Januar 2016

# FX Monthly

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

QUAESTA CAPITAL AG
your currency specialist

Quaesta Capital AG
Huobstrasse 9
8808 Pfäffikon SZ
Schweiz

Wellershoff & Partners Ltd.
Zürichbergstrasse 38
8044 Zürich
Schweiz

Wellershoff und Partners Ltd. ist strategischer Research-Partner von Quaesta Capital AG. Die Zusammenarbeit umfasst den regelmässigen Austausch über fundamentale Entwicklungen in der Weltwirtschaft und an den Finanzmärkten sowie deren Auswirkungen auf die Währungsmärkte. Des Weiteren steht Wellershoff & Partner Ltd. für ausgewählte Anlässe sowie Kundenmeetings für Quaesta Capital AG zur Verfügung.

Impressum
Redaktion, Inhalt, Konzeption und Gestaltung:
Quaesta Capital AG, Pfäffikon, und Wellershoff & Partners Ltd., Zürich
Redaktionsschluss: 19. Januar 2016
FX Monthly erscheint monatlich in deutscher und englischer Sprache.

**FX Monthly**
Januar 2016

# Inhalt


| | |
|---|---|
| Quaesta Capital 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 |

## Quaesta Capital Insight

# «Die SNB hat uns gelehrt, auch das Unerwartete zu erwarten.»

**Cengiz Temel**
Head FX Services und Partner
der Quaesta Capital AG

**Herr Temel, die Schweizerische Nationalbank hat am 15. Januar 2015 den Euro-Franken-Mindestkurs aufgehoben. Wie haben Sie diesen Arbeitstag in Erinnerung?**
Diesen Tag werde ich wohl niemals vergessen. Es war ja eigentlich klar, dass der Mindestkurs nicht in alle Ewigkeit Bestand haben würde. Unerwartet kam der Entscheid dann trotzdem. Noch wenige Tage zuvor hatte das SNB-Direktorium kommuniziert, den Mindestkurs verteidigen zu wollen. Nachdem der Tag ruhig begonnen hatte, kam mit dem Entscheid ultimative Panik an den Märkten auf. Treiber dafür waren insbesondere die zunehmende Illiquidität des Währungsmarktes und die Unsicherheit darüber, wie weit der EURCHF-Wechselkurs noch fallen würde. Wir haben unsere Kunden umgehend über den Entscheid informiert und von Fall zu Fall entschieden, ob Handlungsbedarf besteht.

**Nun ist ein Jahr vergangen seit der Aufhebung des Mindestkurses. Wie hat sich die Lage entwickelt? Wagen Sie einen Ausblick?**
Die schockartige Aufwertung von bis zu 30 Prozent war nicht von langer Dauer. Der Schweizer Franken bewegt sich heute im EURCHF um die 1.09 und im USDCHF um die 1.00. Ein Blick auf den handelsneutralen EURCHF-Wechselkurs zeigt aber, dass der Franken gegenüber dem Euro weiterhin stark überwertet ist. In der zweiten Januarhälfte 2015 lag der EURCHF-Wechselkurs durchschnittlich bei 1.01 und damit um mehr als 20 Prozent unter dem handelsneutralen Wert von 1.27 Franken pro Euro. Eine so grosse Abweichung ist seit 1985 einmalig. Aktuell beträgt die Abweichung noch rund 12 Prozent, was immer noch ausgesprochen hoch ist. Wir gehen deshalb davon aus, dass sich der Schweizer Franken weiter abschwächen wird.

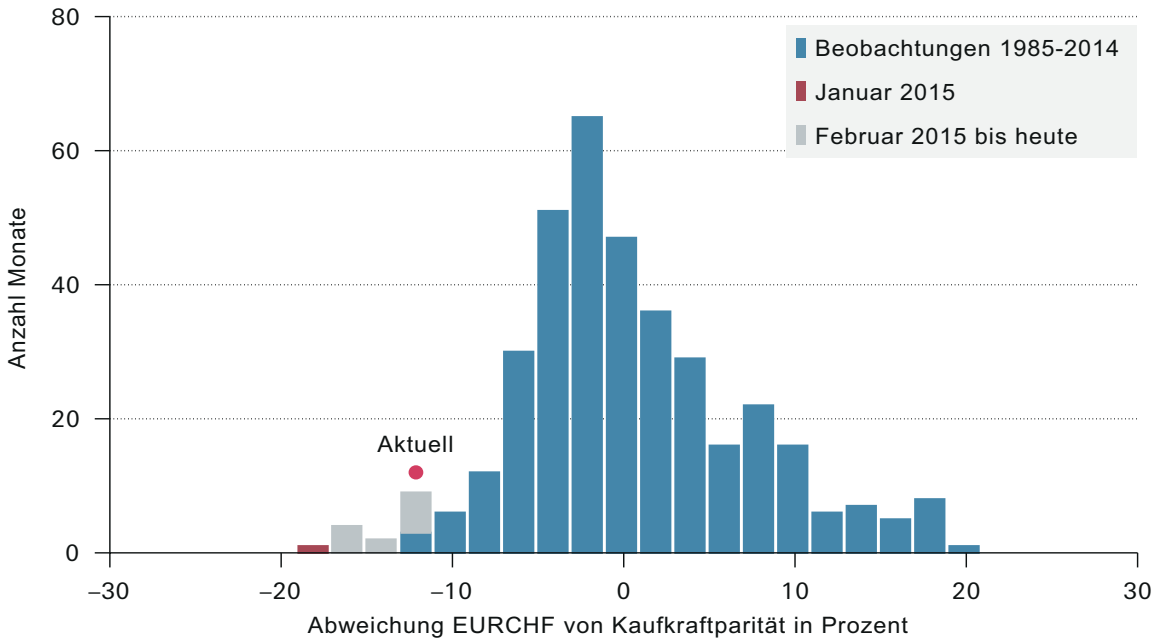
**Welche Konsequenzen haben sich aus der Aufhebung des Euro-Franken-Mindestkurses für Ihre Kunden ergeben?**
Unsere Kunden haben den 15. Januar 2015 gut überstanden, weil sie ihre Währungsrisiken konsequent abgesichert hatten. Trotzdem war der Tag auch ein Weckruf. Vielen wurde bewusst, dass das Thema Währungsrisikomanagement professionell angegangen werden muss. Das auch vor dem Hintergrund, dass die Absicherungskosten seit der Aufhebung des Mindestkurses deutlich gestiegen sind. Zudem rechnen wir mit einer höheren Volatilität im Währungsmarkt, ausgelöst durch die divergierenden Geldpolitiken der Zentralbanken. Für Schweizer Investoren ist das Umfeld also herausfordernd.

**Welche Möglichkeiten haben Investoren, mit diesen Entwicklungen umzugehen?**
Investoren müssen abwägen, ob sie auf einen Teil der Rendite verzichten oder Währungsrisiken eingehen wollen, für die sie grundsätzlich nicht mit einer Risikoprämie entschädigt werden. Dabei gibt es im Währungsrisikomanagement drei Möglichkeiten: man sichert gar nicht ab, man sichert passiv einen Teil oder das ganze Währungsrisiko ab oder man setzt eine dynamische Absicherungsstrategie um, mit dem Ziel, das Währungsrisiko zu reduzieren und eine zusätzliche Rendite zu generieren.

**Welche Form der Währungsabsicherung würden Sie heute empfehlen?**
Wir empfehlen Investoren, die eine passive Währungsstrategie umsetzen, nicht das gesamte Währungsrisiko abzusichern, sondern einen Teil der Währungsrisiken beizubehalten. Dadurch können sie von einer Abwertung des Schweizer Frankens profitieren. Zudem empfehlen wir, eine dynamische Strategie bezüglich der Absicherungsfrequenz umzusetzen, um die Absicherungskosten zu reduzieren. Investoren, die eine höhere Risikofähigkeit haben, empfehlen wir eine dynamische Währungsstrategie umzusetzen. Dabei wird das Absicherungsniveau (Hedge Ratio) basierend auf der Einschätzung des Overlay Managers und den Vorgaben des Investors erhöht oder reduziert, um von Währungsbewegungen profitieren zu können.

**Was nehmen Sie mit vom 15. Januar 2015? Gibt es etwas, das Sie an diesem Tag gelernt haben?**
Der 15. Januar hat gezeigt, was Risiko und Risikomanagement im Kontext von Ungewissheit bedeutet. Die möglichen Auswirkungen der Aufhebung des Mindestkurses waren ja bekannt, aber die Eintrittswahrscheinlichkeit war schwierig zu beurteilen. Wir haben also eine Lektion in «expect the unexpected» erhalten.

**Historische Abweichungen des Euro-Franken-Kurses von der Kaufkraftparität**




Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

## Die Makroperspektive

# «Die chinesische Zentralbank schiesst ein Eigentor.»

**Mit ihrer aktuellen Wechselkurspolitik bringt die chinesische Zentralbank nicht nur die Finanzmärkte in Aufruhr, sondern verstärkt auch die Kapitalabflüsse und schwächt damit das Fundament ihres Wechselkursregimes. Wie viel ist letztlich mit einer realen Abwertung von 4 – 5 Prozent wirklich zu gewinnen? Die Kosten übersteigen den Nutzen um ein Vielfaches.**

Mit ihrer ersten Leitzinserhöhung seit dem Jahr 2006 hat die amerikanische Notenbank im Dezember 2015 die lange antizipierte Normalisierung der amerikanischen Geldpolitik eingeläutet. Damit hebt sich die amerikanische Geldpolitik nun erstmals seit langem wieder von der Geldpolitik anderer Industrieländer ab. Doch diese Divergenz betrifft längst nicht mehr nur die Geldpolitik. Zum Ende des letzten Jahres haben sich auch die gegensätzlichen konjunkturellen Trends in Industrienationen und Schwellenländern nochmals verstärkt. Zudem öffnen sich die konjunkturellen Gräben zwischen der verarbeitenden Industrie und dem Dienstleistungssektor immer mehr.

### US-Wirtschaft verliert an Schwung

Mit einem nochmaligen Rückgang des *ISM Manufacturing Index* im Dezember 2015 auf nunmehr 48.2 Punkte sind die Vereinigten Staaten das jüngste Opfer der globalen Industrie-Rezession geworden. In den Schwellenländern hat sich diese schon seit einigen Quartalen abgezeichnet. Trotzdem schafft die amerikanische Wirtschaft in einem beachtenswerten Tempo neue Stellen – im Dezember 2015 wurden 292 000 neue Stellen ausgewiesen. Das zeigt, wie unbedeutend das verarbeitende Gewerbe mittlerweile für die Vereinigten Staaten geworden ist. Der amerikanische Dienstleistungssektor beschäftigt heute rund zehnmal so viele Personen wie der Industriesektor. Dabei signalisieren die Unternehmen im Dienstleistungsbereich weiterhin einen deutlich besseren Geschäftsgang und bestätigen damit den robusten, wenn auch etwas an Schwung verlierenden Ausblick für die amerikanische Wirtschaft.

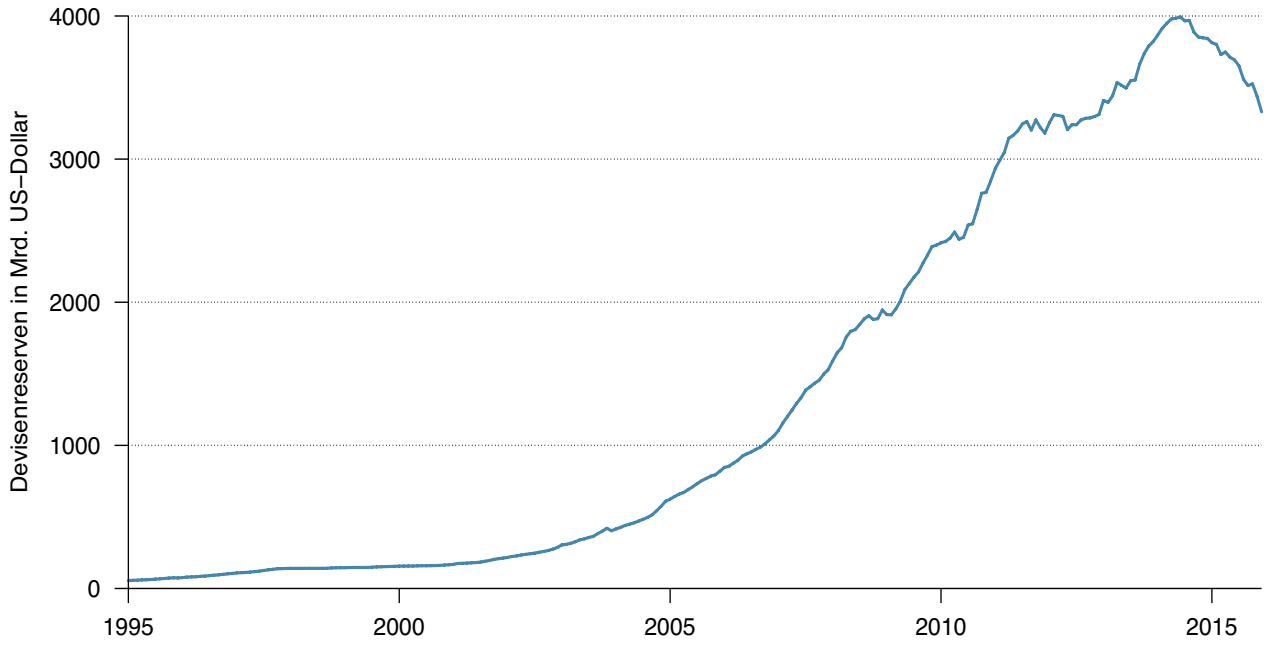
### Europa überzeugt weiterhin

Als einzige Region scheint bisher die Eurozone von den Schwierigkeiten an der globalen Werkbank verschont zu bleiben. Im Dezember 2015 signalisierten die europäischen Betriebe nebst einer weiteren Verbesserung des allgemeinen Konjunkturklimas ganz explizit auch eine Aufhellung der Stimmung in der Industrie. Überhaupt erfreuen die Wirtschaftsindikatoren in der Eurozone. Das betrifft insbesondere die ehemaligen «Sorgenkinder» der Region, etwa Spanien. Spanien ist in den vergangenen Monaten jeweils schneller gewachsen als die Vereinigten Staaten. Das spricht auch dafür, dass die Eurozone keineswegs reformmüde geworden ist, wie das immer mal wieder behauptet wird.

**Erneute Kapitulation in den Schwellenländern**
Ganz anders entwickelt sich die Konjunktur in den Schwellenländern. In Russland wurden die fragilen Hoffnungen der Vormonate mit dem erneuten Einbruch der PMI-Werte gleich wieder zerschlagen. In Brasilien kann höchstens von einer Stabilisierung auf extrem tiefen Niveaus gesprochen werden. Die bisher robuste indische Industrie kapitulierte zum Jahresende ebenfalls. Immerhin: Der chinesische Bausektor hat sich nach dem rapiden Sinkflug in der ersten Hälfte des vergangenen Jahres erholt, die Industrie hat sich stabilisiert. Noch ist das Wachstum deutlich schwächer als das wohl von den chinesischen Autoritäten gerne gesehen würde. Aber der Sinkflug ist vorerst gestoppt.

**Chinesische Zentralbank schiesst Eigentor**
Es kann also nicht nur an der erneuten Eintrübung der chinesischen Konjunkturaussichten gelegen haben, dass die chinesischen und globalen Finanzmärkte zum Jahresauftakt massive Verluste hinnehmen mussten. Viel eher hat der Entscheid der chinesischen Zentralbank, den Wechselkurs gegenüber dem US-Dollar zum Jahresauftakt erneut deutlich abzuwerten, die Finanzmärkte in Aufruhr versetzt. Diese Wechselkurspolitik überrascht umso mehr, als dass China jüngst wieder mit rekordhohen Kapitalabflüssen zu kämpfen hatte. Mit ihrer *stop-and-go* Wechselkurspolitik hat sie diese Entwicklung wahrscheinlich gar noch verstärkt. Im November und Dezember 2015 sind die Devisenreserven der Zentralbank um satte 200 Mrd. US-Dollar gefallen. Auch wenn China noch immer über ein Arsenal von 3 300 Mrd. US-Dollar an Devisenreserven verfügt, kann die aktuelle Wechselkurspolitik nur aufrechterhalten werden, wenn die Abflüsse irgendwann gestoppt werden. Es ist zu befürchten, dass dies nicht so schnell der Fall sein wird.

**Devisenreserven der chinesischen Zentralbank**




Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

## Was die Währungsmärkte bewegt

# «Vieles spricht für eine weitere Abschwächung des Schweizer Frankens.»

**Vor einem Jahr kam es zum grossen Paukenschlag, als die Schweizerische Nationalbank den Euro-Franken-Mindestkurs aufgab und der Franken schlagartig aufwertete. Seitdem hat sich der Franken wieder etwas abgeschwächt. Wir sehen gute Chancen, dass diese Tendenz in den nächsten Monaten anhalten wird.**

Gross war die Aufregung, als die Schweizerische Nationalbank am 15. Januar 2015 um 10:30 Uhr bekanntgab, ab sofort den Euro-Franken-Mindestkurs von 1.20 nicht mehr zu verteidigen. Innert Sekunden rauschte der Euro-Franken-Kurs in den Keller. Die Computersysteme waren überfordert. Der Handel kam zum Erliegen. Als dieser im Laufe des Tages wieder in die Gänge kam, pendelte sich der Kurs zunächst im Bereich der Parität ein.

### Das Ausmass des Frankenschocks

Daran änderte sich auch in den Tagen danach nicht viel, so dass im Durchschnitt der zweiten Januarhälfte ein Wechselkurs von 1.01 Franken pro Euro resultierte. Damit bewegte sich der Wechselkurs satte 20 Prozent unterhalb der damals bei 1.27 verorteten Kaufkraftparität, welche ein Mass für den handelsneutralen Wechselkurs darstellt. Wie die Abbildung in Artikel 1 illustriert, war dies die bis dahin grösste jemals verzeichnete Abweichung seit Beginn unserer Berechnungen im Jahr 1985.

### Die Persistenz von Abweichungen

Die Vergangenheit hat uns gelehrt, dass die Kaufkraftparität insbesondere in Phasen erhöhter Unsicherheit wertvolle Orientierung bieten kann. Das kann anhand der Abbildungen auf Seite 16, welche unsere Schätzungen der Kaufkraftparität für ausgewählte Wechselkurse zeigen, verdeutlicht werden. So kann man erkennen, dass die Wechselkurse langfristig der jeweiligen Kaufkraftparität folgen. Allerdings gibt es immer wieder Phasen, in welchen erhebliche Abweichungen von der Kaufkraftparität zu beobachten sind.

Um besser zu verstehen, wie lange solche Phasen üblicherweise andauern, haben wir verschiedene Analysen durchgeführt. Im Falle des Euro-Franken-Wechselkurses zeigt unsere Analyse, dass grosse Abweichungen von der Kaufkraftparität typischerweise innerhalb eines Jahres um gut 30 Prozent, innerhalb von zwei Jahren um 60 Prozent und innerhalb von drei Jahren um 82 Prozent reduziert wurden. Nehmen wir den in der zweiten Januarhälfte 2015 verzeichneten Durchschnittskurs als Ausgangspunkt, hätte unsere Analyse eine Abwertung des Frankens bis zum heutigen Tag auf rund 1.09 EURCHF impliziert. Bei Redaktionsschluss notierte der EURCHF bei 1.095. Sollte sich das historische Muster auch dieses Jahr bestätigen, erwarten wir im Verlauf dieses Jahres einen Wechselkurs von 1.15-1.20 Franken pro Euro.

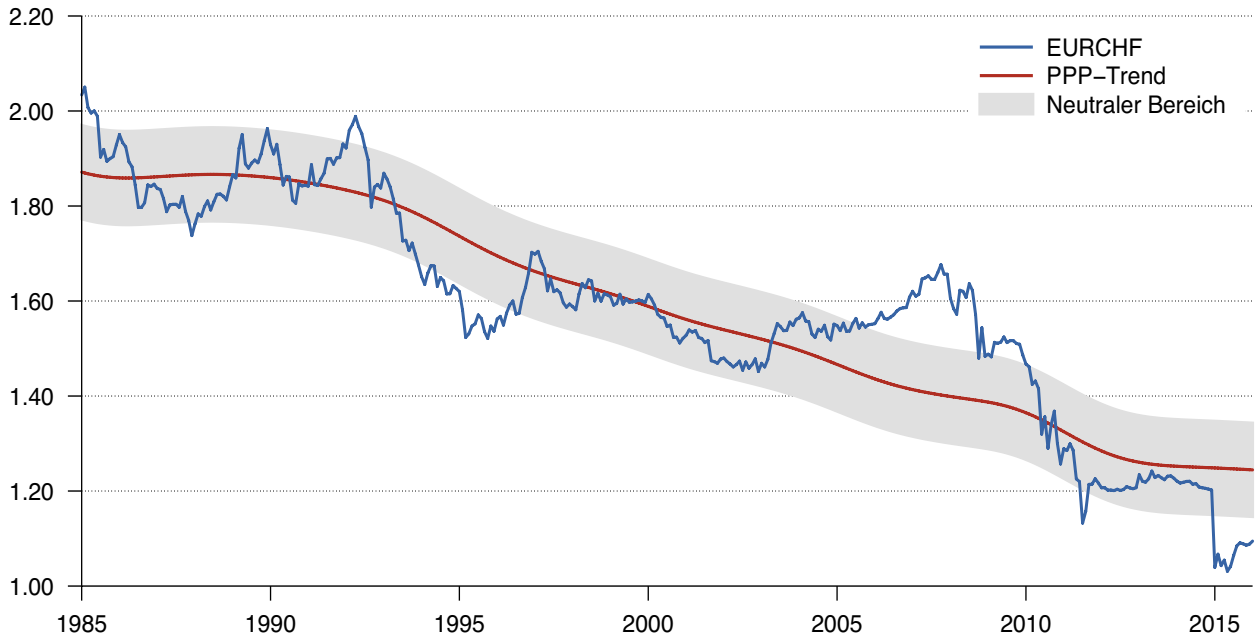
**Die Kapitalbilanz und der Franken**

Neben der blossen Analyse der Kaufkraftparität sprechen auch die zuletzt veröffentlichten Daten zur Kapitalbilanz dafür, dass sich der Schweizer Franken in den nächsten Monaten weiter abschwächen wird. So zeigen die Daten zu den Kapitalbewegungen der in der Schweiz domizilierten Unternehmen und Anleger, dass in den ersten drei Quartalen 2015 die Kapitalexporte per Saldo deutlich zugenommen haben. Das sah in den Jahren zuvor noch ganz anders aus. Denn praktisch zeitgleich mit dem Beginn der Eurokrise im Jahr 2011 zeigten sich die Schweizer Investoren deutlich zurückhaltender bei Portfolioinvestitionen im Ausland. Als die Euroländer dann nach und nach in die Rezession abrutschten, brachen ab 2012 auch die Direktinvestitionen der Unternehmen ein. Der zuletzt beobachtete Anstieg der Kapitalexporte deckt sich nun wieder besser mit dem in den Jahren vor der Eurokrise typischen Investitionsverhalten der Schweizer Unternehmen und Investoren. In Anbetracht der voranschreitenden Konjunkturerholung in der Eurozone sehen wir gute Chancen, dass die Schweizer Unternehmen und Anleger in den nächsten Monaten vermehrt im Euroraum investieren werden. Das würde eine Abschwächung des Frankens begünstigen.

**Handlungsempfehlungen**

In den nächsten Monaten überwiegt also die Chance einer Abwertung das Risiko einer Aufwertung des Franken gegenüber dem Euro. Exporteuren empfehlen wir deshalb, zukünftige Euroeinnahmen auf dem aktuellen Niveau nur bei geringer Risikofähigkeit abzusichern. Importeure dagegen sollten ihre anfallenden Euroausgaben zum aktuellen Kurs absichern. Für Schweizer Anleger ist der Aufbau von Fremdwährungen im Portfolio in Anbetracht der aktuellen Bewertung des Frankens ausgesprochen interessant.

**EURCHF Kaufkraftparität**




Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

# Konjunkturklima

Das Jahr 2016 hat an den Finanzmärkten mit einem Paukenschlag begonnen. Die Gründe dafür sind vielfältig. Einerseits sind erneut Fragen um den volkswirtschaftlichen Ausblick Chinas aufgekommen. Dann bewegt sich der Rohölpreis mittlerweile wieder auf dem Niveau vom Dezember 2008. Und in den Vereinigten Staaten verzeichnet der ISM-Einkaufsmanagerindex lediglich 48.2 Indexpunkte, was deutlich unter dem historischen Durchschnitt von rund 53 Punkten liegt.

Geht der Weltwirtschaft der Atem aus? Mehrere Faktoren zeigen ein anderes Bild. Zunächst sollte die weitere Abnahme des ISM in den Vereinigten Staaten nicht überbewertet werden. Der amerikanische Arbeitsmarkt hat im Dezember mit 292 000 neugeschaffenen Stellen positiv überrascht. Zudem zeigt unser vorauslaufender Konjunkturklimaindikator für die Vereinigten Staaten ein weiterhin robustes Wachstum über Trend an.

In der Eurozone zeigen unsere Indikatoren über alle Mitgliedsländer hinweg eine positive Wachstumsentwicklung an. Insbesondere in Spanien erwarten wir auch in den kommenden Monaten eine robuste Wachstumsentwicklung.

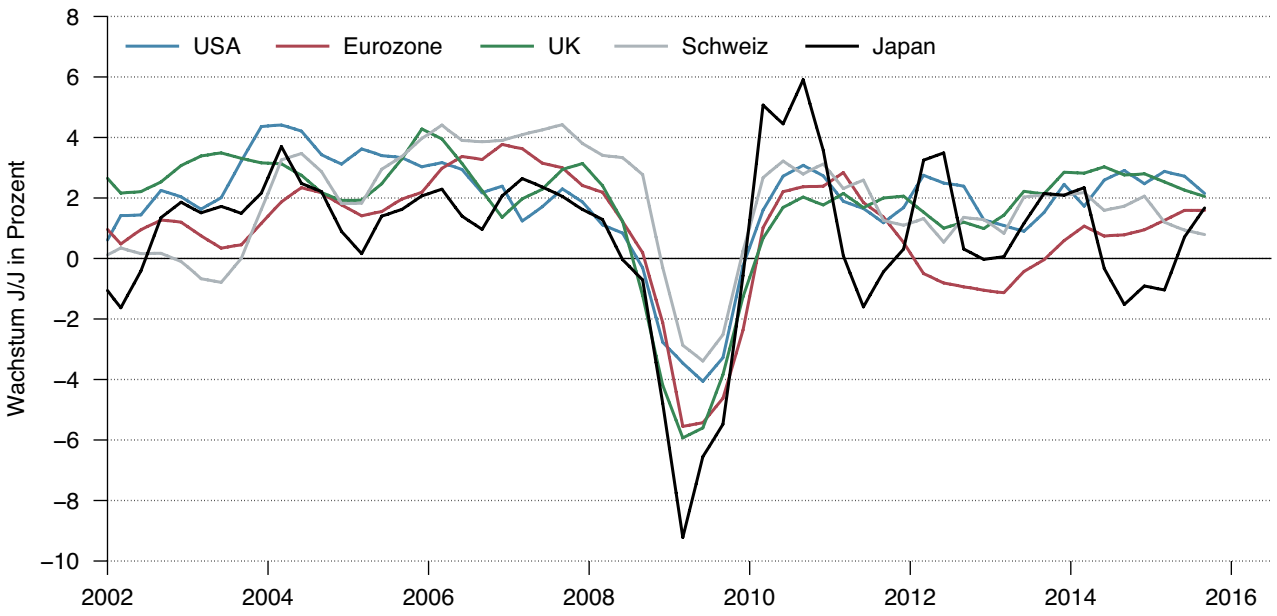
## Überblick

| | Trend-wachstum[1] | Reales BIP-Wachstum[2] | | | | W&P-Konjunkturklimaindikatoren[3] | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | Q1/2015 | Q2/2015 | Q3/2015 | Q4/2015 | 9/2015 | 10/2015 | 11/2015 | 12/2015 |
| **USA** | 1.7 | 2.9 | 2.7 | 2.2 | – | 2.7 | 3.0 | 2.3 | 2.3 |
| **Eurozone** | 1.0 | 1.3 | 1.6 | 1.6 | – | 2.3 | 2.4 | 2.4 | 2.6 |
| Deutschland | 1.4 | 1.1 | 1.6 | 1.7 | – | 2.8 | 2.7 | 2.7 | 2.7 |
| Frankreich | 0.7 | 0.9 | 1.0 | 1.1 | – | 1.5 | 1.9 | 1.7 | 1.7 |
| Italien | 0.2 | 0.1 | 0.6 | 0.8 | – | 2.2 | 2.4 | 2.2 | 2.3 |
| Spanien | 1.6 | 2.7 | 3.2 | 3.4 | – | 4.0 | 3.9 | 3.9 | 4.8 |
| **Grossbritannien** | 1.8 | 2.5 | 2.3 | 2.0 | – | 3.4 | 3.1 | 2.9 | 3.4 |
| **Schweiz** | 1.5 | 1.2 | 0.9 | 0.8 | – | 0.8 | 0.6 | 0.5 | 0.7 |
| **Japan** | 0.4 | -1.0 | 0.7 | 1.7 | – | 2.1 | 2.2 | 2.2 | 2.3 |
| **Kanada** | 1.6 | 2.1 | 1.1 | 1.2 | – | 1.2 | 1.3 | 1.1 | 0.7 |
| **Australien** | 2.4 | 2.1 | 1.9 | 2.5 | – | 3.5 | 3.4 | 3.3 | 3.2 |
| **Brasilien** | 1.4 | -2.1 | -2.9 | -4.4 | – | 0.8 | -0.9 | -1.0 | 0.0 |
| **Russland** | 0.1 | -2.2 | -4.6 | -4.1 | – | 0.8 | 2.0 | 1.9 | 0.3 |
| **Indien** | 7.7 | 7.5 | 7.0 | 7.4 | – | 6.1 | 5.9 | 5.7 | 5.1 |
| **China** | 7.4 | 7.0 | 7.0 | 6.9 | – | 6.9 | 7.6 | 7.8 | 7.5 |
| **Industrienationen[4]** | 1.4 | 1.9 | 2.1 | 2.0 | – | 2.7 | 2.9 | 2.5 | 2.6 |
| **Schwellenländer[4]** | 6.0 | 4.8 | 4.5 | 4.5 | – | 3.8 | 4.2 | 4.2 | 4.0 |
| **Welt[4]** | 3.5 | 3.3 | 3.3 | 3.3 | – | 3.0 | 3.2 | 3.2 | 3.1 |

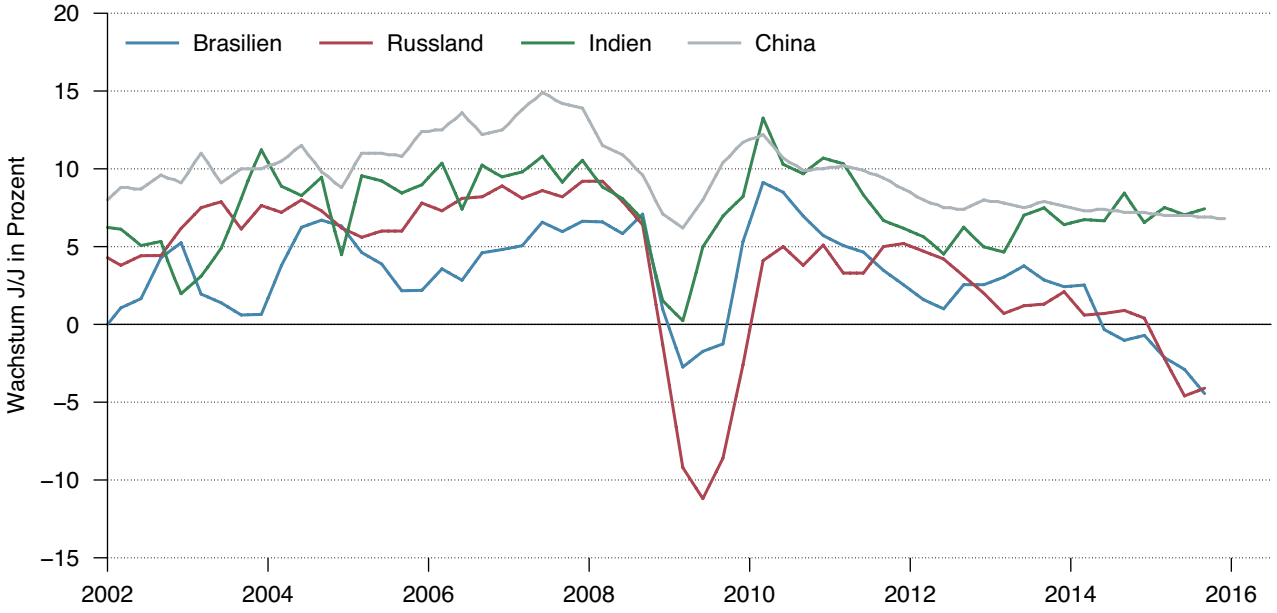
[1] Aktuelle Trendwachstumsrate des realen BIP in Prozent pro Jahr gemäss Trendwachstumsmodell von Wellershoff & Partners.
[2] Veränderung des realen BIP gegenüber dem Vorjahresquartal in Prozent.
[3] Die Konjunkturklimaindikatoren von Wellershoff & Partners haben einen Vorlauf auf die offiziellen BIP-Wachstumsraten 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

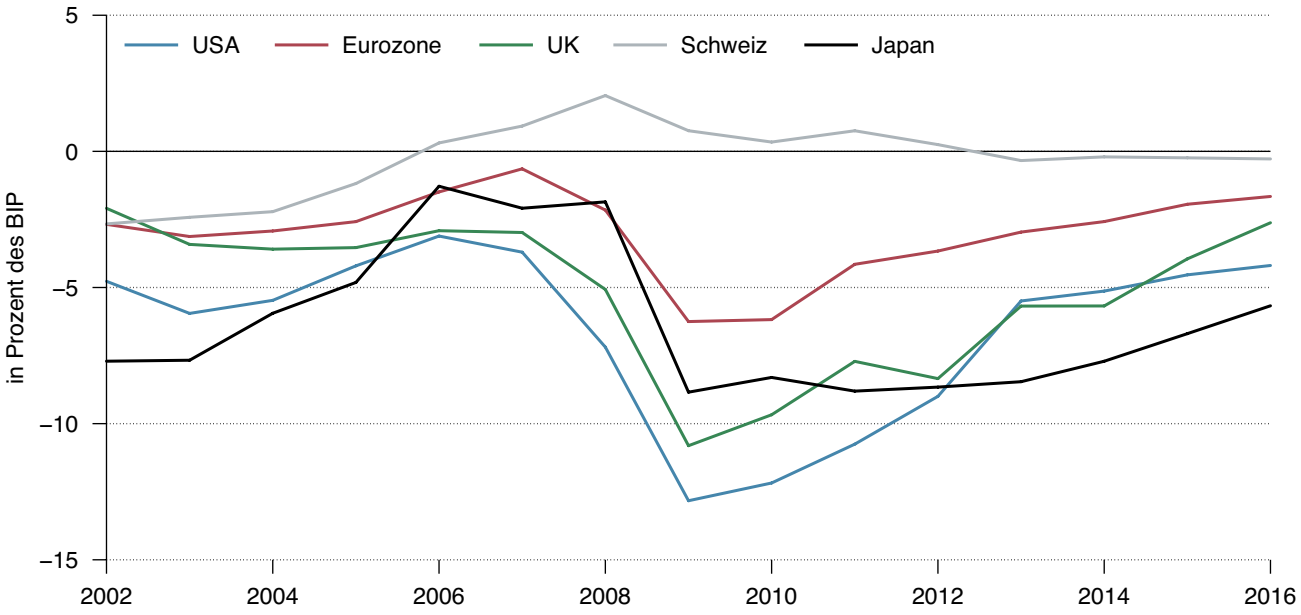
# Wirtschaftsindikatoren

## 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** | 22.5 | 24.5 | -2.6 | -2.8 | 110.7 | 111.4 | -7.0 | -4.2 | 7.2 | 5.0 |
| **Eurozone** | 17.3 | 15.6 | 2.6 | 3.7 | 105.1 | 110.2 | -3.1 | -1.7 | 11.3 | 10.5 |
| **Deutschland** | 4.9 | 4.5 | 7.0 | 8.0 | 82.4 | 75.0 | 0.0 | 0.6 | 6.8 | 6.3 |
| **Frankreich** | 3.7 | 3.3 | -0.7 | 0.2 | 112.1 | 121.3 | -4.3 | -3.4 | 9.5 | 10.2 |
| **Italien** | 2.8 | 2.4 | 0.2 | 1.3 | 144.4 | 159.9 | -3.0 | -2.2 | 11.0 | 11.7 |
| **Spanien** | 1.8 | 1.7 | 0.1 | 1.3 | 102.0 | 118.7 | -7.4 | -2.9 | 24.2 | 21.4 |
| **Grossbritannien** | 3.7 | 4.0 | -3.7 | -3.4 | 111.5 | 115.5 | -6.3 | -2.6 | 4.2 | 2.3 |
| **Schweiz** | 0.9 | 0.9 | 9.2 | 9.9 | 45.9 | 46.6 | 0.0 | -0.3 | 3.1 | 3.7 |
| **Japan** | 6.9 | 5.5 | 1.6 | 2.9 | 220.1 | 232.4 | -8.1 | -5.7 | 4.1 | 3.3 |
| **Kanada** | 2.4 | 2.1 | -2.8 | -2.3 | 87.9 | 89.4 | -2.6 | -1.3 | 7.1 | 7.1 |
| **Australien** | 1.9 | 1.6 | -3.5 | -4.1 | 30.6 | 37.3 | -3.2 | -1.8 | 5.6 | 5.8 |
| **China** | 12.7 | 16.1 | 2.2 | 2.8 | 39.3 | 46.0 | -0.7 | -2.3 | 4.1 | – |
| **Brasilien** | 3.1 | 2.2 | -3.7 | -3.8 | 64.4 | 74.5 | -4.4 | -7.2 | 5.4 | 7.5 |
| **Indien** | 2.6 | 3.1 | -2.7 | -1.6 | 66.5 | 63.9 | -7.5 | -7.0 | – | – |
| **Russland** | 2.4 | 1.5 | 3.7 | 5.4 | 15.3 | 21.0 | -1.2 | -3.9 | 5.7 | 5.8 |

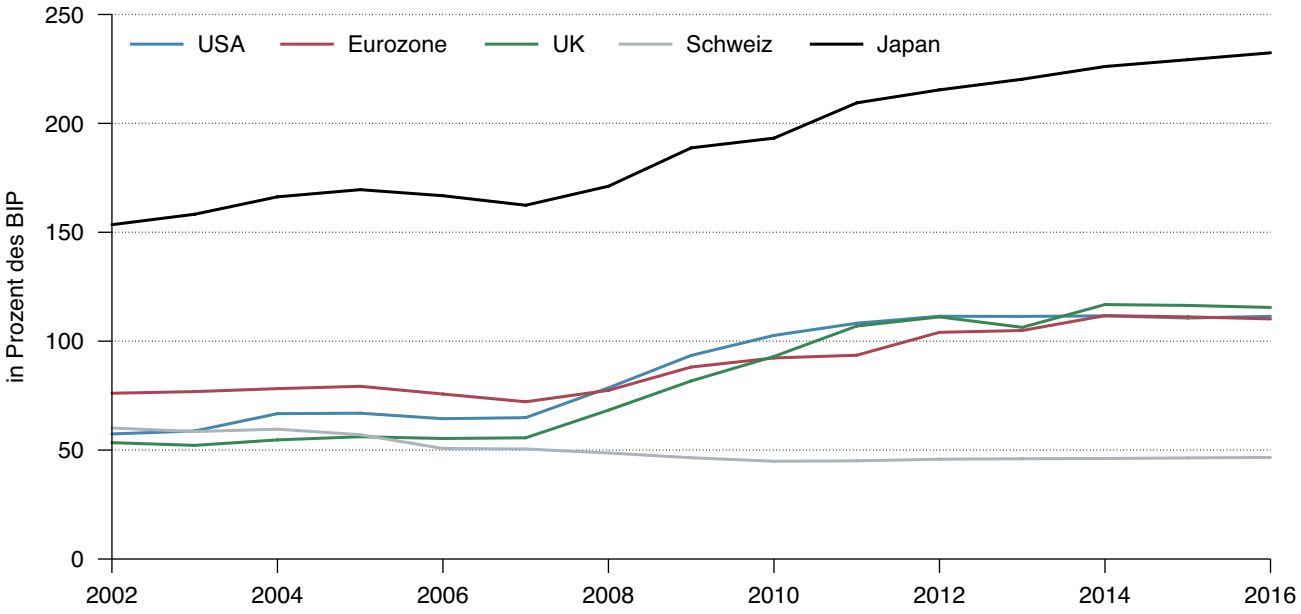
[1] In Prozent; Berechnung anhand von Marktwechselkursen. [2] In Prozent vom nominalen BIP. [3] In Prozent.

## Budgetdefizit Industrienationen

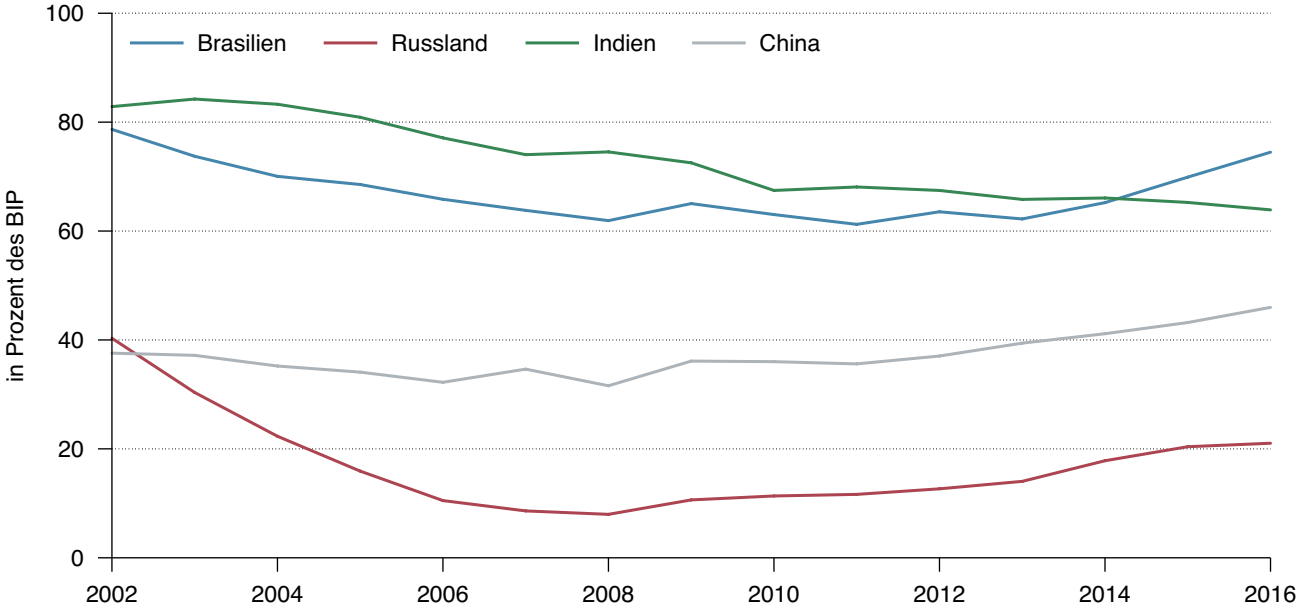



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

## Staatsverschuldung Industrienationen




## Staatsverschuldung Schwellenländer




Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

# Inflation

Die Schätzungen zum Einfluss der Energiepreiskomponente auf die Gesamtinflation müssen erneut nach unten korrigiert werden. Grund dafür ist das weitere Fallen des Rohölpreises auf unter 30 US-Dollar pro Fass. Trotzdem darf in den Vereinigten Staaten in den kommenden zwei Monaten ein Anstieg der Gesamtinflationsrate auf rund 1 Prozent im Vorjahresvergleich erwartet werden. Jedoch nur unter der Annahme, dass der Rohölpreis konstant bleibt.

Die Novemberzahlen zeigen für die Vereinigten Staaten einen Anstieg der Gesamtinflationsrate auf 0.4 Prozent im Vorjahresvergleich und eine um 0.1 Prozentpunkte auf 2 Prozent gestiegene Kerninflationsrate an. Jedoch droht ein Überschiessen. Der starke US-Dollar lastet auf den Importpreisen und hat damit einen verzerrenden Einfluss auf die Kerninflationsrate.

In der Eurozone hat sich die Gesamtinflationsrate im Dezember auf 0.2 Prozent im Vorjahresvergleich stabilisiert. Die Kernrate hat sich auf 0.9 Prozent im Vorjahresvergleich gehalten. Schätzungen zum Rohölbasiseffekt zeigen für die Eurozone, dass die Gesamtinflationsrate zur Mitte dieses Jahres erneut in den negativen Bereich abzurutschen droht.

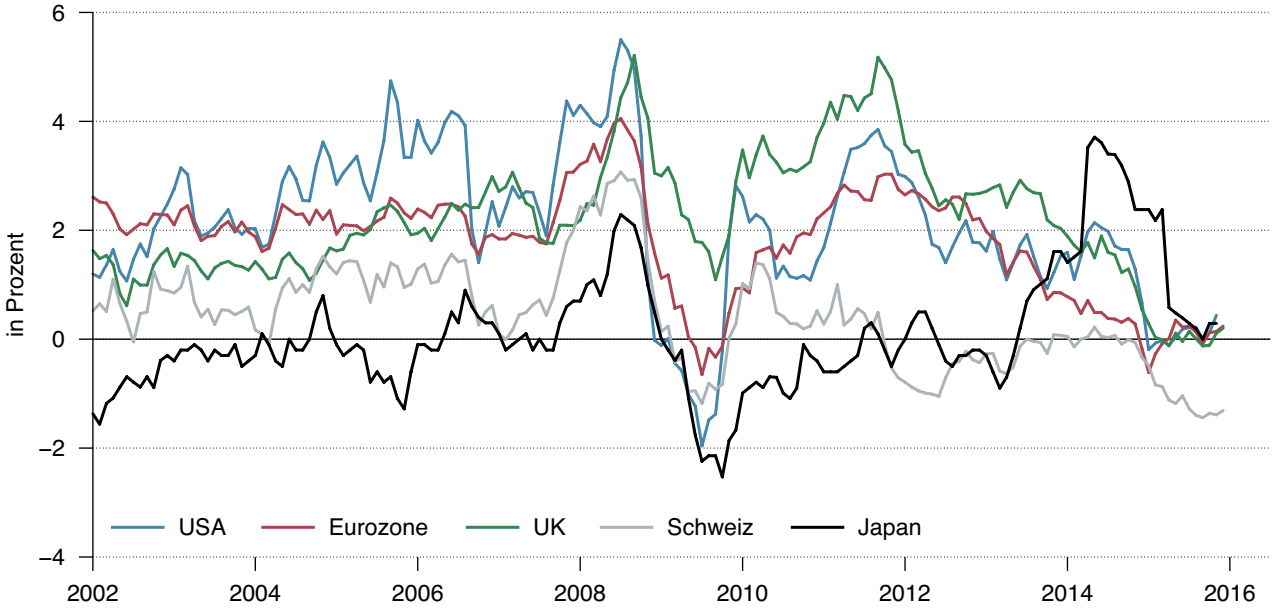
## Überblick

| | Ø 10 Jahre[1] | Inflation[2] | | | | Kerninflation[3] | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 9/2015 | 10/2015 | 11/2015 | 12/2015 | 9/2015 | 10/2015 | 11/2015 | 12/2015 |
| **USA** | 2.0 | 0.0 | 0.1 | 0.4 | – | 1.9 | 1.9 | 2.0 | – |
| **Eurozone** | 1.7 | -0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.9 | 1.1 | 0.9 | 0.9 |
| Deutschland | 1.5 | 0.0 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 1.2 | 1.4 | 1.3 | 1.2 |
| Frankreich | 1.3 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.2 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.8 |
| Italien | 1.7 | 0.2 | 0.3 | 0.1 | 0.1 | 0.9 | 0.9 | 0.7 | 0.6 |
| Spanien | 1.8 | -0.9 | -0.7 | -0.3 | 0.0 | 0.8 | 0.9 | 1.0 | 0.9 |
| **Grossbritannien** | 2.5 | -0.1 | -0.1 | 0.1 | 0.2 | 1.0 | 1.1 | 1.2 | 1.4 |
| **Schweiz** | 0.3 | -1.4 | -1.4 | -1.4 | -1.3 | -0.7 | -0.8 | -1.0 | -0.9 |
| **Japan** | 0.3 | 0.0 | 0.3 | 0.3 | – | 0.9 | 0.8 | 0.9 | – |
| **Kanada** | 1.7 | 1.0 | 1.0 | 1.4 | – | 2.1 | 2.1 | 2.0 | – |
| **Australien** | 2.7 | 1.5 | – | – | – | 2.1 | – | – | – |
| **Brasilien** | 5.7 | 9.5 | 9.9 | 10.5 | 10.7 | 9.1 | 9.2 | 9.4 | 9.4 |
| **Russland** | 9.5 | 15.7 | 15.6 | 15.0 | 12.9 | 16.6 | 16.4 | 15.9 | 13.7 |
| **Indien** | 8.1 | 4.4 | 5.0 | 5.4 | 5.6 | – | – | – | – |
| **China** | 2.9 | 1.6 | 1.3 | 1.5 | 1.6 | 1.6 | 1.5 | 1.5 | 1.5 |
| **Industrienationen[4]** | 1.7 | 0.0 | 0.2 | 0.4 | 0.4 | 1.4 | 1.5 | 1.5 | 1.5 |
| **Schwellenländer[4]** | 5.2 | 4.4 | 4.4 | 4.6 | 4.5 | 4.5 | 4.4 | 4.3 | 4.0 |
| **Welt[4]** | 3.2 | 2.1 | 2.1 | 2.3 | 2.3 | 2.4 | 2.4 | 2.4 | 2.3 |

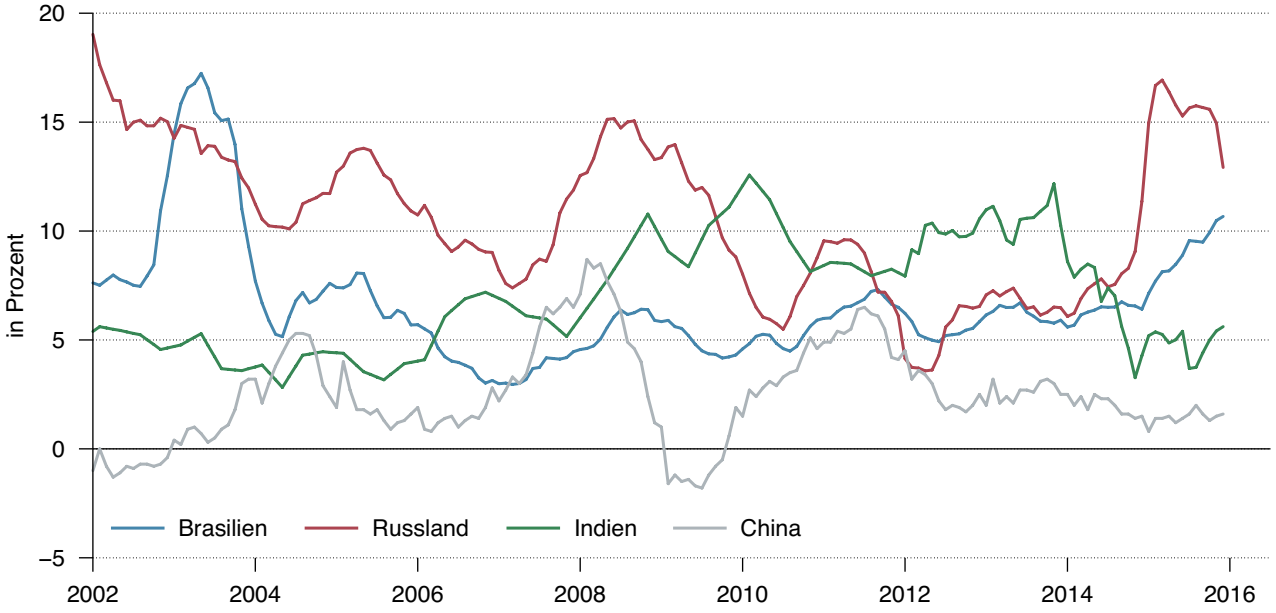
[1] Durchschnittliche Jahresteuerung der Konsumentenpreise in Prozent.
[2] Veränderung der Konsumentenpreise gegenüber dem Vorjahresmonat in Prozent.
[3] Zur Berechnung der Kerninflationsrate werden sehr schwankungsanfällige Preiskomponenten wie Energie- und gewisse Lebensmittelpreise aus dem Warenkorb 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

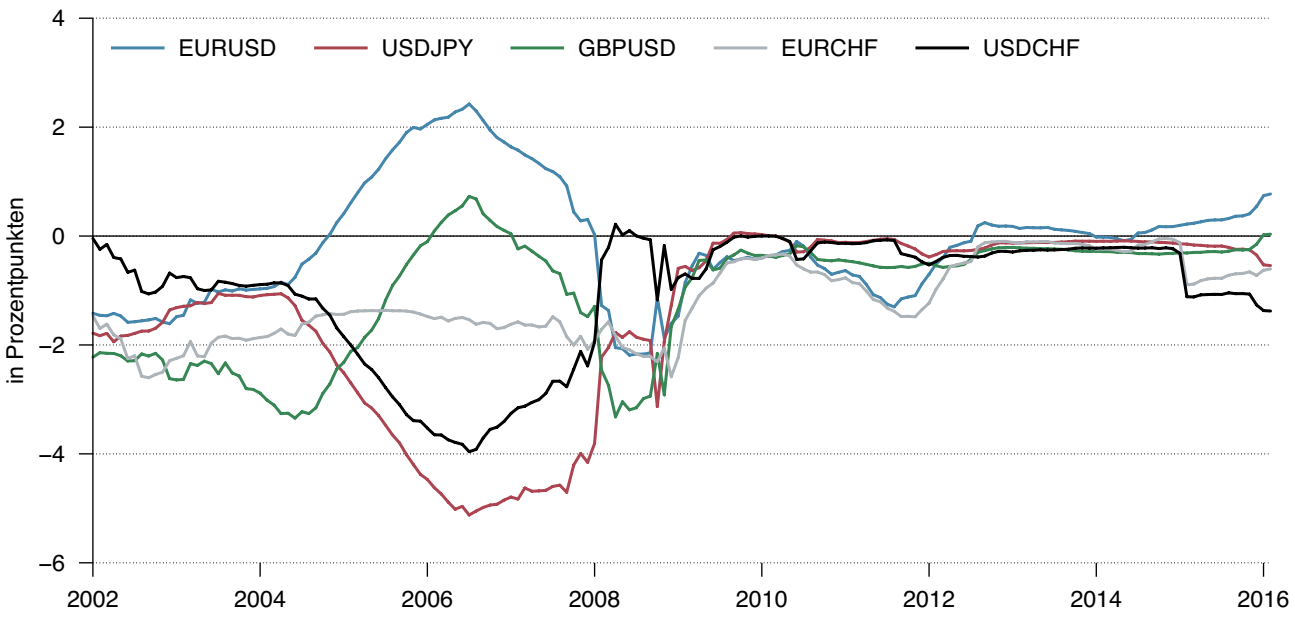
# Zinsumfeld

## 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 | 1.088 | 0.72 | 0.27 | -0.09 | 0.00 | 1.08 | 0.37 | -0.02 | 0.02 |
| USDJPY | 117.4 | -0.54 | -0.16 | -0.17 | -1.23 | -0.92 | -0.35 | -0.36 | -1.35 |
| GBPUSD | 1.427 | 0.03 | -0.31 | -0.34 | -0.56 | 0.11 | -0.35 | -0.44 | -0.61 |
| EURCHF | 1.095 | -0.65 | -0.55 | -0.52 | -0.92 | -0.68 | -0.69 | -0.68 | -1.00 |
| USDCHF | 1.007 | -1.37 | -0.82 | -0.44 | -0.92 | -1.75 | -1.06 | -0.66 | -1.02 |
| GBPCHF | 1.437 | -1.34 | -1.12 | -0.78 | -1.48 | -1.64 | -1.41 | -1.10 | -1.63 |
| CHFJPY | 116.6 | 0.84 | 0.66 | 0.27 | -0.31 | 0.83 | 0.71 | 0.30 | -0.33 |
| AUDUSD | 0.688 | -1.31 | -2.17 | -2.70 | -2.57 | -0.63 | -1.65 | -2.09 | -2.20 |
| USDCAD | 1.452 | 0.20 | 1.04 | 0.89 | 0.36 | -0.19 | 0.84 | 0.68 | 0.20 |
| USDSEK | 8.589 | -0.92 | -0.14 | 0.79 | 0.23 | -1.21 | -0.20 | 0.65 | 0.20 |
| USDRUB | 79.13 | 10.43 | 20.44 | 8.11 | 6.60 | 10.30 | 18.84 | 7.86 | 7.11 |
| USDBRL | 4.031 | 14.18 | 12.02 | 10.27 | 9.58 | 14.46 | 12.05 | 10.14 | 9.53 |
| USDCNY | 6.579 | 2.39 | 4.64 | 4.19 | 2.44 | 2.15 | 4.14 | 3.81 | 2.22 |
| USDTRY | 3.032 | 10.96 | 8.72 | 8.67 | 9.83 | 10.44 | 8.05 | 8.57 | 10.14 |
| USDINR | 67.68 | 7.47 | 8.28 | 8.85 | 6.76 | 5.95 | 6.64 | 6.26 | 4.26 |

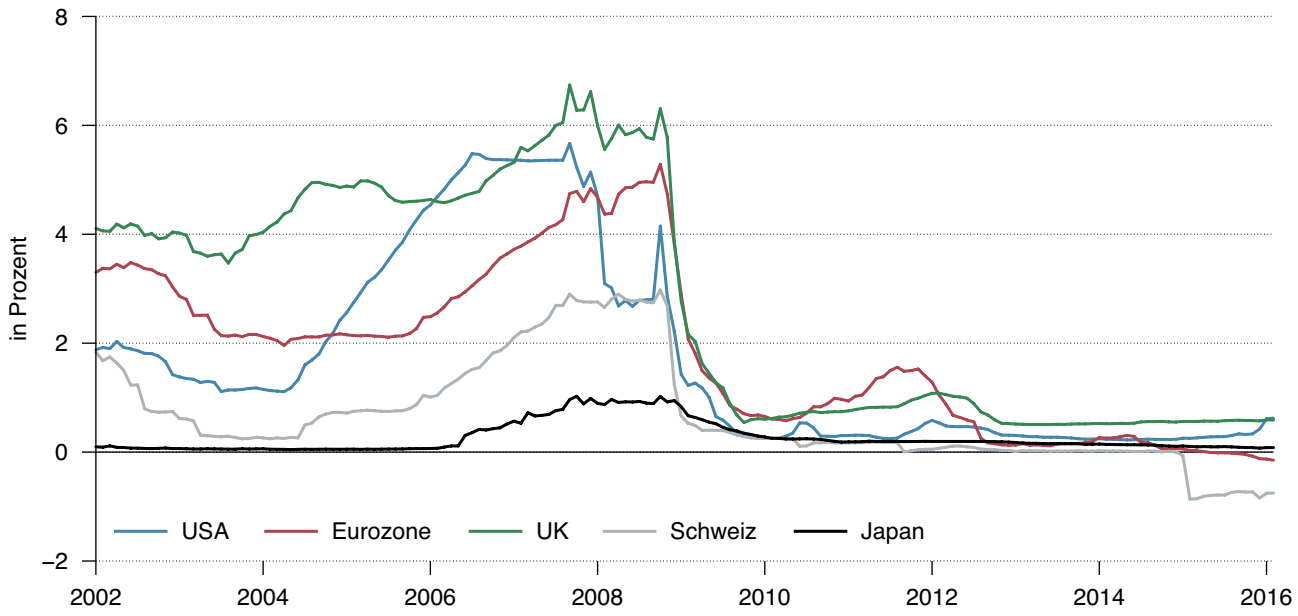
[1] Zinsen im zweiten Währungsraum abzgl. Zinsen im ersten Währungsraum; z.B. US-Dollar-Zinsen abzgl. Euro-Zinsen für EURUSD.

## Zinsdifferenz

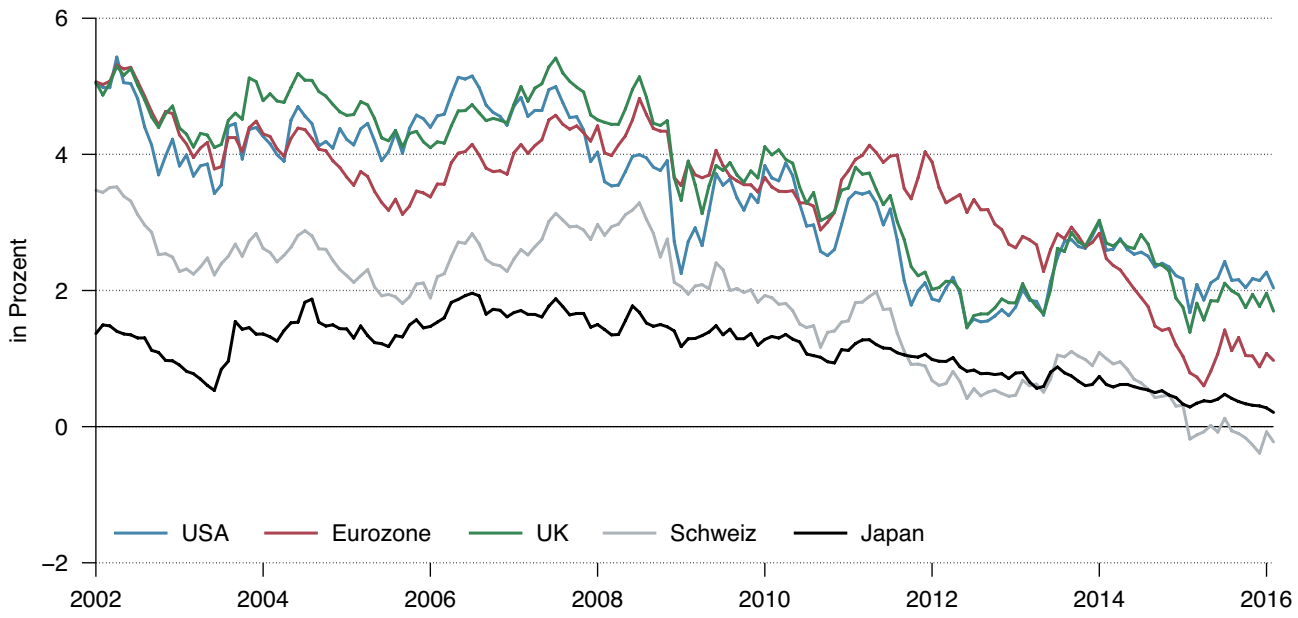



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

## Dreimonats-Liborsätze




## Zehnjährige Staatsanleihen




Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

# Währungsmärkte

Am 16. Dezember 2015 hat die amerikanische Notenbank die Leitzinsen erhöht. Trotzdem hat der US-Dollar handelsgewichtet kaum an Wert gewonnen. Kurz nach der Ankündigung der Fed wertete der Dollar um knapp 1 Prozent auf. In der darauffolgenden Woche hat er diesen Wertgewinn aber gleich wieder verloren. Daran zeigt sich wieder einmal, dass die Bedeutung von Zinsdifferenzen zur Beurteilung einer künftigen Währungsentwicklung nicht überschätzt werden sollte.

Derzeit haben nach unserer Berechnung zwölf von 15 Währungspaaren das Band des neutralen Bereichs der Kaufkraftparität durchbrochen. Insbesondere der US-Dollar ist immer noch stark bewertet. So ist er in neun von elf Paaren überbewertet. Das grösste Aufwertungspotenzial gegenüber dem US-Dollar haben gemäss der Kaufkraftparität der Euro und das britische Pfund. Besonderes Augenmerk gilt derzeit dem japanischen Yen. Dieser ist aus USD- und CHF-Sicht sowohl aus Bewertungs- wie auch aus Momentumsicht attraktiv.

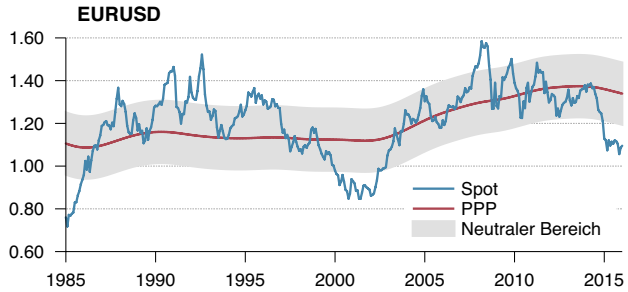
Spannend ist die Entwicklung des russischen Rubels. Dieser hat seit Mitte Oktober weitere 25 Prozent gegenüber dem US-Dollar eingebüsst – und verzeichnet nun eine Abweichung von über 100 Prozent gegenüber der Kaufkraftparität.

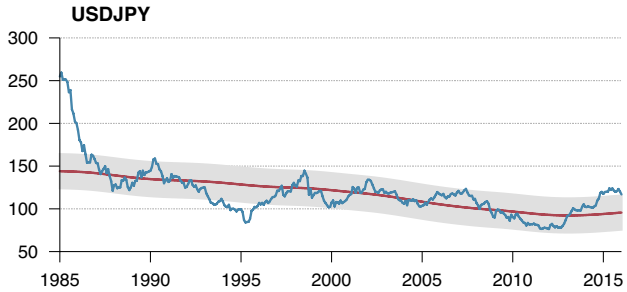
## Performance und Bewertung

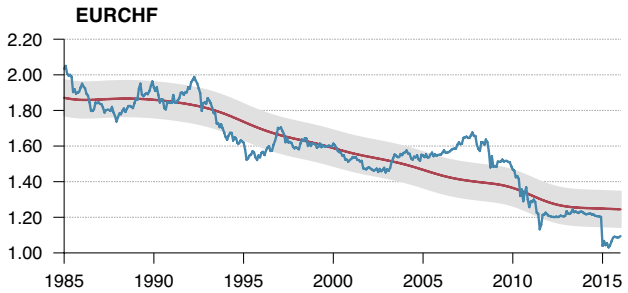
| | Aktueller Wechselkurs | Performance[1] | | | | Kaufkraftparität[2] | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | YTD | 3 Monate | 1 Jahr | 5 Jahre | PPP | Neutraler Bereich | Abweichung[3] |
| EURUSD | 1.088 | 0.1 | -4.1 | -5.4 | -18.8 | 1.34 | 1.19 - 1.48 | -18.8 |
| USDJPY | 117.4 | -2.4 | -2.1 | -0.2 | 42.0 | 95.60 | 75.80 - 115.50 | 22.8 |
| GBPUSD | 1.427 | -3.2 | -7.7 | -5.6 | -10.7 | 1.64 | 1.48 - 1.80 | -13.2 |
| EURCHF | 1.095 | 0.7 | 1.1 | 11.6 | -15.0 | 1.24 | 1.15 - 1.34 | -12.0 |
| USDCHF | 1.007 | 0.5 | 5.5 | 18.0 | 4.6 | 0.96 | 0.77 - 1.16 | 4.7 |
| GBPCHF | 1.437 | -2.6 | -2.6 | 11.4 | -6.6 | 1.62 | 1.34 - 1.89 | -11.1 |
| CHFJPY | 116.6 | -3.0 | -7.2 | -15.4 | 35.7 | 90.90 | 78.50 - 103.30 | 28.3 |
| AUDUSD | 0.688 | -5.5 | -5.3 | -16.1 | -31.0 | 0.72 | 0.60 - 0.85 | -4.9 |
| USDCAD | 1.452 | 4.5 | 12.1 | 21.3 | 46.3 | 1.14 | 1.07 - 1.22 | 27.2 |
| USDSEK | 8.589 | 1.9 | 3.4 | 5.4 | 28.9 | 6.84 | 5.95 - 7.73 | 25.6 |
| USDRUB | 79.13 | 8.3 | 27.8 | 21.6 | 164.7 | 36.60 | 30.10 - 43.10 | 116.1 |
| USDBRL | 4.031 | 1.9 | 4.1 | 53.5 | 140.8 | 2.78 | 2.27 - 3.28 | 45.1 |
| USDCNY | 6.579 | 1.3 | 3.6 | 6.0 | -0.1 | 6.28 | 6.07 - 6.49 | 4.7 |
| USDTRY | 3.032 | 3.9 | 4.6 | 29.9 | 97.3 | 2.19 | 1.94 - 2.45 | 38.2 |
| USDINR | 67.68 | 2.3 | 4.1 | 9.2 | 49.1 | 62.40 | 59.20 - 65.60 | 8.5 |

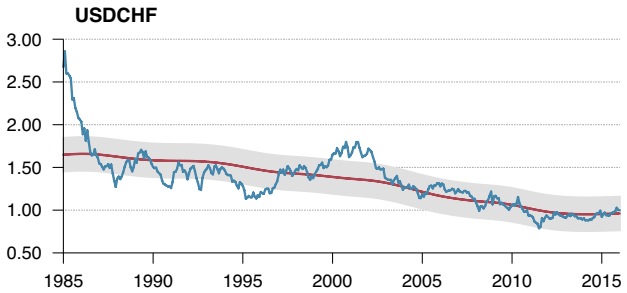
[1] Performance in Prozent für den jeweiligen Zeitraum.
[2] Die Kaufkraftparität (engl. Purchasing Power Parity, PPP) wird anhand der relativen Inflationsentwicklung in zwei Währungsräumen geschätzt; der neutrale Bereich bestimmt sich aus +/- einer Standardabweichung der historischen Schwankungsbreite um den PPP-Wert.
[3] Abweichung des aktuellen Wechselkurses von der Kaufkraftparität in Prozent.

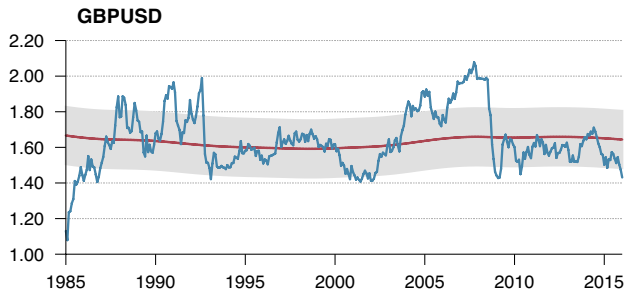
Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

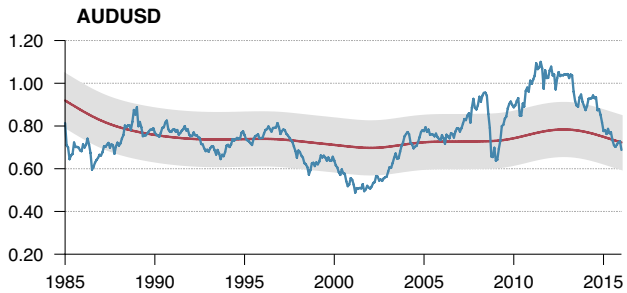


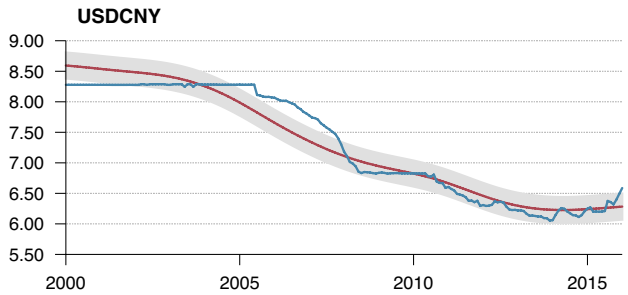



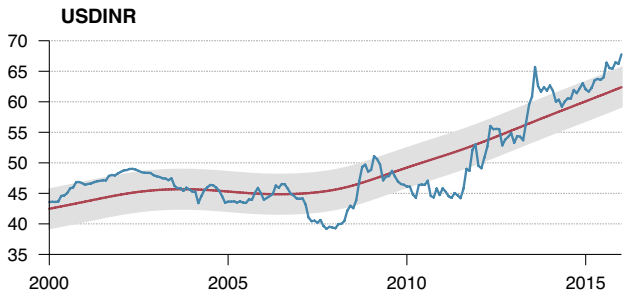



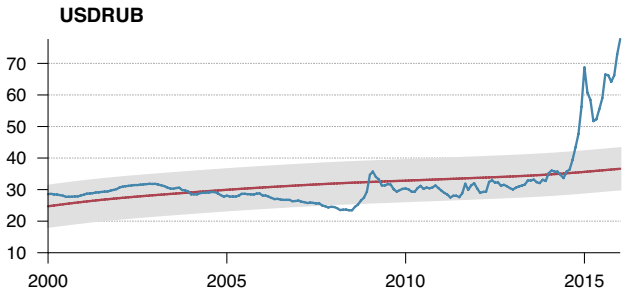



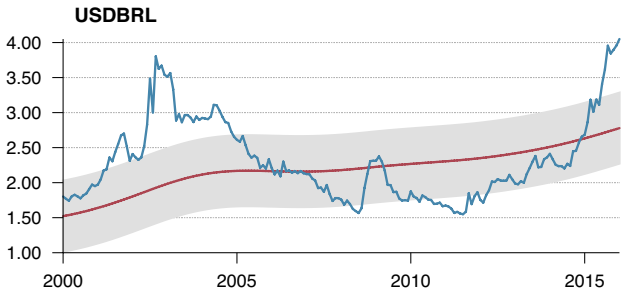




Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

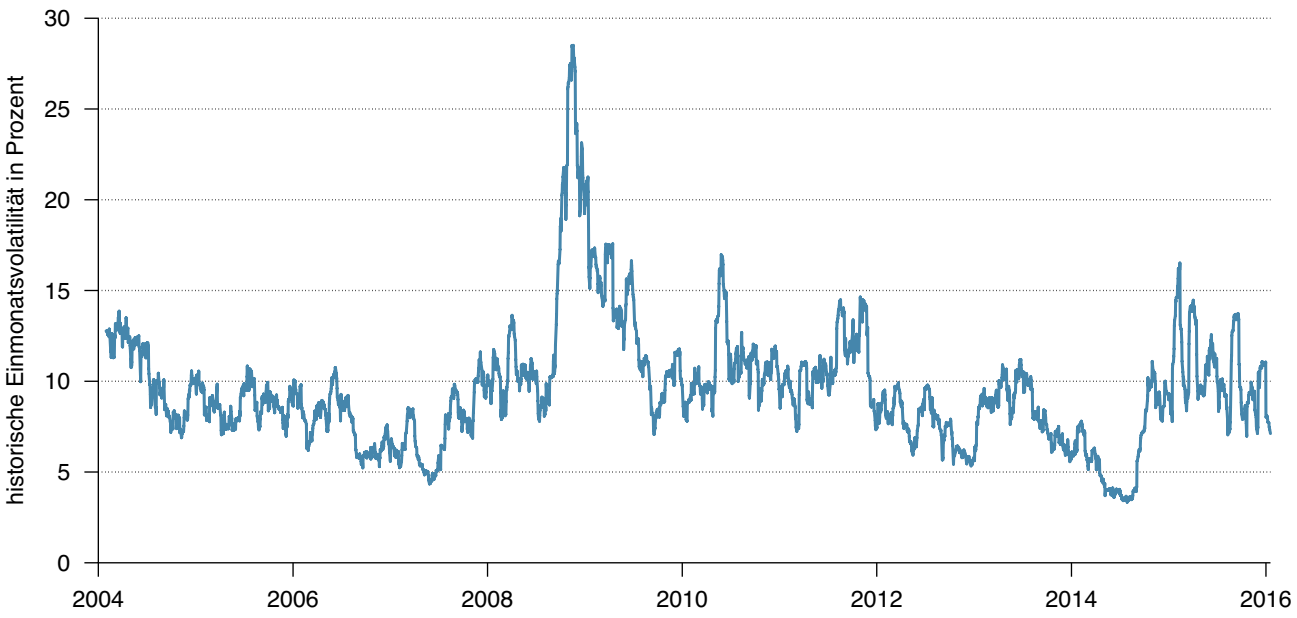
# Währungsvolatilität

## Volatilität im Vergleich

| | Aktueller Wechsel-kurs | 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 | 1.088 | 10.3 | 9.9 | 9.7 | 10.3 | 11.9 | 10.1 | 10.3 | 10.7 |
| USDJPY | 117.4 | 7.6 | 9.3 | 9.6 | 10.6 | 8.5 | 9.4 | 10.6 | 11.0 |
| GBPUSD | 1.427 | 7.1 | 8.5 | 8.0 | 9.4 | 8.2 | 10.2 | 8.9 | 9.9 |
| EURCHF | 1.095 | 5.9 | 6.5 | 6.4 | 6.0 | 9.0 | 7.6 | 7.3 | 6.2 |
| USDCHF | 1.007 | 9.5 | 9.7 | 10.2 | 10.5 | 11.9 | 10.4 | 10.7 | 10.8 |
| GBPCHF | 1.437 | 9.1 | 9.8 | 8.9 | 9.6 | 11.1 | 10.7 | 9.6 | 10.1 |
| CHFJPY | 116.6 | 8.5 | 9.5 | 11.0 | 11.2 | 11.2 | 10.7 | 11.8 | 11.7 |
| AUDUSD | 0.688 | 11.3 | 12.5 | 11.0 | 12.2 | 12.9 | 12.6 | 11.8 | 12.5 |
| USDCAD | 1.452 | 8.2 | 10.7 | 8.1 | 9.7 | 9.6 | 10.4 | 8.7 | 10.0 |
| USDSEK | 8.589 | 10.3 | 10.6 | 11.5 | 12.5 | 13.0 | 11.4 | 12.1 | 12.7 |
| USDRUB | 79.13 | 18.0 | 21.4 | 14.8 | 12.5 | 28.9 | 21.9 | 15.2 | 13.6 |
| USDBRL | 4.031 | 18.2 | 19.4 | 14.1 | 15.0 | 19.8 | 19.8 | 14.9 | 15.6 |
| USDCNY | 6.579 | 2.3 | 8.1 | 2.4 | 2.7 | 3.2 | 9.0 | 3.3 | 4.2 |
| USDTRY | 3.032 | 12.9 | 13.9 | 11.8 | 13.4 | 13.8 | 15.2 | 13.1 | 14.7 |
| USDINR | 67.68 | 4.4 | 7.4 | 9.6 | 9.5 | 4.7 | 9.0 | 10.6 | 10.2 |

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

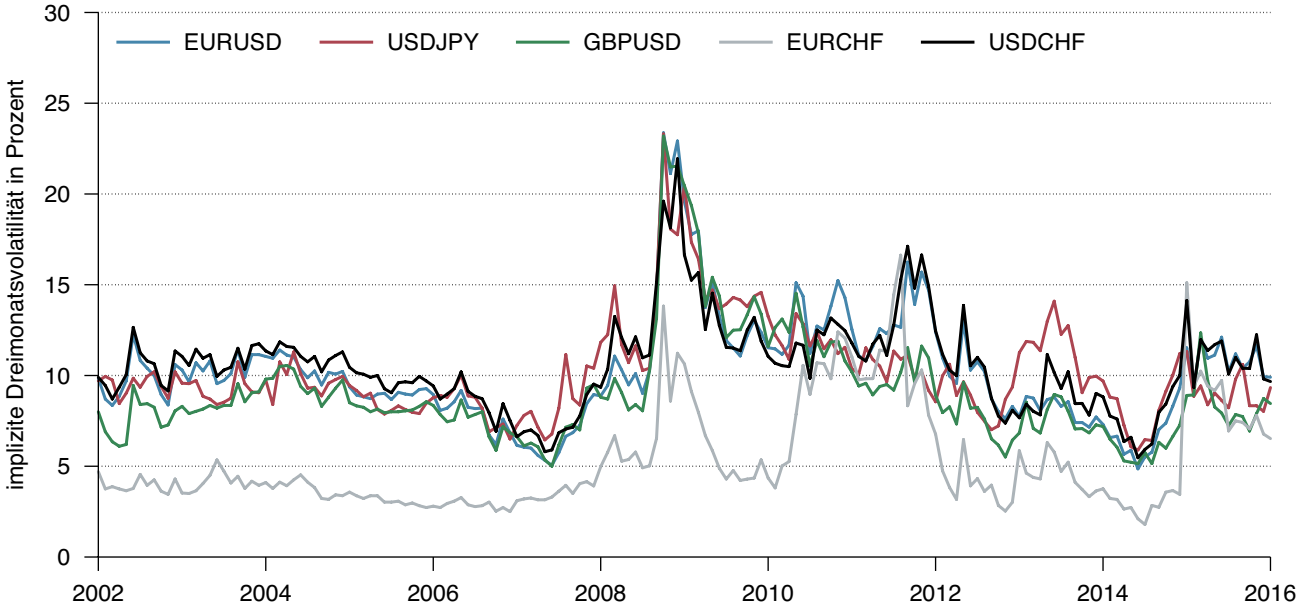
## Quaesta-Capital-Volatilitätsindikator[3]



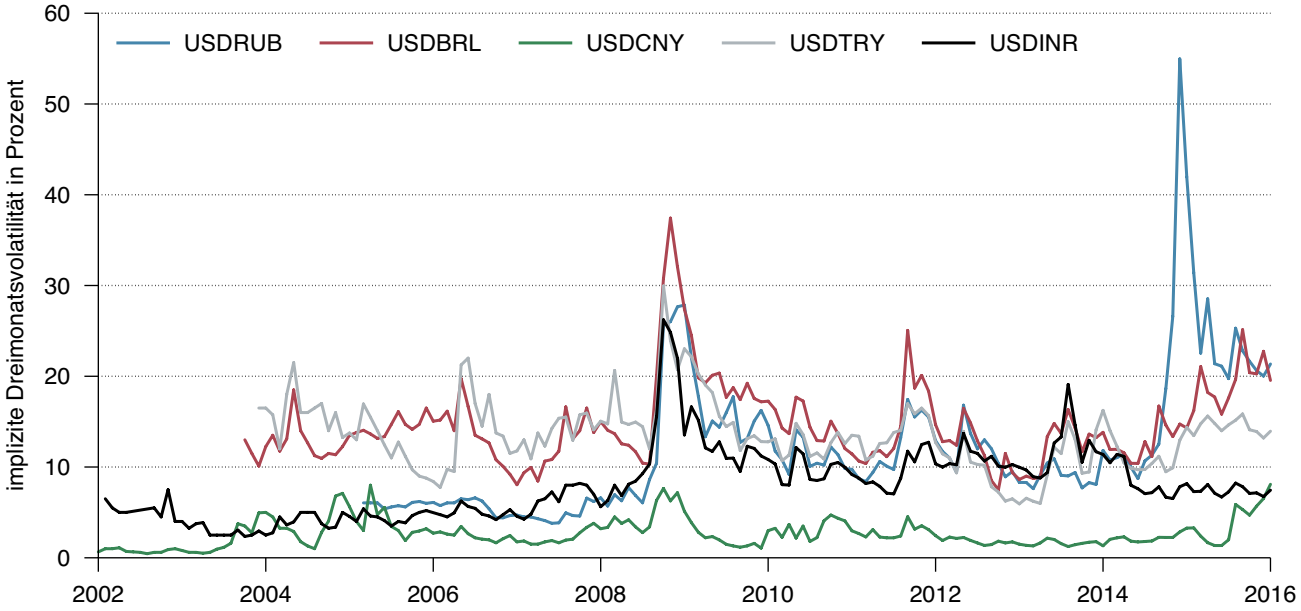

[3] Der Volatilitätsindikator von Quaesta Capital bildet die Volatilität an den globalen Währungsmärkten ab; für die Berechnung wird die historische Volatilität der wichtigsten Währungspaare verwendet und mithilfe des Handelsvolumens der jeweiligen Währungspaare gewichtet.

Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Quaesta Capital, Wellershoff & Partners

## Volatilität Hauptwährungen




## Volatilität Schwellenlandwährungen




Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

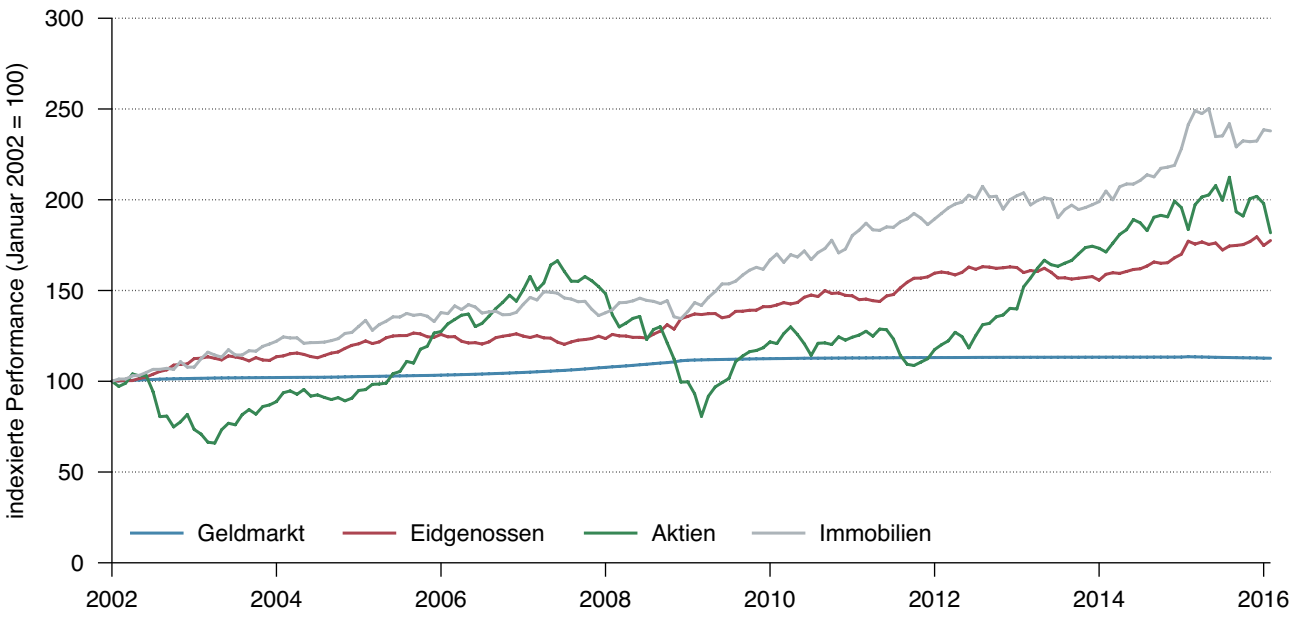
# Finanzmarktumfeld

## Performancevergleich

| | Performance in Lokalwährung bzw. US-Dollar[1] | | | | Performance in Schweizer Franken[1] | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | YTD | 3 Monate | 1 Jahr | 5 Jahre | YTD | 3 Monate | 1 Jahr | 5 Jahre |
| Geldmarkt CHF | 0.0 | -0.2 | -0.6 | -0.1 | 0.0 | -0.2 | -0.6 | -0.1 |
| Eidgenossen CHF | 1.6 | 0.8 | 0.8 | 22.0 | 1.6 | 0.8 | 0.8 | 22.0 |
| Unternehmensanleihen CHF | 1.2 | 0.6 | 0.4 | 19.3 | 1.2 | 0.6 | 0.4 | 19.3 |
| Aktien Schweiz (SMI) | -8.2 | -6.4 | 5.7 | 44.8 | -8.2 | -6.4 | 5.7 | 44.8 |
| Aktien Eurozone (Stoxx600) | -10.1 | -9.1 | -3.8 | 38.3 | -9.0 | -7.8 | 3.7 | 17.5 |
| Aktien UK (Ftse100) | -7.4 | -8.3 | -8.5 | 15.9 | -9.4 | -10.6 | -1.1 | 8.7 |
| Aktien Japan (Topix) | -10.3 | -7.3 | 3.7 | 64.7 | -6.6 | -0.2 | 18.6 | 21.1 |
| Aktien USA (S&P 500) | -7.9 | -6.9 | -4.9 | 63.1 | -6.6 | -1.7 | 9.6 | 71.1 |
| Aktien Schwellenländer | -11.4 | -18.3 | -24.5 | -30.2 | -10.1 | -13.7 | -12.9 | -26.7 |
| Aktien Welt (MSCI World) | -8.9 | -9.3 | -7.4 | 32.0 | -7.6 | -4.2 | 6.8 | 38.5 |
| Immobilien Schweiz | -0.3 | 1.6 | 2.7 | 29.6 | -0.3 | 1.6 | 2.7 | 29.6 |
| Immobilien Global | -6.5 | -7.6 | -10.5 | 38.7 | -5.2 | -2.5 | 3.1 | 45.5 |
| Rohstoffe | -6.5 | -17.3 | -28.9 | -54.6 | -5.1 | -12.6 | -18.0 | -52.4 |
| Rohöl (Brent) | -18.8 | -39.5 | -39.8 | -70.8 | -17.7 | -36.1 | -30.6 | -69.3 |
| Gold | 2.5 | -7.5 | -14.5 | -20.6 | 4.0 | -2.4 | -1.5 | -16.7 |

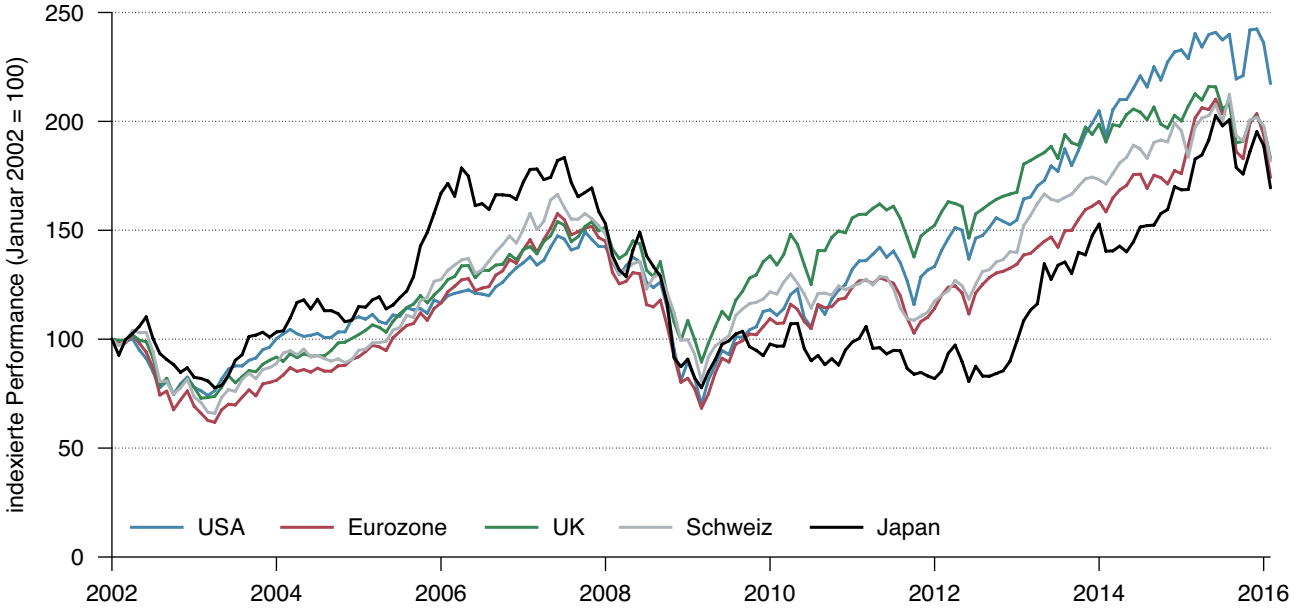
[1] Performance in Prozent für den jeweiligen Zeitraum.

## Performance Schweizer Finanzanlagen

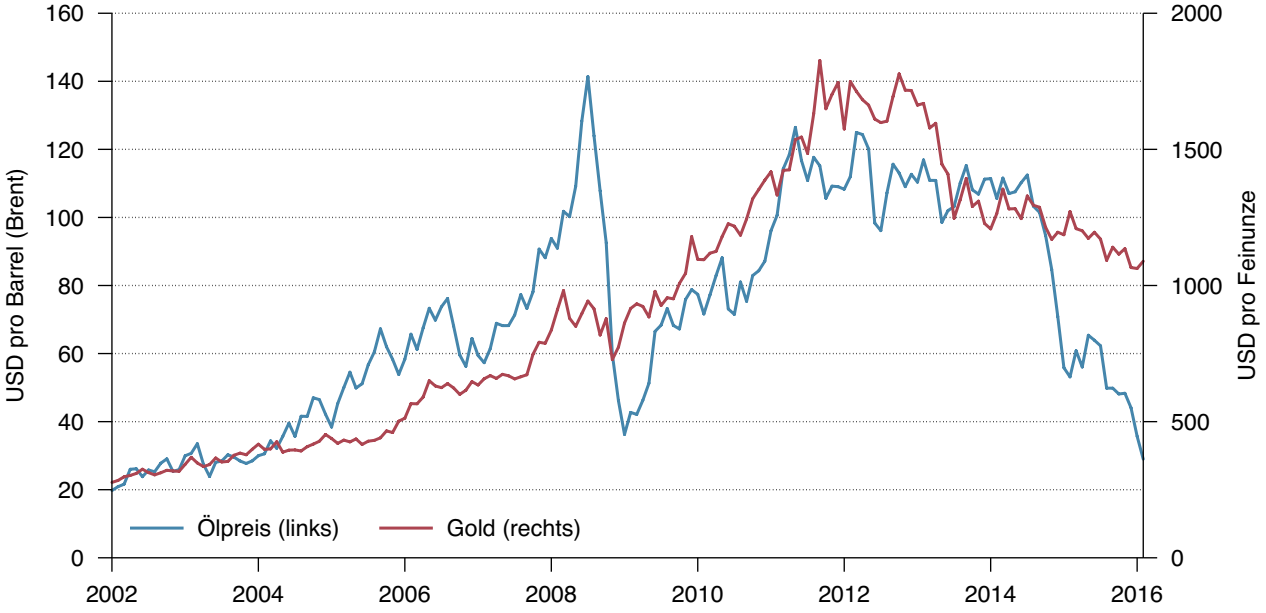



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

## Performance ausgewählter Aktienmärkte (in Lokalwährung)




## Performance ausgewählter Rohstoffpreise




Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

## Die Zahl des Monats

# 1.09248 EURCHF

Am 15. Januar 2016 betrug der Schlusskurs des EURCHF gemäss Bloomberg 1.09248. Ein Jahr zuvor, am Tag der Aufhebung des Euro-Franken-Mindestkurses durch die Schweizerische Nationalbank, notierte der EURCHF am Ende des Tages bei 0.97554. In Anbetracht der immer noch grossen Abweichung von der gegenwärtig bei 1.25 EURCHF geschätzten Kaufkraftparität stehen die Chancen gut, dass am 15. Januar 2017 ein noch höherer Schlusskurs in den Büchern von Bloomberg stehen wird.

**Rechtliche Hinweise**
Diese Publikation wurde in Zusammenarbeit von Quaesta Capital 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 Quaesta Capital 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.