dramatisch zurückgeschraubt. Damit hat das lange Zeit vorherrschende Narrativ der divergierenden Geldpolitik an Anziehungskraft verloren. Der US-Dollar hat im Februar bereits kräftig an Wert eingebüsst. Bis zur Kaufkraftparität ist es aber in den meisten Währungspaaren immer noch ein weiter Weg.

Negative Investitionswachstumsraten gehen Hand in Hand mit Rezessionen



Quelle: FRED, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Was die Währungsmärkte bewegt

«Die Yen-Aufwertung nach einer Zinssenkung hat Signalwirkung»

Der Yen hat im Februar trotz einer Zinssenkung der japanischen Zentralbank deutlich aufgewertet. Die Effekte der geldpolitischen Lockerungsmassnahmen der Bank of Japan auf die Realwirtschaft sind bereits seit längerem umstritten. Nun scheinen auch die Wechselkurse nicht mehr wie gewünscht zu reagieren. Das muss auch anderen Zentralbanken zu denken geben.

Ende Januar kündigte die japanische Zentralbank die Einführung von Negativzinsen an. Inskünftig werden neugebildete Reserven in Japan tätiger Banken mit einem Zins von 0.1 Prozent belastet. Dass sich die Bankreserven tatsächlich auch weiter ausweiten werden, dafür sorgt die *Bank of Japan* gleich selbst: Das bereits äusserst expansive Wertpapierkaufprogramm wird unverändert monatlich knapp 7 Billionen Yen (60 Milliarden Schweizer Franken) ins Finanzsystem pumpen.

Zinssenkung realwirtschaftlich wirkungslos

Die von offizieller Seite angeführten Gründe, weshalb die Zinssenkung nötig geworden sei, sind zwar vielschichtig. Sie unterscheiden sich aber im Grundsatz nicht von der Argumentation anderer Zentralbanken: Der Erdölpreiszerfall würde auch in diesem Jahr das Erreichen des Inflationsziels verhindern. Die längerfristigen Inflationserwartungen drohten deshalb ohne

neue geldpolitische Massnahmen zu fallen. Zudem sollen die Banken durch die Einführung von Strafzinsen zur vermehrten Kreditvergabe angeregt werden, was das Wirtschaftswachstum unterstützen werde.

Tatsächlich fielen die Zinsen auf 10-jährige Staatsanleihen nach dem Zinsentscheid erstmals in ihrer Geschichte in den negativen Bereich. Nur wird auch diese Zinssenkung in der Realwirtschaft kaum positive Impulse setzen können. Die japanischen Unternehmen verfügen nach zwei Jahren mit vom tiefen Yen befeuerten Rekordgewinnen über sehr komfortable Liquiditätspolster. Sie zögern trotzdem mit Investitionen am heimischen Standort. Die Regierung hat zwar wiederholt tiefgreifende Arbeitsmarktreformen angekündigt, diese allerdings nie umgesetzt. Da liegt die Vermutung nahe, dass die Zinssenkung nicht zuletzt dem Ziel dient, den Yen gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartner tief zu halten.

Yen-Aufwertung nach Zinsentscheid

Wenn eine Währungsabschwächung tatsächlich beabsichtigt war, dann ist der Schuss gehörig nach hinten losgegangen. Nach dem Entscheid der *Bank of Japan* wertete der Yen zwar kurzzeitig ab, hat seither aber wieder deutlich an Wert zugelegt. Handelsgewichtet wertete die japanische Währung seit dem Zinsentscheid rund 4 Prozent auf. Die Aufwertung im bedeutendsten Währungspaar USDJPY belief sich sogar auf knapp 5 Prozent. Die Effekte der Ausweitung der bereits expansiven japanischen Geldpolitik scheinen auf den Währungsmärkten komplett zu ver-

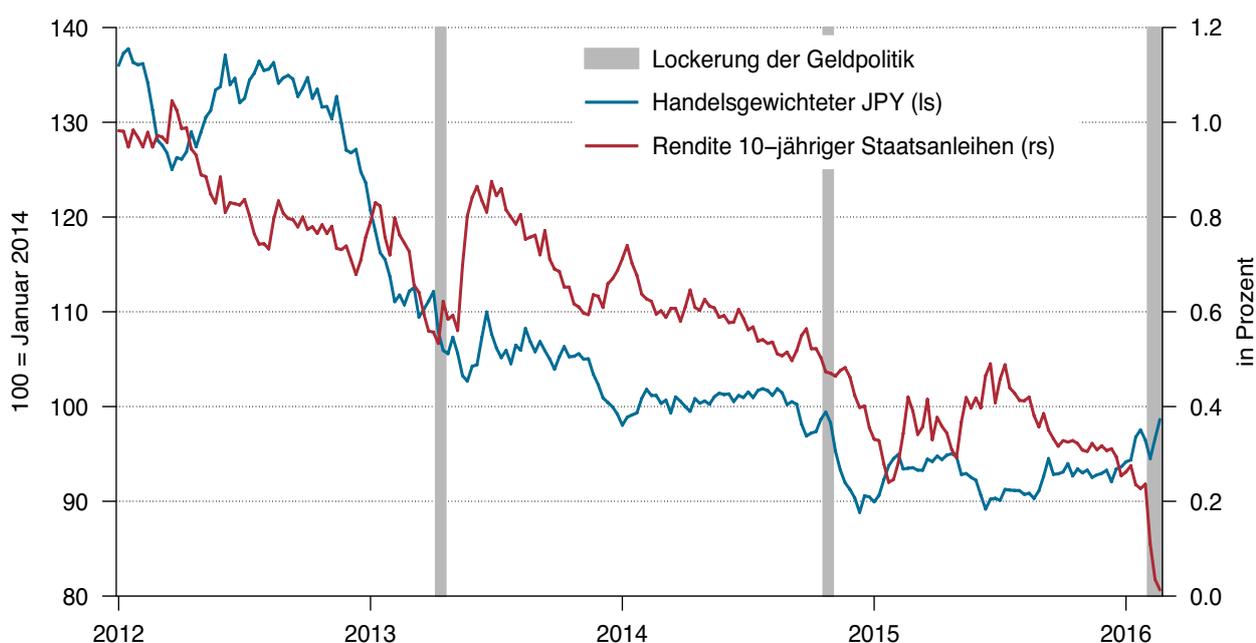
puffen. Damit rücken Bewertungsmodelle wie die Kaufkraftparität in den Vordergrund. Mit Blick auf die aktuelle Bewertung des Yen gegenüber seiner Kaufkraftparität gehen die Bewegungen der letzten Tage nämlich in die zu erwartende Richtung. Trotzdem bleibt der japanische Yen gegenüber dem US-Dollar um mehr als 15 Prozent überbewertet. Gegenüber dem Franken beläuft sich die Überbewertung sogar auf über 25 Prozent.

Signalwirkung für andere Zentralbanken

Die Aufwertung des Yen trotz Ausweitung der Geldpolitik beinhaltet wichtige Erkenntnisse für die Währungshüter anderer Zentralbanken: Geldpolitische Massnahmen verlieren zunehmend an Nutzen – nicht nur, aber auch an den Währungsmärkten. An eben-diesen können gar unerwünschte Reaktionen hervorgerufen werden, falls die Erwartungen der Marktteilnehmer enttäuscht werden. Die Europäische

Zentralbank hat diese Erfahrung bereits gemacht. Trotz der leichten Senkung des Leitzinses sowie der Verlängerung des Anleihekaufprogramms im Dezember 2015 wird der Euro heute zu höheren Preisen gehandelt als vor der Zinssenkung. Darüber, was diese Erkenntnis für die Geldpolitik der expansiven Zentralbanken bedeutet, kann trotzdem nur spekuliert werden. Wenn marginale geldpolitische Lockerungsmassnahmen nicht mehr auf die Währung durchschlagen, kann das sowohl ein Ausbleiben weiterer Massnahmen als auch besonders drastische Massnahmen provozieren. Das gilt sowohl für die Geldpolitik der EZB als auch für zukünftige Zinsentscheide der *Bank of Japan*. Was hingegen deutlich sicherer ist, ist die aus fundamentaler Sicht weiterhin grosse Überbewertung des japanischen Yen. Für Anleger mit dem entsprechenden Risikobudget und einem etwas längerfristigen Zeithorizont bietet sich hier eine spannende Investitionsgelegenheit.

Die Bank of Japan vermag den Yen nicht mehr zu schwächen



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Konjunkturklima

Die US-Wirtschaft ist im vierten Quartal 2015 um 1.8 Prozent im Vorjahresvergleich gewachsen. Was beruhigt, ist die Dynamik der Unternehmensinvestitionen. In der Vergangenheit sind in den Vereinigten Staaten neun von elf Rezessionen sinkende Unternehmensinvestitionen vorausgegangen. Ein von W&P entwickelter Frühwarnindikator für das amerikanische Investitionsklima zeigt nun genau dieses Risikozszenario an. Bleibt zu hoffen, dass der stark gesunkene Rohölpreis mit seiner positiven Wirkung auf die realen Einkommen den Konsum ausreichend stützen und so eine Rezession verhindern kann.

Ein anderes Bild zeigt sich in der Eurozone. Frankreich etwa verzeichnet steigende Wachstumsraten und wuchs im vierten Quartal 2015 um 1.3 Prozent im Vorjahresvergleich. Insgesamt steht die Eurozone derzeit gut da und mausert sich zur Stütze der Weltwirtschaft.

In China fiel das Wachstum gemäss den jüngsten Datenveröffentlichungen so schwach wie zuletzt im ersten Quartal 2009 aus, als das BIP-Wachstum gerade noch 6.2 Prozent betrug. Die Sorgen um eine Wachstumsschwäche in China dürften damit weiter anhalten.

Überblick

	Trendwachstum ¹	Reales BIP-Wachstum ²				W&P-Konjunkturklimaindikatoren ³			
		Q1/2015	Q2/2015	Q3/2015	Q4/2015	10/2015	11/2015	12/2015	1/2016
USA	1.7	2.9	2.7	2.2	1.8	2.8	2.4	2.3	2.0
Eurozone	1.0	1.3	1.6	1.6	1.5	2.4	2.4	2.5	2.2
Deutschland	1.4	1.1	1.6	1.7	1.4	2.7	2.6	2.6	2.2
Frankreich	0.7	0.9	1.1	1.1	1.3	1.9	1.7	1.7	1.8
Italien	0.2	0.1	0.5	0.8	1.0	2.3	2.2	2.2	1.9
Spanien	1.6	2.7	3.2	3.4	3.5	3.8	3.9	4.7	3.7
Grossbritannien	1.8	2.5	2.3	2.0	1.9	3.1	2.9	3.3	2.8
Schweiz	1.5	1.2	0.9	0.8	–	0.7	0.5	0.7	0.6
Japan	0.4	-1.0	0.7	1.6	0.7	2.1	2.2	2.2	2.2
Kanada	1.6	2.1	1.1	1.2	–	1.3	1.1	0.7	0.4
Australien	2.4	2.1	1.9	2.5	–	3.4	3.3	3.2	3.2
Brasilien	1.4	-2.1	-2.9	-4.4	–	-0.9	-1.0	0.0	1.0
Russland	0.1	-2.2	-4.6	-4.1	–	2.0	1.9	0.3	1.6
Indien	7.7	7.5	7.6	7.7	7.3	6.0	5.8	5.2	6.2
China	7.4	7.0	7.0	6.9	6.8	7.6	7.8	7.5	7.6
Industrienationen⁴	1.4	1.9	2.1	2.0	1.7	2.8	2.5	2.6	2.3
Schwellenländer⁴	6.0	4.8	4.6	4.6	4.5	4.2	4.3	4.0	4.4
Welt⁴	3.5	3.3	3.4	3.3	3.1	3.2	3.2	3.1	3.1

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

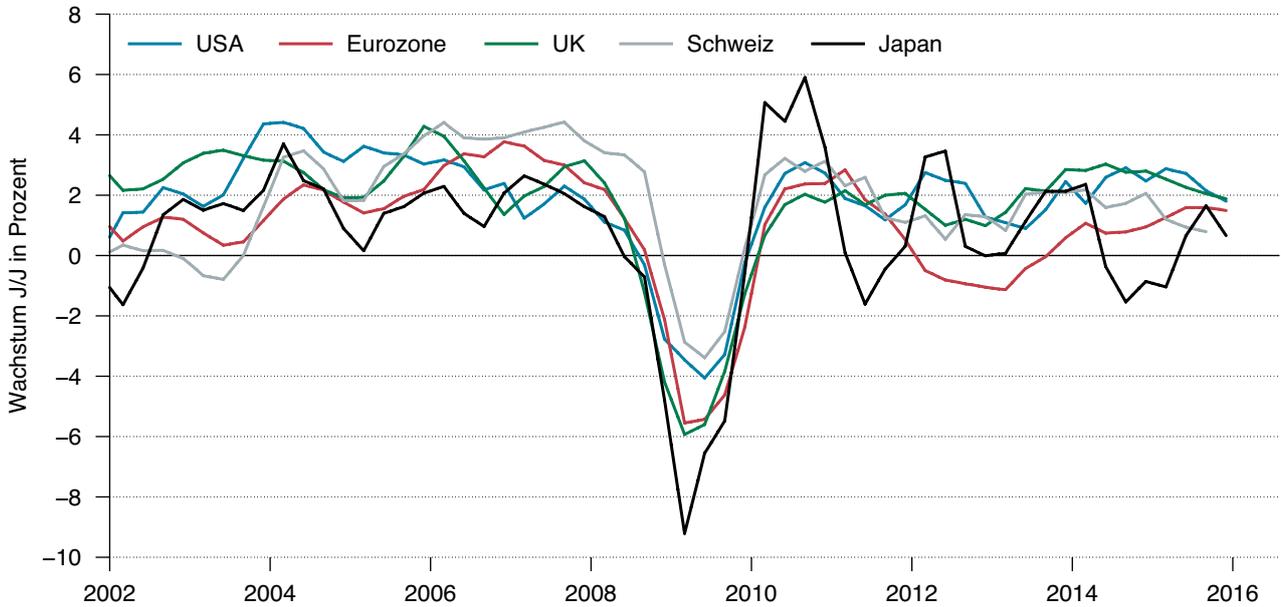
² Veränderung des realen BIP gegenüber dem Vorjahresquartal in Prozent.

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.

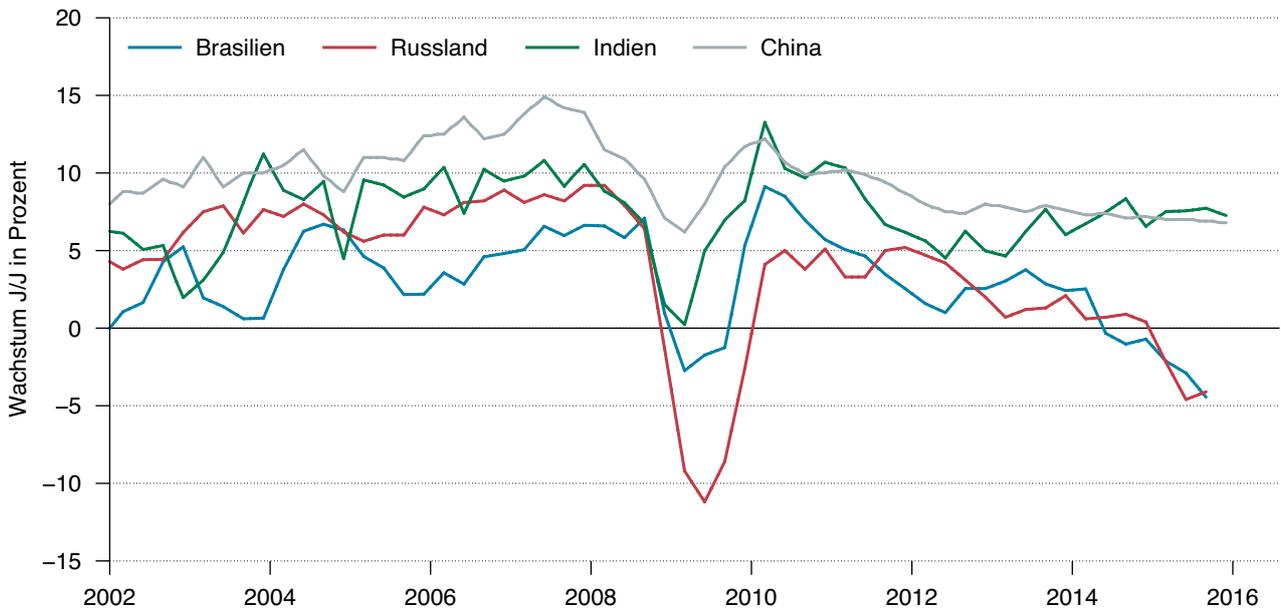
⁴ Die Aggregate werden anhand von nominalen BIP-Gewichten und Kaufkraftparitätskursen berechnet.

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

Wirtschaftswachstum Industrienationen



Wirtschaftswachstum Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

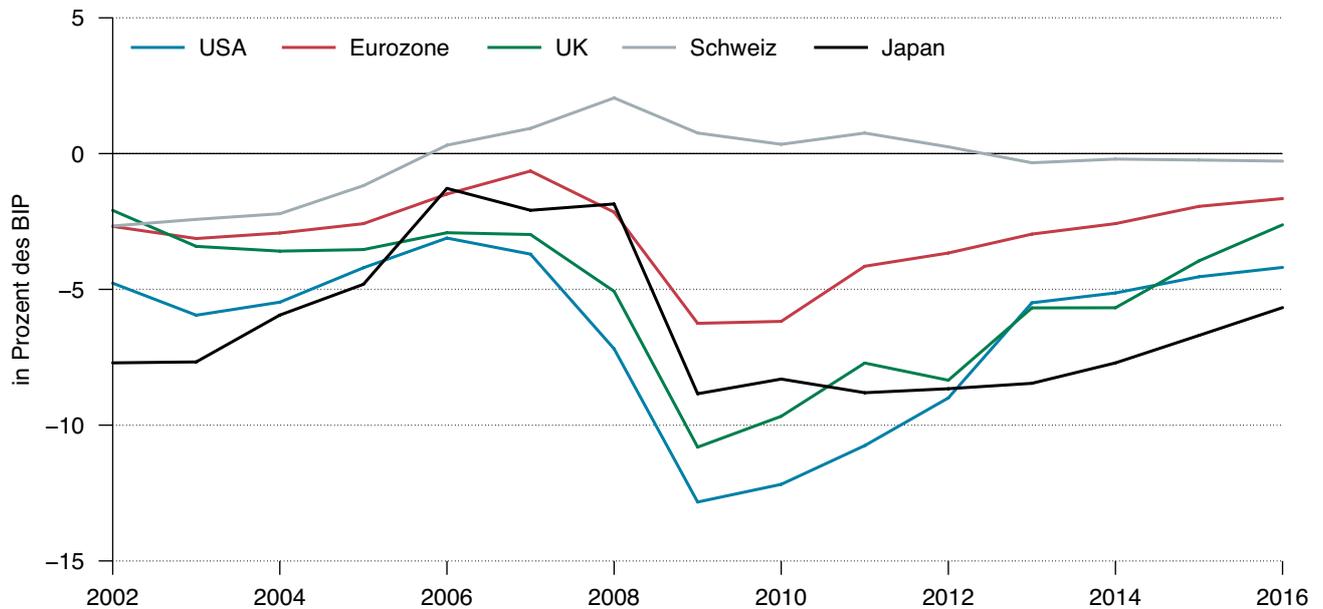
Wirtschaftsindikatoren

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	22.5	24.5	-2.6	-2.8	110.7	111.4	-7.0	-4.2	7.2	4.9
Eurozone	17.3	15.6	2.6	3.7	105.1	110.2	-3.1	-1.7	11.2	10.4
Deutschland	4.9	4.5	7.0	8.0	82.4	75.0	0.0	0.6	6.8	6.2
Frankreich	3.7	3.3	-0.7	0.2	112.1	121.3	-4.3	-3.4	9.5	10.2
Italien	2.8	2.4	0.2	1.3	144.4	159.9	-3.0	-2.2	11.2	11.4
Spanien	1.8	1.7	0.1	1.3	102.0	118.7	-7.4	-2.9	23.8	20.8
Grossbritannien	3.7	4.0	-3.7	-3.4	111.5	115.5	-6.3	-2.6	3.8	2.3
Schweiz	0.9	0.9	9.2	9.9	45.9	46.6	0.0	-0.3	3.1	3.8
Japan	6.9	5.5	1.6	2.9	220.1	232.4	-8.1	-5.7	4.0	3.3
Kanada	2.4	2.1	-2.8	-2.3	87.9	89.4	-2.6	-1.3	7.1	7.2
Australien	1.9	1.6	-3.5	-4.1	30.6	37.3	-3.2	-1.8	5.6	5.8
China	12.7	16.1	2.2	2.8	39.3	46.0	-0.7	-2.3	4.1	–
Brasilien	3.1	2.2	-3.7	-3.8	64.4	74.5	-4.4	-7.2	5.7	6.9
Indien	2.6	3.1	-2.7	-1.6	66.5	63.9	-7.5	-7.0	–	–
Russland	2.4	1.5	3.7	5.4	15.3	21.0	-1.2	-3.9	5.7	5.8

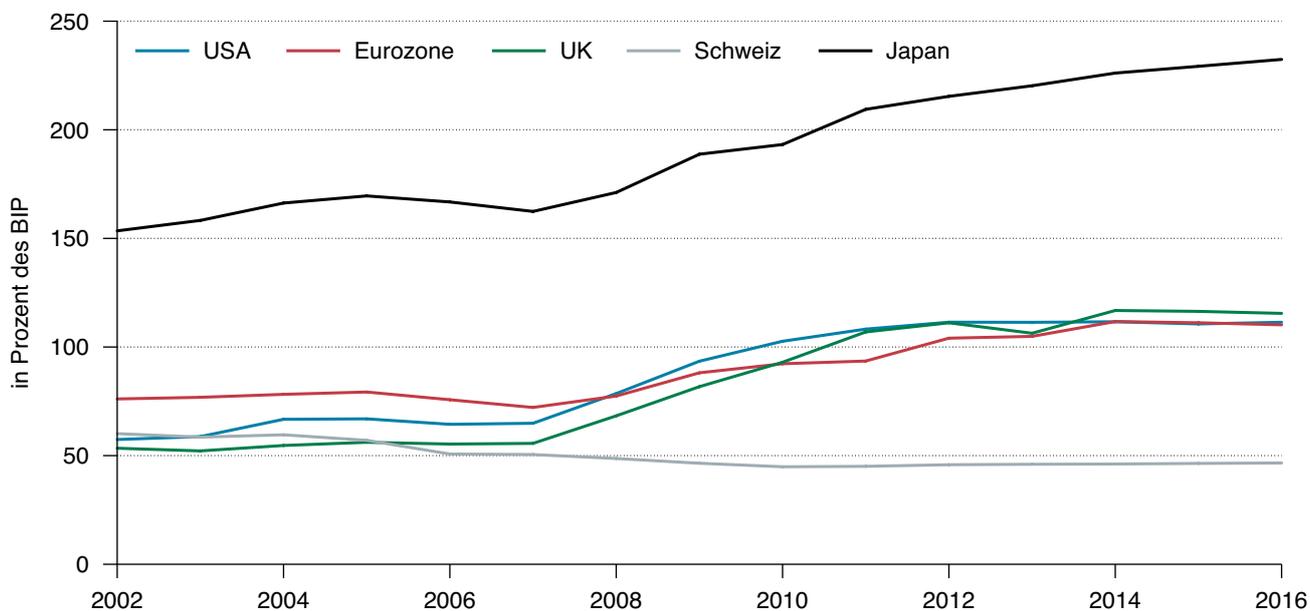
¹ In Prozent; Berechnung anhand von Marktwechsellkursen. ² In Prozent vom nominalen BIP. ³ In Prozent.

Budgetdefizit Industrienationen

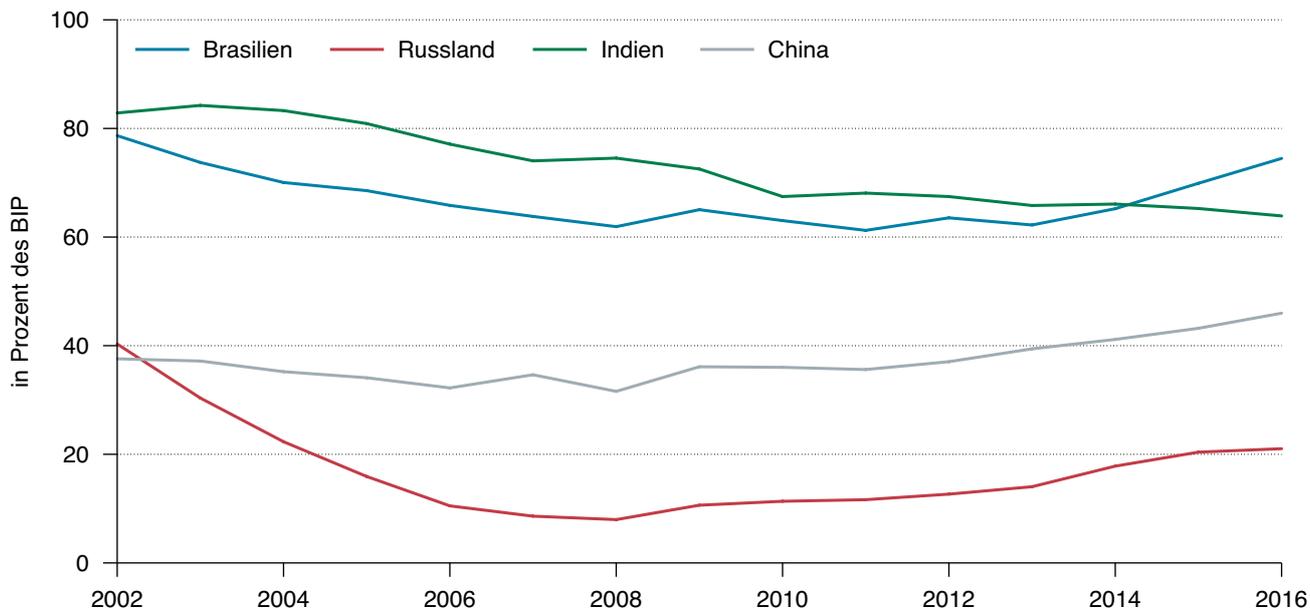


Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Staatsverschuldung Industrienationen



Staatsverschuldung Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Inflation

Die Vereinigten Staaten wiesen im Dezember eine Gesamtinflationsrate von 0.7 Prozent im Vorjahresvergleich aus; im November lag dieser Wert noch bei 0.4 Prozent. Unsere Schätzungen zum Rohölbasis-effekt zeigen, dass im Januar mit tendenziell höheren Verbraucherpreisen gerechnet werden muss. Ab Februar dürfte die Gesamtinflationsrate aber bei einem gleichbleibenden Rohölpreis abnehmen. Derweil hat die Kerninflationsrate mit 2.1 Prozent im Vorjahresvergleich das angestrebte Ziel der amerikanischen Notenbank von 2 Prozent zum ersten Mal seit rund vier Jahren übertroffen.

In der Eurozone hat sich die Gesamtinflationsrate von 0.2 Prozent im Vorjahresvergleich auf 0.4 Prozent erhöht. Ab Februar erwarten wir auch für die Eurozone einen Rückgang der Gesamtinflationsrate. Derweil zeigt die um 0.1 Prozentpunkte auf 1 Prozent gestiegene Kerninflationsrate eine steigende Tendenz, was allfällige Deflations-Diskussionen eigentlich zum Verstummen bringen sollte.

Russland wies im Januar eine deutliche Verringerung der Gesamt- wie auch der Kerninflationsrate aus und bewegt sich nun wieder auf eine durchschnittliche Änderungsrate von 9.5 Prozent zu.

Überblick

	Ø 10 Jahre ¹	Inflation ²				Kerninflation ³			
		10/2015	11/2015	12/2015	1/2016	10/2015	11/2015	12/2015	1/2016
USA	2.0	0.1	0.4	0.7	–	1.9	2.0	2.1	–
Eurozone	1.6	0.1	0.1	0.2	0.4	1.1	0.9	0.9	1.0
Deutschland	1.5	0.2	0.3	0.5	0.6	1.3	1.2	1.2	1.3
Frankreich	1.3	0.1	0.0	0.2	–	0.7	0.7	0.8	–
Italien	1.7	0.3	0.1	0.1	0.3	0.9	0.7	0.6	0.8
Spanien	1.8	-0.7	-0.3	0.0	-0.3	0.9	1.0	0.9	0.9
Grossbritannien	2.5	-0.1	0.2	0.2	–	1.1	1.3	1.4	–
Schweiz	0.2	-1.4	-1.4	-1.3	-1.3	-0.8	-1.0	-0.9	-0.9
Japan	0.3	0.3	0.3	0.2	–	0.8	0.8	0.8	–
Kanada	1.7	1.0	1.4	1.6	–	2.1	2.0	1.9	–
Australien	2.7	1.6	1.6	1.7	–	2.1	2.1	2.2	–
Brasilien	5.7	9.9	10.5	10.7	10.7	9.2	9.4	9.4	9.2
Russland	9.5	15.6	15.0	12.9	9.8	16.4	15.9	13.7	10.7
Indien	8.1	5.0	5.4	5.6	5.7	–	–	–	–
China	2.9	1.3	1.5	1.6	–	1.5	1.5	1.5	–
Industrienationen⁴	1.7	0.2	0.4	0.5	0.5	1.5	1.5	1.5	1.5
Schwellenländer⁴	5.2	4.4	4.6	4.5	4.2	4.4	4.3	4.0	3.6
Welt⁴	3.2	2.1	2.3	2.4	2.3	2.4	2.3	2.3	2.1

¹ Durchschnittliche Jahreststeuerung der Konsumentenpreise in Prozent.

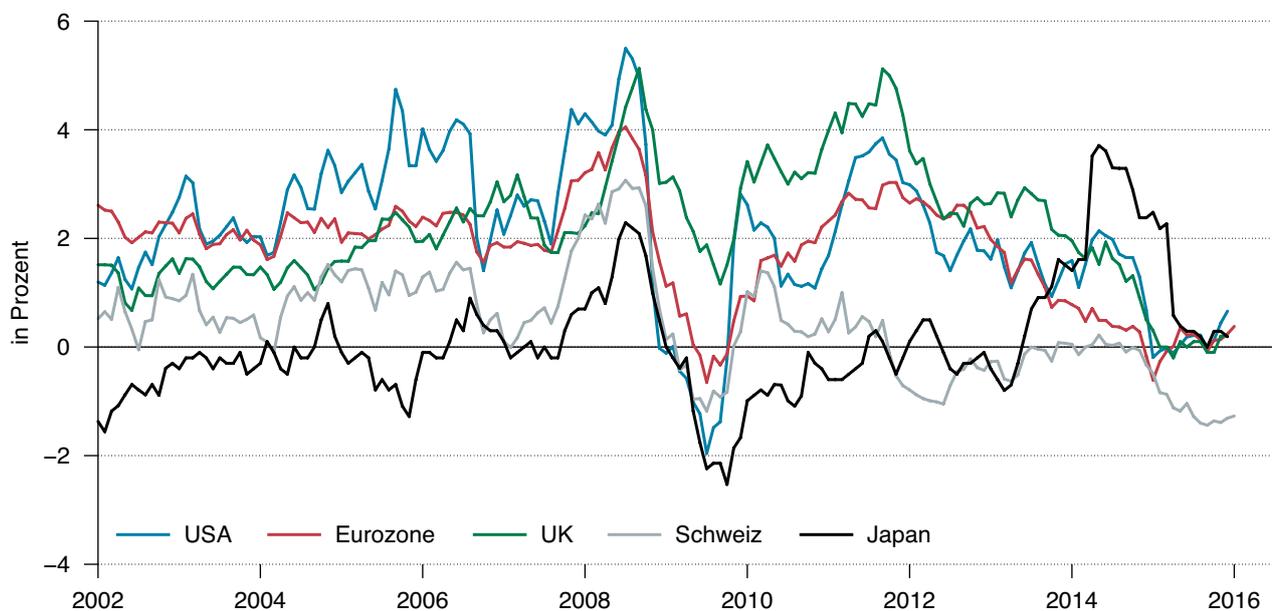
² Veränderung der Konsumentenpreise gegenüber dem Vorjahresmonat in Prozent.

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

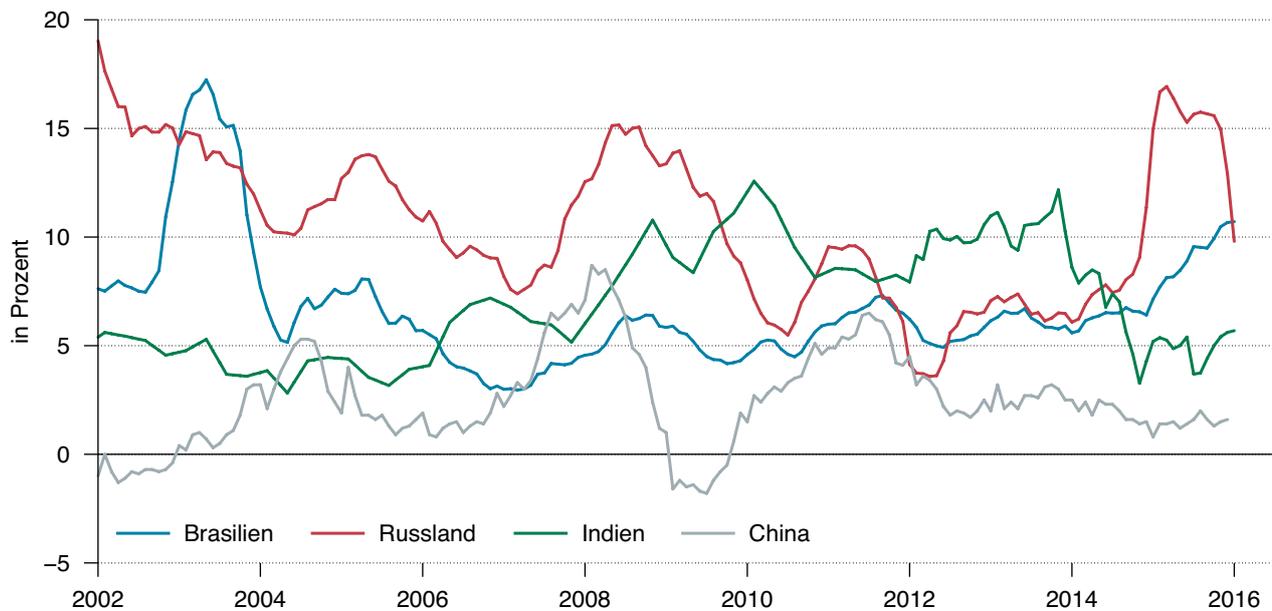
⁴ Die Aggregate werden anhand von nominalen BIP-Gewichten und Kaufkraftparitätskursen geschätzt.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Konsumentenpreisinfation Industrienationen



Konsumentenpreisinfation Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

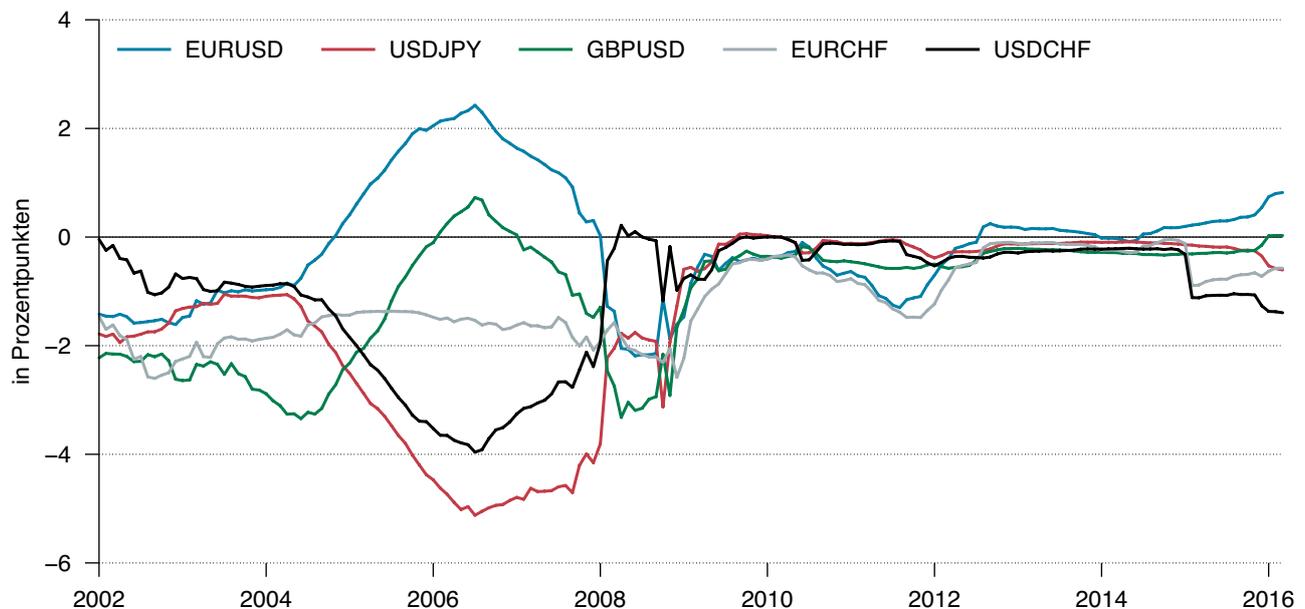
Zinsumfeld

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	1.124	0.75	0.27	-0.06	-0.01	1.11	0.47	0.01	0.02
USDJPY	112.8	-0.61	-0.15	-0.17	-1.20	-1.02	-0.41	-0.37	-1.32
GBPUSD	1.446	0.03	-0.31	-0.34	-0.56	0.13	-0.29	-0.42	-0.61
EURCHF	1.098	-0.65	-0.90	-0.52	-0.91	-0.66	-0.89	-0.68	-0.99
USDCHF	0.977	-1.39	-1.16	-0.45	-0.91	-1.76	-1.37	-0.68	-1.01
GBPCHF	1.412	-1.37	-1.47	-0.79	-1.47	-1.63	-1.66	-1.11	-1.62
CHFJPY	115.4	0.79	1.01	0.28	-0.30	0.74	0.96	0.31	-0.31
AUDUSD	0.708	-1.31	-1.82	-2.65	-2.57	-0.69	-1.23	-2.03	-2.20
USDCAD	1.390	0.23	0.70	0.87	0.37	-0.12	0.34	0.67	0.21
USDSEK	8.436	-1.10	-0.33	0.75	0.24	-1.31	-0.52	0.61	0.21
USDRUB	78.77	10.23	16.29	8.21	6.68	10.13	13.93	7.94	7.16
USDBRL	3.979	13.61	12.14	10.30	9.59	13.39	12.14	10.17	9.55
USDCNY	6.569	2.44	4.64	4.15	2.44	2.11	4.11	3.79	2.22
USDTRY	2.930	11.02	9.27	8.73	9.84	10.67	8.45	8.62	10.15
USDINR	68.21	7.47	8.47	8.85	6.78	5.93	6.98	6.27	4.29

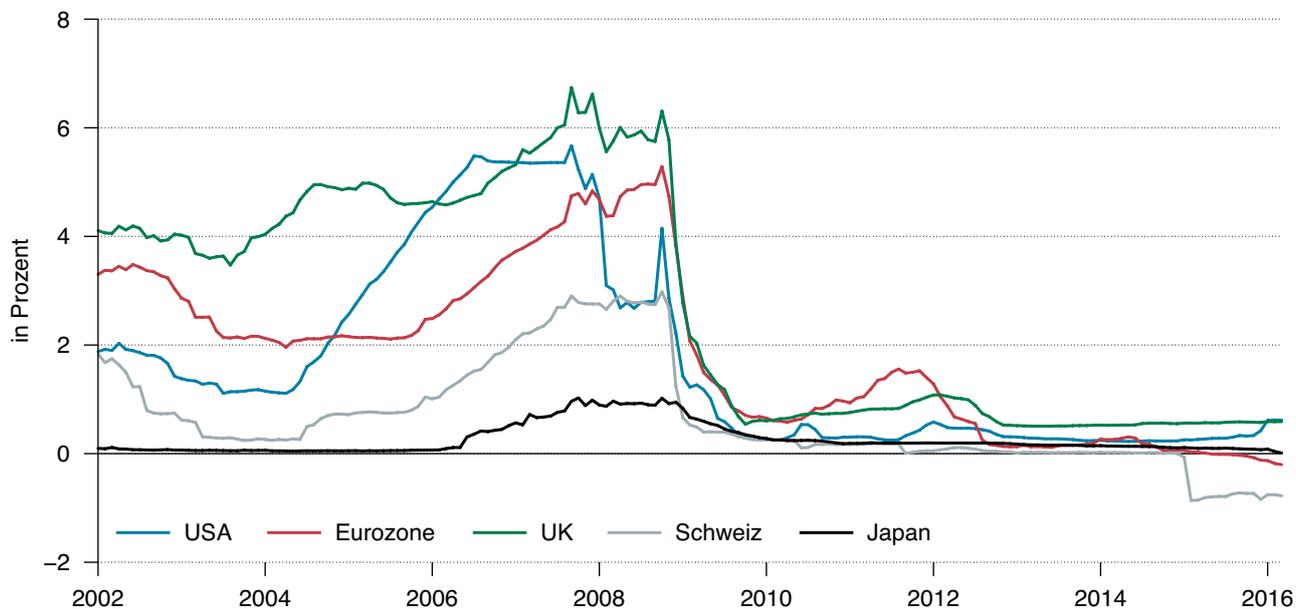
¹ Zinsen im zweiten Währungsraum abzgl. Zinsen im ersten Währungsraum; z.B. US-Dollar-Zinsen abzgl. Euro-Zinsen für EURUSD.

Zinsdifferenz

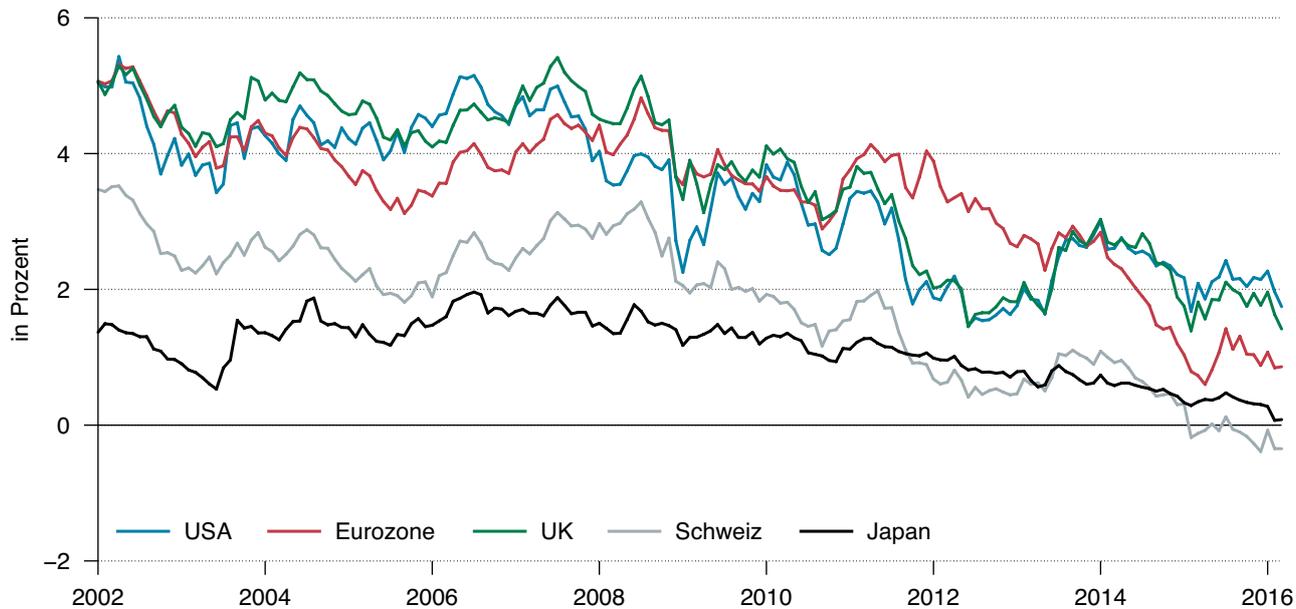


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Dreimonats-Liborsätze



Zehnjährige Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Währungsmärkte

In den ersten Februarwochen verlor der US-Dollar handelsgewichtet um über 3 Prozent an Wert. Gründe dafür gibt es viele, etwa die schlechten Stimmungsdaten aus dem Industrie- und dem Dienstleistungssektor. So blieb der *ISM Manufacturing Index* im Vergleich zum Vormonat mit einem Indexstand von 48.2 Indexpunkten konstant und zeigt auch weiterhin den Zustand einer Kontraktion an. Der *ISM Non-Manufacturing Index* hat sich derweil von 55.3 auf 53.5 Punkte verschlechtert. Gegenwind erhielt der US-Dollar auch von den US-Arbeitsmarktdaten.

Besonders ausgeprägt war die Bewegung des EURUSD-Wechselkurses. Gegenüber dem Euro wer-

tete der US-Dollar in den ersten beiden Februarwochen um knapp 5 Prozent ab. Zeitweise durchbrach er sogar die 1.13-Marke. Aber auch der USDCHF verringerte sich um über 4 Prozent und fiel wieder unter einen Wert von 1.0.

Den grössten Verlust gegenüber dem Schweizer Franken verzeichnet dieses Jahr bis anhin das britische Pfund. Aus Sicht eines Schweizer-Franken-Investors ist derzeit insbesondere der Euro interessant. Dieser hat die Aufhebung der EURCHF-Untergrenze immer noch nicht ganz verdaut und weist weiterhin eine Abweichung von knapp 12 Prozent gegenüber der Kaufkraftparität aus.

Performance und Bewertung

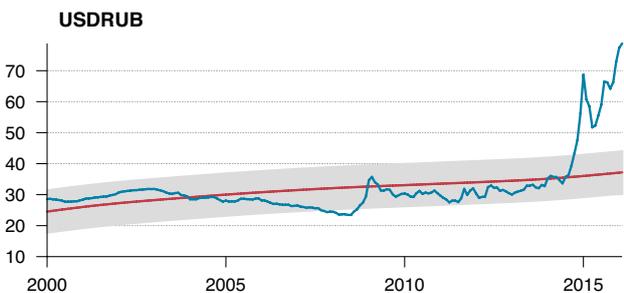
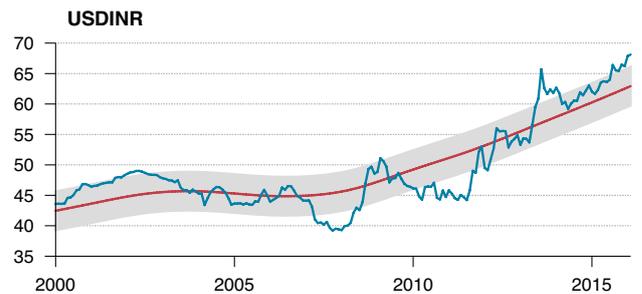
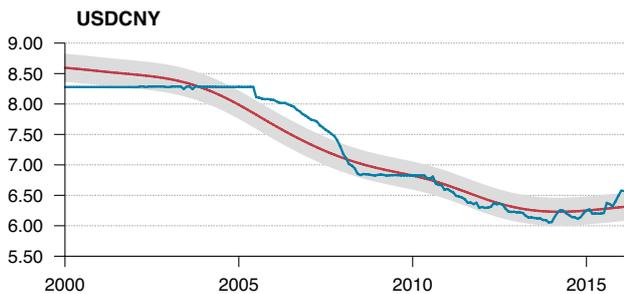
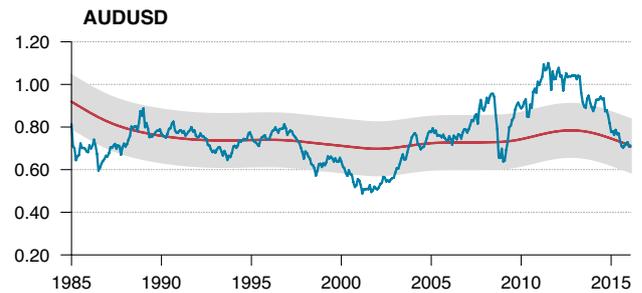
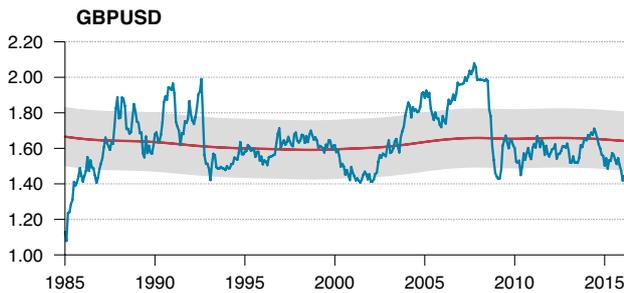
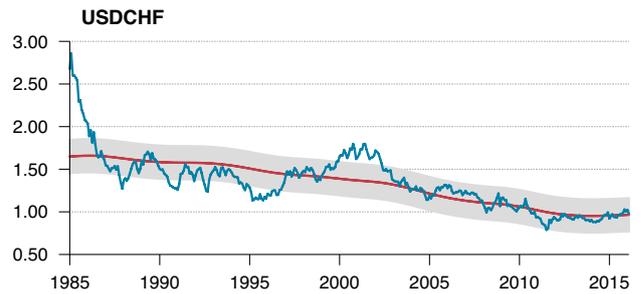
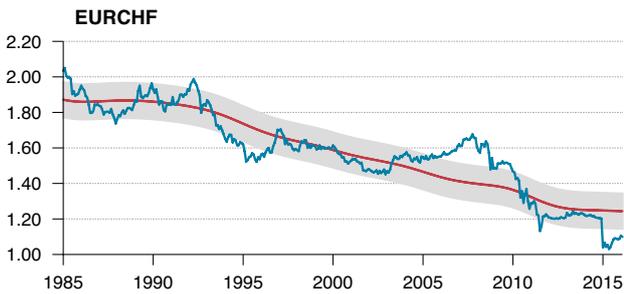
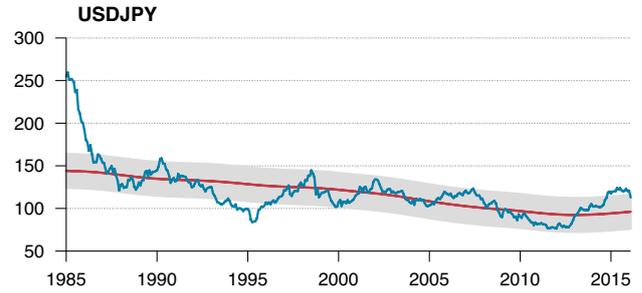
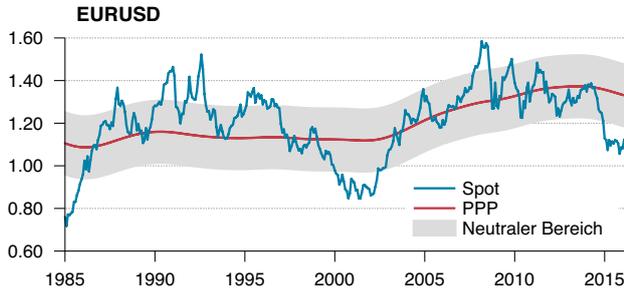
	Aktueller Wechselkurs	Performance ¹				Kaufkraftparität ²		
		YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre	PPP	Neutraler Bereich	Abweichung ³
EURUSD	1.124	3.5	4.8	-1.1	-17.0	1.33	1.19 - 1.48	-15.5
USDJPY	112.8	-6.3	-8.2	-5.2	35.2	96.1	76.2 - 115.9	17.3
GBPUSD	1.446	-1.9	-4.8	-5.9	-9.6	1.64	1.48 - 1.80	-11.9
EURCHF	1.098	1.0	1.5	4.0	-16.6	1.24	1.15 - 1.34	-11.7
USDCHF	0.977	-2.4	-3.1	5.2	0.5	0.97	0.77 - 1.16	1.2
GBPCHF	1.412	-4.3	-7.8	-1.0	-9.2	1.61	1.34 - 1.89	-12.4
CHFJPY	115.4	-4.0	-5.3	-9.9	34.6	91.0	78.5 - 103.4	26.9
AUDUSD	0.708	-2.7	-0.5	-8.2	-29.3	0.71	0.59 - 0.84	-0.6
USDCAD	1.390	0.1	4.2	11.2	40.5	1.15	1.08 - 1.23	20.5
USDSEK	8.436	0.1	-3.1	-0.2	30.2	6.89	6.00 - 7.78	22.4
USDRUB	78.77	7.8	17.9	19.4	168.7	37.2	30.40 - 44.00	111.8
USDBRL	3.979	0.6	4.2	40.0	139.0	2.82	2.31 - 3.33	41.1
USDCNY	6.569	1.2	3.1	5.2	-0.3	6.31	6.10 - 6.52	4.1
USDTRY	2.930	0.4	2.2	18.5	84.6	2.22	1.96 - 2.47	32.1
USDINR	68.21	3.1	3.1	9.6	49.3	62.9	59.80 - 66.10	8.4

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

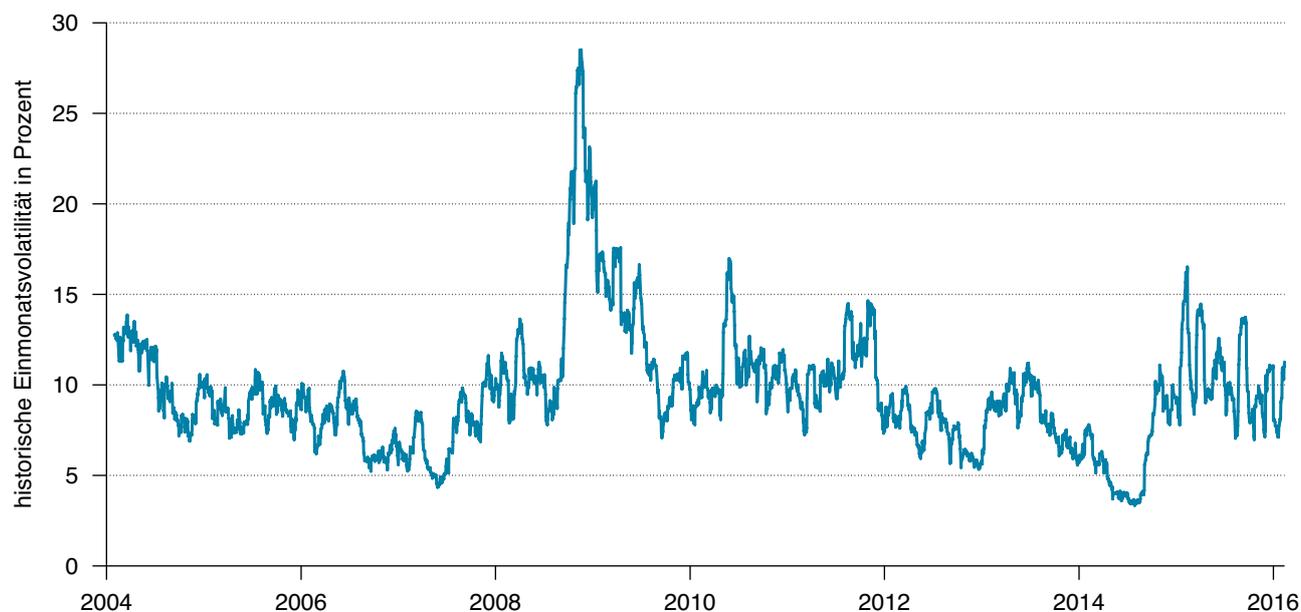
Währungsvolatilität

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	1.124	10.2	11.0	9.7	10.3	11.8	10.5	10.3	10.7
USDJPY	112.8	10.0	12.1	9.6	10.6	8.9	10.8	10.6	11.0
GBPUSD	1.446	8.3	10.3	8.0	9.4	8.4	10.9	8.9	9.9
EURCHF	1.098	5.8	8.0	6.3	6.0	7.7	8.5	7.2	6.3
USDCHF	0.977	9.9	11.0	10.2	10.5	11.3	10.8	10.7	10.8
GBPCHF	1.412	10.4	11.8	8.8	9.7	10.5	11.8	9.6	10.1
CHFJPY	115.4	10.0	12.2	11.0	11.3	10.6	12.0	11.8	11.7
AUDUSD	0.708	12.1	12.9	10.9	12.2	12.7	13.0	11.7	12.5
USDCAD	1.390	9.8	11.5	8.1	9.7	9.5	11.2	8.7	10.0
USDSEK	8.436	10.3	11.7	11.5	12.5	12.7	11.7	12.0	12.7
USDRUB	78.77	22.5	27.9	15.0	12.7	28.1	26.8	15.4	13.8
USDBRL	3.979	17.8	20.4	14.2	15.0	19.8	20.3	15.0	15.6
USDCNY	6.569	2.1	9.1	2.5	2.7	3.1	9.9	3.4	4.3
USDTRY	2.930	9.8	13.3	11.8	13.4	13.5	15.0	13.1	14.7
USDINR	68.21	4.3	8.3	9.6	9.4	4.7	9.5	10.6	10.2

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

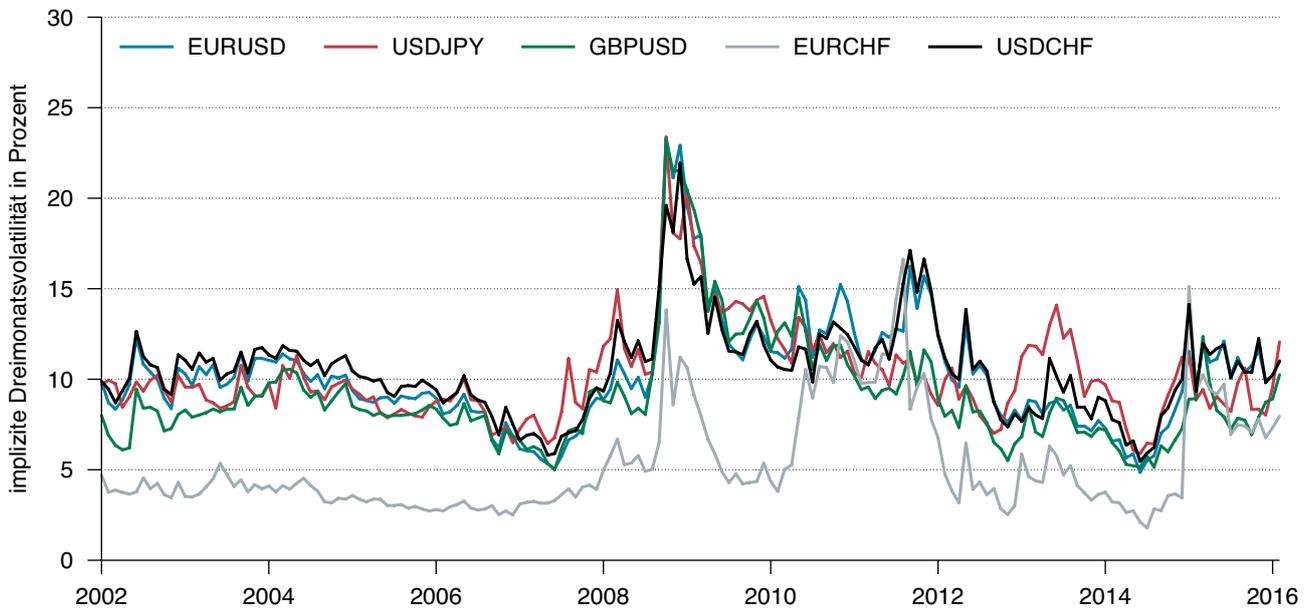
Quaesta-Capital-Volatilitätsindikator³



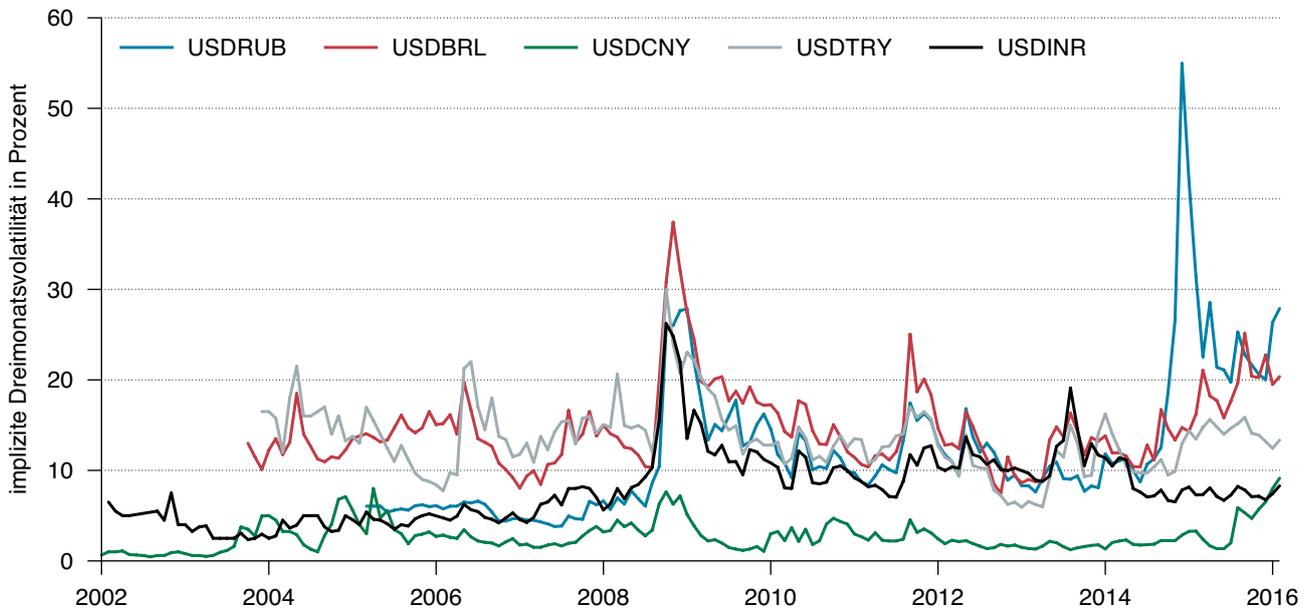
³ Der Volatilitätsindikator von Quaesta Capital bildet die Volatilität an den globalen Währungsmärkten ab; für die Berechnung wird die historische Volatilität der wichtigsten Währungspaare verwendet und mithilfe des Handelsvolumens der jeweiligen Währungspaare gewichtet.

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

Volatilität Hauptwährungen



Volatilität Schwellenlandwährungen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

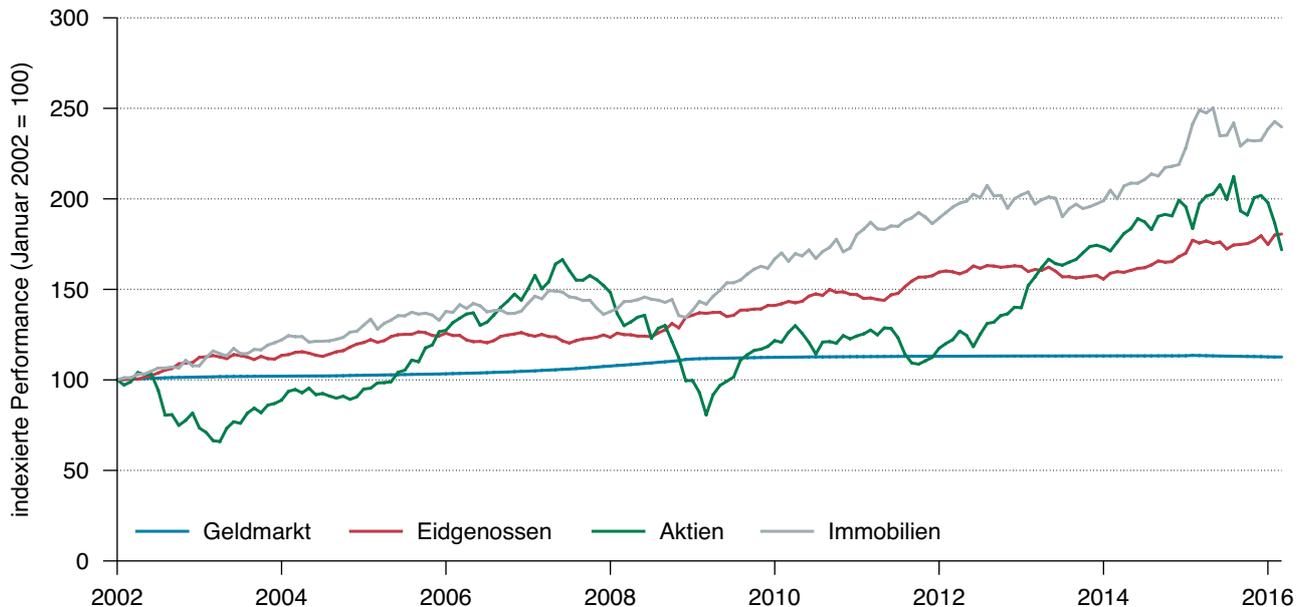
Finanzmarktumfeld

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	-0.1	-0.2	-0.8	-0.2	-0.1	-0.2	-0.8	-0.2
Eidgenossen CHF	3.3	1.6	3.2	24.6	3.3	1.6	3.2	24.6
Unternehmensanleihen CHF	1.9	0.4	2.3	20.1	1.9	0.4	2.3	20.1
Aktien Schweiz (SMI)	-13.2	-12.5	-8.4	34.8	-13.2	-12.5	-8.4	34.8
Aktien Eurozone (Stoxx600)	-14.5	-15.2	-14.0	29.0	-13.0	-13.5	-10.2	8.1
Aktien UK (Ftse100)	-8.4	-6.3	-13.3	12.7	-11.5	-13.0	-13.3	2.5
Aktien Japan (Topix)	-22.7	-24.4	-15.9	40.5	-18.6	-20.0	-6.2	4.7
Aktien USA (S&P 500)	-8.5	-7.3	-8.8	56.1	-10.0	-10.0	-4.4	56.7
Aktien Schwellenländer	-10.4	-13.0	-24.7	-24.9	-11.8	-15.5	-21.1	-24.6
Aktien Welt (MSCI World)	-10.4	-9.7	-12.5	26.6	-11.8	-12.4	-8.3	27.0
Immobilien Schweiz	0.5	1.5	-1.9	30.0	0.5	1.5	-1.9	30.0
Immobilien Global	-8.9	-5.2	-12.5	34.1	-10.3	-8.0	-8.3	34.6
Rohstoffe	-4.0	-8.5	-26.8	-53.6	-5.5	-11.1	-23.3	-53.4
Rohöl (Brent)	-7.8	-24.3	-42.5	-67.3	-9.3	-26.5	-39.7	-67.2
Gold	16.1	14.0	0.8	-9.7	14.3	10.7	5.7	-9.4

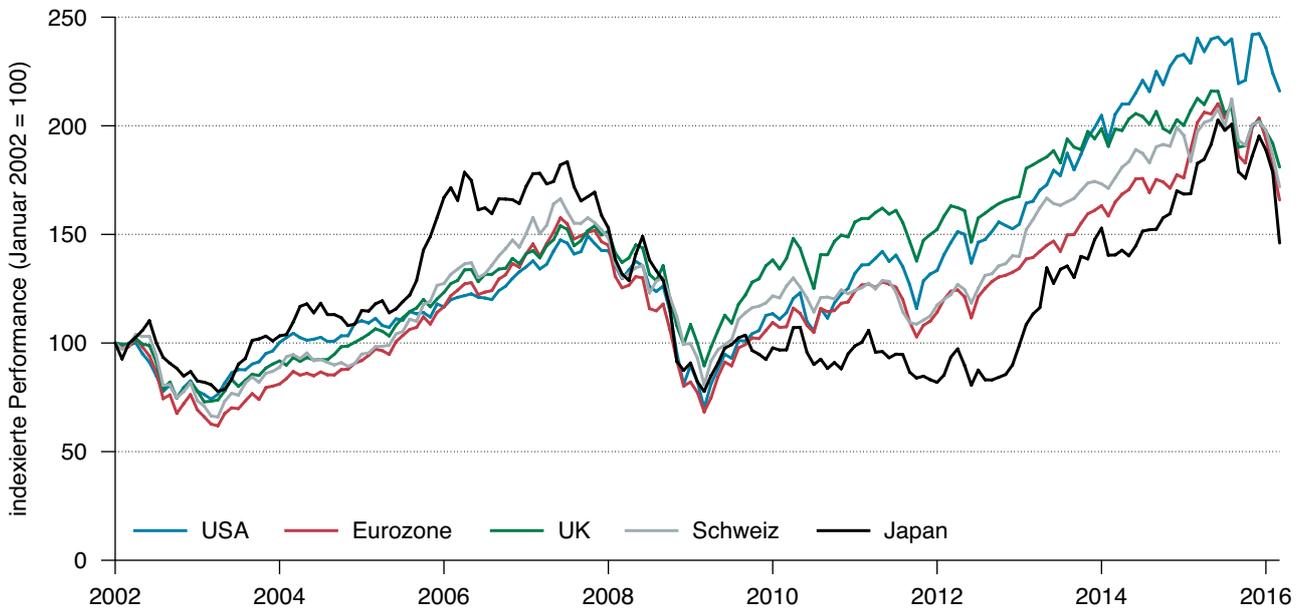
¹ Performance in Prozent für den jeweiligen Zeitraum.

Performance Schweizer Finanzanlagen

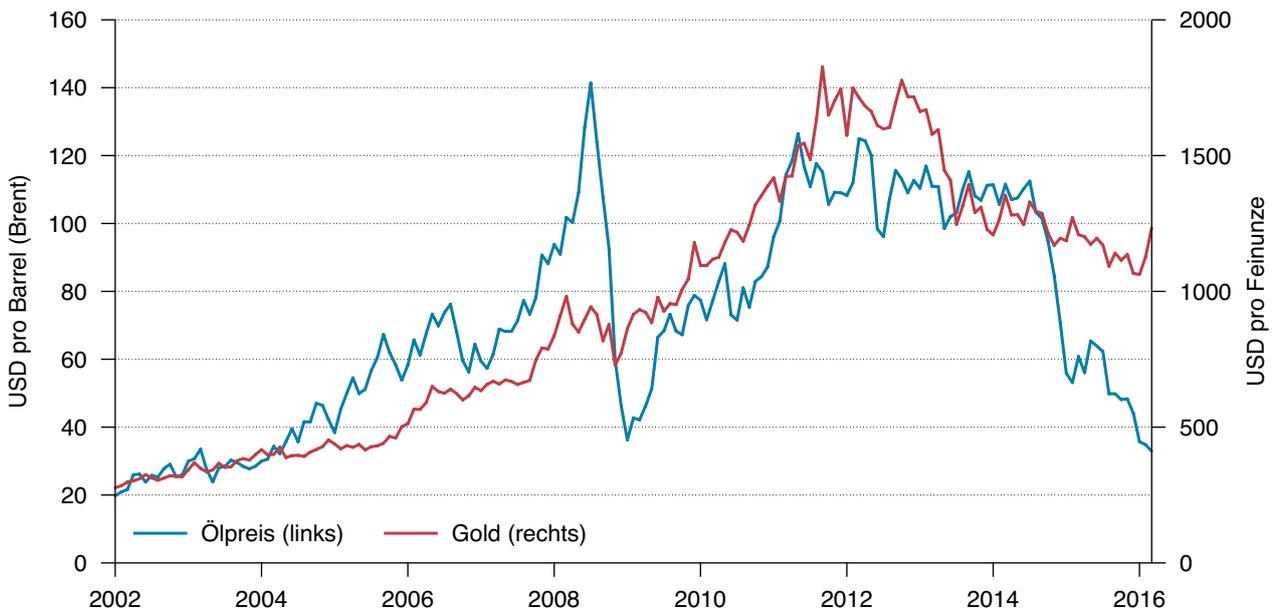


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Performance ausgewählter Aktienmärkte (in Lokalwährung)



Performance ausgewählter Rohstoffpreise



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

3.7 Prozent

Per Jahresende 2015 betrug der Euro-Anteil in Portfolios hiesiger Pensionskassen winzige 3.7 Prozent. Das ist der absolute Tiefststand seit Erhebung der Daten im Jahr 2002. Damals waren die Schweizer Pensionskassen mit 16 Prozent in Euro gehandelte Anlagen investiert. Die Schweizer-Franken-Quote stieg im gleichen Zeitraum von 58 auf über 78 Prozent an. Im Umfeld eines sich abwertenden Francs kostet eine solche Währungsallokation wertvolle Rendite.

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.