

JUNI 2016

FXMONTHLY

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

Seite 1 QCAM Currency Asset Management AG

QCAM - mit klassischen
Werten und innovativen
Lösungen die Zukunft
gestalten

Inhalt

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



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: 10. Juni 2016
FX Monthly erscheint monatlich in deutscher und englischer Sprache.

QCAM Insight

QCAM – der neue Name für die Symbiose von Currency- und Asset Management



Thomas Suter, CEO
QCAM Currency Asset Management AG

Currency Management und Asset Management gehen immer mehr Hand in Hand. FX-Expertise ist im Asset Management ein wesentlicher Erfolgsfaktor, sagt Thomas Suter, CEO der QCAM Currency Asset Management AG. In seinem Unternehmen verschmelzen Kompetenzen aus beiden Bereichen zu einem innovativen Angebotsportfolio.

Nach mehr als zehn erfolgreichen Jahren hat der Schweizer Währungsspezialist mit dem Namenswechsel zu QCAM Currency Asset Management AG (ehemals Quaesta Capital AG) seine Positionierung geschärft. Im Interview gibt CEO Thomas Suter einen Einblick in die Entwicklung des Unternehmens und spricht aktuelle Themen an, welche die Märkte bewegen.

Herr Suter, aus Quaesta Capital AG wurde QCAM Currency Asset Management AG. Wer ist QCAM und für was steht der neue Name?

Wir sind ein unabhängiger Währungsspezialist mit Sitz in Pfäffikon/SZ. Gestartet sind wir im Jahr 2005 mit einem Team von drei Personen. Heute sind wir FINMA- und SEC-reguliert, beschäftigen knapp 20 Mitarbeiter und betreuen vornehmlich Pensionskassen, Family Offices, Fund-of-Funds und Vermögensverwalter aus dem In- und Ausland.

In QCAM verschmelzen zwei Kompetenzen, die das Unternehmen seit Bestehen erfolgreich praktiziert hat: Currency Management und Asset Management. Bei uns erhalten institutionelle wie private Kunden eine massgeschneiderte und persönliche Betreuung in ihren Währungs- und Asset Management-Themen. Zu unseren Spezialitäten zählen Produkte und Dienstleistungen in den Bereichen Currency Management und Asset Management, wobei gerade in diesem Bereich die FX-Expertise zu spürbaren Ertragssteigerungen und Risikoverbesserungen führt.

Was genau beinhaltet das Angebotsportfolio der QCAM Currency Asset Management AG?

Im Rahmen unserer Positionierung haben wir unser Angebot über die Jahre organisch weiterentwickelt und ausgebaut. Mit spezifischem Fokus auf Currency Management bieten wir diverse Produkte und Dienstleistungen an – von unserer mehrfach ausgezeichneten Währungsstrategie v-Pro über aktives und passives Currency Overlay, FX Best Execution, Structuring & Origination bis hin zur Transaktionskostenanalyse. In weiteren Aktivitäten wie Cash-/Yield Enhancement, Makro- sowie Investment Services spielt die Währungskomponente eine bedeutende Rolle. Wir sind überzeugt, dass es in der Kombination von Currency Management und Asset Management span-

nende Opportunitäten gibt, welche wir in Zukunft weiter entwickeln und verfolgen möchten. Bei all unseren Aktivitäten bauen wir auf die bewährten Werte *Unabhängigkeit, Transparenz und Integrität*.

Unabhängigkeit und Transparenz – wie kann man das bei QCAM verstehen?

Wir sind in unserer Aktivität unabhängig und arbeiten mit ausgewählten externen Dienstleistern zusammen, mit welchen wir für unsere Kunden die besten Konditionen aushandeln können. Währungstransaktionen tätigen wir beispielsweise über ein Panel von mehreren Banken. So stellen wir sicher, dass eine ausreichende Konkurrenzsituation besteht und entsprechend die Preisfindung attraktiv für unsere Kundschaft ist. Auch für weitere Finanzdienstleistungen können wir unabhängig die jeweils am besten passende Lösung für unsere Kundschaft aufsetzen.

In unserer Geschäftstätigkeit sind wir auch transparent. Unsere Kunden bezahlen eine fix definierte Gebühr für unsere Tätigkeit, während wir keine versteckten Kommissionen erhalten. Da wir bei der Ausführung von Währungstransaktionen auch nie direkte Gegenpartei sind, besteht keine *principal agency*-Problematik. Dieser Interessenskonflikt bedeutet bei der Preisfindung im Währungsmarkt oft einen substanziellen Nachteil für die Kundschaft, weil Transaktionen zumeist nicht über eine offizielle Börse, sondern im Interbankenmarkt, grösstenteils via OTC-Transaktionen, ausgeführt werden.

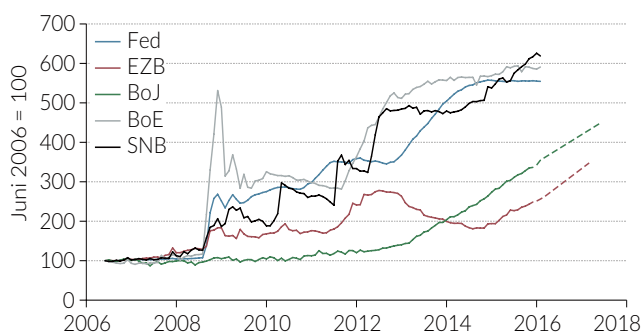
Wo sehen Sie die grossen Herausforderungen für Investoren?

Wir befinden uns in einem Marktumfeld grosser Makrothemen: Die Weltwirtschaft wächst nur spärlich, die Wachstumslokomotive China stottert, die Zinsen bewegen sich auf historischen Tiefstständen. Weitere Gefahren drohen angesichts aufgeblähter Zentralbankbilanzen (siehe Abbildung 1) sowie aufkommender Inflationsgefahren. Das führt zu grossen Herausforderungen im Asset Management. Die zukünftige Performance auf festverzinslichen Anlagen ist klein, wie Abbildung 2 zeigt. An den Aktienmärkten sind die Renditeerwartungen angesichts stolzer Bewertungen ebenfalls gering. Ein professionelles Asset Management bedingt deshalb mehr und mehr ein akkurates Management der damit verbundenen Währungsrisiken. Und gerade hier bieten wir bei QCAM unseren Kunden einen bedeutsamen Mehrwert.

Wie sehen Sie die Rolle des FX Monthly?

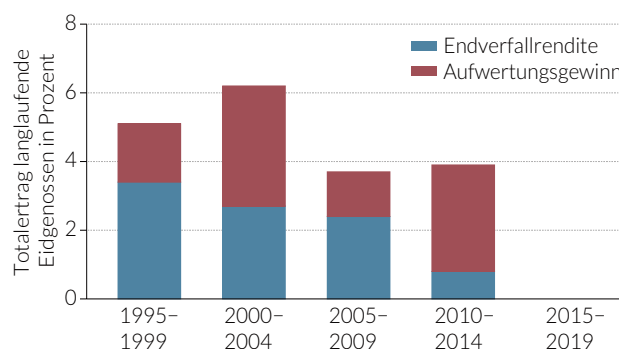
FX ist unsere angestammte Domäne. In unserem Bulletin zeigen wir jedoch vermehrt die Bedeutung des Währungsbereichs für das Asset Management auf. In einer globalisierten Welt unterliegt das Asset Management ohne Expertise im Bereich Währungen erheblichen Risiken. Das FX Monthly hat sich sehr gut am Markt etabliert. Es wird breit gelesen und wir haben viele gute Reaktionen bekommen. Die Kooperation mit Wellershoff & Partners erleben sowohl unsere Kunden als auch wir selbst als eine echte Bereicherung.

Abb. 1: Zentralbankbilanzen



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Abb. 2: Renditeerwartungen



Die Makroperspektive

Die Fed wird sich mit dem Thema Inflation beschäftigen müssen

Derzeit wird jedes Wort der *Fed*-Vertreter von den Finanzmärkten auf die Goldwaage gelegt. Der Fokus liegt dabei ganz klar auf der Beurteilung der Wachstumsaussichten. Das Thema Inflation wird dagegen stiefmütterlich behandelt. Das dürfte sich in den nächsten Monaten ändern.

Der Aufschwung der amerikanischen Wirtschaft geht ins achte Jahr. Die Arbeitslosenquote ist auf den tiefsten Stand seit fast neun Jahren gefallen. Und die Jahreststeuerung der Konsumentenpreise bewegt sich gerade einmal im Bereich von 1 Prozent. Auf den ersten Blick könnte man meinen, die Vereinigten Staaten würden einmal mehr ihrem Ruf als Land der unbegrenzten Möglichkeiten gerecht werden. Doch der Schein trügt.

Warnsignale aus der US-Wirtschaft

Blicken wir auf die Entwicklung der amerikanischen Konjunktur, zeigen sich deutliche Risse im oben beschriebenen Bild. Die Investitionen von Unternehmen in neue Anlagen und Maschinen etwa sind im 1. Quartal 2016 das erste Mal seit der Finanzkrise im Vergleich zum Vorjahr geschrumpft. Der Frühwarnindikator von Wellershoff & Partners signalisiert in Anbetracht weiterhin fallender Unternehmensgewinne und eines verhaltenen Geschäftsgangs der Unternehmen ein anhaltend schwaches Investitionsklima. Hinzu kommen nun auch Warnsignale vom bisher so robusten Arbeitsmarkt. So wurden im Mai lediglich 38 000 neue Stellen im zweiten und dritten Sektor geschaffen, und auch im März und April betrug der durchschnittliche Zuwachs nur noch 155 000 Stellen. Zum Vergleich: Im letzten Jahr wurden pro Monat im

Schnitt 230 000 Stellen geschaffen. Vor diesem Hintergrund fällt der Konjunkturausblick für die Vereinigten Staaten nicht nur verhalten aus, sondern ist sogar von erhöhten Rezessionsrisiken geprägt.

Kräftiger Inflationsanstieg zeichnet sich ab

Als wäre das nicht schon genug, zeichnet sich nun auch noch ein spürbarer Anstieg der Inflationsraten in den nächsten Monaten ab. Bereits im April sind die Konsumentenpreise in den Vereinigten Staaten im Monatsvergleich so schnell gestiegen wie seit drei Jahren nicht mehr. Das hat vor allem mit den wieder steigenden Energiepreisen zu tun und ist ein Vorgeschmack darauf, was uns in den nächsten Monaten auch bei den Jahresteuersraten bevorsteht. Unter der Annahme etwa, dass sich der Preis für ein Fass Rohöl der Sorte WTI bei 50 US-Dollar bewegen wird, zeigen die Schätzungen von Wellershoff & Partners, dass sich der Inflationsbeitrag der Energiepreise zur Gesamtinflation von derzeit -1 Prozentpunkt bis Ende des Jahres auf über 1 Prozentpunkt ins Gegenteil umkehren wird. Bei einer aktuellen Kerninflation rate von 2.1 Prozent würde das eine jährliche Gesamtinflation rate von über 3 Prozent implizieren. Sollte sich der steigende Trend der Kerninflation fortsetzen, oder der Ölpreis weiter Richtung 60 US-Dollar steigen, müssten wir sogar mit einer jährlichen Teuerungsrate von über 4 Prozent rechnen.

Des einen Freud, des anderen Leid

In Anbetracht dieser Größenordnungen ist es schwer vorstellbar, dass die Kapitalmarktzinsen am langen Ende nicht reagieren werden. Selbstverständlich wird das die

Aufgabe der amerikanischen Notenbank nicht leichter machen. Konnte sie sich in den letzten Jahren dank tiefer Inflationsraten darauf konzentrieren, den Aufschwung zu unterstützen, muss sie sich nun mit steigenden Inflationsraten bei einer sich gleichzeitig abkühlenden Konjunktur auseinandersetzen. Nehmen wir die teils heftigen Marktreaktionen auf die *Fed*-Kommunikation in den letzten Monaten als Massstab, steht uns ein ereignisreiches zweites Halbjahr bevor.

Das Ende der Deflationssorgen in der Eurozone

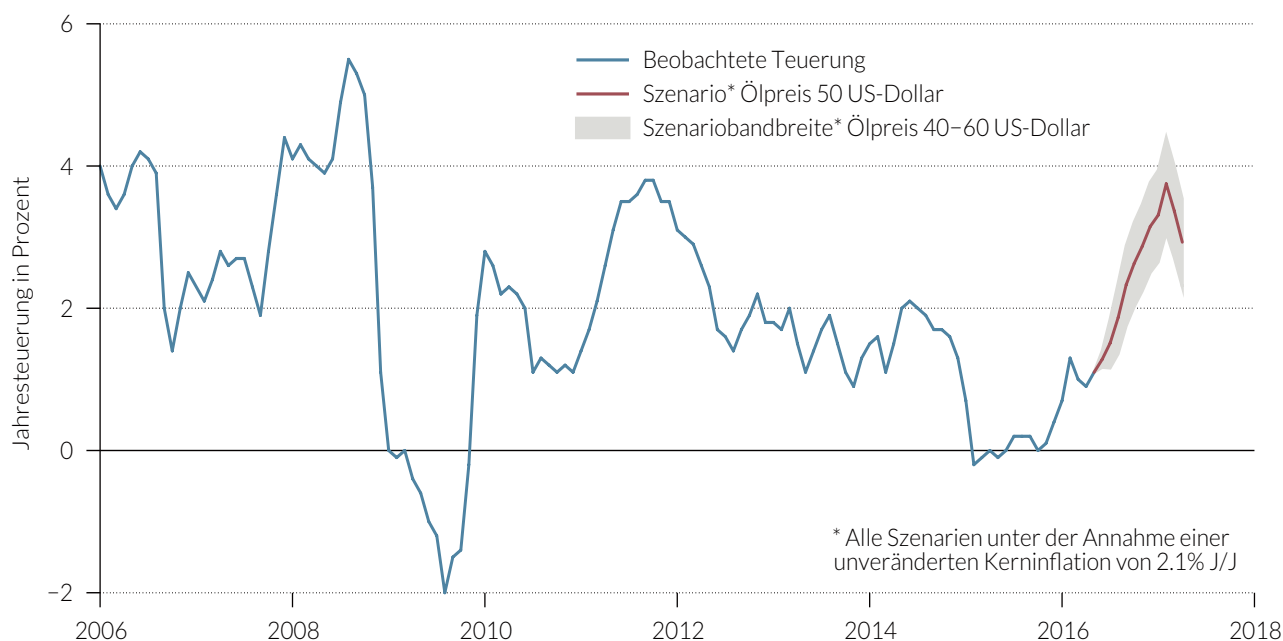
Während auf die *Fed* in den nächsten Monaten also viel Arbeit wartet, dürfte sich die EZB etwas entspannen können. Zwar werden auch in der Eurozone die Energiepreiseffekte zum Tragen kommen. Diese werden aufgrund der höheren Besteuerung etwa von Benzin aber weniger stark ausfallen und zunächst vor allem dabei helfen, die leidige Deflationsdebatte endlich zu ersticken. Hinzu kommt, dass die konjunkturellen Zeichen in der Euro-

zone weiterhin ganz klar auf Aufschwung stehen. So signalisieren etwa die Stimmungsumfragen der Europäischen Kommission ein Wachstum der Eurozone von über 2 Prozent im Vorjahresvergleich.

Vorsicht beim US-Dollar

Kurzfristig könnte damit das Narrativ der divergierenden Geldpolitik zwischen *Fed* und EZB wieder Auftrieb erhalten und jene Akteure auf den Plan rufen, welche einem starken US-Dollar das Wort reden. Wir raten jedoch aus drei Gründen zur Vorsicht: Erstens ist die empirische Evidenz dafür, dass eine steigende Zinsdifferenz Wechselkurse nachhaltig beeinflusst, alles andere als eindeutig. Zweitens hat das Thema bereits in den letzten Monaten kaum noch Wirkung entfalten können. Und drittens spricht der sich abzeichnende schnellere Inflationsanstieg in den Vereinigten Staaten aus Sicht der Kaufkraftparität für eine längerfristige Abwertung des US-Dollar. Dabei ist der US-Dollar gegenüber dem Euro bereits heute schon deutlich überbewertet.

USA: Energiepreise treiben Inflationsraten in die Höhe



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Was die Währungsmärkte bewegt

Der Schweizer Franken wird sich gegenüber dem Euro weiter abwerten

In den eineinhalb Jahren seit der Aufhebung des Mindestkurses hat sich der Schweizer Franken deutlich gegenüber dem Euro abgewertet. Aufgrund des historisch einmaligen Ausmasses der damaligen Fehlbewertung war diese Entwicklung eigentlich keine Überraschung. Noch immer ist die Überbewertung derart gross, dass sich der Abwertungsprozess fortsetzen dürfte.

Die Schweizer Wirtschaft ist auch im 1. Quartal weniger stark gewachsen als die angrenzenden europäischen Volkswirtschaften. Der Grund dafür ist klar: Auch beinahe eineinhalb Jahre nach der Aufhebung des EURCHF-Mindestkurses durch die Schweizerische Nationalbank beeinträchtigt der starke Schweizer Franken die hiesige Wirtschaft. Immerhin hat sich der Franken seit der schockartigen Aufwertung am 15. Januar 2015 auf breiter Basis abgewertet. Wurde der EURCHF-Wechselkurs damals zuweilen unter Parität gehandelt, erhält man derzeit für einen Euro immerhin wieder rund 1 Franken und 10 Rappen.

Historisch einmalige Fehlbewertung

Nachdem die SNB den Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro aufgehoben hatte, erwarteten viele Beobachter eine dauerhafte Überbewertung des Franken. Doch nebenstehende Abbildung zeigt deutlich, dass diese Überbewertung unmittelbar nach dem SNB-Entscheid so aussergewöhnlich war, dass ein Verharren nahe der Parität aus ökonomischer Sicht beinahe ausgeschlossen werden konnte. Stattdessen war eine Annäherung des EURCHF-Wechselkurses an seinen handelsneutralen Wechselkurs zu erwarten.

Ein handelsneutraler Wechselkurs kann durch ein sogenanntes Kaufkraftparitätsmodell geschätzt werden. Dabei werden die Preisentwicklungen in den jeweiligen Währungsräumen einander gegenübergestellt. Denn es gilt, dass Wechselkurse unterschiedliche Preisentwicklungen über die Zeit ausgleichen. In der Tendenz folgt der Wechselkurs daher seiner Kaufkraftparität. Eine höhere Inflationsrate führt zu einer relativen Abwertung der Währung – und umgekehrt. Grosse Abweichungen von der Kaufkraftparität können zwar immer wieder vorkommen, werden aber über die Zeit abgebaut. Dahinter steckt, dass Wirtschaftsakteure ihr Verhalten im Falle einer deutlichen Abweichung anpassen. So steigt zum Beispiel die Nachfrage nach der unterbewerteten Währung, weil sich jene Güter und Dienstleistungen für ausländische Käufer verbilligt haben.

Schweizer Wirtschaftsakteure finden langsam den Weg aus dem Krisenmodus

Nicht zuletzt aufgrund der ausserordentlichen Fehlbewertung des Franken haben seit dem Frankenschock auch viele Schweizer Wirtschaftsakteure ihr Verhalten angepasst. Das zeigt ein Blick in die Leistungsbilanz der Schweiz. So investierten hiesige Unternehmen in den letzten eineinhalb Jahren wieder vermehrt im Ausland. Sie kehrten damit zu einer Praxis zurück, welche vor Ausbruch der globalen Finanzkrise Bestand hatte. Damals wurden die im Ausland erwirtschafteten Gewinne grösstenteils auch wieder im Ausland reinvestiert. In den Jahren 2010 bis 2014 kam es dann aber vermehrt zu einer Rückführung der Gewinne in die Schweiz, was ein wesentlicher Grund für den verstärkten Aufwertungsdruck auf

den Franken war. Noch immer im risikoaversen Krisenmodus operieren derweil die hiesigen Pensionskassen. Der ungesicherte Euro-Anteil in den Portfolios Schweizer Pensionskassen bewegt sich mit unter 4 Prozent auf einem rekordtiefen Niveau.

Bisheriger Abbau der Fehlbewertung entspricht dem historischen Muster

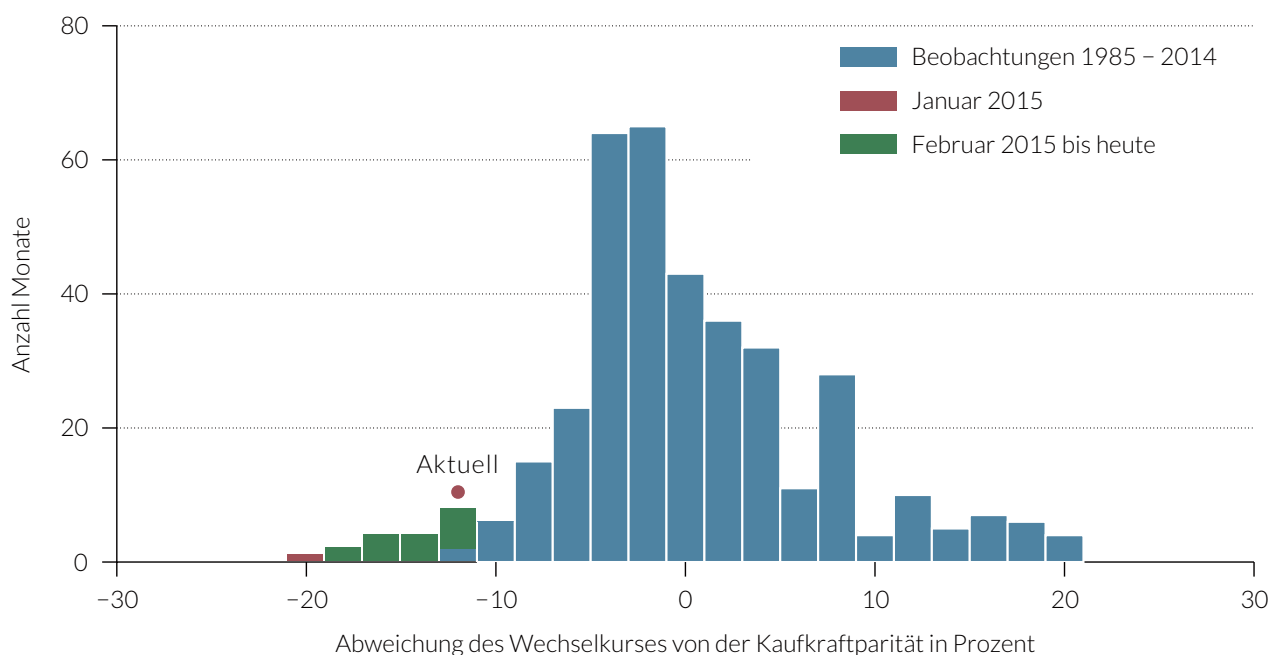
Unter anderem aufgrund der erhöhten Investitionstätigkeit der Schweizer Unternehmen im Ausland konnte die Überbewertung des Franken in den vergangenen Monaten abgebaut werden. Die Geschwindigkeit der Abwertung entspricht in etwa dem historischen Muster. In der Vergangenheit haben sich Fehlbewertungen auf Sicht von einem Jahr durchschnittlich um 30 Prozent verringert. Nach eineinhalb Jahren waren gut 40 Prozent abgebaut, was aktuell einen Wechselkurs von 1.12 Franken pro Euro ergeben würde – nahe dem tatsächlichen Wechselkurs. Das zeigt zweierlei: Erstens liegt die zwar langsame, aber doch kontinuierliche Abwertung des Franken im Rahmen

der früheren Angleichungen. Zweitens ist weiteres Abwertungspotenzial des Franken gegenüber dem Euro vorhanden.

Weitere Franken-Abwertung realistisch

Die Überbewertung des Schweizer Franken gegenüber dem Euro ist bei Redaktionsschluss mit rund 12 Prozent immer noch sehr gross. Dadurch ergibt sich weiterhin ein asymmetrisches Chancen-Risiko-Verhältnis bei Investitionen in der Eurozone – sowohl für Unternehmen als auch für Anleger. Seit 1985 war der Franken gegenüber dem Euro in 95 Prozent der Monate schwächer bewertet als im Augenblick. Zudem dürfte die voranschreitende Konjunkturerholung in der Eurozone das Vertrauen in die europäische Gemeinschaftswährung weiter stärken. In der Summe macht dies den Euro aus Frankensicht ausgesprochen interessant.

Die Fehlbewertung des Schweizer Franken im Januar 2015 war historisch einmalig



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Konjunkturklima

Die Wirtschaftsleistung in der Eurozone ist im 1. Quartal um 1.7 Prozent im Vorjahresvergleich gewachsen und damit so schnell wie seit Ausbruch der Finanzkrise nicht mehr. Erfreulich ist dabei nicht nur, dass der Konjunkturaufschwung weiterhin breit über die Mitgliedsländer abgestützt ist, sondern sich gemäss den Konjunkturklimaindikatoren von Wellershoff & Partners auch im 2. Quartal fortgesetzt hat. Positiv stimmt zudem, dass sich der Aufschwung auch zunehmend auf dem Arbeitsmarkt niederschlägt.

Brasilien steckt weiterhin tief in der Krise. Das im 1. Quartal ausgewiesene BIP ist im Vorjahresvergleich um über 5 Prozent geschrumpft. Die von Wellershoff &

Partners entwickelten vorlaufenden Konjunkturindikatoren deuten auf keine Entspannung in den kommenden Monaten hin. Auch an der politischen Front bleiben noch viele Fragen ungeklärt. Eine handlungsfähige und entscheidungsfreudige brasilianische Regierung wäre für die Wirtschaft des Landes Gold wert. Ob die neue Regierung diese Kriterien erfüllen kann, muss sich erst noch weisen.

Die Schweizer Wirtschaft ist im 1. Quartal 2016 um 0.7 Prozent im Vorjahresvergleich gewachsen. Der Vergleich mit den europäischen Nachbarländern zeigt, dass die Schweizer Konjunktur weiterhin von der starken Heimwährung belastet wird.

Überblick

	Trend- wachstum ¹	Reales BIP-Wachstum ²				W&P-Konjunkturklimaindikatoren ³			
		Q2/2015	Q3/2015	Q4/2015	Q1/2016	2/2016	3/2016	4/2016	5/2016
USA	1.7	2.7	2.2	2.0	2.0	2.1	2.6	2.6	2.4
Eurozone	1.0	1.6	1.6	1.7	1.7	2.0	1.8	2.0	2.2
Deutschland	1.4	1.6	1.7	1.3	1.6	2.1	2.1	2.2	2.2
Frankreich	0.7	1.1	1.1	1.4	1.4	1.9	1.6	1.6	1.8
Italien	0.2	0.6	0.8	1.1	1.0	1.5	1.0	1.9	2.0
Spanien	1.6	3.2	3.4	3.5	3.4	3.5	3.4	3.2	3.1
Grossbritannien	1.8	2.4	2.2	2.1	2.0	2.6	2.7	2.5	2.7
Schweiz	1.5	1.1	0.7	0.3	0.7	0.6	1.0	1.1	1.3
Japan	0.4	0.7	1.8	0.9	-0.1	1.8	2.0	1.9	1.9
Kanada	1.6	1.0	1.0	0.3	1.1	0.0	0.3	0.4	0.8
Australien	2.4	2.1	2.7	2.9	3.1	3.3	3.5	3.5	3.5
Brasilien	1.4	-2.9	-4.4	-5.9	-5.1	-1.1	-0.2	-2.3	-3.0
Russland	0.1	-4.5	-3.7	-3.8	-1.2	-1.5	-1.9	-2.0	-1.4
Indien	7.7	7.5	7.6	7.2	7.9	6.1	6.7	5.9	6.0
China	7.4	7.0	6.9	6.8	6.7	7.4	8.4	8.2	8.1
Industrienationen ⁴	1.4	2.1	2.1	1.9	1.8	2.2	2.4	2.4	2.4
Schwellenländer ⁴	6.0	4.6	4.6	4.5	4.9	4.3	5.1	4.6	4.7
Welt ⁴	3.5	3.3	3.3	3.2	3.4	3.0	3.3	3.1	3.1

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

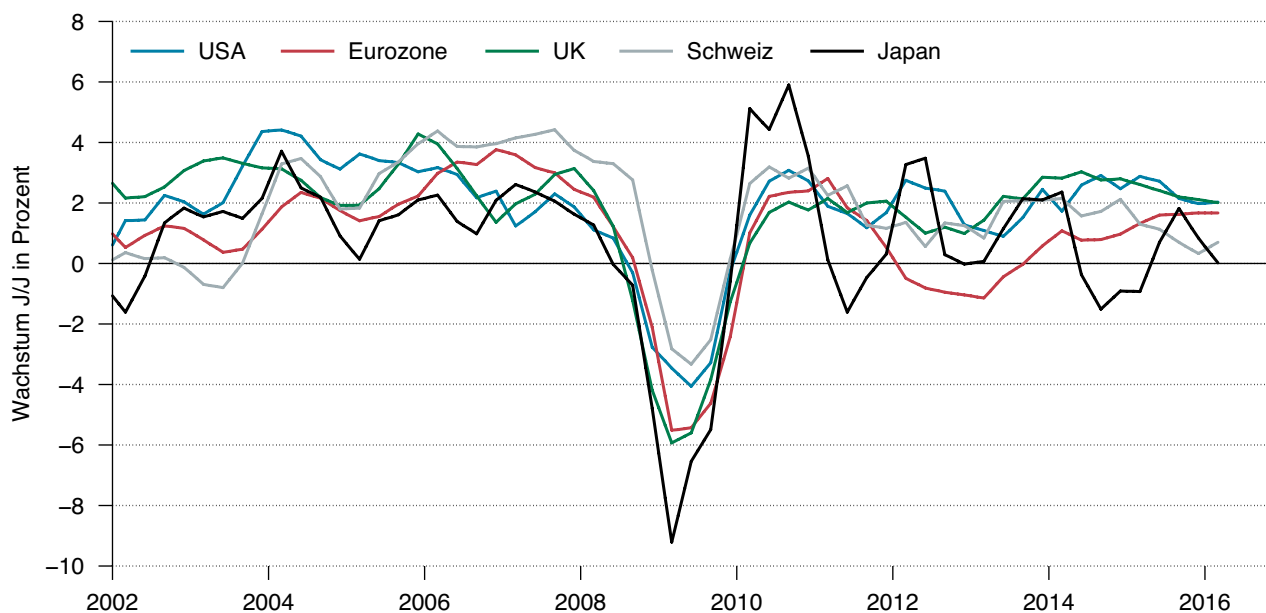
² Veränderung des realen BIP gegenüber dem Vorjahresquartal in Prozent.

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

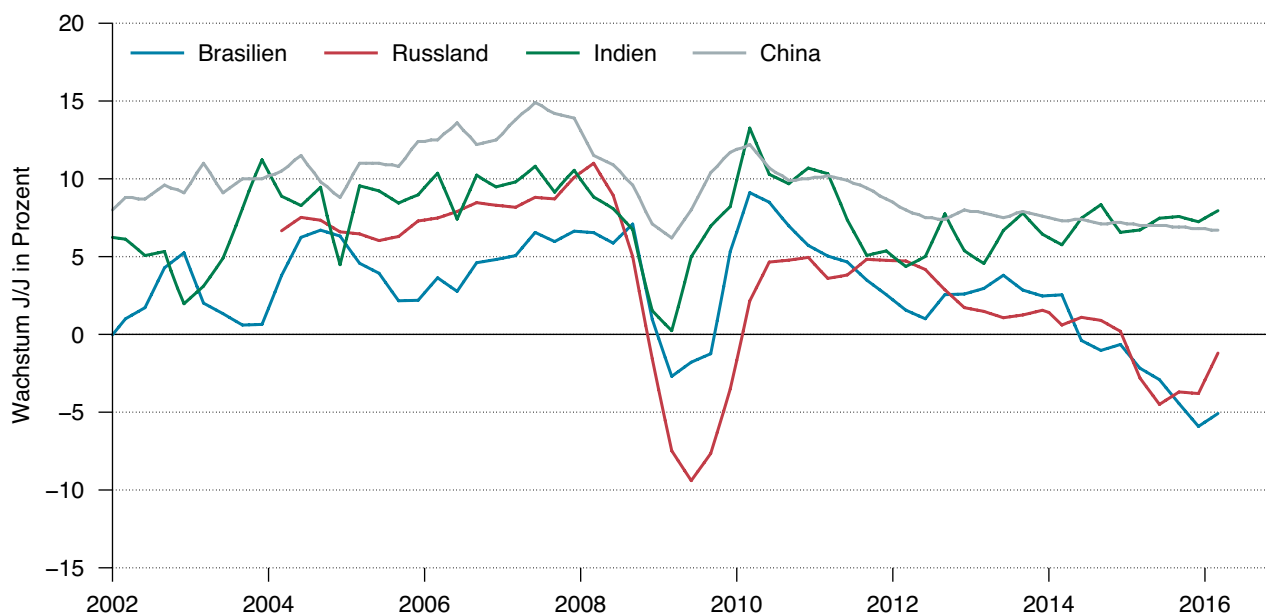
⁴ Die Aggregate werden anhand von nominalen BIP-Gewichten und Kaufkraftparitätskursen berechnet.

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

Wirtschaftswachstum Industrienationen



Wirtschaftswachstum Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Wirtschaftsindikatoren

Ausgewählte Kennzahlen

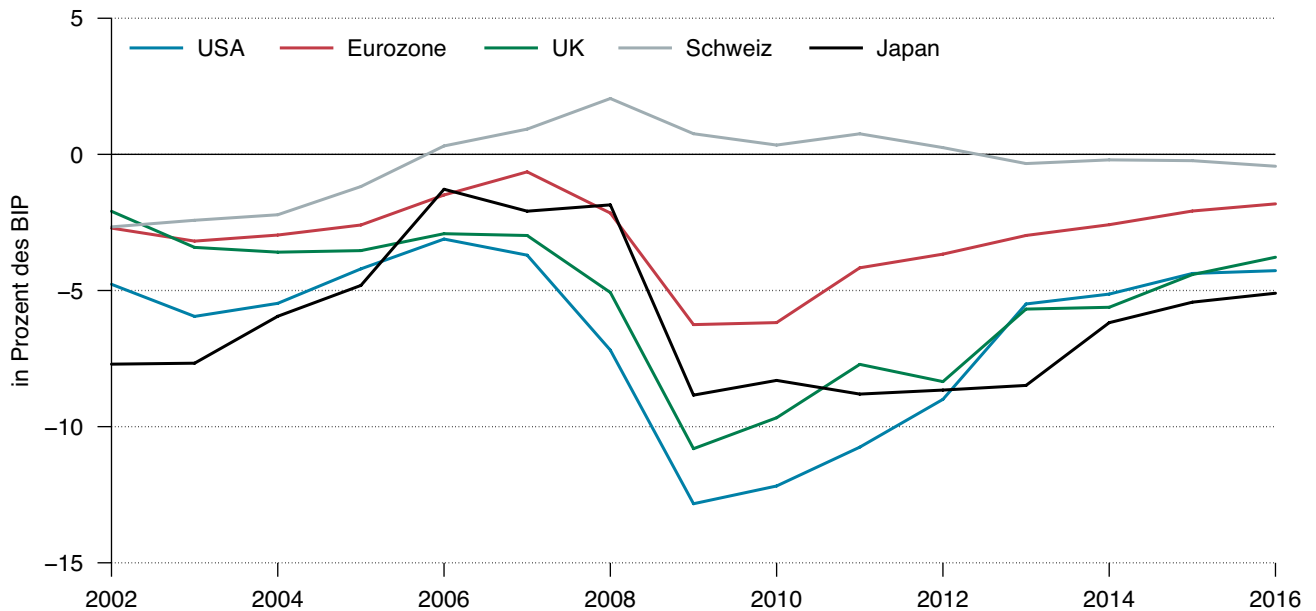
	Anteil am Welt-BIP ¹		Leistungsbilanz ²		Staatsverschuldung ²		Budgetdefizit ²		Arbeitslosenquote ³	
	Ø 5 Jahre	Aktuell	Ø 5 Jahre	Aktuell	Ø 5 Jahre	Aktuell	Ø 5 Jahre	Aktuell	Ø 5 Jahre	Aktuell
USA	22.4	25.1	-2.6	-2.5	111.3	114.2	-7.0	-4.3	7.2	4.7
Eurozone	17.2	16.0	2.6	3.8	105.1	109.6	-3.1	-1.8	11.2	10.2
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	20.4
Grossbritannien	3.7	3.7	-3.9	-5.9	110.9	115.3	-6.4	-3.8	3.8	2.1
Schweiz	0.9	0.9	9.9	10.6	45.6	46.2	0.0	-0.4	3.1	3.5
Japan	6.8	6.0	1.5	3.4	220.8	233.1	-7.5	-5.1	4.0	3.2
Kanada	2.4	2.0	-3.0	-3.5	86.0	92.3	-2.0	-2.4	7.1	7.1
Australien	1.9	1.6	-3.7	-3.6	30.8	39.1	-3.3	-2.4	5.6	5.7
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	5.9

¹ In Prozent; Berechnung anhand von Marktwechselkursen.

² In Prozent vom nominalen BIP.

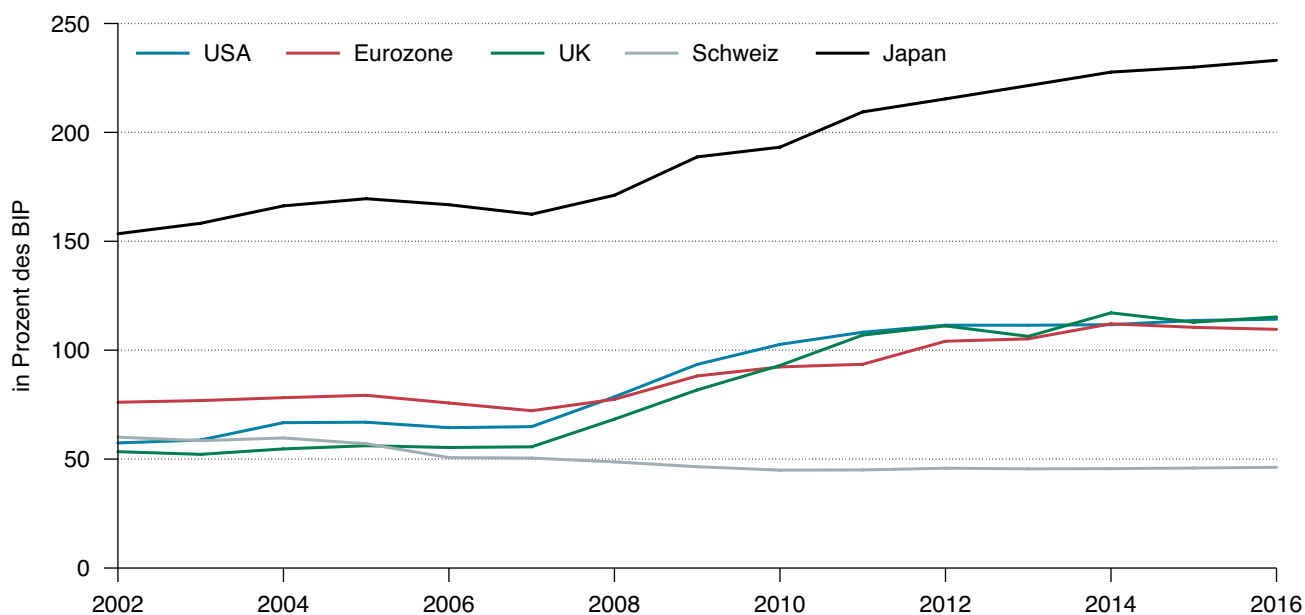
³ In Prozent.

Budgetdefizit Industrienationen

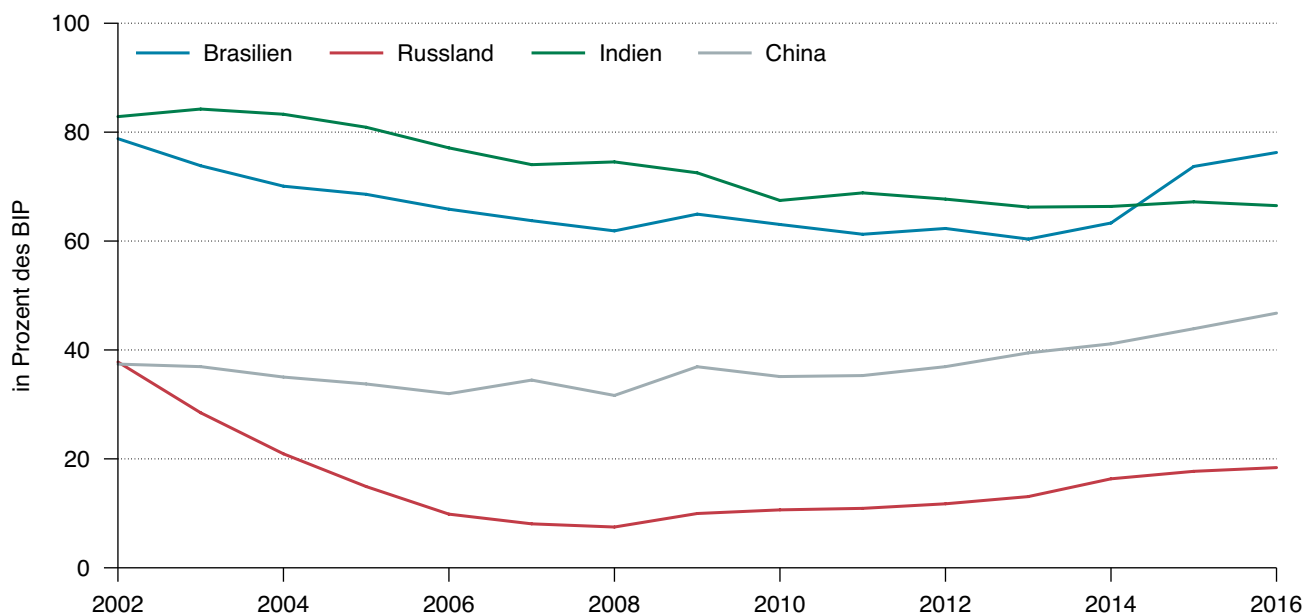


Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Staatsverschuldung Industrienationen



Staatsverschuldung Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Inflation

Die Inflationsraten haben sich in den letzten Jahren deutlich unterhalb der Zielwerte der Zentralbanken bewegt. Das dürfte sich aber bald ändern. Seit dem Tiefpunkt im Februar 2016 hat sich der Ölpreis fast schon wieder auf rund 50 US-Dollar verdoppelt. Im Zuge dessen wurde etwa in den Vereinigten Staaten im April der grösste monatliche Preisanstieg seit drei Jahren registriert. Die Schätzungen von Wellershoff & Partners zeigen darüber hinaus, dass es gar keinen weiteren Anstieg des Ölpreises braucht, damit die Energiepreise noch in diesem Jahr auch die jährlichen Inflationsraten nach oben treiben werden. Im Falle der Vereinigten Staaten würde sich ein positiver Inflationsbeitrag von rund

1 Prozentpunkt bis zum Jahresende ergeben. Aber auch in Europa und insbesondere in der Schweiz zeichnen sich ähnliche Effekte ab, so dass wir mit einem Anstieg der Gesamtinflations- über die Kerninflationsraten rechnen müssen.

Hinzu kommt, dass die im Zuge der voranschreitenden Konjunkturerholung kleiner werdenden Produktionslücken für ein langsames Ansteigen der Kerninflation sprechen. Wegweisend sind hier bereits die Vereinigten Staaten, wo sich trotz der Befürchtung von Zweitrundeneffekten des Ölpreiseinbruchs die Kerninflation im letzten Jahr bereits spürbar nach oben bewegt hat.

Überblick

	Ø 10 Jahre ¹	Inflation ²				Kerninflation ³			
		2/2016	3/2016	4/2016	5/2016	2/2016	3/2016	4/2016	5/2016
USA	1.9	1.0	0.9	1.1	-	2.3	2.2	2.1	-
Eurozone	1.6	-0.2	-0.1	-0.3	-0.1	0.8	1.0	0.7	0.8
Deutschland	1.4	0.0	0.3	-0.1	0.1	0.9	1.2	1.2	1.1
Frankreich	1.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	0.4	0.4	0.4	-
Italien	1.6	-0.3	-0.2	-0.5	-0.3	0.5	0.6	0.5	0.6
Spanien	1.6	-0.8	-0.8	-1.0	-1.0	1.0	1.1	0.7	-
Grossbritannien	2.5	0.3	0.5	0.3	-	1.2	1.5	1.2	-
Schweiz	0.2	-0.8	-0.9	-0.3	-0.4	-0.5	-0.5	0.0	-0.1
Japan	0.3	0.3	0.0	-0.3	-	0.8	0.6	0.7	-
Kanada	1.7	1.4	1.3	1.7	-	1.9	2.1	2.2	-
Australien	2.6	1.4	1.3	-	-	1.8	1.7	-	-
Brasilien	5.9	10.4	9.4	9.3	-	9.2	7.9	7.8	-
Russland	9.4	8.1	7.3	7.3	7.3	8.9	8.0	7.6	7.5
Indien	8.1	5.3	4.8	5.4	-	-	-	-	-
China	2.9	2.3	2.3	2.3	-	1.3	1.5	1.5	-
Industrienationen ⁴	1.6	0.5	0.5	0.5	0.5	1.6	1.6	1.5	1.5
Schwellenländer ⁴	5.3	4.3	4.0	4.1	4.1	3.2	3.1	3.0	3.0
Welt ⁴	3.2	2.3	2.1	2.2	2.2	2.0	2.0	1.9	1.9

¹ Durchschnittliche Jahreststeuerung der Konsumentenpreise in Prozent.

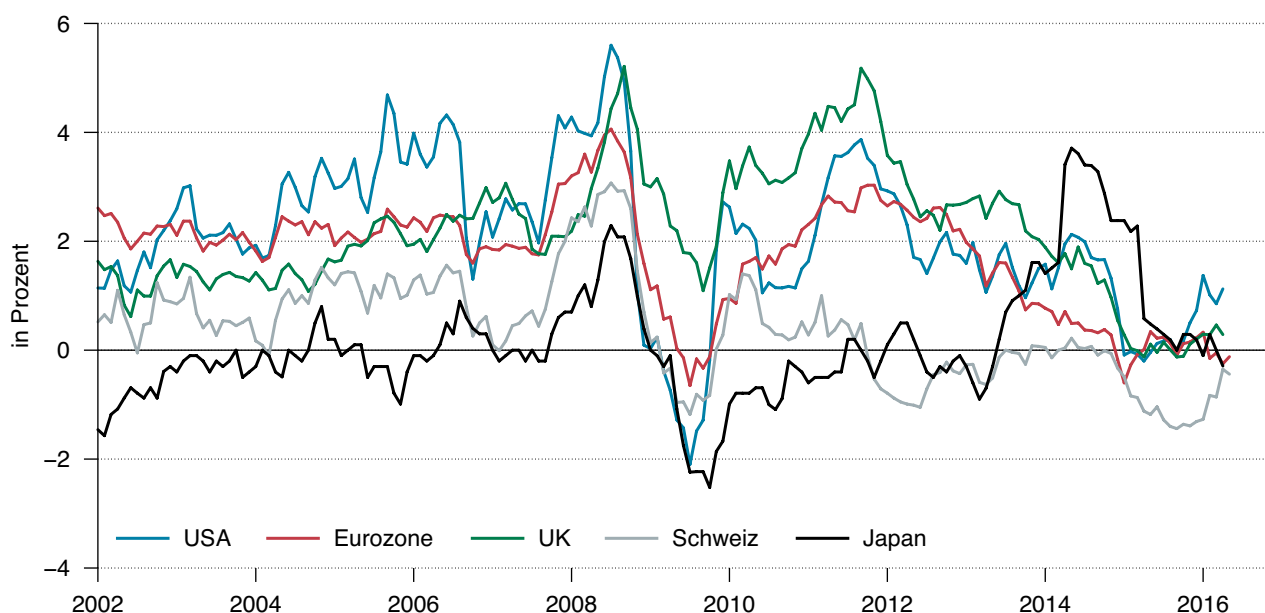
² Veränderung der Konsumentenpreise gegenüber dem Vorjahresmonat in Prozent.

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

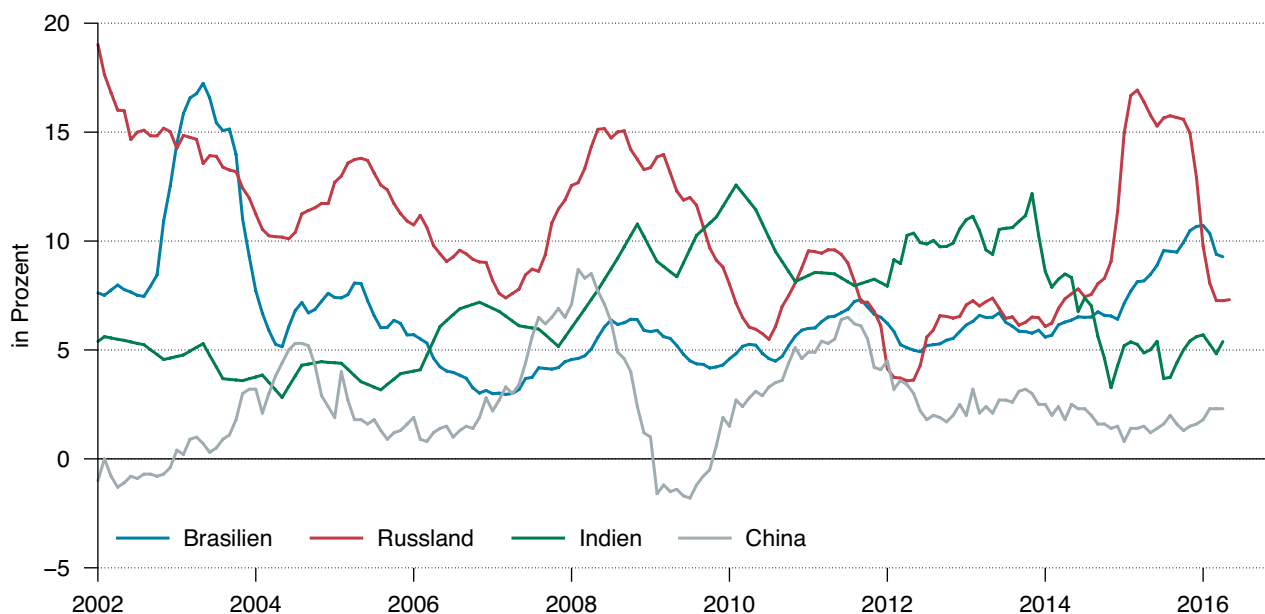
⁴ Die Aggregate werden anhand von nominalen BIP-Gewichten und Kaufkraftparitätskursen geschätzt.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Konsumentenpreisinflation Industrienationen



Konsumentenpreisinflation Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

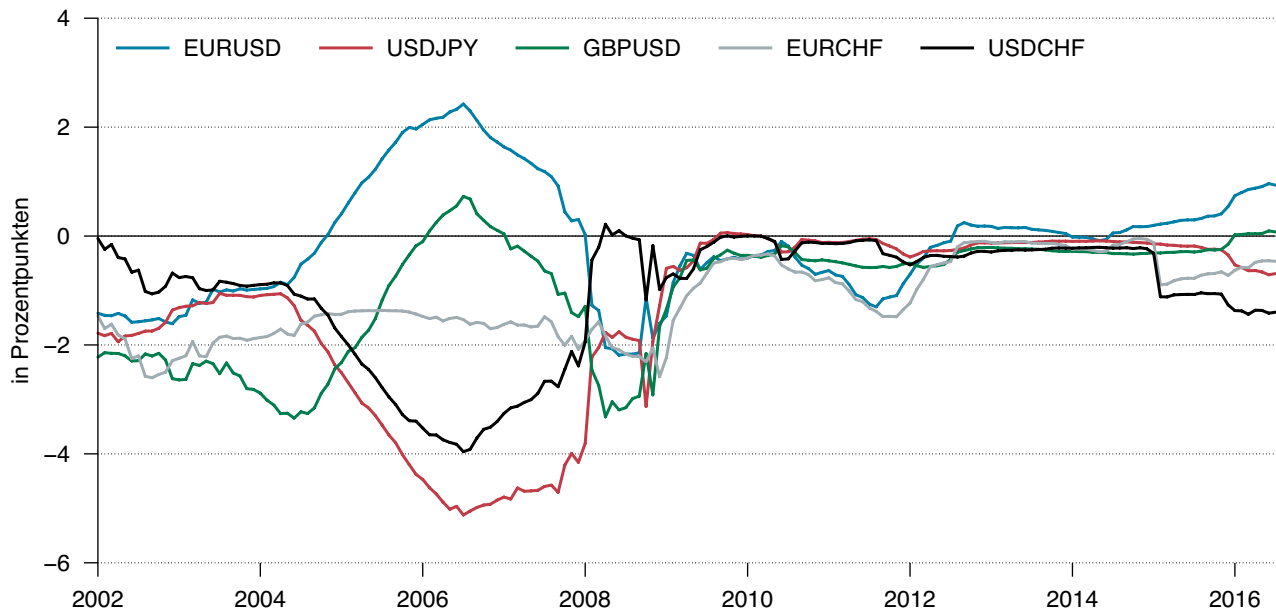
Zinsumfeld

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	1.135	0.90	0.33	0.05	-0.05	1.33	0.63	0.16	-0.01
USDJPY	107.2	-0.69	-0.18	-0.21	-1.07	-1.20	-0.52	-0.43	-1.21
GBPUSD	1.456	0.08	-0.28	-0.30	-0.57	0.31	-0.23	-0.36	-0.62
EURCHF	1.098	-0.50	-0.74	-0.48	-0.88	-0.47	-0.72	-0.62	-0.96
USDCHF	0.967	-1.40	-1.06	-0.53	-0.83	-1.80	-1.35	-0.78	-0.95
GBPCHF	1.407	-1.32	-1.35	-0.83	-1.41	-1.48	-1.58	-1.14	-1.57
CHFJPY	110.9	0.71	0.88	0.32	-0.24	0.60	0.83	0.35	-0.25
AUDUSD	0.745	-1.03	-1.69	-2.45	-2.59	-0.29	-1.14	-1.80	-2.20
USDCAD	1.280	0.24	0.71	0.83	0.41	-0.18	0.33	0.60	0.23
USDSEK	8.138	-1.17	-0.64	0.55	0.29	-1.53	-0.85	0.39	0.25
USDRUB	65.00	9.99	13.36	8.61	7.03	8.96	12.43	8.22	7.39
USDBRL	3.465	13.36	13.56	10.42	9.68	11.76	13.23	10.21	9.64
USDCNY	6.572	2.29	2.62	4.03	2.43	1.76	2.63	3.66	2.20
USDTRY	2.898	9.23	10.78	8.89	9.86	8.82	10.31	8.74	10.16
USDINR	66.75	7.47	7.68	8.82	6.93	5.71	6.88	6.25	4.42

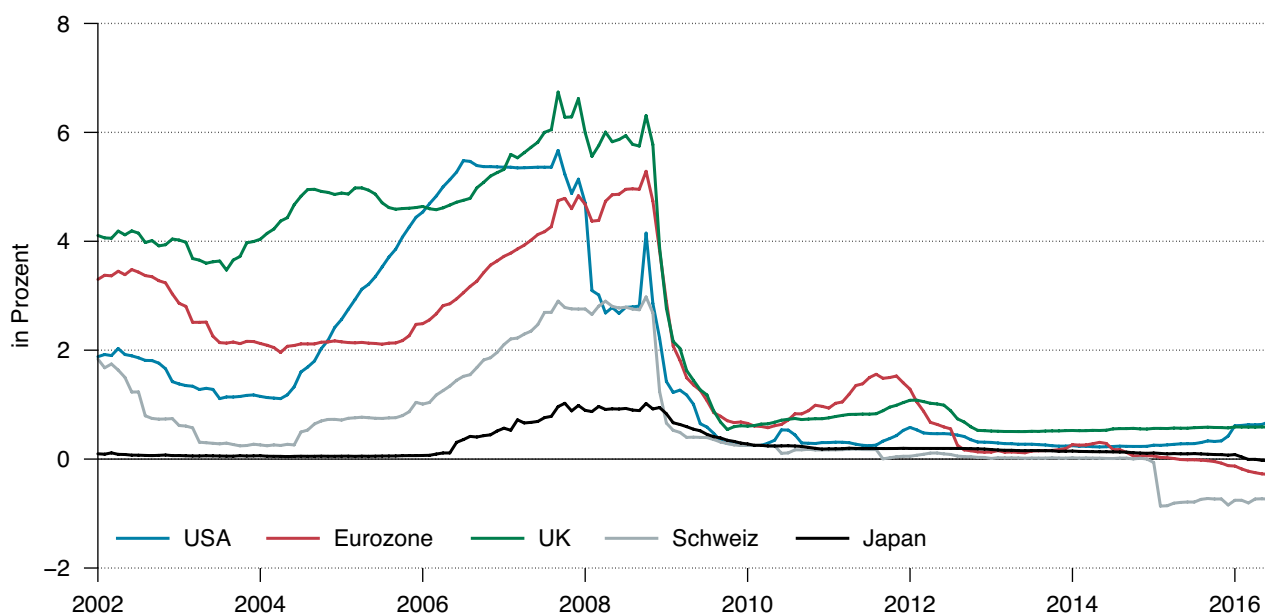
¹ Zinsen im zweiten Währungsraum abzgl. Zinsen im ersten Währungsraum; z.B. US-Dollar-Zinsen abzgl. Euro-Zinsen für EURUSD.

Zinsdifferenz

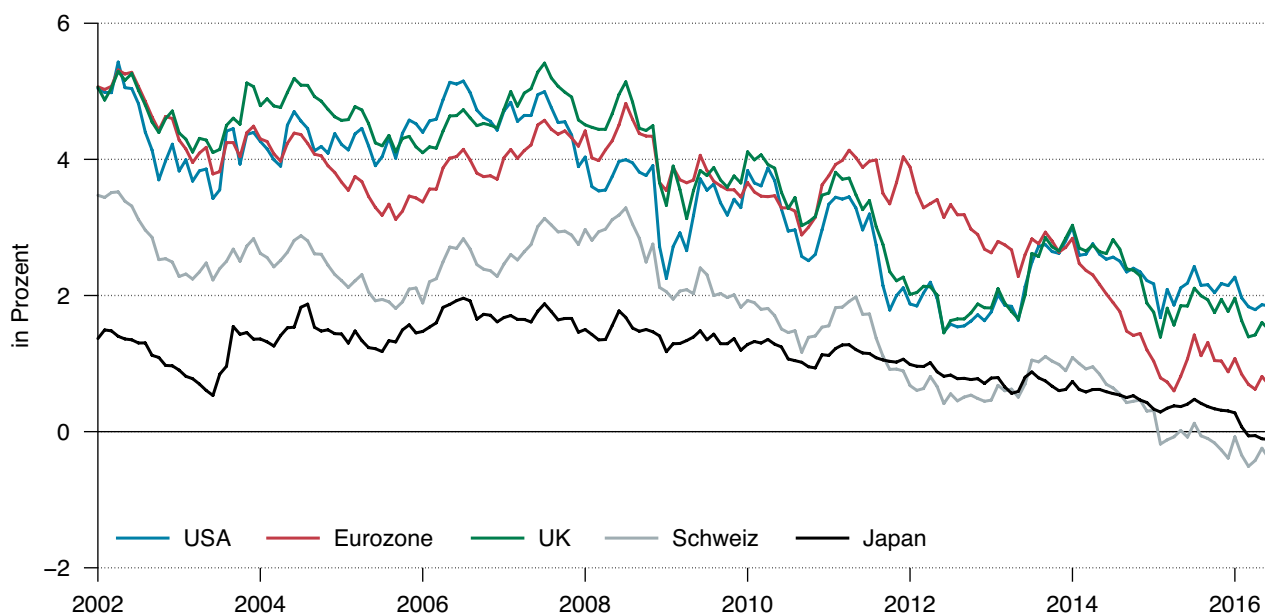


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Dreimonats-Liborsätze



Zehnjährige Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Währungsmärkte

Die zuletzt enttäuschenden US-Konjunkturdaten führten auch zu raschen Reaktionen an den Währungsmärkten. So hat sich der EURUSD-Wechselkurs unmittelbar nach der Veröffentlichung des jüngsten Arbeitsmarktberichts von 1.115 auf 1.135 erhöht, was einer Abwertung des US-Dollar um rund 2 Prozent entspricht. Auch der USDCHF-Wechselkurs zeigte eine ähnliche Reaktion. Trotzdem ist der US-Dollar gemäss den Schätzungen von Wellershoff & Partners weiterhin auf breiter Front überbewertet. Beim EURUSD-Wechselkurs betrug die Abweichung von der Kaufkraftparität bei Redaktionsschluss rund 13 Prozent.

Aus der Sicht eines Investors mit dem Schweizer Franken als Heimwährung sind weiterhin der Euro so-

wie der Yen attraktiv. Für den Euro spricht nicht nur ein Aufwertungspotenzial von rund 12 Prozent gemäss Kaufkraftparität, sondern auch ein positives Momentumsignal. Der Yen hat zwar seit Jahresbeginn bereits um rund 8 Prozent aufgewertet, zeigt bei Redaktionsschluss aber immer noch ein Aufwertungspotenzial von über 20 Prozent an.

Das britische Pfund ist weiterhin einer erhöhten Volatilität ausgesetzt. Kein Wunder: Die dafür verantwortliche *Brexit*-Abstimmung steht unmittelbar bevor. Die implizite Volatilität auf 3 Monate hinaus bewegte sich bei Redaktionsschluss rund 70 Prozent und damit ausserordentlich deutlich über dem historischen 5-Jahres-Durchschnitt.

Performance und Bewertung

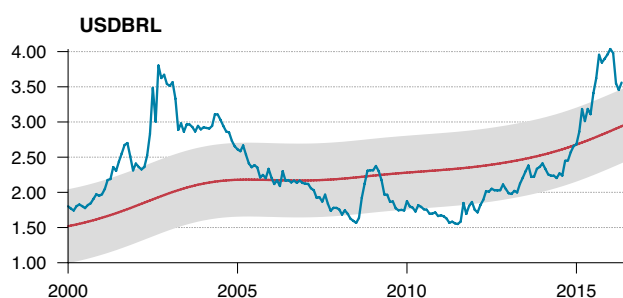
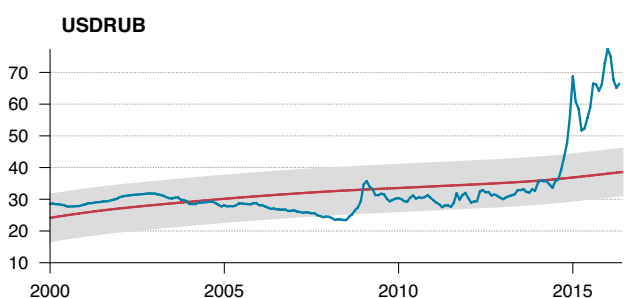
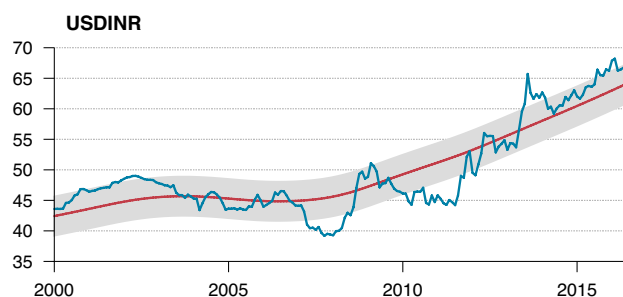
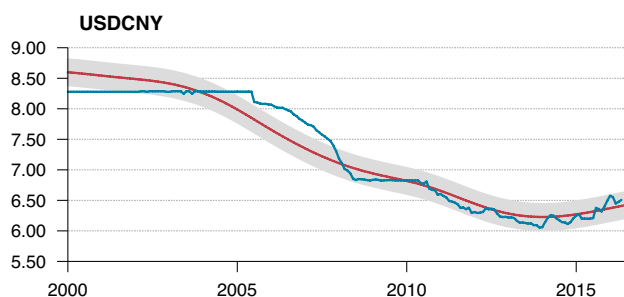
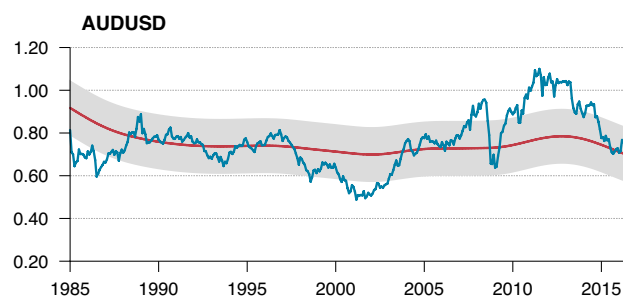
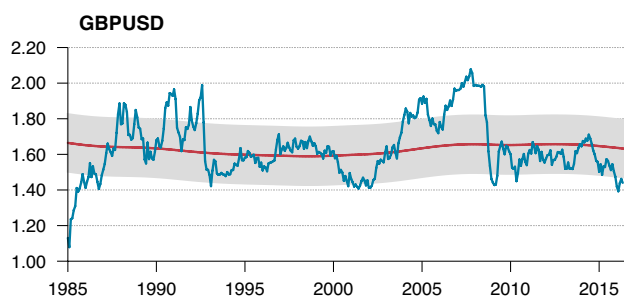
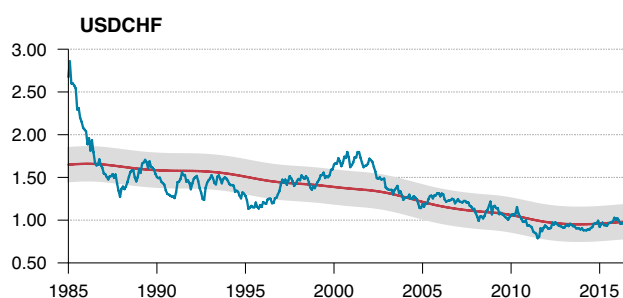
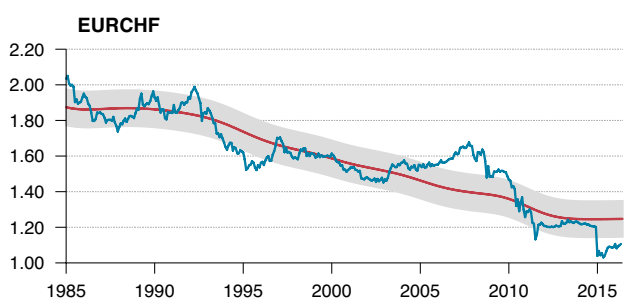
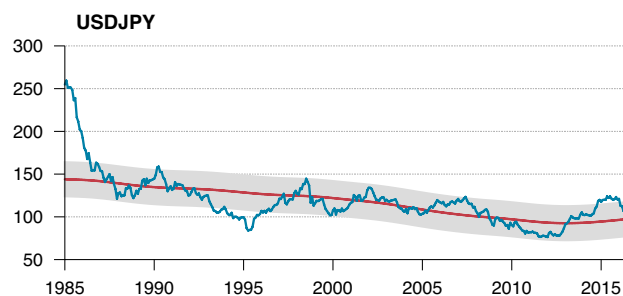
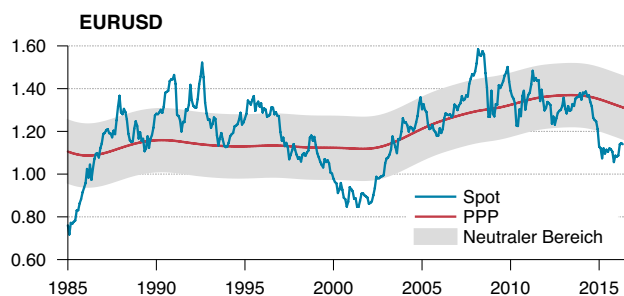
	Aktueller Wechselkurs	Performance ¹				Kaufkraftparität ²		
		YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre	PPP	Neutraler Bereich	Abweichung ³
EURUSD	1.135	4.5	3.1	1.3	-22.3	1.31	1.16 - 1.45	-13.3
USDJPY	107.2	-10.9	-5.0	-14.4	34.2	97.3	77.5 - 117.0	10.3
GBPUSD	1.456	-1.2	2.3	-4.7	-11.1	1.63	1.47 - 1.79	-10.8
EURCHF	1.098	0.9	0.1	4.6	-10.3	1.25	1.15 - 1.35	-12.0
USDCHF	0.967	-3.4	-3.0	3.2	15.4	0.98	0.79 - 1.18	-1.6
GBPCHF	1.407	-4.6	-0.7	-1.7	2.6	1.60	1.32 - 1.88	-12.2
CHFJPY	110.9	-7.7	-2.1	-17.1	16.3	91.1	78.5 - 103.6	21.8
AUDUSD	0.745	2.4	-0.7	-2.4	-29.9	0.70	0.58 - 0.82	6.7
USDCAD	1.280	-7.9	-3.8	2.8	30.7	1.20	1.12 - 1.27	6.9
USDSEK	8.138	-3.5	-3.5	-2.6	31.6	7.03	6.14 - 7.92	15.8
USDRUB	65.00	-11.0	-8.5	15.7	134.5	38.6	31.4 - 45.9	68.4
USDBRL	3.465	-12.4	-6.2	10.8	119.2	2.96	2.45 - 3.47	17.2
USDCNY	6.572	1.2	0.9	5.9	1.5	6.42	6.21 - 6.63	2.4
USDTRY	2.898	-0.7	0.2	4.8	83.2	2.30	2.04 - 2.56	25.8
USDINR	66.75	0.9	-0.7	4.1	49.3	64.1	60.9 - 67.3	4.2

¹ Performance in Prozent für den jeweiligen Zeitraum.

² Die Kaufkraftparität (engl. Purchasing Power Parity, PPP) wird anhand der relativen Inflationsentwicklung in zwei Währungsräumen geschätzt; der neutrale Bereich bestimmt sich aus +/- einer Standardabweichung der historischen Schwankungsbreite um den PPP-Wert.

³ Abweichung des aktuellen Wechselkurses von der Kaufkraftparität in Prozent.

Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

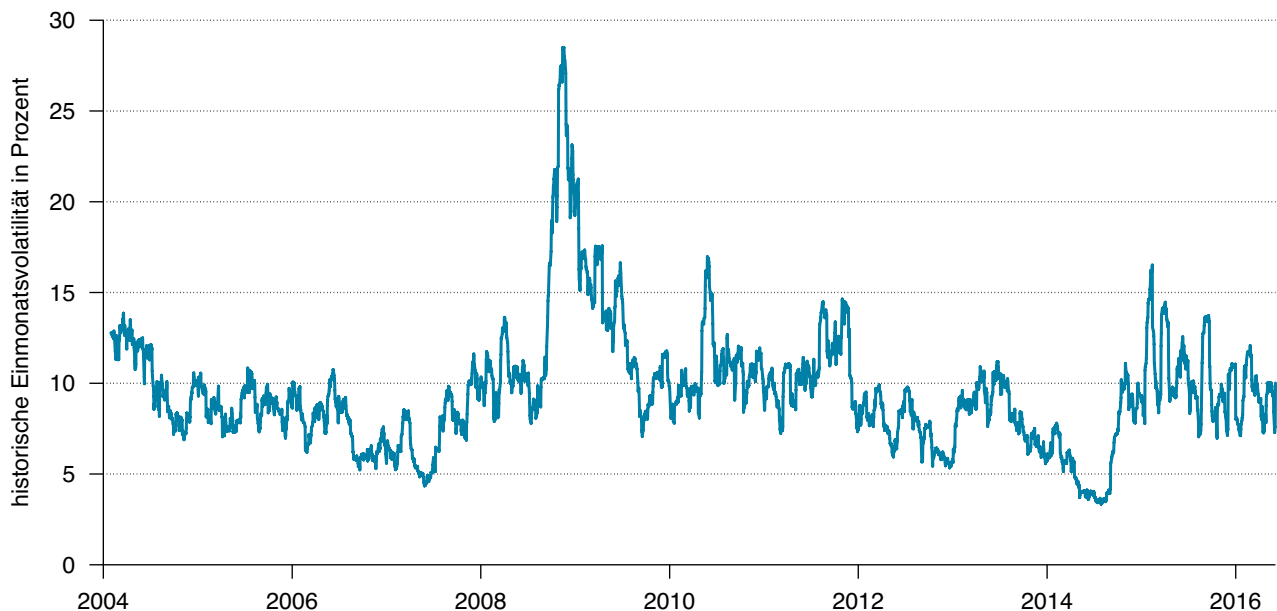
Währungsvolatilität

Volatilität im Vergleich

	Aktueller Wechselkurs	Volatilität 3 Monate ¹				Volatilität 12 Monate ¹			
		Historisch	Implizit	Ø 5 Jahre ²	Ø 10 Jahre ²	Historisch	Implizit	Ø 5 Jahre ²	Ø 10 Jahre ²
EURUSD	1.135	8.6	8.9	9.6	10.4	10.3	9.1	10.1	10.7
USDJPY	107.2	10.7	10.8	9.6	10.6	9.8	10.6	10.5	11.0
GBPUSD	1.456	9.5	15.1	8.2	9.6	8.4	11.1	8.9	10.0
EURCHF	1.098	4.6	6.6	6.1	6.1	6.6	7.2	7.1	6.4
USDCHF	0.967	8.2	8.9	10.1	10.5	9.8	9.3	10.6	10.8
GBPCHF	1.407	9.0	15.2	8.9	9.8	10.1	11.8	9.6	10.2
CHFJPY	110.9	10.0	11.0	11.0	11.3	10.3	11.3	11.7	11.8
AUDUSD	0.745	12.8	11.1	10.9	12.3	12.5	11.9	11.7	12.6
USDCAD	1.280	10.4	9.2	8.2	9.8	9.7	9.4	8.7	10.1
USDSEK	8.138	9.2	9.3	11.3	12.5	10.9	9.8	11.8	12.7
USDRUB	65.00	20.1	18.7	15.8	13.2	24.3	20.1	16.2	14.2
USDBRL	3.465	19.6	17.7	14.8	15.2	19.3	18.2	15.3	15.7
USDCNY	6.572	2.8	4.9	2.7	2.8	3.4	6.9	3.6	4.4
USDTRY	2.898	10.3	11.2	11.8	13.4	11.9	13.3	13.2	14.8
USDINR	66.75	4.1	6.3	9.5	9.5	4.6	8.1	10.5	10.3

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

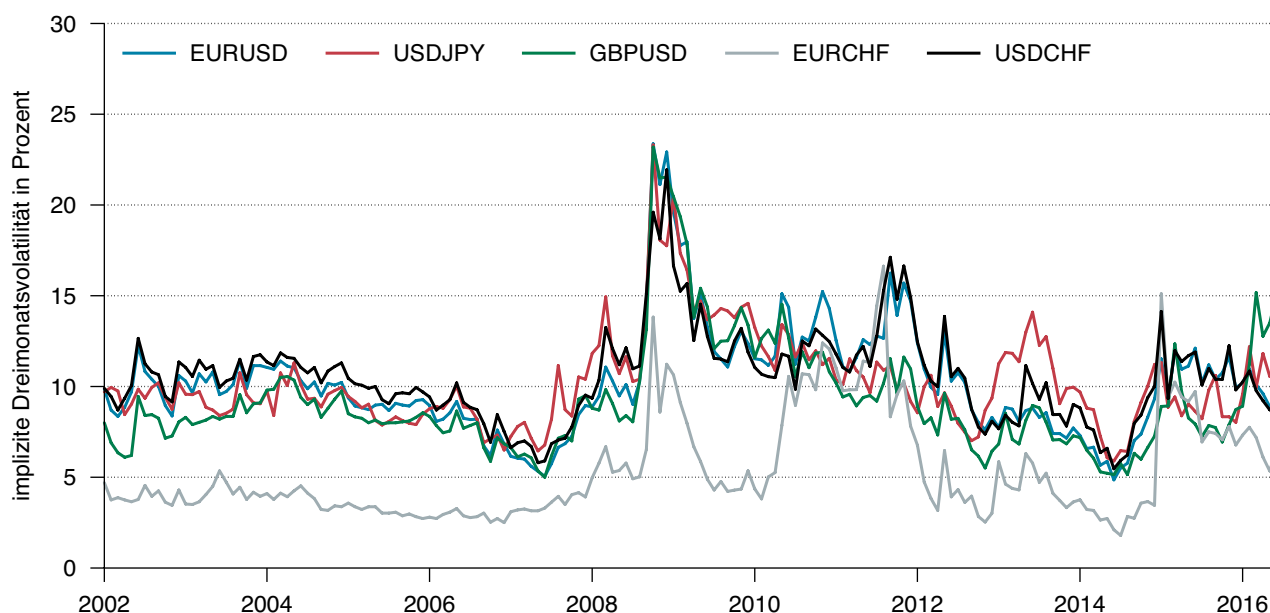
QCAM-Volatilitätsindikator³



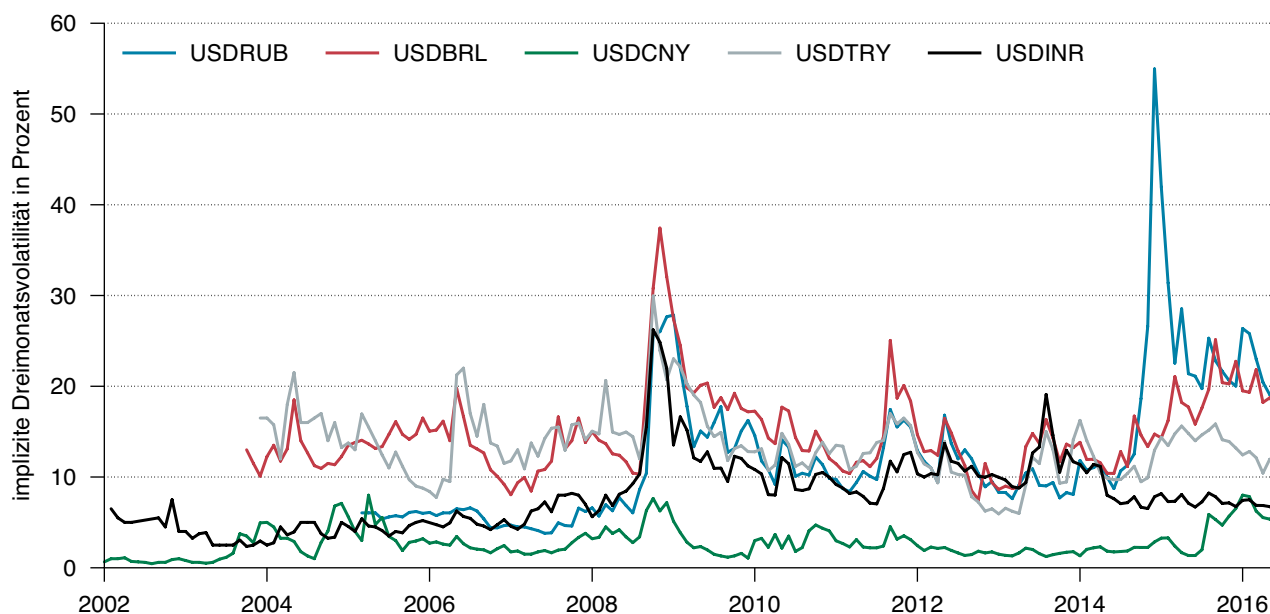
³ Der Volatilitätsindikator von QCAM bildet die Volatilität an den globalen Währungsmärkten ab; für die Berechnung wird die historische Volatilität der wichtigsten Währungspaare verwendet und mithilfe des Handelsvolumens der jeweiligen Währungspaare gewichtet.

Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, QCAM, Wellershoff & Partners

Volatilität Hauptwährungen



Volatilität Schwellenlandwährungen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

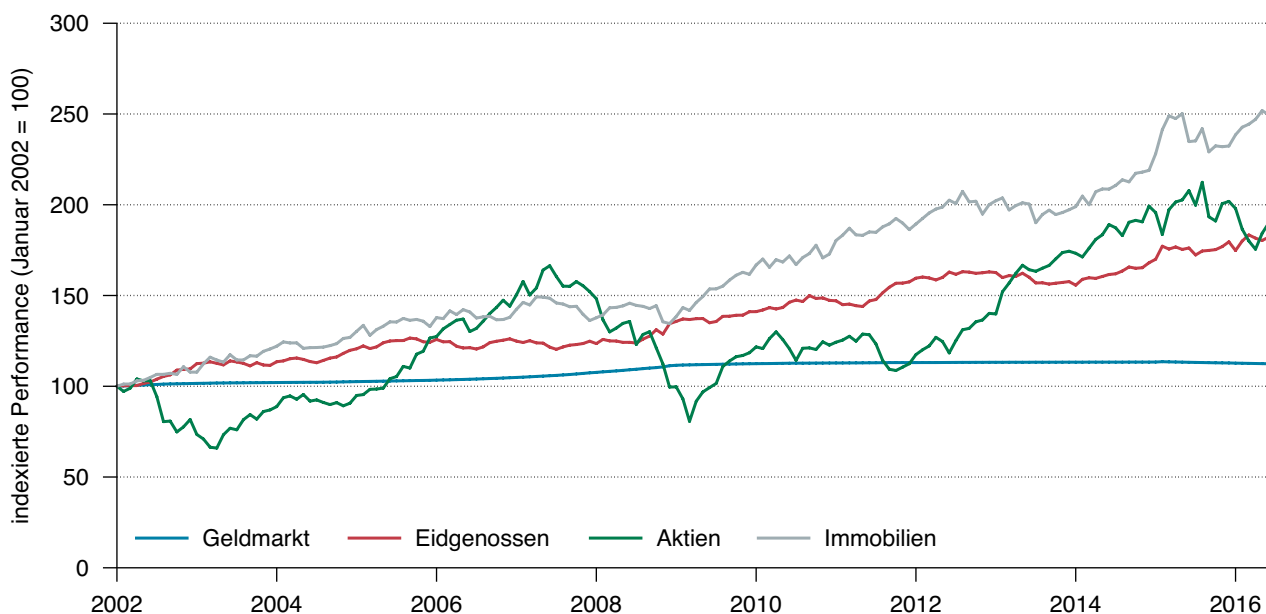
Finanzmarktumfeld

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	-0.3	-0.2	-0.7	-0.5	-0.3	-0.2	-0.7	-0.5
Eidgenossen CHF	4.7	1.1	6.7	24.1	4.7	1.1	6.7	24.1
Unternehmensanleihen CHF	2.9	0.6	4.2	19.4	2.9	0.6	4.2	19.4
Aktien Schweiz (SMI)	-3.7	5.1	-6.1	53.8	-3.7	5.1	-6.1	53.8
Aktien Eurozone (Stoxx600)	-2.9	4.2	-7.0	51.6	-1.4	4.5	-2.3	36.3
Aktien UK (Ftse100)	2.8	3.5	-3.8	29.0	-1.3	2.7	-5.2	32.3
Aktien Japan (Topix)	-12.5	1.6	-17.7	83.2	-4.5	2.7	-1.5	57.3
Aktien USA (S&P 500)	4.4	6.7	3.8	82.5	1.9	3.4	6.8	111.0
Aktien Schwellenländer	6.1	6.7	-12.1	-16.0	3.6	3.4	-9.6	-2.9
Aktien Welt (MSCI World)	3.4	7.0	-0.8	47.8	0.9	3.7	2.1	70.9
Immobilien Schweiz	4.4	1.5	7.6	34.3	4.4	1.5	7.6	34.3
Immobilien Global	7.7	7.6	10.9	51.9	5.1	4.2	14.0	75.7
Rohstoffe	12.4	11.1	-12.2	-47.1	9.7	7.6	-9.7	-38.8
Rohöl (Brent)	43.5	25.0	-17.9	-57.0	40.1	21.1	-15.5	-50.2
Gold	16.8	-1.2	6.0	-19.4	14.1	-4.3	9.0	-6.8

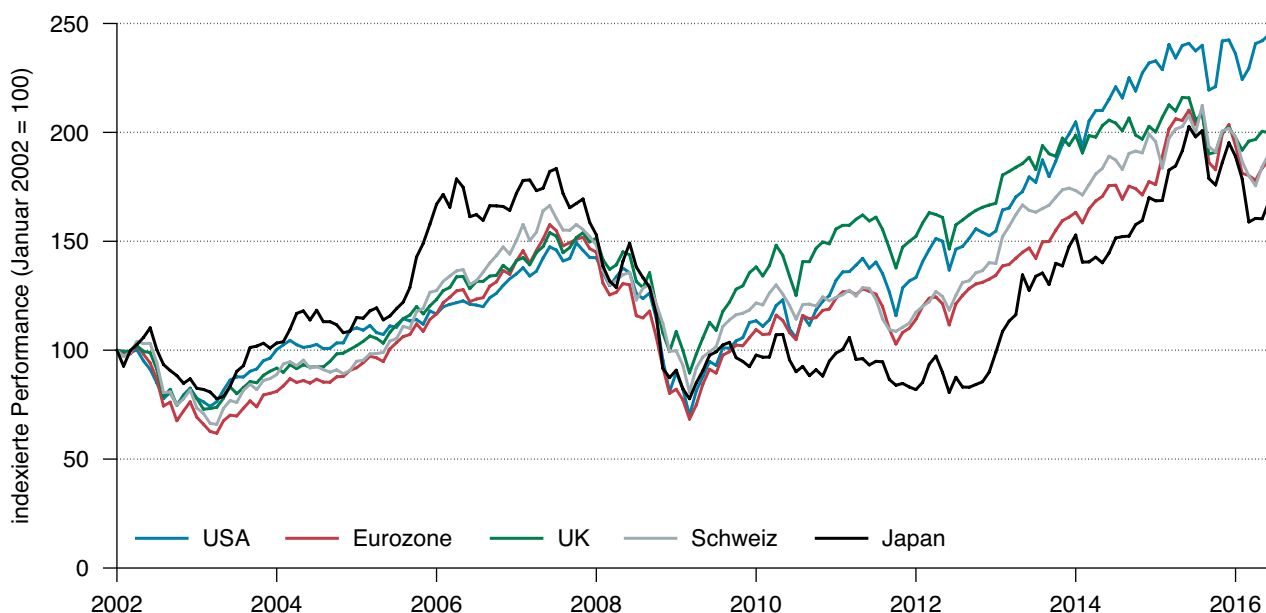
¹ Performance in Prozent für den jeweiligen Zeitraum.

Performance Schweizer Finanzanlagen

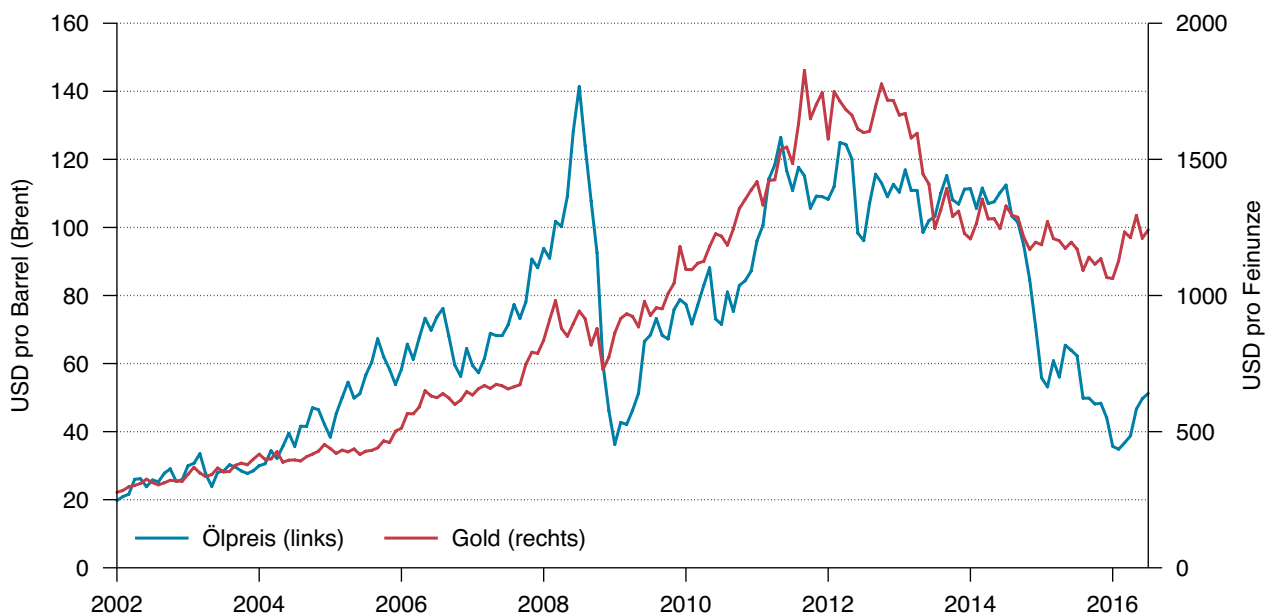


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Performance ausgewählter Aktienmärkte (in Lokalwährung)



Performance ausgewählter Rohstoffpreise

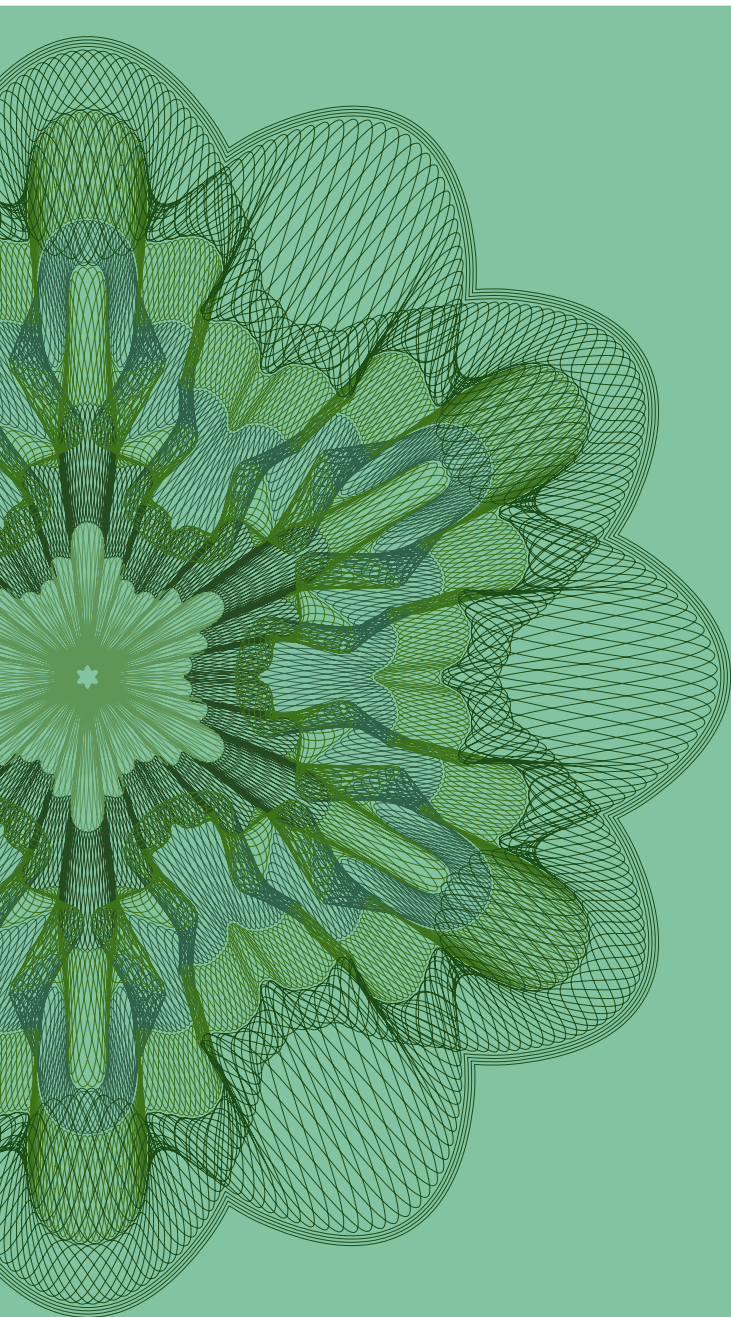


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Die Zahl des Monats

6.1 Prozent

Seit Jahren verliert das chinesische Wirtschaftswachstum an Dynamik. Im 1. Quartal 2016 hat die chinesische Regierung ein Wachstum von 6.7 Prozent ausgewiesen. Wellershoff & Partners hat in aufwändiger Detailarbeit Produktionsstatistiken gesichtet und eine ungeschönte Alternative zum offiziellen BIP-Wachstum geschätzt. Das Ergebnis? Im 2. Quartal dürfte die chinesische Wirtschaft mit nur noch 6.1 Prozent wachsen.



Rechtliche Hinweise

Diese Publikation wurde in Zusammenarbeit von QCAM Currency Asset Management AG und Wellershoff & Partners Ltd. erstellt. Die hierin enthaltenen Analysen basieren auf zahlreichen Annahmen. Unterschiedliche Annahmen könnten zu materiell unterschiedlichen Ergebnissen führen. Alle in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus als zuverlässig und glaubwürdig eingestuften Quellen. Trotzdem lehnen wir jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab. Alle Informationen und Meinungen sind nur zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Dieses Dokument darf nur im Rahmen der vertraglichen Vereinbarung reproduziert und vervielfältigt werden. Weder QCAM Currency Asset Management AG noch Wellershoff & Partners Ltd. sind haftbar für jegliche Ansprüche oder Klagen von Dritten, die aus dem Gebrauch oder der Verteilung dieser Publikation resultieren. Die Verteilung dieser Publikation darf nur im Rahmen der dafür geltenden Gesetzgebung stattfinden.