

JULI 2016

FXMONTHLY

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

Seite 1 QCAM Insight

Für Investoren bieten sich
viele Chancen im Umgang
mit FX Risiken



QCAM Currency Asset Management AG
Huobstrasse 9
8808 Pfäffikon SZ
Schweiz



Wellershoff & Partners Ltd.
Zürichbergstrasse 38
8044 Zürich
Schweiz

Wellershoff und 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: 18. Juli 2016

FX Monthly erscheint monatlich in deutscher und englischer Sprache.

Inhalt

QCAM Insight	Seite 1
Die Makroperspektive	Seite 4
Was die Währungsmärkte bewegt	Seite 6
Konjunkturklima	Seite 8
Inflation und Zinsen	Seite 12
Währungsmärkte	Seite 16
Finanzmarktumfeld	Seite 20
Die Zahl des Monats	Seite 22

Für Investoren bieten sich viele Chancen im Umgang mit FX Risiken

Wechselkursrisiken werden gerne als notwendiges Übel verstanden, gegen das kein Kraut gewachsen ist. Aber Währungsabsicherungsstrategien wurden in den letzten Jahren immer ausgefeilter. Wir zeigen, wie Investoren ihr Verlustpotential minimieren können, ohne auf Gewinne während vorteilhafter Wechselkursbewegungen zu verzichten.

Gemäss dem jüngsten *UNCTAD World Investment Report* sind die Schweizer Auslandsinvestitionen im Jahr 2015 erneut stark angestiegen. Insbesondere das Tiefzinsumfeld dürfte dafür ein Auslöser gewesen sein. Aber jede Opportunität kommt mit ihren Risiken, hier insbesondere mit Wechselkursrisiken. Dabei werden Wechselkursrisiken gerne als ein notwendiges Übel verstanden, das über *FX forward hedging* einfach eliminiert werden kann. In einer anderen Denkschule gelten Wechselkurse zwar als notorisch schlecht prognostizierbar, aber wird hier davon ausgegangen, dass Bewertungseffekte über die Rendite der entsprechenden ausländischen Anlage vergütet werden. Der entsprechende Streit schwelt in der akademischen Gemeinschaft schon seit Dekaden und es sieht nicht danach aus, als ob er bald zu einem Ende käme. In unseren Augen greift das Argument, Wechselkursrisiken nicht abzusichern aber nur, wenn diese Entscheidung aktiv und vor dem Hintergrund einer expliziten Bewertung der entsprechenden Währung vorgenommen wurde.

Wie mit Wechselkursrisiken umgegangen werden kann
FX Risikomanager sichern ihre Wechselkursrisiken übli-

cherweise mit Termin- oder Options-Kontrakten ab. Solche statischen Strategien können die Marktwahrnehmung eines FX Risikomanagers effizient abbilden. Nun kann der Markt den Risikomanager aber zu einer Anpassung seiner Wahrnehmung zwingen. Es liegt auf der Hand, dass das eher die Regel als die Ausnahme ist, weshalb aktive Strategien zunehmend an Popularität gewinnen. Solche Strategien werden oft von Komitees überwacht, welche den Absicherungsprozess üblicherweise entweder diskretionär oder basierend auf proprietären Prognosemodellen und klar definierten Regeln definieren, eventuell auch unter Einbezug von *stop-loss*-Limiten.

Das ultimative Ziel, Verlustrisiken abzusichern ohne Aufwertungsoportunitäten aufzugeben, kann nur mit einer dynamischen Absicherungsstrategie erreicht werden. Die populärste Methode ist hier CPPI, *Constant Proportion Portfolio Insurance*, ein pro-zyklischer Mechanismus, der die Gewichtung einer Fremdwährung in Aufwertungsphasen erhöht und im Rahmen eines vorher definierten Risikobudgets minimiert, wenn sich die Währung abwertet.

Die Abbildungen visualisieren den Vorteil eines Risikokontrollprozesses wie CPPI. Kunden profitieren deutlich von den reduzierten Verlustrisiken, während sie sich an den realisierten Gewinnen erfreuen dürfen. Aber was passiert, wenn ein *stop-loss*-Limit ausgeführt wird oder das Risikobudget erschöpft ist? Wie kann man wieder in den Markt einsteigen, wenn die Begrenzungen durch eine erhöhte Marktvolatilität ausgelöst wurden? Zufallsbedingte Marktschwankungen sollten bereits im Vorfeld berücksichtigt und zum integralen Teil des Risikomanagement-Prozesses werden.

Dynamische Risikokontrolle

Alan Greenspan hat während seiner Zeit als Vorsitzender der *Fed* wiederholt darauf hingewiesen, dass es nicht besonders ergiebig sei, Wechselkurse zu prognostizieren. Schaut man sich die Trefferquote namhafter Analysten an, dann scheint das durchaus der Wahrheit zu entsprechen. Trotzdem ergeben sich immer wieder Opportunitäten aus der Korrektur exzessiver Fehlbewertungen sowie aus unerwarteten Veränderungen der Fundamentaldaten. Ein gut definierter und diversifizierter Multi-Faktor-Ansatz kann dabei helfen, zukünftige Wechselkursbewegungen zwar nicht zu prognostizieren, aber doch darauf vorbereitet zu sein. Ganz im Sinne dieses Zitats von Perikles: «Es ist nicht unsere Aufgabe, die Zukunft vorherzusagen, sondern uns auf sie vorzubereiten.»

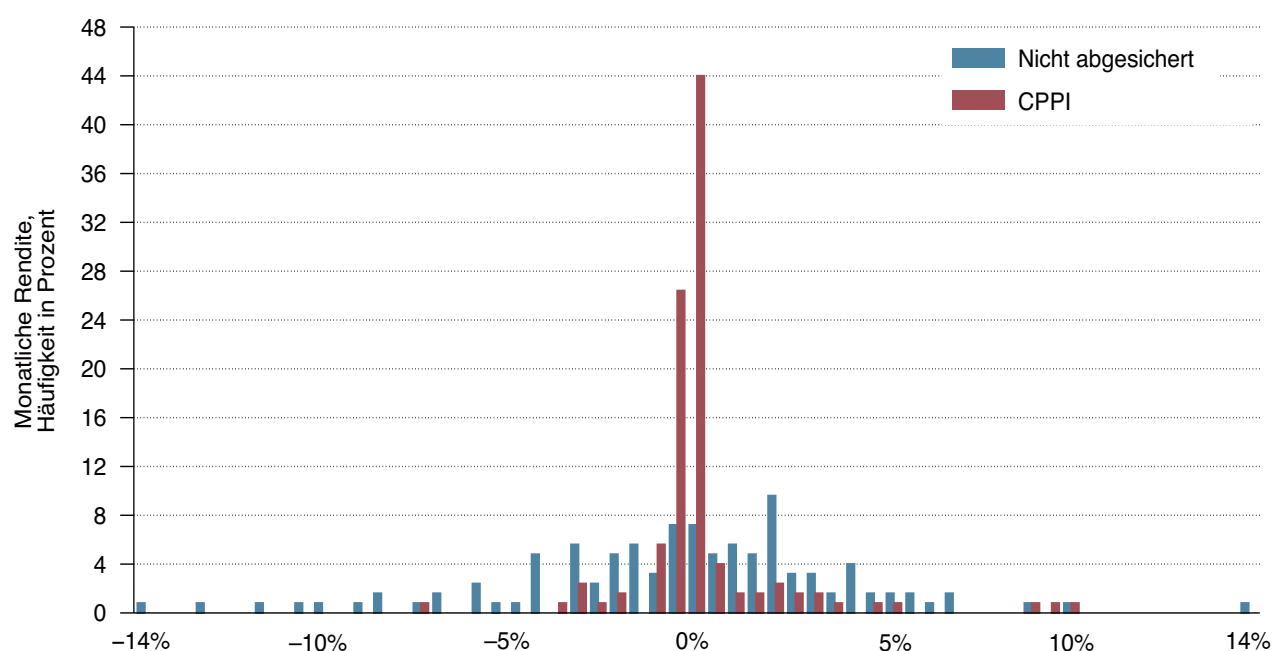
Aktive Währungsabsicherungsstrategien müssen von einem dynamischen Exposure Management umgeben sein. Ein differenzierter Prozess, basierend auf einer Weiter-

entwicklung von CPPI, bietet dazu eine Möglichkeit und hat sogar das Potential, zum neuen Paradigma zu werden. Technische Trendindikatoren und eine pro-aktive Implementierung der Strategie optimieren den richtigen Zeitpunkt der Handelsentscheidung und beschränken den möglichen negativen Einfluss von Marktvolatilitäten, ohne das Gewinnpotential zu beschränken.

Schlussfolgerungen

Solange aktive Investmentstrategien Berücksichtigung finden, gibt es gute Gründe, weshalb ein dynamisches Absichern der Fremdwährungsbestände Wert generieren kann. Verschiedene Investmentstile funktionieren unterschiedlich gut in unterschiedlichen Marktumfeldern. Eine diversifizierte Zahl an Entscheidungsgrundlagen, strikt kontrolliert durch einen dynamischen Risikobudgetprozess, beschränken das Verlustpotential für Investoren, lassen aber auch die Tür offen, um vorteilhafte Wechselkursbewegungen zu kapitalisieren.

Risikokontrollprozesse wie CPPI bringen deutliche Vorteile



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

Die Makroperspektive

Der Brexit wird keine neue Eurokrise auslösen

Gut zwei Wochen nach der Brexit-Abstimmung ist der erste grosse Sturm an den Finanzmärkten abgeebbt. Die vollständigen wirtschaftspolitischen Konsequenzen werden erst in Jahren absehbar sein. Heute schon interessiert aber, inwiefern sich die erhöhte Unsicherheit auf die Konjunktur in Europa auswirken wird. Wir geben Entwarnung: Eine zweite Eurokrise ist nicht zu befürchten.

Das Votum der britischen Wähler, die EU verlassen zu wollen, hat nicht nur Auswirkungen auf den wirtschaftlichen Ausblick Grossbritanniens, sondern auch auf den Ausblick ganz Europas. Veränderungsprozesse dieser Grössenordnung wirken sich vielschichtig aus. Erste Anpassungen bei gewissen Vermögenswerten und Wechselkursen fanden postwendend statt. Mit etwas Verzögerung werden in den nächsten Quartalen wohl auch die Wachstumsraten der britischen Wirtschaft sinken. Darüber hinaus dürfte der *Brexit* nicht spurlos an den restlichen europäischen Volkswirtschaften vorübergehen. Aber wird das Abstimmungsergebnis gleich die ganze Eurozone in eine neuerliche Krise stürzen, wie das vornehmlich aus der angelsächsischen Presse zu vernehmen ist? Unsere Analyse zeigt, dass sich die konjunkturellen Auswirkungen auf die Eurozone in Grenzen halten dürften.

Überschaubare Exporteinbussen für Eurozone

Die durch den *Brexit* ausgelöste Unsicherheit dürfte in den nächsten Quartalen zunächst die Konjunkturentwicklung in Grossbritannien beeinträchtigen. Es ist damit zu

rechnen, dass die erhöhte Verunsicherung bei Haushalten und Firmen zu vorsichtigeren Konsum- und Investitionsentscheidungen führen wird. Damit stellt sich uns eine erste Frage: Welche Folgen wird eine sinkende britische Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen aus dem Ausland für die restlichen europäischen Volkswirtschaften haben? Ein Blick auf den Anteil der Warenexporte nach Grossbritannien an der gesamten Wertschöpfung der europäischen Länder zeigt, dass sich die Effekte auf gesamtwirtschaftlicher Ebene in Grenzen halten werden. Einzig Irland, Belgien, die Niederlande und Norwegen weisen einen Anteil von über 3 Prozent auf. Selbst der Anteil der exportorientierten deutschen Wirtschaft fällt mit 2.1 Prozent nicht besonders hoch aus. Ein Einbruch der deutschen Warenexporte nach Grossbritannien um 10 Prozent würde also lediglich zu einer BIP-Einbusse von 0.21 Prozentpunkten führen.

Stimmungseintrübung für europäische Gesamtwirtschaft verkraftbar

Neben den Handelsverflechtungen kommt mit einer von Grossbritannien ausgehenden Stimmungseintrübung im Rest Europas ein zweiter Wirkungskanal in Frage, über welchen der *Brexit* die europäische Konjunktur belasten könnte. Potentielle Gründe hierfür gibt es viele, seien es politische Ansteckungsgefahren oder Ängste vor einer erhöhten Volatilität an den Finanzmärkten. Die auf Umfragen basierenden und damit zeitnah verfügbaren Konjunkturklimaindikatoren von Wellerhoff & Partners weisen dabei eine sehr hohe Korrelation mit der tatsächlichen wirtschaftlichen Entwicklung der jeweiligen Länder auf.

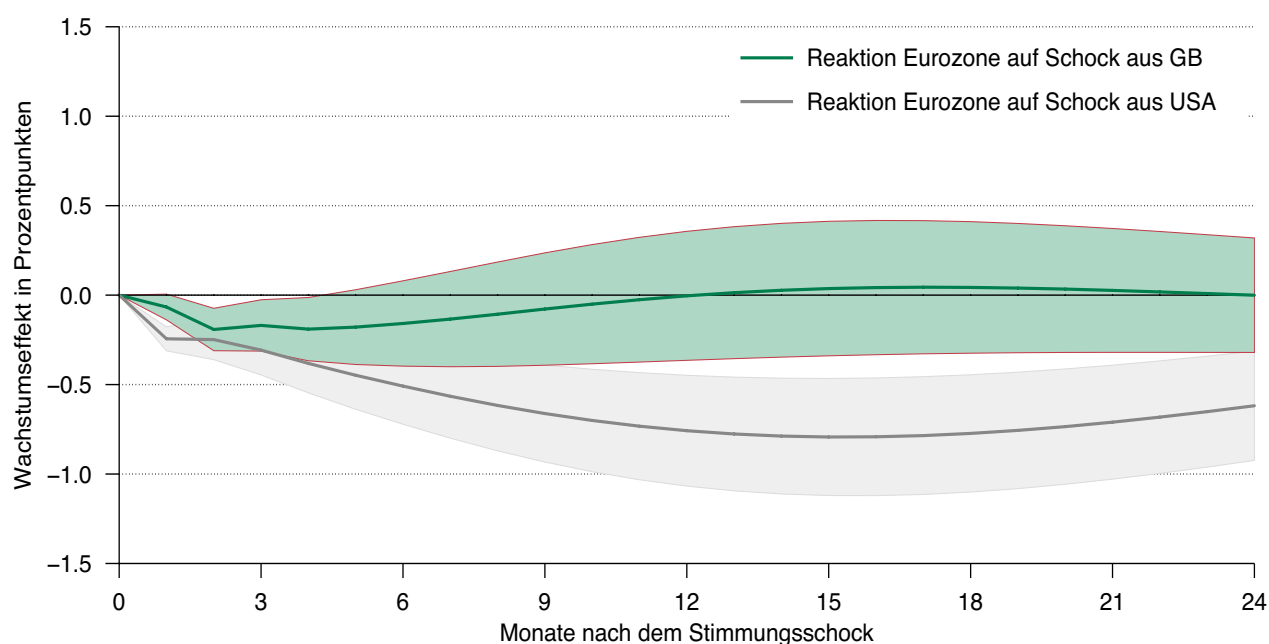
Eine empirische Analyse zeigt, dass eine von Grossbritannien ausgehende Stimmungseintrübung tatsächlich negative Effekte auf das Wachstum in der Eurozone hätte. Das Ausmass dieser Effekte hält sich allerdings stark in Grenzen. Nach einem abrupten Rückgang der britischen Stimmungsindikatoren im Umfang von einer Standardabweichung wäre mit einem BIP-Rückgang in der Eurozone im Rahmen von lediglich 0.2 Prozentpunkten zu rechnen, wie untenstehende Abbildung zeigt. Ein Stimmungseinbruch in den Vereinigten Staaten hätte für die Eurozone weitaus gravierendere ökonomische Folgen.

Auswirkungen auf Markterwartungen hinsichtlich Leitzinserhöhungen

Die ökonomischen Konsequenzen des *Brexit* dürften sich also in Grenzen halten. Damit ist klar: Nicht eine neue europäische Wirtschaftskrise sollte im Zentrum des Inter-

esses stehen, sondern die Folgen des anstehenden Inflations- und Zinsanstiegs. Die gehandelten Terminkontrakte des US-Leitzinses preisen für den Rest des Jahres keinen weiteren Zinsschritt mehr ein. Trotzdem ist in der zweiten Jahreshälfte von einem deutlichen Anstieg der Kapitalmarktzinsen am längeren Ende auszugehen. In vielen Ländern ist aufgrund auslaufender Basiseffekte auf den Energiepreiskomponenten mit einem deutlichen Anstieg der Inflationsraten zu rechnen. Im ersten Quartal 2017 sind in den Vereinigten Staaten Teuerungsraten von rund 3 Prozent möglich. Aufgrund eines schwächeren Pfunds ist in Grossbritannien trotz Konjunkturabkühlung sogar mit noch höheren Inflationsraten zu rechnen. Dass es dann nicht auch bei den Kapitalmarktzinsen, die zum Teil im Zuge des *Brexit* neue Tiefststände erreicht haben, zu einem Anstieg kommt, erscheint uns als sehr unwahrscheinlich.

Stimmungseintrübung für europäische Gesamtwirtschaft verkraftbar



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Was die Währungsmärkte bewegt

Die Finanzmärkte fokussieren weiterhin auf geldpolitische Entscheide

Im Zuge des Brexit stellen sich vielerlei Fragen. Wie geordnet wird der Brexit über die Bühne gehen? Wie lange wird dieser Prozess andauern? Wie werden die Beziehungen zwischen der EU und Grossbritannien in Zukunft ausgestaltet sein? Und wie werden die Finanzmärkte auf diese Entwicklungen reagieren? Vorerst scheint der Brexit den Fokus der Finanzmärkte auf die Geldpolitik der wichtigsten Zentralbanken verstärkt zu haben – was mit Risiken behaftet ist.

Die Ereignisse der vergangenen Tage lassen darauf hoffen, dass der *Brexit* kontrolliert über die Bühne gehen wird. Mit Theresa May hat die konservative Partei eine unaufgeregte und kalkulierte Premierministerin gefunden, die sich voll hinter eine Umsetzung des *Brexit* stellt. Eine Wiederholung des Referendums ist nicht zu erwarten. Die neue britische Regierung ist zudem erstaunlich ausgewogen, vereint sie doch schrillere Figuren mit moderateren Stimmen. Der von May eingeschlagene Kurs hat nicht zuletzt integrative Züge, strebt sie doch eine Einbindung des *Brexit*-Lagers in die bestehenden Parteistrukturen an. Das deutet darauf hin, dass der *Brexit* – bei aller Unsicherheit, die sich daraus ohnehin schon ergibt – nicht zusätzlich noch durch eine Regierungskrise verschärft werden wird. Die aktuellen Ereignisse haben sogar das Potential, die britische Politik längerfristig zu beruhigen.

Zeitplan weiterhin offen

Zur Frage, in welchem Zeitrahmen der *Brexit* ablaufen wird, herrscht weit weniger Klarheit. Offiziell muss der *Brexit*

in zwei Jahren umgesetzt worden sein. Diese Frist beginnt aber erst, nachdem Grossbritannien die EU offiziell über den Austritt informiert hat. Dabei wirken unterschiedliche Kräfte auf Grossbritannien ein: Einerseits braucht ein geordneter Übergang natürlich seine Zeit. Andererseits lastet die damit verbundene Unsicherheit auf der britischen Wirtschaft. Aus Grossbritannien erreichen uns diesbezüglich widersprüchliche Signale, so dass wir konstatieren müssen: Noch ist nicht klar, in welchem Zeitrahmen der *Brexit* umgesetzt werden wird.

Noch unklare Nachfolgelösung

Ebenso unklar wie der Zeitplan ist weiterhin auch, wie die Beziehungen zwischen der EU und Grossbritannien in Zukunft ausgestaltet sein werden. Im Zentrum dieser Frage steht – dem Schweizer Beobachter nicht unbekannt – das Spannungsverhältnis zwischen dem Zugang zum gemeinsamen Binnenmarkt und der Bereitschaft, die Bestimmungen der Personenfreizügigkeit zu übernehmen. Genauso wie gegenüber der Schweiz beharrt die EU bis anhin auch gegenüber Grossbritannien darauf, nur dann Zugang zum gemeinsamen Binnenmarkt zu gewähren, wenn die Personenfreizügigkeit nicht angetastet wird. Nun war aber die Beschränkung der Zuwanderung eine der Hauptforderungen der *Brexit*-Befürworter. Insofern wird sich weisen müssen, welche Kompromisse hier gefunden werden können. Denkbar sind deshalb nach heutigem Wissensstand von einem bilateralen Weg nach dem Vorbild der Schweiz bis hin zu einer zukünftigen Zusammenarbeit auf der Basis eines Freihandelsvertrags noch viele Varianten der künftigen Zusammenarbeit.

Brexit verstärkt Fokus auf geldpolitische Lage

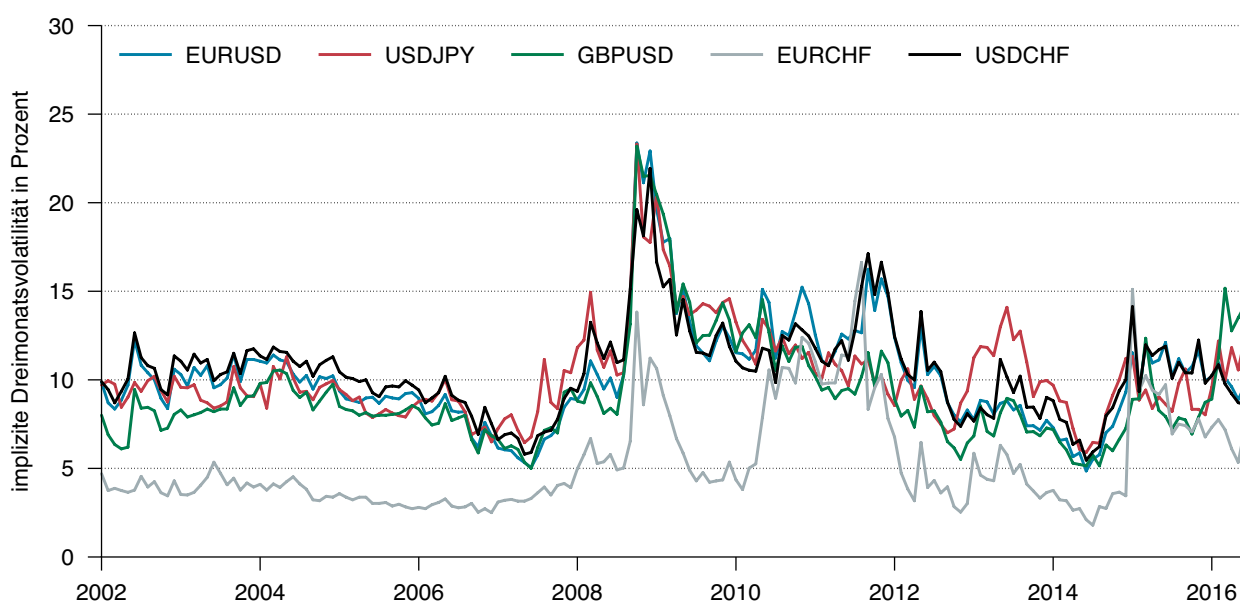
Der *Brexit* hat die bereits reichlich vorhandene Tendenz verstärkt, dass die Marktteilnehmer lieber auf zukünftige geldpolitische Massnahmen spekulieren als sich mit der tatsächlichen Verfassung der Weltwirtschaft und der Finanzmärkte zu beschäftigen. So sind in Erwartung weiterer expansiver geldpolitischer Massnahmen die Zinsen auf 10-jährigen Staatsanleihen zwischen dem *Brexit* und dem 13. Juli in Grossbritannien um 0.6 Prozentpunkten auf ein absolutes Rekordtief von 0.75 Prozent gefallen. Im gleichen Zeitraum wertete das Pfund um 11 Prozent gegenüber dem US-Dollar ab. Der britische Leitindex FTSE100 konnte hingegen um 5 Prozent zulegen.

Halten sich die Zentralbanken an die Spielregeln?

Am 14. Juli hat sich dann gezeigt, was passiert, wenn sich die Erwartungen der Marktteilnehmer nicht erfüllen. Die

Bank of England gab bekannt, vorerst keine weiteren expansiven Massnahmen umzusetzen. Erst wolle man noch abwarten, so die offizielle Begründung, welche ökonomischen Effekte der *Brexit* tatsächlich haben werde. Unmittelbar nach Bekanntgabe dieser Entscheidung schoss das Pfund in die Höhe. Über den gesamten Tagesverlauf wertete die britische Währung beispielsweise gegenüber dem US-Dollar um rund 1.5 Prozent auf. Der britische Leitindex reagierte ähnlich volatil und schloss an jenem Tag um 1.3 Prozent tiefer. Das zeigt, wie nervös die Finanzmärkte derzeit auf geldpolitische Entscheidungen reagieren. Was, wenn sich auch die *Fed* oder die EZB nicht gemäss den Erwartungen der Finanzmärkte verhalten werden? Und wie werden die Finanzmärkte auf die zu erwartende Abfolge von Regierungs- und EU-Gipfeln rund um den *Brexit* reagieren? So oder so: Der *Brexit* wird uns noch eine Weile beschäftigen.

Weiterhin hohe Volatilität des britischen Pfunds



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Konjunkturklima

In den Vereinigten Staaten konnten zuletzt ermutigende Konjunkturdaten beobachtet werden. Im Juni wurden 287 000 anstatt der erwarteten 180 000 Stellen geschaffen. Die ISM-Stimmungsumfragen haben sich in der Industrie von 51.3 auf 53.2 Punkte und in der Dienstleistungsbranche von 52.9 auf 56.5 Zähler verbessert. In der Folge hat sich das von Wellershoff & Partners wiederholt geäusserte Risikoszenario einer US-Rezession leicht abgeschwächt. Die vorlaufenden Konjunkturindikatoren zeigen zudem eine weitere Verbesserung der konjunkturellen Lage in den kommenden Monaten an.

In den wichtigsten Schwellenländern zeichnet sich eine konjunkturelle Bodenbildung ab. In Brasilien war zuletzt ein Stimmungsaufschwung bei den Konsumenten zu beobachten. Derweil ist die Stimmung in der Industrie in den letzten drei Monaten in keinem anderen Schwellenland so stark gestiegen wie in Russland. Für China erwartet Wellershoff & Partners im zweiten Quartal 2016 ein Wachstum von 5.9 Prozent, womit sich der zuletzt zu beobachtende Wachstumsrückgang verlangsamt hat. In der Türkei dürfte sich die konjunkturelle Dynamik angesichts des gescheiterten Putschversuchs zumindest vorübergehend eintrüben.

Überblick

	Trend- wachstum ¹	Reales BIP-Wachstum ²				W&P-Konjunkturklimaindikatoren ³			
		Q3/2015	Q4/2015	Q1/2016	Q2/2016	3/2016	4/2016	5/2016	6/2016
USA	1.7	2.2	2.0	2.1	–	2.6	2.6	2.4	3.2
Eurozone	1.0	1.6	1.7	1.7	–	1.8	2.0	2.1	2.1
Deutschland	1.4	1.7	1.4	1.6	–	2.1	2.2	2.2	2.6
Frankreich	0.7	1.1	1.3	1.3	–	1.7	1.6	1.8	1.5
Italien	0.2	0.8	1.1	0.9	–	1.0	1.9	2.0	1.2
Spanien	1.6	3.4	3.5	3.4	–	3.4	3.2	3.1	3.3
Grossbritannien	1.8	2.0	1.8	2.0	–	2.7	2.5	2.7	2.9
Schweiz	1.5	0.7	0.3	0.7	–	1.0	1.1	1.3	1.5
Japan	0.4	1.8	0.8	0.0	–	2.0	1.9	1.9	1.9
Kanada	1.6	1.0	0.3	1.1	–	0.3	0.4	0.9	1.3
Australien	2.4	2.7	2.9	3.1	–	3.5	3.5	3.5	3.4
Brasilien	1.4	-4.4	-5.9	-5.1	–	-0.2	-2.3	-3.0	-2.0
Russland	0.1	-3.7	-3.8	-1.2	–	-1.5	-1.8	-0.2	1.7
Indien	7.7	7.6	7.2	7.9	–	6.7	5.9	6.0	6.4
China	7.4	6.9	6.8	6.7	6.7	8.4	8.2	8.1	7.7
Industrienationen ⁴	1.4	2.1	1.9	1.6	–	2.4	2.4	2.4	2.8
Schwellenländer ⁴	6.0	4.6	4.5	4.8	–	5.1	4.6	4.7	4.6
Welt ⁴	3.5	3.3	3.2	3.2	–	3.3	3.1	3.1	3.2

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

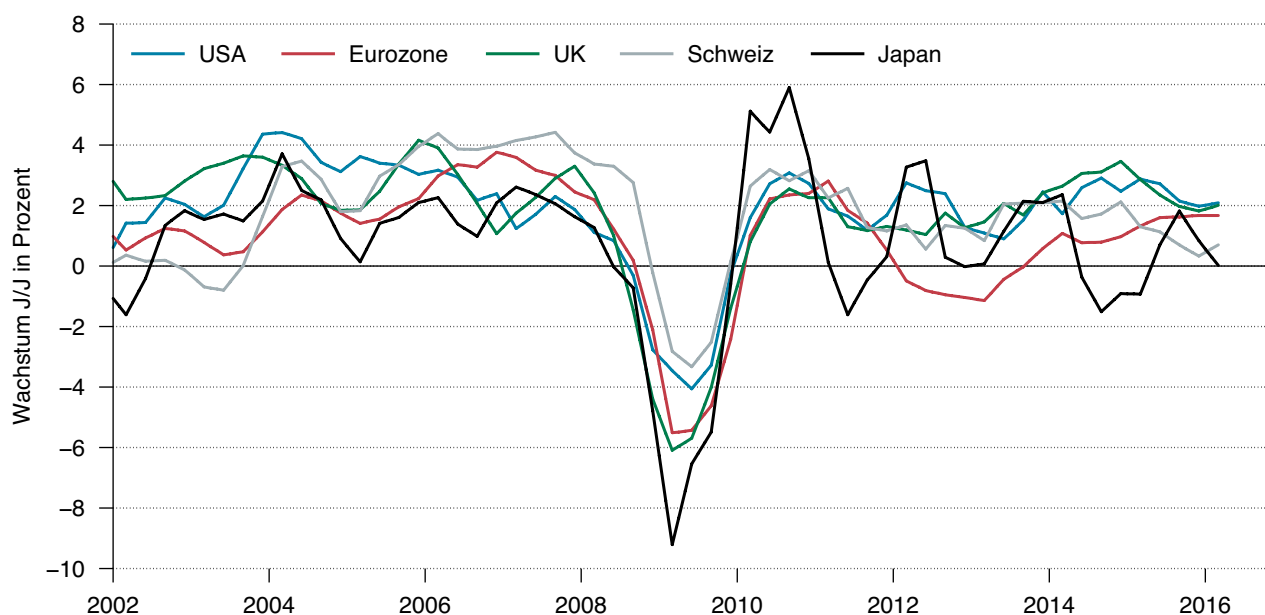
² Veränderung des realen BIP gegenüber dem Vorjahresquartal in Prozent.

³ Die Konjunkturklimaindikatoren von Wellershoff & Partners haben einen Vorlauf auf die offiziellen BIP-Wachstumsraten von bis zu sechs Monaten und werden anhand von Konjunkturmfragen bei Unternehmen und Konsumenten geschätzt.

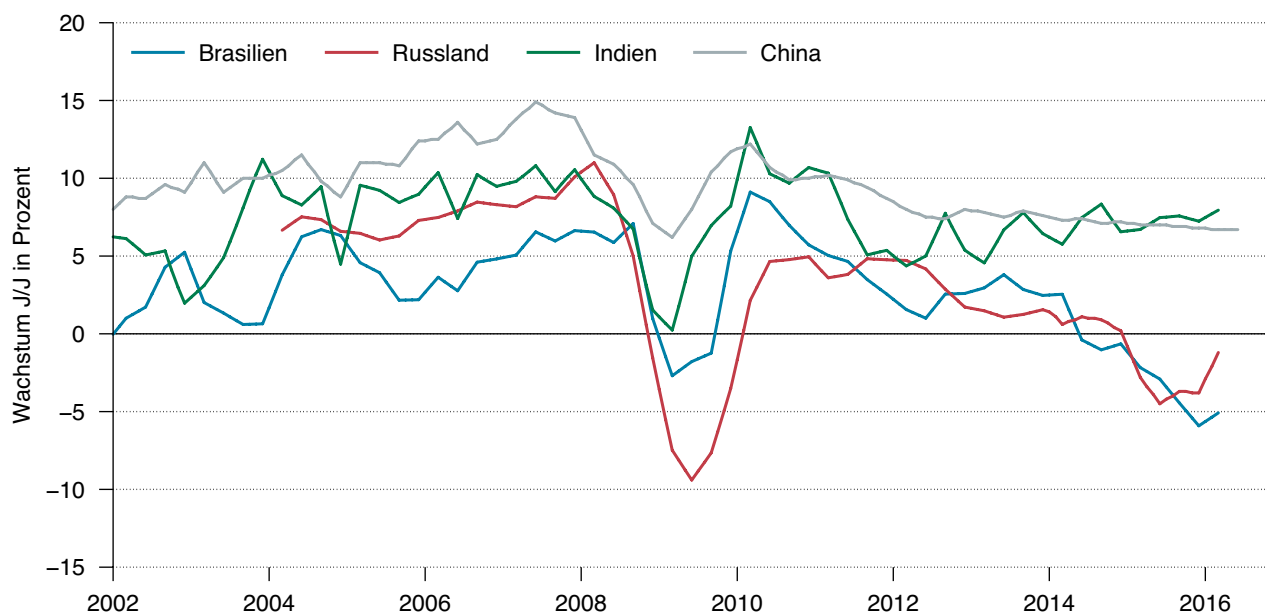
⁴ Die Aggregate werden anhand von nominalen BIP-Gewichten und Kaufkraftparitätskursen berechnet.

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

Wirtschaftswachstum Industrienationen



Wirtschaftswachstum Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Wirtschaftsindikatoren

Ausgewählte Kennzahlen

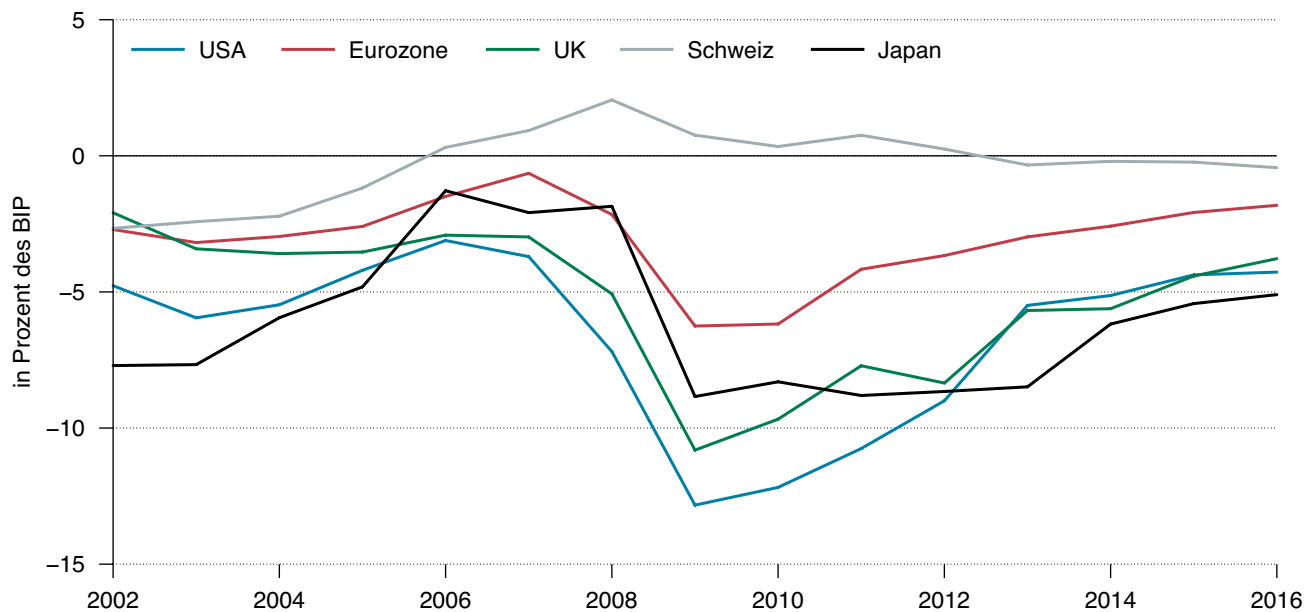
	Anteil am Welt-BIP ¹		Leistungsbilanz ²		Staatsverschuldung ²		Budgetdefizit ²		Arbeitslosenquote ³	
	Ø 5 Jahre	Aktuell	Ø 5 Jahre	Aktuell	Ø 5 Jahre	Aktuell	Ø 5 Jahre	Aktuell	Ø 5 Jahre	Aktuell
USA	22.4	25.1	-2.6	-2.5	111.3	114.2	-7.0	-4.3	7.2	4.9
Eurozone	17.2	16.0	2.6	3.8	105.1	109.6	-3.1	-1.8	11.2	10.1
Deutschland	4.9	4.7	7.2	9.2	82.4	75.2	0.0	0.3	6.8	6.1
Frankreich	3.6	3.3	-0.8	-0.7	112.6	121.6	-4.3	-3.4	9.6	9.9
Italien	2.8	2.5	0.3	2.1	144.5	160.3	-3.0	-2.3	11.1	11.6
Spanien	1.8	1.7	0.1	1.1	101.6	117.4	-7.6	-3.7	23.8	19.8
Grossbritannien	3.7	3.7	-3.9	-5.9	110.9	115.3	-6.4	-3.8	3.8	2.2
Schweiz	0.9	0.9	9.9	10.6	45.6	46.2	0.0	-0.4	3.0	3.1
Japan	6.8	6.0	1.5	3.4	220.8	233.1	-7.5	-5.1	4.0	3.2
Kanada	2.4	2.0	-3.0	-3.5	86.0	92.3	-2.0	-2.4	7.1	6.8
Australien	1.9	1.6	-3.7	-3.6	30.8	39.1	-3.3	-2.4	5.6	5.8
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	-
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	5.6

¹ In Prozent; Berechnung anhand von Marktwechsellkursen.

² In Prozent vom nominalen BIP.

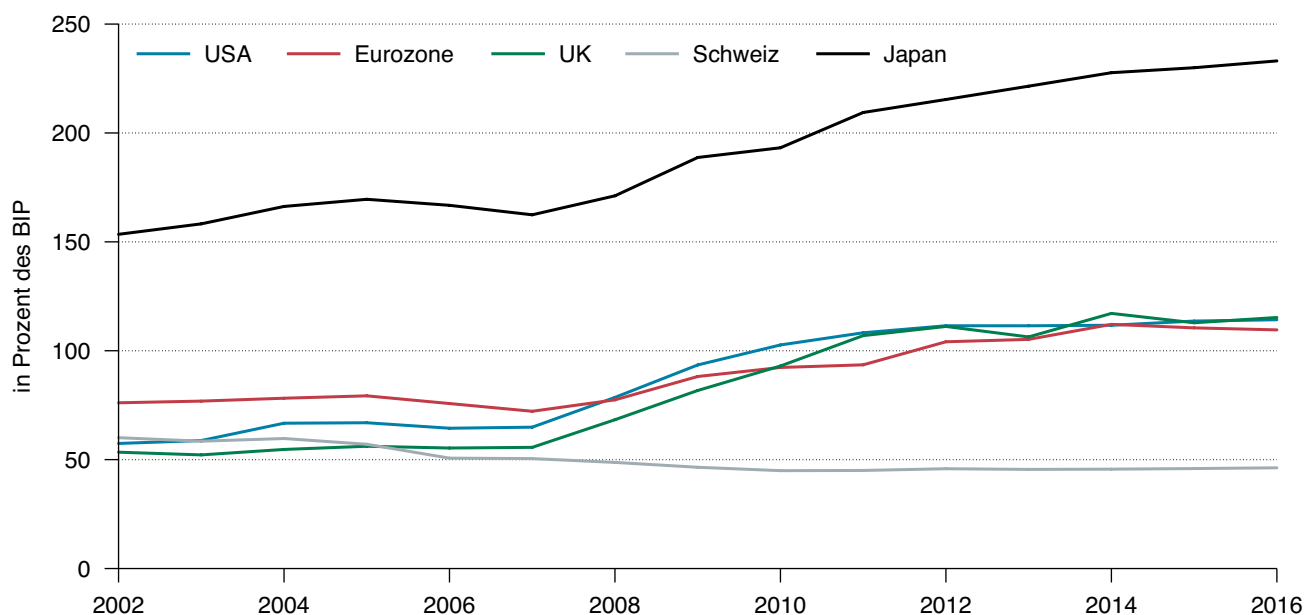
³ In Prozent.

Budgetdefizit Industrienationen

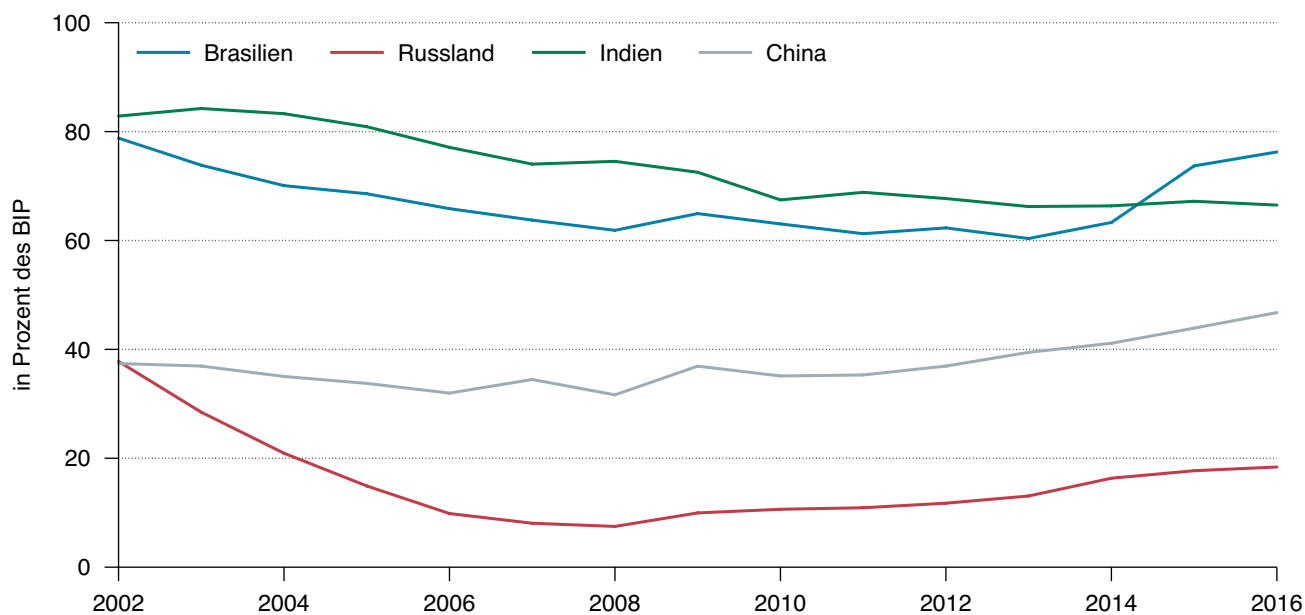


Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Staatsverschuldung Industrienationen



Staatsverschuldung Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Inflation

In der Eurozone hat sich die Jahresrate der Gesamtinflation im Juni leicht auf 0.1 Prozent erhöht. Der Anstieg ist breit über die Mitgliedsländer abgestützt und beträgt im Mittel 0.2 Prozentpunkte. Die Kerninflationsrate hält sich in den letzten Monaten relativ konstant bei knapp unter 1 Prozent. Gegen Ende des Jahres dürfte sich die Gesamt- der Kerninflationsrate wieder angleichen – sofern der Rohölpreis nicht verrückt spielt.

Seit Bekanntwerden des *Brexit* hat sich das britische Pfund gegenüber praktisch allen Währungen deutlich abgewertet. Damit dürften sich Importgüter in Grossbritannien in den kommenden Monaten verteuern. Bei

einer Währungsabwertung von 10 Prozent ergibt sich eine Steigerung des gesamten Preisniveaus um rund 1.5 Prozentpunkte. Verringern sich zudem die inflationsdämpfenden Effekte aus den tiefen Energiepreisen, ist in Grossbritannien im ersten Halbjahr 2017 mit Inflationsraten von über 3 Prozent zu rechnen.

In der Schweiz dürften die Jahresteuerraten bald wieder positives Territorium erreichen. Grund dafür ist einerseits die zu erwartende Entwicklung der Energiepreiskomponente. Andererseits laufen aber auch die inflationsdämpfenden Effekte der Frankenaufwertung langsam aber sicher aus.

Überblick

	Ø 10 Jahre ¹	Inflation ²				Kerninflation ³			
		3/2016	4/2016	5/2016	6/2016	3/2016	4/2016	5/2016	6/2016
USA	1.8	0.9	1.1	1.0	1.0	2.2	2.1	2.2	2.3
Eurozone	1.5	-0.1	-0.2	-0.1	0.1	1.0	0.8	0.8	0.9
Deutschland	1.4	0.3	-0.1	0.1	0.3	1.2	1.2	1.1	1.2
Frankreich	1.2	-0.2	-0.2	0.0	0.2	-	-	-	-
Italien	1.6	-0.2	-0.5	-0.3	-0.4	0.6	0.5	0.6	0.5
Spanien	1.6	-0.8	-1.0	-1.0	-0.8	1.1	0.7	0.7	-
Grossbritannien	2.4	0.5	0.3	0.3	-	1.5	1.2	1.2	-
Schweiz	0.2	-0.9	-0.3	-0.4	-0.4	-0.5	0.0	-0.1	-0.2
Japan	0.3	0.0	-0.3	-0.4	-	0.6	0.7	0.7	-
Kanada	1.7	1.3	1.7	1.5	-	2.1	2.2	2.1	-
Australien	2.6	1.3	-	-	-	1.7	-	-	-
Brasilien	5.9	9.4	9.3	9.3	-	7.9	7.8	8.2	-
Russland	9.4	7.3	7.3	6.9	-	8.0	7.6	7.5	-
Indien	8.1	4.8	5.5	5.8	-	-	-	-	-
China	2.9	2.3	2.3	2.0	-	1.5	1.5	1.6	-
Industrienationen ⁴	1.6	0.5	0.5	0.5	-	1.6	1.5	1.5	-
Schwellenländer ⁴	5.3	4.0	4.2	4.0	-	3.1	3.0	3.1	-
Welt ⁴	3.2	2.1	2.2	2.2	-	2.0	1.9	2.0	-

¹ Durchschnittliche Jahresteuerrate der Konsumentenpreise in Prozent.

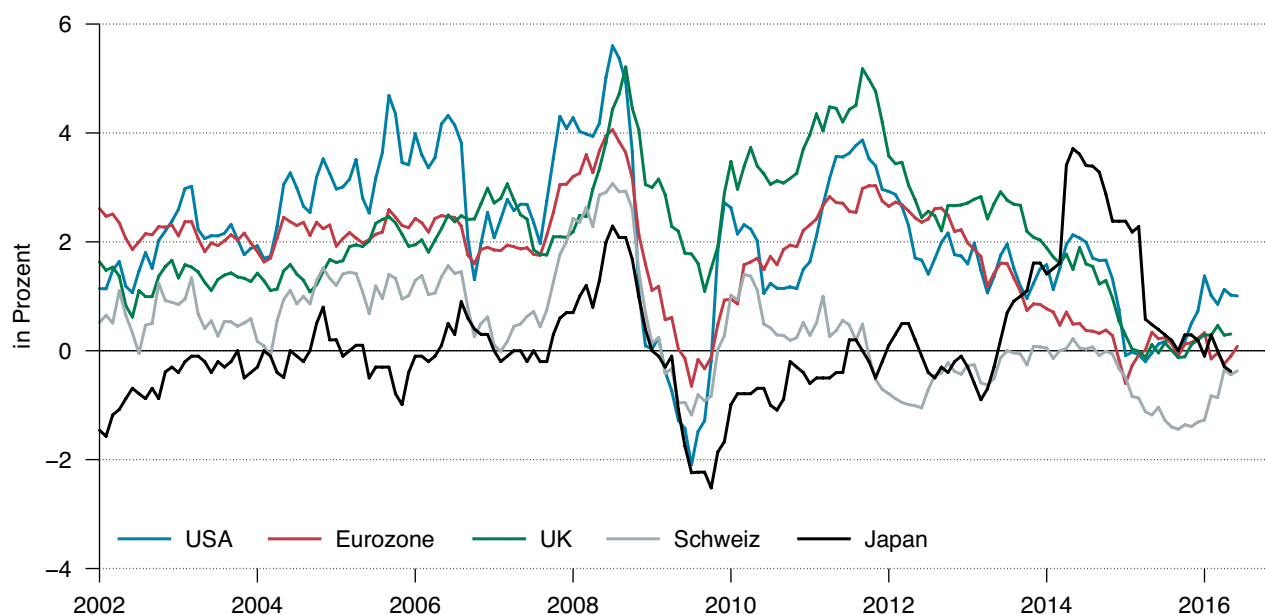
² Veränderung der Konsumentenpreise gegenüber dem Vorjahresmonat in Prozent.

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

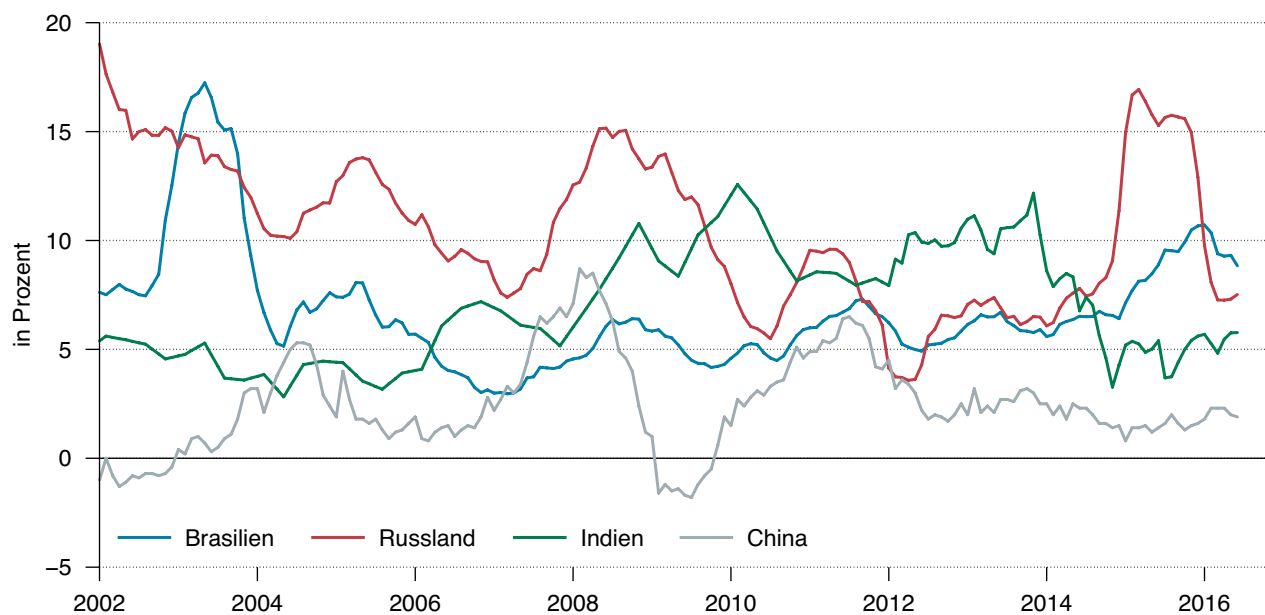
⁴ Die Aggregate werden anhand von nominalen BIP-Gewichten und Kaufkraftparitätskursen geschätzt.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Konsumentenpreisinflation Industrienationen



Konsumentenpreisinflation Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

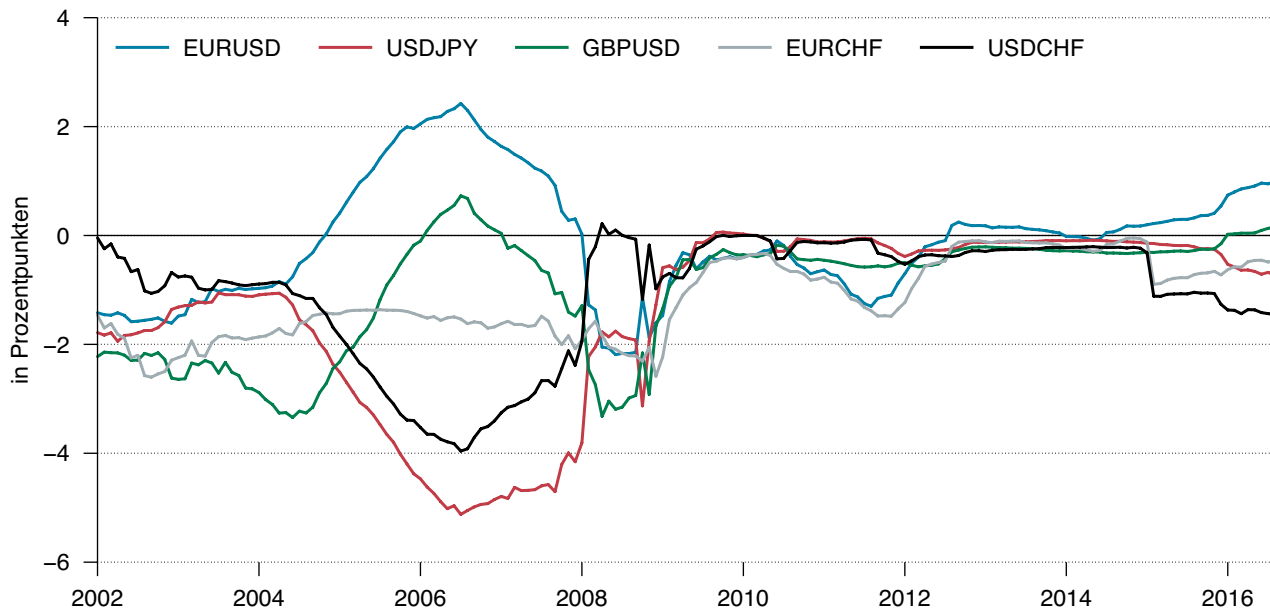
Zinsumfeld

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	1.107	0.97	0.27	0.10	-0.07	1.39	0.58	0.22	-0.02
USDJPY	105.8	-0.73	-0.19	-0.22	-1.02	-1.25	-0.53	-0.45	-1.16
GBPUSD	1.323	0.16	-0.29	-0.29	-0.58	0.47	-0.30	-0.33	-0.62
EURCHF	1.088	-0.49	-0.78	-0.47	-0.87	-0.48	-0.80	-0.59	-0.95
USDCHF	0.983	-1.45	-1.04	-0.56	-0.81	-1.87	-1.37	-0.82	-0.93
GBPCHF	1.301	-1.29	-1.34	-0.85	-1.38	-1.39	-1.68	-1.15	-1.55
CHFJPY	107.6	0.72	0.85	0.34	-0.22	0.62	0.84	0.36	-0.23
AUDUSD	0.759	-0.93	-1.66	-2.37	-2.60	-0.17	-1.10	-1.72	-2.19
USDCAD	1.294	0.19	0.45	0.81	0.42	-0.20	0.04	0.57	0.24
USDSEK	8.537	-1.31	-0.55	0.48	0.31	-1.55	-0.85	0.31	0.26
USDRUB	63.44	9.56	12.47	8.74	7.17	8.94	11.64	8.33	7.50
USDBRL	3.273	13.38	13.71	10.45	9.73	11.86	13.11	10.22	9.67
USDCNY	6.681	2.19	2.86	3.95	2.43	1.74	2.62	3.60	2.20
USDTRY	2.892	8.70	10.78	8.90	9.80	8.27	10.30	8.74	10.07
USDINR	67.06	7.47	7.68	8.81	7.00	5.69	6.97	6.26	4.47

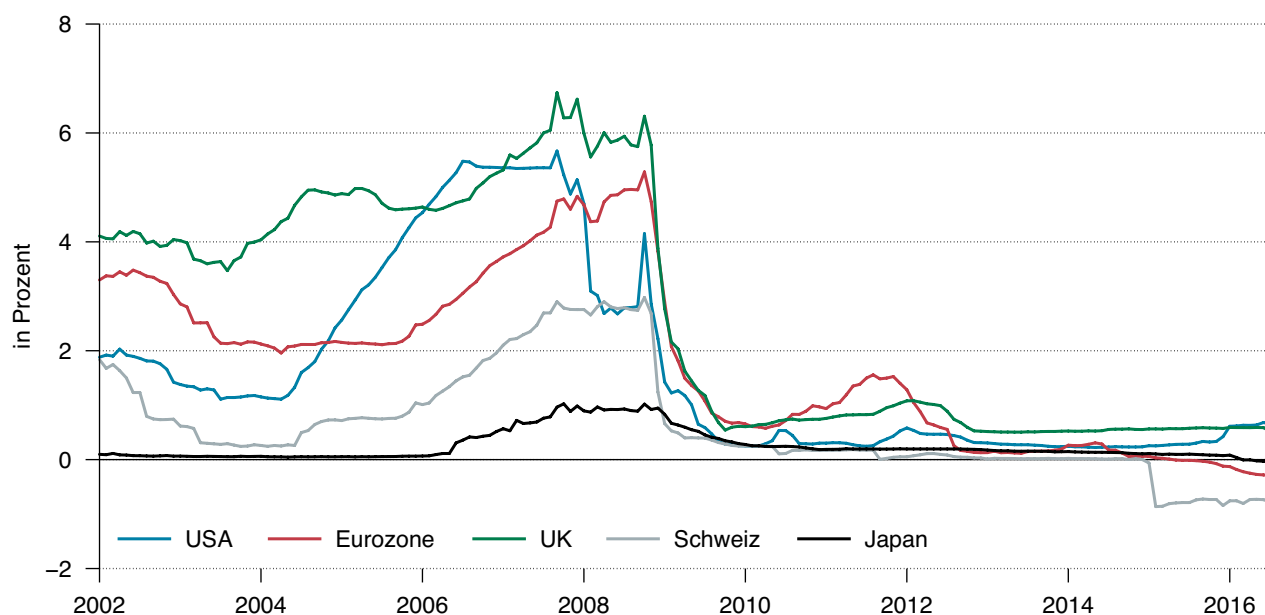
¹ Zinsen im zweiten Währungsraum abzgl. Zinsen im ersten Währungsraum; z.B. US-Dollar-Zinsen abzgl. Euro-Zinsen für EURUSD.

Zinsdifferenz

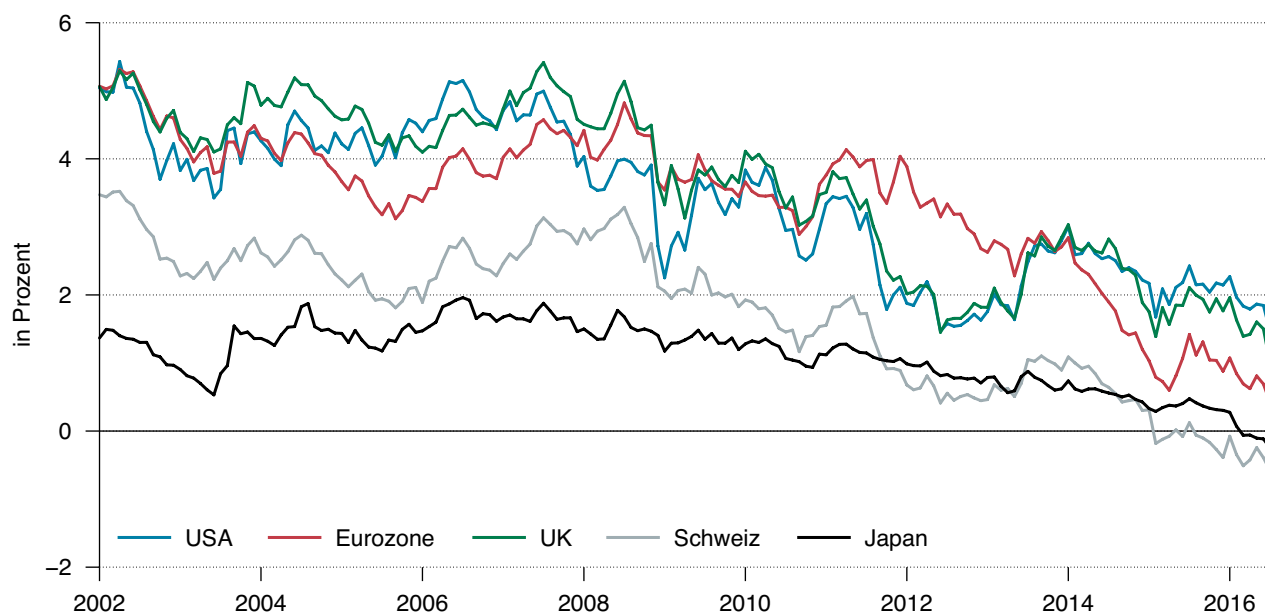


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Dreimonats-Liborsätze



Zehnjährige Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Währungsmärkte

Am 24. Juni hat das britische Pfund in Folge der *Brexit*-Abstimmung handelsgewichtet um rund 10 Prozent abgewertet. Noch in der Vorwoche hatte das Pfund rund 5 Prozent an Wert gewonnen. Angesichts der bis zuletzt sehr engen Meinungsumfragen ist es eigentlich erstaunlich, wie stark der Markt vom *Brexit*-Votum überrascht wurde. Interessanterweise schätzt der Devisenmarkt die negativen Effekte eines *Brexit* auf Kontinentaleuropa als moderat ein, denn im Vergleich zum Pfund konnte sich der Euro seitwärts entwickeln. Das widerspricht der Einschätzung vieler Kommentatoren, wonach der *Brexit* primär für die EU und nicht für Grossbritannien schlecht sein soll.

Der japanische Yen hat gegenüber dem Schweizer Franken seit Jahresbeginn deutlich an Wert gewonnen. Noch zu Jahresbeginn betrug die an der Kaufkraftparität gemessene Unterbewertung des Yen gegenüber dem Schweizer Franken rund 30 Prozent. Heute ist der Yen noch rund 18 Prozent gegenüber dem Schweizer Franken unterbewertet. Gegen eine Realisierung dieser Aufwertungsgewinne spricht nicht nur, dass weiterhin eine deutliche Unterbewertung festzustellen ist, sondern auch, dass das Kursmomentum weiterhin positiv ist. Kommt hinzu, dass ein Überschiessen über die Kaufkraftparität, sollte die Aufwertung des Yen weitergehen, nicht untypisch wäre.

Performance und Bewertung

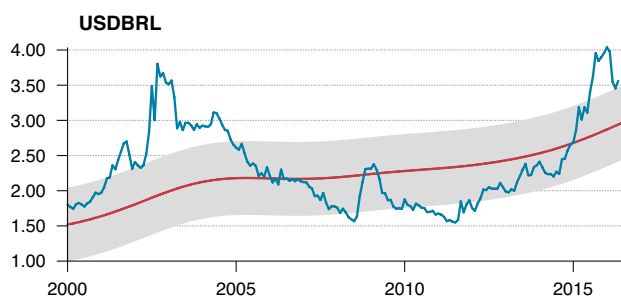
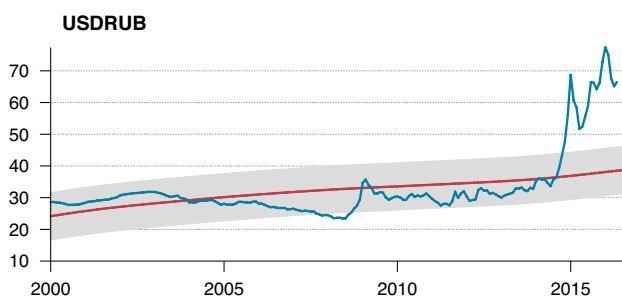
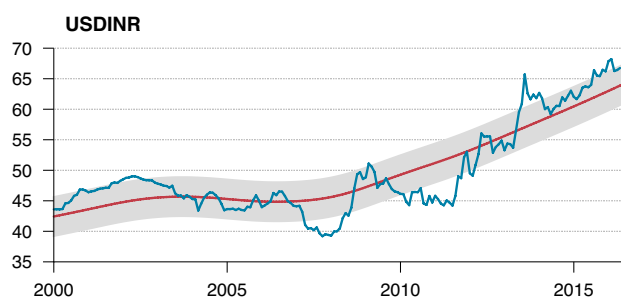
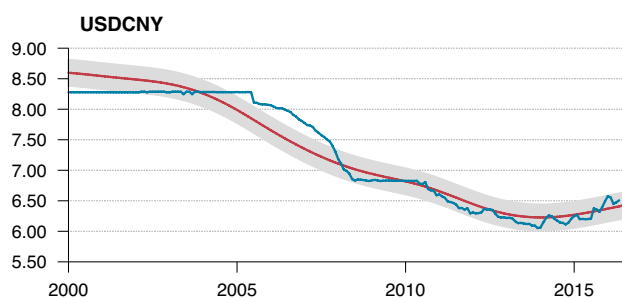
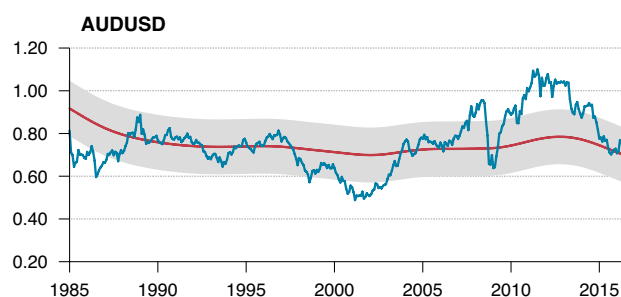
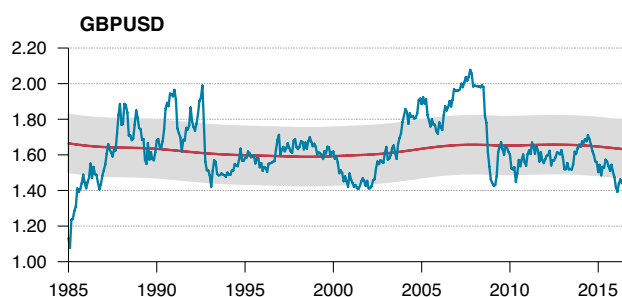
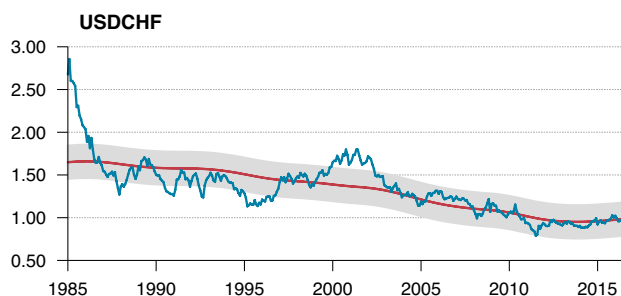
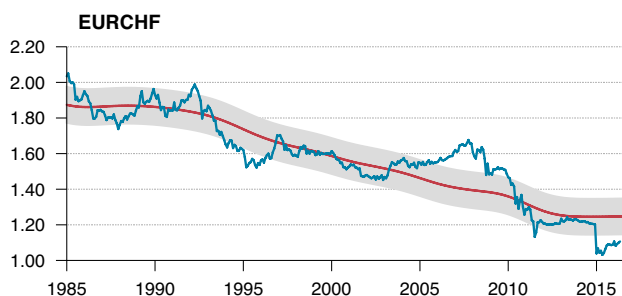
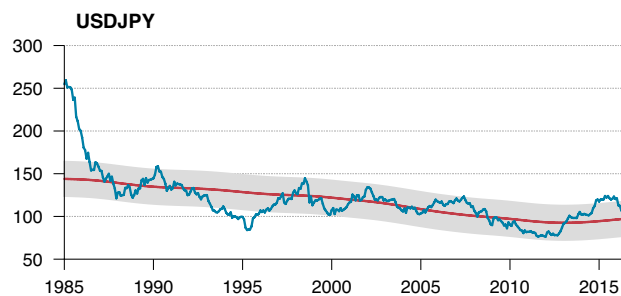
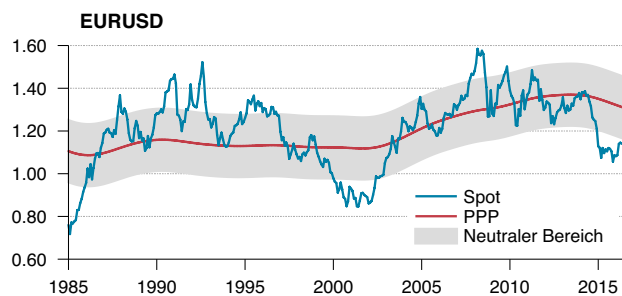
	Aktueller Wechselkurs	Performance ¹				Kaufkraftparität ²		
		YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre	PPP	Neutraler Bereich	Abweichung ³
EURUSD	1.107	1.9	-2.0	1.5	-21.6	1.31	1.16 - 1.45	-15.3
USDJPY	105.8	-12.0	-2.7	-14.7	33.8	97.4	77.6 - 117.2	8.6
GBPUSD	1.323	-10.2	-6.7	-15.1	-17.9	1.63	1.47 - 1.79	-18.9
EURCHF	1.088	0.1	-0.3	4.5	-5.6	1.25	1.15 - 1.35	-12.7
USDCHF	0.983	-1.8	1.7	2.9	20.5	0.98	0.79 - 1.18	0.0
GBPCHF	1.301	-11.8	-5.1	-12.6	-1.1	1.60	1.32 - 1.88	-18.7
CHFJPY	107.6	-10.4	-4.3	-17.1	11.1	91.0	78.5 - 103.6	18.2
AUDUSD	0.759	4.3	-1.5	2.2	-28.7	0.70	0.57 - 0.82	9.0
USDCAD	1.294	-6.9	0.5	0.1	35.2	1.20	1.13 - 1.28	7.5
USDSEK	8.537	1.3	5.0	0.0	31.0	7.05	6.16 - 7.94	21.1
USDRUB	63.44	-13.1	-4.8	12.2	125.7	38.7	31.5 - 46.0	63.9
USDBRL	3.273	-17.3	-7.3	4.3	107.7	2.98	2.47 - 3.48	10.0
USDCNY	6.681	2.9	3.1	7.6	3.4	6.43	6.22 - 6.64	3.9
USDTRY	2.892	-0.9	1.4	9.0	75.3	2.32	2.06 - 2.58	24.8
USDINR	67.06	1.4	0.7	5.6	50.6	64.3	61.2 - 67.5	4.3

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

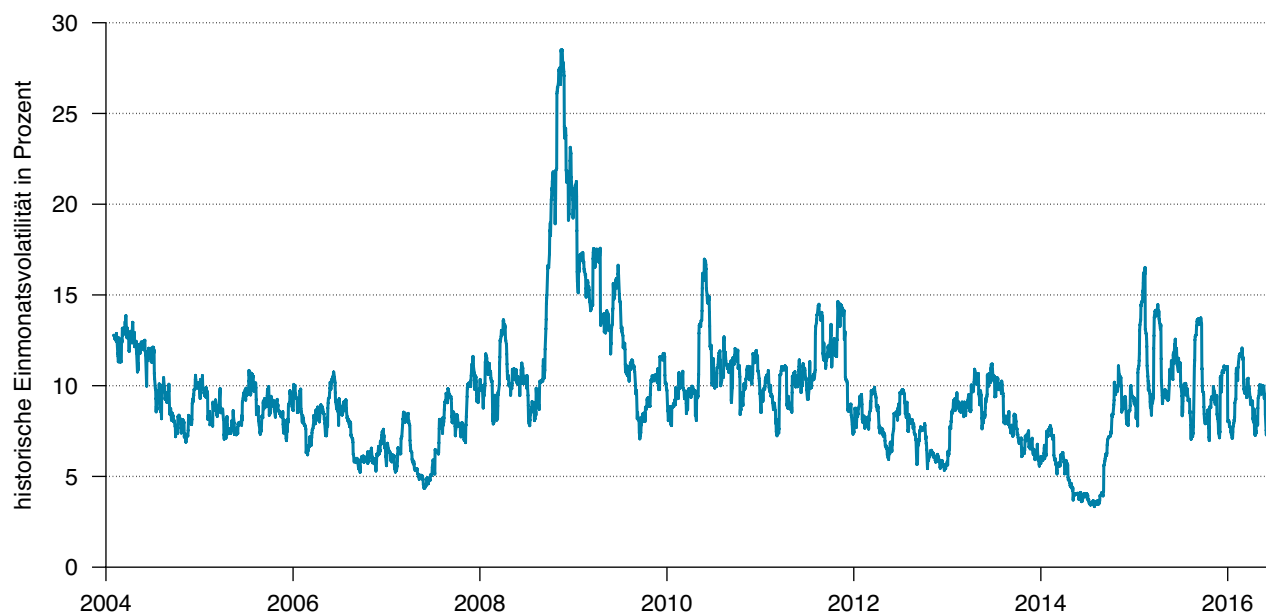
Währungsvolatilität

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	1.107	9.0	8.5	9.5	10.4	10.0	9.6	10.0	10.7
USDJPY	105.8	13.3	13.2	9.6	10.7	10.7	11.9	10.4	11.1
GBPUSD	1.323	18.0	12.7	8.3	9.6	11.5	11.7	9.0	10.1
EURCHF	1.088	6.9	5.8	6.0	6.2	6.6	6.9	7.0	6.5
USDCHF	0.983	8.3	7.9	10.1	10.5	9.6	9.2	10.6	10.8
GBPCHF	1.301	17.6	12.1	9.0	9.9	12.5	11.6	9.6	10.3
CHFJPY	107.6	14.1	13.1	11.0	11.4	11.1	12.6	11.7	11.8
AUDUSD	0.759	13.0	11.4	10.9	12.4	12.7	12.1	11.6	12.7
USDCAD	1.294	10.0	8.9	8.2	9.8	9.9	9.3	8.7	10.1
USDSEK	8.537	11.9	8.9	11.2	12.5	11.1	10.2	11.7	12.7
USDRUB	63.44	19.4	16.1	16.0	13.3	24.3	17.9	16.3	14.4
USDBRL	3.273	17.8	17.4	14.9	15.2	19.8	17.4	15.4	15.7
USDCNY	6.681	2.6	5.3	2.8	2.9	3.5	7.4	3.7	4.5
USDTRY	2.892	13.5	12.3	11.8	13.3	12.5	13.3	13.1	14.7
USDINR	67.06	4.6	6.1	9.5	9.5	4.8	7.9	10.5	10.3

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

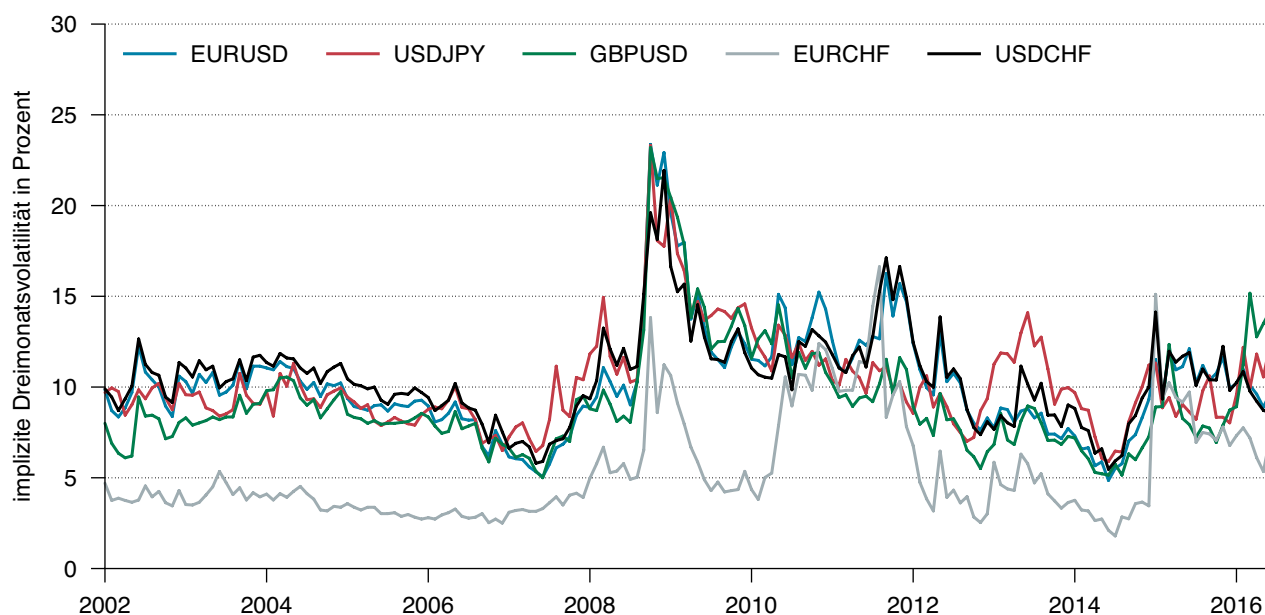
QCAM-Volatilitätsindikator³



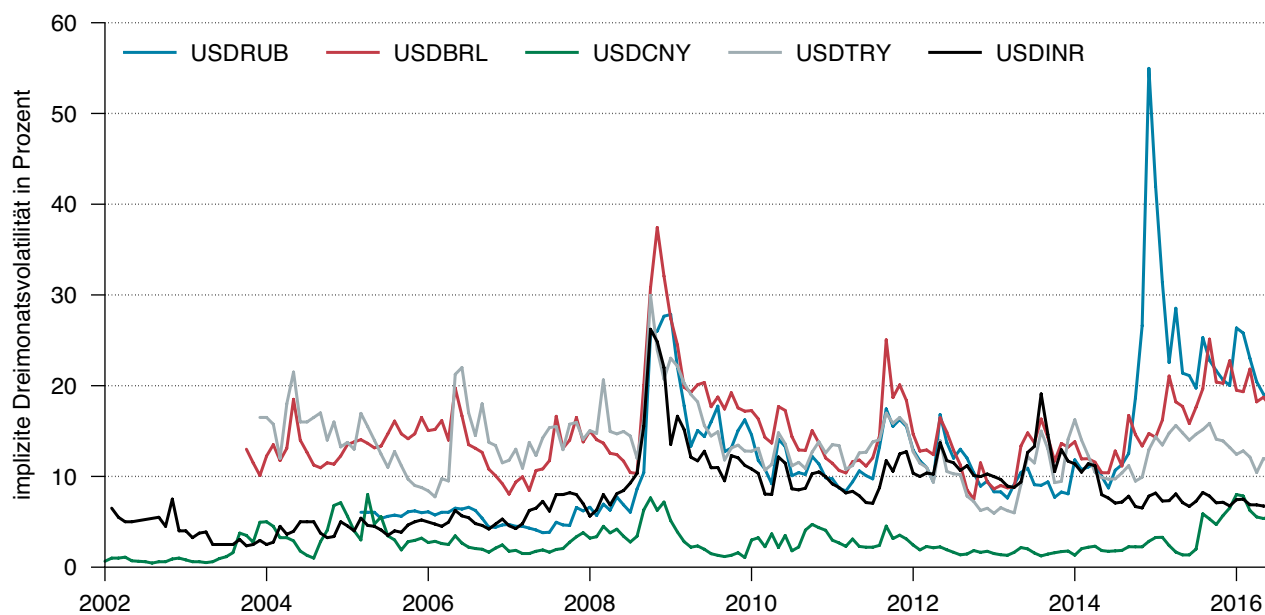
³ Der Volatilitätsindikator von QCAM bildet die Volatilität an den globalen Währungsmärkten ab; für die Berechnung wird die historische Volatilität der wichtigsten Währungspaare verwendet und mithilfe des Handelsvolumens der jeweiligen Währungspaare gewichtet.

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

Volatilität Hauptwährungen



Volatilität Schwellenlandwährungen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

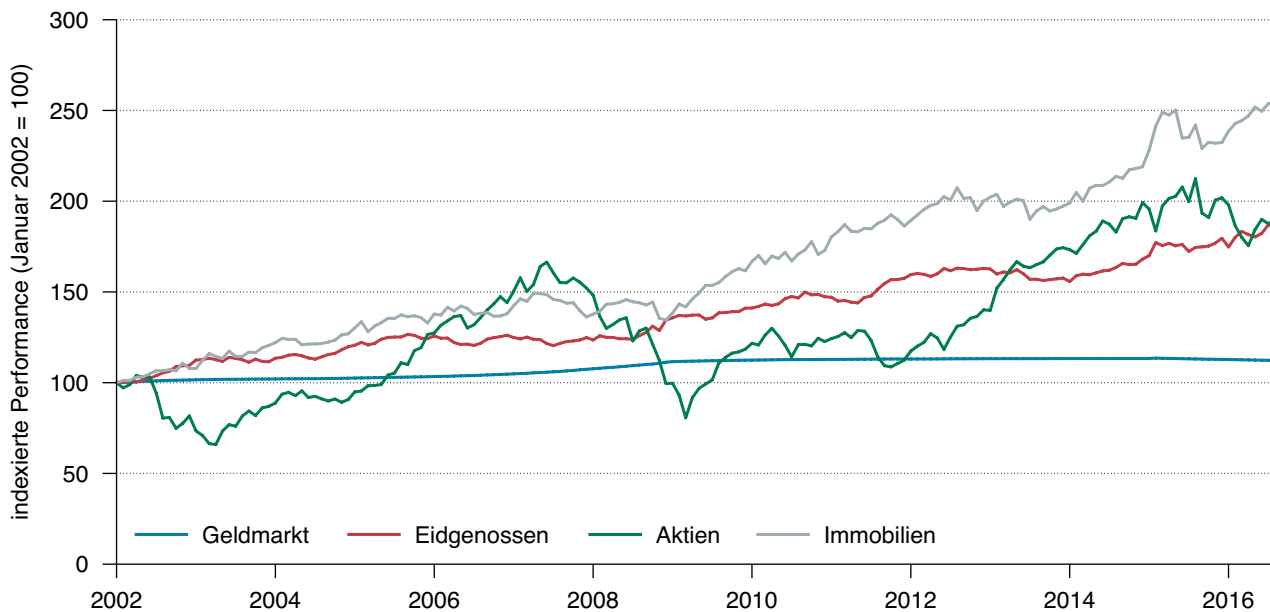
Finanzmarktumfeld

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	-0.4	-0.2	-0.7	-0.6	-0.4	-0.2	-0.7	-0.6
Eidgenossen CHF	6.5	2.3	7.8	23.9	6.5	2.3	7.8	23.9
Unternehmensanleihen CHF	3.5	0.9	4.3	18.6	3.5	0.9	4.3	18.6
Aktien Schweiz (SMI)	-4.2	2.7	-10.6	61.5	-4.2	2.7	-10.6	61.5
Aktien Eurozone (Stoxx600)	-5.0	0.2	-13.7	50.8	-4.2	0.3	-9.6	42.5
Aktien UK (Ftse100)	9.3	6.2	2.1	37.4	-2.1	1.9	-10.1	37.1
Aktien Japan (Topix)	-13.9	-3.1	-19.0	70.3	-3.2	1.3	-2.8	52.6
Aktien USA (S&P 500)	7.0	4.5	4.0	83.0	5.8	5.7	6.6	119.0
Aktien Schwellenländer	11.2	3.8	-5.2	-11.8	9.9	5.0	-2.9	5.6
Aktien Welt (MSCI World)	4.0	2.6	-2.0	47.9	2.8	3.9	0.5	77.0
Immobilien Schweiz	6.7	1.0	9.8	37.0	6.7	1.0	9.8	37.0
Immobilien Global	12.4	5.9	12.8	56.5	11.2	7.1	15.7	87.3
Rohstoffe	10.4	7.8	-11.6	-47.3	9.1	9.1	-9.4	-36.9
Rohöl (Brent)	33.6	11.0	-17.5	-59.8	32.1	12.4	-15.5	-51.8
Gold	25.0	7.9	16.0	-16.5	23.6	9.2	18.9	0.0

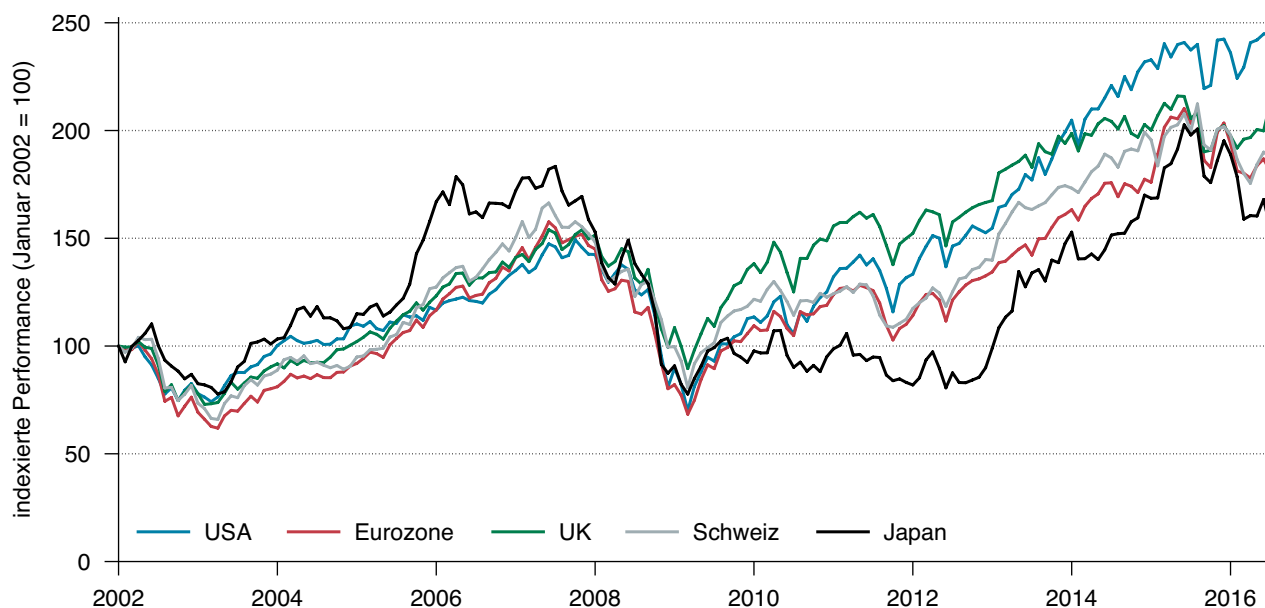
¹ Performance in Prozent für den jeweiligen Zeitraum.

Performance Schweizer Finanzanlagen

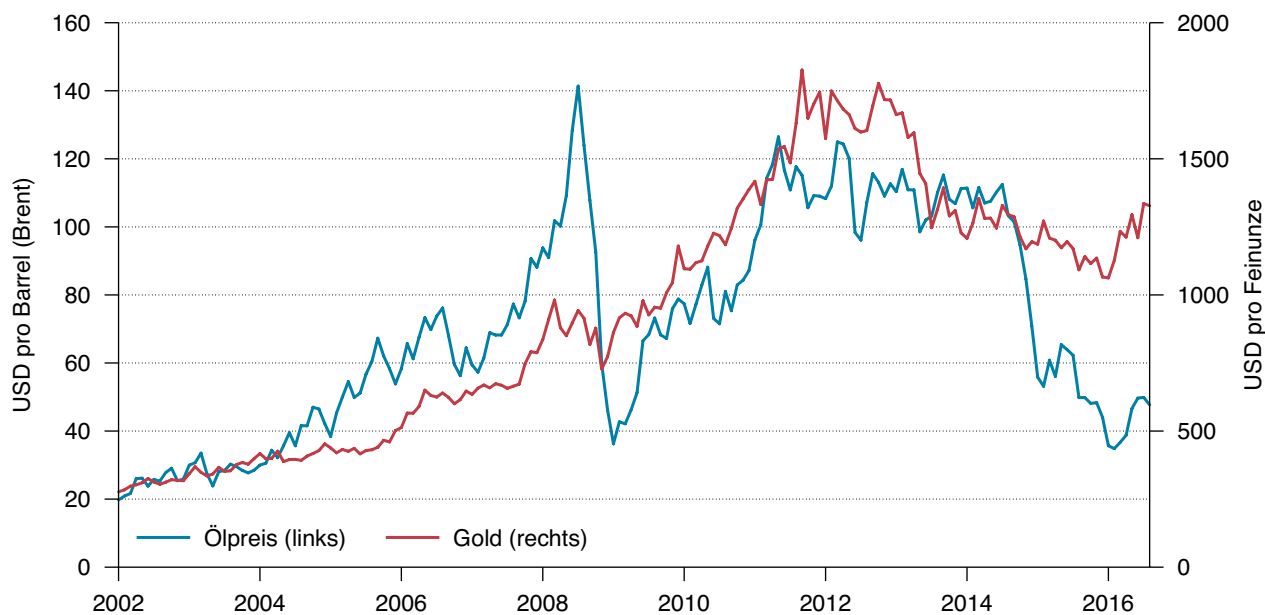


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Performance ausgewählter Aktienmärkte (in Lokalwährung)



Performance ausgewählter Rohstoffpreise

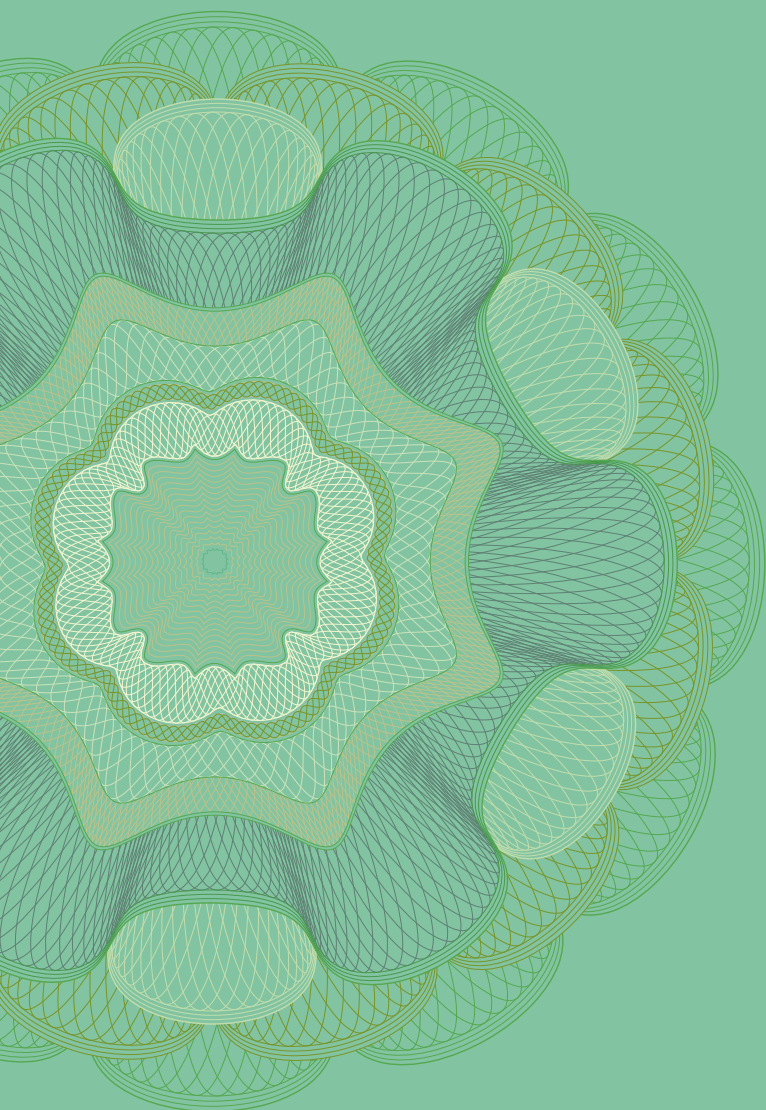


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Die Zahl des Monats

CHF 14 000 000 000

Die Schweizerische Nationalbank hat im Juni gemäss den Schätzungen von Wellershoff & Partners mit 14 Milliarden Schweizer Franken am Devisenmarkt interveniert. Zum Vergleich: Das ist gleich viel, wie die Schweizerische Eidgenossenschaft an Ausgaben für das gesamte Jahr 2015 für Bildung, Verteidigung und Landwirtschaft budgetiert hatte.



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.