

DEZEMBER 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

Wie ist das Umfeld  
für FX in 2017?



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. Dezember 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

# Wie ist das Umfeld für FX in 2017?



Thomas Suter, CEO  
QCAM Currency Asset Management AG

**2016 wurden die Märkte mit dem Brexit-Votum und der Wahl Donald Trumps zum nächsten US-Präsidenten auf dem kalten Fuss erwischt. Herr Suter, was ist Ihre Einschätzung dazu?**

Erstaunlicherweise normalisierten sich die Aktienmärkte nach dem unerwarteten Ausgang sowohl des britischen Referendums wie auch der US-Wahl nach einem kurzen Taucher schnell wieder und gingen zur Tagesordnung über. Mit dem Referendum in Italien und der Bundespräsidenten-Stichwahl in Österreich standen am 4. Dezember dieses Jahres in Europa noch zwei weitere politische Grossereignisse an. Die italienische Bankenkrise und der Rechtsruck in Frankreich und Holland sind weitere Unsicherheitsfaktoren. 2017 steht dann noch die Bundestagswahl in Deutschland an, bei der eine geschwächte Kanzlerin Merkel einen ungewohnt schweren Stand haben wird. Die grosse Frage ist, ob die Märkte ihre Wider-

standsfähigkeit beibehalten und wiederum etwaige Schocks schnell wegstecken können, wie sie es im zu Ende gehenden Jahr zumeist getan haben. Ich habe hier meine Zweifel. Angesichts dieser Entwicklungen und für das kommende Jahr zu erwartenden Unsicherheiten rechne ich wieder mit höheren Volatilitäten an den Märkten.

**Wie ist Ihr Ausblick für die Weltwirtschaft?**

Wenden wir den Blick von Europa weg, dann sehen wir verbesserte Frühindikatoren, die auf eine Wachstumsbeschleunigung der Weltwirtschaft hindeuten. Schon früher in diesem Jahr schickten Russland und Brasilien Erholungssignale. Entscheidende Einflüsse werden von der Wirtschaftspolitik des neuen US-Präsidenten erwartet, die gigantische Investitionen in den Infrastrukturbereich vorsieht. Trumps Wirtschaftspolitik wirkt auch preistreibend. Die versprochenen Steuersenkungen und die in Aussicht gestellte Erhöhung der Staatsausgaben würden die Binnennachfrage stimulieren und die Inflation weiter antreiben. Angesichts der protektionistischen Haltung der Trump-Regierung sollten sich stimulierende Effekte auf die Weltwirtschaft jedoch im Rahmen halten. Mit einem Zinsanstieg ist weltweit zu rechnen und Anleger werden wahrscheinlich Realwerte wie Aktien, Immobilien und Rohstoffe bevorzugen.

**Welche Entwicklung ist für den Dollar, Schweizer Franken und andere Devisen zu erwarten?**

In den drei Wochen nach dem Wahlsieg Donald Trumps hatte der Dollar einen der stärksten Kursanstiege in seiner Geschichte und liegt nun im Vergleich zu den ande-

ren Hauptwährungen über 40 Prozent über den Tiefständen von 2011. Auch gegenüber den Währungen aufstrebender Volkswirtschaften wie China oder Indien und anderer asiatischer Länder hat der Dollar stark aufgewertet. Zurückzuführen ist der Boom des Greenbacks auf die zu erwartenden Verschiebungen in der US-Wirtschaftspolitik und die angekündigten Steuerkürzungen und Infrastrukturinvestitionen. Als Folge davon haben die Renditen 10-jähriger Anleihen noch in der Wahlnacht von 1.7 Prozent auf 2.3 Prozent angezogen. Die politischen Ereignisse, vor allem in Europa, könnten die Nachfrage nach dem Schweizer Franken im Vergleich zu anderen Währungen erneut fördern, was die Schweizerische Nationalbank zur Intervention vor allem an den EURCHF-Märkten motivieren dürfte. Die anhaltend starke Unterbewertung des britischen Pfunds gegenüber dem US-Dollar, dem Schweizer Franken oder dem australischen Dollar ist mit Besorgnis zu betrachten, eröffnet aber auch interessante Chancen für Investoren. Generell muss bei Währungen auch im kommenden Jahr mit teilweise starken Ausschlägen gerechnet werden.

### **Wie können sich Investoren gegen Währungsrisiken wappnen, ohne dabei sich auftuende Chancen zu verpassen?**

Ein Dynamisches Currency Overlay – eines unserer diversen spezialisierten Angebote – kann diesbezüglich eine passende Lösung bieten. Currency Overlay gewinnt weltweit gerade auch für institutionelle Anleger stark an Bedeutung. Grosse Pensionsfonds beispielsweise fahren als Antwort auf die verstärkte Allokation im Ausland und die grössere Marktvolatilität vermehrt dynamische Währungsstrategien. Auch an der diesjährigen Currency Overlay Convention in Frankfurt, wo wir als Hauptsponsor vertreten waren, wurde uns die internationale Bedeutung von Currency Overlay bestätigt. Während das passive Management zur Absicherung eines Portfolios gegen Währungsschwankungen eingesetzt wird, setzen Investoren das aktive Management vermehrt zur Erwirtschaftung zusätzlicher Rendite ein. Auch Unternehmen können davon profitieren, ihr Währungsmanagement an einen professionellen Manager auszulagern, der als Intermediär Zugang zu diversen Banken hat und für den Kunden

ein attraktives Pricing aushandeln kann. Mit dem prozessorientierten Ansatz zielt unser Währungsmanagement darauf ab, Potentiale voll auszuschöpfen, ohne dabei bei jedem Prozessschritt die Risiken ausser Acht zu lassen. Mit einer Reihe von Investmentprofis, die sich seit vielen Jahren auf Currency Overlay spezialisiert haben, sind wir in diesem zukunftsreichen Feld gut aufgestellt und mit Chiente Hsu, einer ehemaligen Finanzprofessorin und Global Head Quantitative Research bei Credit Suisse mit langjähriger Expertise in der quantitativen Forschung, auch in quantitativen Themen exzellent aufgestellt und durch sie auch in den USA repräsentiert.

### **QCAM Currency Asset Management steht für unabhängig, transparent und integer. Wie machen Sie diese Werte für Kunden erlebbar?**

Erlauben Sie mir ein Beispiel dazu: Mit FX Best Execution, das wir in Kooperation mit der Zürcher Kantonalbank durchführen, bieten wir eine auch für mittelgrosse Institutionelle und KMU's attraktive Lösung aus einer Hand an, bei der wir Devisentransaktionen transparent, unabhängig und im besten Interesse der Kundschaft ausführen. So konnten wir in den letzten zwei Jahren seit Einführung des Angebots Einsparungen in Millionenhöhe für unsere Kunden erzielen. Transparenz und Unabhängigkeit sind Attribute, mit welchen wir uns seit Jahren von unserer Konkurrenz unterscheiden.

*An dieser Stelle möchte ich mich im Namen des gesamten QCAM-Teams bei allen Kunden und FX Monthly-Lesern für die Zusammenarbeit und den bereichernden Austausch im Jahr 2016 bedanken. Wir wünschen Ihnen einen guten Jahresabschluss, ein friedliches Weihnachtsfest, einen guten Rutsch und einen erfolgreichen Start ins neue Jahr.*

*Herzlich,  
Thomas Suter*

Die Makroperspektive

# Zwei Arbeitsmarktindikatoren, zwei Schlussfolgerungen

---

**In den Vereinigten Staaten ist jüngst die Arbeitslosenquote auf 4.6 Prozent und damit den tiefsten Stand seit 2007 gesunken. In der Eurozone ist die Arbeitslosenquote mehr als doppelt so hoch. Betrachtet man allerdings die Entwicklung der Beschäftigungsquote, zeigt sich ein anderes, überraschendes Bild.**

---

Der konjunkturelle Aufschwung in der Eurozone dürfte sich laut vorauslaufenden Indikatoren aller Voraussicht nach auch im laufenden vierten Quartal fortsetzen. Damit würde sich der Zeitraum, in dem die Eurozone ununterbrochen positive Quartalswachstumsraten ausweisen kann, auf fünfzehn Quartale verlängern. Selbst die US-Wirtschaft ist in jener Periode in einem Quartal geschrumpft. Ein Vergleich der Arbeitslosenraten der beiden Wirtschaftsräume zeichnet hingegen ein anderes Bild. Die US-Arbeitslosenrate ist jüngst auf 4.6 Prozent und damit den tiefsten Wert seit 2007 gesunken. In der Eurozone liegt die Quote trotz einem jüngst beschleunigten Rückgang mit 9.8 Prozent auf doppelt so hohem Niveau. Doch eignen sich die Arbeitslosenraten der beiden Wirtschaftsräume überhaupt zum Vergleich?

## **Unterschiedliche Anreizsysteme**

In den meisten Ländern, so auch in den Euro-Mitgliedsländern und den USA, werden nur Personen, welche bei Arbeitsämtern gemeldet sind, für die Berechnung der Arbeitslosenquote berücksichtigt. Nur wer arbeitslos gemeldet ist, erhält auch Arbeitslosengeld. Höhe und Länge dieser Unterstützung können stark variieren. Arbeitslo-

senraten können sich von Land zu Land also nur schon allein aufgrund der unterschiedlich gestalteten Systeme unterscheiden. Obwohl sich die Ausgestaltung der Arbeitslosenunterstützung bereits innerhalb der Eurozone unterscheidet, liegt sie hier überall sowohl in der Höhe als auch in der maximalen Bezugsdauer deutlich über dem Niveau in den USA. Als während der Finanzkrise viele Arbeitssuchende in den USA nach einem Jahr ausgesteuert wurden, wendeten sie sich vom Arbeitsmarkt ab. In der Folge sank die Arbeitslosenquote in den USA bereits ab 2010, ohne dass sich die Lage am Arbeitsmarkt tatsächlich gebessert hätte. Sichtbar wurde diese Entwicklung vor allem durch den stetigen Rückgang der sogenannten Partizipationsrate, die erst 2015 einen Boden fand.

## **Viel beachtete US-Partizipationsrate**

Doch auch diese für den US-Arbeitsmarkt oft zitierte Partizipationsrate weist ihre Mängel auf. Bei der Partizipationsrate wird die Summe aller Erwerbstätigen und aller arbeitslos gemeldeten Personen durch die Anzahl der Personen über 16 Jahre geteilt. Zum einen werden dabei Veränderungen in der tatsächlichen Arbeitslosenquote nicht berücksichtigt. Zum anderen fehlt eine obere Altersbeschränkung, weshalb selbst auf grosse demografische Verschiebungen keine Rücksicht genommen wird. Weil auch die US-Bevölkerung im Schnitt älter wird und sich ein immer grössere Anteil der Bevölkerung im Rentenalter befindet, sinkt die natürliche Partizipationsrate schon seit Jahren und wird dies auch weiter tun. Ein viel zu oft gezogener Vergleich der heutigen mit der höheren Partizipationsrate in den 1970er-Jahren ist daher irreführend.

**Höchste Vergleichbarkeit durch Beschäftigungsquote**  
 Klarheit schafft am ehesten die sogenannte Beschäftigungsquote. Dabei werden alle Beschäftigten einer Alterskohorte durch die Anzahl der Gesamtbevölkerung in dieser Kohorte dividiert. Da sich über die Zeit nicht nur der Anteil der Pensionierten erhöht hat, sondern auch die durchschnittlichen Ausbildungsjahre, ist es üblich, die Alterskohorte von 25 bis 65 Jahren zu betrachten. Ein Vergleich über Zeit ist nun viel eher möglich.

**Eurozone schneidet besser als USA ab**

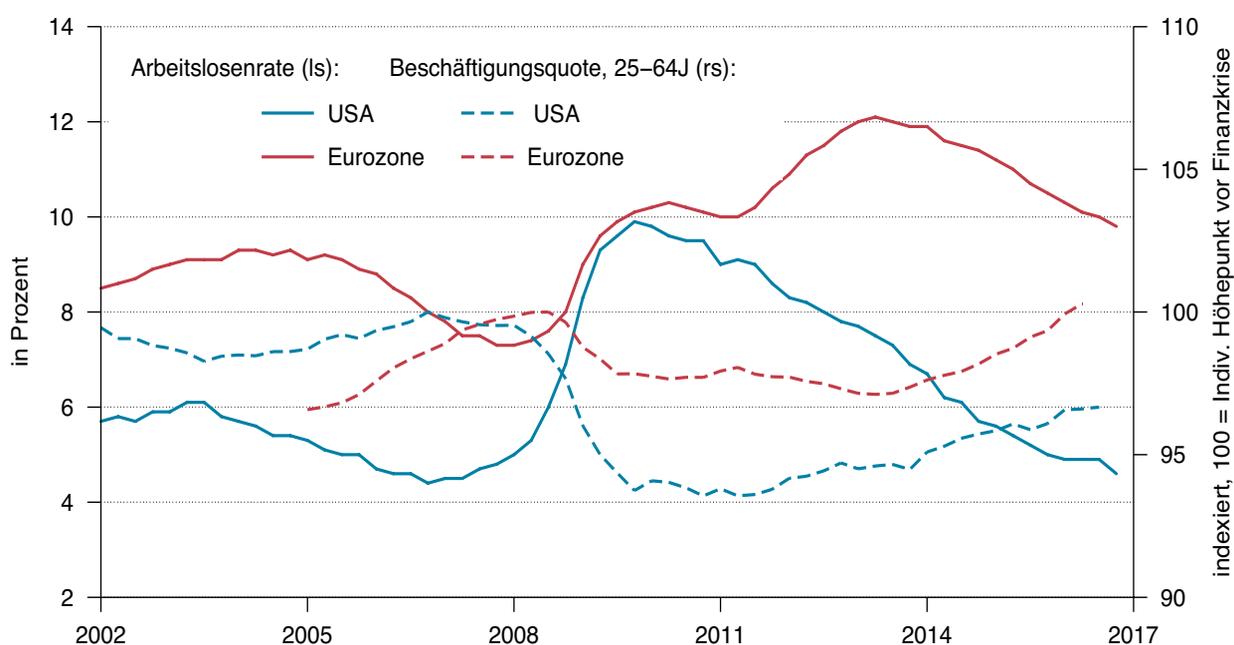
Vergleicht man nun die Beschäftigungsquoten der beiden Wirtschaftsräume miteinander, schneidet die Eurozone besser ab als die USA. Insbesondere wenn man die Beschäftigungsquote ins Verhältnis zur eigenen Historie setzt. Im Vergleich zum Höhepunkt in den USA Ende 2006 liegt die Beschäftigungsquote heute knapp 4 Prozentpunkte darunter. In der Eurozone hingegen wurde der Höchststand aus dem Jahr 2008 bereits erreicht. Ange-

sichts der jüngsten Dynamik am europäischen Arbeitsmarkt dürfte sich die Beschäftigungsquote in den nächsten Quartalen weiter erhöhen.

**Anhaltende Diskrepanzen innerhalb der Eurozone**

Trotz des jüngsten Arbeitsmarktaufschwungs auf gesamt-europäischer Ebene sind die Unterschiede in den einzelnen Ländern der Eurozone weiterhin gross. Die Schere reicht bei der Arbeitslosenquote von gegenwärtig unter 4 Prozent in Deutschland bis zu 19 bzw. 23 Prozent in Spanien und Griechenland. Ein ähnliches Bild ergibt sich beim Blick auf die Beschäftigungsquote, die zwischen 49 Prozent (Griechenland) und 74 Prozent (Deutschland) liegt. Während die gemeinsame Währung, verbunden mit dem freien Kapitalverkehr, zu einer Angleichung der Zinssätze geführt haben mag, ist eine Angleichung weder bei der Arbeitslosen- noch bei der Beschäftigungsquote in Folge der Personenfreizügigkeit in Sicht.

**Arbeitsmarktindikatoren für die Eurozone und die USA**



Quelle: BLS, Eurostat, OECD, Wellershoff & Partners

Was die Währungsmärkte bewegt

# Die Trickkiste des Mario Draghi

---

Die EZB hat ihr Anleihekaufprogramm um neun weitere Monate verlängert. Mario Draghi ist es dabei einmal mehr gelungen, die hohen Markterwartungen zu übertreffen und dem vorherrschenden Marktnarrativ der divergierenden Geldpolitik zwischen Fed und EZB Unterstützung zu bieten. Ob das allein aber ausreichen wird, den US-Dollar auf Dauer zu unterstützen, darf durchaus kritisch hinterfragt werden. Zu frisch sind die Erinnerungen an die Situation vor einem Jahr.

---

Würde sich der EZB-Rat endlich zu einer Entscheidung durchringen, ob und wie das Anfang 2015 lancierte und seitdem zwei Mal erweiterte Anleihekaufprogramm über März 2017 hinaus verlängert werden würde? Gross wie selten zuvor war die Erwartungshaltung im Vorfeld der Dezember-Sitzung. Das lag nicht zuletzt daran, dass es EZB-Präsident Mario Draghi in den vorherigen Pressekonferenzen auf die ihm eigene Weise geschickt verstanden hatte, den Fragen der Pressevertreter immer wieder auszuweichen und damit die Spannung zu erhöhen.

## Weniger und doch mehr

Am 8. Dezember hatte Mario Draghi nun tatsächlich Neuigkeiten zu verkünden. Der EZB-Rat hatte, wenn auch nicht einstimmig, dafür gestimmt, das Kaufprogramm um zunächst neun Monate bis Ende 2017 zu verlängern. Gleichzeitig soll aber das monatliche Kaufvolumen ab April von 80 auf 60 Milliarden Euro reduziert werden. Die unmittelbare Reaktion an den Finanzmärkten legt den Verdacht nahe, dass zunächst nur die Botschaft der Re-

duktion des monatlichen Kaufvolumens aufgenommen wurde und sich viele Finanzmarktteilnehmer auf dem falschen Fuss erwischt wähnten.

Der Euro legte zunächst kräftig zu, hatte sich doch im Vorfeld die Mehrheitsmeinung durchgesetzt, dass die EZB das Kaufvolumen nicht reduzieren und das Kaufprogramm um weitere sechs Monate in unveränderter Form verlängern würde. Als dann aber die Erkenntnis die Runde machte, dass neun Monate à 60 Milliarden Euro mehr sind als sechs Monate à 80 Milliarden Euro, war die Welt wieder in Ordnung. Der Euro gab seine Gewinne innert Minuten wieder ab und schloss letztendlich schwächer als am Vorabend der Pressekonferenz. Dazu beigetragen hatten wohl auch die rhetorischen Bemühungen von Mario Draghi, die Bereitschaft der EZB zu betonen, im Zweifel noch mehr zu tun.

## Das heikle Spiel mit der Rhetorik

Damit hat Mario Draghi einmal mehr bewiesen, dass er den Griff in die Trickkiste immer noch vortrefflich beherrscht. Die Pressekonferenz am 8. Dezember 2016 reiht sich in die Galerie derjenigen Auftritte von ihm ein, an denen er allein mit Worten viel bewegen konnte. Unangefochten in dieser Hinsicht ist immer noch die Aussage auf dem Höhepunkt der europäischen Schuldenkrise, dass die EZB alles in ihrer Macht unternehmen werde, um den Euro zu retten. Ohne zunächst einen Finger rühren zu müssen, setzte in der Folge eine kräftige Erholung des Euro ein.

Allerdings lassen sich in den letzten beiden Jahren auch genügend Beispiele finden, in denen die Kraft der

Worte nicht die gewünschte Wirkung entfaltet hat. Beispielsweise konterkarierte die Bemerkung Mario Draghis im März dieses Jahres, dass die EZB den Einlagezinssatz nach der jüngsten Reduktion wohl nicht weiter in den negativen Bereich verschieben würde, den vorherigen Ankündigungseffekt.

### Erinnerung an Dezember 2015

Derzeit werden unweigerlich Erinnerungen an die Situation vor einem Jahr wach. Auch damals verkündete die EZB eine Verlängerung des Anleihekaufprogramms. Auch damals erwartete die überwältigende Mehrheit der Finanzmarktteilnehmer eine Leitzinserhöhung der Fed. Die divergierende Geldpolitik zwischen der Fed und der EZB war das Narrativ der Stunde. Und als die Fed dann tatsächlich die Leitzinsen erhöhte, geschah das vermeintlich Unvorstellbare: trotz einer Ausweitung der Zinsdifferenz legte Anfang 2016 der Euro und nicht der US-Dollar zu.

Derzeit ist das Marknnarrativ der divergierenden Geldpolitik präsenter denn je. Umso bemerkenswerter ist deshalb, dass der EURUSD-Wechselkurs nur sachte an der in den letzten beiden Jahren zu beobachtenden Handelsspanne kratzt. Immerhin haben nicht nur die EZB und die Fed im Sinne der divergierenden Geldpolitik geliefert, es wurde auch das zur Schicksalsentscheidung hochstilisierte Verfassungsreferendum in Italien deutlich abgelehnt. Fast scheint es so, als hätte der Marktkonsensus schon so viel vorweggenommen, dass es schon Aussergewöhnliches bräuchte, um der Dollaraufwertung den nächsten Schub zu verleihen. Gleichzeitig sollte die sich abzeichnende deutliche Ausweitung der Inflationsdifferenz zwischen den USA und der Eurozone nicht aus den Augen verloren werden, spricht diese doch mittelfristig für eine Abschwächung des US-Dollar.

---

### Der EURUSD kratzt am Handelsband der letzten Monate



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

## Konjunkturklima

Die Vereinigten Staaten können im vierten Quartal mit einem anziehenden Wirtschaftswachstum rechnen. So haben die Unternehmen zuletzt einen besseren Geschäftsgang signalisiert. Insbesondere der *ISM Non-Manufacturing Index*, welcher den Geschäftsgang im Dienstleistungssektor abbildet, konnte in November einen starken Anstieg von 54.8 auf 57.2 Punkte verzeichnen. Aber auch auf der Arbeitsmarktseite ist eine voranschreitende Aufhellung ersichtlich. So ist die Arbeitslosenquote im November von 4.9 auf 4.6 Prozent gefallen. Zudem sind im November 178 000 neue Stellen geschaffen worden. Diese positiven Entwicklun-

gen werden auch von den vorauslaufenden Konjunkturklimaindikatoren von Wellershoff & Partners reflektiert, welche ein reales BIP-Wachstum von über 2 Prozent anzeigen.

In Italien hatte sich im Vorfeld des Verfassungsreferendums das Konjunkturklima eingetrübt. Nachdem im dritten Quartal das reale BIP-Wachstum noch 1.0 Prozent betrug, signalisiert der Konjunkturklimaindikator von Wellershoff & Partners nun nur noch ein Plus von 0.5 Prozent. In fast allen anderen europäischen Ländern konnte in den letzten Monaten eine Verbesserung des Konjunkturklimas festgestellt werden.

### Überblick

	Trendwachstum <sup>1</sup>	Reales BIP-Wachstum <sup>2</sup>				W&P-Konjunkturklimaindikatoren <sup>3</sup>			
		Q4/2015	Q1/2016	Q2/2016	Q3/2016	8/2016	9/2016	10/2016	11/2016
USA	1.7	1.9	1.6	1.3	1.6	1.2	2.1	1.8	2.4
<b>Eurozone</b>	<b>1.0</b>	<b>2.0</b>	<b>1.7</b>	<b>1.7</b>	<b>1.7</b>	<b>1.4</b>	<b>1.6</b>	<b>1.9</b>	<b>1.9</b>
Deutschland	1.4	1.3	1.8	1.7	1.7	2.2	2.5	2.8	2.7
Frankreich	0.7	1.3	1.4	1.2	1.1	0.8	0.9	0.9	1.0
Italien	0.2	0.9	1.0	0.8	1.0	0.3	0.3	0.6	0.5
Spanien	1.6	3.6	3.4	3.4	3.2	1.5	1.6	2.1	2.3
<b>Grossbritannien</b>	<b>1.8</b>	<b>1.7</b>	<b>1.9</b>	<b>2.1</b>	<b>2.3</b>	<b>1.8</b>	<b>1.9</b>	<b>2.0</b>	<b>2.2</b>
Schweiz	1.5	0.6	1.1	2.0	1.3	0.8	1.3	1.0	0.9
Japan	0.4	1.2	0.3	0.9	1.0	1.7	1.8	1.7	1.6
Kanada	1.6	0.3	1.3	1.1	1.3	0.9	1.3	1.1	1.1
Australien	2.4	2.6	2.5	3.1	1.8	2.5	2.4	2.3	2.4
Brasilien	1.4	-5.8	-5.4	-3.6	-2.9	-1.1	-0.9	-0.8	-0.8
Russland	0.1	-3.8	-1.2	-0.6	-0.4	0.9	1.2	2.5	3.6
Indien	7.7	7.2	7.9	7.1	7.3	6.6	6.7	6.2	6.7
China	7.4	6.8	6.7	6.7	6.7	6.8	6.8	7.2	7.0
Industrienationen <sup>4</sup>	1.4	2.0	1.6	1.7	1.5	1.4	2.0	2.0	2.3
Schwellenländer <sup>4</sup>	6.0	4.5	4.8	4.8	4.9	4.7	4.7	5.0	4.8
Welt <sup>4</sup>	3.5	3.3	3.2	3.2	3.2	2.9	3.2	3.5	3.5

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

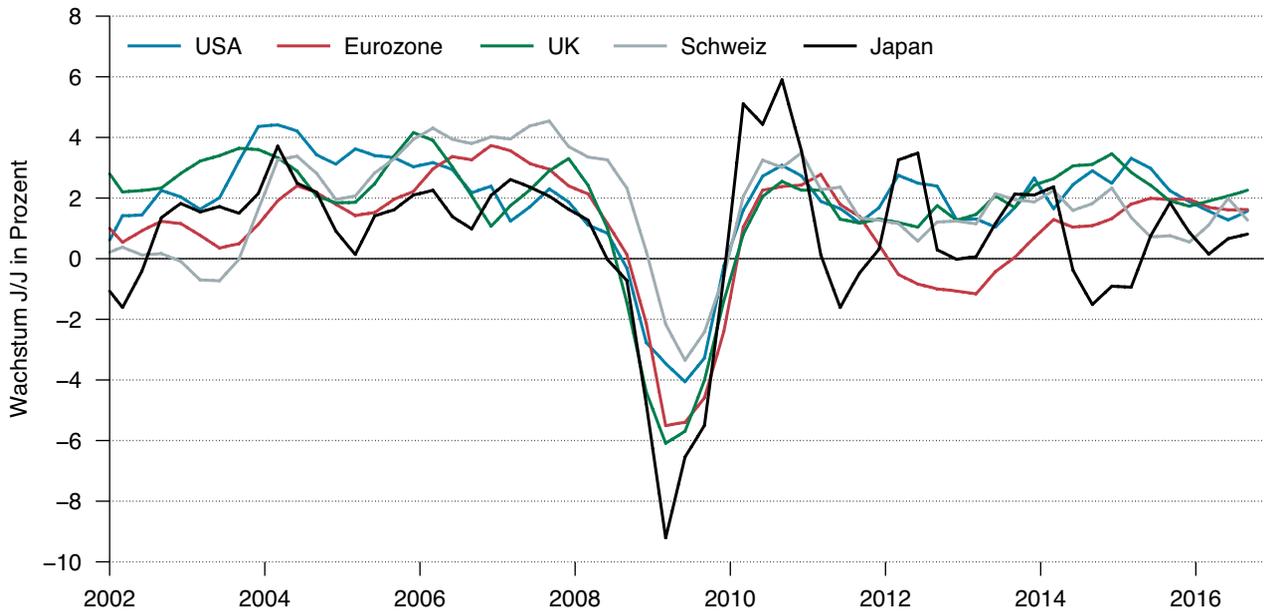
<sup>2</sup> Veränderung des realen BIP gegenüber dem Vorjahresquartal in Prozent.

<sup>3</sup> 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.

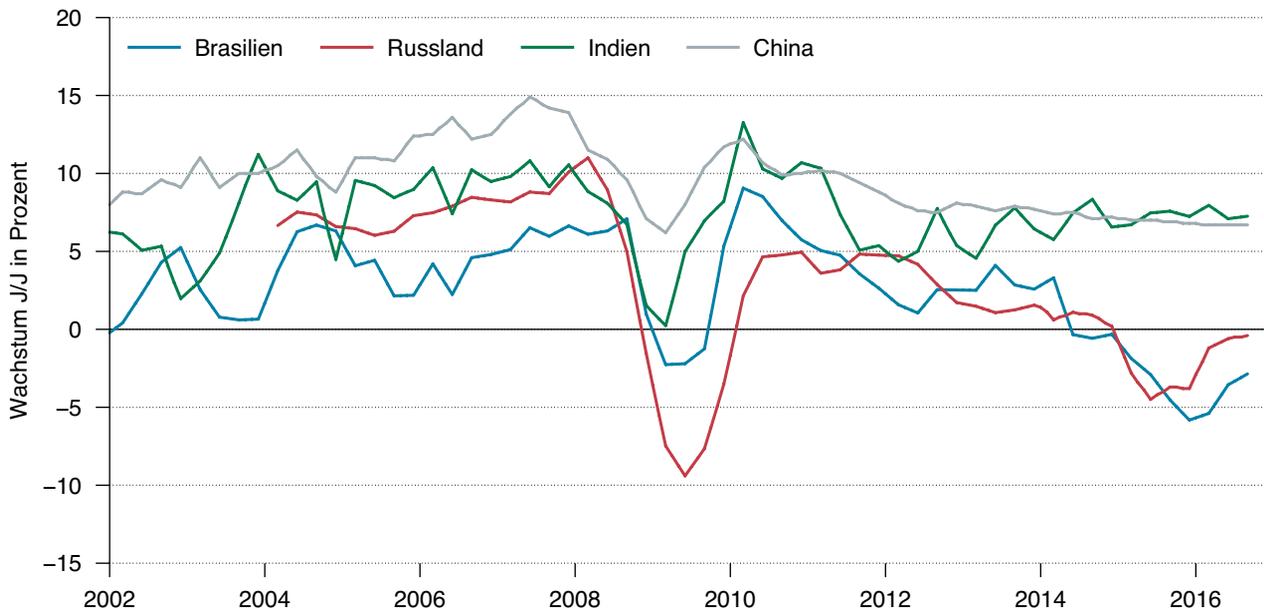
<sup>4</sup> Die Aggregate werden anhand von nominalen BIP-Gewichten und Kaufkraftparitätskursen berechnet.

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

Wirtschaftswachstum Industrienationen



Wirtschaftswachstum Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

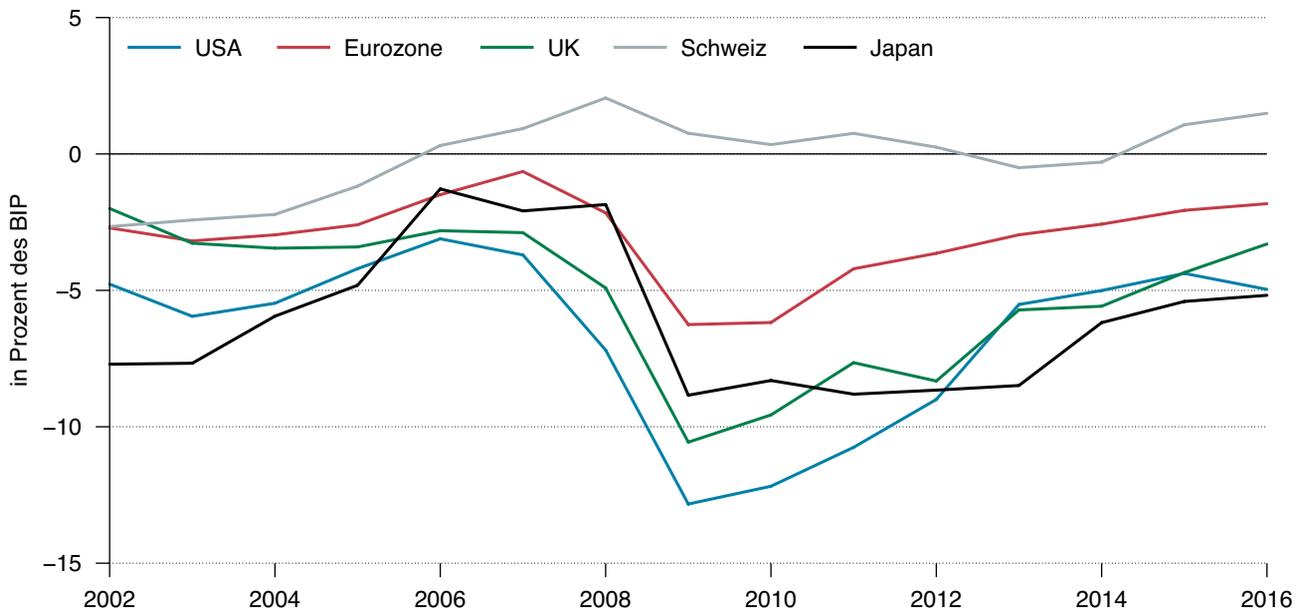
## Wirtschaftsindikatoren

### Ausgewählte Kennzahlen

	Anteil am Welt-BIP <sup>1</sup>		Leistungsbilanz <sup>2</sup>		Staatsverschuldung <sup>2</sup>		Budgetdefizit <sup>2</sup>		Arbeitslosenquote <sup>3</sup>	
	Ø 5 Jahre	Aktuell	Ø 5 Jahre	Aktuell	Ø 5 Jahre	Aktuell	Ø 5 Jahre	Aktuell	Ø 5 Jahre	Aktuell
USA	22.4	24.7	-2.5	-2.5	112.0	115.6	-6.9	-5.0	7.2	4.6
Eurozone	17.2	15.9	2.6	4.1	105.0	109.1	-3.1	-1.8	11.2	9.8
Deutschland	4.9	4.6	7.2	9.2	82.4	74.7	0.0	0.5	6.8	6.0
Frankreich	3.6	3.3	-0.9	-1.0	112.7	122.7	-4.3	-3.3	9.6	9.7
Italien	2.8	2.5	0.3	3.0	144.3	159.3	-3.0	-2.4	11.1	11.6
Spanien	1.8	1.7	0.1	2.1	102.3	118.4	-7.6	-4.6	23.8	19.2
Grossbritannien	3.7	3.5	-4.0	-5.4	107.8	112.5	-6.3	-3.3	6.8	4.8
Schweiz	0.9	0.9	9.9	9.2	45.4	43.1	0.3	1.5	3.0	3.3
Japan	6.8	6.3	1.7	3.8	220.8	233.7	-7.5	-5.2	4.0	3.0
Kanada	2.3	2.0	-3.0	-3.7	86.0	92.1	-1.9	-2.5	7.1	6.8
Australien	1.9	1.7	-3.6	-3.5	31.0	40.9	-3.3	-2.9	5.6	5.6
China	12.7	15.1	2.3	2.4	37.4	46.3	-1.0	-3.0	4.1	-
Brasilien	3.1	2.4	-3.3	-0.8	64.2	78.3	-4.9	-10.4	7.4	11.8
Indien	2.6	3.0	-2.6	-1.4	68.8	68.5	-7.5	-6.7	-	-
Russland	2.6	1.7	3.5	3.0	13.6	17.1	-0.8	-3.9	5.7	5.3

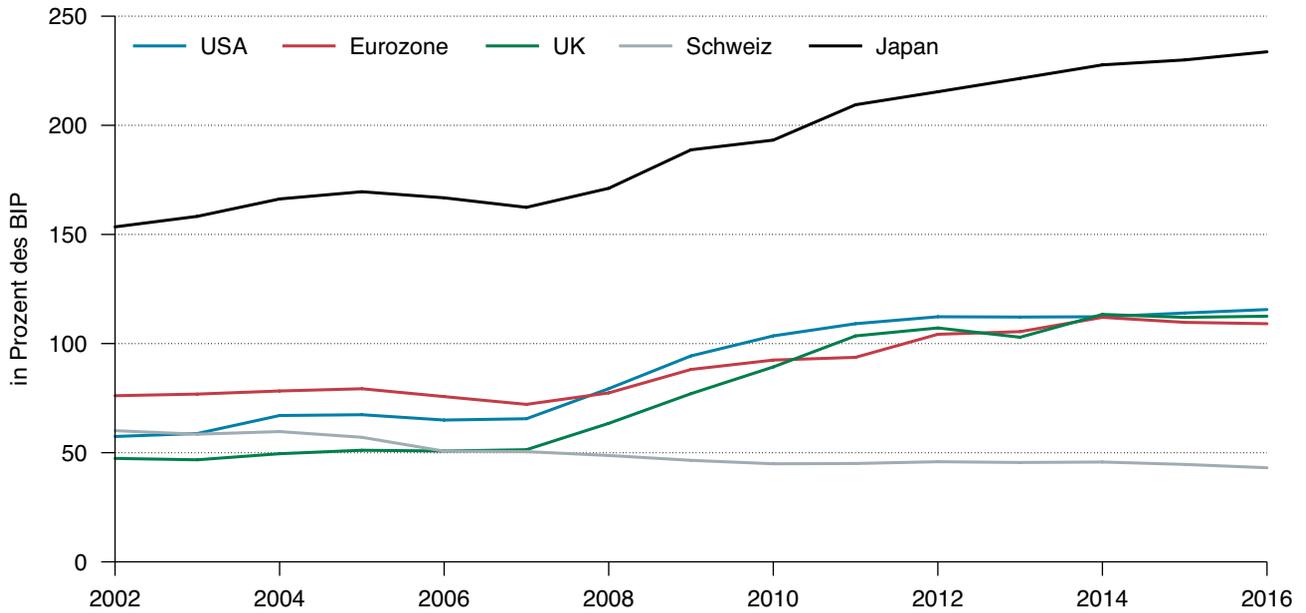
<sup>1</sup> In Prozent; Berechnung anhand von Marktwechselkursen.    <sup>2</sup> In Prozent vom nominalen BIP.    <sup>3</sup> In Prozent.

### Budgetdefizit Industrienationen

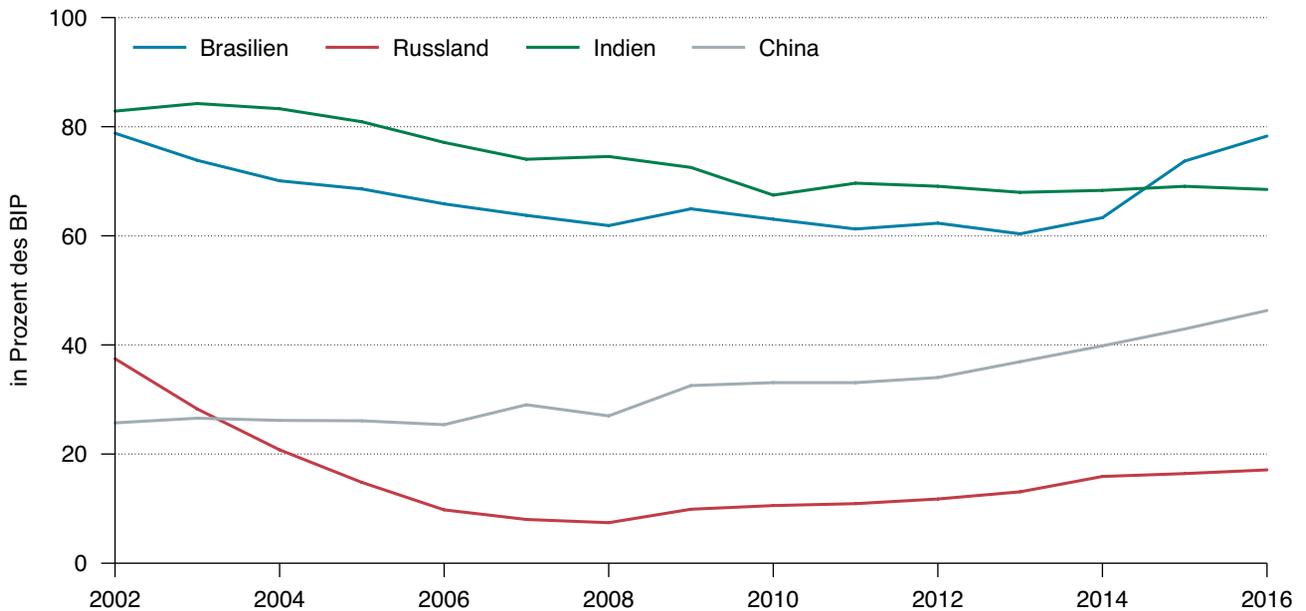


Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Staatsverschuldung Industrienationen



Staatsverschuldung Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

## Inflation

Seit der von der OPEC angekündigten Produktionsdrosselung sind die Rohölpreise auf über 50 US-Dollar pro Fass gestiegen. Dies hat zur Folge, dass der Inflationsanstieg in den Vereinigten Staaten im Frühjahr 2017 noch höher ausfallen dürfte als bisher angenommen. Im Oktober betrug die Gesamtinflationsrate 1.6 und die Kerninflation 2.1 Prozent. Schätzungen von Wellershoff & Partners zeigen, dass die Gesamtinflationsrate im Frühjahr 2017 auf bis zu 3 Prozent ansteigen dürfte.

Die Eurozone kann im November eine Erhöhung der Gesamtinflationsrate von 0.5 auf 0.6 Prozent verzeichnen. Besonders markant ist der Anstieg in Italien. Dort

ist die Gesamtinflationsrate von -0.2 auf 0.1 Prozent gestiegen und damit aus dem negativen Bereich geklettert. Die EZB hat an ihrer Dezember-Sitzung eine Fortsetzung ihres Anleihekaufprogramms bis Ende 2017 mit leicht reduzierten monatlichen Kaufvolumen angekündigt.

Im November ist die Gesamtinflationsrate in der Schweiz wieder weiter in den negativen Bereich abgerutscht. Betrug diese im Oktober noch -0.2 Prozent, wird für den November ein Wert von -0.3 Prozent ausgewiesen. Allerdings darf auch hier nächstes Jahr eine Rückkehr in den positiven Bereich erwartet werden.

### Überblick

	Ø 10 Jahre <sup>1</sup>	Inflation <sup>2</sup>				Kerninflation <sup>3</sup>			
		8/2016	9/2016	10/2016	11/2016	8/2016	9/2016	10/2016	11/2016
USA	1.8	1.1	1.5	1.6	1.7	2.3	2.2	2.1	-
<b>Eurozone</b>	<b>1.5</b>	<b>0.2</b>	<b>0.4</b>	<b>0.5</b>	<b>0.6</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>
Deutschland	1.4	0.4	0.6	0.8	0.8	1.1	1.2	1.1	1.3
Frankreich	1.2	0.2	0.4	0.4	0.5	-	-	-	-
Italien	1.5	-0.1	0.1	-0.2	0.1	0.4	0.5	0.2	0.4
Spanien	1.5	-0.1	0.2	0.7	0.7	0.9	0.8	0.8	0.8
<b>Grossbritannien</b>	<b>2.4</b>	<b>0.6</b>	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>	<b>1.2</b>	<b>1.3</b>	<b>1.5</b>	<b>1.2</b>	<b>-</b>
Schweiz	0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.3	0.0	-0.1	-0.3	-0.3
Japan	0.3	-0.5	-0.5	0.2	-	0.2	0.1	0.2	-
Kanada	1.6	1.1	1.3	1.5	-	1.8	1.8	1.6	-
Australien	2.5	1.2	1.3	-	-	1.6	1.7	-	-
Brasilien	6.1	9.0	8.5	7.9	7.0	7.5	7.1	6.9	-
Russland	9.3	6.8	6.4	6.1	5.7	7.0	6.7	6.4	6.2
Indien	8.1	5.1	4.4	4.2	-	-	-	-	-
China	0.1	-0.7	0.3	0.8	0.8	1.6	1.7	1.8	1.9
Industrienationen <sup>4</sup>	1.5	0.6	0.9	1.1	1.1	1.5	1.4	1.4	1.4
Schwellenländer <sup>4</sup>	3.7	2.3	2.6	2.7	2.7	3.0	3.0	3.0	2.9
Welt <sup>4</sup>	2.5	1.4	1.7	1.9	1.9	1.9	1.8	1.8	1.8

<sup>1</sup> Durchschnittliche Jahreststeuerung der Konsumentenpreise in Prozent.

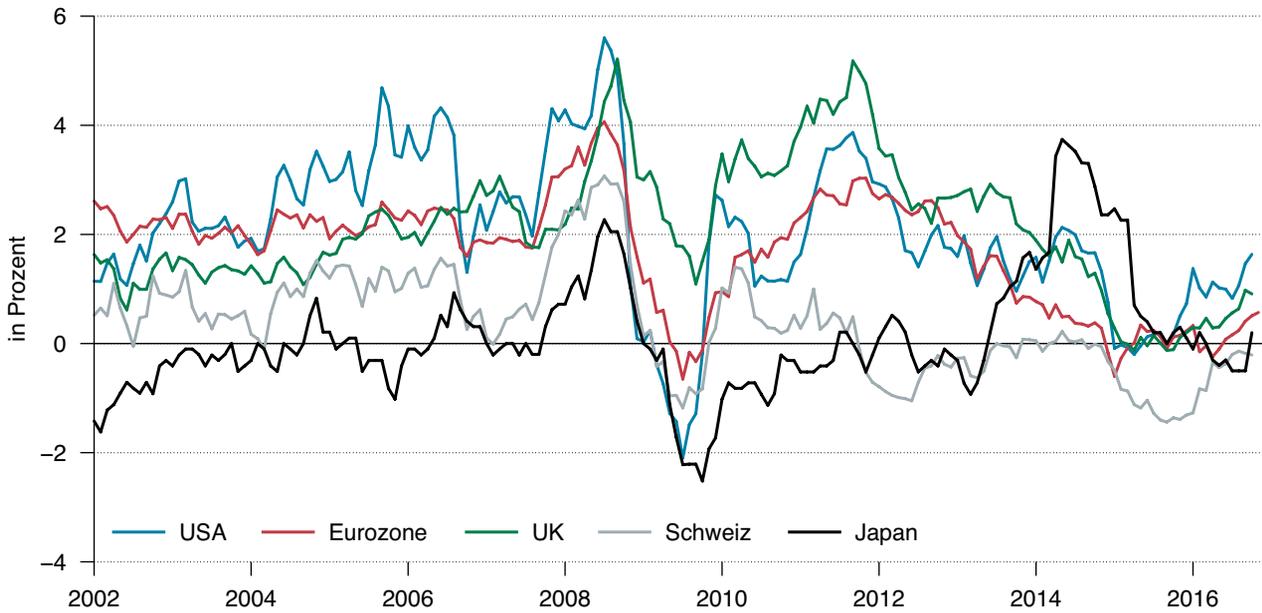
<sup>2</sup> Veränderung der Konsumentenpreise gegenüber dem Vorjahresmonat in Prozent.

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

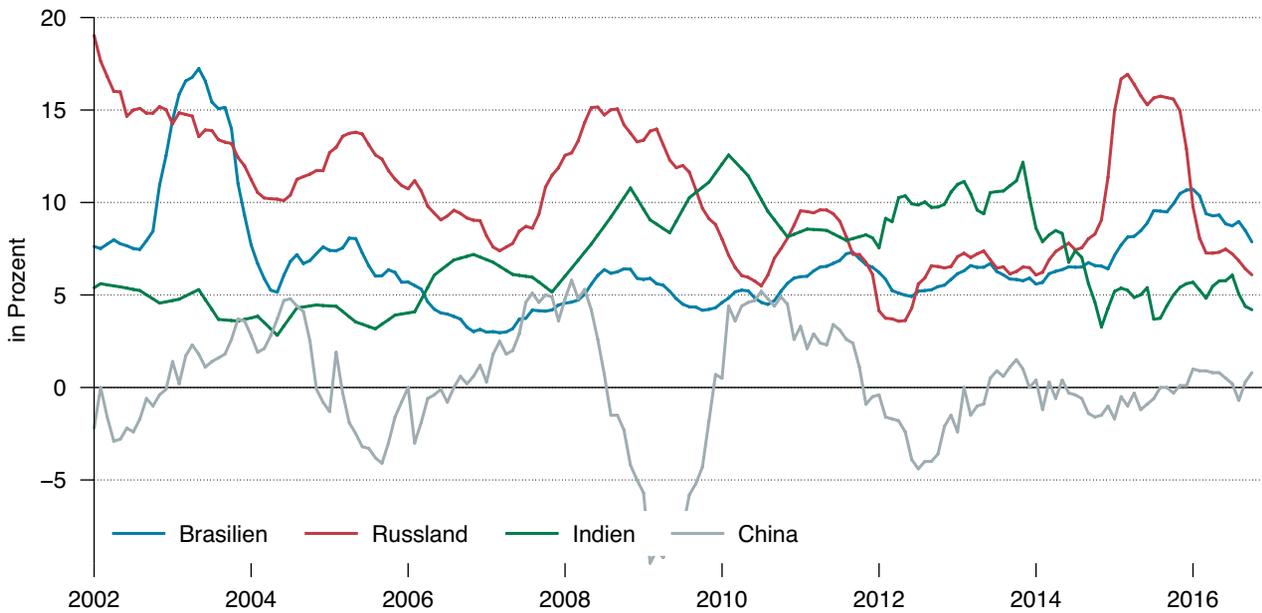
<sup>4</sup> Die Aggregate werden anhand von nominalen BIP-Gewichten und Kaufkraftparitätskursen geschätzt.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Konsumentenpreisinfation Industrienationen



Konsumentenpreisinfation Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

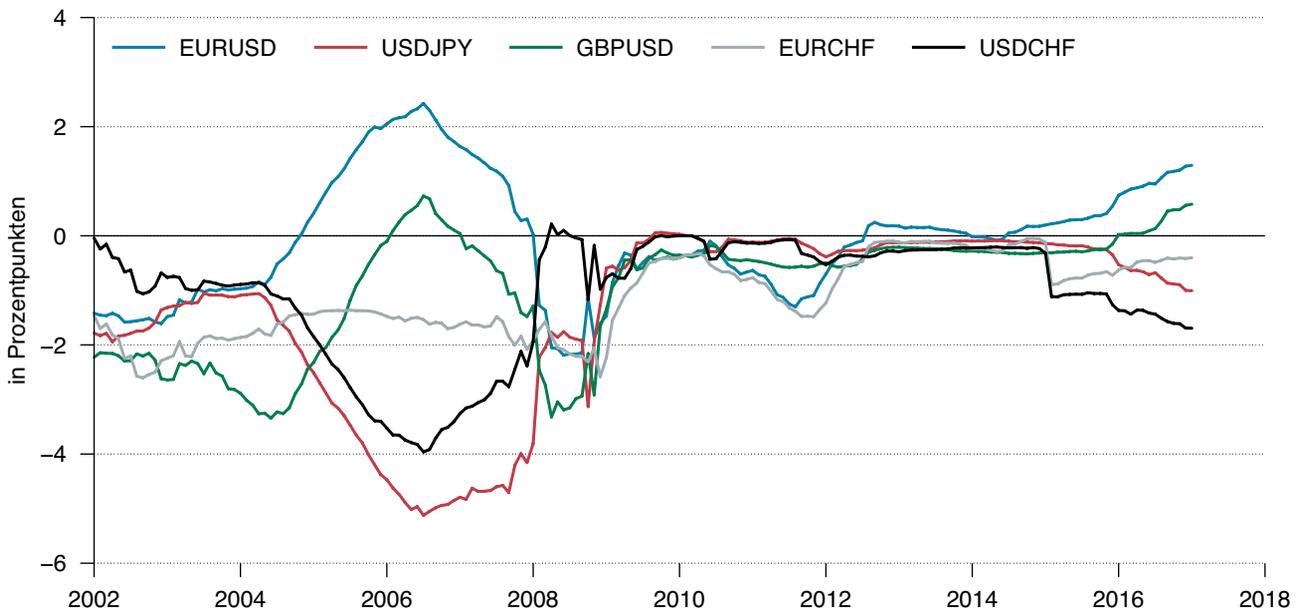
## Zinsumfeld

### Zinsdifferenz im Vergleich

	Aktueller Wechselkurs	Zinsdifferenz 3 Monate <sup>1</sup>				Zinsdifferenz 12 Monate <sup>1</sup>			
		Aktuell	vor 1 Jahr	Ø 5 Jahre	Ø 10 Jahre	Aktuell	vor 1 Jahr	Ø 5 Jahre	Ø 10 Jahre
EURUSD	1.061	1.26	0.60	0.28	-0.10	1.71	0.99	0.46	-0.02
USDJPY	115.4	-1.01	-0.44	-0.28	-0.85	-1.53	-0.84	-0.55	-1.03
GBPUSD	1.267	0.58	-0.07	-0.20	-0.57	0.86	0.01	-0.20	-0.59
EURCHF	1.078	-0.44	-0.69	-0.38	-0.82	-0.44	-0.70	-0.48	-0.91
USDCHF	1.016	-1.69	-1.29	-0.67	-0.72	-2.15	-1.69	-0.94	-0.88
GBPCHF	1.287	-1.11	-1.36	-0.87	-1.29	-1.29	-1.68	-1.14	-1.47
CHFJPY	113.6	0.69	0.85	0.39	-0.13	0.61	0.85	0.39	-0.14
AUDUSD	0.750	-0.53	-1.46	-2.09	-2.59	0.18	-0.85	-1.47	-2.15
USDCAD	1.313	-0.06	0.32	0.74	0.46	-0.48	-0.09	0.48	0.27
USDSEK	9.189	-1.68	-0.90	0.20	0.36	-1.90	-1.18	0.03	0.28
USDRUB	61.0	8.49	11.18	9.08	7.65	7.70	10.55	8.61	7.86
USDBRL	3.349	12.29	14.00	10.61	9.92	10.27	14.94	10.32	9.79
USDCNY	6.915	2.17	2.53	3.68	2.52	1.59	2.29	3.36	2.27
USDTRY	3.483	8.93	10.60	8.89	9.55	9.34	10.11	8.71	9.77
USDINR	67.45	7.47	7.47	8.77	7.24	5.42	6.04	6.49	4.62

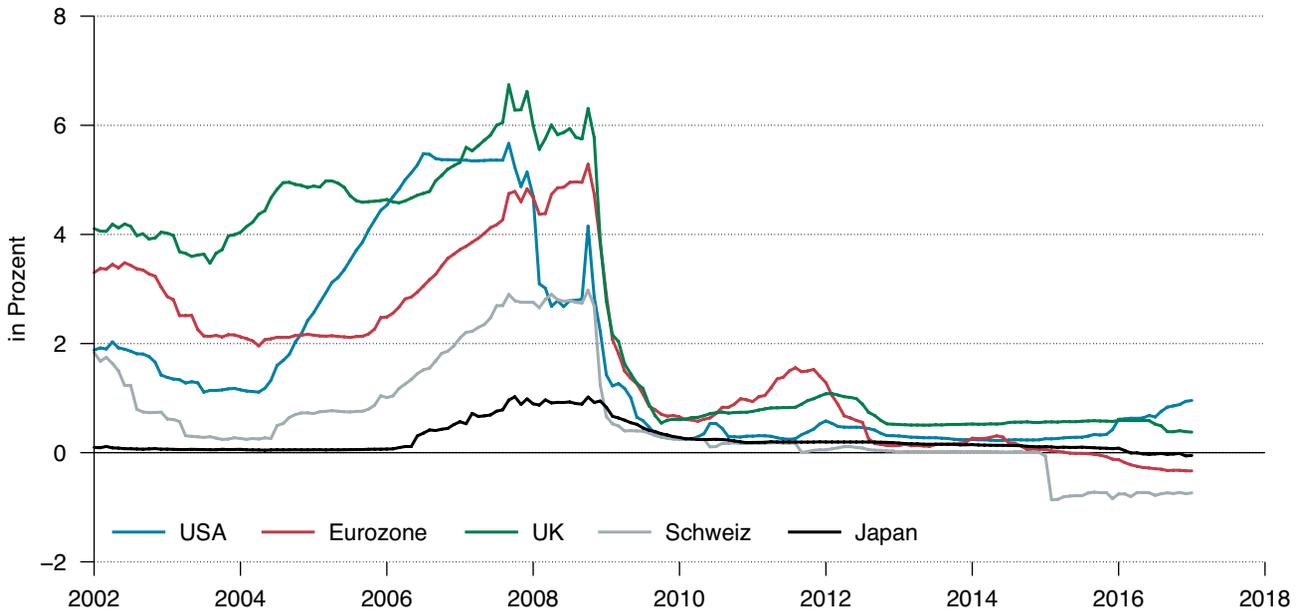
<sup>1</sup> Zinsen im zweiten Währungsraum abzgl. Zinsen im ersten Währungsraum; z.B. US-Dollar-Zinsen abzgl. Euro-Zinsen für EURUSD.

### Zinsdifferenz

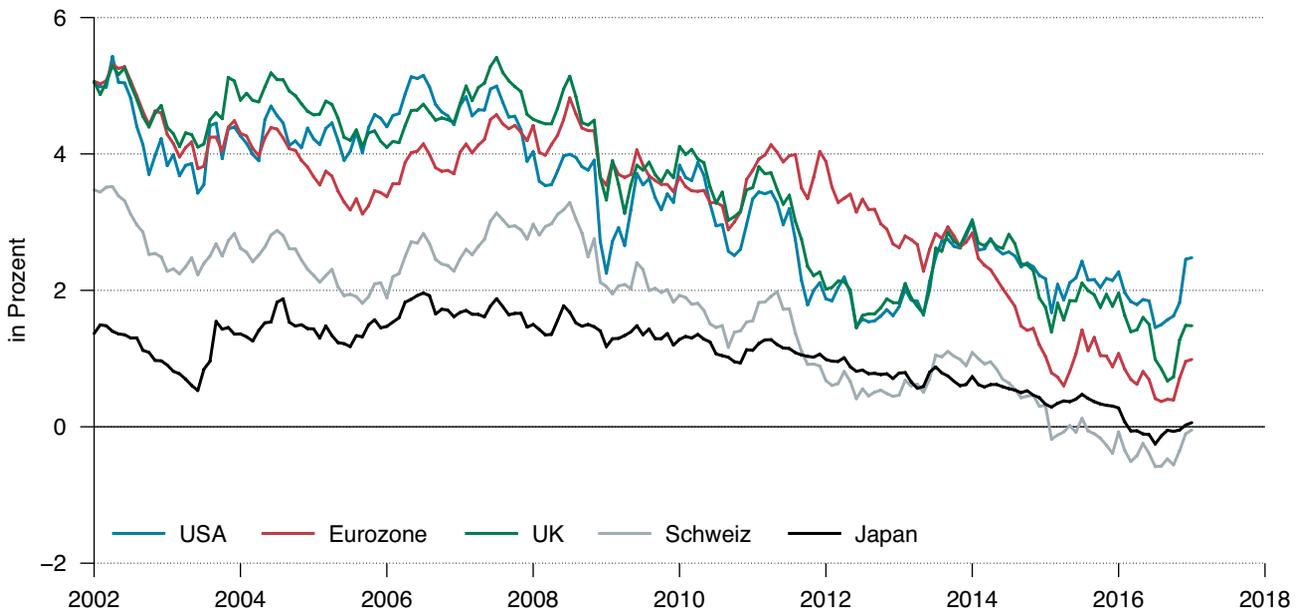


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Dreimonats-Liborsätze



Zehnjährige Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

## Währungsmärkte

Im November hat der US-Dollar handlungsgewichtet über 4 Prozent aufgewertet. Höhere Zinssätze sollten nach dem Carry-Argument Investoren eher zu US-Dollar-Anlagen locken und somit den US-Dollar aufwerten lassen. Wird jedoch der historische Zusammenhang zwischen Zinsen auf 3-monatigen *Treasury Bills* mit dem handlungsgewichteten US-Dollar-Wechselkurs seit 1973 betrachtet, ist ein klares Wirkungsverhältnis nur schwer erkennbar.

Im Nachgang des EZB-Meetings wertete der Euro rund 1.5 Prozent im Verlauf des Tages ab. Eine Erklärung dürfte die Reaktion der Marktteilnehmer auf das

Anleihekaufprogramm der EZB gewesen sein. Die EZB wird zwar das monatliche Kaufvolumen ab April von 80 auf 60 Milliarden Euro reduzieren, dafür aber bis mindestens Ende 2017 an den Anleihekäufen festhalten.

Der EURCHF-Wechselkurs sank im November zeitweilig unter die 1.07 Grenze. Berechnungen von Wellershoff & Partners zeigen zudem, dass die SNB im November umgerechnet CHF 10 Milliarden für Devisenmarktinterventionen aufgewendet hat. Nach dem *Brexit* ist das die zweitintensivste Interventionsphase seit der Aufhebung des Euro-Mindestkurses im Januar 2015.

### Performance und Bewertung

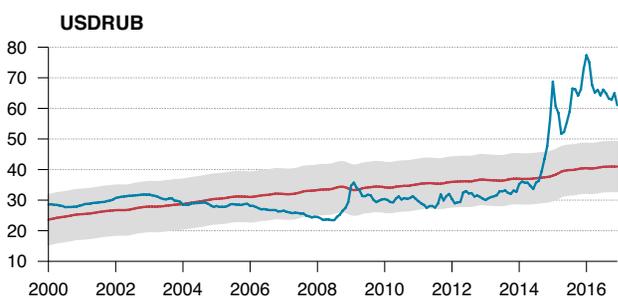
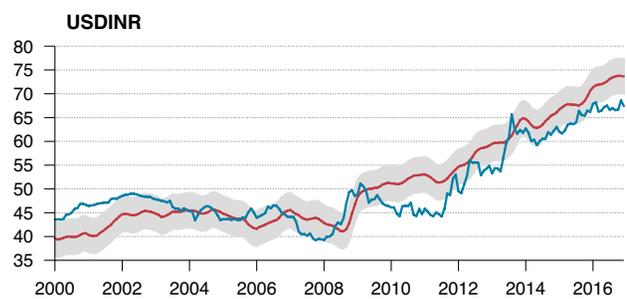
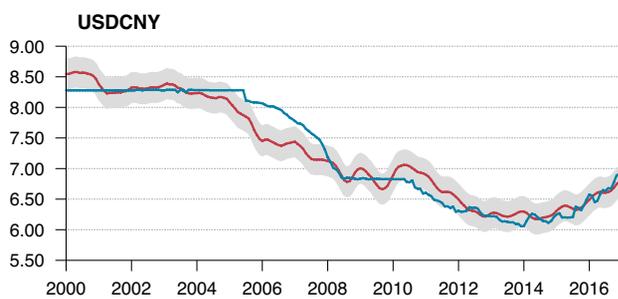
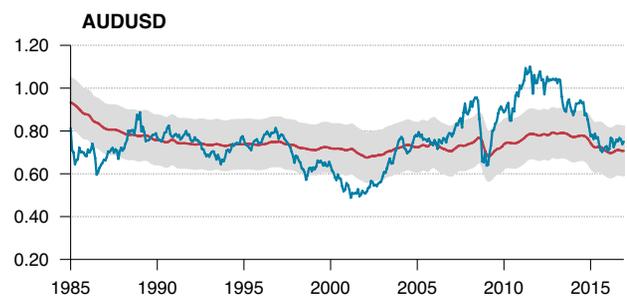
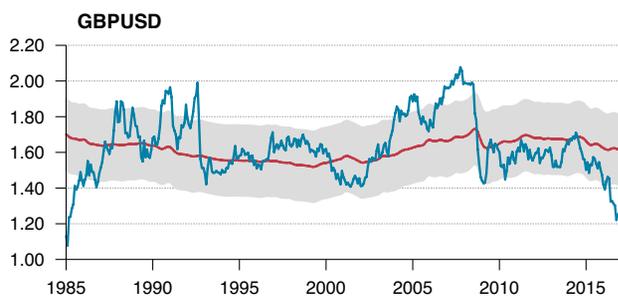
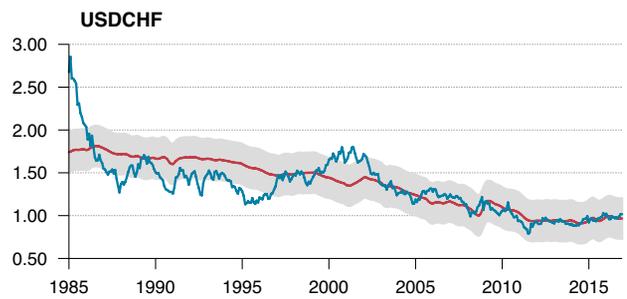
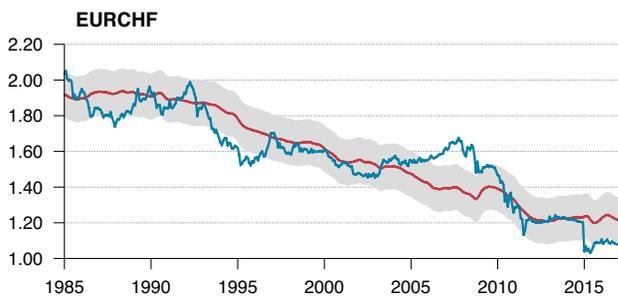
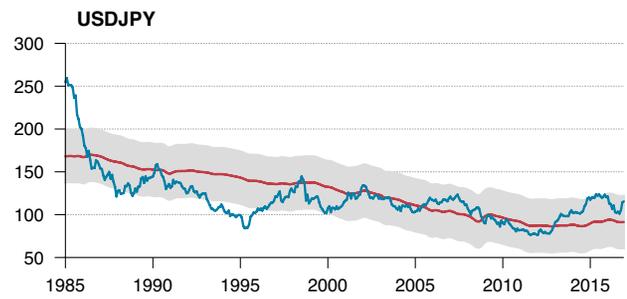
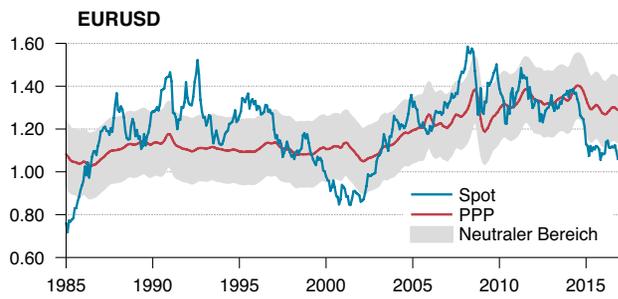
	Aktueller Wechselkurs	Performance <sup>1</sup>				Kaufkraftparität <sup>2</sup>		
		YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre	PPP	Neutraler Bereich	Abweichung <sup>3</sup>
EURUSD	1.061	-2.3	-5.6	-3.5	-18.9	1.29	1.14 - 1.44	-17.5
USDJPY	115.4	-4.0	13.0	-4.6	48.3	91.3	60.9 - 121.7	26.4
GBPUSD	1.267	-14.1	-3.9	-16.7	-18.5	1.62	1.42 - 1.81	-21.7
EURCHF	1.078	-0.9	-1.5	-0.3	-12.5	1.22	1.09 - 1.34	-11.4
USDCHF	1.016	1.5	4.4	3.3	7.9	0.97	0.73 - 1.20	5.2
GBPCHF	1.287	-12.8	0.3	-14.0	-12.0	1.54	1.26 - 1.82	-16.3
CHFJPY	113.6	-5.5	8.2	-7.6	37.4	89.1	74.0 - 104.2	27.5
AUDUSD	0.750	3.1	0.1	4.1	-25.6	0.71	0.59 - 0.82	6.1
USDCAD	1.313	-5.5	-0.2	-4.2	27.6	1.20	1.13 - 1.27	9.3
USDSEK	9.189	9.0	8.0	8.4	32.0	7.27	6.34 - 8.20	26.4
USDRUB	61.0	-16.5	-6.2	-12.6	92.4	41.0	33.0 - 49.0	48.9
USDBRL	3.349	-15.3	1.5	-13.7	81.0	2.88	2.36 - 3.39	16.5
USDCNY	6.915	6.5	3.5	7.1	8.6	6.79	6.55 - 7.02	1.9
USDTRY	3.483	19.3	16.8	17.1	85.8	2.61	2.40 - 2.82	33.4
USDINR	67.45	2.0	0.8	0.9	26.7	73.7	70.1 - 77.3	-8.4

<sup>1</sup> Performance in Prozent für den jeweiligen Zeitraum.

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> Abweichung des aktuellen Wechselkurses von der Kaufkraftparität in Prozent.

Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

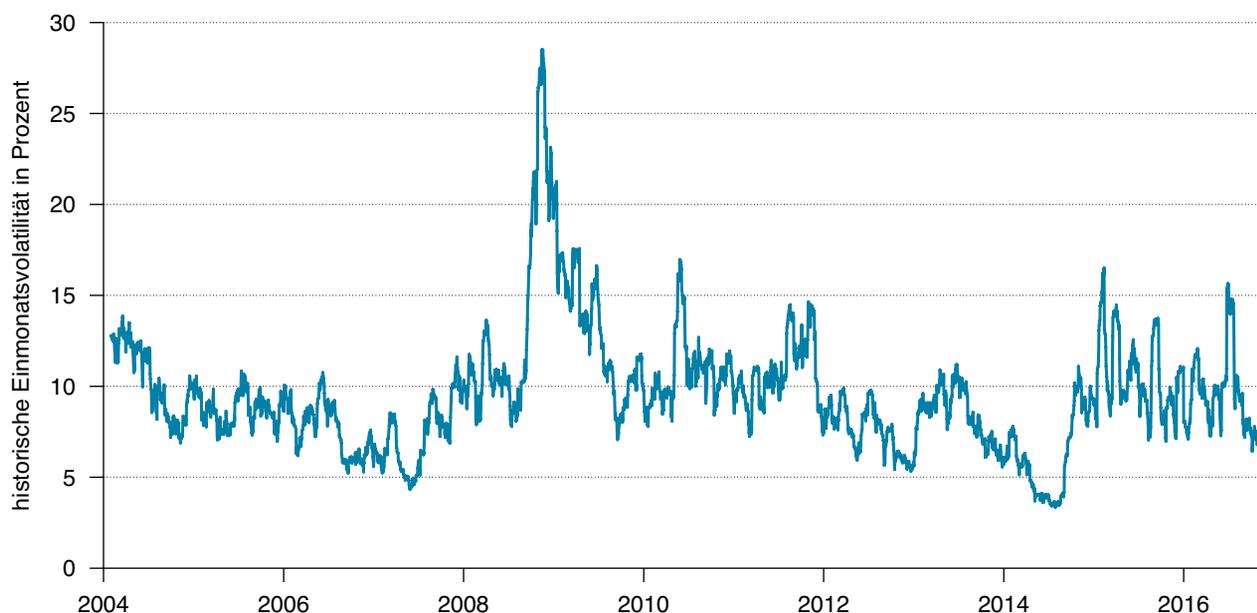
## Währungsvervolatilität

### Volatilität im Vergleich

	Aktueller Wechselkurs	Volatilität 3 Monate <sup>1</sup>				Volatilität 12 Monate <sup>1</sup>			
		Historisch	Implizit	Ø 5 Jahre <sup>2</sup>	Ø 10 Jahre <sup>2</sup>	Historisch	Implizit	Ø 5 Jahre <sup>2</sup>	Ø 10 Jahre <sup>2</sup>
EURUSD	1.061	8.6	10.0	9.0	10.4	8.8	10.9	9.6	10.8
USDJPY	115.4	11.9	12.0	9.8	10.9	11.8	11.6	10.4	11.2
GBPUSD	1.267	11.3	10.1	8.3	9.8	12.6	11.1	8.9	10.2
EURCHF	1.078	4.9	6.0	5.5	6.3	5.6	7.6	6.5	6.7
USDCHF	1.016	8.1	9.3	9.4	10.6	8.5	10.6	10.1	10.8
GBPCHF	1.287	11.0	9.9	8.8	10.1	12.7	11.1	9.4	10.5
CHFJPY	113.6	9.7	10.6	10.7	11.6	11.3	12.2	11.4	12.0
AUDUSD	0.750	10.2	10.2	10.5	12.5	11.7	11.5	11.2	12.8
USDCAD	1.313	8.6	8.1	7.9	9.9	9.7	9.1	8.5	10.2
USDSEK	9.189	9.8	10.6	10.6	12.5	10.2	11.7	11.2	12.7
USDRUB	61.0	13.4	14.6	16.0	13.7	18.8	16.8	16.4	14.8
USDBRL	3.349	17.2	16.8	14.8	15.4	17.8	16.9	15.3	15.8
USDCNY	6.915	2.5	7.3	3.0	3.0	2.6	8.5	3.9	4.6
USDTRY	3.483	12.9	16.9	11.5	13.2	11.6	16.4	12.9	14.6
USDINR	67.45	4.1	6.2	9.1	9.6	4.1	7.5	10.2	10.4

<sup>1</sup> Jeweils annualisierte Volatilität in Prozent. <sup>2</sup> Jeweils Durchschnitt der impliziten Volatilität.

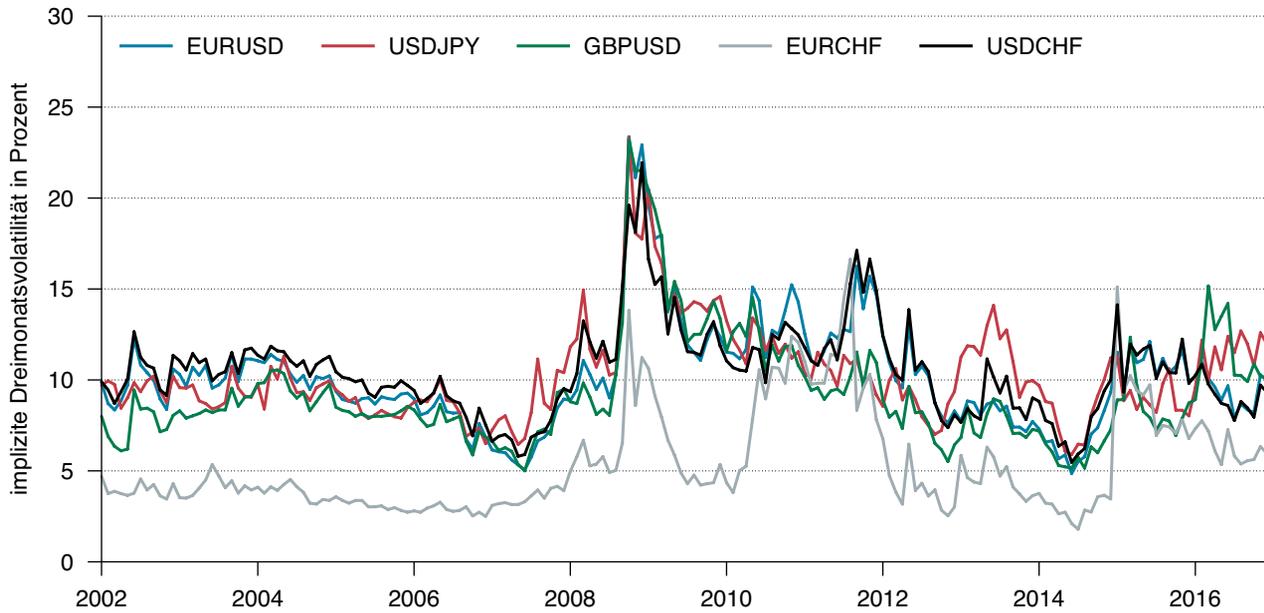
### QCAM-Volatilitätsindikator<sup>3</sup>



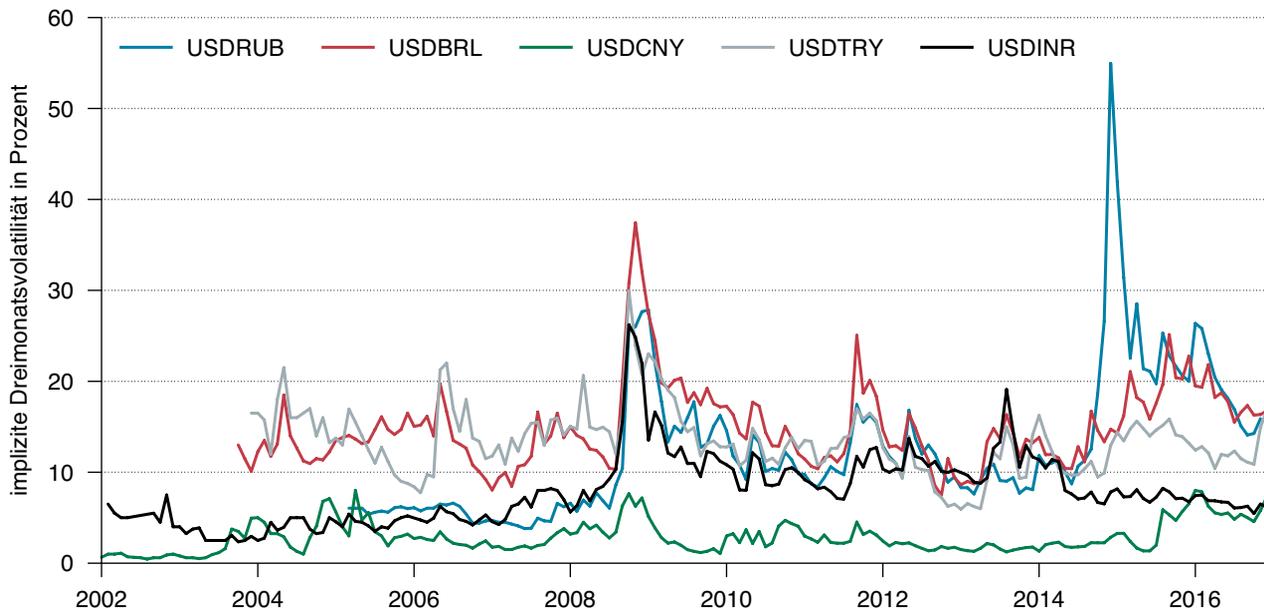
<sup>3</sup> Der Volatilitätsindikator von QCAM bildet die Volatilität an den globalen Währungsmärkten ab; für die Berechnung wird die historische Volatilität der wichtigsten Währungspaare verwendet und mithilfe des Handelsvolumens der jeweiligen Währungspaare gewichtet.

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

Volatilität Hauptwährungen



Volatilität Schwellenlandwährungen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

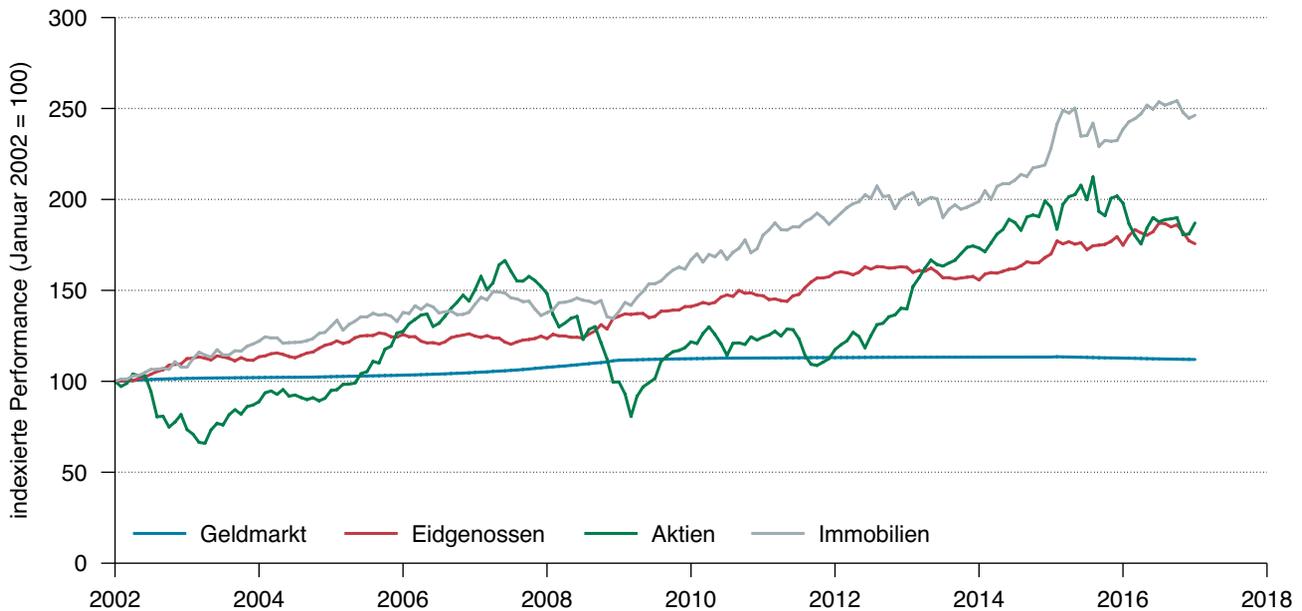
## Finanzmarktumfeld

### Performancevergleich

	Performance in Lokalwährung bzw. US-Dollar <sup>1</sup>				Performance in Schweizer Franken <sup>1</sup>			
	YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre	YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre
Geldmarkt CHF	-0.7	-0.2	-0.7	-0.9	-0.7	-0.2	-0.7	-0.9
Eidgenossen CHF	0.5	-4.3	-0.5	10.5	0.5	-4.3	-0.5	10.5
Unternehmensanleihen CHF	0.4	-2.4	-0.4	11.5	0.4	-2.4	-0.4	11.5
Aktien Schweiz (SMI)	-5.5	-1.6	-2.0	65.3	-5.5	-1.6	-2.0	65.3
Aktien Europa (Stoxx600)	0.1	4.9	3.0	80.9	-0.4	3.3	2.5	58.0
Aktien UK (Ftse100)	14.8	4.1	20.5	54.7	0.0	2.8	2.9	34.9
Aktien Japan (Topix)	1.0	16.7	1.0	130.6	7.7	7.2	9.3	66.8
Aktien USA (S&P 500)	12.8	6.7	14.6	107.3	15.7	11.5	17.9	122.9
Aktien Schwellenländer	12.5	-1.3	15.8	10.9	15.5	3.1	19.1	19.3
Aktien Welt (MSCI World)	8.6	4.4	10.4	76.2	11.4	9.1	13.5	89.4
Immobilien Schweiz	3.2	-2.2	5.7	31.9	3.2	-2.2	5.7	31.9
Immobilien Global	4.8	-3.3	8.2	69.2	7.5	1.0	11.2	82.0
Rohstoffe	12.2	6.2	12.4	-35.4	15.2	11.0	15.6	-30.6
Rohöl (Brent)	56.8	18.5	47.6	-47.3	60.9	23.8	51.8	-43.3
Gold	9.1	-12.5	7.7	-26.2	12.0	-8.6	10.8	-20.7

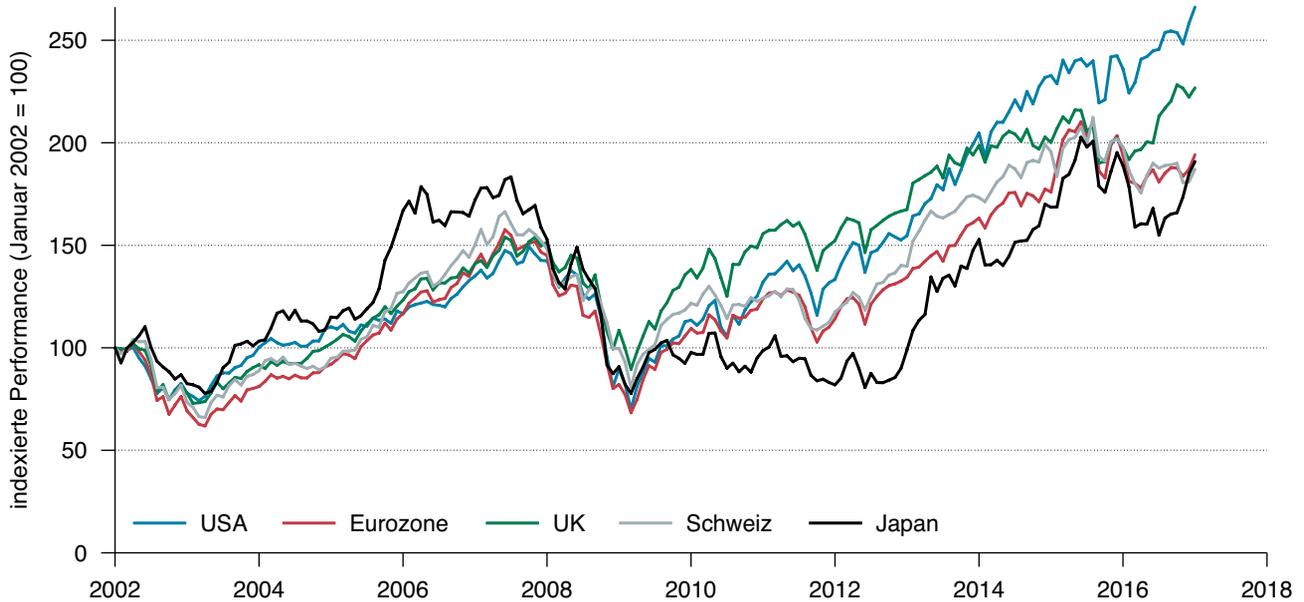
<sup>1</sup> Performance in Prozent für den jeweiligen Zeitraum.

### Performance Schweizer Finanzanlagen

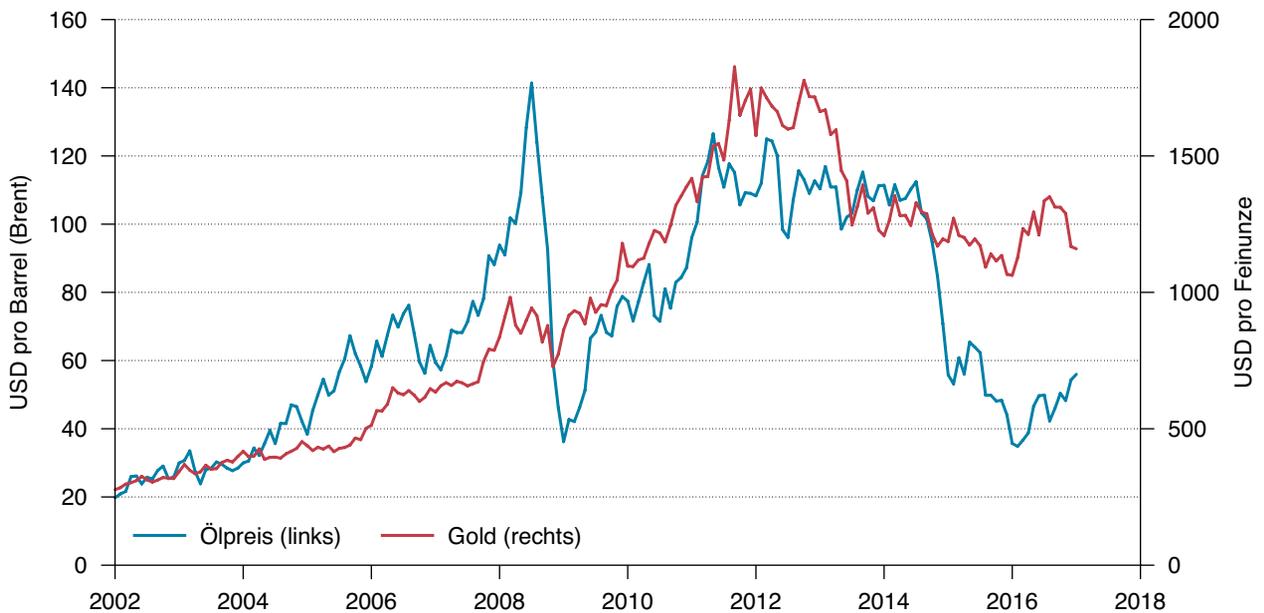


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Performance ausgewählter Aktienmärkte (in Lokalwährung)



Performance ausgewählter Rohstoffpreise



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

## Die Zahl des Monats

**540 > 480**

Ab April 2017 will die EZB ihr Anleihekaufprogramm auf «nur» noch 60 Milliarden Euro pro Monat beschränken. Eine Drosselung! Wobei: Nun will sie ihr Kaufprogramm um neun anstatt der erwarteten sechs Monate verlängern. Eine Ausweitung! Denn so wird das Kaufprogramm um 540 anstatt 480 Milliarden Euro ergänzt. So sehr uns diese Diskussion auch erstaunt, sie dürfte uns in den kommenden Monaten eng begleiten.

### 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 eingestufteten 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.