

AUGUST 2016

FX MONTHLY

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

Seite 1 QCAM Insight

Schwellenlandwährungen –
Renditequelle mit Tücken?



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: 15. August 2016

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 |

Schwellenlandwährungen – Renditequelle mit Tücken?

Investitionen in Märkte aus wirtschaftlich aufstrebenden Ländern ermöglichen Investoren aus Industrienationen nebst Diversifikationseffekten attraktive Renditen, stellen diese aber vor spezielle Herausforderungen. Gerade die Währungsabsicherung solcher Investitionen kann kompliziert sein. Was gilt es zu berücksichtigen?

Eigenschaften von Schwellenländern

Schwellenländer (*Emerging Markets*, «EM») gelten unter Investoren als interessante Anlagegelegenheiten. Höhere Zinsen bedeuten für Anleger aus Industrienationen (*Developed Markets*, «DM») aber hohe Absicherungskosten, welche sich aus der Differenz zwischen dem Zins in der Heimwährung und dem Zins in der Anlagewährung ergeben (siehe nebenstehende Abbildung). Bei einer vollständigen Währungsabsicherung wird die zusätzlich generierte Rendite so wieder abgegeben. Wie sollen Anlagen in Schwellenlandwährungen also abgesichert werden?

Der Währungsmarkt gilt als liquidester Finanzmarkt überhaupt, doch sind viele Währungen nur begrenzt liquide und für Investoren nicht frei handelbar. Währungen wie zum Beispiel der brasilianische Real, der chinesische Yuan oder der koreanische Won sind für ausländische Anleger nicht ohne komplizierte Handhabung handelbar und sind auch nicht frei konvertierbar. Oft sind physische Devisenkäufe an Bedingungen geknüpft, wie beispielsweise den Nachweis des Wirtschaftszwecks eines Zahlungsstroms oder die Notwendigkeit einer lokalen Niederlassung. Der Problematik dieses *on-/offshore*-Themas kann teilweise mit sogenannten Non-Deliverable Forwards (NDFs) begegnet werden.

Non-Deliverable Forwards

Bei einem Devisentermingeschäft mit zwei frei konvertierbaren Währungen wird bei Fälligkeit der jeweilige Betrag zum vereinbarten Devisenterminkurs ausgetauscht. Bei einem NDF wird bei Fälligkeit der NDF-Kurs (der vereinbarte Devisenterminkurs) mit einem vordefinierten Referenzkurs verglichen und die Differenz in der frei konvertierbaren Währung ausbezahlt. In der nicht-frei konvertierbaren Währung findet keine Zahlung statt. NDFs werden von Banken häufig nur gegen US-Dollar kotiert. Ein entsprechendes USDCHF-Gegengeschäft muss aus Sicht eines Schweizer Investors zeitgleich mit dem NDF-Fixing ausgehandelt werden, um die Marktrisiken klein zu halten. Je nach Währungspaar werden unterschiedliche Ansätze der Referenzkursfixierung angewendet.

Um Schwellenlandwährungen abzusichern, steht also wie bei DM-Währungen der Terminvertrag oder NDF als Standardinstrument zur Verfügung. Hochverzinsliche Währungen gegenüber dem Schweizer Franken abzusichern, ist entsprechend teuer. Viele Anleger kommen deshalb zum Schluss, EM-Investitionen nur partiell abzusichern und das Währungsrisiko offen zu lassen. Gibt es Alternativen zum teuren Terminkontrakt/NDF?

Alternativen zum Terminvertrag/NDF

Eine interessante Alternative können Optionskontrakte sein. Die Verwendung solcher Derivate erlaubt es Investoren, ihre Positionen massgeschneidert abzusichern. Ein wesentlicher Vorteil der Option liegt in der Flexibilität bei der Wahl des Absicherungspreises und der gewünschten Laufzeit. Zudem stellt die Option ein Recht und keine

Pflicht dar. Optionen kosten aber eine Prämie. Diese Prämie ist bei Schwellenlandwährungen aufgrund höherer Volatilitäten zumeist viel teurer als bei Optionen auf DM-Währungen.

Für Investoren, welche den Gebrauch von Optionen schätzen, besteht die Möglichkeit, das EM-Währungsrisiko grundsätzlich abzusichern und von einer Aufwertung der Schwellenlandwährung partiell zu profitieren; dies über den Einsatz eines Risk Reversal. Die Optionsstrategie Risk Reversal besteht aus der Kombination von zwei Optionen: dem Kauf einer Put-Option auf die abzusichernde Währung und dem gleichzeitigen Verkauf einer Call-Option. Diese Strategie kann zu einer deutlich tieferen Prämie oder sogar zu einer *zero cost*-Prämie für die Absicherung führen. Mit dieser Strategie können die fixen Absicherungskosten über den Terminkontrakt teilweise umgangen werden und von einem Erstarren der Schwellenlandwährung teilweise profitiert werden. Andererseits liegt der Nachteil dieser Strategie gegenüber

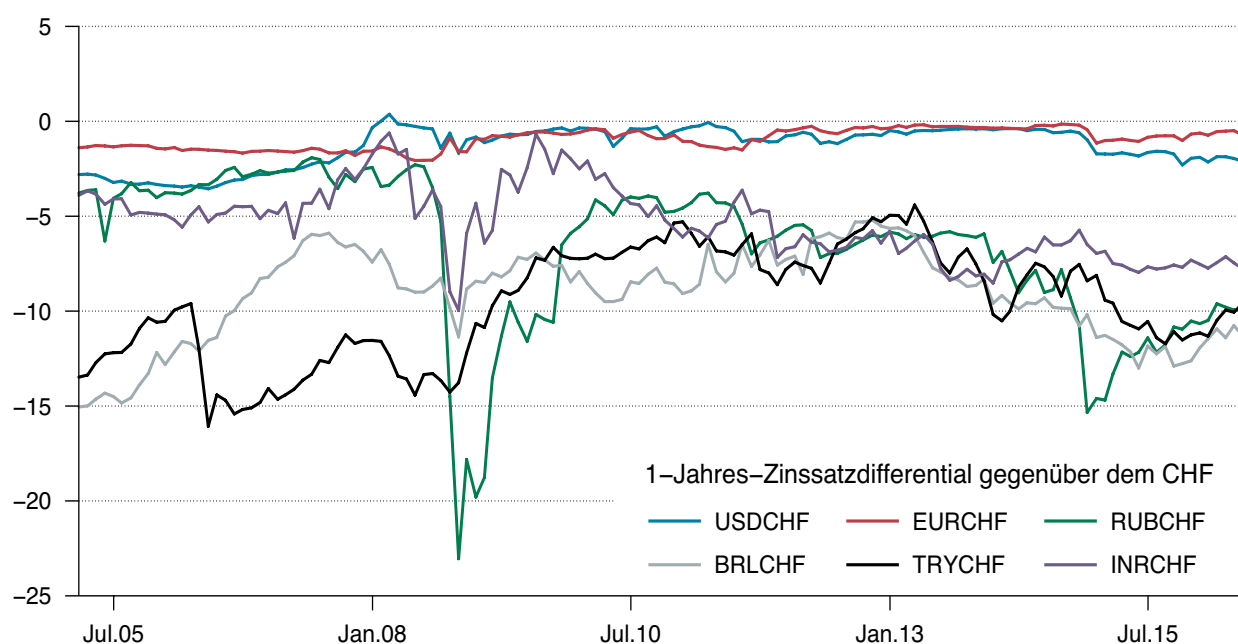
dem NDF darin, dass bei einer substanziellen Abwertung der Schwellenlandwährung die Absicherung auf einem tieferen Level vollzogen wird.

Je nach Markteinschätzung und Risikoappetit des Investors kann die Bandbreite der beiden Options-Ausübungspreise flexibel gewählt werden. Der Risk Reversal erlaubt, die Kosten für die Absicherung zu steuern und wird von Investoren für dessen Flexibilität geschätzt.

Fazit

Anlagegelegenheiten in Schwellenländern wirken aus Renditeüberlegungen attraktiv, benötigen aber eine sorgfältige Handhabung der Währungsabsicherung. Neben regulatorischen Hürden und Kostenüberlegungen sollten operationelle und technische Aspekte noch vor dem Investitionsentscheid berücksichtigt werden. Die Kenntnis und Analyse der verschiedenen verfügbaren Absicherungsinstrumente erlaubt es Investoren, ihr Risiko-Rendite-Profil flexibler abbilden zu können.

Für Schweizer Anleger sind Schwellenlandwährungen erheblich teurer abzusichern als USD oder EUR



Quelle: Bloomberg, QCAM Currency Asset Management, Wellershoff & Partners

Die Makroperspektive

Die Schwellenländer sind der lachende Dritte

Die Bank of England greift der unter der Brexit-Unsicherheit leidenden britischen Konjunktur mit einer Zinssenkung unter die Arme. Die japanische Zentralbank weitet ihr Anleihekaufprogramm nochmals aus. Schwellenlandanlagen sind letztlich die grössten Profiteure dieser nochmals expansiveren globalen Geldpolitik. Solange die amerikanische Notenbank die Party nicht verdirbt.

Schwellenländer mit Lebenszeichen

Ein Blick auf die Konjunkturdaten der grössten Schwellenländer zeigt ganz eindeutig: die Talsohle des konjunkturellen Einbruchs liegt hinter uns. In China hat sich die Wirtschaft dank einer expansiven Wirtschaftspolitik stabilisiert. Gemäss den Schätzungen von Wellershoff & Partners konnte die chinesische Wirtschaft im zweiten Quartal 2016 zwar nicht wie offiziell ausgewiesen um 6.7 Prozent im Vorjahresvergleich zulegen, wuchs aber mit 5.9 Prozent doch leicht mehr als im Vorquartal. Dass sich die Wirtschaft nach dem markanten Wachstumseinbruch im letzten Jahr erholt hat, ist vor allem auf den für die chinesische Konjunktur zentralen Häusermarkt zurückzuführen. Dieser hat sich dank regulatorischer und geldpolitischer Massnahmen erholt.

Mit dieser Wachstumserholung und einer im Vergleich zum letzten Sommer deutlich transparenteren Kommunikation der Zentralbank sind auch die Sorgen um die chinesische Währungspolitik verebbt. Obwohl der chinesische Renminbi seit April mehr an Wert verloren hat als im Sommer letzten Jahres, als die Zentralbank für alle

überraschend den Wechselkurs um 2 Prozent abwertete und damit Schockwellen an den globalen Finanzmärkten auslöste, zeigen sich die Finanzmärkte diesen Sommer bisher tiefenentspannt.

Erfreulich entwickelt sich auch die russische Wirtschaft, welche im zweiten Quartal zwar noch immer geschrumpft ist, aber mit einer BIP-Jahreswachstumsrate von -0.6 Prozent so solide war wie seit dem Jahr 2014 nicht mehr. Sogar die brasilianische Wirtschaft zeigt wieder erste Lebenszeichen, wenn auch die meisten Konjunktur-Frühwarnindikatoren für die kommenden Quartale weiterhin negative Wachstumsraten anzeigen. Derweil haben sich die Konjunkturdaten jüngst auch in Südafrika, Korea und Taiwan verbessert.

Starke Wirtschaft – starke Währung?

Darf man mit der konjunkturellen Erholung auch mit einer Erholung der in den letzten Jahren arg geschwächten Schwellenlandwährungen rechnen? Schaut man sich den langfristigen Zusammenhang zwischen Wachstum und Schwellenlandwährungen an, dann wird man leider enttäuscht. Weder in unseren Analysen noch in der akademischen Literatur ist ein statistisch signifikanter Zusammenhang zwischen dem Wirtschaftswachstum eines Landes und dessen Wechselkurs auszumachen.

Langfristig funktioniert das Konzept der Kaufkraftparität auch bei Schwellenlandwährungen gut. Dabei wird anhand der relativen Inflationsdifferenz zwischen zwei Währungen ein neutraler Wechselkurs berechnet. Untenstehende Grafik zeigt den Wert einer theoretischen Währung, bestehend aus einem Korb von 14 Schwellen-

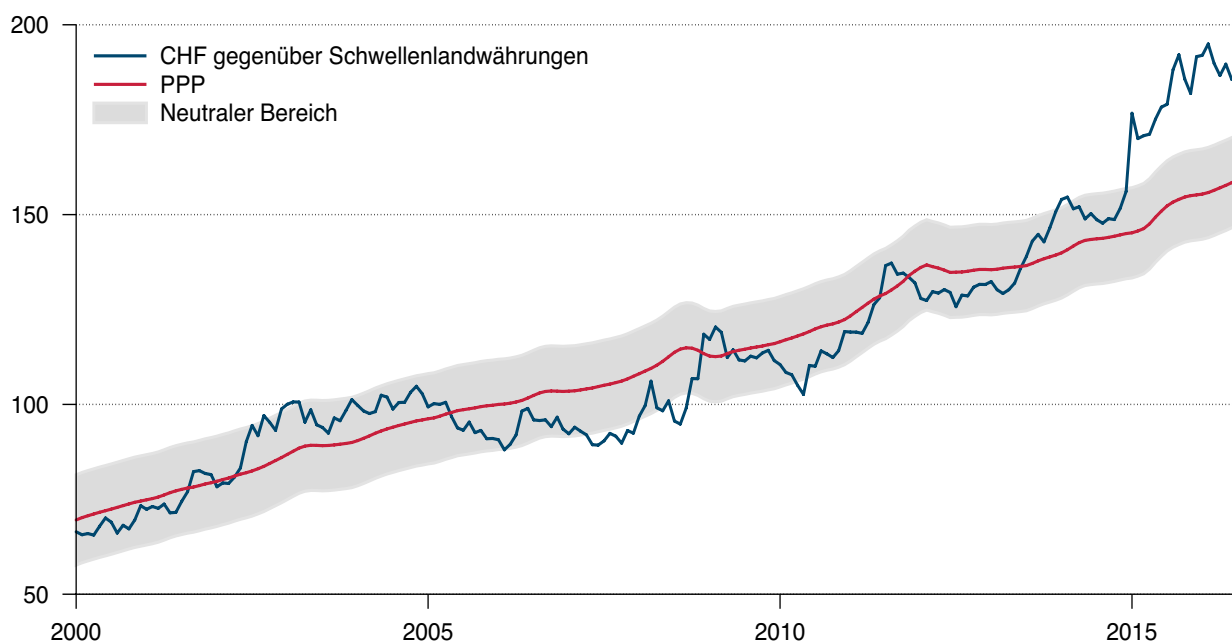
landwährungen, gegenüber dem Schweizer Franken. Die Grafik zeigt, dass der Wert dieses Währungskorbs langfristig um die Kaufkraftparität schwankt.

Aktuell weicht der Währungskorb stark vom neutralen Wechselkurs ab und ist so signifikant unterbewertet wie noch nie seit rund 16 Jahren. Nur: die Tatsache, dass eine Währung deutlich unterbewertet ist, sagt noch nichts darüber aus, wann es zu einer Aufwertung kommen wird. Kurzfristig können ganz andere Faktoren den Wert einer Währung als die Kaufkraftparität bestimmen. Ist das Weltwirtschaftswachstum stark, der Welthandel rasant und sind die Rohstoffpreise auf einem steigenden Trend, dann sind Schwellenlandwährungen tendenziell stark. Andererseits können eine schwache Weltkonjunktur oder ein starker US-Dollar kurzfristig auf den Schwellenlandwährungen lasten.

Schwellenländer als lachender Dritter

Nebst dem sich nicht mehr aufwertenden US-Dollar und den seit Februar steigenden Rohstoffpreisen sind es die Zentralbanken in den Industriestaaten, welche den Schwellenlandwährungen aktuell Auftrieb verleihen. So haben Schwellenlandwährungen seit dem *Brexit*-Entscheid wieder zulegen können. Die grösste Gefahr geht für Schwellenlandanlagen deshalb von den Entscheidungen der amerikanischen Notenbank aus. Trotz der zuletzt wieder schwächeren realwirtschaftlichen US-Daten hat die *Fed* die Tür für weitere Zinserhöhungen weit offen gelassen. Eine sich anbahnende Zinserhöhung in den Vereinigten Staaten würde den Schwellenländern die Partylaune verderben.

Schwellenlandwährungen sind gegenüber dem CHF stark unterbewertet



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Was die Währungsmärkte bewegt

Aus Verheissungen werden leere Versprechen in Japan

Die Geldpolitik der japanischen Zentralbank ist äusserst expansiv, die japanische Regierung hat erst kürzlich ein neues Konjunkturprogramm verabschiedet. Trotzdem kommt die Konjunktur nicht in die Gänge und will sich der Yen nicht wieder abschwächen. Drohen nun noch expansivere, noch unkonventionellere Massnahmen? Und mit welchen Folgen für die japanische Währung?

Neue geld- und fiskalpolitische Massnahmen

Die japanische Volkswirtschaft ist im ersten Quartal 2016 um nur 0.5 Prozent im Vorjahresvergleich gewachsen. Die Kernrate der Konsumentenpreise war über die letzten Quartale rückläufig und kam im Juni 2016 bei nur 0.5 Prozent im Vorjahresvergleich zu liegen. Derweil verfolgt die japanische Zentralbank bereits seit Jahren Wertpapierkaufprogramme, welche in der Summe ein Wachstum der Geldmenge M2 von über 3 Prozent im Vorjahresvergleich ergeben. Der Leitzinssatz beträgt seit Januar 2016 -0.1 Prozent. Nun hat die japanische Zentralbank im August ihre Geldpolitik noch weiter ausgeweitet. Hinzu kommt ein von der japanischen Regierung verabschiedetes Konjunkturpaket im Umfang von rund 260 Mrd. Schweizer Franken.

Massnahmen verpuffen wirkungslos

Was darf von den neuen geld- und fiskalpolitischen Massnahmen erwartet werden? Es ist davon auszugehen, dass die fiskalischen Mehrausgaben eine leichte Belebung der japanischen Konjunktur mit sich bringen werden, schliesslich tauchen die Staatsausgaben mehr oder minder direkt

in der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung auf. Da aber die letzten geldpolitischen Schritte kaum konjunkturelle Wirkung gezeigt haben, ist auch von den neuen Massnahmen kaum ein konjunktureller Effekt zu erwarten. Ähnliches gilt für die Finanzmärkte. In den letzten Monaten konnte weder die erhoffte Schwächung des Yen noch die erwünschte Stärkung des japanischen Aktienmarkts beobachtet werden. Der Yen gewinnt gegenüber dem US-Dollar bereits seit Mitte 2015 an Wert, während sich der Nikkei im Gleichschritt bestenfalls noch seitwärts entwickeln konnte.

Vertrauen in Abenomics schwindet

Wie kommt es, dass die geld- und fiskalpolitischen Massnahmen in Japan nicht mehr die erwünschte Wirkung zeigen? Mindestens zwei Gründe drängen sich auf: Erstens schwindet in Japan das Vertrauen in das Wirtschaftsprogramm der Regierung. Wenn aber beispielsweise japanische Unternehmen nicht daran glauben, dass die getroffenen Massnahmen zu einer Belebung der japanischen Wirtschaft führen werden, und deshalb Investitionen zurückhalten, dann wird sich das japanische Wirtschaftswachstum auch tatsächlich nicht erholen – ein klassisches Beispiel einer sich selbsterfüllenden Prophezeiung. Zweitens trifft das japanische Wirtschaftsprogramm auf Finanzmärkte, welche von der Suche nach sicheren Anlagen dominiert werden, wozu auch der Yen gezählt wird. Im Zuge der Unsicherheiten um die amerikanische Wirtschaft oder den *Brexit* haben sich diese Überlegungen verstärkt und die Massnahmen der japanischen Zentralbank zunehmend überlagert.

Des Rätsels Lösung?

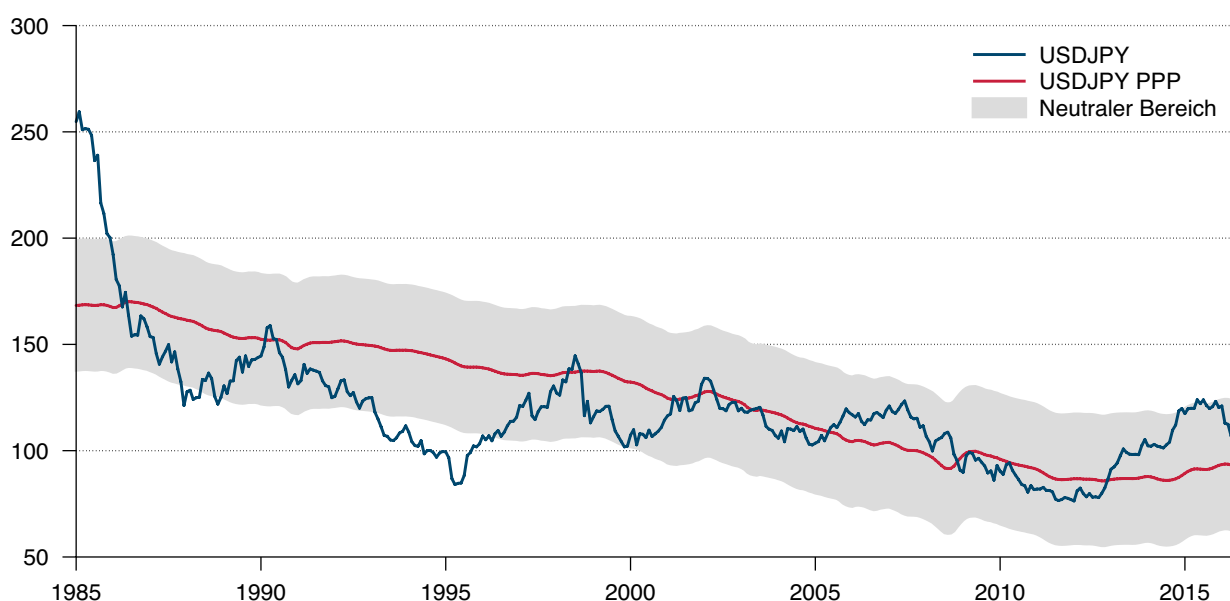
Die japanischen Behörden haben grundsätzlich zwei Möglichkeiten, die aktuellen Ereignisse zu interpretieren. Erstens könnten sie sich auf fundamentale Überlegungen berufen und sich eingestehen, dass es Faktoren wie Demografie oder Produktivität sind, welche die Wirtschaft eines Landes tatsächlich beeinflussen. Dann könnten sie beispielsweise folgern, dass es sinnvoll wäre, die rigiden Zuwanderungsbestimmungen des Landes zu lockern oder den japanischen Arbeitsmarkt weiter zu flexibilisieren. Zweitens aber könnten sich die japanischen Behörden auch von den jüngsten Ereignissen in die Ecke gedrängt fühlen und deshalb schlussfolgern, dass mehr vom Gleichen des Rätsels Lösung sei. Dass die japanische Zentralbank kürzlich dementieren musste, über «Helikoptergeld» nachzudenken, spricht Bände. Die Zentralbank musste also tatsächlich dementieren, nicht mit neugeschaffenem

Geld direkt Staatsausgaben zu finanzieren, Investitionen zu tätigen oder ganz einfach jedem Bürger ein gewisses Guthaben gutzuschreiben.

Yen-Investitionen halten

Die Währungsmärkte stellt all das vor enorme Herausforderung. Die Verheissungen expansiver fiskal- und geldpolitischer Massnahmen werden in Japan gerade – wieder! – zum leeren Versprechen. Orientierung bieten da nur noch fundamentale, unverrückbare Realitäten. Mittel- bis längerfristig ist davon auszugehen, dass sich der Yen seinen Kaufkraftparitäten angleichen wird. Wer bereits Yen hält, kann diese Position deshalb geöffnet lassen, bis die Währung die entsprechende Aufwertung hinter sich gebracht hat. Selbst ein Überschieszen über die Kaufkraftparität wäre nicht unüblich. Ein Einstieg ist zu diesem Zeitpunkt aber nicht zu empfehlen.

Der Yen will sich trotz neuer geld- und fiskalpolitischer Massnahmen nicht wieder abschwächen



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Konjunkturklima

Im zweiten Quartal hat sich das BIP-Wachstum in Grossbritannien überraschenderweise von 2.0 auf 2.2 Prozent im Vorjahresvergleich erhöht. Vom *Brexit* wurde diese Wirtschaftsstatistik noch kaum beeinflusst, fand die Abstimmung über den Verbleib in der EU doch erst zum Ende des zweiten Quartals statt. Bereits zeigen aber vorauslaufende Konjunkturklimaindikatoren für Grossbritannien einen Konjunkturreinbruch an.

Ökonomen hatten für die Vereinigten Staaten eine höhere BIP-Wachstumsrate für das zweite Quartal erwartet. Mit einer Wachstumsrate von 1.2 Prozent wachsen die Vereinigten Staaten heuer so langsam wie seit

drei Jahren nicht mehr. Haupttreiber ist dabei die schwache Investitionstätigkeit. Für die Zukunft von zentraler Bedeutung ist, wie sich der Privatkonsum entwickeln wird. Diesbezüglich gibt es gute Nachrichten vom Arbeitsmarkt zu vermelden. Im Juli konnte mit 255 000 neugeschaffenen Stellen an die positiven Juni-Daten angeknüpft werden.

Die Eurozone wächst im zweiten Quartal mit 1.6 Prozent im Vorjahresvergleich zum zweiten Mal in Folge schneller als die Vereinigten Staaten. Besonders hervorzuheben ist die spanische Wirtschaft, welche im Vorjahresvergleich um 3.2 Prozent gewachsen ist.

Überblick

| | Trendwachstum ¹ | Reales BIP-Wachstum ² | | | | W&P-Konjunkturklimaindikatoren ³ | | | |
|--------------------------------|----------------------------|----------------------------------|------------|------------|------------|---|------------|------------|------------|
| | | Q3/2015 | Q4/2015 | Q1/2016 | Q2/2016 | 4/2016 | 5/2016 | 6/2016 | 7/2016 |
| USA | 1.7 | 2.2 | 1.9 | 1.6 | 1.2 | 2.6 | 2.4 | 3.2 | 2.9 |
| Eurozone | 1.0 | 1.6 | 1.7 | 1.7 | 1.6 | 2.0 | 2.1 | 2.1 | 2.1 |
| Deutschland | 1.4 | 1.7 | 1.4 | 1.6 | - | 2.2 | 2.2 | 2.6 | 2.6 |
| Frankreich | 0.7 | 1.1 | 1.3 | 1.4 | 1.4 | 1.6 | 1.8 | 1.5 | 1.5 |
| Italien | 0.2 | 0.8 | 1.1 | 0.9 | - | 1.9 | 2.0 | 1.2 | 1.3 |
| Spanien | 1.6 | 3.4 | 3.5 | 3.4 | 3.2 | 3.2 | 3.1 | 3.3 | 3.2 |
| Grossbritannien | 1.8 | 2.0 | 1.8 | 2.0 | 2.2 | 2.5 | 2.7 | 2.9 | 2.2 |
| Schweiz | 1.5 | 0.7 | 0.3 | 0.7 | - | 1.0 | 1.1 | 1.3 | 1.0 |
| Japan | 0.4 | 1.8 | 0.8 | 0.0 | - | 1.8 | 1.9 | 1.9 | 1.9 |
| Kanada | 1.6 | 1.0 | 0.3 | 1.1 | - | 0.4 | 0.9 | 1.3 | 1.5 |
| Australien | 2.4 | 2.7 | 2.9 | 3.1 | - | 3.5 | 3.5 | 3.4 | 3.5 |
| Brasilien | 1.4 | -4.4 | -5.9 | -5.1 | - | -2.3 | -3.0 | -2.0 | -0.4 |
| Russland | 0.1 | -3.7 | -3.8 | -1.2 | -0.6 | -1.8 | -0.2 | 1.7 | -1.1 |
| Indien | 7.7 | 7.6 | 7.2 | 7.9 | - | 5.9 | 6.0 | 6.4 | 5.2 |
| China | 7.4 | 6.9 | 6.8 | 6.7 | 6.7 | 8.2 | 8.1 | 7.7 | 7.5 |
| Industrienationen ⁴ | 1.4 | 2.1 | 1.9 | 1.4 | - | 2.4 | 2.4 | 2.8 | 2.6 |
| Schwellenländer ⁴ | 6.0 | 4.6 | 4.5 | 4.8 | - | 4.7 | 4.8 | 4.7 | 4.4 |
| Welt ⁴ | 3.5 | 3.3 | 3.2 | 3.1 | - | 3.1 | 3.1 | 3.2 | 3.1 |

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

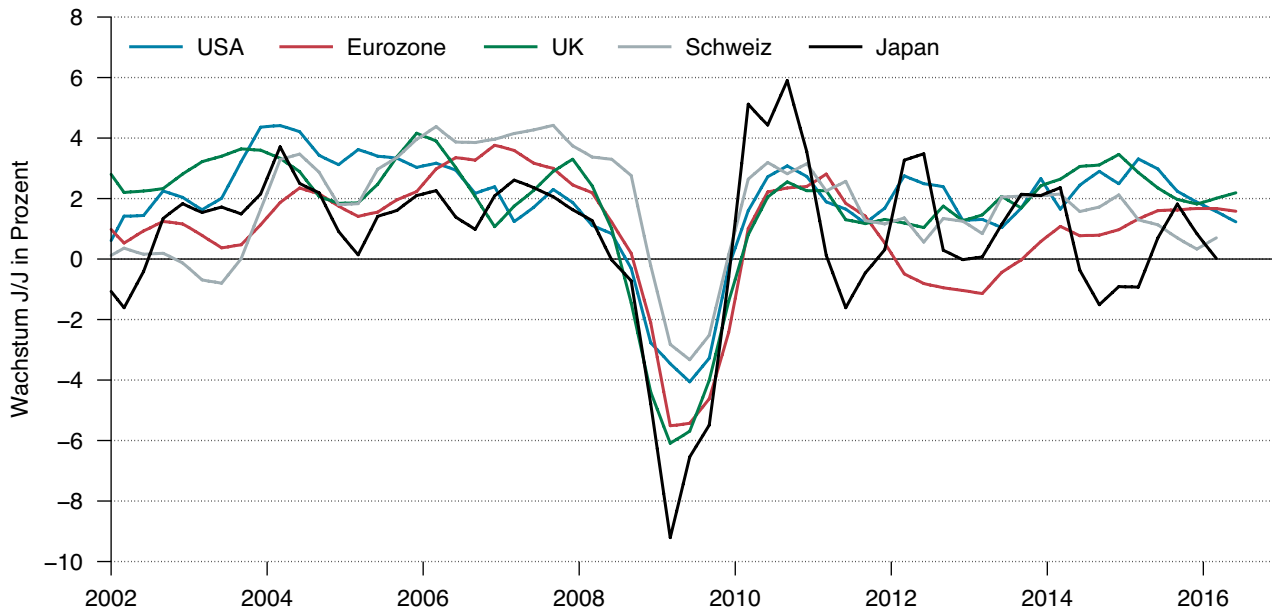
² Veränderung des realen BIP gegenüber dem Vorjahresquartal in Prozent.

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.

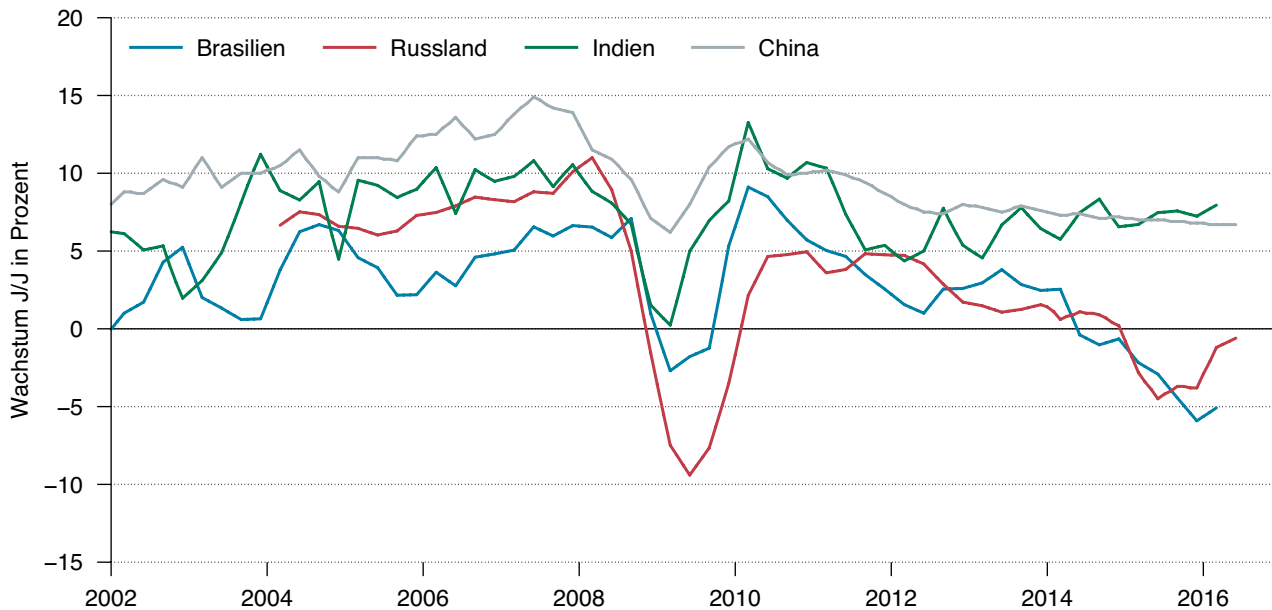
⁴ Die Aggregate werden anhand von nominalen BIP-Gewichten und Kaufkraftparitätskursen berechnet.

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

Wirtschaftswachstum Industrienationen



Wirtschaftswachstum Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

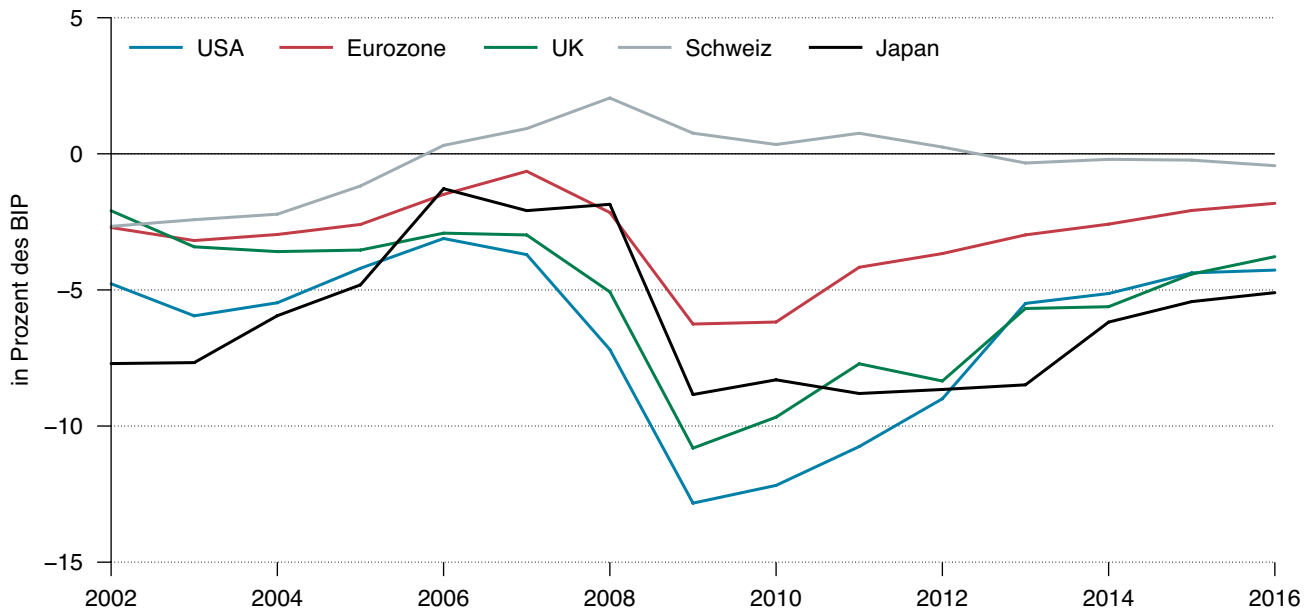
Wirtschaftsindikatoren

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 | -2.5 | 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 | 19.9 |
| 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 | 3.1 |
| Kanada | 2.4 | 2.0 | -3.0 | -3.5 | 86.0 | 92.3 | -2.0 | -2.4 | 7.1 | 6.9 |
| 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 | 5.4 |

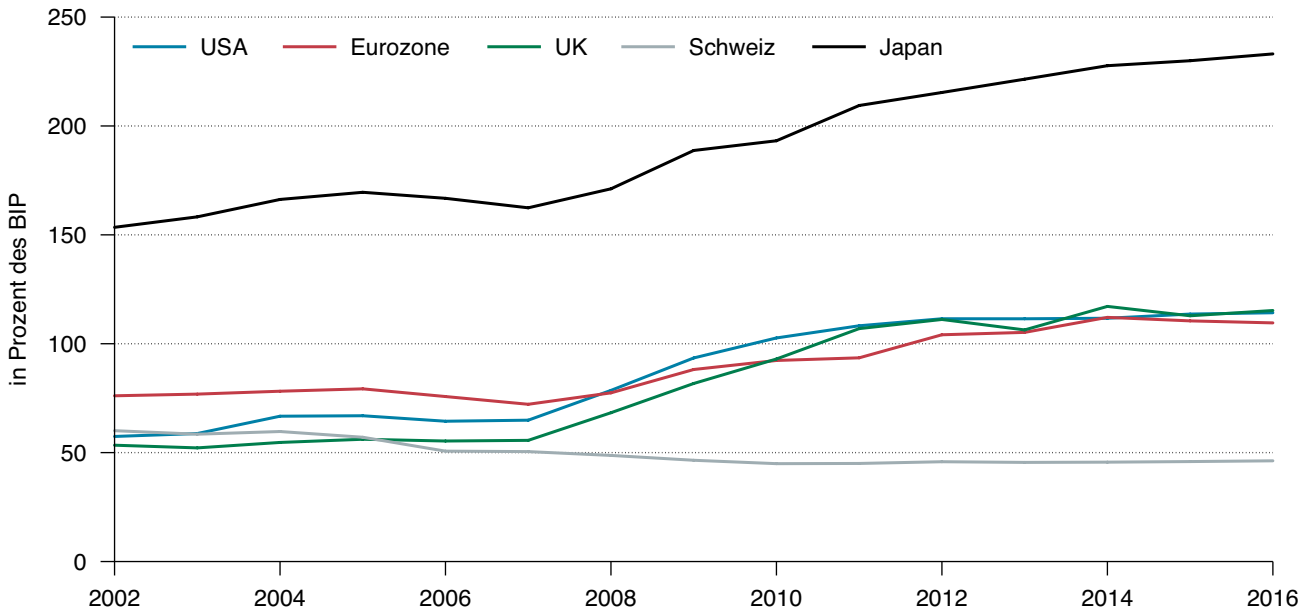
¹ In Prozent; Berechnung anhand von Marktwechsellkursen. ² In Prozent vom nominalen BIP. ³ In Prozent.

Budgetdefizit Industrienationen

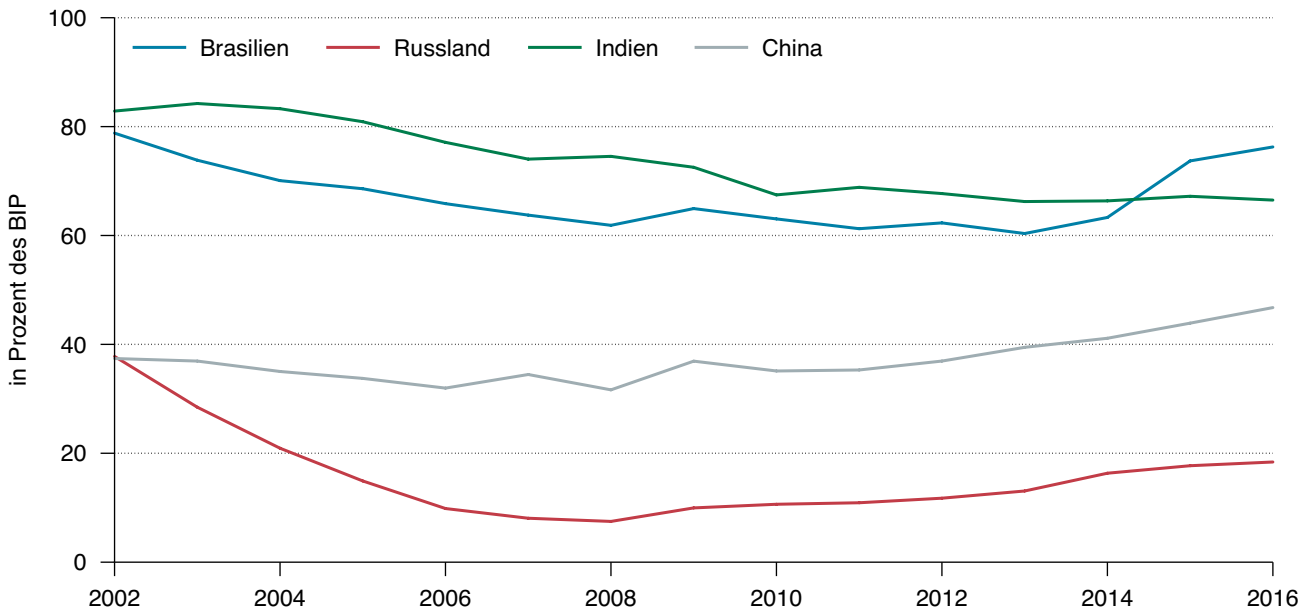


Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Staatsverschuldung Industrienationen



Staatsverschuldung Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Inflation

Die Kerninflationsrate beträgt in der Eurozone im Juli bereits zum zweiten Mal in Folge 0.9 Prozent. Die Gesamtinflationsrate lag mit 0.2 Prozent im Vorjahresvergleich deutlich unter der Kerninflationsrate. Die Diskrepanz erklärt sich auch weiterhin durch die tiefen Energiepreise. Obwohl der Rohölpreis der Sorte WTI von knapp 50 US-Dollar im Juni auf rund 42 US-Dollar pro Fass im August gefallen ist, dürfte sich die Lücke zwischen Gesamt- und Kerninflationsrate in der Eurozone gegen Ende des Jahres schliessen.

In den Vereinigten Staaten erwarten wir im Frühjahr 2017 eine Gesamtinflationsrate von rund 3 Prozent im

Vorjahresvergleich – sollte die Kerninflationsrate konstant bleiben und unter Berücksichtigung des Rohölpreisbasiseffekts. Noch vor dem jüngsten Rückgang des Ölpreises wären sogar Werte um die 3.5 Prozent möglich gewesen. So oder so werden die steigenden Teuerungsrate die amerikanische Notenbank vor grosse Herausforderungen stellen.

In Russland wurde im Juli eine Gesamtinflationsrate von 7.2 Prozent gemessen. Damit ist die Teuerung im Monatsvergleich um 0.3 Prozentpunkte zurückgegangen. Rückläufig war die Teuerung auch in Brasilien, wo sie auf 8.7 Prozent im Juli gesunken ist.

Überblick

| | Ø 10 Jahre ¹ | Inflation ² | | | | Kerninflation ³ | | | |
|--------------------------------------|-------------------------|------------------------|--------|--------|--------|----------------------------|--------|--------|--------|
| | | 4/2016 | 5/2016 | 6/2016 | 7/2016 | 4/2016 | 5/2016 | 6/2016 | 7/2016 |
| USA | 1.8 | 1.1 | 1.0 | 1.0 | - | 2.1 | 2.2 | 2.3 | - |
| Eurozone | 1.5 | -0.2 | -0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.8 | 0.8 | 0.9 | 0.9 |
| Deutschland | 1.4 | -0.1 | 0.1 | 0.3 | 0.4 | 1.2 | 1.1 | 1.2 | 1.3 |
| Frankreich | 1.2 | -0.2 | 0.0 | 0.2 | 0.2 | - | - | - | - |
| Italien | 1.6 | -0.5 | -0.3 | -0.4 | -0.1 | 0.5 | 0.6 | 0.5 | 0.6 |
| Spanien | 1.6 | -1.0 | -1.0 | -0.8 | -0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.6 | - |
| Grossbritannien | 2.4 | 0.3 | 0.3 | 0.5 | - | 1.2 | 1.2 | 1.4 | - |
| Schweiz | 0.2 | -0.3 | -0.4 | -0.4 | - | 0.0 | -0.1 | -0.2 | - |
| Japan | 0.3 | -0.3 | -0.4 | -0.5 | - | 0.7 | 0.7 | 0.5 | - |
| Kanada | 1.6 | 1.7 | 1.5 | 1.5 | - | 2.2 | 2.1 | 2.1 | - |
| Australien | 2.5 | 1.2 | 1.1 | 1.0 | - | 1.6 | 1.6 | 1.6 | - |
| Brasilien | 6.0 | 9.3 | 9.3 | 8.8 | 8.7 | 7.8 | 8.2 | 7.7 | - |
| Russland | 9.4 | 7.3 | 7.3 | 7.5 | 7.2 | 7.6 | 7.5 | 7.5 | 7.4 |
| Indien | 8.1 | 5.5 | 5.8 | 5.8 | - | - | - | - | - |
| China | 2.9 | 2.3 | 2.0 | 1.9 | - | 1.5 | 1.6 | 1.6 | - |
| Industrienationen⁴ | 1.6 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 |
| Schwellenländer⁴ | 5.3 | 4.2 | 4.1 | 4.0 | 4.0 | 3.0 | 3.1 | 3.1 | 3.1 |
| Welt⁴ | 3.1 | 2.2 | 2.2 | 2.2 | 2.2 | 1.9 | 2.0 | 1.9 | 1.9 |

¹ Durchschnittliche Jahreststeuerung der Konsumentenpreise in Prozent.

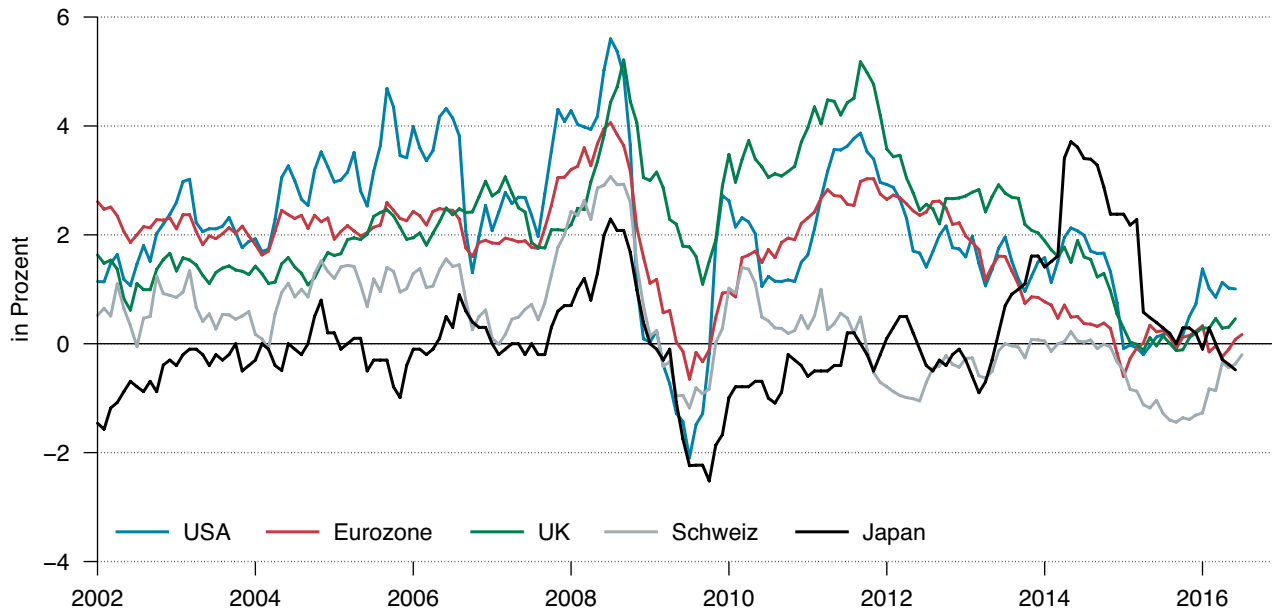
² Veränderung der Konsumentenpreise gegenüber dem Vorjahresmonat in Prozent.

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

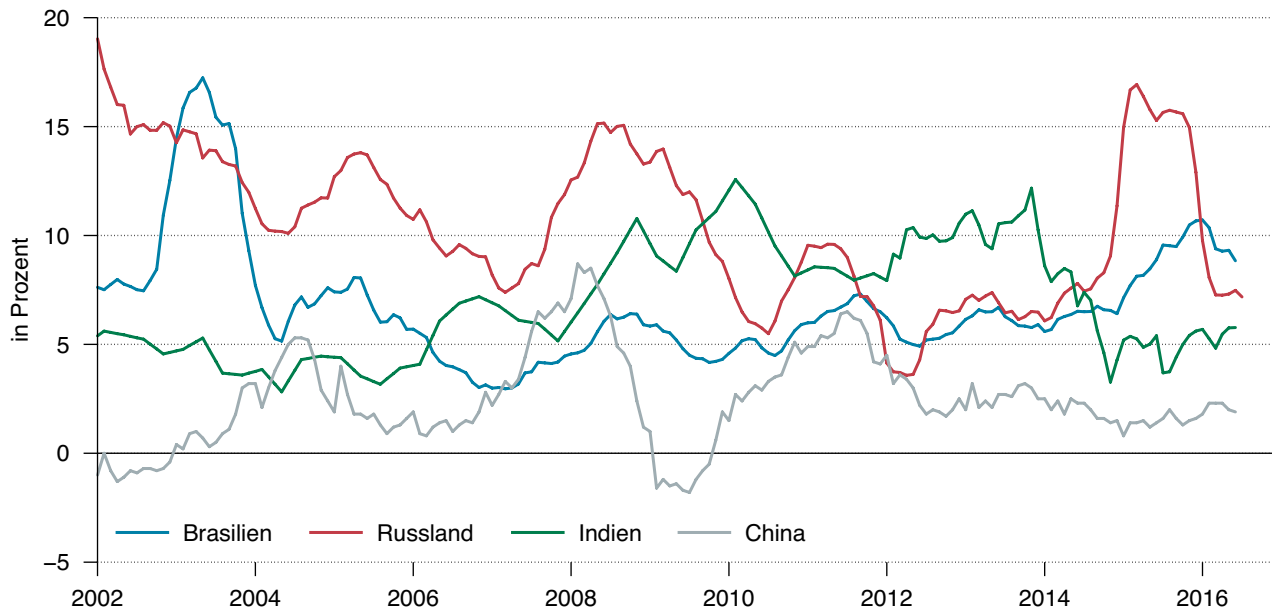
⁴ Die Aggregate werden anhand von nominalen BIP-Gewichten und Kaufkraftparitätskursen geschätzt.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Konsumentenpreisinfation Industrienationen



Konsumentenpreisinfation Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

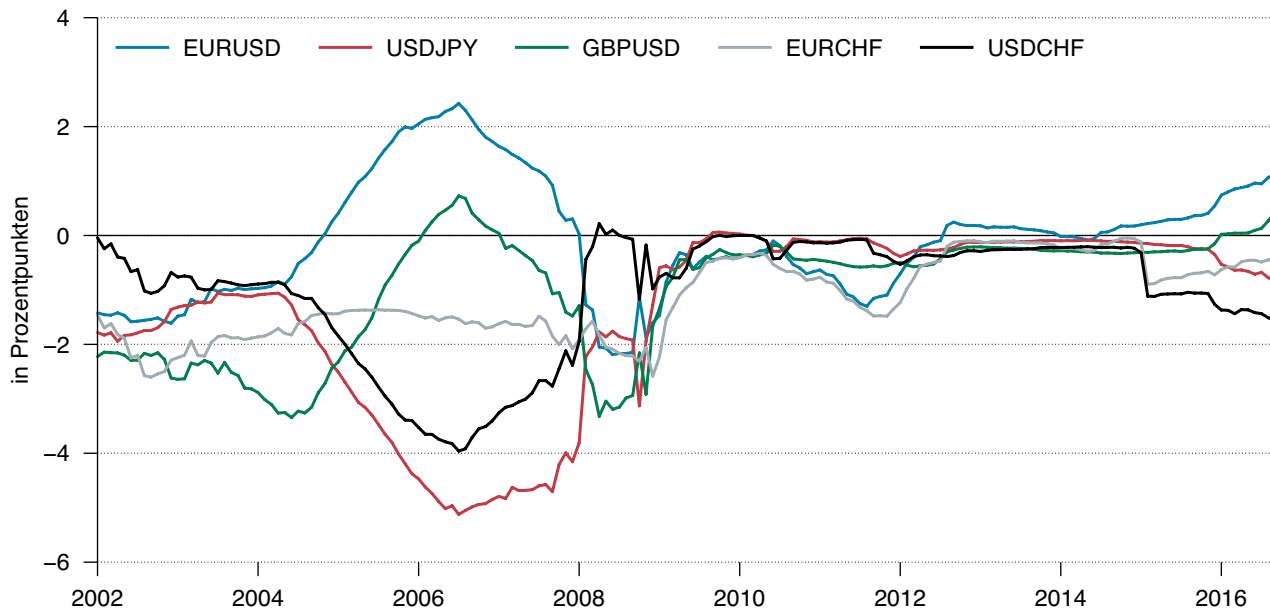
Zinsumfeld

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 | 1.118 | 1.11 | 0.34 | 0.13 | -0.08 | 1.59 | 0.73 | 0.27 | -0.03 |
| USDJPY | 100.9 | -0.84 | -0.23 | -0.23 | -0.99 | -1.43 | -0.60 | -0.47 | -1.13 |
| GBPUSD | 1.293 | 0.43 | -0.26 | -0.27 | -0.58 | 0.80 | -0.21 | -0.31 | -0.62 |
| EURCHF | 1.088 | -0.45 | -0.70 | -0.45 | -0.86 | -0.43 | -0.68 | -0.57 | -0.94 |
| USDCHF | 0.973 | -1.56 | -1.05 | -0.58 | -0.79 | -2.02 | -1.42 | -0.84 | -0.92 |
| GBPCHF | 1.259 | -1.13 | -1.31 | -0.86 | -1.37 | -1.21 | -1.63 | -1.15 | -1.54 |
| CHFJPY | 103.7 | 0.72 | 0.82 | 0.35 | -0.20 | 0.59 | 0.81 | 0.37 | -0.21 |
| AUDUSD | 0.770 | -0.65 | -1.65 | -2.31 | -2.60 | 0.18 | -1.05 | -1.67 | -2.19 |
| USDCAD | 1.294 | 0.08 | 0.42 | 0.80 | 0.43 | -0.42 | -0.06 | 0.55 | 0.25 |
| USDSEK | 8.436 | -1.44 | -0.66 | 0.42 | 0.32 | -1.77 | -0.97 | 0.25 | 0.27 |
| USDRUB | 64.80 | 9.43 | 12.38 | 8.83 | 7.28 | 8.72 | 12.06 | 8.40 | 7.56 |
| USDBRL | 3.157 | 13.26 | 13.88 | 10.47 | 9.76 | 11.59 | 13.33 | 10.22 | 9.69 |
| USDCNY | 6.645 | 1.99 | 2.77 | 3.89 | 2.43 | 1.50 | 2.55 | 3.55 | 2.19 |
| USDTRY | 2.950 | 8.74 | 10.84 | 8.91 | 9.75 | 8.26 | 10.33 | 8.73 | 10.01 |
| USDINR | 66.86 | 7.47 | 7.47 | 8.80 | 7.05 | 5.47 | 6.61 | 6.29 | 4.51 |

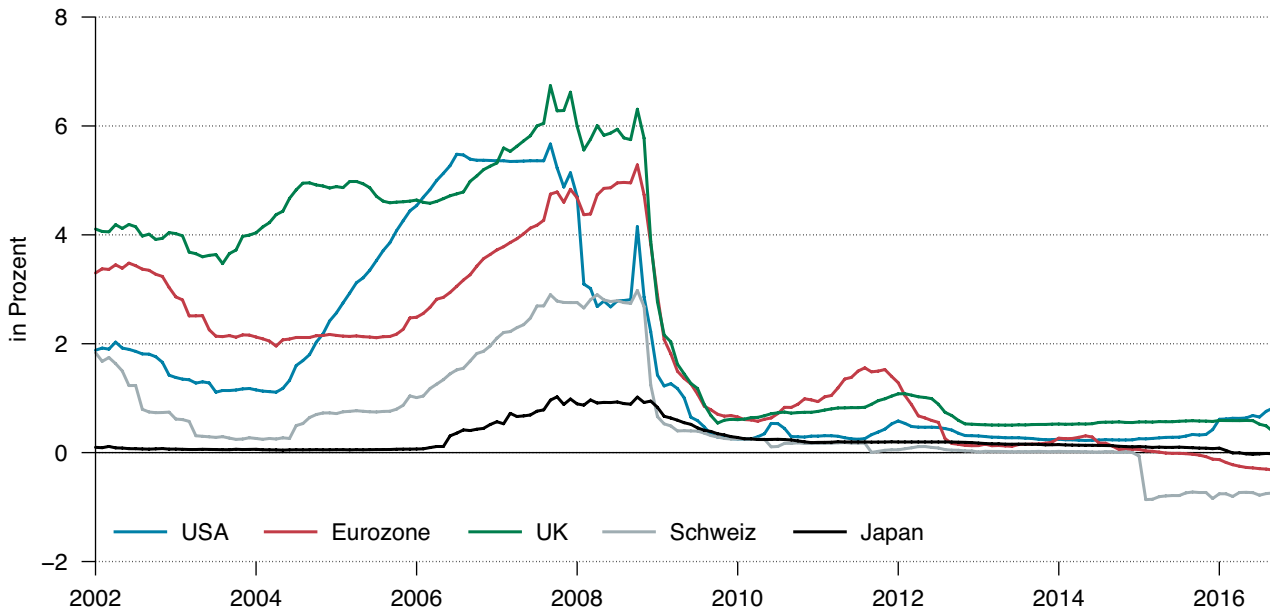
¹ Zinsen im zweiten Währungsraum abzgl. Zinsen im ersten Währungsraum; z.B. US-Dollar-Zinsen abzgl. Euro-Zinsen für EURUSD.

Zinsdifferenz

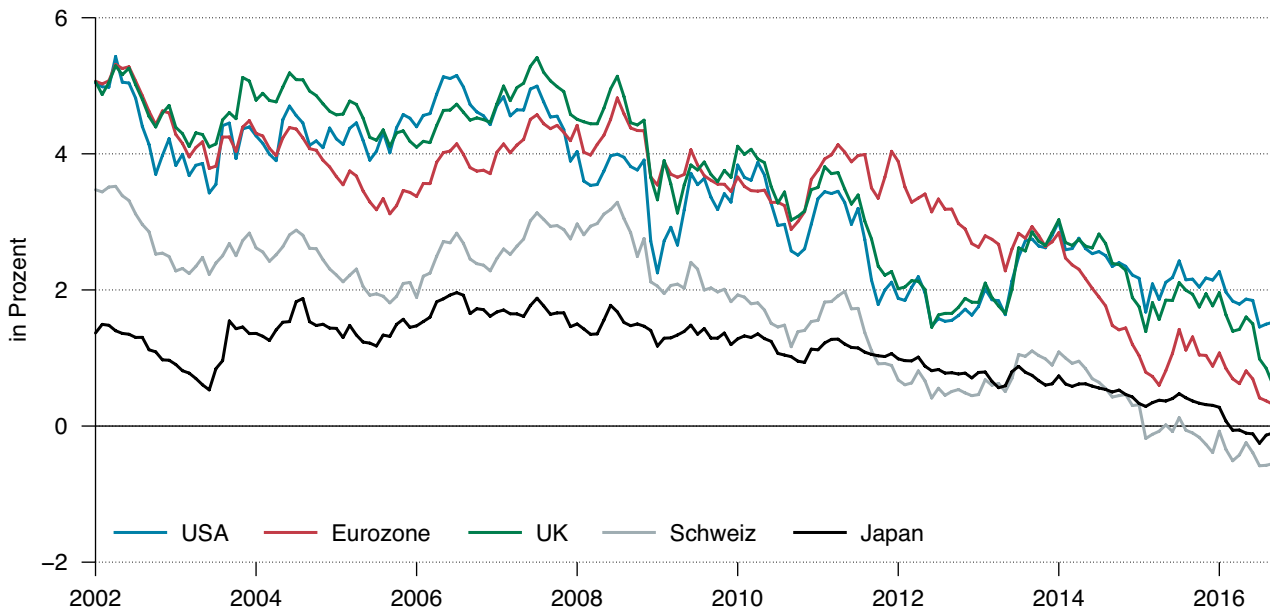


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Dreimonats-Liborsätze



Zehnjährige Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Währungsmärkte

An den Devisenmärkten hat sich die erste Aufregung rund um den Ausgang des *Brexit*-Votums inzwischen wieder gelegt. Weder der GBPUSD- noch der GBPCHF-Wechselkurs zeigten in den letzten vier Wochen deutliche Bewegungen. Allgemein betrachtet liegt der Kurs des Pfunds gegenüber den G10-Währungen jedoch immer noch im Durchschnitt rund 10 Prozent tiefer als vor dem *Brexit*.

Der Euro ist zum Franken noch um über 13 Prozent unterbewertet. Neue Zahlen des Pensionskassenindex der Credit Suisse deuten darauf hin, dass das auch an einer skeptischen Einstellung von Schweizer institutionellen Anlegern zum Euro liegen dürfte. So ist der un-

gesicherte Euro-Anteil auf ein Rekordtief von 3.5 Prozent gefallen.

Währungspaare verzeichnen unterschiedlich schnell eine Anpassung zurück zur Kaufkraftparität. Der japanische Yen hat seit Jahresbeginn rund 14 Prozent seiner Unterbewertung zum Schweizer Franken abgebaut, der Euro nur 0.4 Prozent. Zur besseren Einordnung hat Wellershoff & Partners für alle G10-Währungen untersucht, wie schnell eine Anpassung im Durchschnitt erfolgt. Über ein halbes Jahr beträgt die Anpassung üblicherweise 15 Prozent, auf ein Jahr hinaus 30 Prozent und nach zwei Jahren schliesslich hat sich eine Fehlbewertung durchschnittlich um 55 Prozent korrigiert.

Performance und Bewertung

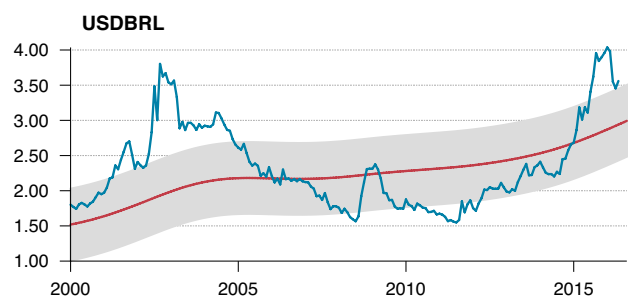
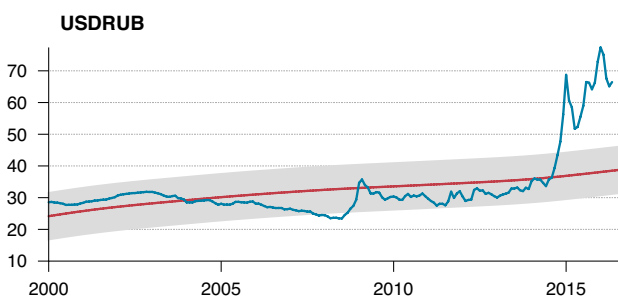
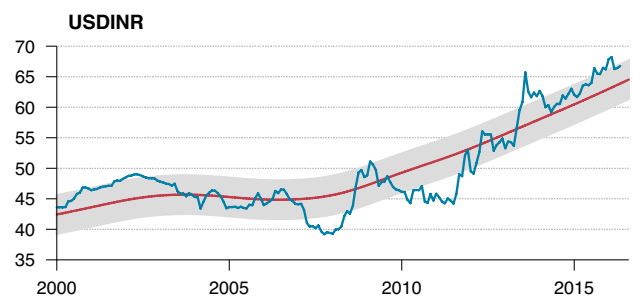
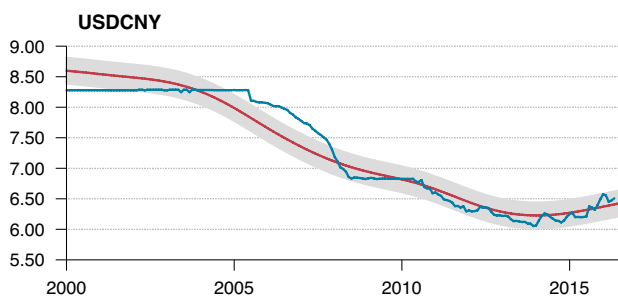
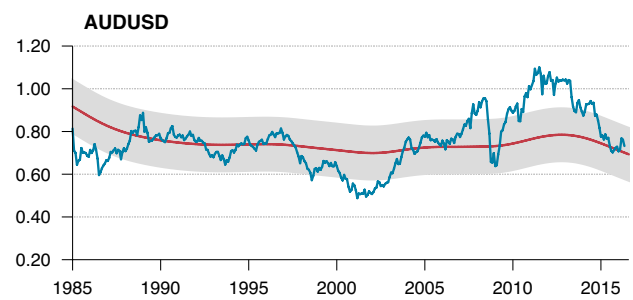
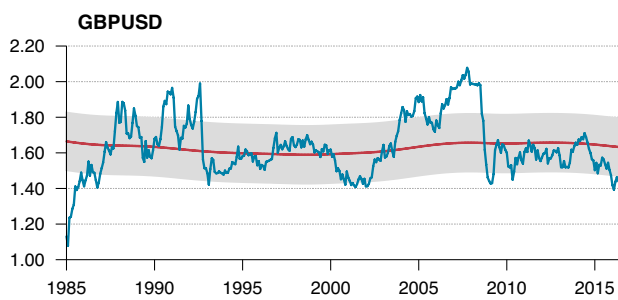
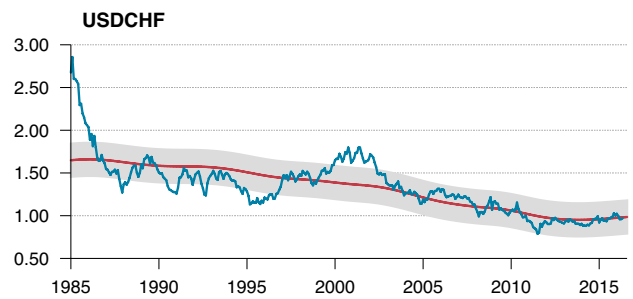
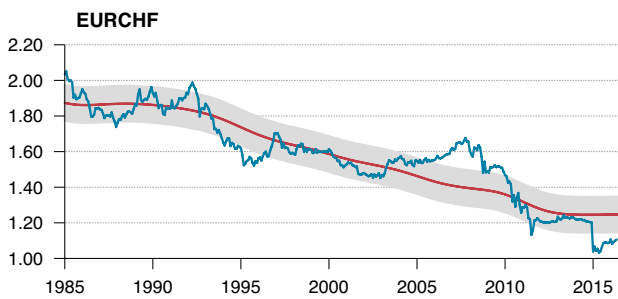
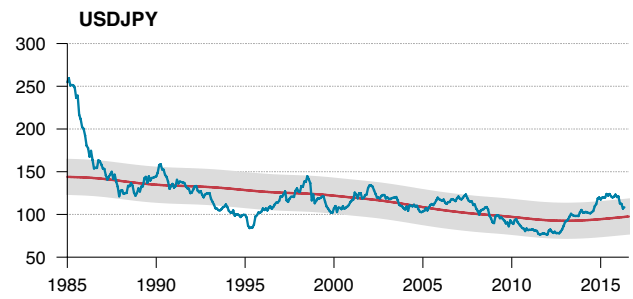
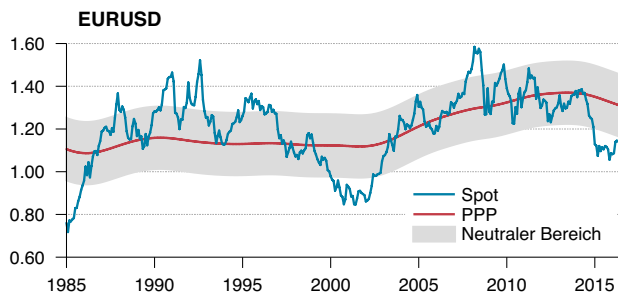
| | Aktueller Wechselkurs | Performance ¹ | | | | Kaufkraftparität ² | | |
|--------|-----------------------|--------------------------|----------|--------|---------|-------------------------------|-------------------|-------------------------|
| | | YTD | 3 Monate | 1 Jahr | 5 Jahre | PPP | Neutraler Bereich | Abweichung ³ |
| EURUSD | 1.118 | 2.9 | -1.1 | 0.5 | -21.4 | 1.30 | 1.16 - 1.45 | -14.3 |
| USDJPY | 100.9 | -16.1 | -7.5 | -18.9 | 31.4 | 97.6 | 77.8 - 117.4 | 3.4 |
| GBPUSD | 1.293 | -12.3 | -9.9 | -17.0 | -20.5 | 1.63 | 1.47 - 1.79 | -20.7 |
| EURCHF | 1.088 | 0.1 | -1.3 | 0.2 | -1.0 | 1.25 | 1.15 - 1.35 | -12.8 |
| USDCHF | 0.973 | -2.8 | -0.3 | -0.3 | 25.9 | 0.98 | 0.79 - 1.18 | -1.2 |
| GBPCHF | 1.259 | -14.7 | -10.1 | -17.3 | 0.1 | 1.60 | 1.32 - 1.87 | -21.2 |
| CHFJPY | 103.7 | -13.7 | -7.3 | -18.7 | 4.4 | 91.0 | 78.4 - 103.5 | 13.9 |
| AUDUSD | 0.770 | 5.8 | 5.8 | 4.6 | -25.5 | 0.69 | 0.57 - 0.82 | 11.0 |
| USDCAD | 1.294 | -6.8 | 0.1 | -1.1 | 30.6 | 1.21 | 1.14 - 1.28 | 7.0 |
| USDSEK | 8.436 | 0.1 | 2.1 | -0.7 | 29.7 | 7.07 | 6.18 - 7.96 | 19.3 |
| USDRUB | 64.8 | -11.3 | -0.7 | -0.2 | 121.6 | 38.8 | 31.6 - 46.1 | 66.9 |
| USDBRL | 3.157 | -20.2 | -10.1 | -10.3 | 95.4 | 2.99 | 2.49 - 3.50 | 5.5 |
| USDCNY | 6.645 | 2.3 | 1.9 | 3.8 | 4.0 | 6.44 | 6.23 - 6.65 | 3.2 |
| USDTRY | 2.950 | 1.1 | -0.6 | 4.6 | 65.2 | 2.33 | 2.07 - 2.59 | 26.5 |
| USDINR | 66.86 | 1.1 | 0.1 | 2.6 | 47.4 | 64.5 | 61.40 - 67.70 | 3.6 |

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

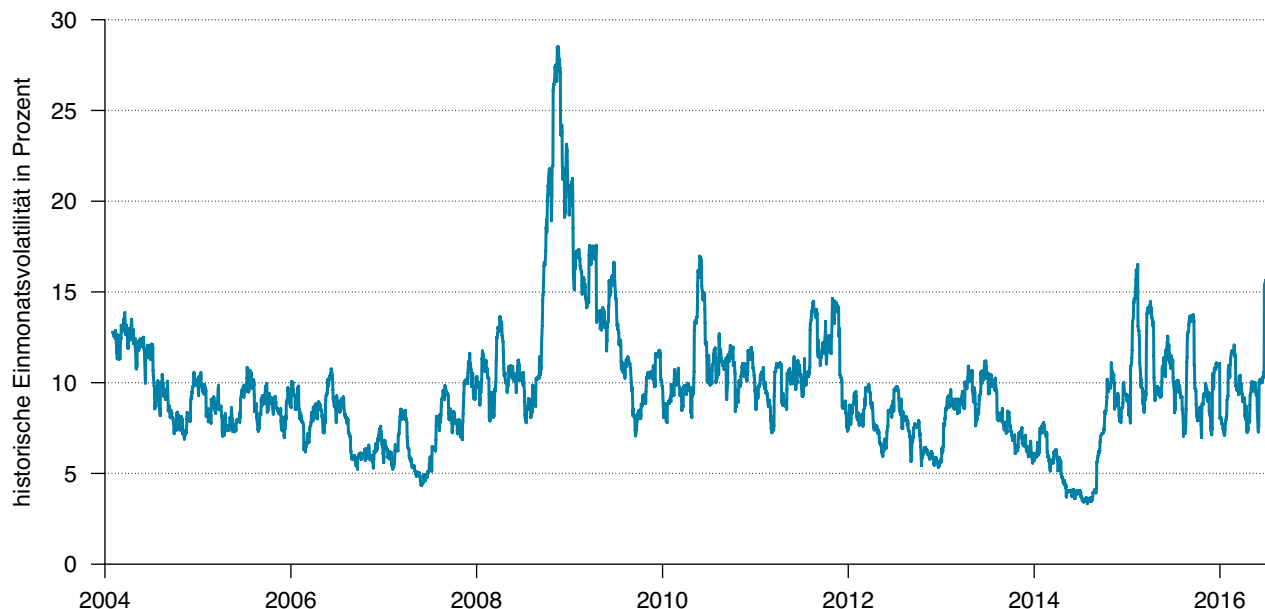
Währungsvervolatilität

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 | 1.118 | 8.9 | 8.2 | 9.5 | 10.4 | 9.8 | 8.6 | 10.0 | 10.7 |
| USDJPY | 100.9 | 13.4 | 12.0 | 9.7 | 10.7 | 11.2 | 11.1 | 10.4 | 11.1 |
| GBPUSD | 1.293 | 18.4 | 10.5 | 8.4 | 9.7 | 11.7 | 10.2 | 9.0 | 10.1 |
| EURCHF | 1.088 | 7.0 | 5.7 | 5.8 | 6.2 | 6.4 | 6.8 | 6.8 | 6.5 |
| USDCHF | 0.973 | 8.1 | 8.0 | 9.9 | 10.5 | 9.4 | 8.6 | 10.5 | 10.8 |
| GBPCHF | 1.259 | 18.0 | 9.8 | 8.9 | 9.9 | 12.5 | 10.2 | 9.5 | 10.3 |
| CHFJPY | 103.7 | 14.3 | 11.1 | 11.0 | 11.4 | 11.4 | 11.3 | 11.7 | 11.9 |
| AUDUSD | 0.770 | 11.9 | 10.5 | 10.9 | 12.4 | 12.4 | 11.0 | 11.6 | 12.7 |
| USDCAD | 1.294 | 9.7 | 9.1 | 8.2 | 9.8 | 9.8 | 9.1 | 8.7 | 10.1 |
| USDSEK | 8.436 | 11.8 | 9.0 | 11.1 | 12.5 | 10.9 | 9.6 | 11.7 | 12.7 |
| USDRUB | 64.8 | 16.5 | 15.6 | 16.1 | 13.4 | 23.7 | 17.5 | 16.4 | 14.5 |
| USDBRL | 3.157 | 16.7 | 16.8 | 15.0 | 15.2 | 19.4 | 17.1 | 15.5 | 15.7 |
| USDCNY | 6.645 | 2.5 | 5.0 | 2.8 | 2.9 | 2.6 | 6.3 | 3.7 | 4.5 |
| USDTRY | 2.950 | 13.7 | 12.3 | 11.7 | 13.3 | 12.6 | 13.6 | 13.1 | 14.7 |
| USDINR | 66.86 | 4.4 | 6.1 | 9.4 | 9.5 | 4.6 | 7.6 | 10.4 | 10.4 |

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

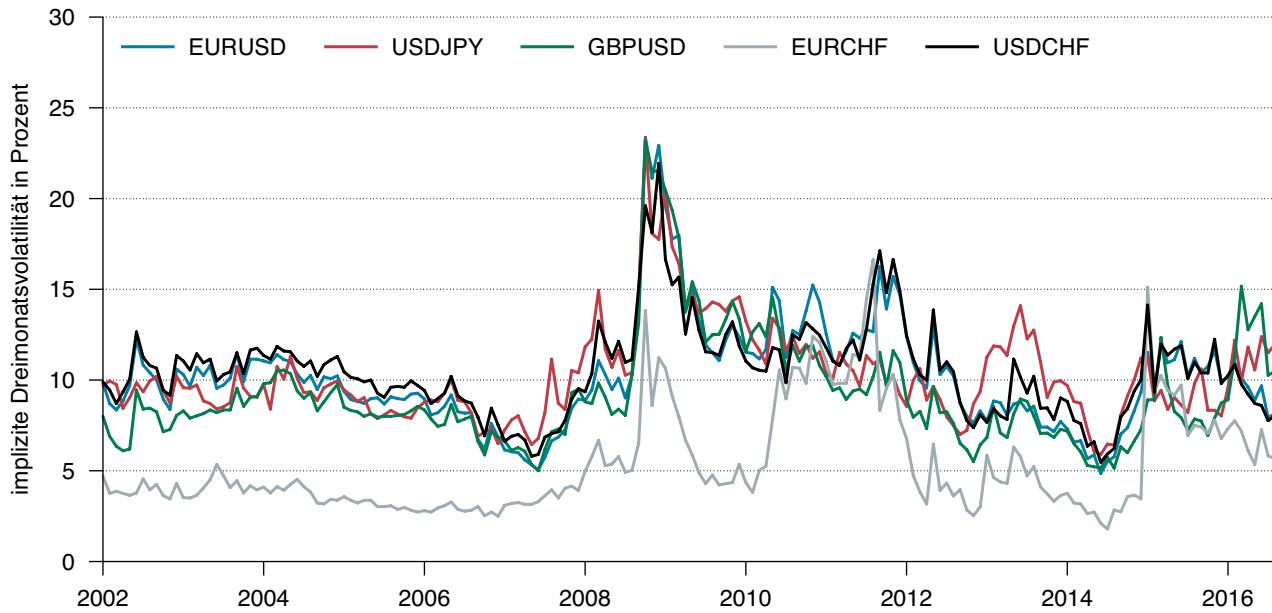
QCAM-Volatilitätsindikator³



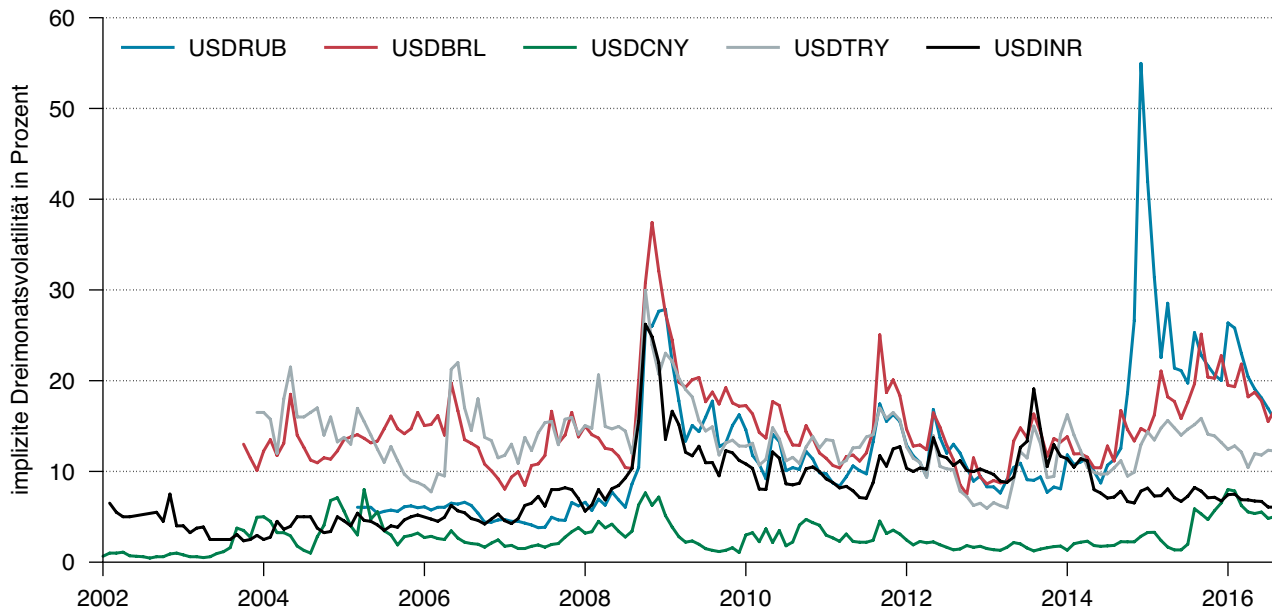
³ Der Volatilitätsindikator von QCAM bildet die Volatilität an den globalen Währungsmärkten ab; für die Berechnung wird die historische Volatilität der wichtigsten Währungspaare verwendet und mithilfe des Handelsvolumens der jeweiligen Währungspaare gewichtet.

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

Volatilität Hauptwährungen



Volatilität Schwellenlandwährungen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

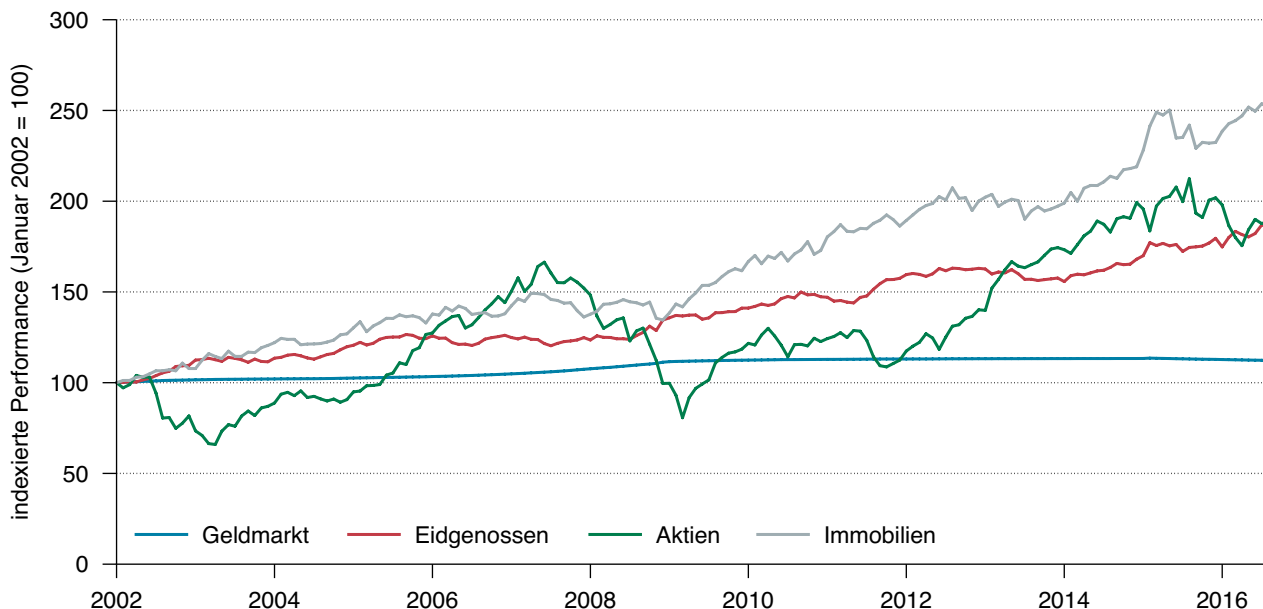
Finanzmarktumfeld

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 | -0.7 | -0.4 | -0.2 | -0.7 | -0.7 |
| Eidgenossen CHF | 6.8 | 2.8 | 6.1 | 21.7 | 6.8 | 2.8 | 6.1 | 21.7 |
| Unternehmensanleihen CHF | 3.6 | 1.0 | 3.2 | 16.9 | 3.6 | 1.0 | 3.2 | 16.9 |
| Aktien Schweiz (SMI) | -2.6 | 5.0 | -7.8 | 85.7 | -2.6 | 5.0 | -7.8 | 85.7 |
| Aktien Eurozone (Stoxx600) | -2.5 | 4.4 | -7.3 | 73.6 | -2.0 | 3.0 | -7.2 | 71.9 |
| Aktien UK (Ftse100) | 14.2 | 14.2 | 9.5 | 56.8 | -1.8 | 3.0 | -9.3 | 58.1 |
| Aktien Japan (Topix) | -13.5 | 0.4 | -19.0 | 91.4 | 0.5 | 7.4 | -1.4 | 81.6 |
| Aktien USA (S&P 500) | 8.3 | 7.3 | 7.2 | 106.4 | 6.6 | 7.8 | 6.9 | 160.4 |
| Aktien Schwellenländer | 16.8 | 15.8 | 8.2 | 5.9 | 15.0 | 16.4 | 7.9 | 33.7 |
| Aktien Welt (MSCI World) | 6.3 | 6.8 | 2.4 | 67.9 | 4.7 | 7.3 | 2.1 | 111.8 |
| Immobilien Schweiz | 7.7 | 2.2 | 7.9 | 40.5 | 7.7 | 2.2 | 7.9 | 40.5 |
| Immobilien Global | 13.6 | 6.8 | 13.6 | 75.0 | 11.8 | 7.3 | 13.3 | 120.8 |
| Rohstoffe | 7.0 | -0.5 | -7.1 | -46.5 | 5.3 | 0.0 | -7.3 | -32.5 |
| Rohöl (Brent) | 31.2 | -2.4 | -4.5 | -56.6 | 29.1 | -2.0 | -4.8 | -45.3 |
| Gold | 27.4 | 6.5 | 21.3 | -21.8 | 25.4 | 7.0 | 20.9 | -1.3 |

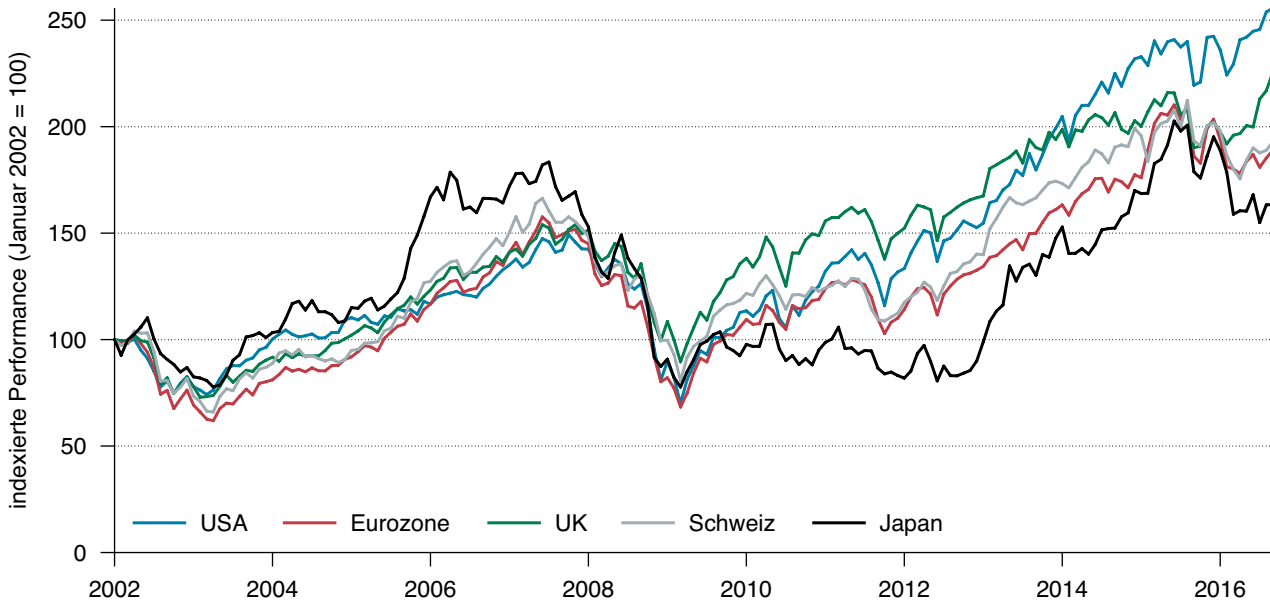
¹ Performance in Prozent für den jeweiligen Zeitraum.

Performance Schweizer Finanzanlagen

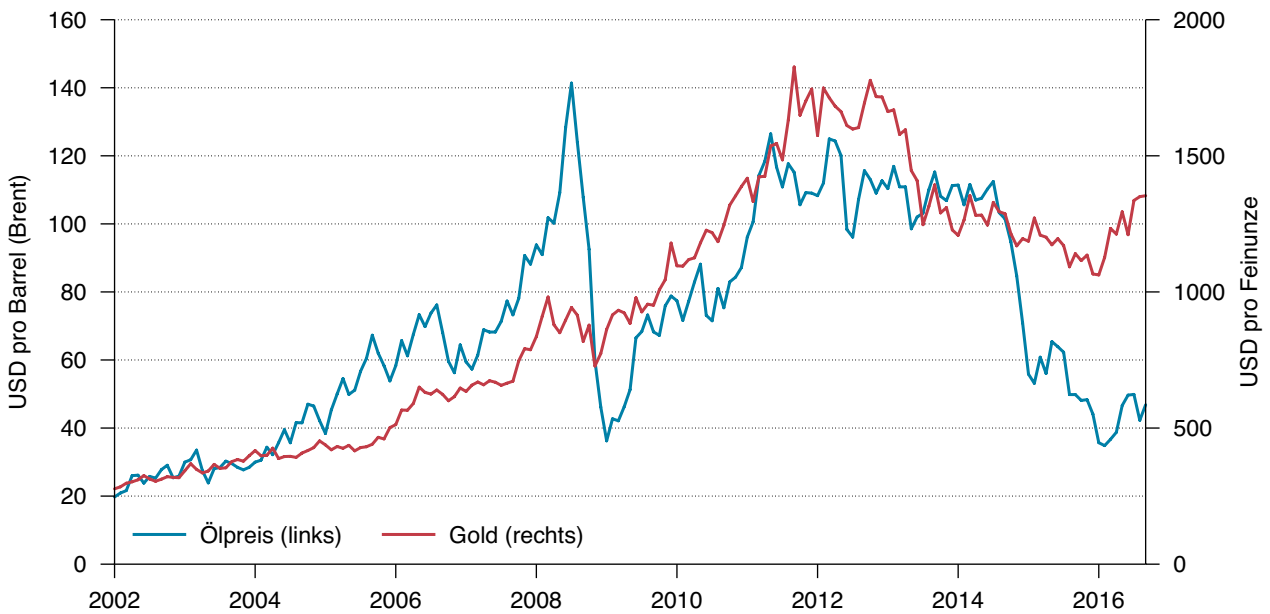


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Performance ausgewählter Aktienmärkte (in Lokalwährung)



Performance ausgewählter Rohstoffpreise



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Die Zahl des Monats

666 Leitzinssenkungen

Seit dem Start der Finanzkrise im Jahr 2008, welcher üblicherweise auf den Kollaps der Investmentbank Lehman Brothers datiert wird, ist es gemäss Michael Hartnett, dem Chief Investment Strategist der Bank of America Merrill Lynch, zu nicht weniger als unglaublichen 666 Leitzinssenkungen gekommen. 666 Leitzinssenkungen! Und trotzdem herrscht Flaute in der Weltwirtschaft und eine Flucht in sichere Anlagen.

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.

