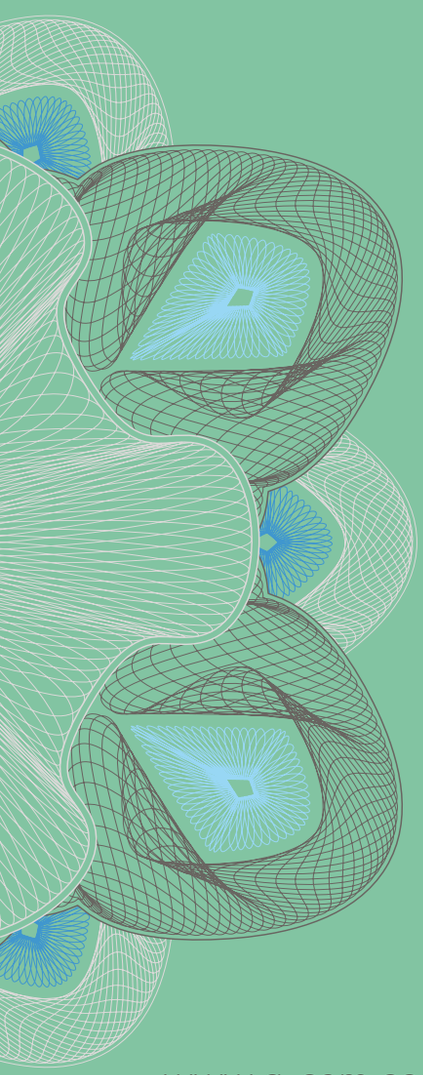
QCAM®
Currency
Asset
Management

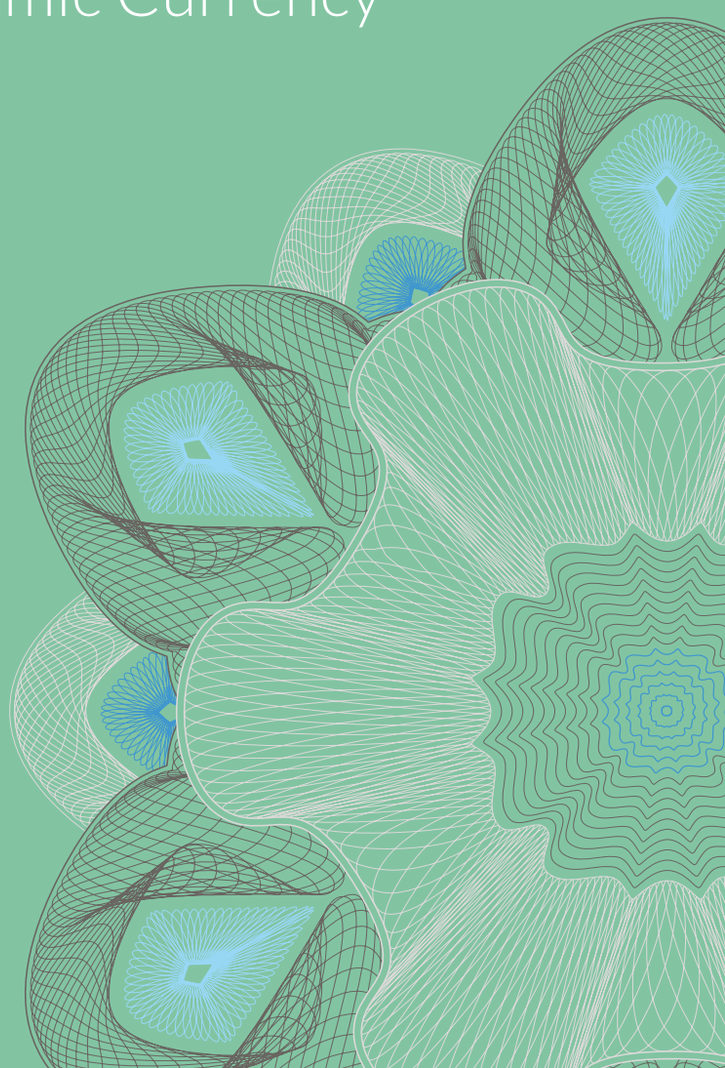
FEBRUAR 2017

FX MONTHLY

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

Seite 1 QCAM Insight
Renditeoptimierung via Dynamic Currency Overlay





www.q-cam.com

QCAM Currency Asset Management AG
Huobstrasse 9
8808 Pfäffikon SZ
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, Pfäffikon, und Wellershoff & Partners Ltd., Zürich
Redaktionsschluss: 21. Februar 2017
FX Monthly erscheint monatlich in deutscher und englischer Sprache.

FX Monthly
Februar 2017

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

QCAM®
Currency
Asset
Management

QCAM Insight

Renditeoptimierung via Dynamic Currency Overlay

Im Umgang mit Währungen steht für die meisten Investoren die Vermeidung von Verlusten im Vordergrund, weshalb das passive Currency Overlay zur Absicherung zum Einsatz kommt. Im aktuellen Umfeld von rekordtiefen Zinsen wird vermehrt nach alternativen Renditemöglichkeiten Ausschau gehalten – das Currency Overlay bietet auch hier Möglichkeiten. Vermehrt wird deshalb ein Dynamic Currency Overlay in Betracht gezogen. Für wen ist eine derartige Lösung geeignet und was gilt es zu berücksichtigen?

Beim passiven Currency Overlay bestimmt der Investor eine Hedge Ratio, welche den Absicherungsgrad der Fremdwährungsrisiken im Portfolio wiedergibt. Zumeist wird dieses Overlay über diejenigen Währungen im Portfolio getätigt, welche eine substanzielle Grösse haben und entsprechend bei Schwankungen der Währung einen signifikanten Einfluss auf die Performance des gesamten Portfolios haben. Der Fokus liegt vollumfänglich auf der Reduktion von Währungsrisiken.

Als Alternative zu diesem Ansatz verfolgt der Investor beim Dynamic Currency Overlay zwei Ziele: Zusätzlich zur Reduktion der Währungsrisiken versucht der Investor mittels gezielten Abweichungen von der Target Hedge Ratio eine zusätzliche Rendite zu erwirtschaften. Abhängig von der Risikobereitschaft und den Zielen des Investors wird die Bandbreite, in welcher Abweichungen zur Target Hedge Ratio erlaubt sind, definiert und nach bestimmten Anlagestrategien das Ziel verfolgt, die Benchmark-Rendite so zu übertreffen.

Für wen geeignet?

Das Thema Dynamic Overlay hat zuletzt in der Investorenlandschaft weltweit substanziell an Interesse gewonnen. In Erwartung steigender Volatilität an den Währungsmärkten und im Zuge der Suche nach alternativen Anlagemöglichkeiten haben in jüngster Vergangenheit mehrere institutionelle Anleger, vor allem grosse Pensionskassen aus dem nordamerikanischen Raum, diesbezüglich Ausschreibungen lanciert. Das Ziel lautet zumeist wie folgt: Das Währungsrisiko soll grossteils abgesichert sein, bei grösseren Trends möchte der Investor aber von einem Unter- oder sogar Überhedging der Währungsrisiken profitieren und entsprechend eine Zusatzrendite generieren. Was auf den ersten Blick einfach und logisch erscheint, ist in der Praxis komplexer.

Der Investor, welcher ein Dynamic Overlay aufsetzen möchte, muss die Fähigkeit haben, bei adversen Preisbewegungen eine schlechtere Performance gegenüber dem reinen Passive Overlay und einen entsprechend grösseren Tracking Error zu seinen eigentlichen Benchmarks akzeptieren zu können. Es braucht vor allem auch einen langen Atem, da kurz- und mittelfristig das Marktumfeld für eine dynamische Absicherungsstrategie nicht vorteilhaft sein mag und entsprechend solche Perioden auch ausgehalten werden müssen.

Dynamic Overlay in der Praxis

Zumeist wird das Dynamic Overlay auf die existierenden Währungsrisiken im Portfolio angewendet; es werden keine Positionierungen in weiteren Währungspaaren eingegangen. Der Fokus der Anlagestrategie ist zumeist mittel-

bis langfristig, mit dem klaren Ziel für den Investor, bei anhaltenden Trends eine Überrendite gegenüber dem passiven Overlay zu erwirtschaften.

Zumeist bieten die Währungsmanager, welche FX Absolute Return-Strategien anbieten, auch ein Dynamic Overlay an. Die Krux daran ist, dass die zugrundeliegenden FX Absolute Return-Strategien je nach Fokussierung nicht die gleichen Währungspaare enthalten, welche dann im Dynamic Overlay- Mandat verwaltet werden. Entsprechend ist es oft schwierig, gute Dynamic Overlay Manager zu finden, welche für die spezifischen Erfordernisse eine passende Lösung bieten können. Der detaillierten Evaluierung und Analyse der jeweils zur Auswahl stehenden Overlay Manager kommt entsprechend höchste Bedeutung zu.

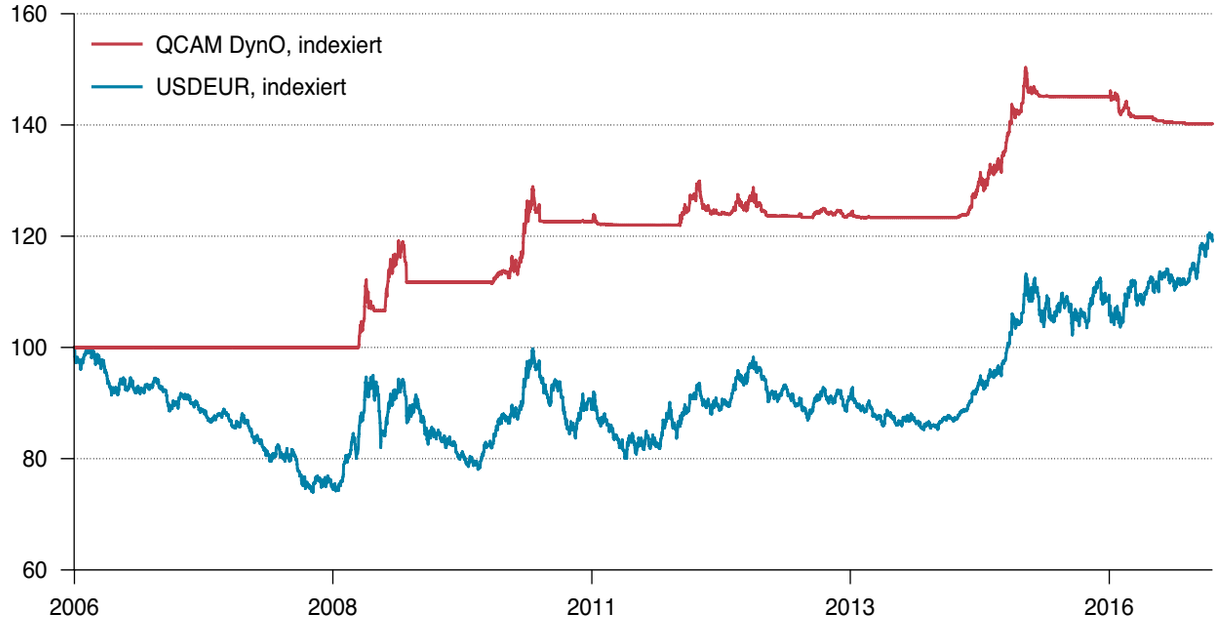
Dynamic Overlay by QCAM

Der Ansatz von QCAM basiert auf einer Weiterentwicklung der Constant Proportional Portfolio Insurance (CPPI) Methode und ist entsprechend per se schon darauf bedacht, bei ‹trendigen› Märkten Gewinne zu generieren und in Seitwärtsmärkten die Verluste möglichst gering zu halten. Dazu werden regelbasierte Alpha-Strategien, welche den Fokus sowohl auf Momentum-, Sentiment- und Makro-Ansätze setzen, hinzugefügt. Die Abbildung zeigt die Performance des Dynamic Overlay von QCAM für das Währungspaar EURUSD gegenüber dem Benchmark einer 0% Hedge Ratio. Das Ziel konnte erreicht werden: Die Drawdowns sind signifikant tiefer gegenüber dem 0% hedged Portfolio, in ‹trendigen› Marktphasen konnte aber ein guter Teil der Aufwertung der fremden Währung im Portfolio mitgenommen werden.

Fazit

Dynamic Overlay ist eine interessante Alternative zur Renditeoptimierung. Es bedarf allerdings einer klaren Analyse über die Fähigkeit der eigenen Anlagen, einen solchen Ansatz einzuführen. Zudem ist die Fähigkeit der entsprechen Dynamic Overlay Manager genaustens zu überprüfen.

Vergleich 0% hedge, QCAM DynO



Quelle: Thomson Reuters Datastream, QCAM, Wellershoff & Partners

QCAM®
Currency
Asset
Management

Die Makroperspektive

Politische Risiken belasten den weltweiten Stimmungsaufschwung

Ein synchroner, globaler Aufschwung, wie ihn die Welt seit 2010 nicht mehr gesehen hat – das zeigen die Stimmungsindikatoren aller grösseren Wirtschaften an, und zwar nicht erst seit der Wahl von Donald Trump. Bleibt zu hoffen, dass dieser die gute Stimmung mit seiner Politik nicht verdirbt.

Stimmungsindikatoren auf Höchstständen

Der konjunkturelle Aufschwung, der Mitte 2016 eingesetzt hat, gewinnt immer mehr an Kraft. Schaut man sich die jüngsten Stimmungsindikatoren weltweit an, so ist das Bild beeindruckend. Mit nur wenigen Ausnahmen ist die Stimmung bei Konsumenten und Produzenten in allen grösseren Volkswirtschaften dieser Welt gestiegen und hat in vielen Fällen gar Mehr-Jahres-Höchststände erreicht. In den Vereinigten Staaten etwa zeigen die Stimmungsindikatoren aktuell eine Jahreswachstumsrate von 3 Prozent an. Das ist nicht nur ein Zwei-Jahres-Hoch, sondern auch das Doppelte von dem, was unsere langfristigen Wachstumsanalysen als Trendwachstum für die amerikanische Wirtschaft ermitteln. In der Eurozone sind die Konjunkturklimaindikatoren gar auf den höchsten Stand seit der globalen Finanzkrise von 2007/08 gestiegen. In Grossbritannien überrascht, wie robust die Vorlaufindikatoren trotz *Brexit*-Entscheid geblieben sind.

Brasilien und Russland aus der Rezession

Ähnlich positiv ist die Lage in den Schwellenländern. Längst ist es nicht mehr nur China, wo die Erholung bereits Ende 2015 eingesetzt hat, das dieser Ländergruppe zum Aufschwung verhilft. Die russische Wirtschaft dürfte im vierten Quartal 2016 die Rezession hinter sich gelassen haben, während sich die rezessionsgezeichnete brasilianische Wirtschaft langsam wieder der Nulllinie annähert. Schliesslich zeigt auch die indische Wirtschaft erste Anzeichen, dass der Schock der überraschenden Geldreform im November 2016 langsam nachlässt.

Inflation steigt überall

Ebenso synchron steigen die Inflationsraten weltweit – zumindest in den Industrienationen. Der Grund dafür ist jedoch (noch) nicht in den robusten Wirtschaftsdaten zu suchen, sondern in der Entwicklung der Rohölpreise, welche die Inflation nach zwei Jahren fallender Raten ansteigen lassen. Mit einer Jahresteuerungsrate von 2.5 Prozent für Januar 2017 liegt die Teuerung in den Vereinigten Staaten mittlerweile über dem Zielwert der Geldpolitik. Nicht weniger eindrücklich ist der Inflationsanstieg in der Eurozone ausgefallen. In nicht einmal einem Jahr ist hier die Inflationsrate von einem negativen Wert auf 1.8 Prozent im Januar 2017 geklettert. Der Wegfall des inflationssenkenden Effekts der Rohölpreise hat gar der Schweiz im Januar die ersten positiven Jahresteuerungszahlen seit mehr als zwei Jahren beschert.

Zentralbanken (noch) nicht in Eile

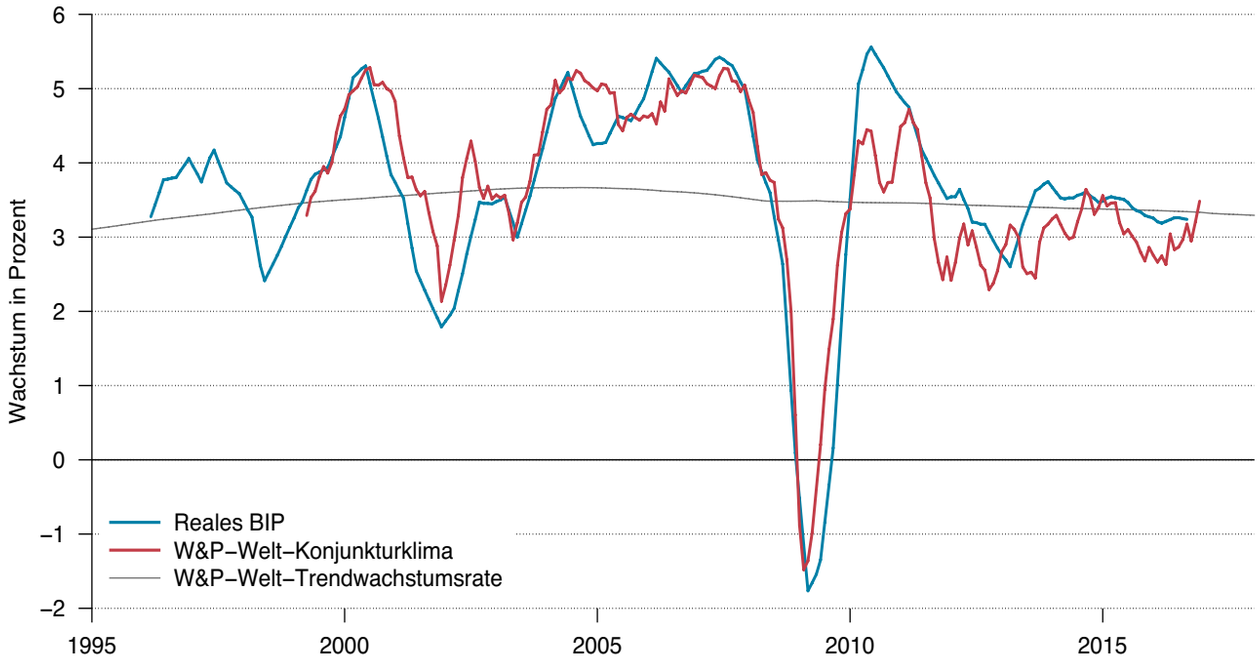
Mit Ausnahme der Vereinigten Staaten sind die Kerninflationsraten, welche den Effekt der Rohölpreise ausklammern, kaum gestiegen. Das gibt den Notenbanken vordergründig noch immer genügend Argumente, nicht auf die anziehende Konjunktur reagieren zu müssen und an

der bisherigen Geldpolitik vorerst festzuhalten. Auch die amerikanische Notenbank versucht den Eindruck zu erwecken, dass die Kerninflation ihr noch keine schlaflosen Nächte bereitet, obwohl sie in den letzten zwei Jahren gestiegen ist und mit 2.3 Prozent aktuell bereits über dem langfristigen Durchschnitt liegt. Aber auch wenn die amerikanische Notenbank derzeit in keiner Eile zu sein scheint, könnte sich das bald ändern. Der amerikanische Arbeitsmarkt läuft so gut wie zuletzt vor der Finanzkrise und erhöht das kurzfristige Inflationspotenzial zusätzlich. Aber nicht nur das: Sollte der globale Aufschwung die Rohstoffpreise weiter befeuern, dürfte das die Inflationsraten nicht nur in den Vereinigten Staaten weiter ansteigen lassen.

Politik als Spielverderber

Schliesslich stellt auch die Politik ein Inflationsrisiko dar. Egal, ob Donald Trump seine im Wahlkampf gemachten Versprechen bezüglich der Einschränkung des Freihandels in Form von Zöllen, Steuern oder nichttarifären Handelsbarrieren umsetzen wird, das Resultat wird dasselbe sein: Die Kosten für Produzenten und Konsumenten in den Vereinigten Staaten werden dann steigen und könnten damit die Inflationsproblematik weiter verschärfen. Damit bleibt die Politik im Moment das grösste Sorgenkind in einem beinahe schon idealen Wirtschaftsumfeld.

Die Weltwirtschaft befindet sich in einem synchronen Stimmungsaufschwung



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

QCAM®
Currency
Asset
Management

Was die Währungsmärkte bewegt

Hauptwährungen zeigen aussergewöhnlich starke Fehlbewertungen

Die Rollen zwischen den Hauptwährungen sind derzeit klar verteilt: US-Dollar und Schweizer Franken sind die beiden starken Währungen, japanischer Yen und britisches Pfund die beiden schwachen. Und der Euro liegt irgendwo dazwischen. Das muss nicht so bleiben.

Die Devisenmärkte waren in den letzten Jahren von grossen Bewegungen geprägt. Man denke nur an die tiefgreifende Abwertung des japanischen Yen zwischen 2013 und Mitte 2015 oder an den starken Einbruch des britischen Pfund im Sommer 2016, von dem es sich bis heute nicht erholt hat. Während im Falle der Yen-Abwertung die Geldpolitik der japanischen Notenbank als Auslöser identifiziert werden kann, war es im Falle des britischen Pfund mit der *Brexit*-Abstimmung ein politisch einschneidendes Ereignis.

Währungen als Spielball der Politik?

Das Jahr 2017 steht bisher ganz im Zeichen der Politik. Vier Wochen nach der Vereidigung zum amerikanischen Präsidenten hält Donald Trump die Welt und die Medien immer noch in Atem; in Europa wirft insbesondere die französische Präsidentschaftswahl ihren Schatten voraus; in der Schweiz traf die deutliche Ablehnung der Unternehmenssteuerreform III eine grosse Allianz aus Politik und Wirtschaft empfindlich ins Mark.

Während die Reaktionen der Devisenhändler auf den Schweizer Urnengang erwartungsgemäss verhalten ausgefallen sind, treibt die Politik in Amerika und in Europa die Märkte doch immer wieder stärker um.

Dollar-Phantasien

Insbesondere die amerikanische Politik wird derzeit gerne bemüht, um dem US-Dollar eine rosige Zukunft zu prophezeien. Die Wirtschaftspläne der neuen Administration würden nicht nur für mehr Wachstum sorgen, sondern auch immense Geldzuflüsse ins Land der unbegrenzten Möglichkeiten auslösen und damit dem Dollar Auftrieb geben. Hinzu kommt das altbekannte Narrativ der divergierenden Geldpolitik zwischen Fed und EZB.

Trotz dieser Phantasien hat der US-Dollar seit Jahresbeginn wieder zurückbuchstabieren müssen. Ohne diese Bewegungen überinterpretieren zu wollen: Liegt das vielleicht daran, dass die neuen Wirtschaftspläne doch nicht nur Gutes für Wirtschaft und Dollar enthalten? Zu viel Abschottung etwa? Oder liegt es vielleicht doch daran, dass der Aussenwert des US-Dollar bereits sehr viele dieser Phantasien beinhaltet? Ein Blick auf die Kaufkraftparitäten legt diesen Verdacht nahe: Gegenüber dem Yen beträgt die Überbewertung des US-Dollar fast 30 Prozent, gegenüber dem Pfund über 20 Prozent und gegenüber dem Euro immerhin noch rund 15 Prozent. Nur der Schweizer Franken befindet sich auf Augenhöhe.

Klares Bild aus Bewertungssicht

Damit ergibt sich aus Bewertungssicht derzeit ein klares Bild bei den Hauptwährungen. Zwei starken Währungen stehen zwei schwache Währungen gegenüber. US-Dollar und Franken auf der einen, Pfund und Yen auf der anderen Seite. Der Euro ist gegenüber Dollar und Franken ebenfalls spürbar unterbewertet, hat gegenüber Pfund und Yen aber weiterhin die Nase vorne.

Die Luft wird dünn

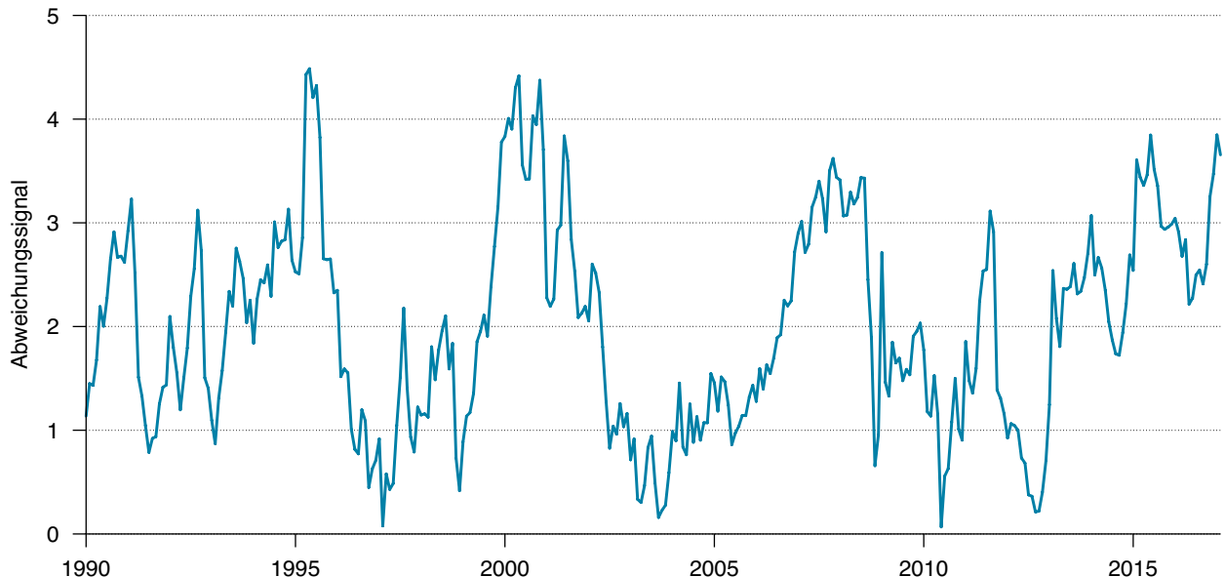
Wie klar die Rollenverteilung derzeit ist, illustriert auch ein Blick auf die untenstehende Abbildung. Diese zeigt die durchschnittliche, absolute Abweichung von der Kaufkraftparität für alle 9 Wechselkurspaare zwischen US-Dollar, Euro, Yen, Pfund und Franken. Dieses Abweichungssignal haben wir so normiert, dass es sich auf einer Skala zwischen 0 und 5 Punkten bewegt, wobei 0 eine besonders kleine und 5 eine besonders grosse durchschnittliche Abweichung impliziert.

Aktuell kratzt das Abweichungssignal an der Marke von 4 Punkten. Nur Mitte der 1990er-Jahre und zu Beginn des neuen Jahrtausends übertraf das Signal diese Marke. Ähnlich hoch war es vor rund zwei Jahren, kurz nach der Aufhebung des Euro-Mindestkurses durch die SNB. Selbst vor dem Ausbruch der globalen Finanzkrise war das Signal nicht ganz so ausgeprägt wie heute. Auffällig ist, dass nach sehr starken Ausprägungen in der Vergangenheit die Korrektur nicht etwa langsam und schleichend vonstatten gegangen ist, sondern jeweils sehr abrupt. Innert weniger Monate wurde typischerweise ein Grossteil der Abweichungen korrigiert.

Aussergewöhnlich starke Fehlbewertungen

Auffällig ist zudem, dass der Aufbau der grossen Abweichungen in der Regel von einer langen Phase gut laufender Aktienmärkte und damit tiefer Risikoaversion begleitet war. Der Aufbau um die Jahrtausendwende etwa fiel mit der Internetblase zusammen. Gleiches war im Vorfeld der globalen Finanzkrise zu beobachten. Auch heute blicken wir auf eine lange Phase steigender Aktienmärkte zurück. Nicht nur das, die Monate seit der Wahl von Donald Trump waren bisher von keinen grösseren Rückschlägen an den Aktienmärkten geprägt. Das sollte zur Vorsicht mahnen. Und vielleicht lohnt es sich gerade in Situationen wie diesen, sich an die Liedzeile aus einem bayrischen Schunkellied zu erinnern: «Auf und nieder, immer wieder.»

Das PPP-Abweichungssignal ist derzeit stärker als vor der globalen Finanzkrise



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

QCAM®
Currency
Asset
Management

Konjunkturklima

Die Vereinigten Staaten sind im vierten Quartal 2016 mit 1.9 Prozent im Vorjahresvergleich gewachsen. Für die kommenden Quartale zeigen die vorlaufenden Konjunkturindikatoren weiteres Wachstumspotenzial an. Die Konsumentenstimmungsindizes notieren auf historischen Höchstständen. Deutlich zeigt dies der Index der *University of Michigan*: Seit dessen Einführung im Jahr 1952 wurde nur gerade in 8 Prozent der Monate ein höherer Indexwert verzeichnet als im Januar 2017. Auch die Stimmung in der Industrie und im Dienstleistungssektor entwickelt sich positiv. Der *ISM Manufacturing Index* beispielsweise wies im Januar 56.0 Punkte aus und liegt damit deutlich über dem 5-Jahres-Durchschnitt von rund 53 Indexpunkten.

Die Eurozone verzeichnete im vierten Quartal 2016 mit einer Wachstumsrate von 1.7 Prozent im Vorjahresvergleich ein fast gleich hohes Wachstum wie die Vereinigten Staaten. Bemerkenswert ist, dass die Wachstumsphase in der Eurozone nun bereits 15 Quartale lang andauert. Insbesondere in Frankreich haben sich die Konjunkturklimaindikatoren in den letzten drei Monaten deutlich aufgehellt. Es bleibt abzuwarten, inwiefern die im April/Mai anstehenden Präsidentschaftswahlen die Wirtschaftsentwicklung belasten werden.

Überblick

	Trend-wachstum[1]	Reales BIP-Wachstum[2]				W&P-Konjunkturklimaindikatoren[3]			
		Q1/2016	Q2/2016	Q3/2016	Q4/2016	11/2016	12/2016	1/2017	2/2017
USA	1.5	1.6	1.3	1.6	1.9	1.8	2.4	2.7	2.8
Eurozone	0.9	1.7	1.6	1.8	1.7	1.9	1.9	2.1	2.2
Deutschland	1.2	1.8	1.7	1.7	1.7	2.8	2.6	2.9	2.9
Frankreich	0.7	1.2	1.1	0.9	1.1	0.9	1.1	1.3	1.2
Italien	0.2	1.0	0.8	1.0	1.0	0.6	0.4	0.5	0.7
Spanien	1.3	3.4	3.4	3.2	–	2.1	2.3	1.8	2.1
Grossbritannien	1.7	1.8	2.0	2.3	2.2	2.0	2.2	2.4	2.2
Schweiz	1.5	1.1	2.0	1.3	–	1.0	0.9	1.2	1.2
Japan	0.4	0.3	0.9	1.1	1.6	1.8	1.7	1.9	2.0
Kanada	1.4	1.3	1.1	1.3	–	1.1	1.1	1.1	1.3
Australien	2.1	2.5	3.1	1.8	–	2.3	2.4	2.5	2.6
Brasilien	1.6	-5.4	-3.6	-2.9	–	-0.8	-0.8	-1.4	-2.1
Russland	0.2	-1.2	-0.6	-0.4	–	2.5	3.6	3.7	4.7
Indien	7.6	7.9	7.1	7.3	–	6.2	6.7	7.3	7.1
China	6.6	6.7	6.7	6.7	6.8	7.2	7.1	7.4	7.3
Industrienationen[4]	1.2	1.6	1.7	1.5	–	1.4	2.0	2.0	–
Schwellenländer[4]	5.5	4.8	4.8	4.9	–	4.7	4.7	5.0	–
Welt[4]	3.4	3.2	3.3	3.2	–	2.9	3.2	3.5	–

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

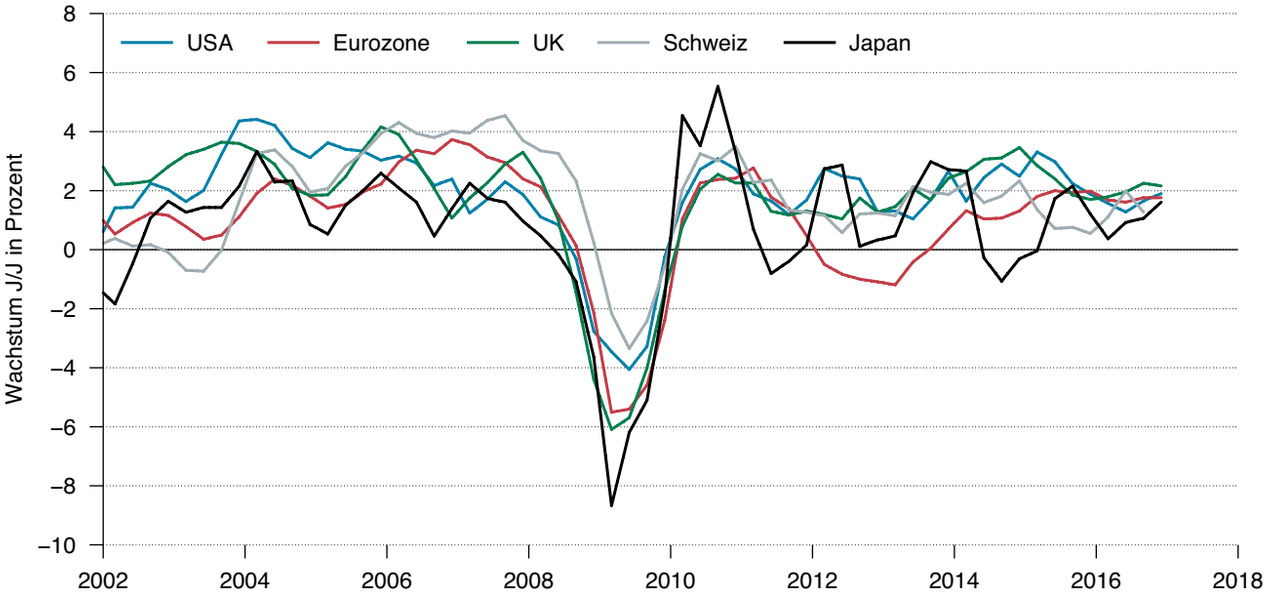
[2] Veränderung des realen BIP gegenüber dem Vorjahresquartal in Prozent.

[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.

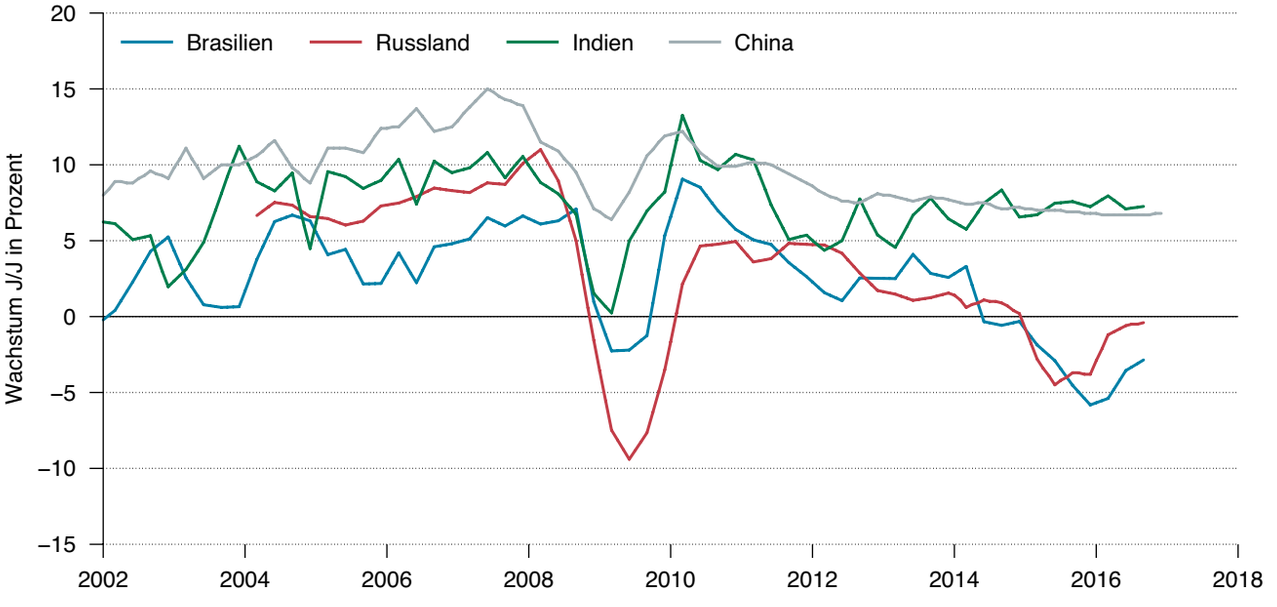
[4] Die Aggregate werden anhand von nominalen BIP-Gewichten und Kaufkraftparitätskursen berechnet.

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

Wirtschaftswachstum Industrienationen



Wirtschaftswachstum Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

QCAM®
Currency
Asset
Management

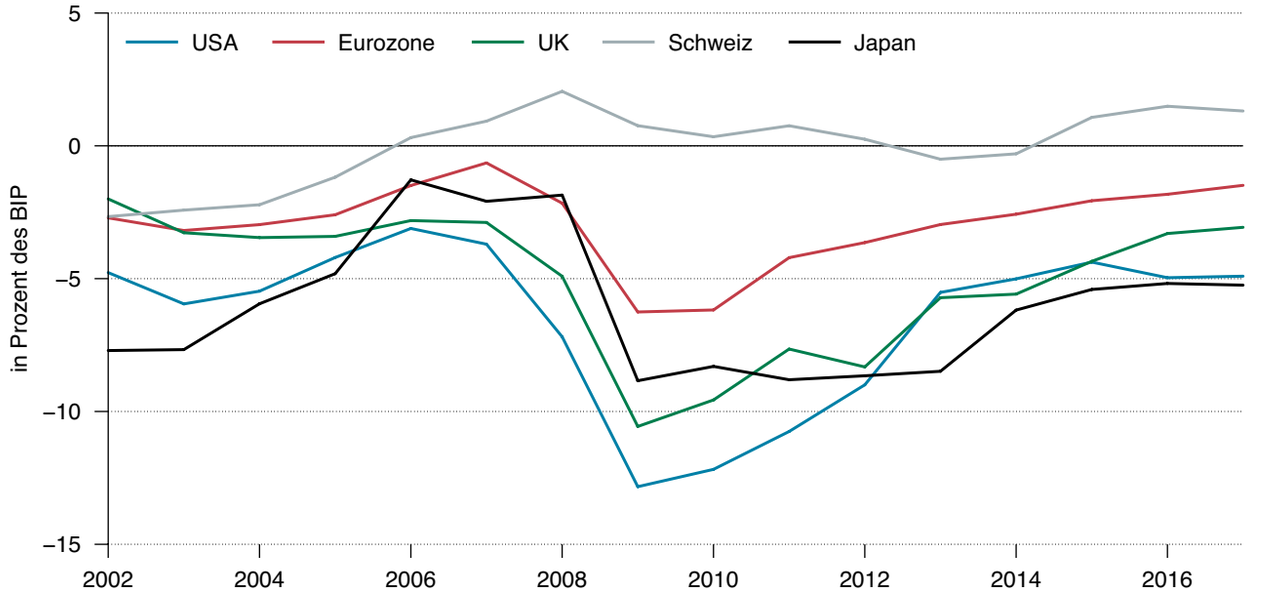
Wirtschaftsindikatoren

Ausgewählte Kennzahlen

	Anteil am Welt-BIP[1]		Leistungsbilanz[2]		Staatsverschuldung[2]		Budgetdefizit[2]		Arbeitslosenquote[3]	
	Ø 5 Jahre	Aktuell	Ø 5 Jahre	Aktuell	Ø 5 Jahre	Aktuell	Ø 5 Jahre	Aktuell	Ø 5 Jahre	Aktuell
USA	23.0	24.4	-2.5	-2.6	113.3	116.9	-5.8	-4.9	6.4	4.8
Eurozone	16.7	15.6	3.2	4.0	108.1	108.3	-2.6	-1.5	11.2	9.6
Deutschland	4.8	4.5	7.8	8.8	80.5	71.7	0.2	0.5	6.6	5.9
Frankreich	3.5	3.2	-0.9	-0.8	117.1	124.1	-3.9	-3.0	9.8	9.7
Italien	2.7	2.4	1.5	3.0	152.2	159.5	-2.7	-2.4	11.8	11.9
Spanien	1.7	1.6	1.2	1.7	110.4	119.1	-6.6	-3.6	23.4	18.4
Grossbritannien	3.7	3.3	-4.7	-4.8	109.6	113.1	-5.5	-3.1	6.4	4.8
Schweiz	0.9	0.9	10.3	9.2	45.0	41.7	0.4	1.3	3.1	3.7
Japan	6.5	6.4	2.0	3.8	225.6	237.5	-6.8	-5.2	3.7	3.1
Kanada	2.3	2.0	-3.2	-3.1	88.1	90.5	-1.8	-2.3	7.0	6.8
Australien	1.9	1.7	-3.8	-3.9	34.3	43.2	-3.0	-2.5	5.7	5.7
China	13.6	15.5	2.4	1.6	40.0	49.9	-1.6	-3.3	4.1	–
Brasilien	2.9	2.5	-2.9	-1.3	67.6	82.4	-6.4	-9.1	8.4	12.0
Indien	2.7	3.1	-2.1	-2.0	68.6	67.2	-7.2	-6.6	–	–
Russland	2.4	1.8	3.2	3.5	14.9	17.9	-1.9	-1.5	5.4	5.3

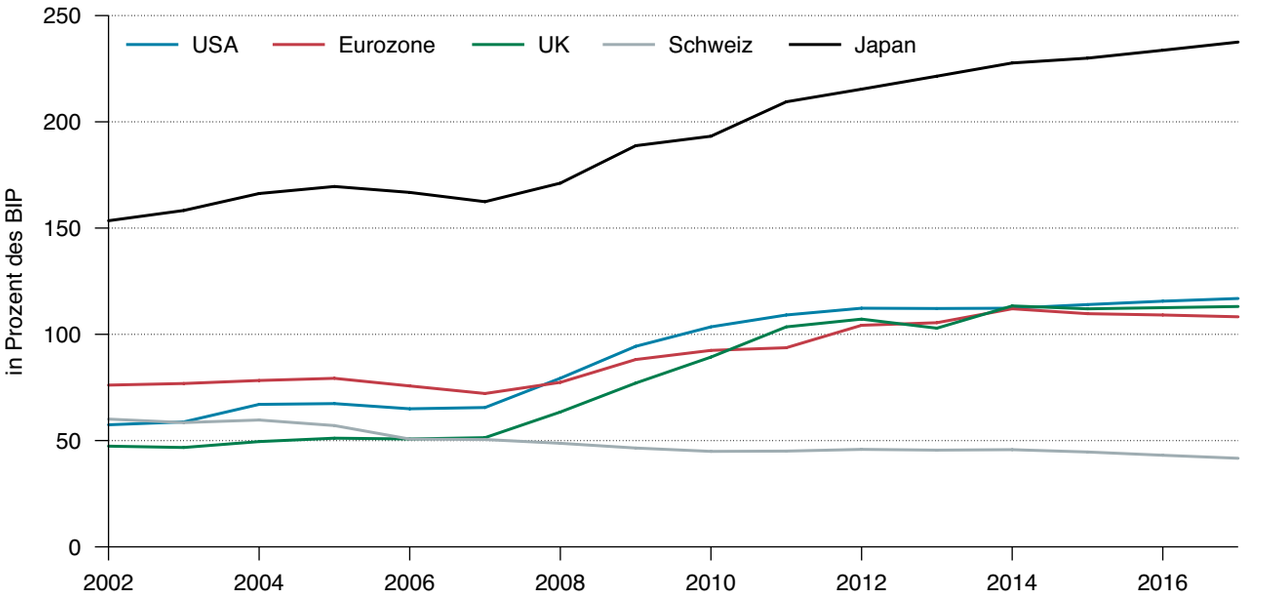
[1] In Prozent; Berechnung anhand von Marktwechselkursen. [2] In Prozent vom nominalen BIP. [3] In Prozent.

Budgetdefizit Industrienationen

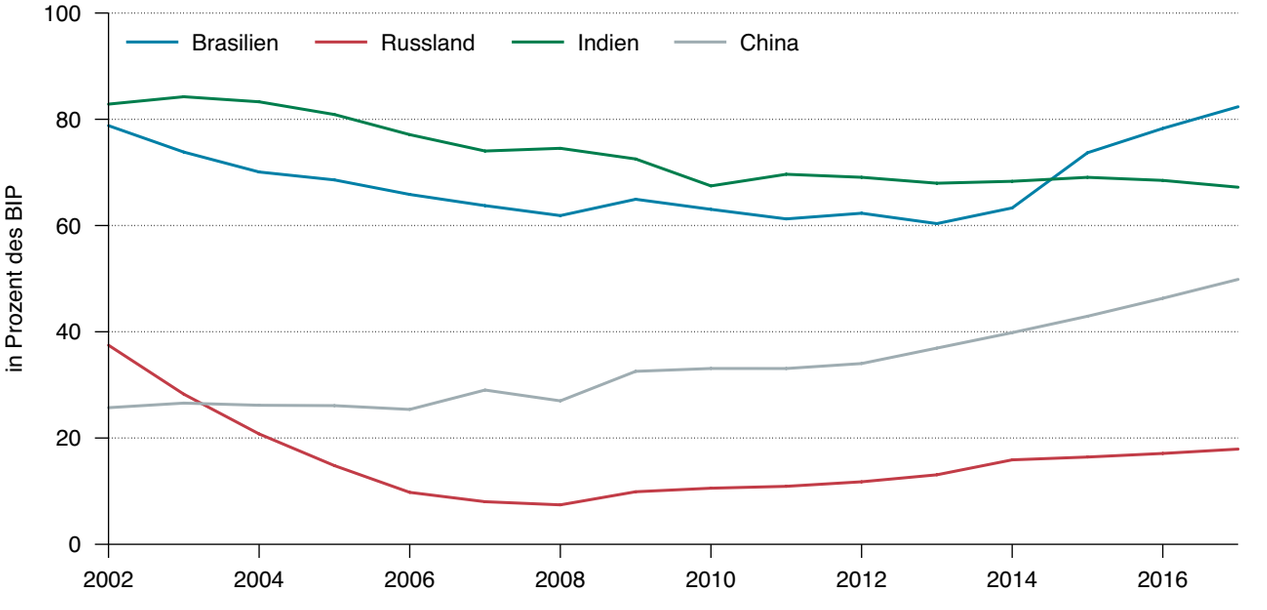


Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Staatsverschuldung Industrienationen



Staatsverschuldung Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

QCAM®
Currency
Asset
Management

Inflation

In den Vereinigten Staaten ist die Teuerung der Konsumentenpreise von 2.1 Prozent im Dezember auf 2.5 Prozent im Januar angestiegen. Unter unmittelbaren Zugzwang gerät die *Fed* mit diesem Überschiessen über die 2-Prozent-Marke aber nicht, beruft sie sich doch auf eine alternative Messung der Inflation, welche derzeit noch bei 1.6 Prozent notiert.

Ein besonders deutlicher Inflationsanstieg konnte im Januar in der Eurozone beobachtet werden. Betrug die Teuerung im Dezember noch 1.1 Prozent, wurde sie im Januar mit 1.8 Prozent ausgewiesen. Die Kernrate verharrt zwar hartnäckig auf 0.9 Prozent. Trotzdem dürften mit dieser Entwicklung jene Stimmen Auftrieb erhalten, welche von der EZB eine baldige Abkehr von der expansiven Geldpolitik fordern.

In der Schweiz ist die Teuerung im Januar 2017 zum ersten Mal seit August 2014 wieder in den positiven Wertebereich zurückgekehrt. Gemäss den Erwartungen der Schweizerischen Nationalbank dürfte die Inflationsrate in der Schweiz unter Berücksichtigung der Energiepreisbasiseffekte im laufenden Jahr bei ungefähr 0.1 Prozent zu liegen kommen – eine Einschätzung, die von den Modellen von Wellershoff & Partners gestützt wird.

Überblick

	Ø 10 Jahre[1]	Inflation[2]				Kerninflation[3]			
		10/2016	11/2016	12/2016	1/2017	10/2016	11/2016	12/2016	1/2017
USA	1.8	1.6	1.7	2.1	2.5	2.1	2.1	2.2	2.3
Eurozone	1.5	0.5	0.6	1.1	1.8	0.8	0.8	0.9	0.9
Deutschland	1.4	0.8	0.8	1.7	1.9	1.1	1.3	1.6	1.5
Frankreich	1.2	0.4	0.5	0.6	1.4	0.5	0.5	–	–
Italien	1.5	-0.2	0.1	0.5	0.9	0.2	0.4	0.6	–
Spanien	1.5	0.7	0.7	1.6	3.0	0.8	0.8	1.0	–
Grossbritannien	2.3	0.9	1.2	1.6	1.8	1.2	1.4	1.6	1.6
Schweiz	0.1	-0.2	-0.3	0.0	0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2
Japan	0.3	0.2	0.5	0.3	–	0.2	0.1	0.0	–
Kanada	1.6	1.5	1.2	1.5	–	1.6	1.5	1.6	–
Australien	2.4	1.4	1.4	1.5	–	1.5	1.4	1.3	–
Brasilien	6.2	7.9	7.0	6.3	5.4	6.9	6.6	6.2	5.6
Russland	9.2	6.1	5.8	5.4	5.0	6.4	6.2	6.0	5.5
Indien	8.0	4.2	3.6	3.4	3.2	–	–	–	–
China	2.8	2.1	2.3	2.1	2.5	1.8	1.9	1.9	2.2
Industrienationen[4]	1.5	1.1	1.1	1.5	–	1.4	1.4	1.4	–
Schwellenländer[4]	3.7	2.7	2.5	2.2	–	3.0	3.0	2.9	–
Welt[4]	2.5	1.9	1.8	1.8	–	1.8	1.8	1.8	–

[1] Durchschnittliche Jahresteuerung der Konsumentenpreise in Prozent.

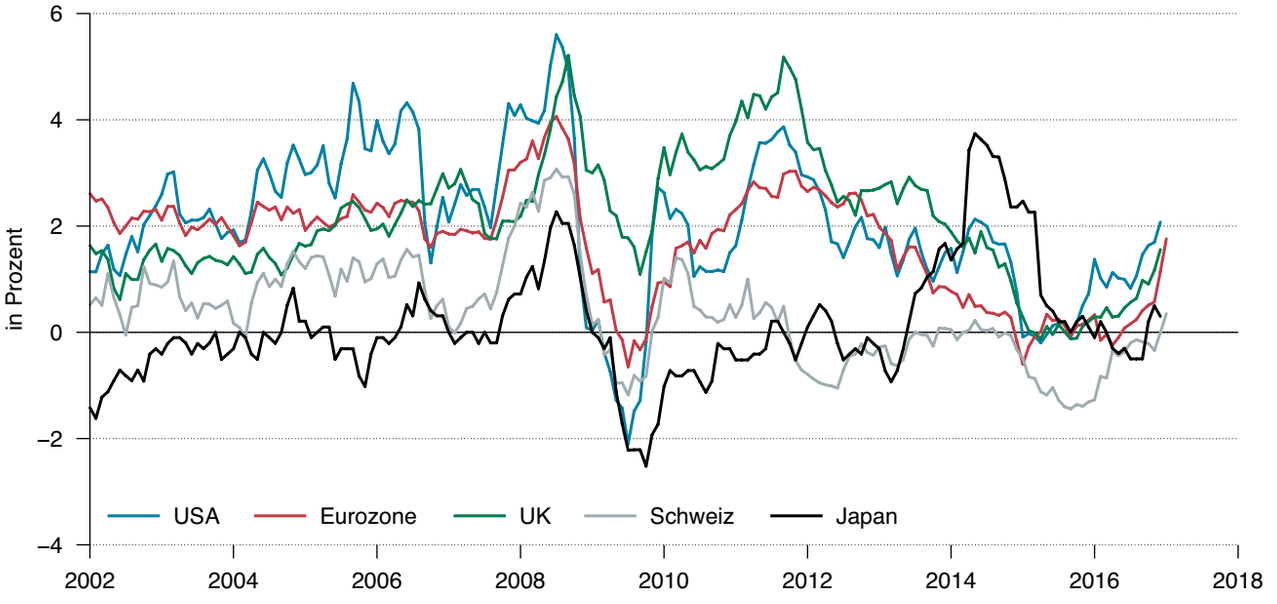
[2] Veränderung der Konsumentenpreise gegenüber dem Vorjahresmonat in Prozent.

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

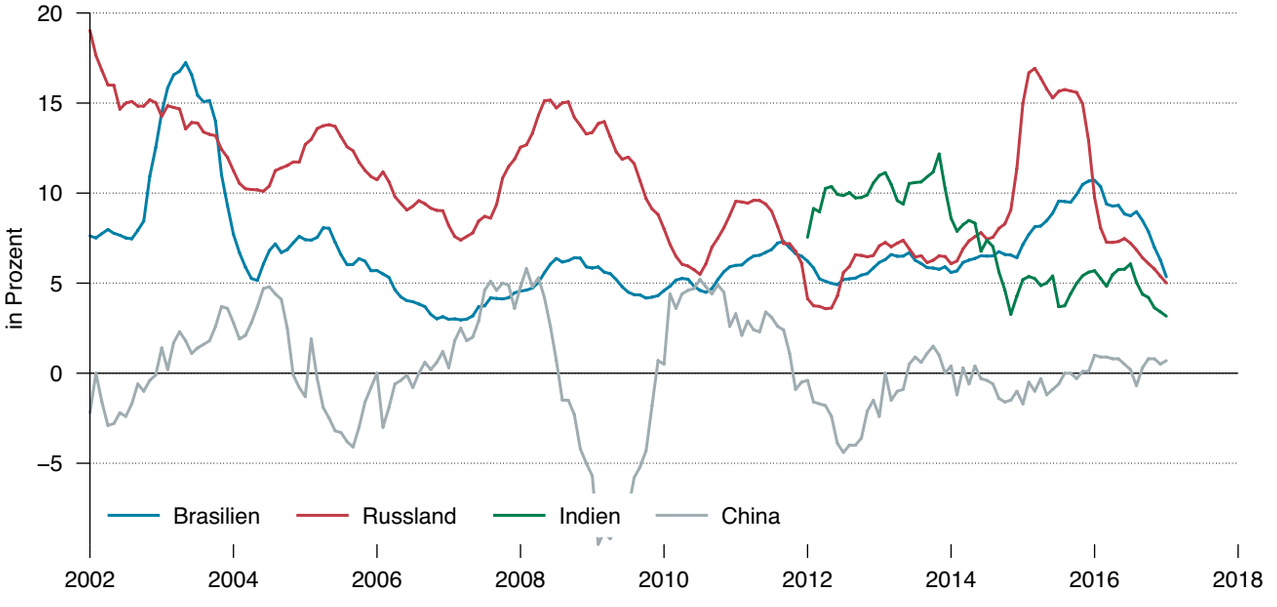
[4] Die Aggregate werden anhand von nominalen BIP-Gewichten und Kaufkraftparitätskursen geschätzt.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Konsumentenpreisinflation Industrienationen



Konsumentenpreisinflation Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

QCAM®
Currency
Asset
Management

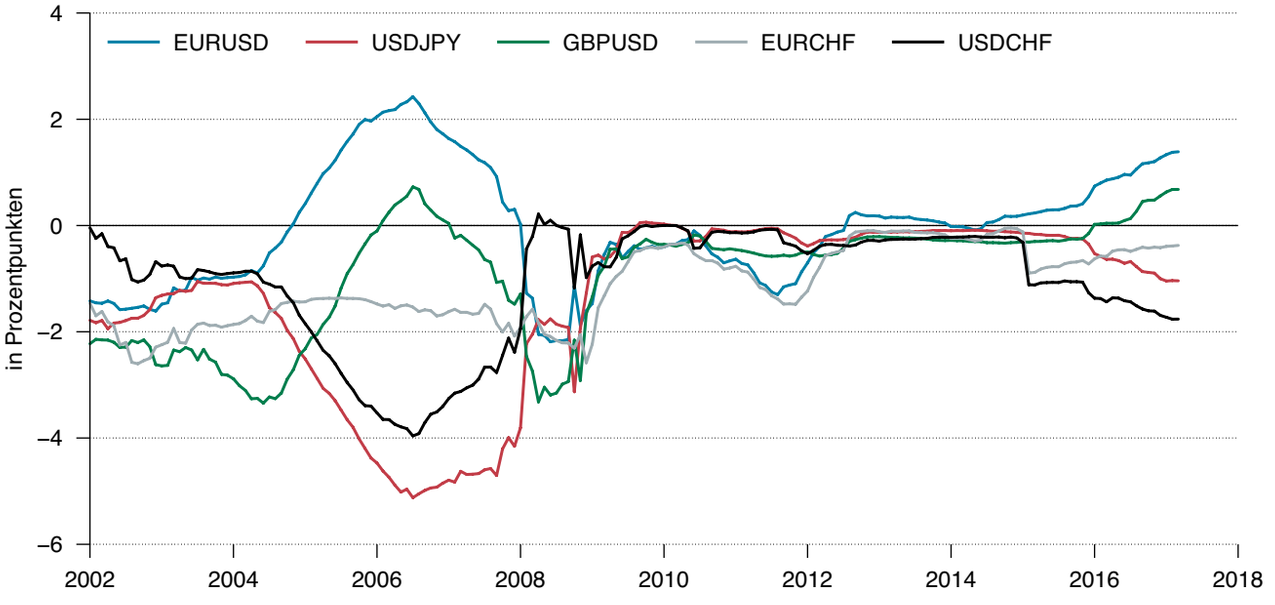
Zinsumfeld

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	1.057	1.35	0.75	0.35	-0.11	1.82	1.14	0.55	-0.02
USDJPY	114.6	-1.04	-0.62	-0.30	-0.79	-1.58	-1.04	-0.58	-0.97
GBPUSD	1.245	0.68	0.03	-0.16	-0.56	0.96	0.14	-0.14	-0.57
EURCHF	1.066	-0.41	-0.65	-0.36	-0.80	-0.40	-0.63	-0.44	-0.89
USDCHF	1.008	-1.76	-1.40	-0.71	-0.70	-2.22	-1.78	-0.99	-0.87
GBPCHF	1.256	-1.08	-1.37	-0.87	-1.26	-1.26	-1.64	-1.13	-1.44
CHFJPY	113.7	0.72	0.78	0.41	-0.09	0.64	0.74	0.41	-0.11
AUDUSD	0.768	-0.45	-1.33	-1.99	-2.58	0.19	-0.69	-1.38	-2.12
USDCAD	1.309	-0.08	0.23	0.71	0.48	-0.48	-0.12	0.45	0.28
USDSEK	8.938	-1.64	-1.16	0.08	0.36	-1.91	-1.35	-0.08	0.27
USDRUB	57.3	9.01	10.13	9.16	7.77	7.94	9.92	8.68	7.93
USDBRL	3.062	10.91	13.57	10.67	9.99	8.80	13.17	10.34	9.83
USDCNY	6.868	3.18	2.39	3.60	2.61	2.26	2.12	3.29	2.34
USDTRY	3.681	10.24	11.06	8.85	9.49	10.28	10.66	8.70	9.69
USDINR	66.89	7.47	7.47	8.75	7.30	5.42	6.07	6.54	4.64

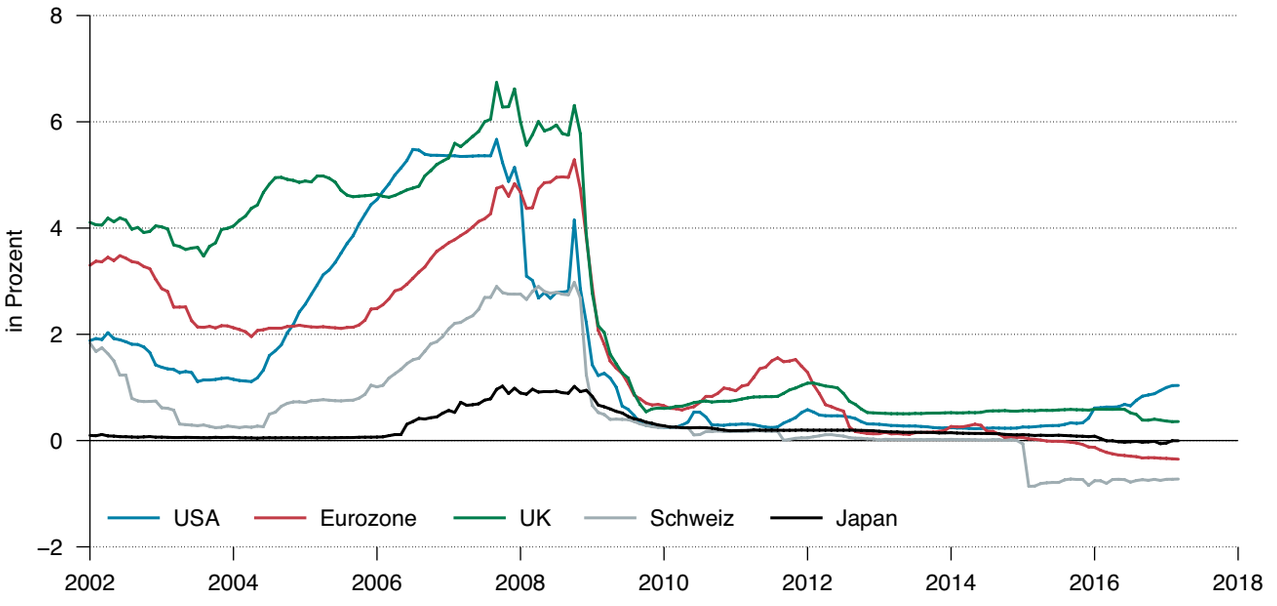
[1] Zinsen im zweiten Währungsraum abzgl. Zinsen im ersten Währungsraum; z.B. US-Dollar-Zinsen abzgl. Euro-Zinsen für EURUSD.

Zinsdifferenz

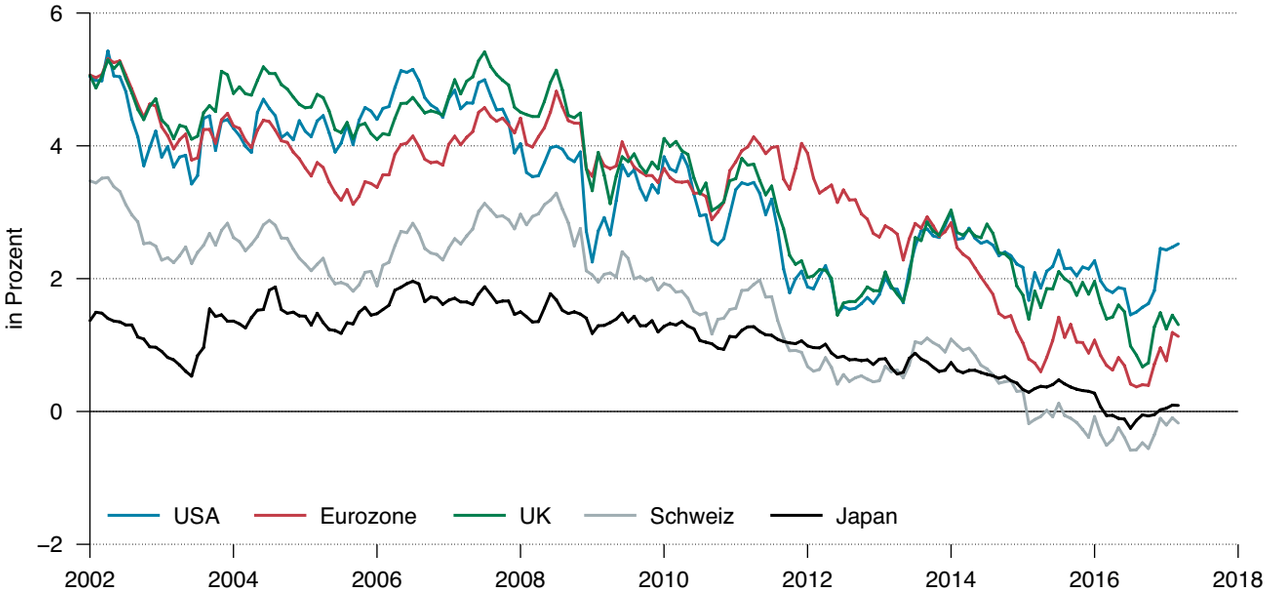


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Dreimonats-Liborsätze



Zehnjährige Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

QCAM®
Currency
Asset
Management

Währungsmärkte

Zwischen der Wahl von Donald Trump im November und dem Ende des Jahres 2016 hat der US-Dollar handelsgewichtet rund 6.5 Prozent aufgewertet. Grund dafür waren durch Wahlversprechen ausgelöste Wachstumsphantasien in Kombination mit der Erwartung steigender Zinsen. Mittlerweile hat der US-Dollar seit Jahresbeginn zwar wieder etwas abgewertet, bleibt aber gegenüber der Kaufkraftparität immer noch deutlich überbewertet. Das impliziert ein weiteres Abwertungspotenzial. Ausgelöst werden könnte dieses nicht zuletzt dadurch, dass die von Präsident Trump in Aussicht gestellten Importzölle preistreibend wirken und damit den US-Dollar mittelfristig belasten dürften.

Der Schweizer Franken geriet zuletzt wieder unter Aufwertungsdruck. Das Interventionsvolumen der Schweizerischen Nationalbank hat in den letzten vier Wochen gemäss den Berechnungen von Wellershoff & Partners über 11 Milliarden Franken betragen. Ein Grund für den erneuten Aufwertungsdruck dürfte in der verstärkten Risikowahrnehmung der Marktteilnehmer zu finden sein. Diese scheinen die Risiken der französischen Wahlen stärker zu gewichten als den europäischen Konjunkturaufschwung. Aus einer umfassenderen Perspektive dürften sich zu dieser Thematik zudem noch die Unsicherheiten rund um die zukünftigen Politikmassnahmen der Regierung Trump gesellen.

Performance und Bewertung

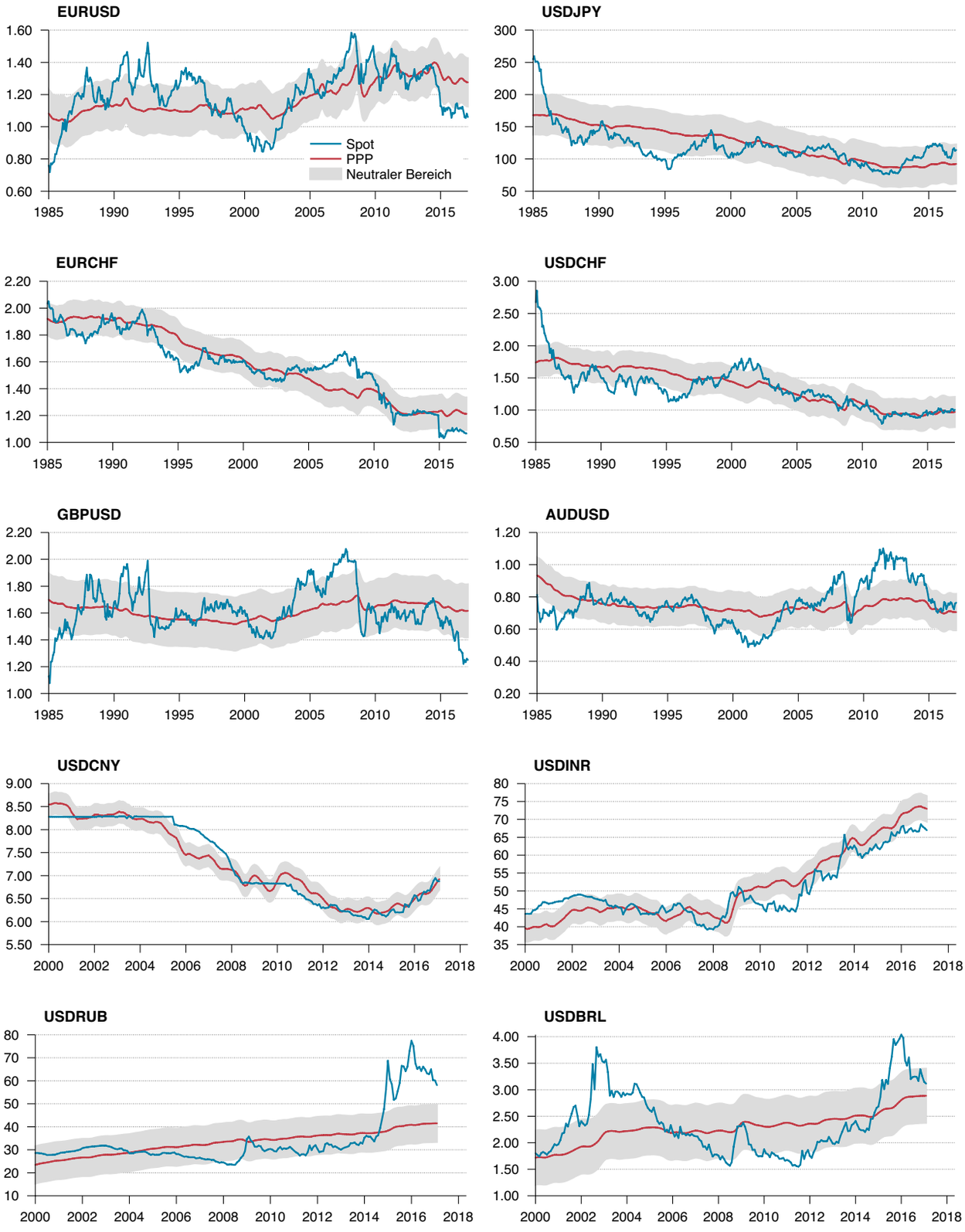
	Aktueller Wechselkurs	Performance[1]				Kaufkraftparität[2]		
		YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre	PPP	Neutraler Bereich	Abweichung[3]
EURUSD	1.057	0.2	-0.9	-5.1	-18.9	1.28	1.13 - 1.43	-17.1
USDJPY	114.6	-1.7	4.8	0.7	45.4	92.2	61.8 - 122.6	24.3
GBPUSD	1.245	0.8	0.1	-13.0	-20.9	1.62	1.42 - 1.81	-23.0
EURCHF	1.066	-0.5	-0.5	-3.2	-11.7	1.21	1.09 - 1.33	-12.1
USDCHF	1.008	-0.8	0.4	2.0	8.9	0.97	0.74 - 1.21	3.9
GBPCHF	1.256	0.0	0.6	-11.2	-13.9	1.54	1.27 - 1.82	-18.7
CHFJPY	113.7	-0.9	4.3	-1.3	33.5	89.4	74.2 - 104.5	27.2
AUDUSD	0.768	6.1	2.8	8.3	-28.3	0.71	0.59 - 0.82	8.9
USDCAD	1.309	-2.4	-2.5	-5.8	30.8	1.21	1.14 - 1.28	8.1
USDSEK	8.938	-1.6	-2.9	5.1	32.3	7.37	6.44 - 8.30	21.3
USDRUB	57.3	-6.1	-11.1	-26.4	90.0	41.5	33.4 - 49.6	38.1
USDBRL	3.062	-5.9	-10.0	-24.6	77.2	2.89	2.37 - 3.40	6.1
USDCNY	6.868	-1.2	0.0	5.4	9.0	6.92	6.69 - 7.15	-0.8
USDTRY	3.681	4.6	9.9	23.9	108.1	2.74	2.52 - 2.96	34.3
USDINR	66.89	-1.4	-1.3	-2.2	35.7	73.0	69.4 - 76.5	-8.3

[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

QCAM®
Currency
Asset
Management

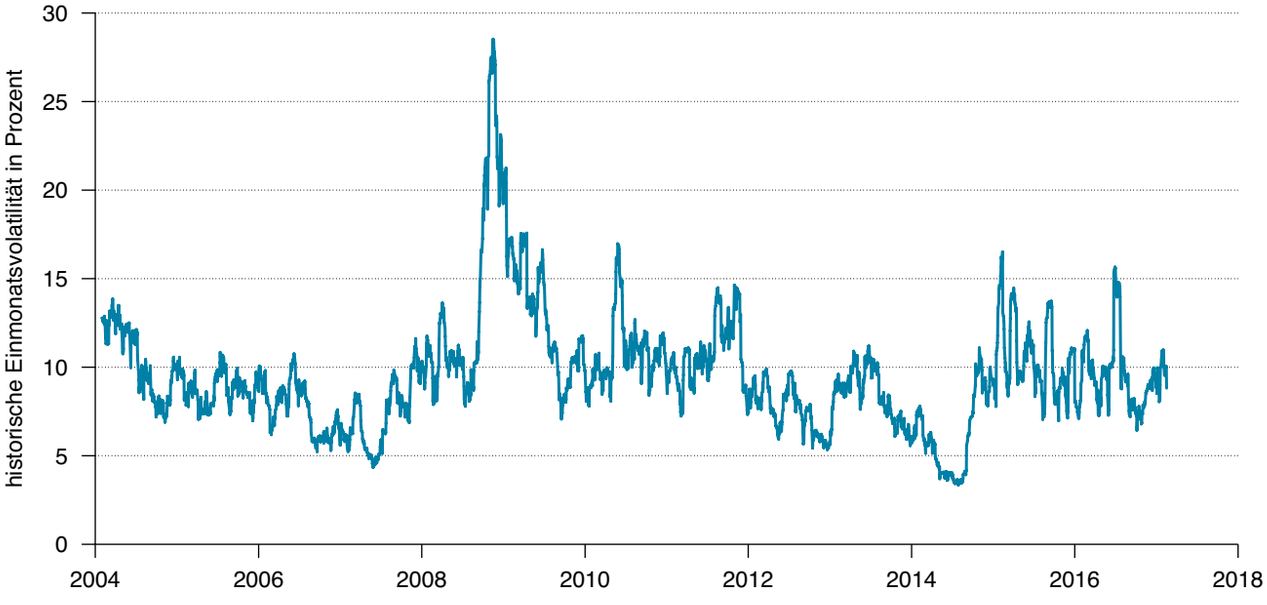
Währungsvolatilität

Volatilität im Vergleich

	Aktueller Wechsel-kurs	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	1.057	9.1	10.2	8.9	10.5	8.6	9.9	9.4	10.8
USDJPY	114.6	11.8	11.2	9.9	11.0	11.8	10.8	10.4	11.3
GBPUSD	1.245	10.5	10.2	8.3	9.8	12.9	10.8	8.9	10.3
EURCHF	1.066	4.5	7.5	5.4	6.3	5.3	7.4	6.4	6.7
USDCHF	1.008	7.9	8.6	9.3	10.6	8.1	9.5	9.9	10.9
GBPCHF	1.256	9.3	9.9	8.8	10.2	12.4	10.3	9.3	10.6
CHFJPY	113.7	9.0	10.5	10.6	11.6	10.9	10.5	11.3	12.1
AUDUSD	0.768	9.3	9.6	10.3	12.5	11.1	10.2	11.0	12.9
USDCAD	1.309	7.5	8.3	7.9	9.9	9.1	9.0	8.4	10.2
USDSEK	8.938	9.6	9.9	10.4	12.5	10.0	10.6	11.0	12.8
USDRUB	57.3	16.6	13.1	16.1	13.8	17.2	13.9	16.4	14.9
USDBRL	3.062	12.9	13.7	14.7	15.5	16.9	14.5	15.2	15.9
USDCNY	6.868	3.4	4.9	3.1	3.1	2.7	6.5	4.0	4.7
USDTRY	3.681	16.3	14.9	11.6	13.3	12.8	15.2	12.9	14.6
USDINR	66.89	3.7	5.6	8.9	9.6	4.0	6.7	10.0	10.5

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

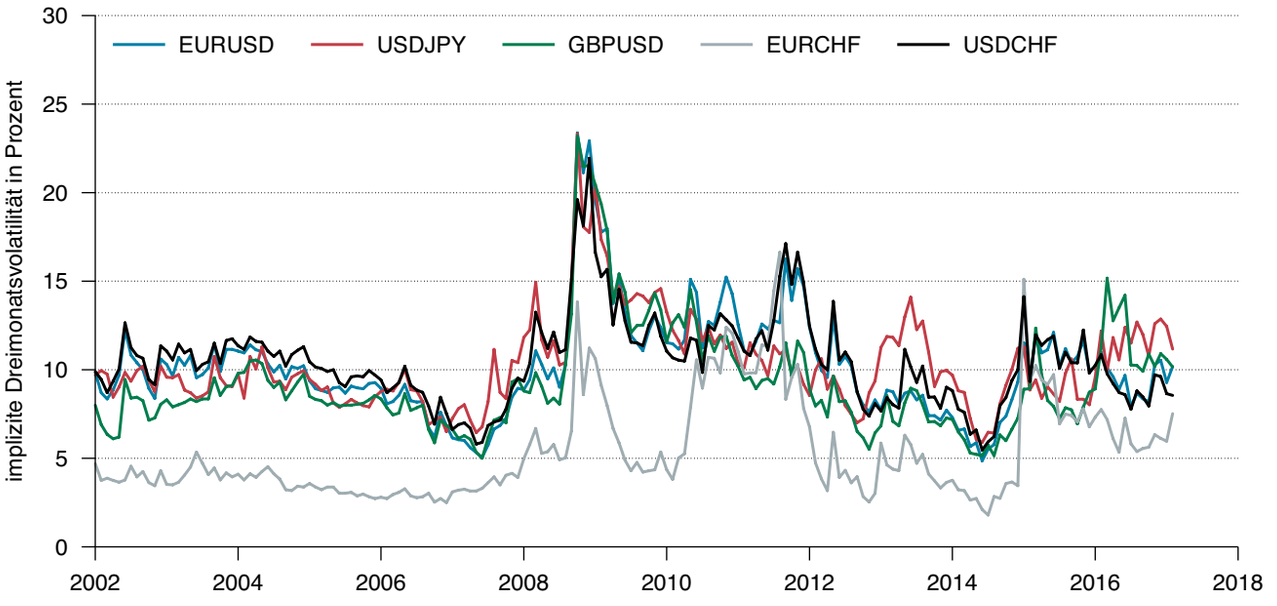
QCAM-Volatilitätsindikator[3]



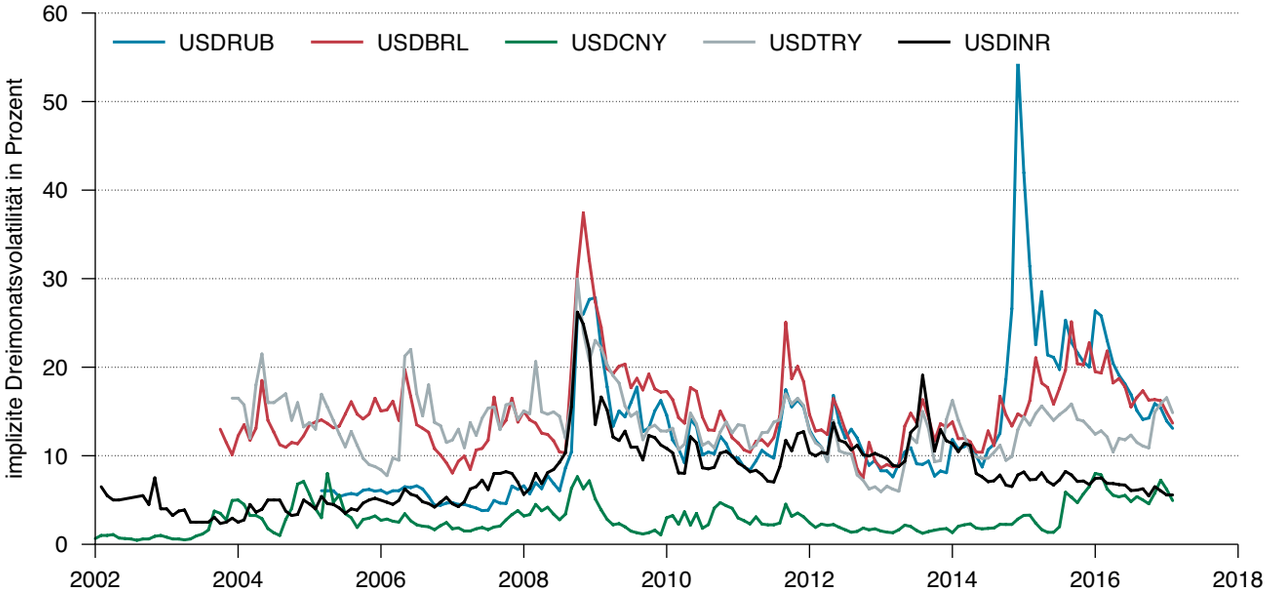
[3] Der Volatilitätsindikator von QCAM bildet die Volatilität an den globalen Währungsmärkten ab; für die Berechnung wird die historische Volatilität der wichtigsten Währungspaare verwendet und mithilfe des Handelsvolumens der jeweiligen Währungspaare gewichtet.

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

Volatilität Hauptwährungen



Volatilität Schwellenlandwährungen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

QCAM®
Currency
Asset
Management

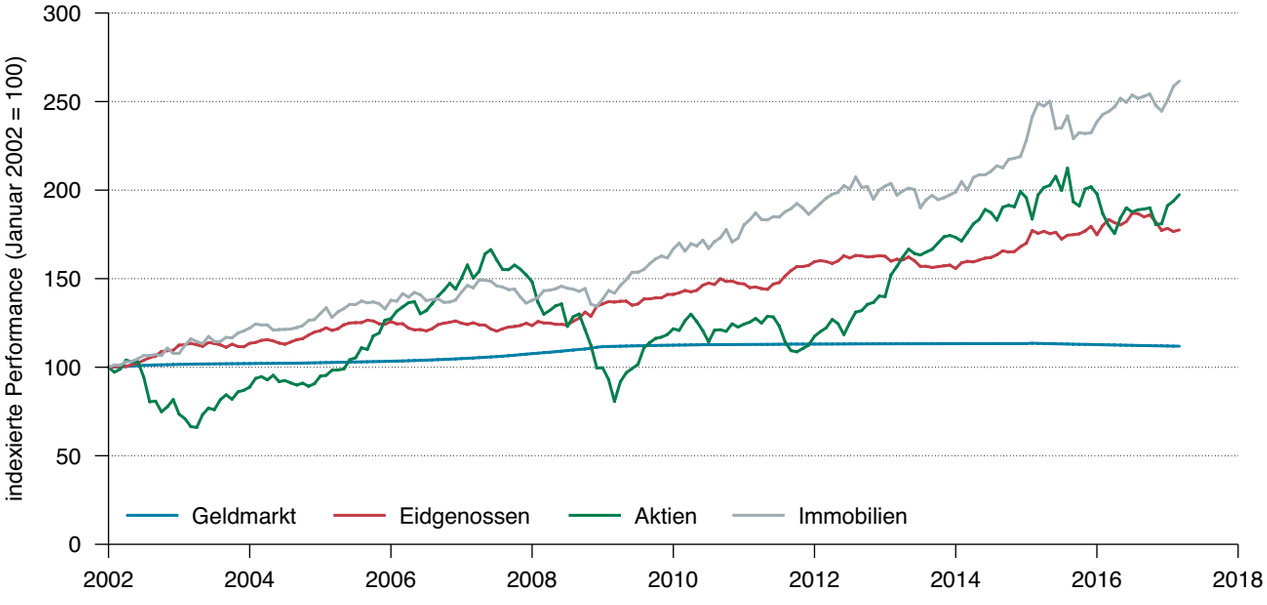
Finanzmarktumfeld

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	-0.7	-1.1	-0.1	-0.2	-0.7	-1.1
Eidgenossen CHF	-0.5	-0.2	-1.9	11.7	-0.5	-0.2	-1.9	11.7
Unternehmensanleihen CHF	0.0	0.2	-0.9	11.9	0.0	0.2	-0.9	11.9
Aktien Schweiz (SMI)	3.2	6.5	12.6	60.0	3.2	6.5	12.6	60.0
Aktien Europa (Stoxx600)	2.9	9.3	20.1	65.8	2.0	8.4	15.9	46.2
Aktien UK (Ftse100)	2.3	7.8	29.5	48.5	2.6	8.2	13.7	27.9
Aktien Japan (Topix)	2.3	9.3	22.4	112.8	3.8	5.0	24.5	61.4
Aktien USA (S&P 500)	5.2	8.0	26.6	92.1	4.4	8.8	29.5	111.1
Aktien Schwellenländer	9.3	11.7	32.3	2.1	8.5	12.5	35.3	12.2
Aktien Welt (MSCI World)	4.9	7.9	23.8	62.2	4.1	8.7	26.6	78.3
Immobilien Schweiz	4.3	6.7	8.8	33.8	4.3	6.7	8.8	33.8
Immobilien Global	1.7	6.8	14.4	50.2	1.0	7.6	17.0	65.1
Rohstoffe	1.7	7.6	19.1	-38.9	1.0	8.5	21.9	-32.9
Rohöl (Brent)	-1.4	20.1	72.3	-53.3	-2.1	21.0	76.2	-48.7
Gold	6.0	0.0	1.0	-28.7	5.2	0.7	3.3	-21.6

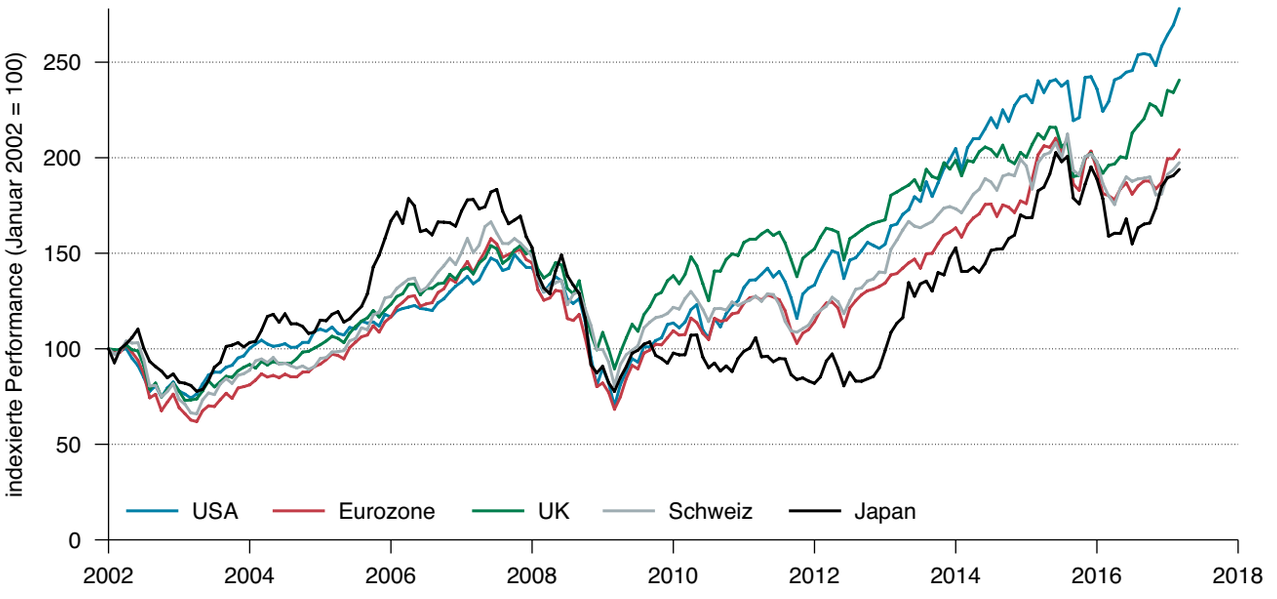
[1] Performance in Prozent für den jeweiligen Zeitraum.

Performance Schweizer Finanzanlagen

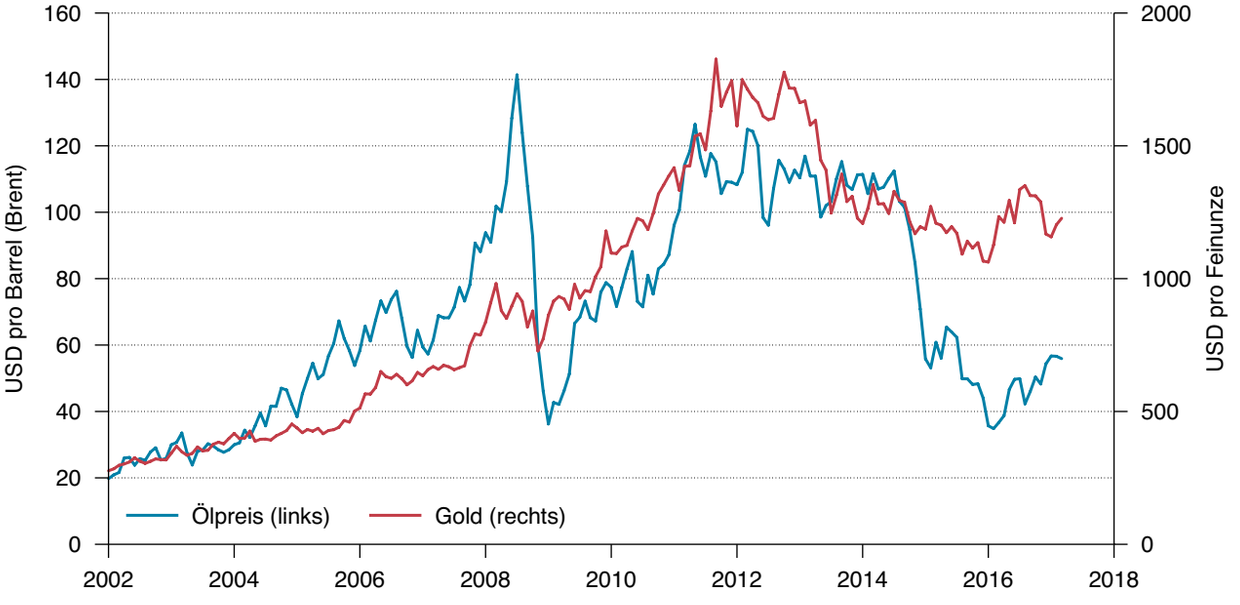


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Performance ausgewählter Aktienmärkte (in Lokalwährung)



Performance ausgewählter Rohstoffpreise



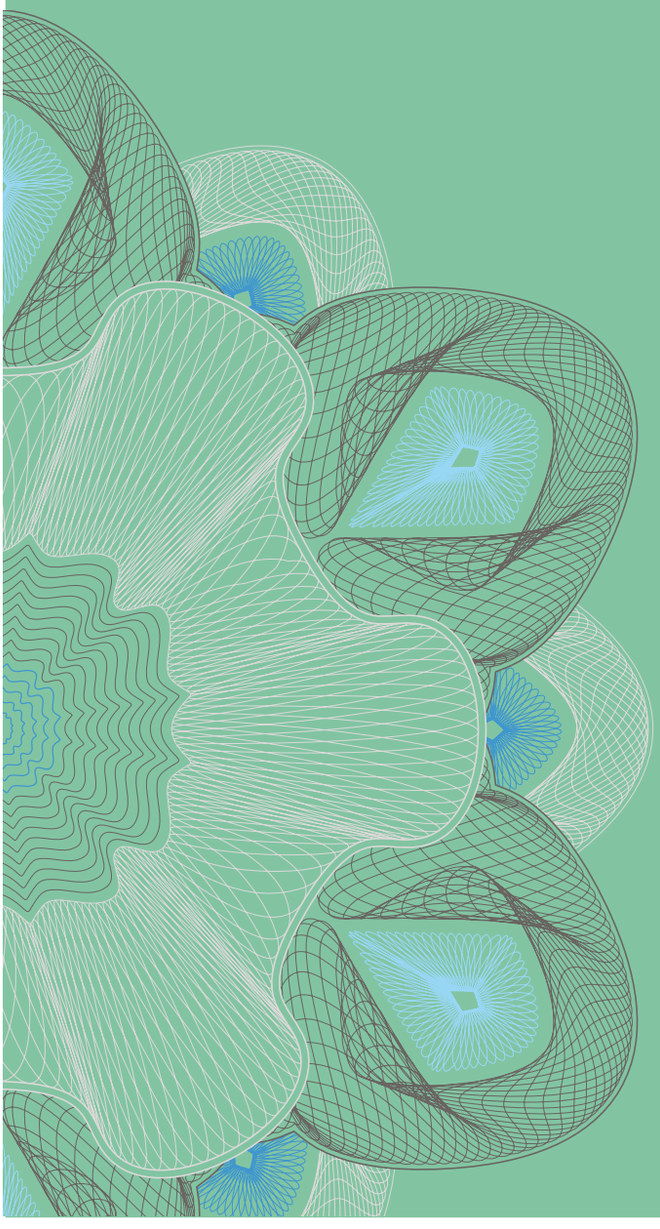
Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

QCAM®
Currency
Asset
Management

Die Zahl des Monats

8 Prozent

Der Konsumentenstimmungsindex der *University of Michigan* notierte im Januar bei 98.5 Punkten. Seit der Einführung der Erhebung im Jahr 1952 wurde nur gerade in 8 Prozent der Monate ein höherer Indexwert verzeichnet. Wir raten dazu, solche Höchststände stets kritisch zu hinterfragen, wird mit diesen Werten die Luft nach oben doch immer dünner – und das Enttäuschungspotenzial immer grösser.



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 eingestuften 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.