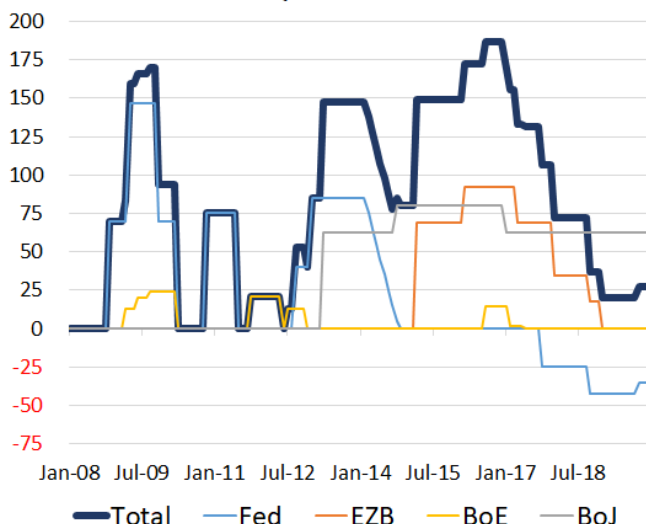
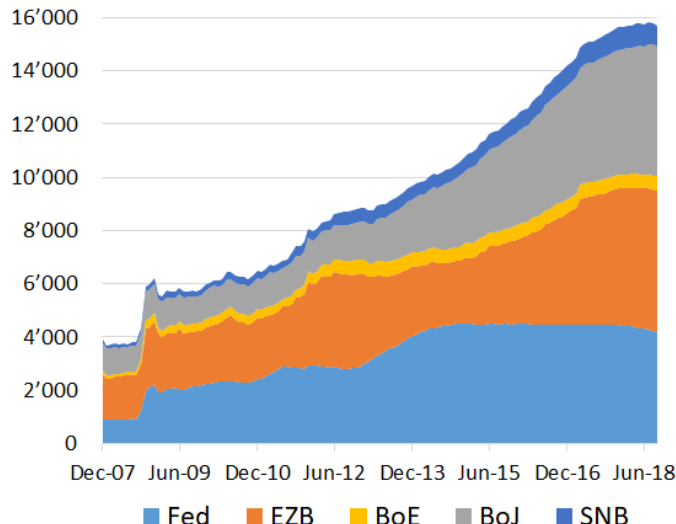


Monatliche QE-Flows in USD Mrd.



Bilanzsumme Zentralbanken in USD Mrd.



Quelle: Bloomberg, Pilatus Partners

Währungen	Aktuell	Ende 2017	Änd. YTD in %
EUR/USD	1.159	1.201	-3.5%
USD/CHF	0.990	0.974	1.7%
EUR/CHF	1.148	1.170	-1.9%
USD/JPY	112.29	112.69	-0.4%
GBP/USD	1.322	1.351	-2.2%
EUR/GBP	0.877	0.888	-1.3%
EUR/JPY	130.12	135.28	-3.8%

3-Monats-Liborsätze			Änd. YTD in bps
USD	2.43	1.69	73
EUR	-0.36	-0.38	2
CHF	-0.74	-0.75	0
JPY	-0.08	-0.02	-5
GBP	0.80	0.52	28

Renditen 10-jähriger Staatsanleihen			Änd. YTD in bps
USD	3.17	2.41	76
EUR	0.53	0.43	10
CHF	0.10	-0.15	24
JPY	0.15	0.05	10
GBP	1.67	1.19	48

Zentralbank-Sätze			Änd. YTD in bps
FED	2.25	1.50	75
EZB	0.00	0.00	0
SNB	-0.75	-0.75	0
BOJ	0.10	0.10	0
BOE	0.75	0.50	25

Fixed Income Spreads in bps			Änd. YTD in bps
Corp IG CHF	80	71	10
Corp IG EUR	117	86	31
Corp IG USD	108	93	15
US High Yield	348	343	5
EM Hard Curr	382	311	71

Aktienmärkte			Änd. YTD in %
S&P 500	2728	2674	2.0%
EURO STOXX 50	3221	3504	-8.1%
FTSE 100	7045	7688	-8.4%
DAX	11597	12918	-10.2%
SMI	8708	9382	-7.2%
NIKKEI	22695	22765	-0.3%
CAN TSX60	907	960	-5.5%
MSCI World	2045	2103	-2.8%
MSCI EM	955	1158	-17.6%

QE auf dem Prüfstand

Wo stehen wir heute bezüglich «Quantitative Easing», dem grossen geldpolitischen Paradigma der letzten 10 Jahre? Bezüglich «Flows» oder Käufen (linke Graphik) ist das US Fed bereits am vorsichtigen Abbau, die EZB wird voraussichtlich Ende 2018 ihre Netto-Käufe abschliessen und danach ihre Bilanz via Reinvestitionen konstant halten, die Bank of Japan (BoJ) ist weiterhin «all-in» mit grossen Käufen und explizitem Zinsziel für 10-jährige JGB's. Summa summarum wurde der Höhepunkt der Flows Ende 2016 erreicht und geht seitdem kontinuierlich zurück, ist aber immer noch positiv. Bezüglich «Stock» oder Beständen (rechte Graphik) besitzen Zentralbanken mittlerweile fast USD 16 Billionen an Vermögenswerten, genug, um einen Drittel des gesamten Bloomberg Global Aggregate Bond Index zu halten (Marktwert USD 49 Billionen).

Der Aufbau der Zentralbankbilanzen scheint also langsam zum Abschluss zu kommen, von einem namhaften Abbau sind wir dagegen noch meilenweit entfernt. Die realwirtschaftlichen Auswirkungen von QE bleiben sicher umstritten und werden Praxis und Theorie noch lange beschäftigen. Wir konzentrieren uns hier primär auf die Bondmärkte und versuchen, eine erste Zwischenbilanz zu ziehen: 1) QE vermag die Realzinsen ins Negative zu drücken und sie auch dort zu halten, und 2) QE vermag die im Markt gepreisten Inflationserwartungen zu stabilisieren und leicht zu erhöhen (USA Mitte 2011 – Mitte 2013, Europa ab 2015, Japan ab Mitte 2012). 3) Der Ausstieg aus QE hat in den USA zu einem massiven Realzinsanstieg und initial zu fallenden Inflationserwartungen geführt (Mitte – Ende 2013). 4) Die Realzinsbewegungen dominieren jeweils und sind in beide Richtungen stärker als die Bewegungen der Inflationserwartungen, womit sie auch ausschlaggebend für die Bewegungen der Nominalzinsen sind.

Obwohl in den jeweiligen Wirtschaftsräumen diese Auswirkungen in unterschiedlicher Ausprägung auftraten, waren sie doch in allen Bondmärkten beobachtbar und ökonomisch durchaus plausibel. Ziel der Zentralbanken war und ist es genau, via QE negative Realzinsen zu orchestrieren und Inflationserwartungen anzuheben («Financial Repression») – notabene genau, was Japan in seinen verlorenen Jahrzehnten und ohne QE nie geschafft hatte. Der QE Ausstieg hat dann das Potential, diese Wirkung wieder umzukehren. In Europa sind wir aber noch nicht an diesem Punkt. Trotz «Tapering» der EZB und QE Stopp der BoE verharren die Realzinsen deutlich im Negativen. Eine Erklärung dafür ist nicht leicht zu finden, trotzdem kann diese Zwischenbilanz gewisse Einblicke liefern. Ganz im Gegensatz zur heute dominierenden Inflationdiskussion basiert die Verwundbarkeit der europäischen Zinsen v.a. auf den negativen Realzinsen. Und genau gleich bieten die USD Zinsen bereits ein anständiges Polster, da USD Realzinsen schon 2013 deutlich korrigiert haben und seither klar im positiven Bereich handeln.

## Disclaimer

Dieses Dokument wurde zu Informationszwecken erstellt. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden mit Sorgfalt erhoben, analysiert und verfasst. Dabei ist die Pilatus Partners AG auch auf Datenquellen Dritter angewiesen (wie z.B. Bloomberg), die wir als zuverlässig erachten. Wir übernehmen keinerlei Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit, Aktualität, Zuverlässigkeit und Darstellungswirkung. Die Daten und Informationen können sich auch ohne Ankündigung jederzeit ändern.

Diese Informationen und Ansichten begründen weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten, zur Tätigkeit sonstiger Transaktionen oder zur Auslösung anderer Aktivitäten. Interessierten Investoren empfehlen wir dringend, die entsprechenden Abklärungen vorzunehmen, bevor sie auf der Basis dieses Dokuments Entscheidungen fällen. In besonderen Fällen kann auch das Einholen einer Drittmeinung oder eines Spezialisten (Steuern, Recht, etc.) angezeigt sein. Steuerliche Auswirkungen von Strategien, Produkten oder Umsetzungen müssen durch Spezialisten abgeklärt werden. Der Kunde übernimmt die Verantwortung für die ordnungsgemäße Deklaration sämtlicher Vermögenswerte und deren steuerliche Bemessung. Weder Pilatus Partners AG noch deren Vertreter oder Dritte können irgendwelche Haftung übernehmen.

Die in diesem Dokument enthaltenen Konditionen sind indikativ und können sich jederzeit ändern. Sie besitzen rein deskriptiven Charakter und stellen keine Offerte dar. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Hinweis für künftige Erträge. Performance Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftigen Ergebnisse. Die Umsetzung eines Anlagevorschlages kann schlussendlich in einer abweichenden Form erfolgen und von der vorgestellten Struktur oder den erwähnten Produkten abweichen.

Einzelne Produkte oder Komponenten dieser Unterlagen können eine gewisse Komplexität und ein hohes Risiko aufweisen (z.B. Derivate, Alternative Anlagen, strukturierte Anlagen). Sie sind nur für Anleger bestimmt, welche die damit verbundenen Risiken verstehen und übernehmen. Anlagen in Fremdwährungen unterliegen Währungsschwankungen, Investitionen in Schwellenländern oder in speziellen Produkten sind zudem besonderen Risiken ausgesetzt. Anleger sollen daher vor einer Entscheidung die rechtlichen, regulatorischen, kreditmässigen, steuerlichen, buchhalterischen Konsequenzen sorgfältig prüfen. Sie müssen auch abklären, ob sich die Empfehlungen für ihre persönlichen Umstände eignen oder angemessen sind.

Haftungsansprüche gegenüber Pilatus Partners AG oder der involvierten Personen oder Drittparteien wegen Schäden materieller oder immaterieller Art sind ausgeschlossen. Dieses Dokument darf ohne schriftliche Genehmigung der Pilatus Partners AG weder ganz noch teilweise kopiert oder weiter distribuiert werden.