

Mai 2016

FX 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: 17. Mai 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

Lieber den Spatz in der Hand als die Taube auf dem Dach



Prof. Dr. Tobias Straumann

Wirtschaftshistoriker mit
Spezialgebiet Finanz- und
Währungsgeschichte

Immer wenn der Schweizer Franken stark aufwertet, erschallt der Ruf nach einem fixen Wechselkurs oder einer Aufgabe der Währung. Bisher hat diese Forderung keine Mehrheit gefunden. Wird sich das bald ändern? Ist die Zeit der kleinen Währungen abgelaufen? Das ist wenig wahrscheinlich.

An der Feier zum hundertjährigen Jubiläum der Schweizerischen Nationalbank (SNB) im Jahr 2007 gab es einige prominente Ökonomen, die mit grosser Überzeugung behaupteten, der Franken habe seine Funktion als Fluchtwährung verloren. Der Euro sei so erfolgreich, dass es keine Alternative mehr brauche. Nur wenige Jahre später kam alles anders. Der Euro litt unter der Verschuldungskrise, und der Franken war wieder als sicherer Hafen gesucht. Die Prophezeiung, dass der Franken keine Fluchtwährung mehr sein werde, erwies sich damit als völlig falsch.

Folgenreiche Entscheidungen gut abstützen

Diese Geschichte erinnert daran, wie irreführend es sein kann, kurzfristige Veränderungen an den Devisenmärkten zu Trends zu erklären. Vor allem in Krisenphasen sollte man sich hüten, langfristige Prognosen zu machen und strategische Entscheidungen zu treffen. Eine taktische Einstellung ist da hilfreicher. Diese Faustregel gilt ganz besonders, wenn es darum geht, das Wechselkursregime für kleine Länder wie die Schweiz zu bestimmen. Natürlich wäre es in turbulenten Aufwertungsphasen von Vorteil, wenn man Teil der Eurozone wäre. Aber eine so folgenreiche Entscheidung wie die Änderung des Wechselkursregimes sollte auf langfristigen Überlegungen abgestützt sein und darf nicht nur die Interessen der Exportsektoren berücksichtigen.

Kein Wechselkursregime ist perfekt

Dabei muss man immer von der Tatsache ausgehen, dass kein Wechselkursregime perfekt ist, sondern immer gravierende Nachteile mit sich bringt. In einem zweiten Schritt muss man die Nachteile gegeneinander abwägen. Bei der Schweiz fällt es nicht schwer, zu einem klaren Urteil zu kommen. Die Nachteile einer unabhängigen Währung – kurzfristige Probleme der Exportsektoren – sind weniger gravierend als die Nachteile einer verlorenen monetären Souveränität: Erstens hätte die Schweiz ohne eigene Notenbank kein Mittel mehr, grössere Banken Krisen schnell und wirksam zu bekämpfen. Man darf nie vergessen: Die UBS-Krise hätte den Steuerzahler viel stärker belastet, wenn die SNB nicht über Nacht sechzig Milliarden US-Dollar hätte beschaffen können, um

die toxischen Papiere zu übernehmen. Zweitens ist die Schweizer Wirtschaft immer weniger mit dem Euro verbunden. Mittlerweile gehen fünfzig Prozent der Exporte in Länder ausserhalb Europas. Drittens ist ein Beitritt zum Euro kaum mehr rückgängig zu machen. In der Wirtschaftspolitik sollte man aber nach Möglichkeit immer einen Fluchtweg offen halten, wenn sich herausstellt, dass man falsch entschieden hat.

Individuelle Abwägungen

Für andere Kleinstaaten mag das Abwägen der Vor- und Nachteile anders aussehen. So scheint zum Beispiel Liechtenstein ganz gut ohne eigene Währung leben zu können. Auch die Färöer-Inseln haben keine monetäre Unabhängigkeit, sondern lassen eine lokale Version der dänischen Krone als legales Geldmittel zirkulieren. In Österreich wächst zwar der Widerstand gegen die EU, aber der Euro ist nach wie vor unbestritten.

Widerstand gegen den Euro wächst

Generell gilt, dass im Moment eher der Trend besteht, an der monetären Souveränität festzuhalten. In Island zum Beispiel war es nur ganz kurz nach Ausbruch der Finanzkrise populär, einen Beitritt zur EU und der Europäischen Währungsunion zu fordern. Heute sind die meisten Isländer froh, dass sie sich bei der Bewältigung der Bankenkrise nicht dem Diktat der Europäischen Zentralbank (EZB) unterwerfen mussten und mittels einer Währungsabwertung ihre Wirtschaft wieder ankurbeln konnten. Auch in Skandinavien und den mittelosteuropäischen Ländern (Polen, Tschechien, Ungarn) gibt es keine Mehrheit mehr für einen Beitritt zur Europäischen Währungsunion, obwohl die Verträge eine baldige Aufgabe der eigenen Währung vorschreiben. Die Skandinavier haben wie die Briten schon immer grosse Vorbehalte gegenüber dem Euro gehabt, während die Osteuropäer erst seit dem Ausbruch der Euro-Krise zurückhaltend geworden sind. Denn sie haben sehr genau beobachtet, was es bedeutet, eine Rezession ohne Abwertung bekämpfen zu müssen. Sie versuchen

nun sogar, die Abhängigkeit von Euro-Krediten zu verringern und den Anteil von Anleihen in eigener Währung zu erhöhen. Zur Bekämpfung der Aufwertung der tschechischen Krone hat die tschechische Nationalbank eine Untergrenze gegenüber dem Euro eingeführt. Wie in der Schweiz setzt man in Prag darauf, dass sich die Devisenmärkte irgendwann einmal wieder beruhigen werden.

Kein baldiges Ende der Währungen kleiner Länder

Von einem baldigen Ende der Währungen kleiner Länder kann also keine Rede sein. Man nimmt eher die kurzfristigen Nachteile in Kauf als sich langfristig an ein Projekt zu binden, von dem man immer noch nicht weiss, ob es gelingen wird. Es gilt die Devise: Lieber den Spatz in der Hand als die Taube auf dem Dach. Das gilt im Übrigen nicht nur für die monetäre, sondern auch für die nationale Souveränität. In den letzten 25 Jahren hat die Zahl der selbständigen Kleinstaaten stark zugenommen. Wohlstand bedingt nicht Grösse, sondern Flexibilität – und diesbezüglich sind die kleinen Länder oft erfolgreicher als die grossen.

Die Makroperspektive

Das Risiko einer US-Rezession ist weiterhin substantiell

Zwischen der Realität und der Wahrnehmung der weltwirtschaftlichen Lage liegen oft Welten. Das gilt in den letzten Monaten ganz besonders. Es lohnt sich, genauer hinzuschauen. Denn nur aus einer objektiven Beurteilung der Lage können auch die richtigen Schlüsse gezogen werden.

Schwächelnde US-Wirtschaft

In den Vereinigten Staaten werden die reichlich vorhandenen Risiken derzeit gerne kleingeredet. Aber bereits seit einigen Monaten zeigen sich Anzeichen einer deutlichen Abkühlung der US-Konjunktur. Beunruhigend sind dabei insbesondere die fallenden Unternehmensinvestitionen. In den letzten sechzig Jahren kam es bei einer fallenden Investitionstätigkeit in neun von elf Fällen auch zu einer Rezession der Gesamtwirtschaft. In den zwei «Ausnahmefällen» hat jeweils ein sehr starker Privatkonsum die US-Wirtschaft vor Schlimmeren bewahrt. Insbesondere der tiefe Ölpreis hat in den letzten Wochen die Hoffnungen genährt, dass die fallenden Unternehmensinvestitionen auch heuer nicht zu einer gesamtwirtschaftlichen Rezession führen werden. Nun ist der Ölpreis zuletzt aber wieder angestiegen. Die Konsumentenstimmung hat sich im Gleichschritt eingetrübt. Deshalb muss konstatiert werden: Das Risiko, dass

es in den Vereinigten Staaten zu einer Rezession kommen wird, ist weiterhin substantiell.

Aufschwung in der Eurozone

In der Eurozone überschatten die politischen Herausforderungen die eigentlich guten Wirtschaftsdaten. Die Region sieht sich einer Vielzahl von politischen Event-Risiken gegenüber. Um hier nur drei Beispiele zu nennen: Am 23. Juni stimmt die britische Bevölkerung über einen Verbleib Grossbritanniens in der EU ab, am 26. Juni kommt es in Spanien zu Neuwahlen und in Griechenland ist in den letzten Wochen der Schuldenstreit erneut eskaliert. Zudem existieren weiterhin berechtigte Sorgen über die institutionellen Grundlagen der Europäischen Union. Das befeuert verständlicherweise die Sorgen um die EU. Aber: Die Datenlage zur europäischen Wirtschaft zeigt einen stabilen Aufschwung an. Im ersten Quartal 2016 konnte die Eurozone ein Quartalswachstum von 0.5 Prozent ausweisen. Bereits im vergangenen Jahr konnte die Eurozone mit konstant soliden Wachstumsraten aufwarten. Die von Wellershoff & Partners entwickelten vorlaufenden Konjunkturindikatoren zeigen an, dass sich die europäische Wirtschaft auch in den kommenden Monaten gut entwickeln dürfte.

Kreditboom in China

Bezüglich China wird leichtfertig davon ausgegangen, dass die chinesische Regierung «schon alles im Griff» habe. Tatsächlich: Die chinesische Konjunktur hat sich in den letzten Monaten stabilisiert. Die

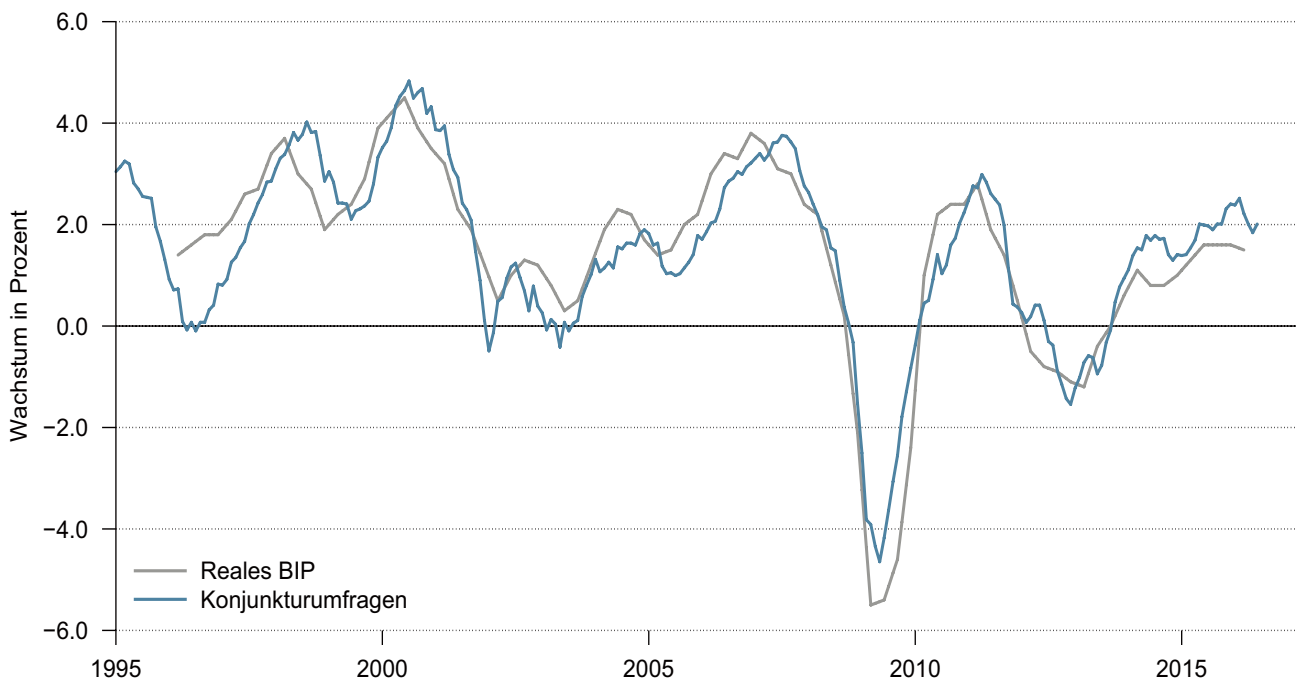
von Wellershoff & Partners entwickelte *BIP-Statistik für China* zeigt eine spürbare Belebung der Wirtschaft zu Beginn des zweiten Quartals an. Aber das ist einer äusserst expansiven Wirtschaftspolitik zu verdanken, wobei das immense Kreditprogramm der chinesischen Regierung Chinas bereits sehr hohen Schuldenberg weiter kräftig wachsen lassen wird. Ende 2015 betrug die Verschuldung von Unternehmen, Staat und Haushalten zusammengenommen geschätzte 240 Prozent des BIP. Das zeigt die Anstrengungen, welche die chinesische Regierung unternehmen muss, um trotzdem sinkende Wachstumsraten zu garantieren.

Grosse Herausforderungen in Brasilien

In Brasilien überwiegt die Hoffnung auf eine Besserung der Lage die Sorge um die zahlreich existierenden Herausforderungen. Mit einer neuen Regierung, so die Überlegung, werde es Brasilien möglich sein,

alte Strukturen aufzubrechen, die Korruption zu bekämpfen und Institutionen wie den Rechtsstaat zu stärken. In der langen Frist soll das über eine Stärkung der Rechts- und Planungssicherheit die Wirtschaftsaktivität antreiben. Mag sein, dass das zutrifft. Zudem ist es auch wahrscheinlich, dass es in den kommenden Wochen zu einem Aufschwung an den brasilianischen Börsen kommen wird. Die Stimmungsindikatoren sind in Brasilien so tief wie noch nie in ihrer eigenen Geschichte. Da ist ein Stimmungsaufschwung sehr wahrscheinlich, was von den Börsen positiv aufgenommen werden dürfte. Aber Brasilien steht gleichzeitig vor substantziellen Herausforderungen. Die Wirtschaftslage ist weiterhin desolat, das brasilianische Budgetdefizit mit rund 10 Prozent exorbitant. Die politische Handlungsfähigkeit der neuen Regierung steht noch in den Sternen. Auch hier lohnt es sich deshalb, genauer hinzuschauen.

Weiteres Wachstumspotenzial in der Eurozone



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Was die Währungsmärkte bewegt

Die Währungshüter als Volatilitätstreiber

Die Leitzinsen kleben weiterhin nahe der Nulllinie. Die Volatilität tritt in anderen Bereichen auf, unter anderem an den Devisenmärkten. Die Zentralbanken sind daran massgeblich beteiligt. Drei der zehn grössten je gemessenen Tagesbewegungen im EURUSD-Wechselkurs fanden an Tagen von Zentralbank-Sitzungen statt.

Dass auf eine Zentralbank-Entscheidung eine Phase erhöhter Volatilität an den Devisenmärkten folgen kann, ist jedem Franken-Investor spätestens seit dem 15. Januar 2015 bewusst. Am Tag der Aufhebung des Mindestkurses durch die Schweizerische Nationalbank (SNB) betrug der Unterschied zwischen Tageshöchst- und Tagestiefstkurs sage und schreibe 40 Prozent. Doch bereits als der Mindestkurs im September 2011 eingeführt wurde, kam es zu sehr hohen Verwerfungen. Betrachtet man die zehn Handelstage mit den grössten Unterschieden zwischen Tageshöchst- und Tagestiefstkurs im EURCHF, können acht davon mit der Phase um die Inkraftsetzung sowie die Aufhebung des Mindestkurses in Verbindung gebracht werden. Umgekehrt sank die Volatilität, als der Mindestkurs durchgesetzt wurde, auf ein Minimum.

Das Fehlen eines Wortes löst Kurssturz aus

Auch die grössten Intraday-Bewegungen des EUR-USD können durch Aktionen der jeweiligen Zentralbanken erklärt werden. Die Abbildung zeigt, dass die bisher grösste Preisspanne im EURUSD seit dem Jahr 2002 am 18. März 2015 verzeichnet worden ist. Nachdem die *Federal Reserve* im Oktober 2014 ihr drittes Anleihekaufprogramm beendete hatte, wurde eifrig über den Zeitpunkt einer ersten Zinserhöhung diskutiert. Nach Sitzungen des Offenmarktausschusses wurde jeweils jedes Wort aus den Pressemitteilungen auf die Goldwaage gelegt. Weil in der Pressemitteilung jener März-Sitzung im Vergleich zu den Vormonaten nicht mehr auf die «Geduld» des Offenmarktausschusses verwiesen wurde, kam es unmittelbar nach Publikation der Mitteilung zu starken Ausschlägen an den Finanzmärkten. Kurze Zeit später versuchte die Fed-Vorsitzende Janet Yellen während der Pressekonferenz die Wogen mit dem Hinweis zu glätten, dass das Fehlen des Wortes «Geduld» noch keine Ungeduld hinsichtlich eines Zinsschritts bedeuten müsse. Daraufhin kam es auch an den Devisenmärkten zu einer Kehrtwende. Insgesamt tat sich an diesem Tag eine Preisspanne von 4.38 Prozent auf.

Auch die EZB als Auslöser erhöhter Volatilität

Auch die zweithöchste EURUSD-Tagespreisspanne kann mit einer Zentralbank-Sitzung in Verbindung gebracht werden. Am 3. Dezember 2015 verkündete EZB-Präsident Mario Draghi zwar eine ganze Reihe von expansiven geldpolitischen Massnahmen. Da

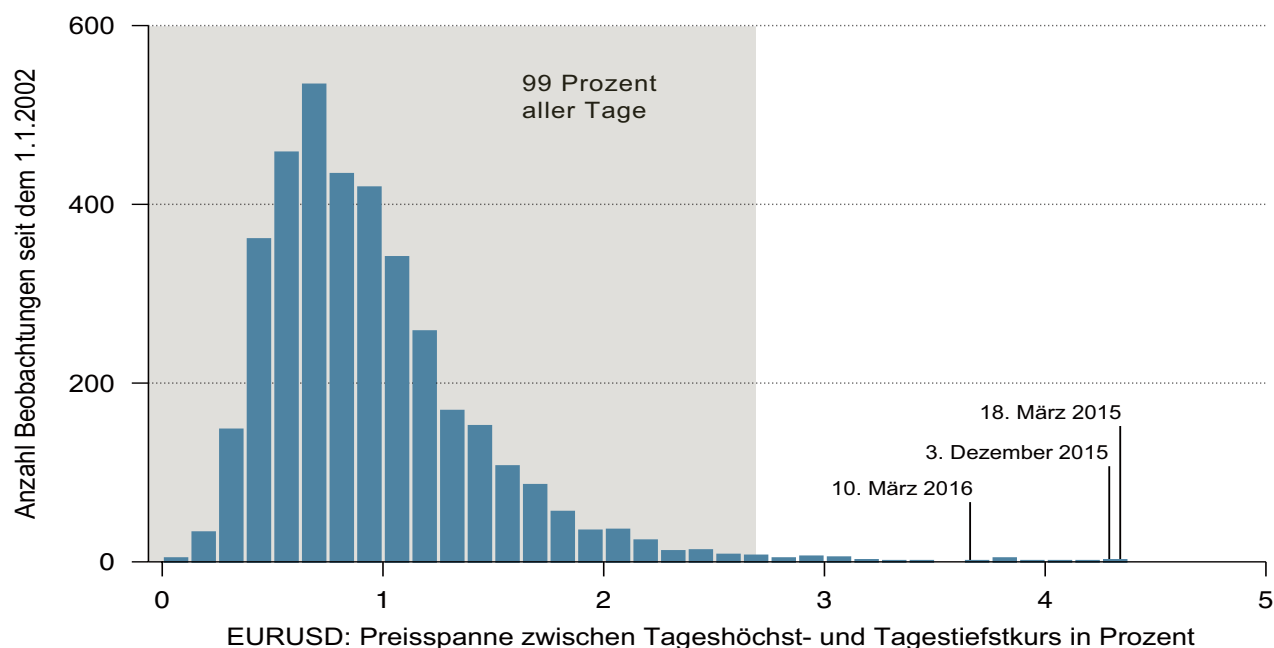
die Markterwartungen trotzdem enttäuscht wurden, kam es innerhalb des Tages zu einer Aufwertung des Euro von 4.34 Prozent gegenüber dem US-Dollar. Auch nach der vorletzten EZB-Sitzung im März dieses Jahres stieg die Volatilität an den Währungsmärkten. Die Tagespreisspanne am 10. März 2016 erreichte 3.66 Prozent, was der neunthöchsten Tagesbewegung seit 2002 entspricht. Bemerkenswert ist dabei: Alle anderen Beobachtungen der zehn höchsten Tagespreisspannen haben sich während der globalen Finanzkrise zugetragen.

Grösste Herausforderungen stehen bevor

Beim Betrachten der durch die Zentralbanken ausgelösten Kursschwankungen scheint es so, als ob sowohl die *Fed* als auch die EZB weiter in einer Art Krisenmodus operieren würden. Dabei könnte die *Fed* den idealen Zeitpunkt einer Normalisierung ihres Leitzinses bereits verpasst haben. Und in der Eurozone

scheint eine Ausweitung der Anleihekaufprogramme aus konjunktureller Sicht unnötig. Noch können sich die Zentralbanken bei ihrer Argumentation auf die tiefe Teuerung berufen. Da die tiefen jährlichen Inflationsraten allerdings durch den Preiszerfall des Erdölpreises Ende 2015 verursacht werden, ist ein Anstieg der Inflationsraten absehbar. Es ist davon auszugehen, dass die US-Inflationsrate im Herbst über den angepeilten Zielwert von 2 Prozent ansteigen wird. Auch in der Eurozone ist ein Inflationsanstieg auf ein Niveau von 1 Prozent zu erwarten. Eine Normalisierung der Geldpolitik würde dann immer wahrscheinlicher. Die grosse Herausforderung für beide Zentralbanken wird darin bestehen, ihre Geldpolitik aus dem Krisenmodus zu lösen, ohne gleichzeitig die Finanzmärkte und die Konjunktur zurück in jenen Krisenmodus zu schicken. Eine erhöhte Volatilität an den Devisenmärkten scheint auch dann wieder vorprogrammiert.

Die Währungshüter als Volatilitätstreiber



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Konjunkturklima

In den Schwellenländern ist die konjunkturelle Lage derzeit durchmischt. In China hat sich die konjunkturelle Lage in der Tendenz aufgehellt. In Brasilien hingegen bleiben die Signale – nicht nur aufgrund der politischen Verwerfungen – negativ. Hier zeigen die Stimmungsindikatoren historische Tiefststände an.

Die Vereinigten Staaten sind im 1. Quartal 2016 mit 2 Prozent im Jahresvergleich gewachsen und zeigten damit nicht die erhoffte Beschleunigung. Der *ISM Manufacturing Index* ist im April von 51.8 auf 50.8 Indexpunkte gefallen und hat damit die Erwar-

tungen enttäuscht. Auch auf dem Arbeitsmarkt ist eine Abkühlung festzustellen. So sind im April lediglich 160 000 neue Stellen geschaffen worden. Erwartet wurde ein Zuwachs von 200 000 Stellen.

Die Eurozone konnte mit einem Quartalswachstum von 0.5 Prozent positiv überraschen. Seit der Finanzkrise konnten lediglich zwei Mal bessere Werte verzeichnet werden. Die vorlaufenden Konjunkturklimaindikatoren zeigen für die Eurozone weiterhin robustes Wachstum an. Insbesondere für Italien zeigen die Indikatoren nach einigen Monaten der Schwäche nun wieder nach oben.

Überblick

	Trend- wachstum ¹	Reales BIP-Wachstum ²				W&P-Konjunkturklimaindikatoren ³			
		Q2/2015	Q3/2015	Q4/2015	Q1/2016	1/2016	2/2016	3/2016	4/2016
USA	1.7	2.7	2.2	2.0	2.0	2.0	2.1	2.6	2.6
Eurozone	1.0	1.6	1.6	1.6	1.5	2.2	2.0	1.8	2.0
Deutschland	1.4	1.6	1.7	1.4	1.6	2.2	2.1	2.1	2.2
Frankreich	0.7	1.1	1.2	1.4	1.3	1.8	1.9	1.6	1.5
Italien	0.2	0.6	0.8	1.1	1.0	1.8	1.5	1.0	1.9
Spanien	1.6	3.2	3.4	3.5	–	3.7	3.6	3.5	3.2
Grossbritannien	1.8	2.4	2.2	2.1	2.0	2.8	2.6	2.7	2.5
Schweiz	1.5	1.2	0.8	0.4	–	0.7	0.6	1.0	1.1
Japan	0.4	0.7	1.7	0.8	–	2.2	1.9	2.0	1.9
Kanada	1.6	1.0	1.1	0.5	–	0.3	-0.1	0.2	0.4
Australien	2.4	2.0	2.7	3.0	–	2.9	3.0	3.1	3.1
Brasilien	1.4	-2.9	-4.5	-6.0	–	0.9	-0.9	0.0	-2.0
Russland	0.1	-4.5	-3.7	-3.8	-1.2	-1.3	-1.5	-1.9	-2.0
Indien	7.7	7.6	7.7	7.3	–	6.1	6.1	6.7	5.8
China	7.4	7.0	6.9	6.8	6.7	7.6	7.4	8.4	8.2
Industrienationen⁴	1.4	2.1	2.0	1.9	1.9	1.9	1.8	2.1	2.1
Schwellenländer⁴	6.0	4.6	4.6	4.5	4.7	4.5	4.3	5.1	4.6
Welt⁴	3.5	3.4	3.3	3.2	3.3	3.1	3.0	3.2	3.0

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

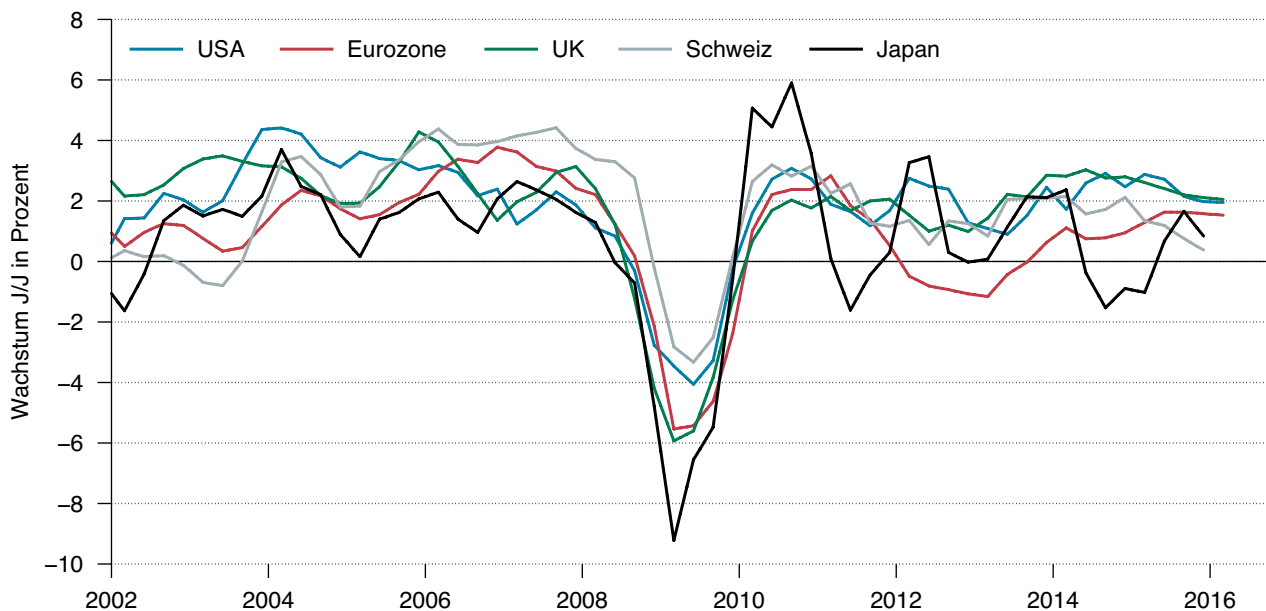
² Veränderung des realen BIP gegenüber dem Vorjahresquartal in Prozent.

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.

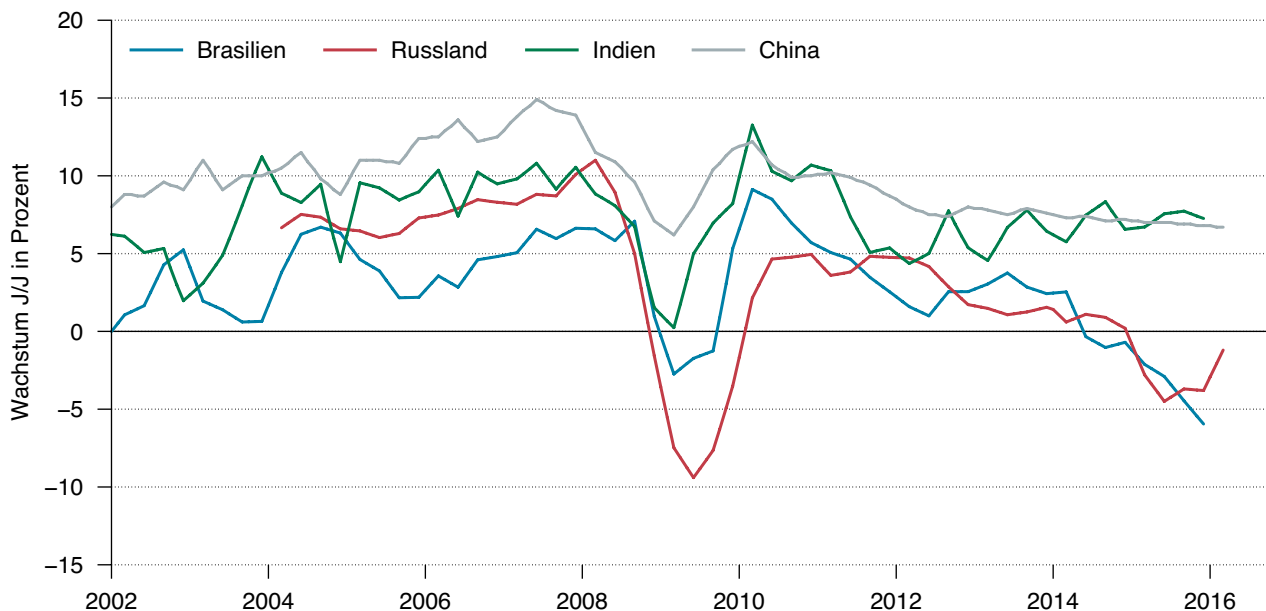
⁴ Die Aggregate werden anhand von nominalen BIP-Gewichten und Kaufkraftparitätskursen berechnet.

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

Wirtschaftswachstum Industrienationen



Wirtschaftswachstum Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

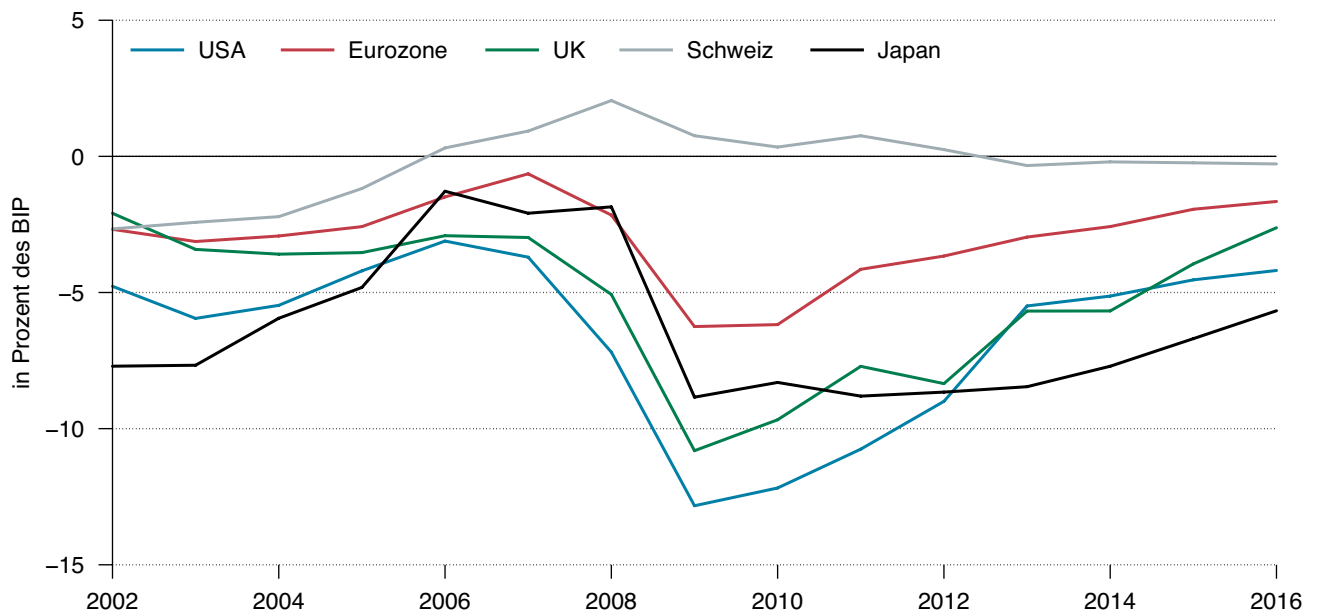
Wirtschaftsindikatoren

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	10.2
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	11.5
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	3.5
Japan	6.8	6.0	1.6	2.9	220.1	232.4	-8.1	-5.7	4.0	3.2
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	6.0

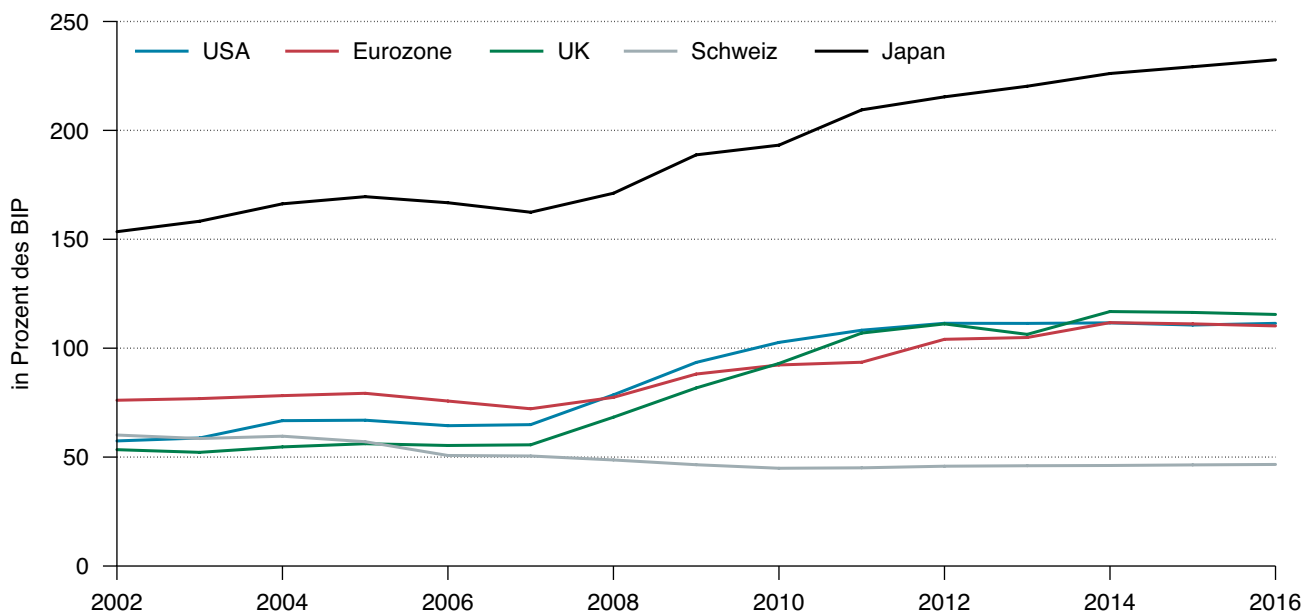
¹ In Prozent; Berechnung anhand von Marktwechsellkursen. ² In Prozent vom nominalen BIP. ³ In Prozent.

Budgetdefizit Industrienationen

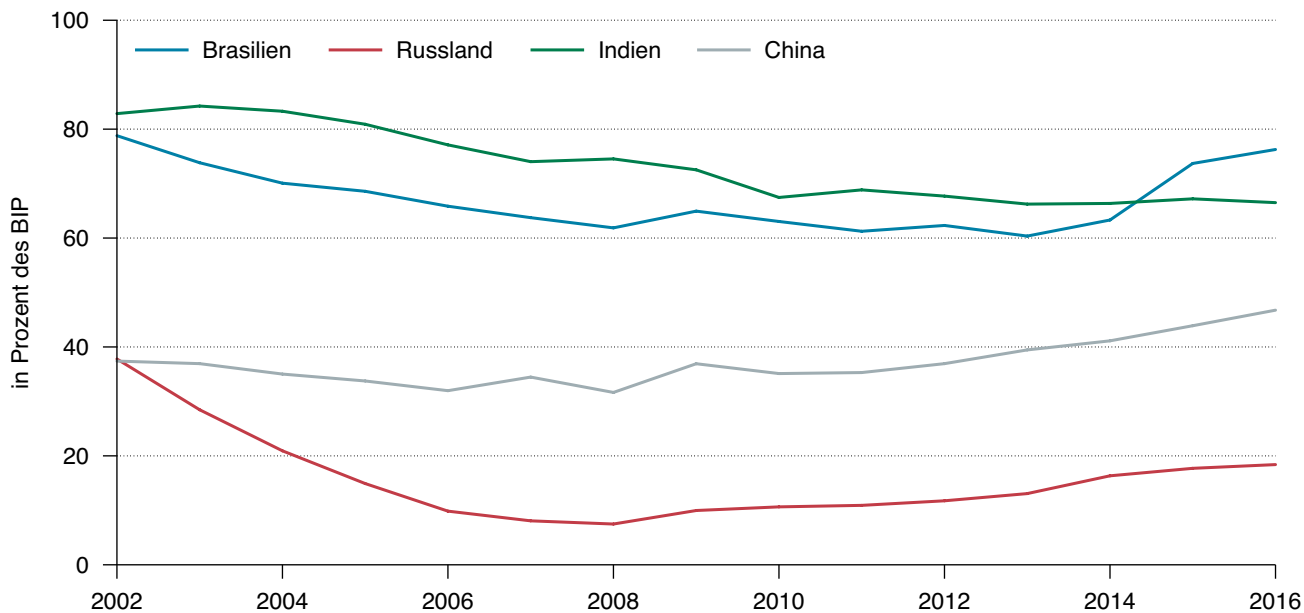


Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Staatsverschuldung Industrienationen



Staatsverschuldung Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Inflation

In Deutschland wurde im April eine Kerninflationsrate von 1.2 Prozent im Vorjahresvergleich verzeichnet. Im März stand dieser Wert ebenfalls bei 1.2 Prozent. Zur Kerninflationsrate gesellt sich die Gesamtinflationsrate, welche im April bei 0.1 Prozent im Vorjahresvergleich verharrt ist. Die Differenz zwischen den beiden Inflationsraten lässt sich weiterhin durch die tiefen Energiepreise erklären. Die Gesamtinflationsrate wird von den tiefen Energiepreisen derzeit um rund 1 Prozentpunkt nach unten gedrückt. Berechnungen von Wellershoff & Partners zeigen, dass sich die beiden Inflationsraten in der Eurozone

und in den Vereinigten Staaten gegen Ende Jahr wieder angleichen dürften.

Die amerikanische Notenbank lässt in ihrer Kommunikation offen, ob sie dieses Jahr noch weitere Zinserhöhungen durchführen wird. Jeder Zinsschritt sei abhängig von der weiteren Entwicklung der Datenlage. Angesichts der eher enttäuschenden Konjunkturdaten aus dem April dürfte die *Fed* ihre vorsichtige Kommunikation weiterführen und von raschen Zinsschritten absehen. Die Terminmärkte signalisieren für Juni gerade noch eine Wahrscheinlichkeit eines Zinsschritts von 10 Prozent.

Überblick

	Ø 10 Jahre ¹	Inflation ²				Kerninflation ³			
		1/2016	2/2016	3/2016	4/2016	1/2016	2/2016	3/2016	4/2016
USA	1.9	1.3	1.0	0.9	-	2.2	2.3	2.2	-
Eurozone	1.6	0.3	-0.2	-0.1	-0.3	1.0	0.8	1.0	0.7
Deutschland	1.4	0.6	-0.1	0.1	0.1	1.3	0.9	1.2	1.2
Frankreich	1.2	0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-	-	-	-
Italien	1.6	0.3	-0.3	-0.2	-0.4	0.7	0.5	0.6	0.5
Spanien	1.7	-0.3	-0.8	-0.8	-1.0	0.9	1.0	1.1	0.7
Grossbritannien	2.5	0.3	0.3	0.5	-	1.2	1.2	1.5	-
Schweiz	0.2	-1.3	-0.8	-0.9	-0.3	-0.9	-0.5	-0.5	0.0
Japan	0.3	-0.1	0.3	0.1	-	0.7	0.9	0.6	-
Kanada	1.7	2.0	1.4	1.3	-	2.0	1.9	2.1	-
Australien	2.6	1.6	1.4	1.3	-	2.0	1.8	1.7	-
Brasilien	5.9	10.7	10.4	9.4	9.3	9.2	9.2	7.9	7.8
Russland	9.4	9.8	8.1	7.3	7.2	10.7	8.9	8.0	7.6
Indien	8.1	5.7	5.3	4.8	5.4	-	-	-	-
China	2.9	1.8	2.3	2.3	2.3	1.5	1.3	1.5	1.5
Industrienationen⁴	1.6	0.8	0.5	0.5	0.4	1.6	1.6	1.6	1.5
Schwellenländer⁴	5.3	4.3	4.3	4.0	4.1	3.6	3.2	3.1	3.0
Welt⁴	3.2	2.5	2.3	2.2	2.2	2.2	2.0	2.0	1.9

¹ Durchschnittliche Jahreststeuerung der Konsumentenpreise in Prozent.

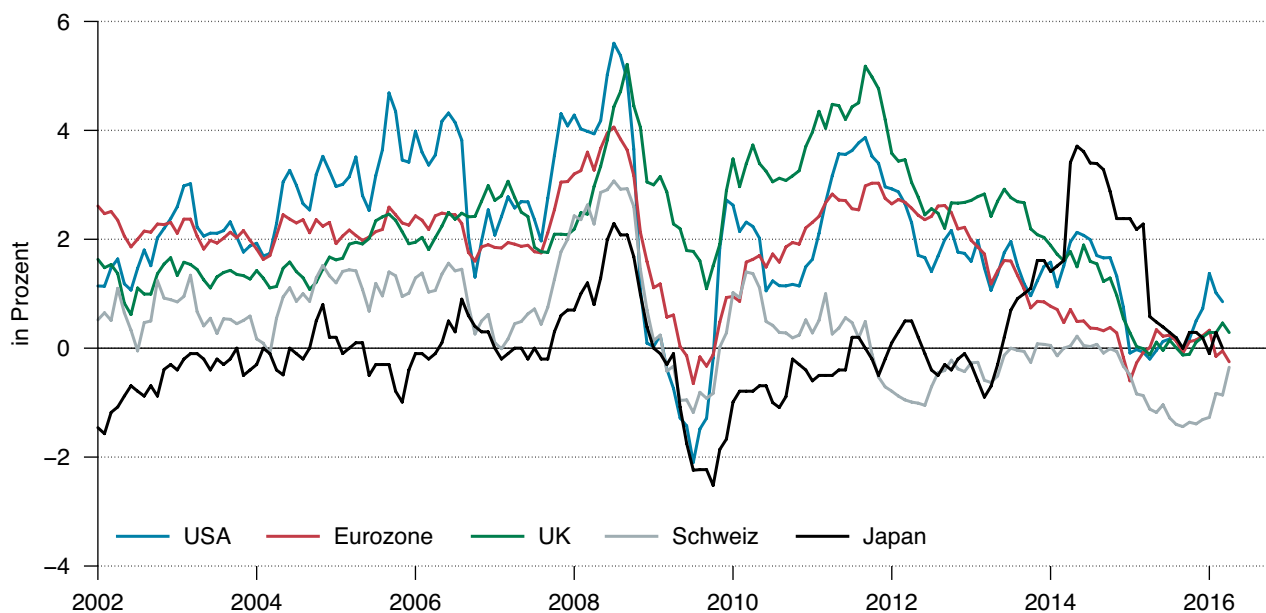
² Veränderung der Konsumentenpreise gegenüber dem Vorjahresmonat in Prozent.

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

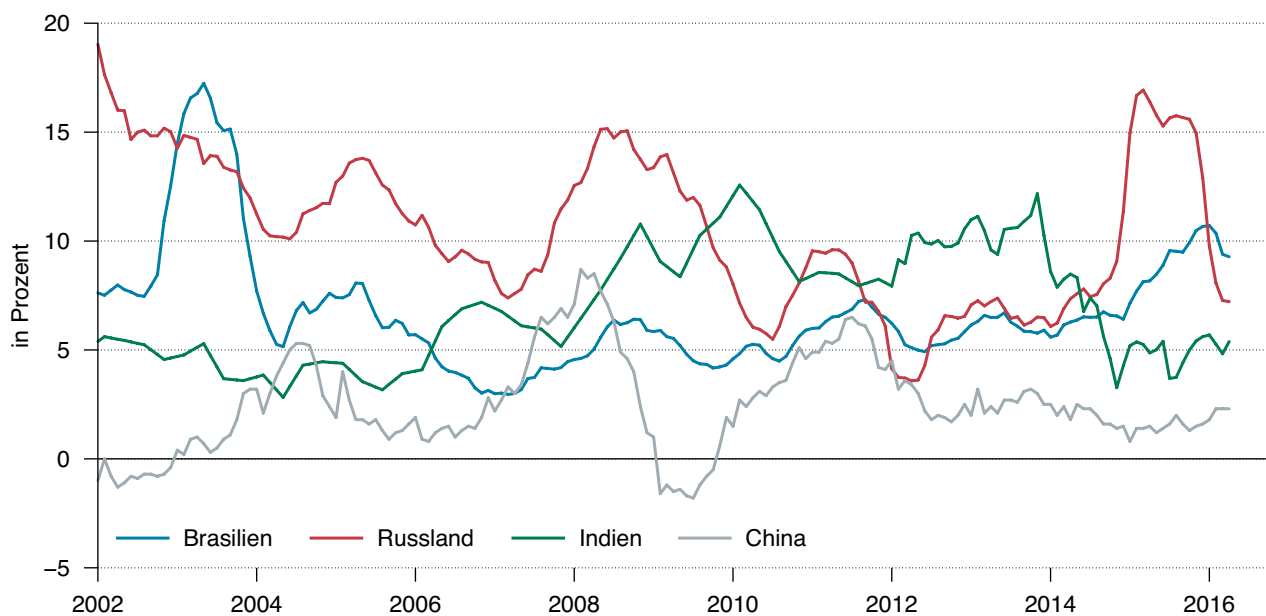
⁴ Die Aggregate werden anhand von nominalen BIP-Gewichten und Kaufkraftparitätskursen geschätzt.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Konsumentenpreisinfation Industrienationen



Konsumentenpreisinfation Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

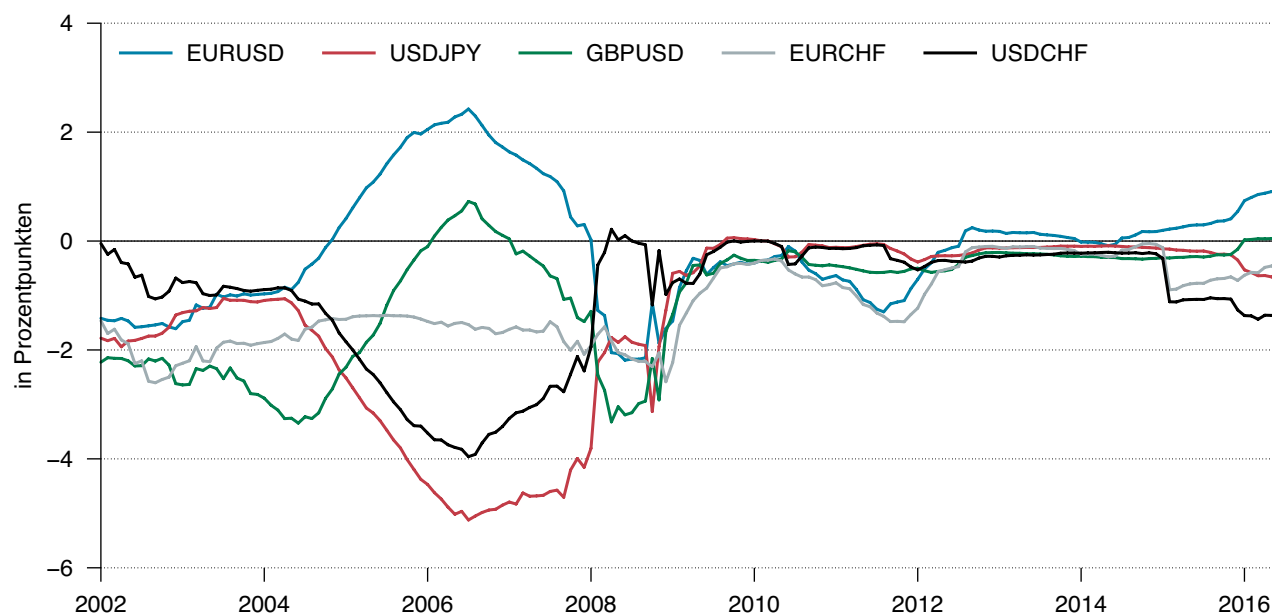
Zinsumfeld

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	1.133	0.89	0.28	0.02	-0.04	1.28	0.58	0.13	-0.01
USDJPY	108.8	-0.66	-0.18	-0.20	-1.10	-1.14	-0.47	-0.42	-1.23
GBPUSD	1.440	0.04	-0.29	-0.31	-0.57	0.24	-0.27	-0.37	-0.62
EURCHF	1.107	-0.47	-0.79	-0.49	-0.89	-0.48	-0.73	-0.63	-0.97
USDCHF	0.977	-1.36	-1.07	-0.52	-0.85	-1.75	-1.31	-0.76	-0.96
GBPCHF	1.406	-1.33	-1.36	-0.83	-1.42	-1.52	-1.58	-1.13	-1.58
CHFJPY	111.4	0.71	0.89	0.32	-0.25	0.61	0.83	0.34	-0.26
AUDUSD	0.730	-1.05	-1.70	-2.49	-2.59	-0.28	-1.18	-1.85	-2.20
USDCAD	1.290	0.28	0.72	0.84	0.40	-0.12	0.38	0.61	0.23
USDSEK	8.237	-1.14	-0.58	0.59	0.28	-1.34	-0.81	0.44	0.24
USDRUB	65.00	10.32	13.69	8.53	6.96	9.72	12.60	8.16	7.34
USDBRL	3.505	13.41	13.26	10.40	9.66	11.93	13.04	10.21	9.62
USDCNY	6.521	2.28	2.92	4.06	2.43	1.82	3.45	3.69	2.21
USDTRY	2.977	9.82	10.52	8.88	9.87	9.28	10.03	8.73	10.17
USDINR	66.81	7.47	8.07	8.83	6.90	5.77	7.02	6.25	4.40

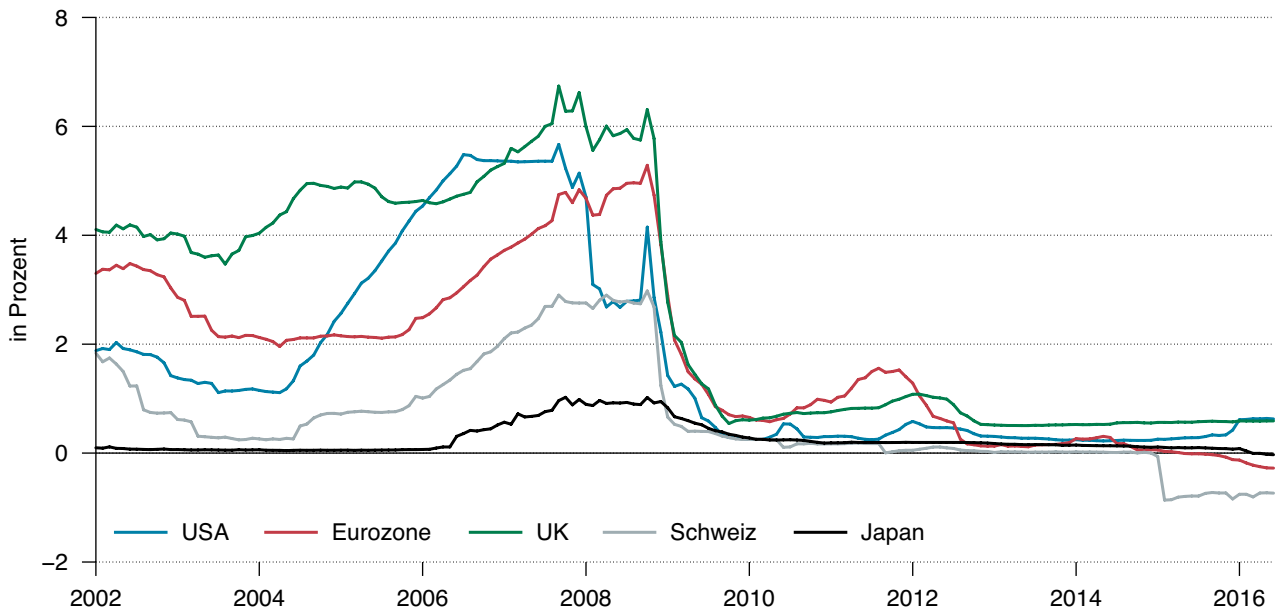
¹ Zinsen im zweiten Währungsraum abzgl. Zinsen im ersten Währungsraum; z.B. US-Dollar-Zinsen abzgl. Euro-Zinsen für EURUSD.

Zinsdifferenz

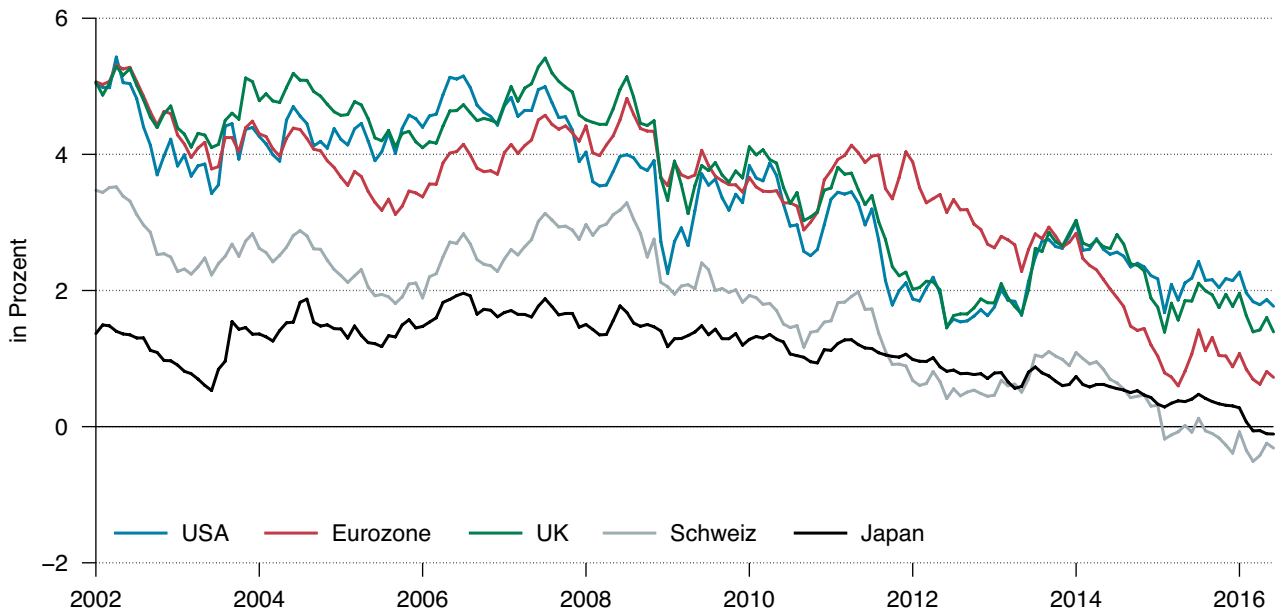


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Dreimonats-Liborsätze



Zehnjährige Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Währungsmärkte

Die Volatilität des britischen Pfund liegt weiterhin auf hohem Niveau. Aktuell bewegt sich die vom Markt auf drei Monate hinaus eingepreiste Volatilität 50-70 Prozent über dem historischen 5-Jahres-Durchschnitt. Die *Brexit*-Abstimmung vom 23. Juni dürfte maßgeblich für diesen Umstand verantwortlich sein.

Der Yen hat im April weiter an Wert gewonnen. Hintergrund sind hier enttäuschte Markterwartungen. Die *Bank of Japan* hat an ihrer geldpolitischen Sitzung vom April keine neuen expansiven geldpolitischen Massnahmen beschlossen. Im Anschluss daran wertete der Yen gegenüber dem US-Dollar um 3 Prozent auf. Seit Jahresbeginn hat der Yen handels-

gewichtet rund 8 Prozent aufgewertet. Die Aufwertung gegenüber dem US-Dollar beträgt über 9 Prozent, gegenüber dem Schweizer Franken hat die japanische Währung knapp 7 Prozent an Wert zugelegt. Unsere Berechnungen zur Kaufkraftparität zeigen ein weiteres Aufwertungspotenzial von rund 20 Prozent gegenüber dem Schweizer Franken an.

Die SNB scheint den EURCHF-Wechselkurs im laufenden Jahr kräftig zu stützen. Eine Analyse der Devisenreserven der Schweizerischen Nationalbank legt nahe, dass im März die höchsten Interventionsvolumen seit Aufhebung des Mindestkurses verzeichnet wurden.

Performance und Bewertung

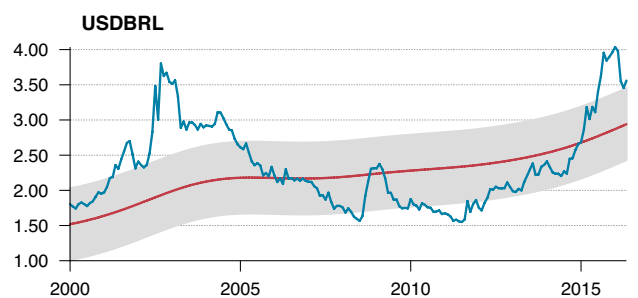
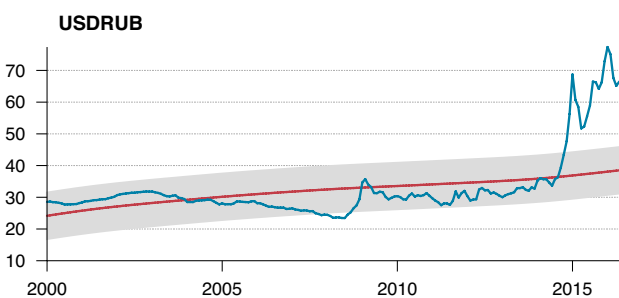
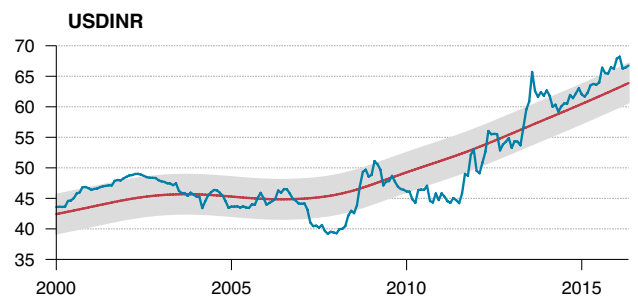
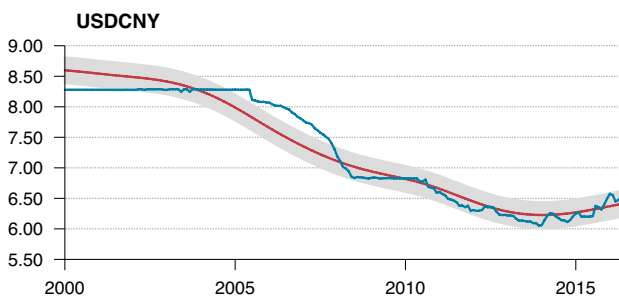
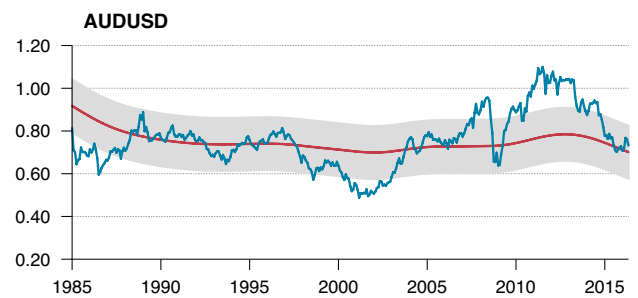
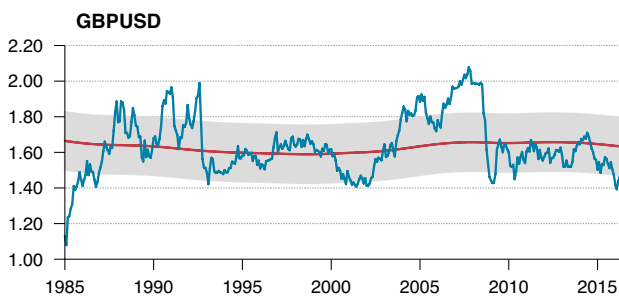
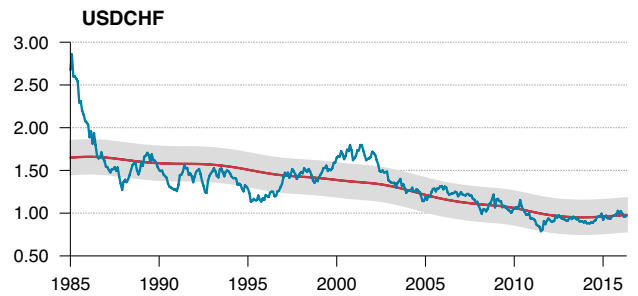
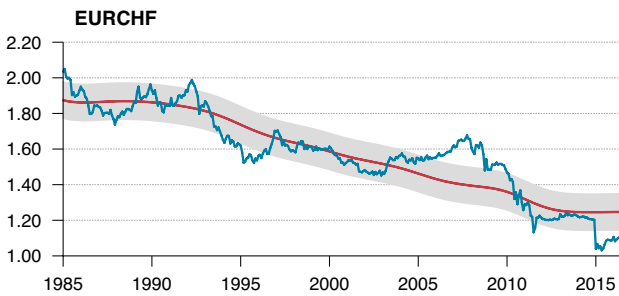
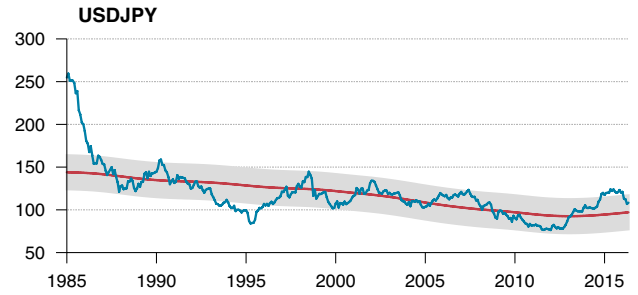
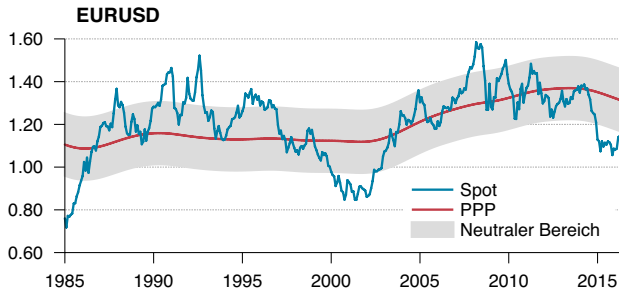
	Aktueller Wechselkurs	Performance ¹				Kaufkraftparität ²		
		YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre	PPP	Neutraler Bereich	Abweichung ³
EURUSD	1.133	4.3	1.7	-1.0	-20.0	1.31	1.17 - 1.46	-13.6
USDJPY	108.8	-9.5	-4.4	-8.8	33.7	97.1	77.3 - 116.9	12.1
GBPUSD	1.440	-2.3	0.6	-8.8	-11.2	1.63	1.47 - 1.79	-11.8
EURCHF	1.107	1.8	0.5	5.6	-11.7	1.25	1.15 - 1.35	-11.3
USDCHF	0.977	-2.4	-1.2	6.6	10.4	0.98	0.79 - 1.17	-0.4
GBPCHF	1.406	-4.7	-0.6	-2.8	-1.9	1.60	1.33 - 1.88	-12.3
CHFJPY	111.4	-7.3	-3.2	-14.4	21.0	91.1	78.6 - 103.7	22.3
AUDUSD	0.730	0.4	3.0	-9.3	-30.8	0.70	0.58 - 0.82	4.1
USDCAD	1.290	-7.2	-7.1	7.4	32.1	1.19	1.12 - 1.26	8.3
USDSEK	8.237	-2.3	-3.1	0.0	29.6	7.01	6.11 - 7.90	17.6
USDRUB	65.00	-11.0	-16.5	31.3	130.5	38.5	31.2 - 45.8	68.8
USDBRL	3.505	-11.4	-13.7	17.7	114.6	2.94	2.43 - 3.45	19.2
USDCNY	6.521	0.4	0.1	5.1	0.2	6.41	6.20 - 6.62	1.8
USDTRY	2.977	2.0	0.2	15.5	87.0	2.29	2.03 - 2.55	30.0
USDINR	66.81	1.0	-2.3	5.2	48.0	63.9	60.7 - 67.0	4.6

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

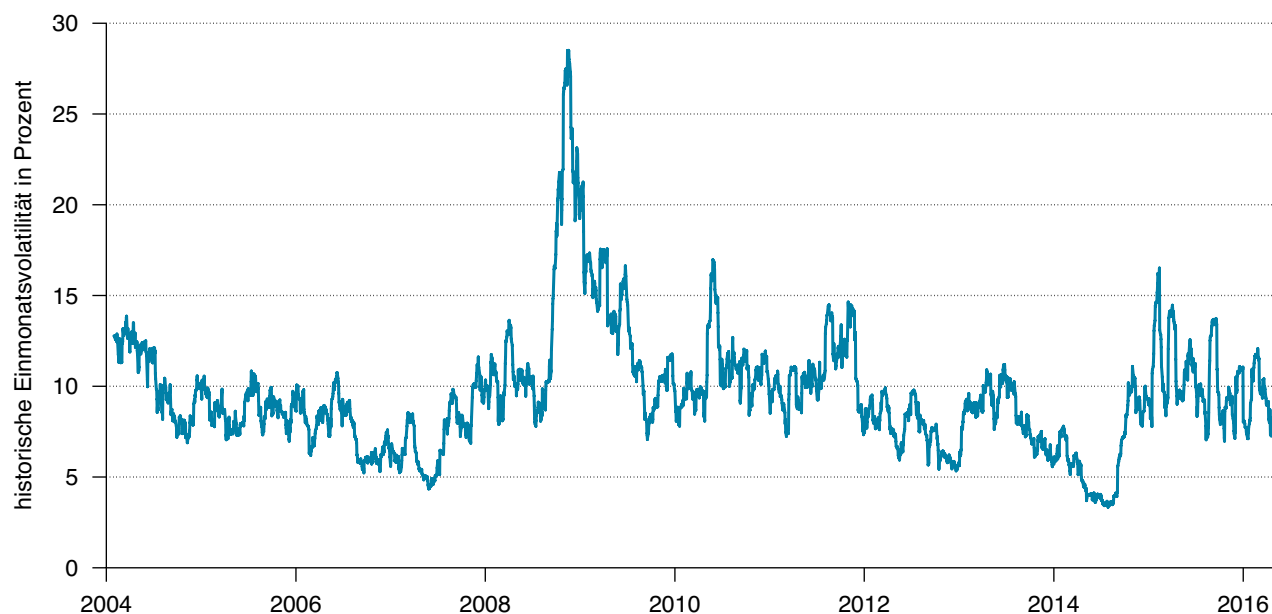
Währungsvolatilität

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	1.133	8.7	9.8	9.7	10.4	10.8	9.8	10.1	10.7
USDJPY	108.8	10.7	11.4	9.6	10.6	9.8	10.9	10.5	11.0
GBPUSD	1.440	9.6	14.9	8.2	9.5	8.4	11.5	9.0	10.0
EURCHF	1.107	5.0	6.7	6.2	6.1	6.8	7.5	7.1	6.4
USDCHE	0.977	8.6	9.8	10.1	10.6	10.3	10.1	10.7	10.8
GBPCHF	1.406	9.4	14.0	8.9	9.8	10.1	11.9	9.6	10.2
CHFJPY	111.4	10.4	11.8	11.0	11.3	10.5	11.4	11.8	11.8
AUDUSD	0.730	12.9	12.5	11.0	12.3	12.7	12.5	11.7	12.6
USDCAD	1.290	10.5	10.7	8.2	9.8	9.7	10.4	8.7	10.1
USDSEK	8.237	9.2	10.1	11.4	12.5	11.3	10.5	11.9	12.7
USD RUB	65.00	21.8	20.0	15.7	13.1	25.0	20.6	16.1	14.2
USDBRL	3.505	20.5	17.8	14.7	15.2	19.3	17.9	15.3	15.7
USDCNY	6.521	2.7	6.0	2.7	2.8	3.4	7.9	3.6	4.4
USDTRY	2.977	10.0	12.9	11.8	13.5	12.6	14.0	13.2	14.8
USDINR	66.81	4.0	6.6	9.5	9.5	4.6	8.4	10.5	10.3

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

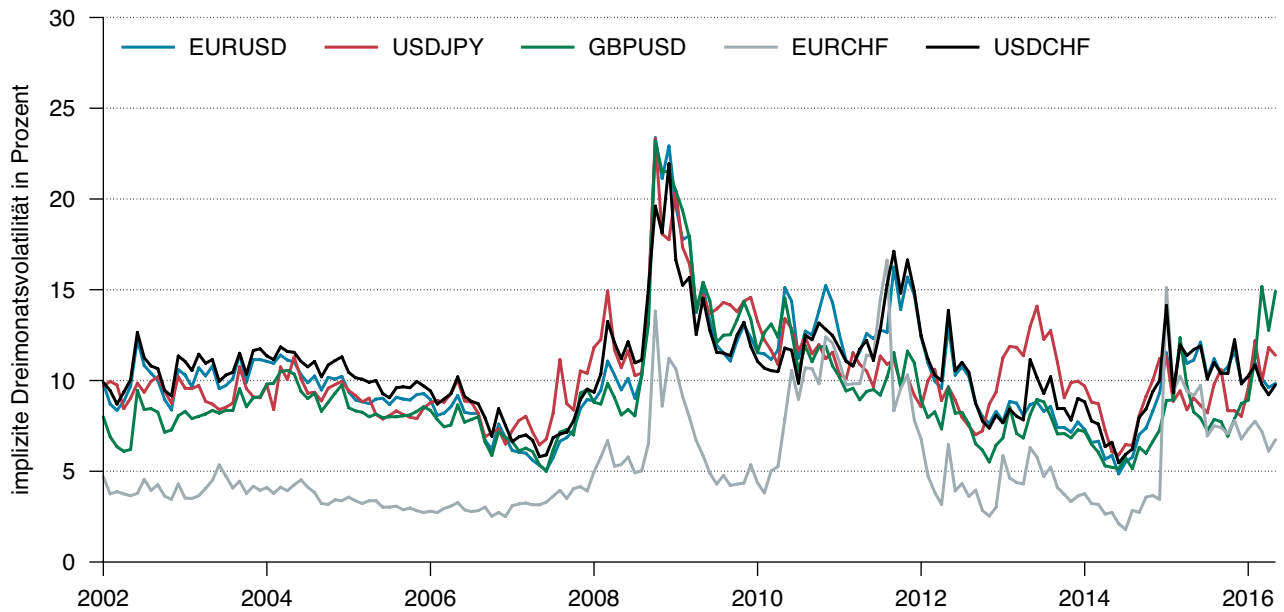
Quaesta-Capital-Volatilitätsindikator³



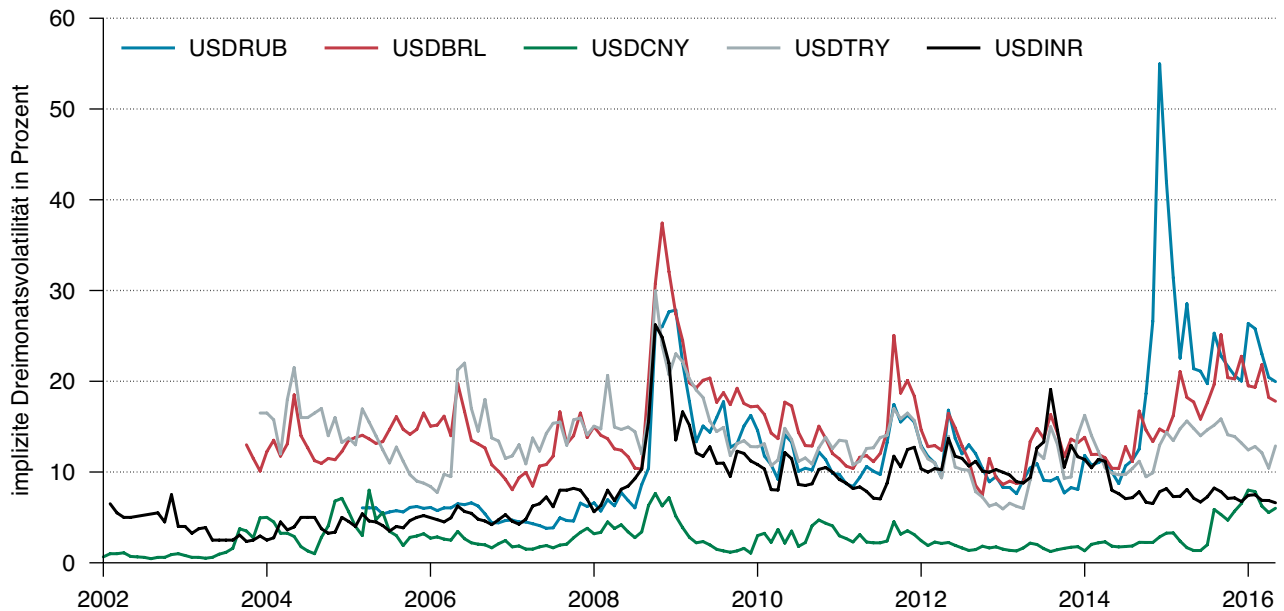
³ Der Volatilitätsindikator von Quaesta Capital bildet die Volatilität an den globalen Währungsmärkten ab; für die Berechnung wird die historische Volatilität der wichtigsten Währungspaare verwendet und mithilfe des Handelsvolumens der jeweiligen Währungspaare gewichtet.

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

Volatilität Hauptwährungen



Volatilität Schwellenlandwährungen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

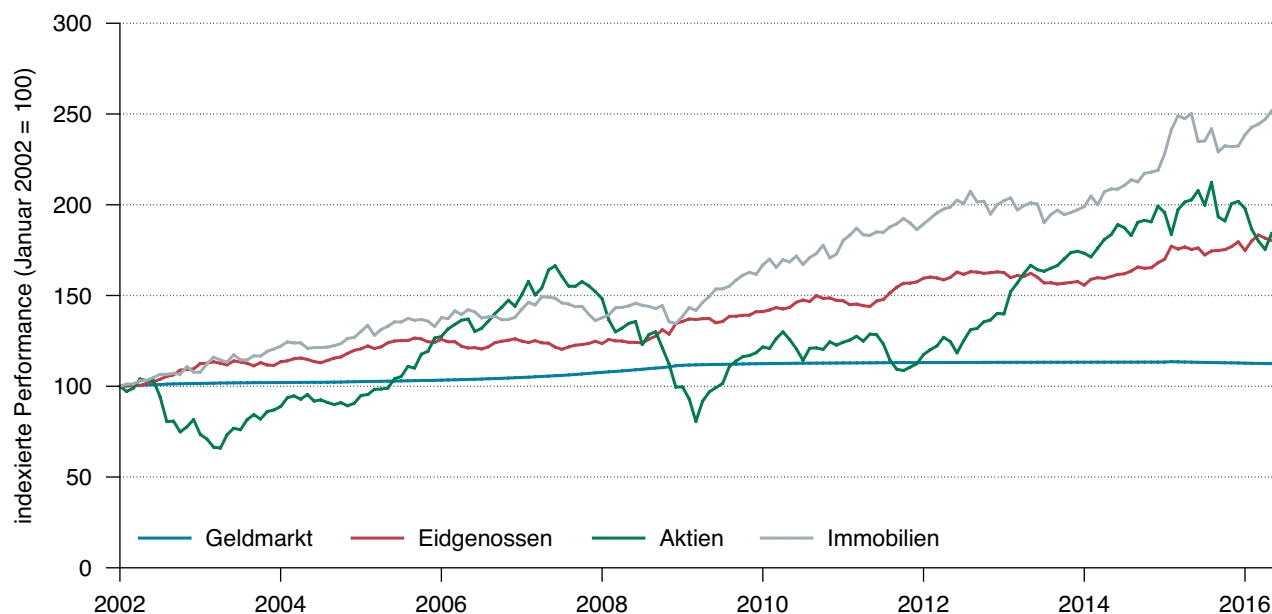
Finanzmarktumfeld

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	-0.3	-0.2	-0.7	-0.4	-0.3	-0.2	-0.7	-0.4
Eidgenossen CHF	3.9	0.4	4.0	24.7	3.9	0.4	4.0	24.7
Unternehmensanleihen CHF	2.5	0.4	2.8	20.1	2.5	0.4	2.8	20.1
Aktien Schweiz (SMI)	-7.3	4.7	-10.1	42.1	-7.3	4.7	-10.1	42.1
Aktien Eurozone (Stoxx600)	-6.6	6.5	-12.7	43.2	-4.8	6.4	-7.7	25.8
Aktien UK (Ftse100)	0.2	6.5	-8.3	24.7	-4.5	4.4	-11.1	22.4
Aktien Japan (Topix)	-13.7	2.9	-16.0	75.2	-6.3	6.1	-2.2	44.0
Aktien USA (S&P 500)	2.0	9.6	-0.5	71.6	-0.1	7.9	5.2	89.1
Aktien Schwellenländer	1.0	9.6	-21.4	-19.8	-1.0	7.9	-16.9	-11.6
Aktien Welt (MSCI World)	0.3	9.5	-6.4	40.2	-1.7	7.8	-1.0	54.5
Immobilien Schweiz	5.3	4.5	4.9	37.6	5.3	4.5	4.9	37.6
Immobilien Global	7.1	14.4	3.9	49.7	4.9	12.6	9.9	65.0
Rohstoffe	8.4	14.0	-19.2	-47.7	6.2	12.2	-14.5	-42.4
Rohöl (Brent)	37.7	51.5	-25.3	-56.2	34.9	49.1	-21.0	-51.7
Gold	20.1	4.9	4.4	-14.8	17.6	3.3	10.4	-6.1

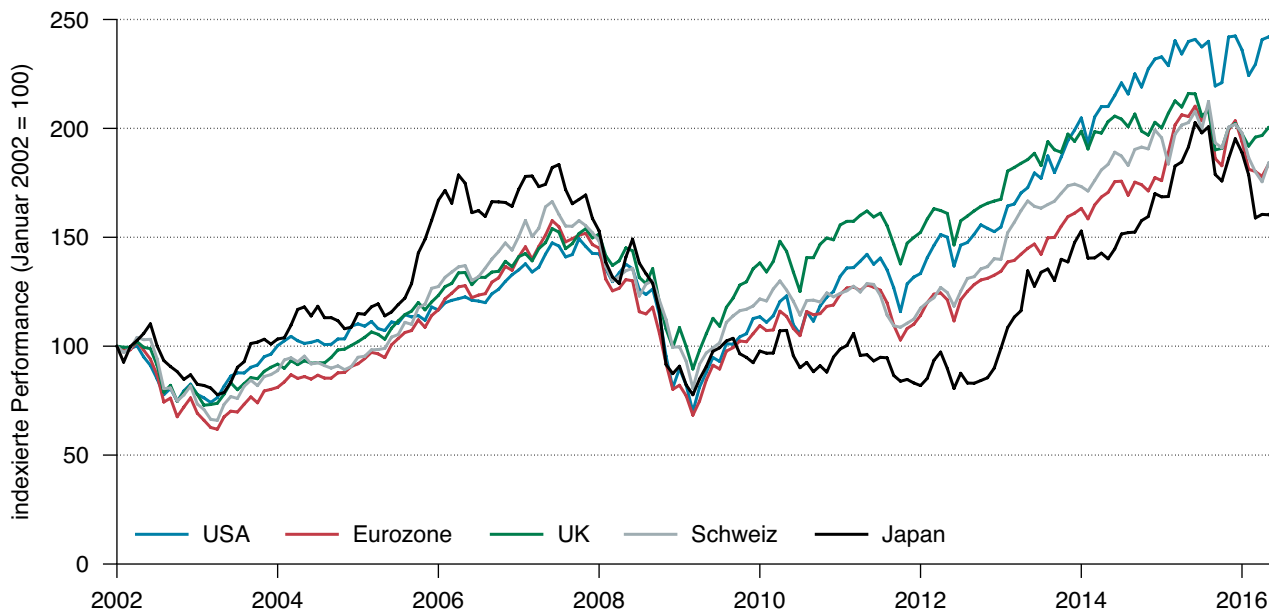
¹ Performance in Prozent für den jeweiligen Zeitraum.

Performance Schweizer Finanzanlagen

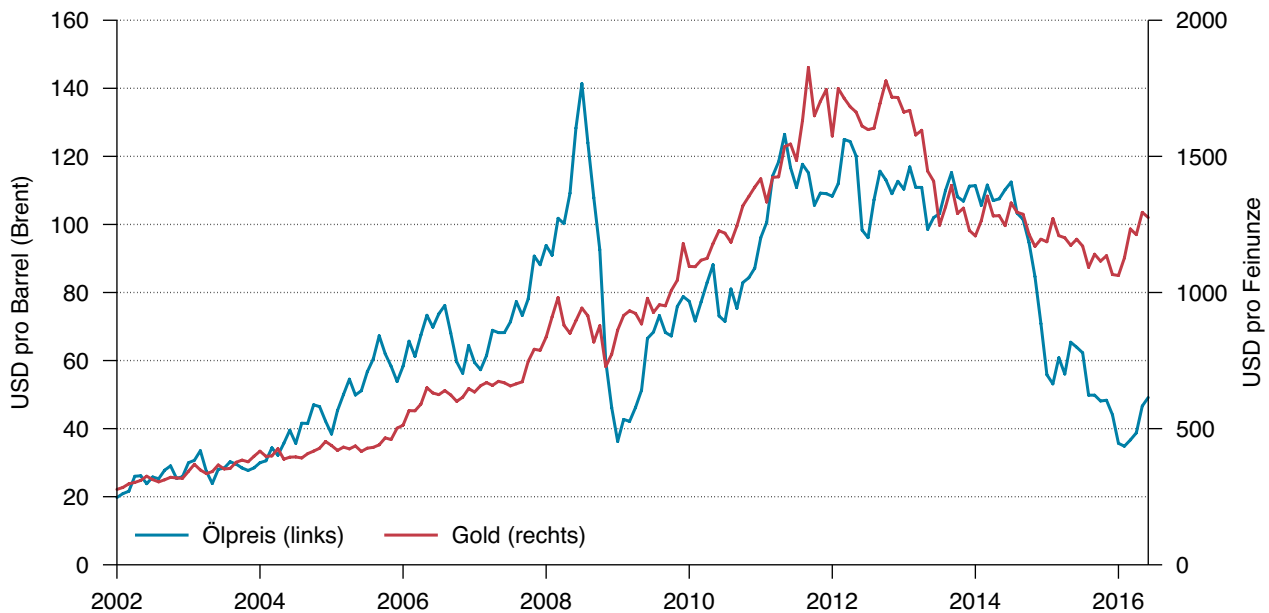


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Performance ausgewählter Aktienmärkte (in Lokalwährung)



Performance ausgewählter Rohstoffpreise



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Die Zahl des Monats

990 Minuten

55 von 81 Senatoren haben in Brasilien für die Absetzung von Dilma Rousseff gestimmt. Damit wäre auch die Zweidrittelmehrheit gegeben, welche für eine definitive Absetzung der Präsidentin nötig ist. 66 Senatoren haben zudem die Möglichkeit ergriffen, sich zu ihrer Entscheidung zu äussern. Sie hatten je 15 Minuten Zeit dazu. Das macht 990 Minuten an purem politischem Spektakel.

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.