

JANUAR 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

Währungsabsicherung
und Zinsdifferenzen –
die Kosten
steigen!



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: 16. Januar 2017

FX Monthly erscheint monatlich in deutscher und englischer Sprache.

Inhalt

QCAM Insight	Seite 1
Die Makroperspektive	Seite 3
Was die Währungsmärkte bewegt	Seite 5
Konjunkturklima	Seite 7
Inflation und Zinsen	Seite 11
Währungsmärkte	Seite 15
Finanzmarktumfeld	Seite 19
Die Zahl des Monats	Seite 21

Währungsabsicherung und Zinsdifferenzen – die Kosten steigen!



Bernhard Eschweiler, PhD, Senior Economist
QCAM Currency Asset Management AG

Zinsdifferenzen zwischen Währungspaaren beinhalten nicht nur Handelsopportunitäten, sondern bestimmen auch die Hedging-Kosten. Die geldpolitische Konvergenz der letzten Jahre hat zu einer historisch einzigartigen Angleichung der Zinsraten geführt und damit auch die Hedging-Kosten tief gehalten.

Vor der jüngsten Finanzkrise lag der absolute Spread der 3-Monats-LIBOR-Raten zwischen den fünf grössten Währungsräumen (USD, EUR, JPY, GBP und CHF) durchschnittlich bei rund 250bp und im Extremfall, beispielsweise zwischen dem GBP und dem JPY, bei 500bp. Mitte 2009 lag dieser Wert bei nur noch rund 25bp.

Die Angleichung der Zinsraten ist ein normales Phänomen jedes Zyklus' monetärer Expansion. Trotzdem: Ausmass, Länge und Stabilität der jüngsten Zinskonvergenz sind aussergewöhnlich. Im vorherigen Zyklus, zwi-

schen den Jahren 2002 und 2007, gingen die durchschnittlichen 3-Monats-LIBOR-Spreads auf rund 200bp zurück und verharrten für rund zwei Jahre auf diesem Niveau. Im aktuellen Zyklus sind die durchschnittlichen Spreads auf unter 100bp gefallen – und zwar für rund sechs Jahre. Kommt hinzu, dass die *forward guidance* der Zentralbanken den Spreads zusätzliche Stabilität und Vorhersehbarkeit bescherte. Von Mitte 2012 bis im Frühjahr 2015 war der durchschnittliche Spread zwischen den fünf grössten Währungsräumen ausserordentlich stabil und lag bei gerade einmal 25bp.

Unterbrochen wurde diese Phase vor allem von der Eurokrise. Die erste anhaltende Abkehr vom Umfeld der ultra-tiefen Spreads kam dann mit der Entscheidung der Schweizerischen Nationalbank im Januar 2015, die Fixierung des EURCHF-Wechselkurses aufzugeben und stattdessen die Guthaben der Geschäftsbanken bei der SNB mit Negativzinsen zu belegen.

Als nächstes bewegten sich die Spreads wieder, als die EZB und die BoJ ebenfalls Negativzinsen einführten und die Fed im Dezember 2015 damit begann, die Leitzinsen anzuheben. Seither haben sich die Zinsdifferenzen weiter ausgeweitet. Heute liegt der durchschnittliche 3-Monats-Libor-Spread bei rund 85bp und damit auf unter der Hälfte des Wertes des vorherigen Zyklus.

Die ultra-tiefen Zinsdifferenzen waren insbesondere deshalb ein Segen für FX-Hedger, weil die Währungsvolatilitäten nicht gefallen sind. Sowohl die tatsächliche als auch die implizite Volatilität erreichte im Jahr 2014 zwar mit dem Jahr 2007 vergleichbare Werte. Tatsächlich aber war die durchschnittliche Volatilität im aktuellen Zyklus

höher als im vorherigen Zyklus und gleichzeitig weniger synchron zwischen den verschiedenen Währungsräumen.

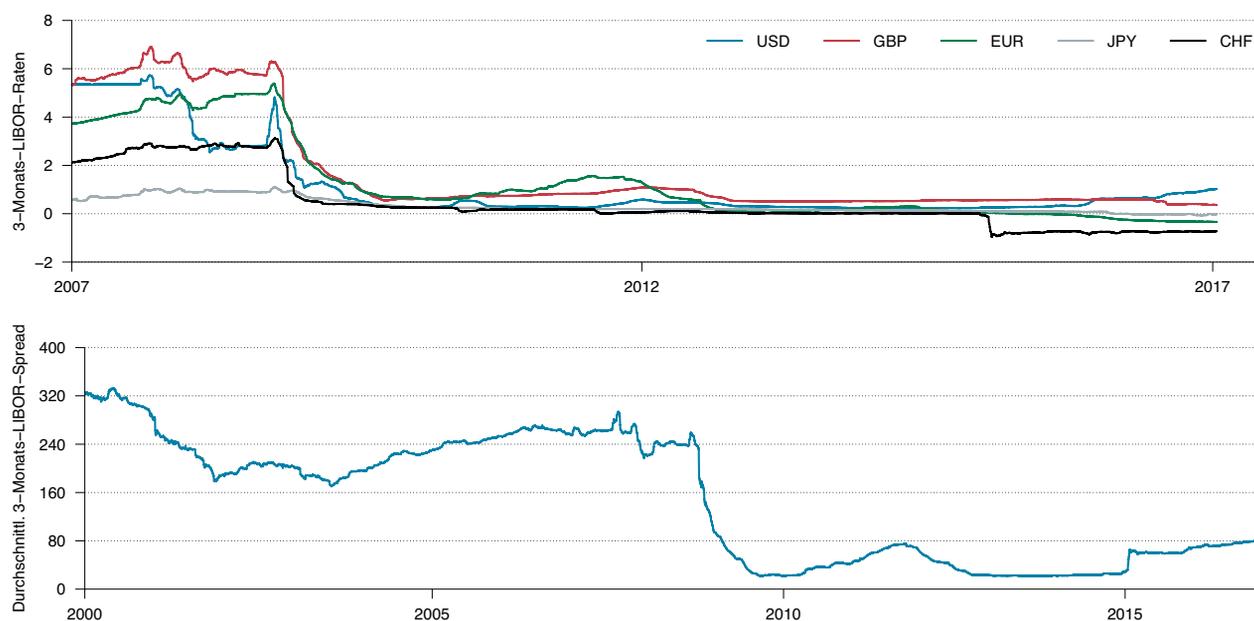
Was 2017 erwartet werden darf

Was im aktuellen Jahr mit den Zinsdifferenzen passieren wird, hängt wesentlich von den Entwicklungen in den Vereinigten Staaten und insbesondere von der amerikanischen Zentralbank ab. Ein Richtungswechsel der EZB, der SNB oder der BoJ erscheint im Moment eher unwahrscheinlich. Die BoE wird wahrscheinlich die Geldpolitik ebenfalls stabil halten, um den *Brexit*-Prozess zu stabilisieren. Die Fed derweil projiziert einen Anstieg der Leitzinsen um 75bp. Die Finanzmärkte erwarten 50bp. Entscheidend wird sein, welche Fiskal- und Handelspolitik die neue Regierung in Angriff nehmen wird und wie die Fed auf diese Entwicklungen reagieren wird. Noch sind die Marktteilnehmer optimistisch, dass die von Donald Trump angestrebten Massnahmen einen vorteilhaften Mix aus regulatorischen Erleichterungen, Steuersenkungen und Infrastrukturausgaben bringen werden.

Doch es lauern auch Risiken. Erstens könnte Präsident Trump seine Vollmachten zum Nachteil des amerikanischen und damit globalen Aussenhandels nutzen, was dem schon sehr lange andauernden Aufschwung der US-Wirtschaft zuwider laufen könnte. Dann dürfte die Fed eher weniger tun, als sie selbst heute projiziert. Ein zweites Risiko besteht, wenn es Trump gelingt, ein aggressives Fiskalpaket umzusetzen. Dies könnte die Inflation antreiben und die Fed dazu verleiten, die Zinsen schneller anzuhäben als bisher angedacht.

In anderen Worten liegt die mögliche Spannweite des Anstiegs des US-Leitzinses im Jahr 2017 zwischen 0 und 125bp. Kommt es in den restlichen Währungsräumen zu keinen Änderungen, liegt der durchschnittliche Zins-Spread zwischen 85 und 135bp. Das ist ein substanzieller Anstieg, aber immer noch ein tiefer Wert im historischen Vergleich. FX-Hedger sollten sich diese Tatsache zunutze machen, insbesondere deshalb, weil es unwahrscheinlich ist, dass die Währungsvolatilität in naher Zukunft abnehmen wird.

3-Monats-LIBOR-Raten und durchschnittlicher 3-Monats-LIBOR-Spread



Quelle: ICE Benchmark Administration Limited (IBA), QCAM, Wellershoff & Partners

Die Makroperspektive

Der Inflationsanstieg wird zur «Horror-Kurve»

Im Dezember stiegen die Inflationsraten auf breiter Front deutlich an. Vor allem in Deutschland machte die Inflationsrate einen gewaltigen Satz nach oben, was sogar die Bild-Zeitung auf den Plan rief. Trotz zwei weiterer Monate, in denen sich der Inflationsanstieg fortsetzen dürfte, ist bei der EZB nicht mit einer Abkehr von der expansiven Geldpolitik zu rechnen.

Wenn selbst die deutsche Bild-Zeitung auf ihrer Titelseite über makroökonomische Themen berichtet, muss es wahrlich zu einer aussergewöhnlichen wirtschaftlichen Entwicklung gekommen sein. Anfang Januar berichtete die grösste Boulevard-Zeitung Deutschlands über den jüngsten Anstieg der Inflationsrate – und das in gewohnter Manier: «Diese Horror-Kurve bedroht unser Ersparnis», so der Titel in der Bild.

Grösste Veränderung seit 1995

In der Tat war der Sprung der deutschen Teuerungsrate im Dezember 2016 bemerkenswert. Die Gesamtinflationsrate verdoppelte sich im Vergleich zum Vormonat von 0.8 auf 1.7 Prozent. Zuletzt kam es im Jahr 1995 zu einer grösseren monatlichen Veränderung der deutschen Jahressteuerung. Die jüngste Veränderung der Jahresrate mag aussergewöhnlich sein, das nun erreichte Niveau von 1.7 Prozent ist es nicht. Immerhin aber ist es der höchste Wert seit Sommer 2013. In den darauffolgenden zwei Jahren waren die Inflationsraten weltweit durch einen starken Rückgang der Rohstoffpreise – der Erdölpreis halbierte sich in dieser Phase auf unter 40 US-Dollar pro

Fass – nach unten gedrückt worden. Die teilweise negativen Inflationsraten schürten vielerorts Deflationsängste und wurden von der Europäischen Zentralbank immer wieder als eines der Hauptargumente für ihre expansive Geldpolitik ins Feld geführt.

Energiepreise weiterhin als Haupttreiber

Wie beim Rückgang spielt auch beim Anstieg der Inflationsraten der Erdölpreis die Hauptrolle. Der im Verlauf der letzten zwölf Monate auf wieder über 50 US-Dollar pro Fass gestiegene Erdölpreis wirkt sich unter anderem über höhere Benzin- und Heizölpreise auf die Konsumentenpreis-inflation aus. Interessanterweise ist dabei der aktuelle Anstieg der Jahresrate weniger auf die aktuelle Entwicklung des Erdölpreises als vielmehr auf den Basiswert von vor zwölf Monaten zurückzuführen. Weil der Erdölpreis in der zweiten Jahreshälfte 2015 seinem Tiefpunkt entgegensteuerte, sind die Jahresveränderungsraten der Energiepreise seit September letzten Jahres deutlich stärker angestiegen als der Erdölpreis selbst (siehe Abbildung).

Zinsanstieg an den Kapitalmärkten

Weil die Basiswerte der Energiepreise jeweils für die kommenden zwölf Monate bekannt sind, war der jüngste Anstieg der Inflationsrate vorhersehbar, was an dieser Stelle auch wiederholt getan wurde. Trotzdem schienen die Kapitalmärkte vom Inflationsanstieg überrascht. Bei der deutschen 10-jährigen Staatsanleihe erhöhte sich der Zinssatz von -0.1 Prozent im September auf aktuell bei nahe 0.4 Prozent. Weil die kurzfristigen Zinsen weiterhin

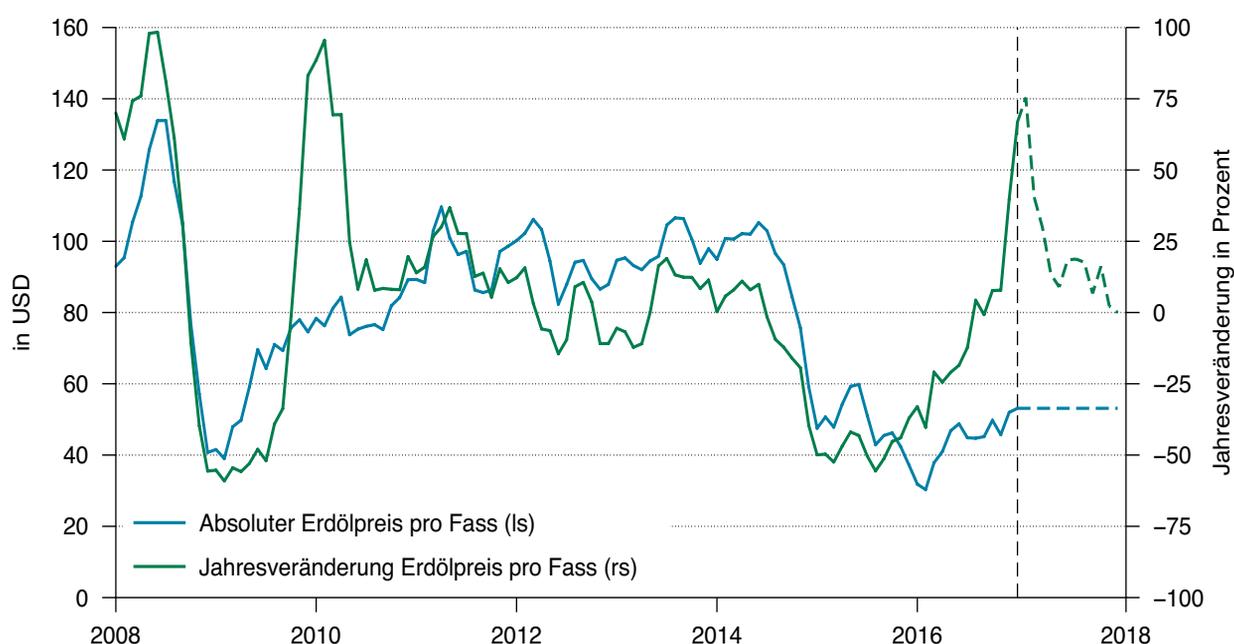
im negativen Bereich verharren, ist in nächster Zeit allerdings nicht mit einem Anstieg der Sparzinsen zu rechnen. Bei nun höheren Inflationsraten vermindert sich deshalb der reale Wert der Ersparnisse. Die Bild-Zeitung machte dann auch gleich die Europäische Zentralbank als Schuldigen aus. Aber auch renommierte Institute wie das deutsche Wirtschaftsforschungsinstitut *ifo* riefen die Europäische Zentralbank auf, ihre kontroverse expansive Geldpolitik zurückzufahren und konkret ihr mindestens bis Dezember 2017 laufendes Anleihekaufprogramm bereits im März zu beenden.

Deutsche Kritik wird die EZB kalt lassen

Die deutsche Kritik an der EZB dürfte in den kommenden Monaten noch lauter werden. Aufgrund des Energiepreisbasiereffekts ist in den Monaten Januar und Februar damit zu rechnen, dass die Inflationsraten noch weiter ansteigen werden. Während die Inflationsrate in der gesamten Eurozone auf über 1.5 Prozent ansteigen dürf-

te, ist in Deutschland gar mit Preissteigerungsraten von rund 2.5 Prozent zu rechnen. Trotzdem wird die EZB ihr Anleihekaufprogramm aller Voraussicht nach nicht im März 2017 vorzeitig beenden. Einerseits ist bei gleichbleibendem Erdölpreis damit zu rechnen, dass die Inflationsraten nach dem Höhepunkt im Februar wieder etwas rückläufig sein werden. Andererseits kam es zwar in den letzten Monaten aufgrund des Basiseffekts bei den Energiepreisen überall zu einem Anstieg der Inflationsraten. Weil aber viele Volkswirtschaften im Gegensatz zu Deutschland, darunter auch Frankreich und Italien, weiterhin eine gesamtwirtschaftliche Unterauslastung der Kapazitäten ausweisen, befinden sich die nationalen Inflationsraten auf einem deutlich tieferen Niveau als in Deutschland und damit weit weg vom sakrosankt anmutenden 2-Prozent-Inflationsziel der EZB.

Der Grund für die «Horror-Kurve»: die steil angestiegene Jahresveränderungsrate des Erdölpreises



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Was die Währungsmärkte bewegt

Die Renminbi-Anbindung ist ein Spiel auf Zeit

Chinas Geldpolitik soll dem Wachstum dienen, nicht dem Erhalt des Wechselkursregimes. Diese offensichtliche Priorität untergräbt aber letztlich die feste Anbindung des Renminbi und könnte deren Ende einläuten, auch wenn die Zentralbank im Moment noch über genügend Devisenreserven verfügt, um kurzfristige Werten gegen den Renminbi zu verderben.

Seit Chinas überraschende Währungsabwertung im Sommer 2015 eine weltweite Panik an den Finanzmärkten ausgelöst hat, werden schon minime Wechselkursbewegungen mit Argwohn betrachtet. Vernachlässigbar waren die Bewegungen des Renminbi in den ersten Handelstagen des neuen Jahres tatsächlich, wenn man sie mit anderen Währungen vergleicht. Und doch: Mit einer Tagesbewegung von knapp 1 Prozent hat sich der Renminbi in den ersten Handelstagen so stark bewegt wie seit Sommer 2015 nicht mehr.

Zentralbank verliert Devisenreserven ...

Dass die täglichen Wechselkursbewegungen des Renminbi verhältnismässig klein sind, kommt natürlich daher, dass China eines der wenigen Länder ist, das noch immer einen festen Wechselkurs hat. Zwar ist der Renminbi seit 2015 nicht mehr ausschliesslich an den US-Dollar angebunden. Stattdessen strebt die Zentralbank einen stabilen Wechselkurs gegenüber einem aus 32 Währungen bestehenden Währungskorb an. Diesen lässt sie aber schleifen, wenn heftig gegen die chinesische Währung spekuliert wird. Dann kann es schon vorkommen, dass die

Zentralbank die Spanne der erlaubten Währungsschwankungen deutlich erhöht, um diesen kurzfristigen Positionen den Garaus zu machen. Genau das dürfte die Absicht der Zentralbank in den ersten Handelstagen des Jahres 2017 gewesen sein.

... und damit das Rückgrat des Wechselkursregimes

Mittlerweile bewegt sich der Renminbi wieder in seinen gewohnten Bahnen. Beruhigen kann dies höchstens kurzfristig. Denn ein fester Wechselkurs kann nur dann aufrechterhalten werden, wenn die Zentralbank über genügend Devisenreserven verfügt, um die Währung zu stützen. Aber die Devisenreserven der chinesischen Zentralbank sind gemessen in US-Dollar seit Mitte 2015 um ein Viertel geschrumpft. Auch seit den US-Präsidentenwahlen im November 2016 fallen sie wieder deutlich. Deshalb ist die Frage berechtigt, ob die Zentralbank an ihrem Wechselkursregime überhaupt festhalten kann.

Kurzfristig droht kein Währungsdesaster

Dass die chinesische Zentralbank das Wechselkursregime aufrechterhalten kann, muss im Moment nicht bezweifelt werden. Denn auch wenn die Reserven um ein Viertel eingebrochen sind, so liegt der Bestand noch immer bei sehr hohen 3000 Milliarden US-Dollar. Dass die Zentralbank zudem auch die Absicht hat, an der geltenden Wechselkurspolitik festzuhalten, lässt sich aus den jüngsten Massnahmen ableiten. So hat die PBoC auf die erneuten Kapitalabflüsse einerseits mit dem oben erwähnten *short-squeeze* reagiert, andererseits aber auch mit einer erneuten Straffung der Kapitalverkehrskontrollen. Klagen da-

rüber, wie schwierig und kompliziert mittlerweile Devisentransaktionen mit China sind, häufen sich.

Keine Verteidigung um jeden Preis

Schauen wir uns die Dynamik aber längerfristig an, dann haben wir immer grössere Zweifel, dass Chinas Wechselkursregime überleben wird. Erstens drohen weitere Währungsabflüsse. Denn während der Bestand der Devisenreserven in den letzten Monaten gefallen ist, ist die Geldmenge in Renminbi weiterhin stark angestiegen. Die Zentralbank hat all die Yuan, die ihr durch den Verkauf von Devisen zugeflossen sind, dem Finanzmarkt mittels Repo-Transaktionen wieder zukommen lassen. Die Folge ist, dass den schrumpfenden Devisenreserven eine immer grössere Menge an Lokalwährung gegenübersteht. So stehen heute jedem ausstehenden Yuan nur noch halb so viele US-Dollar gegenüber wie noch vor fünf Jahren.

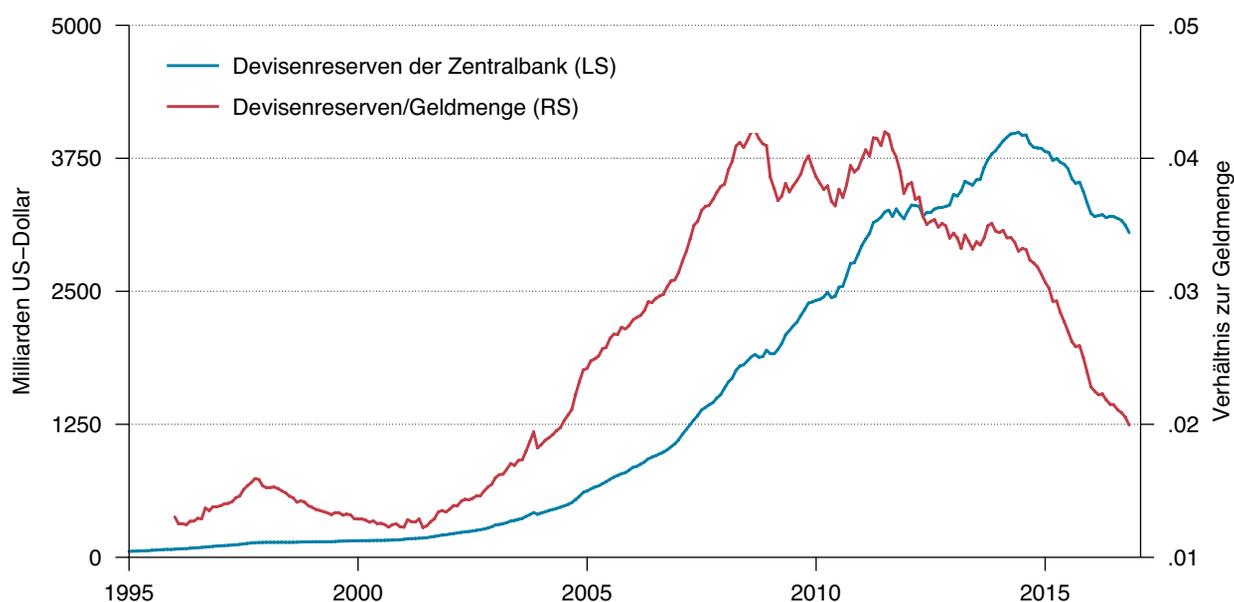
Zweitens bezweifeln wir, dass die Zentralbank im Notfall gewillt wäre, zur Verteidigung des Wechselkurses die

Zinsen ansteigen zu lassen. Die wirtschaftlichen Kosten dieses Schritts wären politisch schlicht inakzeptabel. Würden nämlich die Zinsen zur Verteidigung des Wechselkurses angehoben werden, würde dies letztlich das Ende des von der Regierung angestrebten Wachstumsziels von 6 bis 7 Prozent jährlich bedeuten. Denn in keinem Schwellenland ist der Unternehmenssektor mehr verschuldet als in China. Nicht wenige Unternehmen können bereits heute nur dank dem tiefen Zinsniveau überleben.

Fazit

Kurzfristig ist nicht mit einer raschen Aufhebung der Wechselkursanbindung des Renminbi zu rechnen. Sollte es aber hart auf hart kommen und sollten die Kapitalabflüsse anhalten, wird China seinen Wechselkurs nicht halten können – und wollen.

Die Devisenreserven der chinesischen Zentralbank schrumpfen



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Konjunkturklima

In den Vereinigten Staaten hat sich das Konjunkturklima in der zweiten Jahreshälfte des vergangenen Jahres deutlich aufgehellt. Die Stimmung hat sich sowohl in der Industrie als auch bei den Dienstleistern verbessert. Der *ISM Manufacturing Index* konnte sich von seinem zwischenzeitlichen Tief von 49.4 Punkten im August erholen und wies im Dezember satte 54.7 Zähler auf. Auch im nicht-verarbeitenden Gewerbe ist die Stimmung gut. Mit einem Indexwert von 57.2 Punkten liegt der Stimmungswert im Dezember deutlich über dem Durchschnitt der letzten zehn Jahre von 53 Indexpunkten. Kommt hinzu, dass die US-Arbeitslosenquote mit 4.7

Prozent wieder so tief ist wie zuletzt im November 2007 und die Löhne so stark gestiegen sind wie seit sieben Jahren nicht mehr. All diese Faktoren sprechen für eine robuste Konjunktorentwicklung in den kommenden Quartalen.

Die Eurozone kann den wirtschaftlichen Aufschwung fortsetzen und zeigt wie die Vereinigten Staaten eine Wachstumsbeschleunigung in den Winterquartalen an. Der positive Konjunkturausblick wird dabei insbesondere von Deutschland gestützt. So zeigen vorauslaufende Konjunkturklimaindikatoren für Deutschland ein Wachstum von 2.9 Prozent an.

Überblick

	Trend- wachstum ¹	Reales BIP-Wachstum ²				W&P-Konjunkturklimaindikatoren ³			
		Q1/2016	Q2/2016	Q3/2016	Q4/2016	9/2016	10/2016	11/2016	12/2016
USA	1.7	1.6	1.3	1.6	-	2.1	1.8	2.4	2.8
Eurozone	1.0	1.7	1.7	1.7	-	1.6	1.9	1.9	2.1
Deutschland	1.4	1.8	1.7	1.7	-	2.5	2.8	2.7	2.9
Frankreich	0.7	1.2	1.1	1.0	-	0.9	0.9	1.1	1.3
Italien	0.2	1.0	0.8	1.0	-	0.3	0.6	0.5	0.5
Spanien	1.6	3.4	3.4	3.2	-	1.6	2.1	2.3	1.9
Grossbritannien	1.8	1.8	2.0	2.3	-	1.9	2.0	2.2	2.4
Schweiz	1.5	1.1	2.0	1.3	-	1.2	1.0	0.9	1.1
Japan	0.4	0.3	0.9	1.0	-	1.8	1.8	1.7	1.8
Kanada	1.6	1.3	1.1	1.3	-	1.3	1.1	1.1	1.1
Australien	2.4	2.5	3.1	1.8	-	2.4	2.3	2.4	2.5
Brasilien	1.4	-5.4	-3.6	-2.9	-	-0.9	-0.8	-0.8	-1.4
Russland	0.1	-1.2	-0.6	-0.4	-	1.2	2.5	3.6	3.7
Indien	7.7	7.9	7.1	7.3	-	6.7	6.2	6.7	7.3
China	7.4	6.7	6.7	6.7	-	6.8	7.2	7.0	7.4
Industrienationen ⁴	1.4	1.6	1.7	1.6	-	2.0	2.0	-	2.6
Schwellenländer ⁴	6.0	4.8	4.8	4.9	-	4.7	5.0	-	4.8
Welt ⁴	3.5	3.2	3.2	3.3	-	3.2	3.5	-	3.6

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

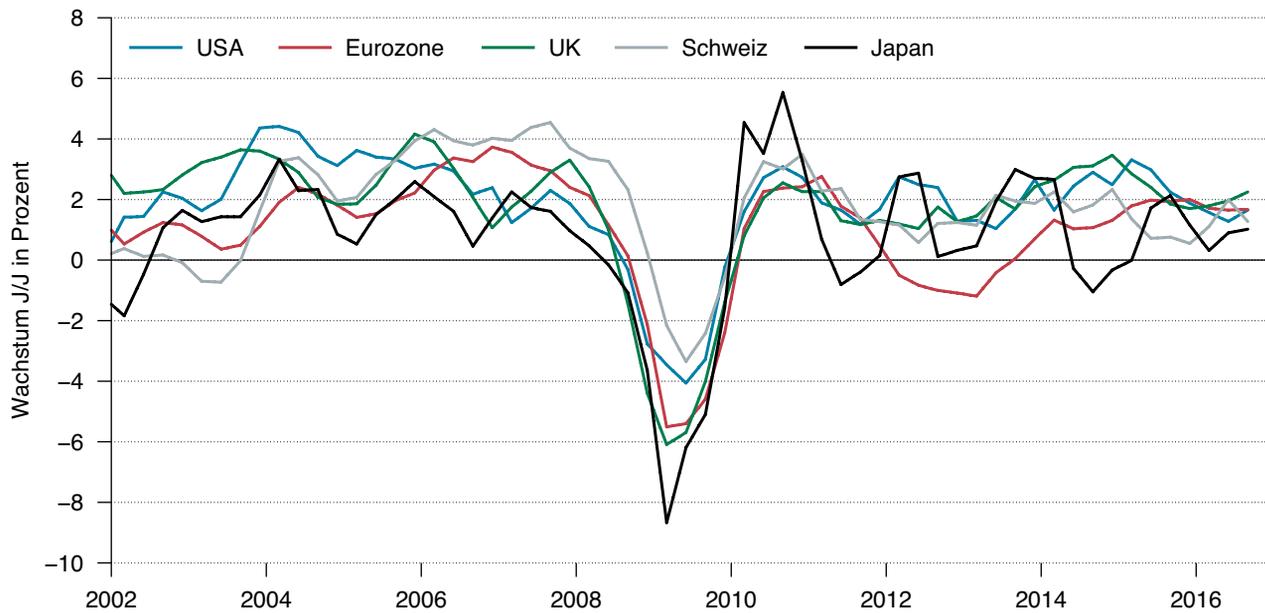
² Veränderung des realen BIP gegenüber dem Vorjahresquartal in Prozent.

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.

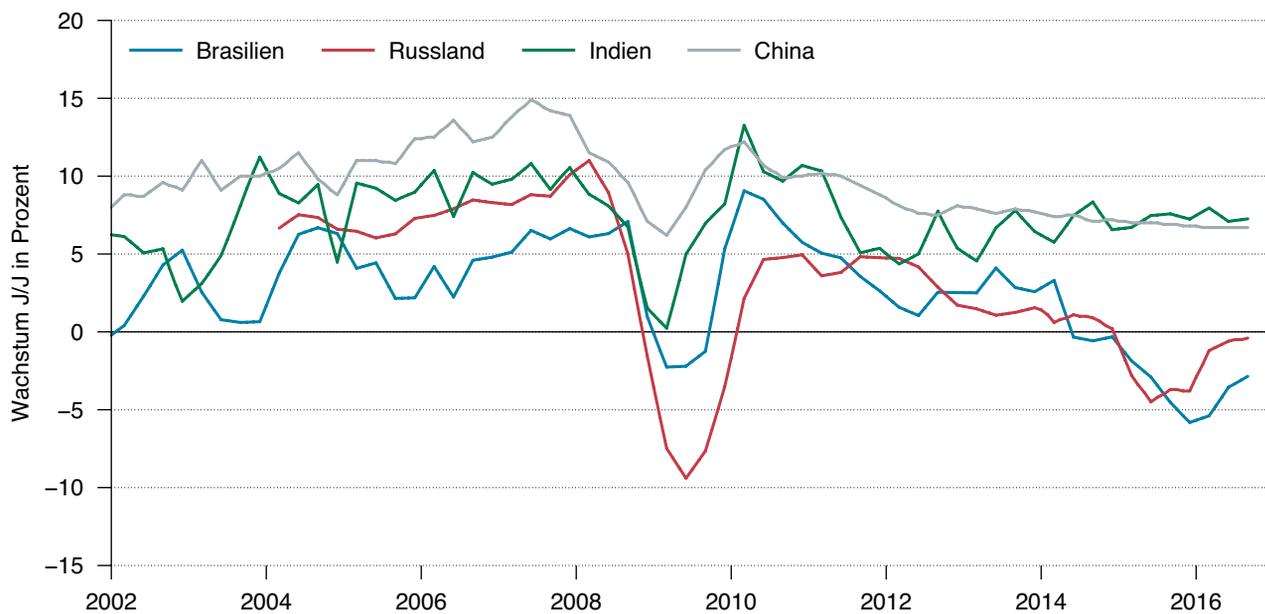
⁴ Die Aggregate werden anhand von nominalen BIP-Gewichten und Kaufkraftparitätskursen berechnet.

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

Wirtschaftswachstum Industrienationen



Wirtschaftswachstum Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

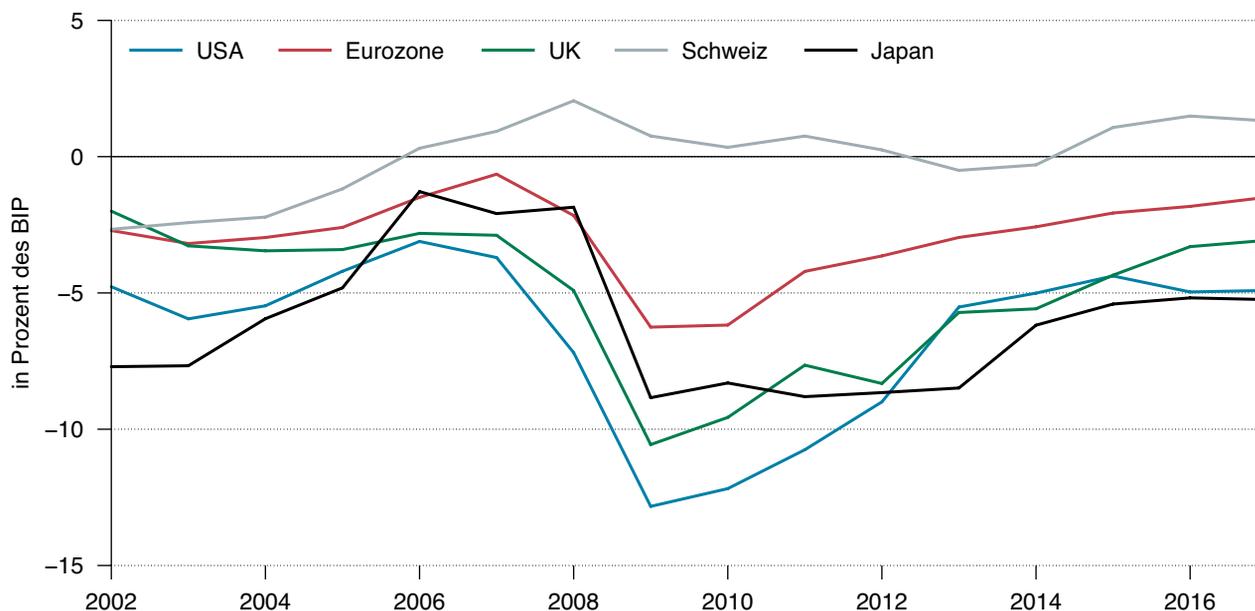
Wirtschaftsindikatoren

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	23.0	24.4	-2.5	-2.6	113.3	116.9	-5.8	-4.9	6.4	4.7
Eurozone	16.7	15.6	3.2	4.0	108.1	108.3	-2.6	-1.5	11.5	9.8
Deutschland	4.8	4.5	7.8	8.8	80.5	71.7	0.2	0.5	6.6	6.0
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	11.6
Spanien	1.7	1.6	1.2	1.7	110.4	119.1	-6.6	-3.6	24.4	19.2
Grossbritannien	3.7	3.3	-4.7	-4.8	109.6	113.1	-5.5	-3.1	6.4	-
Schweiz	0.9	0.9	10.3	9.2	45.0	41.7	0.4	1.3	3.1	3.5
Japan	6.5	6.4	2.0	3.8	225.6	237.5	-6.8	-5.2	3.8	3.1
Kanada	2.3	2.0	-3.2	-3.1	88.1	90.5	-1.8	-2.3	7.0	6.9
Australien	1.9	1.7	-3.8	-3.9	34.3	43.2	-3.0	-2.5	5.8	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	7.4	11.9
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	5.4

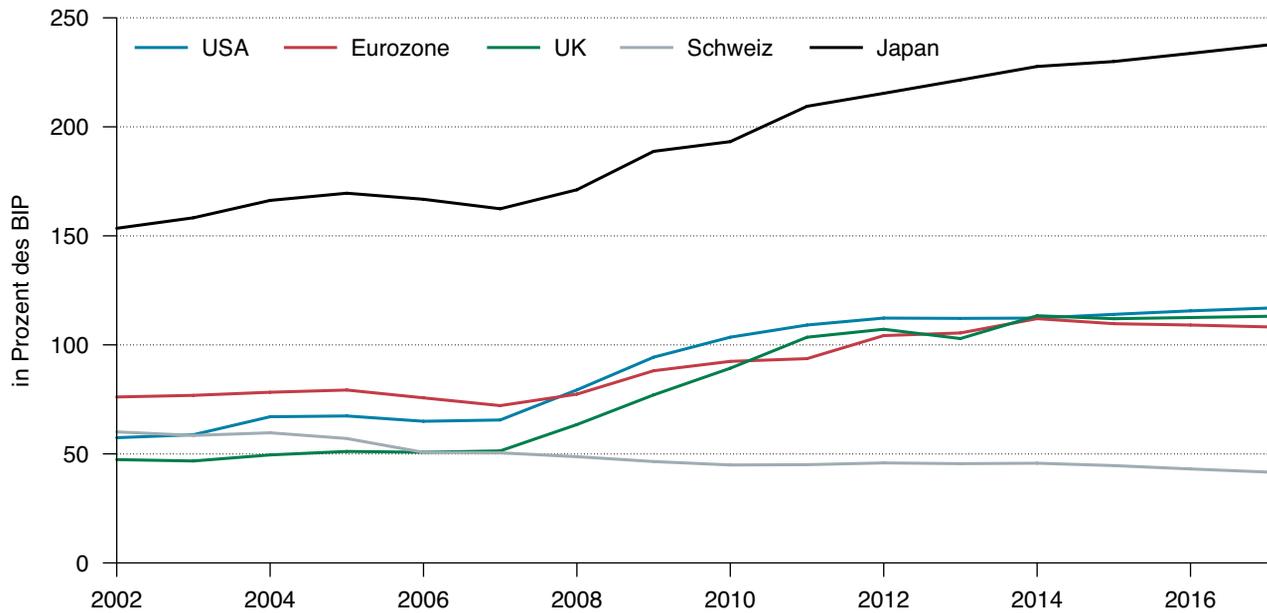
¹ In Prozent; Berechnung anhand von Marktwechselkursen. ² In Prozent vom nominalen BIP. ³ In Prozent.

Budgetdefizit Industrienationen

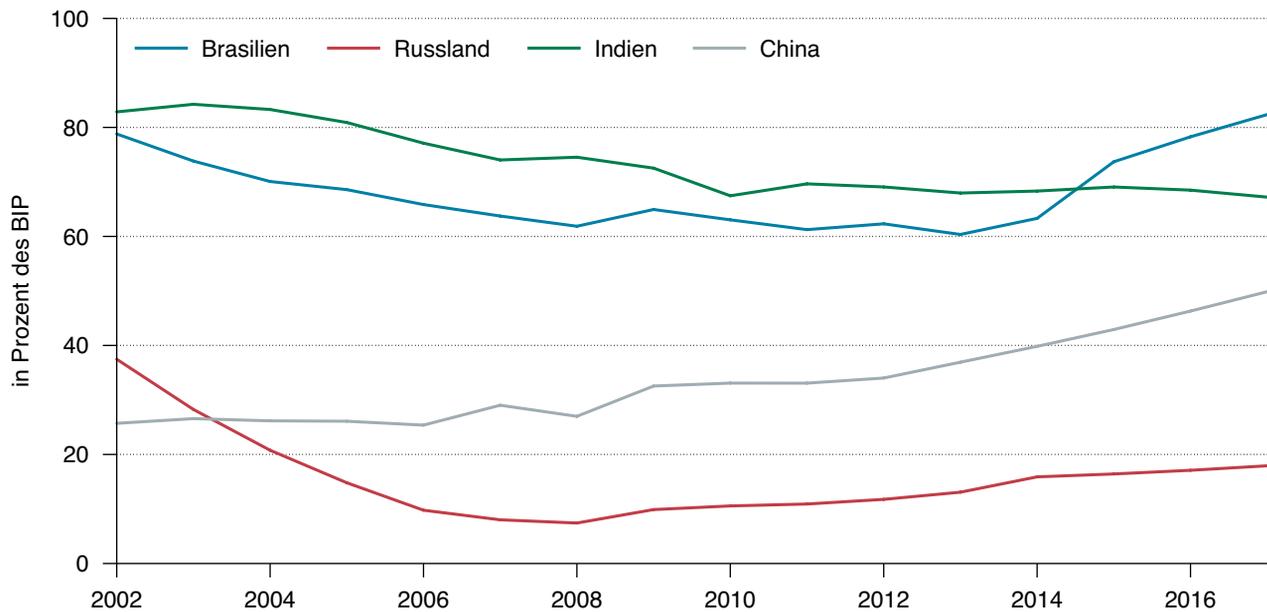


Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Staatsverschuldung Industrienationen



Staatsverschuldung Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Inflation

Die Vereinigten Staaten weisen für den Dezember 2016 eine auf 2.1 Prozent gestiegene Gesamtinflationsrate aus. Dass die gestiegene Gesamtinflationsrate durch die Energiepreiskomponente getrieben ist, lässt sich etwa an der beinahe konstanten Kerninflationsrate beobachten, welche bei 2.2 Prozent verharrt.

Für die kommenden Monate muss mit weiter steigenden Gesamtinflationsraten gerechnet werden. Wellershoff & Partners erwartet die Spitze im März mit der Veröffentlichung der Februar-Zahlen. Die US-Gesamtinflationsrate dürfte dann deutlich über 2.5 Prozent zu liegen kommen.

In der Eurozone war im Dezember 2016 ein starker Anstieg der Gesamtinflationsrate ersichtlich. Im November wurde noch eine Gesamtinflationsrate von 0.6 Prozent ausgewiesen, im Dezember lag dieser Wert schon bei 1.1 Prozent. Den stärksten Anstieg konnte mit einem Anstieg der Inflationsrate von 0.8 auf 1.7 Prozent Deutschland verzeichnen. Das dürfte den Druck auf die EZB, ihr Anleihekaufprogramm zu überdenken, erhöhen.

Überblick

	Ø 10 Jahre ¹	Inflation ²				Kerninflation ³			
		9/2016	10/2016	11/2016	12/2016	9/2016	10/2016	11/2016	12/2016
USA	1.8	1.5	1.6	1.7	2.1	2.2	2.1	2.1	2.2
Eurozone	1.5	0.4	0.5	0.6	1.1	0.8	0.8	0.8	0.9
Deutschland	1.4	0.6	0.8	0.8	1.7	1.2	1.1	1.3	1.6
Frankreich	1.2	0.4	0.4	0.5	0.6	-	-	-	-
Italien	1.5	0.1	-0.2	0.1	0.5	0.5	0.2	0.4	0.6
Spanien	1.5	0.2	0.7	0.7	1.5	0.8	0.8	0.8	-
Grossbritannien	2.3	1.0	0.9	1.2	-	1.5	1.2	1.4	-
Schweiz	0.1	-0.2	-0.2	-0.3	0.0	-0.1	-0.3	-0.3	-0.3
Japan	0.3	-0.5	0.2	0.5	-	0.1	0.2	0.1	-
Kanada	1.6	1.3	1.5	1.2	-	1.8	1.6	1.5	-
Australien	2.5	1.3	-	-	-	1.7	-	-	-
Brasilien	6.2	8.5	7.9	7.0	-	7.1	6.9	6.6	-
Russland	9.2	6.4	6.1	5.8	5.4	6.7	6.4	6.2	-
Indien	8.0	4.4	4.2	3.6	-	-	-	-	-
China	0.1	0.3	0.8	0.8	-	1.7	1.8	1.9	-
Industrienationen⁴	1.5	0.9	1.1	1.1	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4
Schwellenländer⁴	3.7	2.6	2.7	2.5	2.4	3.0	3.0	3.0	3.0
Welt⁴	2.5	1.7	1.9	1.8	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8

¹ Durchschnittliche Jahreststeuerung der Konsumentenpreise in Prozent.

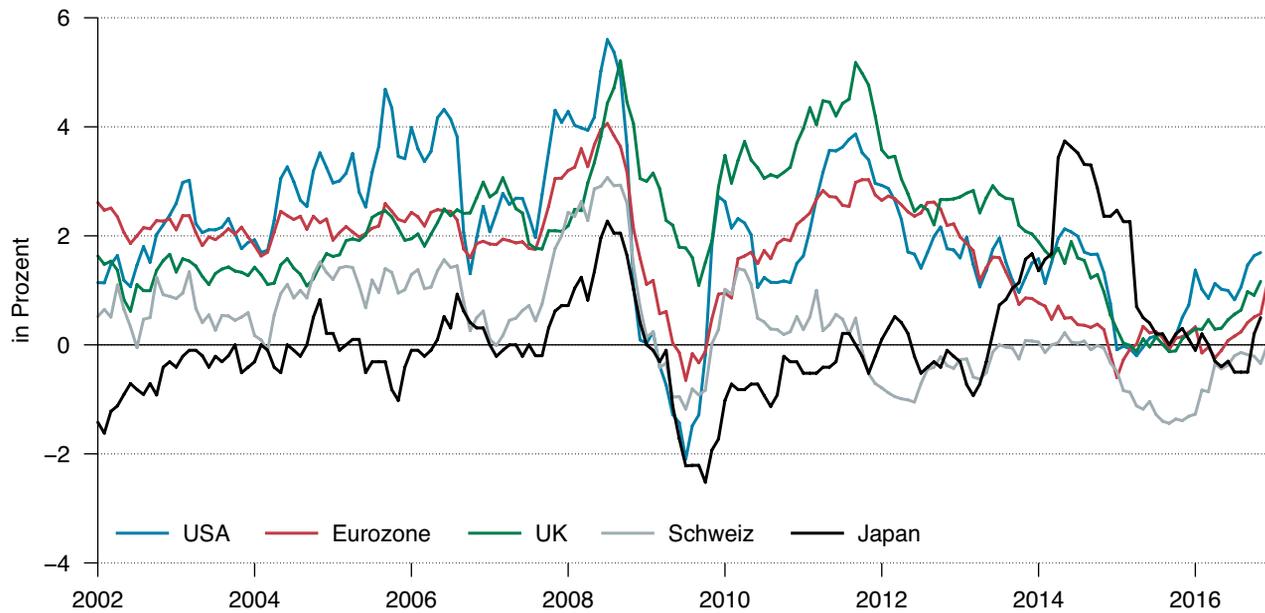
² Veränderung der Konsumentenpreise gegenüber dem Vorjahresmonat in Prozent.

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

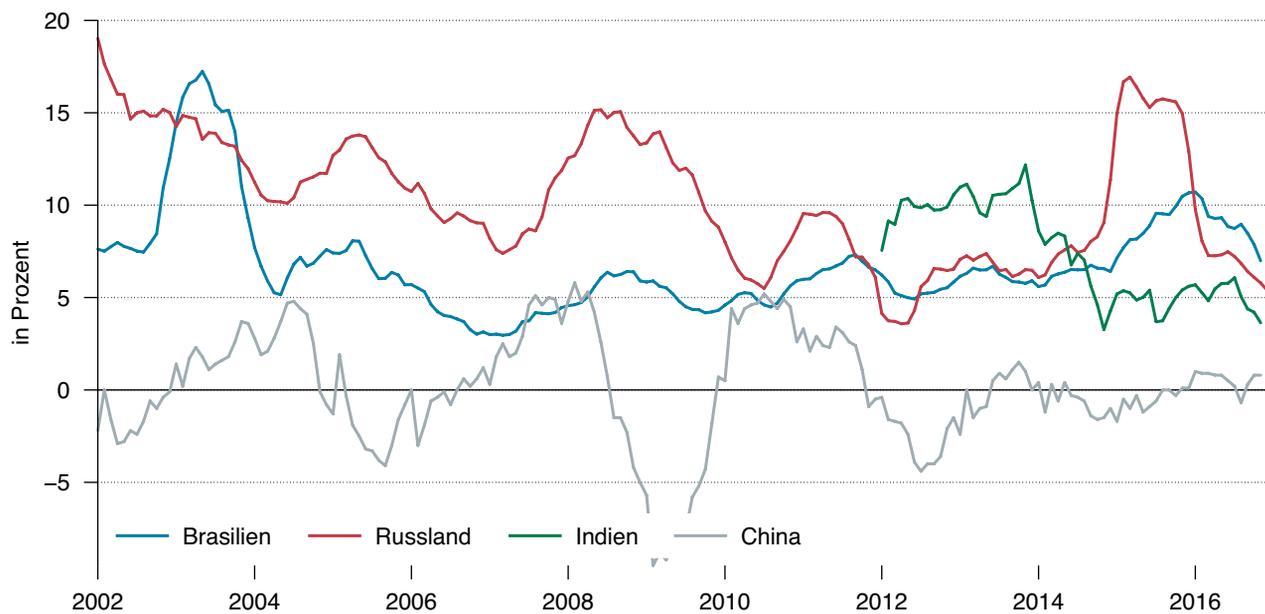
⁴ Die Aggregate werden anhand von nominalen BIP-Gewichten und Kaufkraftparitätskursen geschätzt.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Konsumentenpreisinfation Industrienationen



Konsumentenpreisinfation Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

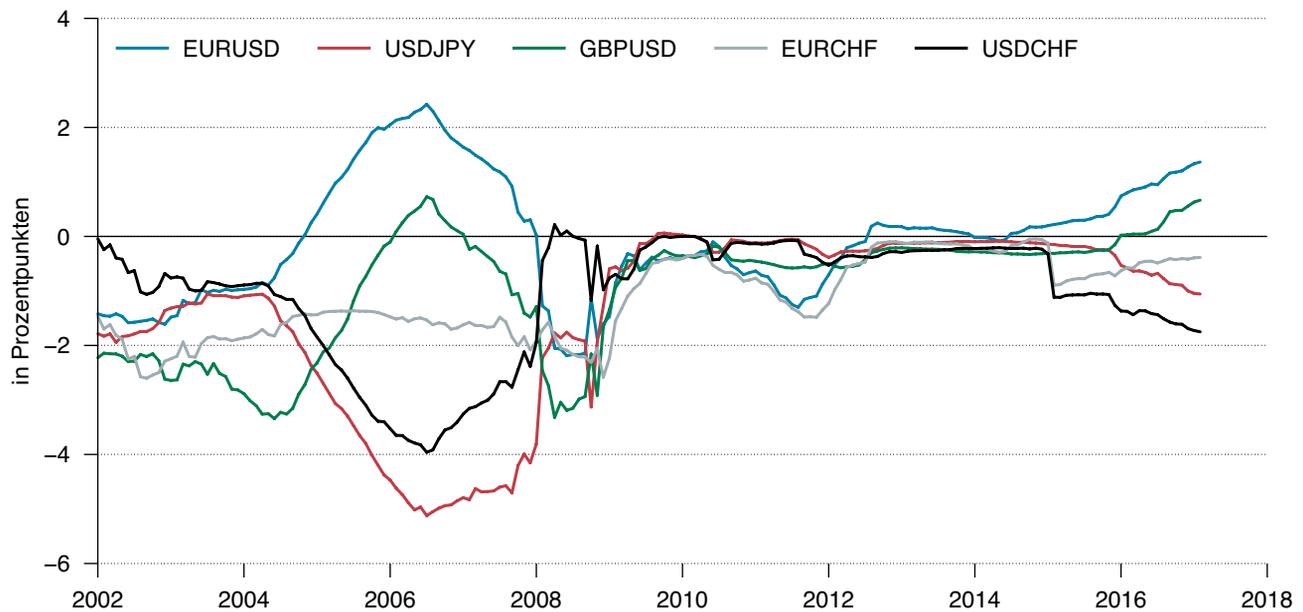
Zinsumfeld

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	1.063	1.33	0.72	0.32	-0.10	1.77	1.08	0.50	-0.02
USDJPY	115.0	-1.06	-0.54	-0.29	-0.82	-1.57	-0.92	-0.56	-1.00
GBPUSD	1.218	0.66	0.03	-0.18	-0.57	0.93	0.11	-0.17	-0.58
EURCHF	1.073	-0.42	-0.65	-0.37	-0.81	-0.43	-0.68	-0.46	-0.90
USDCHF	1.010	-1.75	-1.37	-0.69	-0.71	-2.20	-1.75	-0.97	-0.87
GBPCHF	1.230	-1.09	-1.34	-0.87	-1.28	-1.27	-1.64	-1.14	-1.46
CHFJPY	113.9	0.69	0.84	0.40	-0.11	0.63	0.83	0.40	-0.13
AUDUSD	0.749	-0.47	-1.31	-2.04	-2.59	0.17	-0.63	-1.43	-2.13
USDCAD	1.312	-0.07	0.20	0.73	0.47	-0.48	-0.19	0.47	0.27
USDSEK	8.920	-1.72	-0.92	0.14	0.36	-1.86	-1.21	-0.02	0.27
USD RUB	59.8	8.13	10.43	9.11	7.72	7.45	10.30	8.64	7.91
USDBRL	3.213	11.42	14.18	10.64	9.96	9.30	14.46	10.33	9.82
USDCNY	6.899	2.66	2.39	3.63	2.56	1.90	2.15	3.32	2.30
USDTRY	3.762	9.06	10.96	8.86	9.51	9.60	10.44	8.70	9.72
USDINR	68.21	7.47	7.47	8.76	7.28	5.42	5.95	6.52	4.63

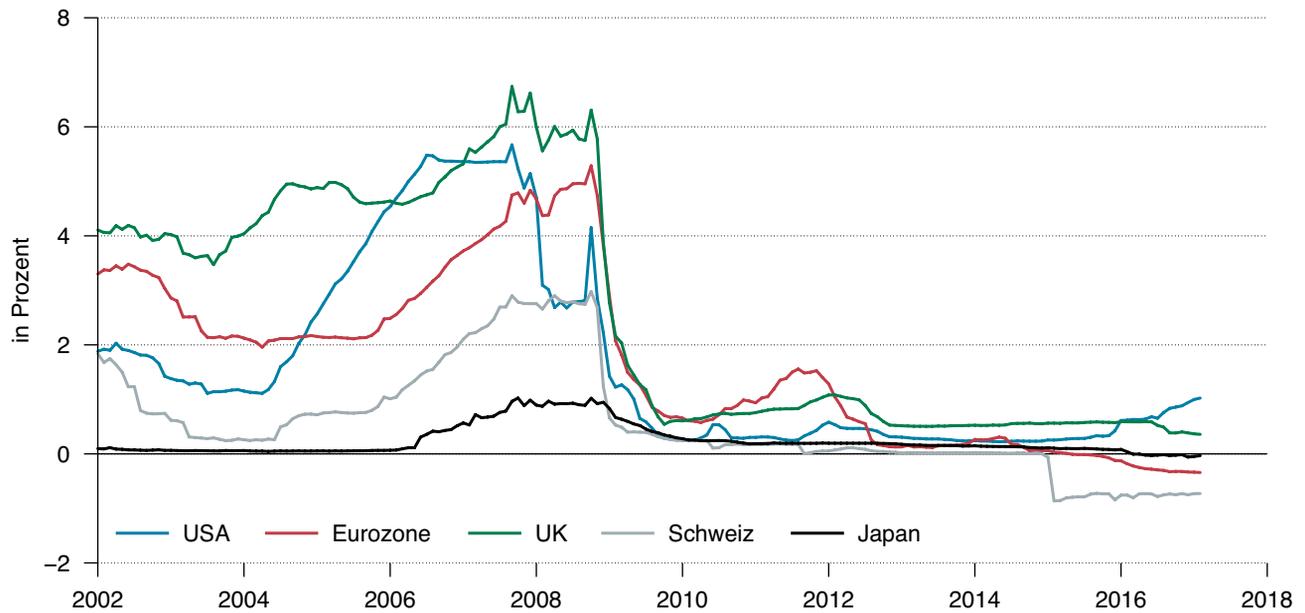
¹ Zinsen im zweiten Währungsraum abzgl. Zinsen im ersten Währungsraum; z.B. US-Dollar-Zinsen abzgl. Euro-Zinsen für EURUSD.

Zinsdifferenz

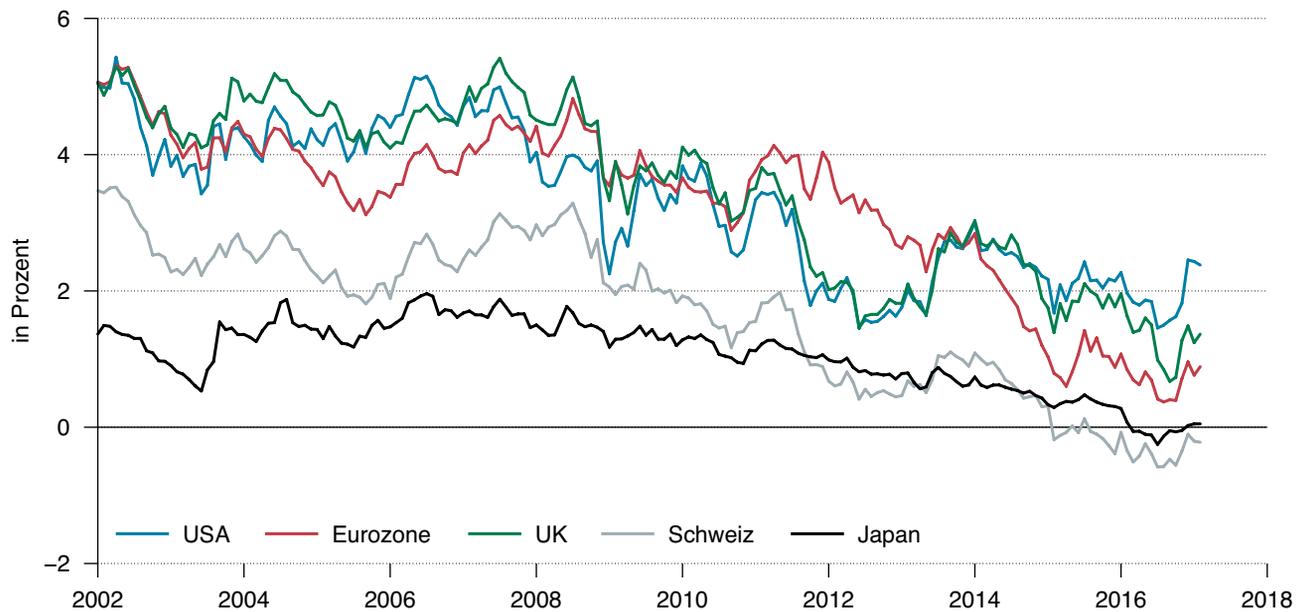


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Dreimonats-Liborsätze



Zehnjährige Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Währungsmärkte

Der US-Dollar hat sich im vierten Quartal 2016 auf handelsgewichteter Basis um über 6 Prozent aufgewertet; gegenüber dem Euro hat der Greenback rund 8 Prozent an Wert gewonnen. Dieser Anstieg dürfte vor allem durch das Narrativ der divergierenden Geldpolitik zwischen der EZB und der Fed getrieben worden sein. Mit der Zinserhöhung vom Dezember 2016 und der Aussicht auf weitere Zinserhöhungen im Jahr 2017 hat die Fed die relative Attraktivität von festverzinslichen Anlagen in den Vereinigten Staaten gesteigert, was Geldabflüsse aus der Eurozone in Richtung Amerika ausgelöst und damit den Druck auf die europäische Gemeinschaftswährung erhöht haben dürfte.

Die türkische Lira muss seit Anfang 2017 eine über 10-prozentige Abwertung zum US-Dollar hinnehmen. Grund dafür ist einerseits die politische Unsicherheit, andererseits belasten auch wirtschaftliche Unsicherheiten die Lira, wobei hier beides Hand in Hand gehen dürfte. So verzeichnete die Türkei im dritten Quartal 2016 zum ersten Mal seit 2009 ein negatives BIP-Wachstum. Inflationsraten von über 8 Prozent belasten das Land zusätzlich. Mit der erneuten Abwertung der Währung ist die türkische Lira nebst dem russischen Rubel nun Spitzenreiter in Bezug auf die handelsgewichtete Abweichung zur Kaufkraftparität. Diese beträgt knapp 50 Prozent.

Performance und Bewertung

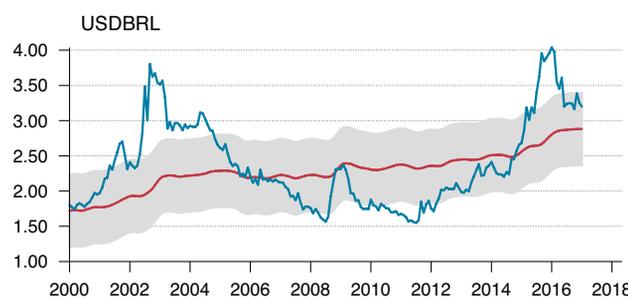
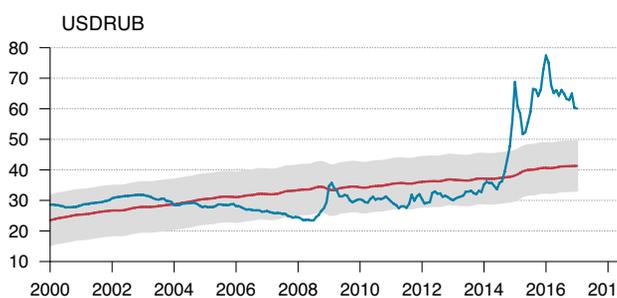
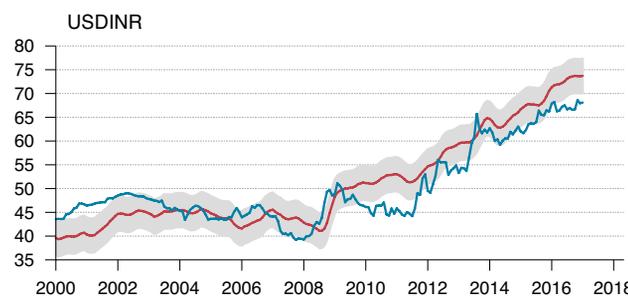
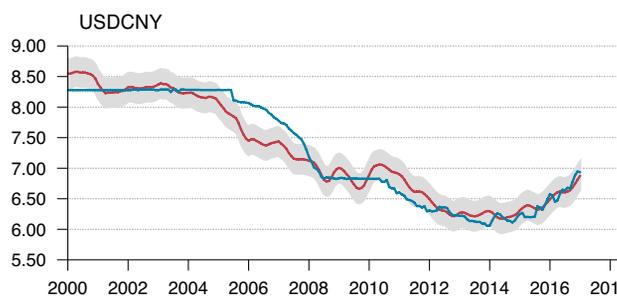
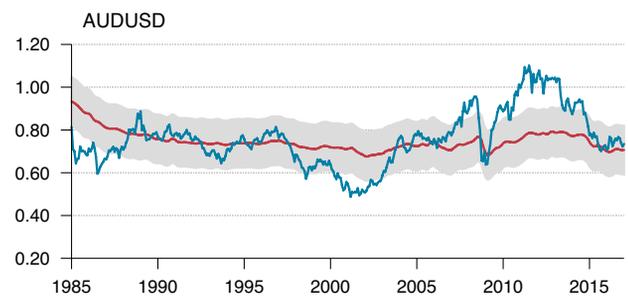
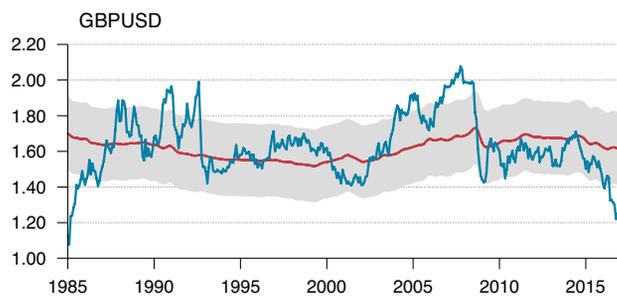
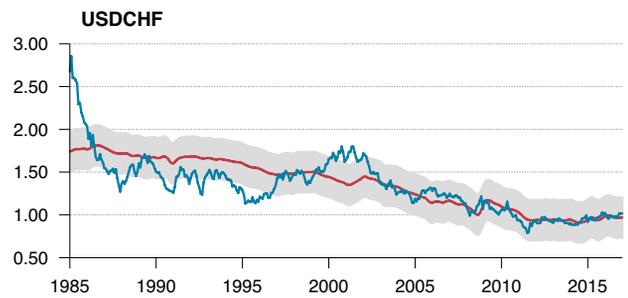
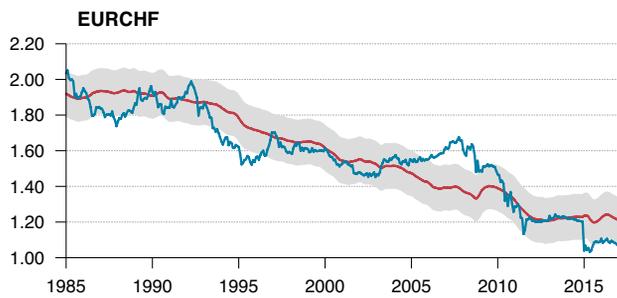
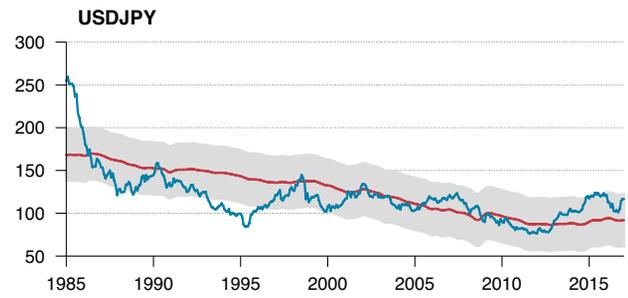
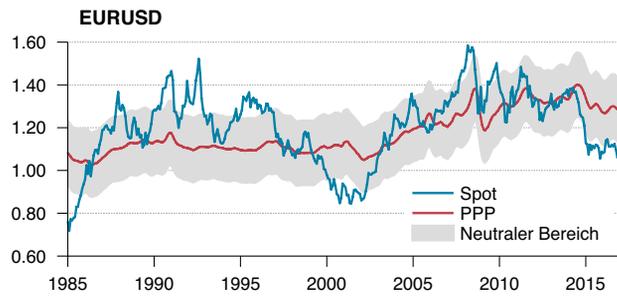
	Aktueller Wechselkurs	Performance ¹				Kaufkraftparität ²		
		YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre	PPP	Neutraler Bereich	Abweichung ³
EURUSD	1.063	0.7	-3.4	-2.0	-16.1	1.28	1.13 - 1.43	-16.7
USDJPY	115.0	-1.4	10.2	-2.6	49.4	91.9	61.4 - 122.3	25.2
GBPUSD	1.218	-1.4	-0.2	-15.4	-20.3	1.61	1.42 - 1.81	-24.5
EURCHF	1.073	0.1	-1.4	-1.9	-11.3	1.21	1.09 - 1.33	-11.4
USDCHF	1.010	-0.6	2.2	0.1	5.7	0.97	0.73 - 1.20	4.2
GBPCHF	1.230	-2.1	2.0	-15.3	-15.8	1.53	1.26 - 1.81	-19.9
CHFJPY	113.9	-0.8	7.9	-2.7	41.3	89.3	74.1 - 104.4	27.6
AUDUSD	0.749	3.5	-1.8	7.6	-27.2	0.71	0.59 - 0.82	6.1
USDCAD	1.312	-2.1	-0.2	-8.6	28.1	1.22	1.15 - 1.29	7.8
USDSEK	8.920	-1.8	1.2	4.2	27.3	7.37	6.44 - 8.30	21.1
USD RUB	59.8	-2.0	-5.1	-21.6	87.3	41.3	33.2 - 49.4	44.7
USDBRL	3.213	-1.3	0.6	-19.7	78.9	2.88	2.37 - 3.39	11.5
USDCNY	6.899	-0.7	2.6	4.7	9.4	6.88	6.64 - 7.11	0.3
USDTRY	3.762	6.9	21.9	24.3	102.1	2.67	2.46 - 2.89	40.7
USDINR	68.21	0.5	2.2	1.4	32.3	73.7	70.1 - 77.3	-7.5

¹ Performance in Prozent für den jeweiligen Zeitraum.

² Die Kaufkraftparität (engl. Purchasing Power Parity, PPP) wird anhand der relativen Inflationsentwicklung in zwei Währungsräumen geschätzt; der neutrale Bereich bestimmt sich aus +/- einer Standardabweichung der historischen Schwankungsbreite um den PPP-Wert.

³ Abweichung des aktuellen Wechselkurses von der Kaufkraftparität in Prozent.

Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

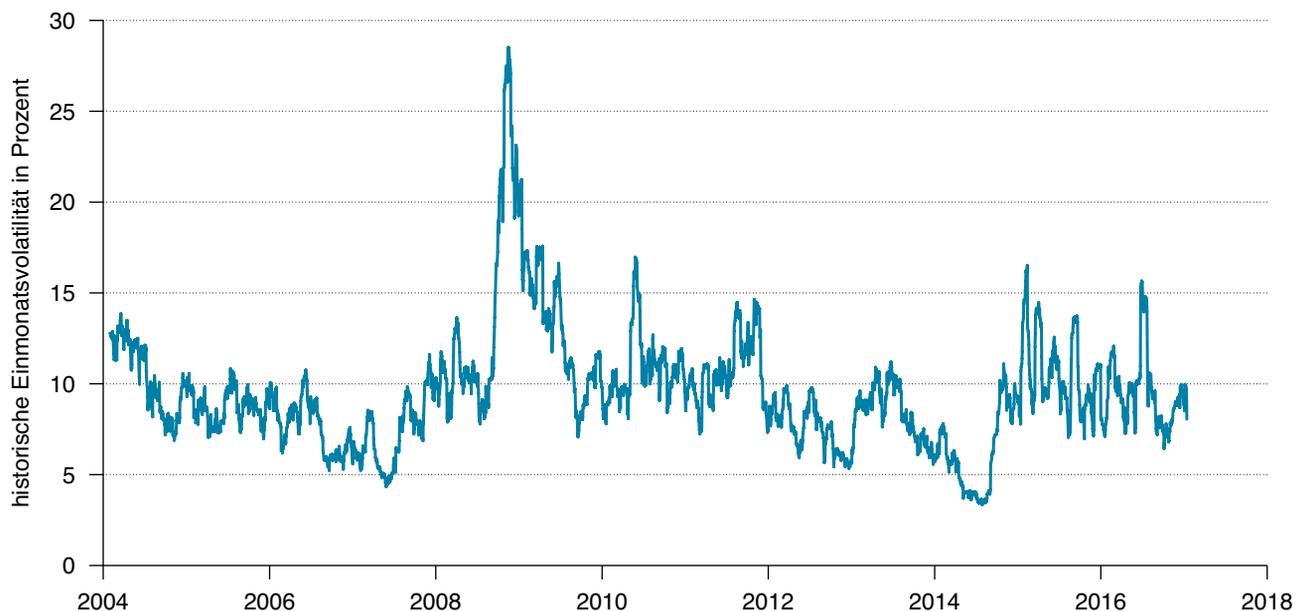
Währungsvervolatilität

Volatilität im Vergleich

	Aktueller Wechselkurs	Volatilität 3 Monate ¹				Volatilität 12 Monate ¹			
		Historisch	Implizit	Ø 5 Jahre ²	Ø 10 Jahre ²	Historisch	Implizit	Ø 5 Jahre ²	Ø 10 Jahre ²
EURUSD	1.063	9.7	9.6	9.0	10.5	8.8	9.8	9.5	10.8
USDJPY	115.0	12.6	12.8	9.8	10.9	12.0	12.2	10.4	11.2
GBPUSD	1.218	10.5	12.2	8.3	9.8	12.8	11.8	8.9	10.3
EURCHF	1.073	4.9	5.7	5.4	6.3	5.5	7.3	6.4	6.7
USDCHF	1.010	8.7	8.8	9.3	10.6	8.4	9.7	10.0	10.8
GBPCHF	1.230	9.7	10.9	8.7	10.2	12.6	11.1	9.4	10.6
CHFJPY	113.9	9.5	10.0	10.6	11.6	11.2	11.2	11.4	12.1
AUDUSD	0.749	10.3	10.6	10.4	12.5	11.5	11.5	11.1	12.8
USDCAD	1.312	8.1	8.7	7.9	9.9	9.6	9.1	8.4	10.2
USDSEK	8.920	10.4	10.1	10.5	12.5	10.2	10.6	11.1	12.8
USDRUB	59.8	17.5	15.8	16.0	13.8	19.1	16.8	16.4	14.9
USDBRL	3.213	17.1	15.4	14.7	15.4	17.4	15.7	15.2	15.9
USDCNY	6.899	3.2	6.3	3.0	3.0	2.7	7.2	3.9	4.6
USDTRY	3.762	15.6	19.3	11.5	13.3	12.2	17.3	12.9	14.6
USDINR	68.21	4.2	6.2	9.0	9.6	4.1	7.5	10.1	10.5

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

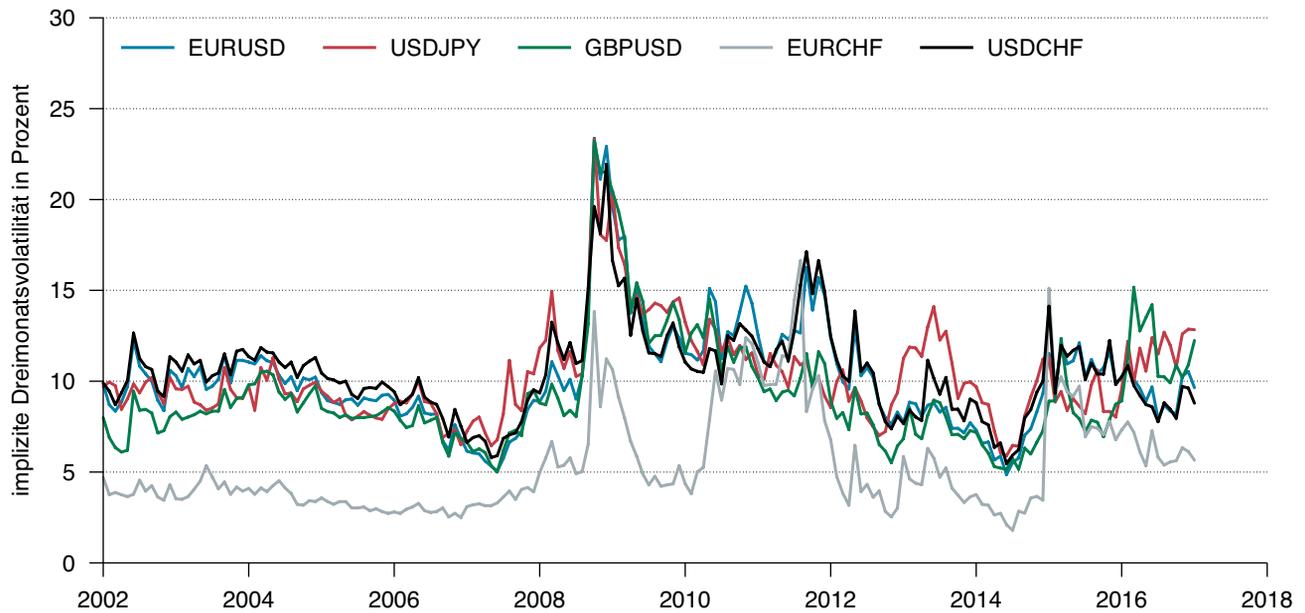
QCAM-Volatilitätsindikator³



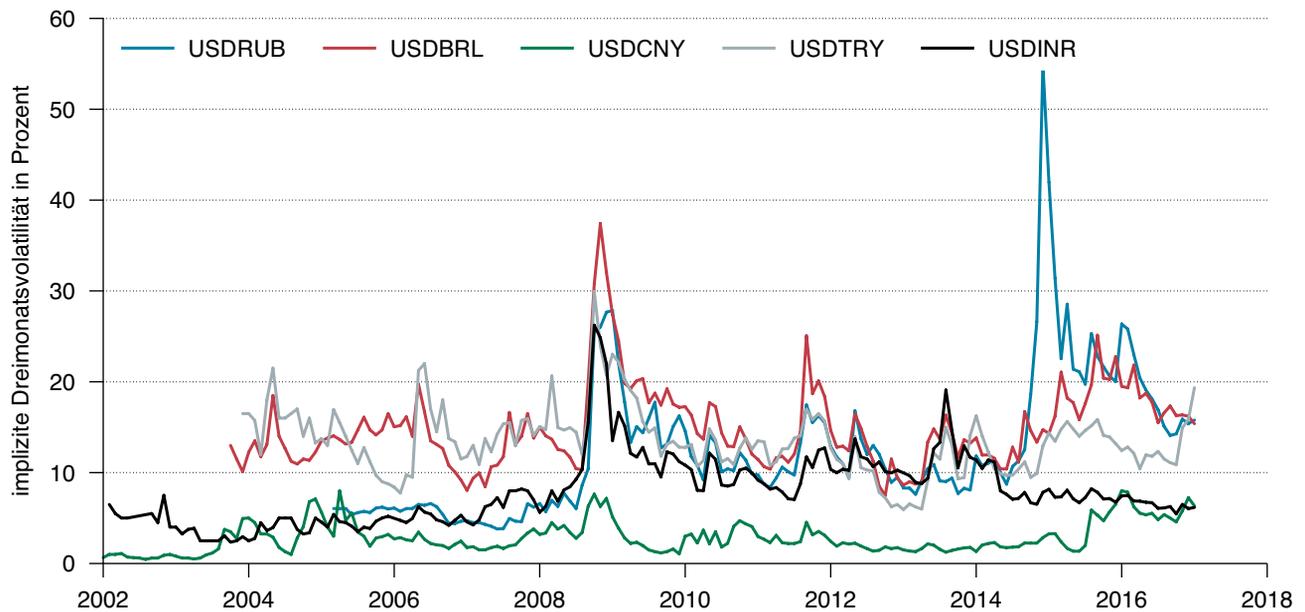
³ Der Volatilitätsindikator von QCAM bildet die Volatilität an den globalen Währungsmärkten ab; für die Berechnung wird die historische Volatilität der wichtigsten Währungspaare verwendet und mithilfe des Handelsvolumens der jeweiligen Währungspaare gewichtet.

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

Volatilität Hauptwährungen



Volatilität Schwellenlandwährungen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

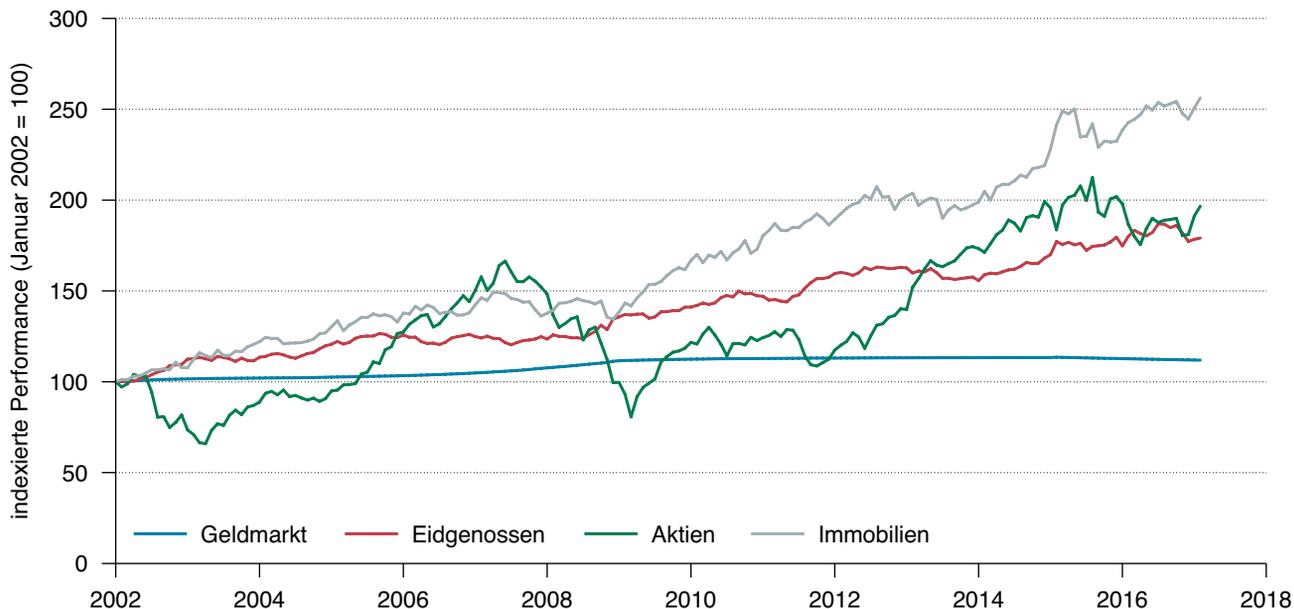
Finanzmarktumfeld

Performancevergleich

	Performance in Lokalwährung bzw. US-Dollar ¹				Performance in Schweizer Franken ¹			
	YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre	YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre
Geldmarkt CHF	0.0	-0.2	-0.7	-1.0	0.0	-0.2	-0.7	-1.0
Eidgenossen CHF	0.4	-2.6	1.1	12.3	0.4	-2.6	1.1	12.3
Unternehmensanleihen CHF	0.3	-1.4	0.4	12.2	0.3	-1.4	0.4	12.2
Aktien Schweiz (SMI)	2.8	4.5	5.5	65.8	2.8	4.5	5.5	65.8
Aktien Europa (Stoxx600)	1.3	8.0	11.7	74.6	1.2	6.5	9.4	54.7
Aktien UK (Ftse100)	2.7	5.4	29.0	56.9	1.2	7.6	9.9	33.3
Aktien Japan (Topix)	1.7	14.8	12.3	133.4	3.0	6.5	15.8	66.8
Aktien USA (S&P 500)	1.7	7.2	21.0	96.4	0.9	9.4	21.4	109.9
Aktien Schwellenländer	3.9	0.3	27.3	8.4	3.1	2.4	27.8	15.8
Aktien Welt (MSCI World)	2.2	6.1	18.5	69.7	1.4	8.3	19.0	81.4
Immobilien Schweiz	2.2	2.0	6.8	33.6	2.2	2.0	6.8	33.6
Immobilien Global	0.6	0.3	11.9	62.2	-0.2	2.4	12.2	73.3
Rohstoffe	1.2	2.6	18.8	-37.0	0.4	4.7	19.2	-32.7
Rohöl (Brent)	-1.3	8.3	82.4	-49.4	-2.1	10.6	83.1	-45.9
Gold	3.2	-4.7	10.4	-26.9	2.4	-2.7	10.8	-21.9

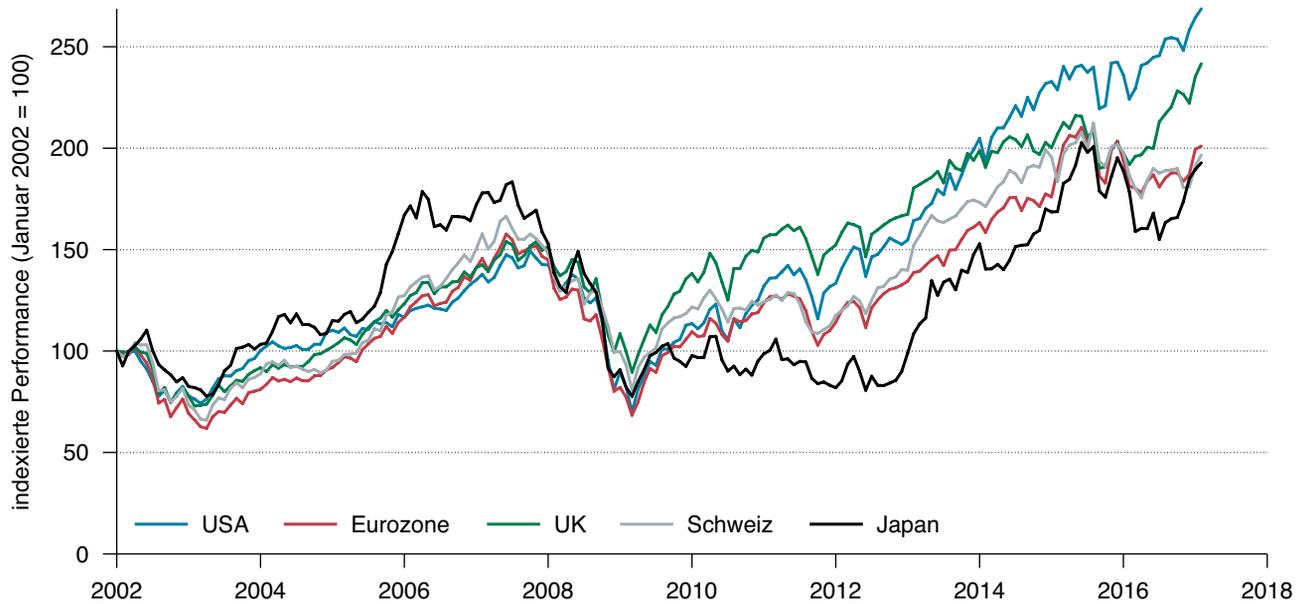
¹ Performance in Prozent für den jeweiligen Zeitraum.

Performance Schweizer Finanzanlagen

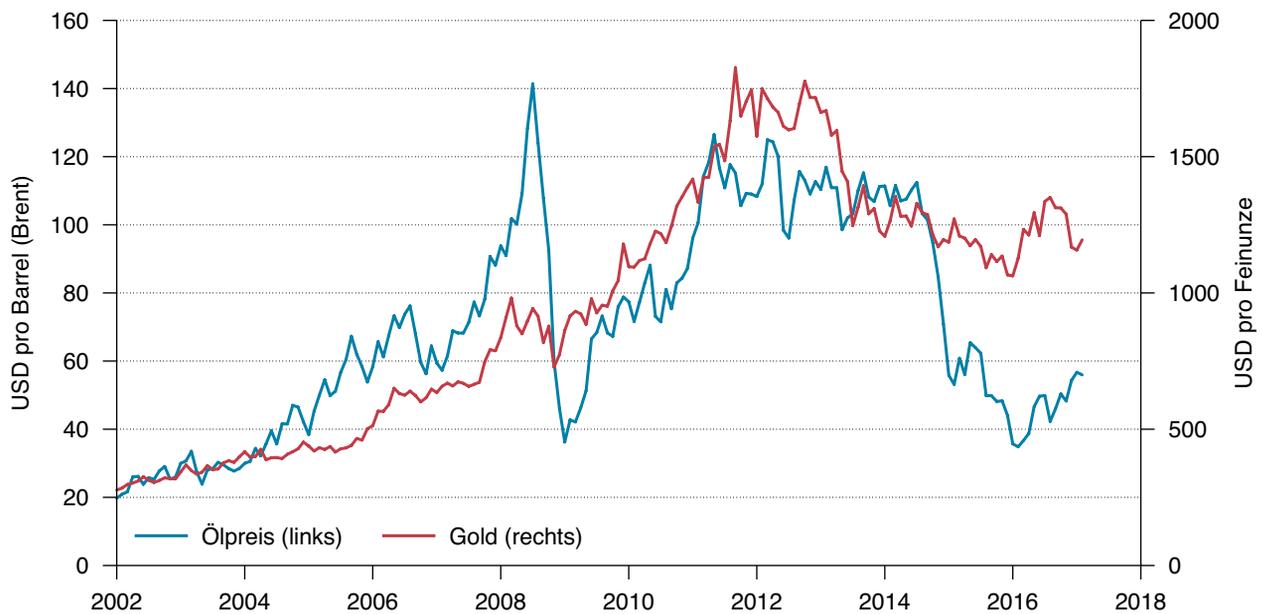


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Performance ausgewählter Aktienmärkte (in Lokalwährung)



Performance ausgewählter Rohstoffpreise



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Die Zahl des Monats

6.7

Bei Chinas Wirtschaftswachstum bestand lange Zeit eine gewisse Unstimmigkeit. So zeigten die offiziellen Statistiken ein zum Teil deutlich höheres Wachstum an als die von Wellershoff & Partners alternativ geschätzten Zahlen. Doch nach der jüngsten wirtschaftlichen Erholung weist die *W&P-BIP-Statistik für China* mittlerweile genau wie die offiziellen Stellen ein aktuelles Jahreswachstum von 6.7 Prozent aus.

Rechtliche Hinweise

Diese Publikation wurde in Zusammenarbeit von QCAM Currency Asset Management AG und Wellershoff & Partners Ltd. erstellt. Die hierin enthaltenen Analysen basieren auf zahlreichen Annahmen. Unterschiedliche Annahmen könnten zu materiell unterschiedlichen Ergebnissen führen. Alle in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus als zuverlässig und glaubwürdig eingestuftem Quellen. Trotzdem lehnen wir jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab. Alle Informationen und Meinungen sind nur zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Dieses Dokument darf nur im Rahmen der vertraglichen Vereinbarung reproduziert und vervielfältigt werden. Weder QCAM Currency Asset Management AG noch Wellershoff & Partners Ltd. sind haftbar für jegliche Ansprüche oder Klagen von Dritten, die aus dem Gebrauch oder der Verteilung dieser Publikation resultieren. Die Verteilung dieser Publikation darf nur im Rahmen der dafür geltenden Gesetzgebung stattfinden.

