

SEPTEMBER 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

Fonds und Fremdwährungen -
was es bei der Auswahl zu
beachten gilt



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: 21. September 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

Fonds und Fremdwährungen - was es bei der Auswahl zu beachten gilt



Ein Gastbeitrag von
Marc Eigenheer, CFA, FRM
CEO ICADIA GmbH

Im institutionellen Umfeld hat sich das internationale Anlagen etabliert, wobei der Anteil an Anlagen in Fremdwährungen länderspezifisch stark variiert. Mit einer Quote von 70 – 80 Prozent zählen Schweizer Investoren mit zu den Spitzenreitern. Der Auswahl währungsabgesicherter Anlageprodukte kommt deshalb hohe Bedeutung zu. Grund genug, um auf die Aspekte des Fremdwährungsmanagements im Fondsgeschäft – das sogenannte Share Class Hedging – näher einzugehen.

In der Schweiz ist es für institutionelle Anleger eine Herausforderung, ein im Verhältnis zum investierbaren Kapital genügend breites Angebot an hochkapitalisierten und somit liquiden Anlagemöglichkeiten zu finden. Entsprechend weiten die Anleger ihre Suche auf das Ausland aus. Die Folge ist eine hohe Nachfrage nach währungsabgesicherten Anlageprodukten. In diesem Zusammenhang entstehen eine Vielzahl von Fragen und Unklarheiten.

Die Grundlagen

Bezeichnen wir im Folgenden eine Fremdwährungsposition als *Exposure*. Ein Exposure entsteht durch eine Transaktion (Ankauf oder Verkauf) in Fremdwährung. Entspre-

chend ist die Summe der Exposures die Summe aller für den Investor relevanten Transaktionen. So trivial diese Aussage erscheinen mag, so komplex kann die Sachlage im Fondsgeschäft sein. Dies deshalb, weil der Investor nicht direkt in den Fonds, sondern über eine Anteilsklasse in den Fonds investiert. Auf Transaktionsstufe bedeutet das: Der Investor investiert in eine Anteilsklasse, somit in Fonds und schliesslich in einzelne Anlagen.

Beachtet man nun zusätzlich noch die Thematik der Fremdwährungsabsicherung, kann jede der drei Instanzen (Investor, Anteilsklasse, Fonds) Währungsabsicherungen betreiben – und zwar unabhängig von den anderen. Dies, weil jede der drei Instanzen auch ihre eigene Referenzwährung besitzt. Nur so kann jede Instanz ihre Verantwortung wahrnehmen.

Denn sie wissen, was sie tun

Es gibt vier bekannte Arten der Handhabung von Währungsrisiken in Fonds, doch nur das Share Class Hedging bringt dem Investor eine nahezu währungsrisikofreie Anlage. Wir gehen im Folgenden beispielhaft davon aus, dass ein Schweizer Investor in die Anteilsklasse seiner Referenzwährung investiert, hier in die CHF-Anteilsklasse eines globalen Obligationenfonds. Der Investor tätigt also in keinem Fall selber eigene Währungstransaktionen, um den Kauf von Anteilsklassen zu ermöglichen.

Unhedged Share Class

Der Vollständigkeit halber sei eingangs die ungesicherte Anteilsklasse erwähnt. Hier ist der Investor gegenüber den Anlagewährungen des Fonds nicht währungsabgesichert.

Portfolio Hedging

Beim Portfolio Hedging sichert der Portfolio Manager Teile seiner Investitionen gegenüber der Referenzwährung des Fonds ab, beispielsweise aus taktischen Anlageüberlegungen. In der Summe verbleiben als Exposure die nicht gesicherten Teile der Anlagewährungen sowie die aus den Sicherungen des Fonds entstehenden Währungspositionen in der Referenzwährung des Fonds. Für den Investor führen diese Sicherungen also zu einer Verschiebung weg von Exposures in Anlagewährungen hin zu Exposures in der Referenzwährung des Fonds.

NAV Hedging

Die Anteilsklasse lässt sich mit der NAV Hedging Methode nun gegen die Währungsschwankungen der Fonds-Referenzwährung absichern. Damit sind die Ergebnisse der Anteilsklassen vergleichbar. Als einzige Differenz verbleibt die Zinsdifferenz zwischen den Referenzwährungen der jeweiligen Anteilsklasse und des Fonds. Aus Sicht des Investors verbleiben in der Summe als Exposure wiederum alle Anlagewährungen des Fonds. Der Investor ist gegenüber den Anlagewährungen des Fonds nicht währungsabgesichert.

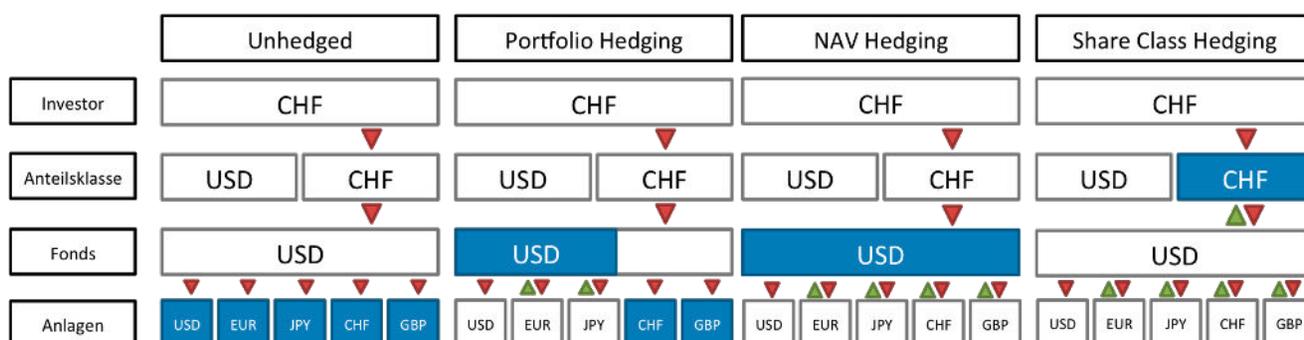
Share Class Hedging

Bei allen bisherigen Varianten ist der Investor gegenüber Währungsschwankungen gar nicht oder nur teilweise abgesichert. Anders beim Share Class Hedging. Ziel ist es hier, die Währungsrisiken für den Investor in der Anteilsklasse zu sichern. Dem Leser wird nicht entgehen, dass die Schwierigkeit darin besteht, dass die (potentiell stark variablen) Anlagewährungsanteile des Fonds bei der Sicherung bekannt sein müssen und Veränderungen laufend zu berücksichtigen sind. Letzteres kann zu einer häufigen Adjustierung des Absicherungsbetrags führen. Um hohe Transaktionskosten für die Anteilsklasse zu vermeiden, ist häufig eine Adjustierungs-Toleranz gegenüber der angestrebten Sicherungsquote von +/- 5 Prozent anzutreffen. Bei einer einhundertprozentigen Sicherung kann üblicherweise also eine tatsächliche Sicherung zwischen 95 - 105 Prozent erwartet werden.

Fazit

Es lohnt sich, sich gründlich über die Art der Währungsabsicherungen eines Fonds zu informieren und sich damit im Klaren zu sein, welche Währungsrisiken mit einer Fondsanlage verbunden sind.

Handhabung von Währungsrisiken in Fonds



Legende: Grün bedeutet Absicherung, rot bedeutet Exposure, blau zeigt das finale Währungsrisiko an

Quelle: ICADIA GmbH, QCAM Currency Asset Management

Die Makroperspektive

Vom Über- und Unterschätzen der Schweizer Konjunktur

Die jüngsten Schweizer Wachstumswahlen fielen auf den ersten Blick sehr erfreulich aus. Weil das Wachstum von den «falschen» Komponenten stammt, warnen wir einerseits vor zu grossem Optimismus. Andererseits bekräftigen wir, dass sich die Effekte der Frankenaufwertung auf Exportwirtschaft und Inflation abschwächen. Das wirft die Frage auf, wie lange die SNB an ihrer Negativzinspolitik festhalten wird.

Mit einem Schlag hat sich die Schweizer Wirtschaft im zweiten Quartal 2016 in die Spitzengruppe der am schnellsten wachsenden Industrienationen katapultiert. Unter den grösseren industrialisierten Volkswirtschaften wies lediglich Spanien ein höheres Quartalswachstum aus als die Schweiz mit ihren 0.6 Prozent. «Der Frankenschock ist überwunden» – die Schlagzeilen waren daraufhin in der Schweizer Medienlandschaft schnell geschrieben. Wir warnen vor voreiliger Euphorie. Die Quellen des jüngsten Wachstumsschubs sind wenig nachhaltig. Gleichzeitig schwächeln traditionelle Wachstumstreiber und vorauslaufende Stimmungsindikatoren signalisieren ein eher verhaltenes Wachstum für die kommenden Quartale.

Die «falschen» Wachstumstreiber

BIP-Wachstum ist nicht gleich BIP-Wachstum. Die Expansion der Schweizer Wirtschaftsleistung im zweiten Quartal geht mit erhöhten Staatsausgaben und einem Lageraufbau grösstenteils auf zwei wenig nachhaltige Quellen zurück. Wichtige Wachstumstreiber wie der Privatkonsum und die Anlageinvestitionen neigten zum wiederhol-

ten Mal zur Schwäche. Die Konsumausgaben privater Haushalte stagnierten zum zweiten Mal in den letzten drei Quartalen und wuchsen im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um nur noch 1.0 Prozent. Bei den Investitionen entwickelten sich sowohl die Bau- als auch die Unternehmensinvestitionen schwach. Erstere sanken zum dritten Mal binnen eines Jahres, weshalb nun auch die Jahreswachstumsrate in den negativen Bereich gefallen ist. Die Investitionen von Unternehmen in Maschinen und Software nahmen zum zweiten Mal in den letzten drei Quartalen ab. Die Auswirkungen des Frankenschocks wirken also weiterhin nach.

Eher verhaltene Konjunkturaussichten

Insbesondere die verhaltene Entwicklung der Unternehmensinvestitionen dürfte dabei weiterhin auf die Frankenaufwertung zurückzuführen sein. Zudem gehen geringere Investitionen mit einer geringeren Nachfrage nach Beschäftigung einher. Auch das lässt sich in den Statistiken erkennen. Umgerechnet auf die Anzahl der Vollzeitäquivalente nimmt das Beschäftigungsniveau im Vergleich zum Vorjahr seit zwei Quartalen ab. Da neue Arbeitskräfte oft im Ausland rekrutiert werden, widerspiegelt sich das auch in den Migrations- und Bevölkerungsstatistiken. In diesem Jahr könnte die Nettozuwanderung nur halb so hoch ausfallen wie in den Vorjahren. Das insgesamt rückläufige Bevölkerungswachstum dürfte auch in Zukunft für eher schwächere Bauinvestitionen und weniger stark wachsende Ausgaben seitens der Haushalte sorgen. Nach Rückgängen der Stimmungsindikatoren in den letzten Monaten in der Industrie und im Bausektor zeigt auch un-

ser vorauslaufender Indikator für die Gesamtwirtschaft nach unten. Damit geben auch die Wachstumsaussichten keinen Anlass zu grösserem Optimismus.

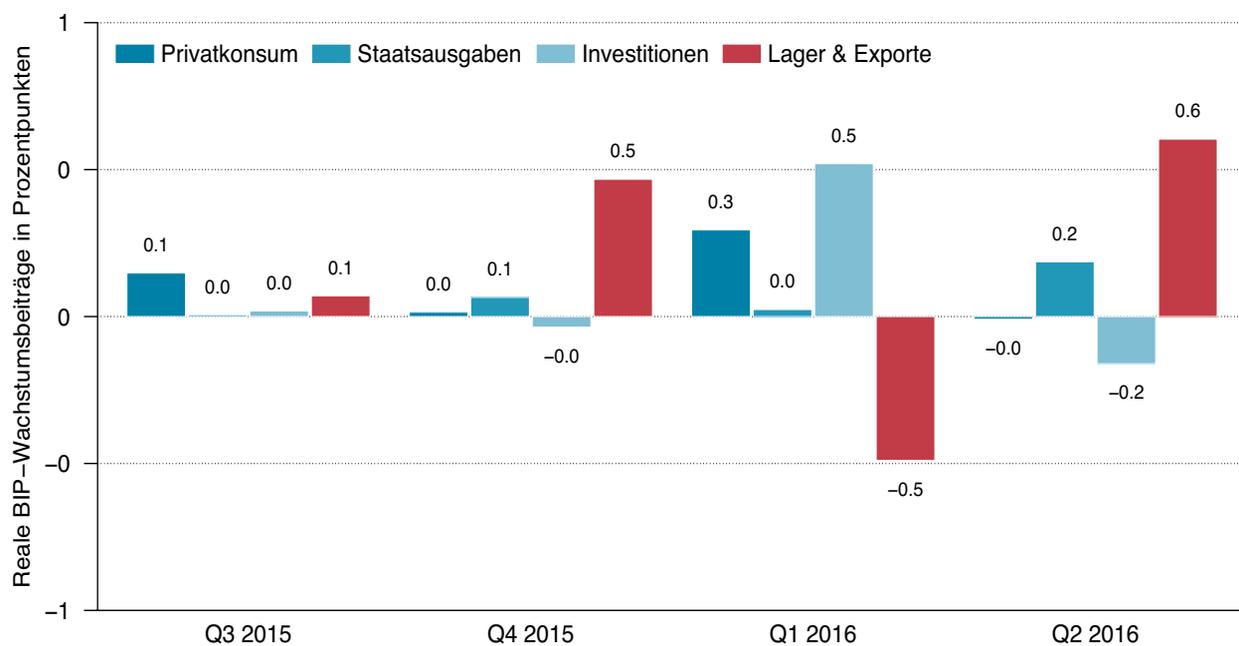
Erholungstendenzen in der Exportwirtschaft

Optimistischere Signale gibt es allerdings aus dem Exportsektor. Nach mehreren Quartalen, in denen die Frankenaufwertung deutliche Spuren hinterliess, haben sich in den letzten Monaten die Erholungstendenzen verfestigt. Positiv stimmt vor allem, dass die Erholung über fast alle Exportindustrien hinweg breit abgestützt ist. Nachdem lange nur die Chemie- und Pharmabranche positive Wachstumszahlen vermelden konnte, haben in den vergangenen Monaten auch die Metall-, Maschinen- und Elektronikindustrie zum Wachstum beigetragen. Zuletzt verzeichnete einzig die Uhrenindustrie weiterhin sinkende Auslandserlöse.

Weiterhin nötige SNB-Krisenpolitik?

Alles in allem ist davon auszugehen, dass die Jahreswachstumsrate von aktuell 2.0 Prozent in den nächsten Quartalen wieder etwas fallen dürfte. Trotz dieses Rückgangs rechnen wir damit, dass das Wachstum für die Schweizer Wirtschaft – auch dank einer wieder expandierenden Exportwirtschaft – deutlich im positiven Bereich verharren wird. Zudem wird die jährliche Inflationsrate in den kommenden Monaten wieder über die Nulllinie klettern. Für die Schweizerische Nationalbank stellt sich daher die Frage, wie lange sie angesichts solcher Normalisierungstendenzen an den Negativzinsen festhalten will. Als Argument für die Negativzinspolitik kann damit je länger, je mehr nur noch die Überbewertung des Franken ins Feld geführt werden. Mit dem Wissen, dass Wechselkurse über kurz oder lang zu ihrer Kaufkraftparität zurückkehren, steht auch dieses Argument auf sehr wackligen Füßen.

Die Entwicklung der Beiträge des Schweizer BIP-Wachstums



Quelle: Seco, Wellershoff & Partners

Was die Währungsmärkte bewegt

Die Aufregung um den Brexit legt sich

Die erste Aufregung um den Brexit hat sich bereits wieder gelegt. Gleichzeitig hat das britische Pfund zwischenzeitlich stark an Wert verloren und bewegt sich gegenüber dem Schweizer Franken am Rande des gemäss Kaufkraftparität neutralen Wechselkursbereichs. In der Summe ergibt das eine attraktive Anlagemöglichkeit.

Grossbritannien ist weiterhin Mitglied der EU. Angesichts der teils verwirrenden Berichterstattung zum Thema lohnt es sich, sich diese einfache Einsicht immer mal wieder vor Augen zu führen. Die britische Bevölkerung hat sich in ihrem Votum am 23. Juni zwar dafür ausgesprochen, aus der EU austreten zu wollen. Umgesetzt wurde dieser Schritt aber noch nicht. Und noch sind diesbezüglich viele Fragen unklar. In welchem Zeitraum der *Brexit* umgesetzt werden wird, steht etwa noch in den Sternen. Gemäss den meisten Kommentatoren dürfte Grossbritannien die EU nicht vor dem Herbst 2017 über den Austritt informieren. Dann aber dauert es noch mindestens zwei weitere Jahre, bis der Austritt Tatsache sein wird. Weitere Verzögerungen sind mehr als wahrscheinlich. In anderen Worten: der *Brexit* lässt auf sich warten.

Andauernde Beziehungskrise

Neben dem Zeitplan des *Brexit* ist ebenfalls weiterhin unklar, wie die Beziehungen zwischen Grossbritannien und der EU in Zukunft ausgestaltet sein werden. Möglichkeiten dazu gibt es viele. Eine erste Alternative liegt in einem bilateralen Vertragswerk nach dem Vorbild der Schweiz.

Am anderen Ende des Spektrums liegt ein einfacher Freihandelsvertrag ohne weitergehenden Zugang zum gemeinsamen Binnenmarkt. Abzuschätzen, welche Variante sich am Schluss durchsetzen wird, ist müssig. Sehr wahrscheinlich weiss selbst die britische Regierung derzeit noch nicht, in welche Richtung sie verhandeln will. Realistischerweise muss man davon ausgehen, dass beide Akteure – die EU und Grossbritannien – ihre Präferenzen im laufenden Verhandlungsprozess mehrmals anpassen werden.

Nüchterne Reaktionen

Die Frage nach den Konsequenzen des *Brexit* hat vor, während und nach dem Votum die Gemüter bewegt. Ein Problem dabei ist, dass über die längerfristigen Folgen des *Brexit* aufgrund der Tatsache, dass die zukünftige Ausgestaltung der Beziehungen zwischen Grossbritannien und der EU noch unklar ist, keine seriösen Aussagen gemacht werden können. Wellershoff & Partners hat in einer eigens verfassten Studie aber immerhin errechnet, dass die Wachstumseffekte eines im Zuge des *Brexit* zu erwartenden Stimmungsschocks für Grossbritannien stärker sein würden als für die Eurozone. Dieses Modell hat unter der Annahme operiert, dass es nicht zu einer panikartigen Reaktion kommen würde. Das hat sich mittlerweile bestätigt. Die Stimmungseintrübung in den Ländern der Eurozone hat sich als stark abhängig vom Exportanteil des jeweiligen Landes nach Grossbritannien gezeigt, was darauf hindeutet, dass der *Brexit* von den Konsumenten und Produzenten der Eurozone sehr nüchtern aufgenommen wurde.

Die britische Wirtschaft trotz dem Brexit

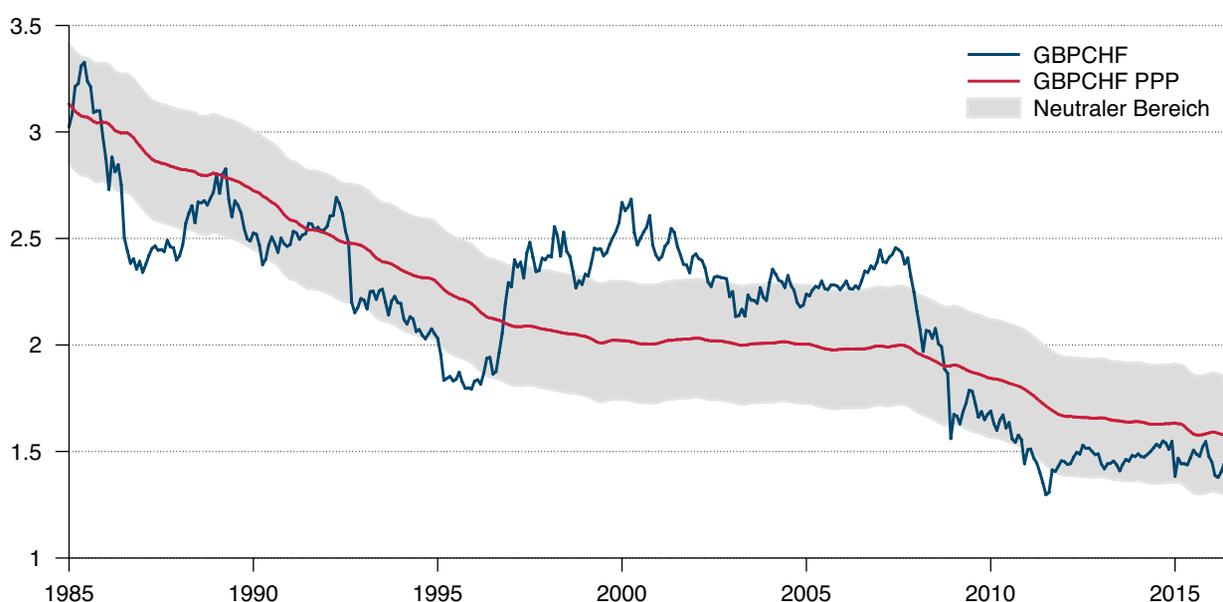
Von zentraler Bedeutung ist, dass der *Brexit* auch in Grossbritannien selbst bisher bescheidenere Spuren hinterlassen hat, als teils erwartet wurde. Nach einer doch sehr deutlichen Eintrübung der Unternehmensstimmung im Juli auf 48.2 Punkte hat sich diese im August bereits wieder auf starke 53.3 Punkte erholt. Auch die Konsumentenstimmung hat die Rückgänge vom Juli im August zu grossen Teilen wieder wettgemacht. Damit im Widerspruch steht die Ausweitung der expansiven Geldpolitik durch die britische Zentralbank. Das von der britischen Zentralbank im August gezeichnete Wirtschaftsbild war derweil so düster, dass es in den britischen Medien stark kritisiert wurde.

Opportunitäten im Pfund

Vierorts wurde im Nachgang zum *Brexit* eine ökonomische und politische Krise erwartet. Doch die britische Po-

litik beweist derzeit einiges an Qualität in der Bewältigung dieser Herausforderung. Derweil zeigt die britische Wirtschaft eine erstaunliche Widerstandsfähigkeit. Gezeigt hat sich der *Brexit* bisher wenig überraschend hauptsächlich im Wechselkurs. Der GBPCHF-Wechselkurs hat kurz nach dem Votum stark an Wert verloren und operiert seither am Rande des gemäss Kaufkraftparität neutralen Wechselkurses. Mittlerweile zeichnet sich zudem im GBPCHF-Wechselkurs immer mehr eine Bodenbildung ab, was unsere oben formulierte Einschätzung, dass sich die Aufregung um den *Brexit* zunehmend legt, unterstützt. Deshalb kann das Pfund aus Frankensicht eine spannende Anlagealternative bieten. Als Risikoszenario muss aber genannt werden, dass sich die *BoE* im September zwar dazu entschieden hat, vorerst keine weiteren Massnahmen zu treffen – dass sie sich aber auch explizit die Möglichkeit offen gehalten hat, noch expansiver zu werden.

Das Pfund operiert am Rand des neutralen Wechselkursbereichs



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Konjunkturklima

Vorwiegend negativ fielen diesen Monat die Konjunkturnachrichten aus den Vereinigten Staaten aus. Der *ISM Manufacturing Index* hat sich im August von 52.6 Punkten auf 49.4 Punkte eingetrübt, der *ISM Non-Manufacturing Index* ist sogar um über 4 Punkte eingebrochen. Nun hat in den letzten Wochen auch die Dynamik des Privatkonsums nachgelassen, während in den ersten acht Monaten des Jahres rund 300 000 Stellen weniger geschaffen wurden als in der gleichen Zeitperiode des Vorjahres. Kommt hinzu, dass in den kommenden Monaten mit einem Wegfall der stimulierenden Wirkung der tieferen Energiepreise zu rechnen ist. Das

sind keine schönen Aussichten für die amerikanische Wirtschaft.

Als ob das nicht schon genug der schlechten Nachrichten wären, verheisst die mit dem in den letzten Tagen wieder enger gewordenen amerikanischen Präsidentschaftswahlkampf einhergehende Unsicherheit nichts Gutes für die amerikanische Wirtschaft. Auch in der Eurozone stehen wichtige politische Weichenstellungen an. Hier hat sich das Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal bei 1.6 Prozent im Vorjahresvergleich eingependelt. Die ökonomischen Folgen des *Brexit* halten sich dabei bisher in Grenzen.

Überblick

	Trendwachstum ¹	Reales BIP-Wachstum ²				W&P-Konjunkturklimaindikatoren ³			
		Q3/2015	Q4/2015	Q1/2016	Q2/2016	5/2016	6/2016	7/2016	8/2016
USA	1.7	2.2	1.9	1.6	1.2	2.4	3.2	2.9	1.9
Eurozone	1.0	2.0	2.0	1.7	1.6	2.2	2.1	2.1	2.0
Deutschland	1.4	1.7	1.3	1.8	1.7	2.3	2.6	2.6	2.4
Frankreich	0.7	1.1	1.3	1.4	1.4	1.8	1.5	1.4	1.5
Italien	0.2	0.8	1.1	1.0	0.8	2.0	1.2	1.3	0.8
Spanien	1.6	3.4	3.5	3.4	3.2	3.1	3.3	3.2	2.8
Grossbritannien	1.8	2.0	1.8	2.0	2.2	2.7	2.9	2.2	2.4
Schweiz	1.5	0.8	0.6	1.1	2.0	1.2	1.2	1.0	0.6
Japan	0.4	1.8	0.8	0.1	0.8	1.8	1.9	1.8	1.9
Kanada	1.6	1.0	0.3	1.2	0.9	0.9	1.3	1.5	1.1
Australien	2.4	2.6	2.8	3.0	3.3	3.5	3.4	3.5	3.5
Brasilien	1.4	-4.5	-5.9	-5.4	-3.8	-3.2	-2.1	-0.3	-0.5
Russland	0.1	-3.7	-3.8	-1.2	-0.6	-0.2	1.7	-0.3	1.0
Indien	7.7	7.6	7.2	7.9	7.1	6.0	6.5	6.5	6.9
China	7.4	6.9	6.8	6.7	6.7	8.1	7.7	8.9	8.6
Industrienationen⁴	1.4	2.1	2.0	1.5	1.6	2.4	2.8	2.5	2.0
Schwellenländer⁴	6.0	4.6	4.5	4.8	4.8	4.8	4.7	5.5	5.5
Welt⁴	3.5	3.4	3.2	3.2	3.2	3.2	3.3	3.6	3.3

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

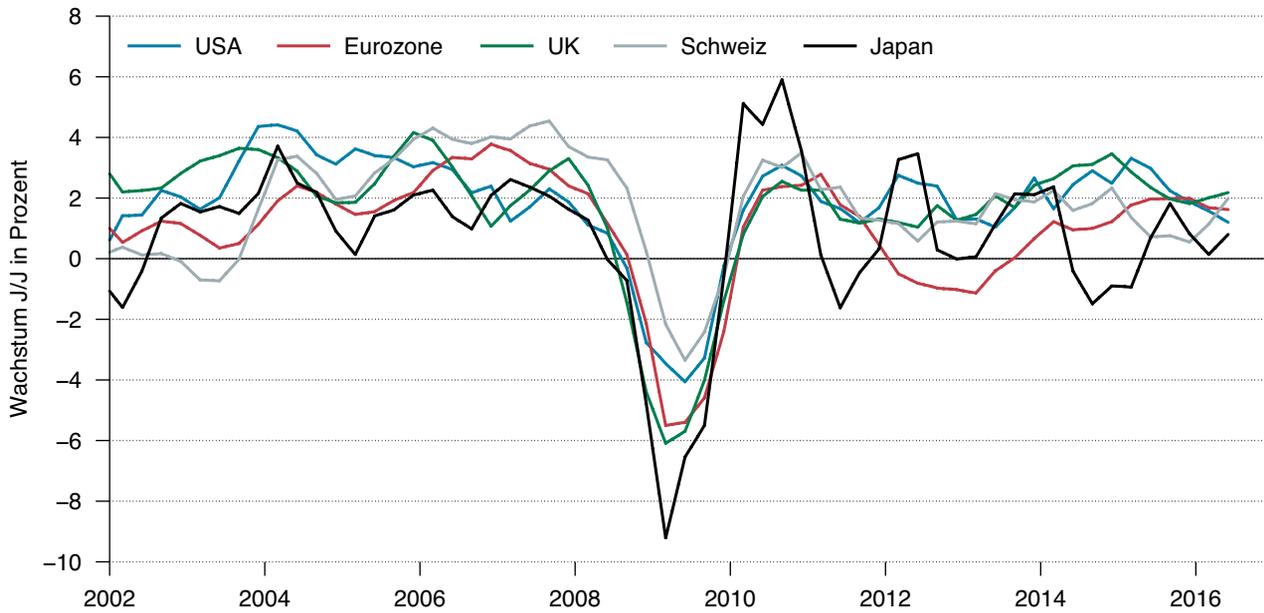
² Veränderung des realen BIP gegenüber dem Vorjahresquartal in Prozent.

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

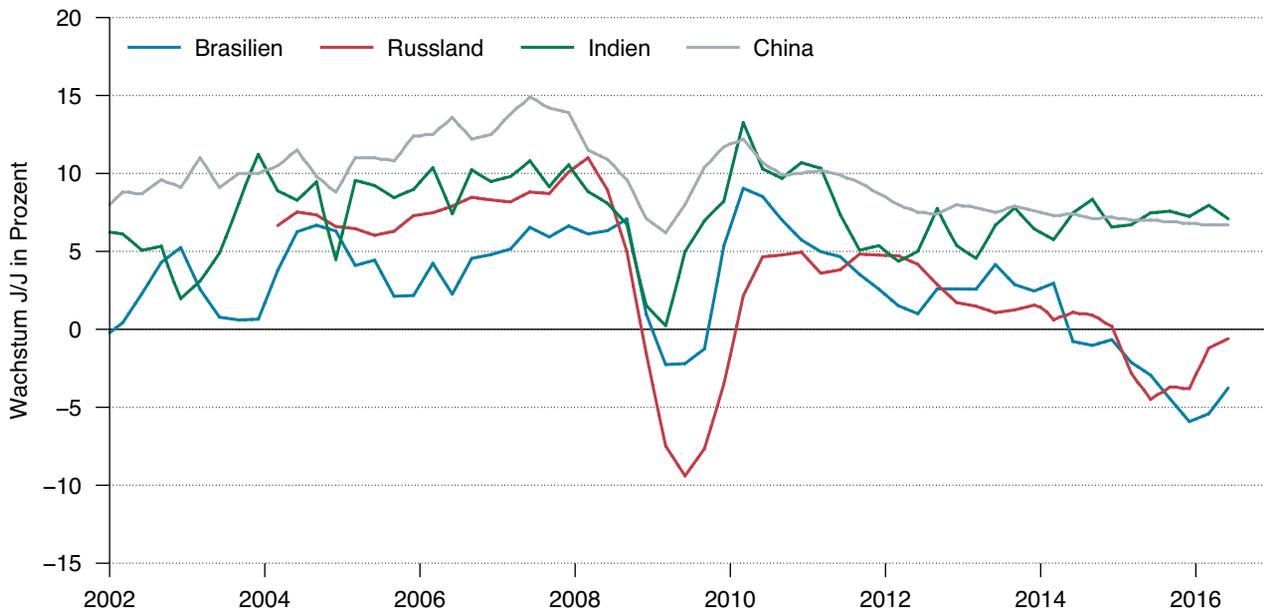
⁴ Die Aggregate werden anhand von nominalen BIP-Gewichten und Kaufkraftparitätskursen berechnet.

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

Wirtschaftswachstum Industrienationen



Wirtschaftswachstum Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

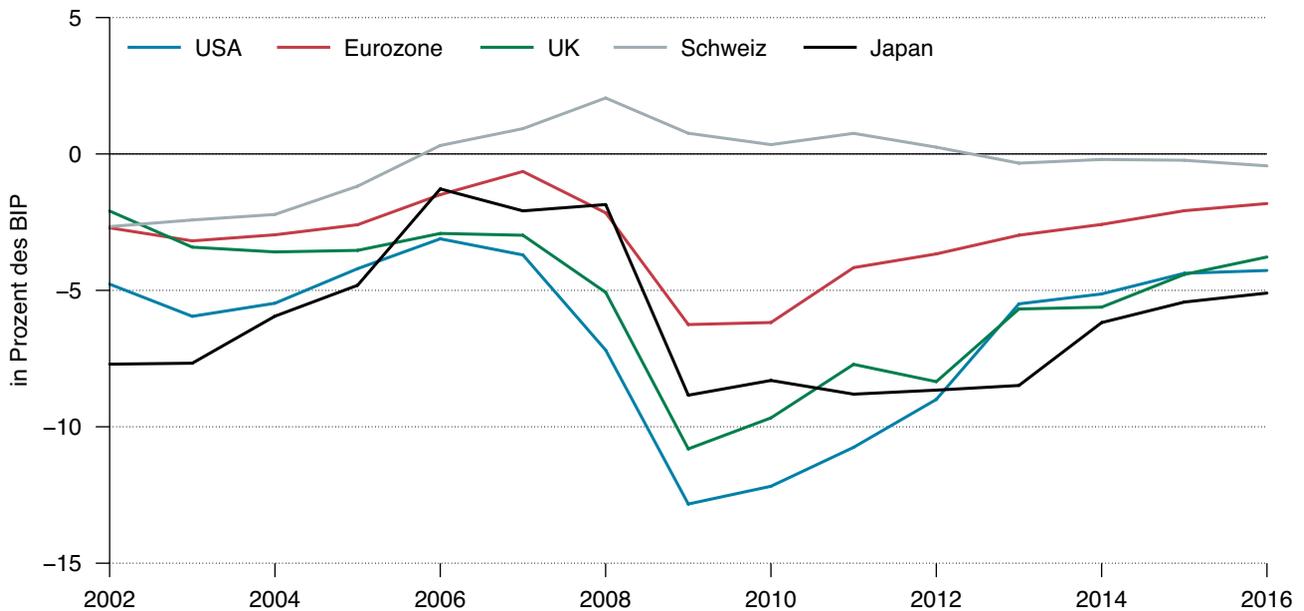
Wirtschaftsindikatoren

Ausgewählte Kennzahlen

	Anteil am Welt-BIP ¹		Leistungsbilanz ²		Staatsverschuldung ²		Budgetdefizit ²		Arbeitslosenquote ³	
	Ø 5 Jahre	Aktuell	Ø 5 Jahre	Aktuell	Ø 5 Jahre	Aktuell	Ø 5 Jahre	Aktuell	Ø 5 Jahre	Aktuell
USA	22.4	25.1	-2.6	-2.5	111.3	114.2	-7.0	-4.3	7.2	4.9
Eurozone	17.2	16.0	2.6	3.8	105.1	109.6	-3.1	-1.8	11.2	10.1
Deutschland	4.9	4.7	7.2	9.2	82.4	75.2	0.0	0.3	6.8	6.1
Frankreich	3.6	3.3	-0.8	-0.7	112.6	121.6	-4.3	-3.4	9.6	9.6
Italien	2.8	2.5	0.3	2.1	144.5	160.3	-3.0	-2.3	11.1	11.5
Spanien	1.8	1.7	0.1	1.1	101.6	117.4	-7.6	-3.7	23.8	19.6
Grossbritannien	3.7	3.7	-3.9	-5.9	110.9	115.3	-6.4	-3.8	6.8	4.9
Schweiz	0.9	0.9	9.9	10.6	45.6	46.2	0.0	-0.4	3.0	3.2
Japan	6.8	6.0	1.5	3.4	220.8	233.1	-7.5	-5.1	4.0	3.0
Kanada	2.4	2.0	-3.0	-3.5	86.0	92.3	-2.0	-2.4	7.1	7.0
Australien	1.9	1.6	-3.7	-3.6	30.8	39.1	-3.3	-2.4	5.6	5.6
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	7.4	11.6
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	5.3

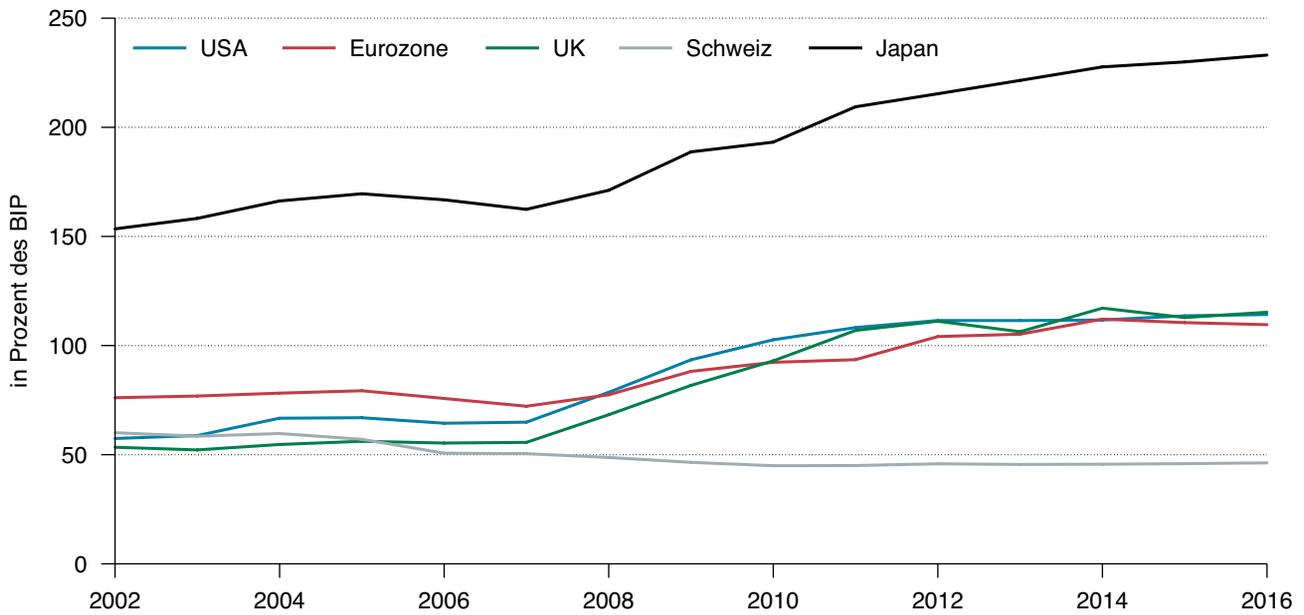
¹ In Prozent; Berechnung anhand von Marktwechselkursen. ² In Prozent vom nominalen BIP. ³ In Prozent.

Budgetdefizit Industrienationen

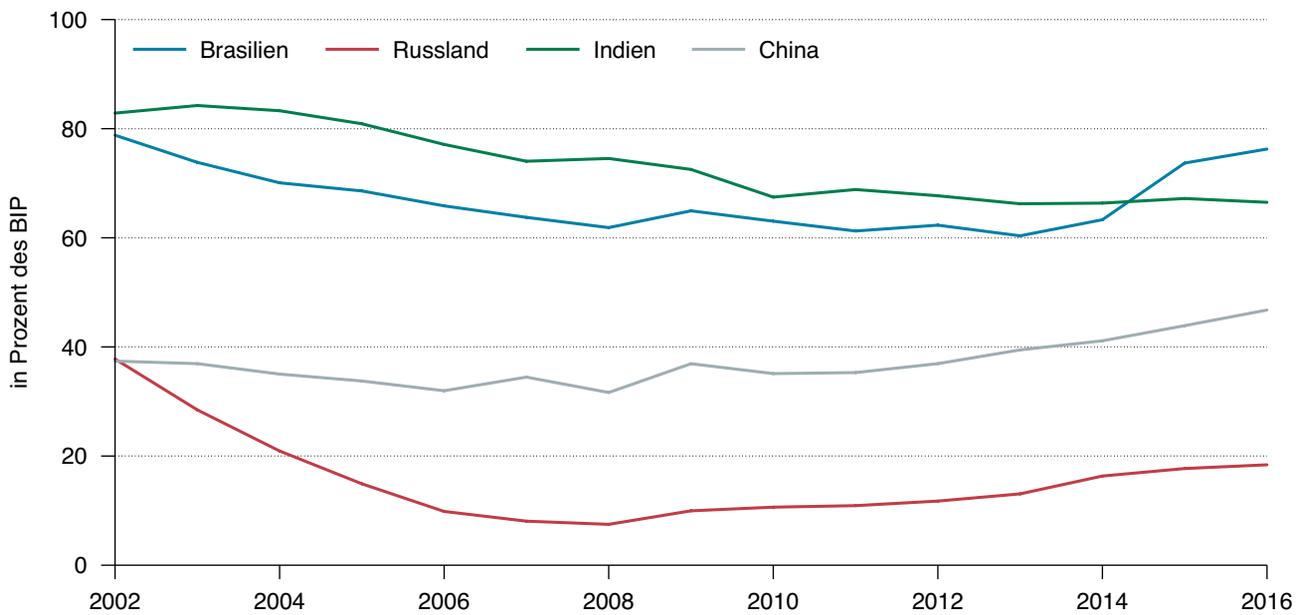


Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Staatsverschuldung Industrienationen



Staatsverschuldung Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Inflation

In der Schweiz lag die Teuerungsrate im Juli noch bei -0.2 Prozent im Vorjahresvergleich. Im August wurde eine Teuerungsrate von -0.1 Prozent ausgewiesen. Die Kernrate der Inflation lag zum zweiten Mal in Folge bei 0.0 Prozent. Aufgrund der auslaufenden, preisdrückenden Effekte der tiefen Energie- und Importpreise ist damit zu rechnen, dass die Teuerungsrate in der Schweiz in den kommenden Monaten wieder in den positiven Wertebereich zurückkehren wird. Gemäss Wellershoff & Partners dürften die genannten Basiseffekte bis im Frühjahr 2017 zu einer Teuerungsrate von 0.5 Prozent im Vorjahresvergleich führen.

Erstaunliches spielt sich in Japan ab. Hier kam die Teuerungsrate im Juni auf -0.3 Prozent zu liegen. Im Juli wurde sie bereits mit -0.5 Prozent ausgewiesen. Damit steht die Teuerungsrate auf dem tiefsten Wert seit Mitte 2013. Ruft man sich in Erinnerung, wie expansiv die Geldpolitik der japanischen Zentralbank bereits ist, kann das nur erstaunen. An ihrem Treffen im September hat sich die *BoJ* nun damit exponiert, dass sie nicht nur ihr Teuerungsziel von 2 Prozent erreichen wolle, sondern auch bereit sei, ein Überschreiten über diesen Wert in Kauf zu nehmen. Ob dieses Engagement Wirkung zeigen wird, werden die kommenden Monate weisen.

Überblick

	Ø 10 Jahre ¹	Inflation ²				Kerninflation ³			
		5/2016	6/2016	7/2016	8/2016	5/2016	6/2016	7/2016	8/2016
USA	1.8	1.0	1.0	0.8	-	2.2	2.3	2.2	-
Eurozone	1.5	-0.1	0.1	0.2	0.2	0.8	0.9	0.9	0.8
Deutschland	1.4	0.1	0.3	0.4	0.4	1.1	1.2	1.3	1.1
Frankreich	1.2	0.0	0.2	0.2	0.2	-	-	-	-
Italien	1.5	-0.3	-0.4	-0.1	-0.1	0.6	0.5	0.6	0.4
Spanien	1.5	-1.0	-0.8	-0.6	-0.1	0.7	0.6	0.7	-
Grossbritannien	2.4	0.3	0.5	0.6	-	1.2	1.4	1.3	-
Schweiz	0.1	-0.4	-0.4	-0.2	-0.1	-0.1	-0.2	0.0	0.0
Japan	0.3	-0.4	-0.3	-0.5	-	0.6	0.5	0.3	-
Kanada	1.6	1.5	1.5	1.3	-	2.1	2.1	2.1	-
Australien	2.5	1.1	1.0	-	-	1.6	1.6	-	-
Brasilien	6.0	9.3	8.8	8.7	9.0	8.2	7.7	7.3	-
Russland	9.3	7.3	7.5	7.2	6.8	7.5	7.5	7.4	7.0
Indien	8.1	5.8	5.8	6.1	-	-	-	-	-
China	2.9	2.0	1.9	1.8	1.3	1.6	1.6	1.8	1.6
Industrienationen ⁴	1.5	0.5	0.5	0.5	0.5	1.5	1.5	1.5	1.5
Schwellenländer ⁴	5.3	4.1	4.0	4.0	3.6	3.1	3.1	3.2	2.9
Welt ⁴	3.1	2.2	2.2	2.1	2.0	1.9	1.9	1.9	1.9

¹ Durchschnittliche Jahreststeuerung der Konsumentenpreise in Prozent.

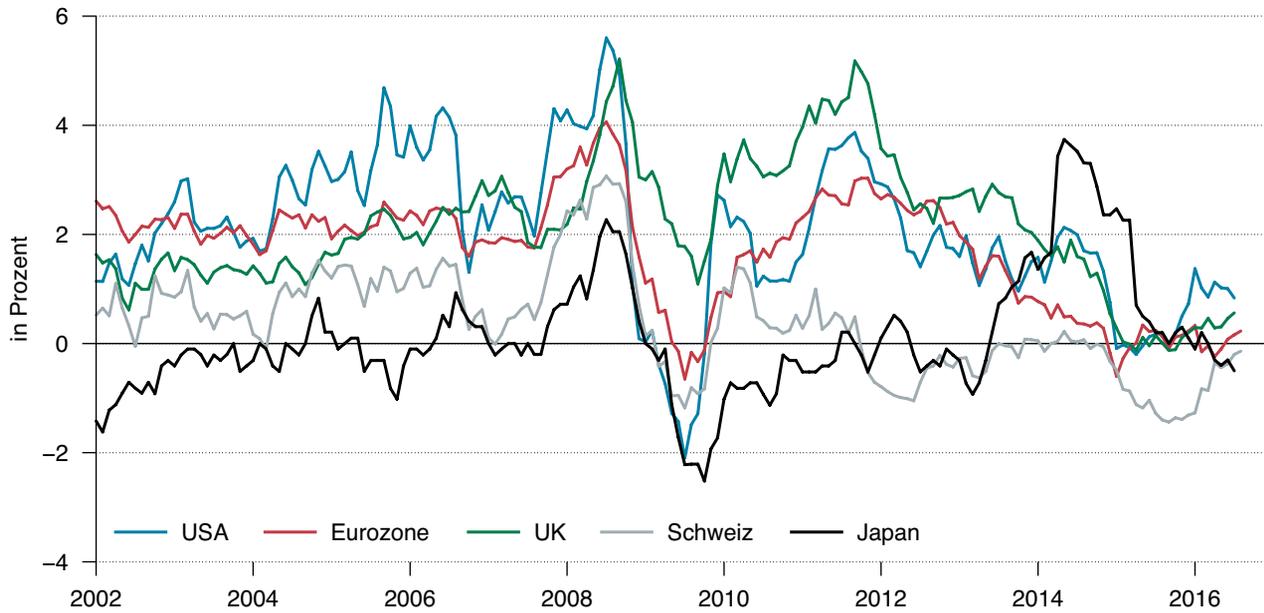
² Veränderung der Konsumentenpreise gegenüber dem Vorjahresmonat in Prozent.

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

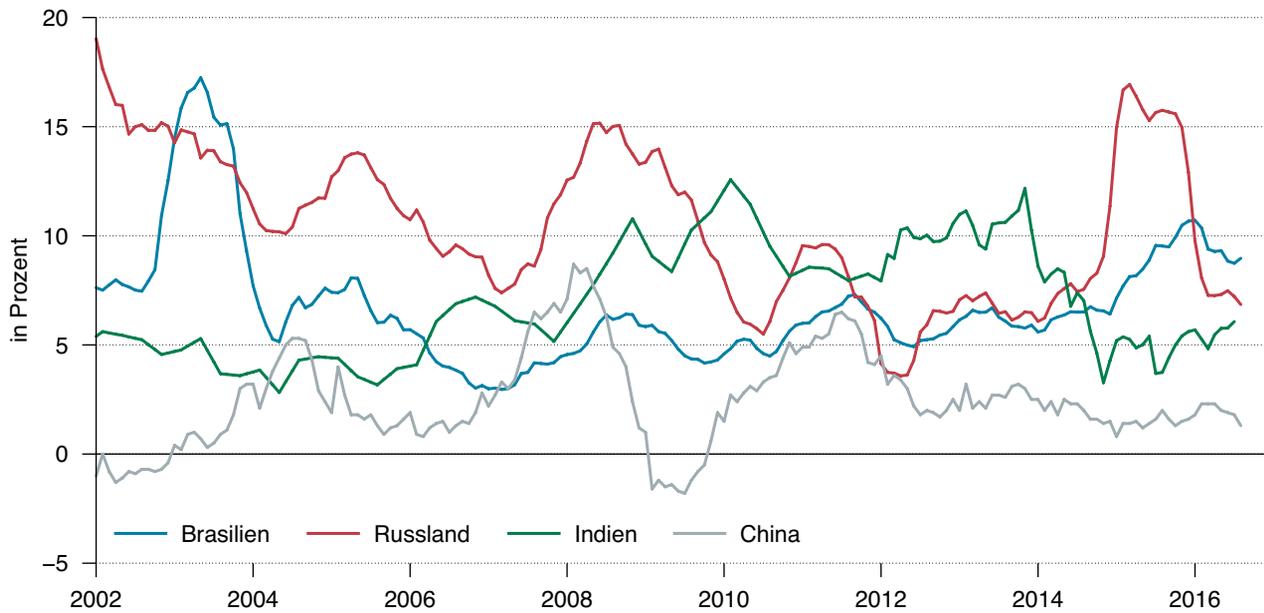
⁴ Die Aggregate werden anhand von nominalen BIP-Gewichten und Kaufkraftparitätskursen geschätzt.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Konsumentenpreisinfation Industrienationen



Konsumentenpreisinfation Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

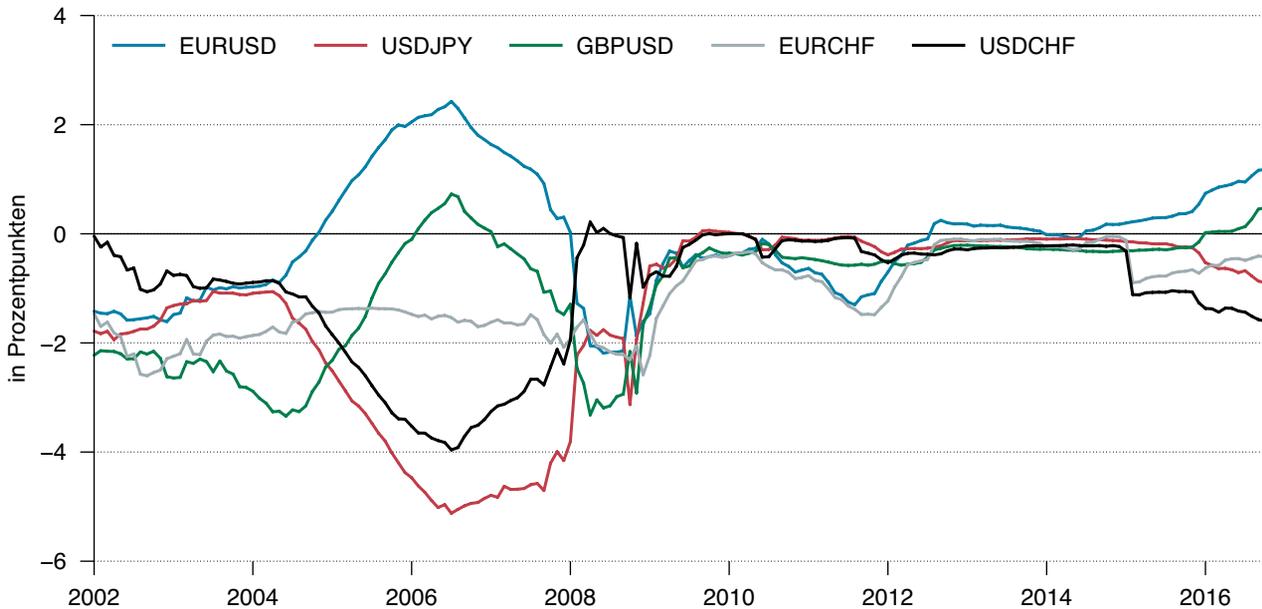
Zinsumfeld

Zinsdifferenz im Vergleich

	Aktueller Wechselkurs	Zinsdifferenz 3 Monate ¹				Zinsdifferenz 12 Monate ¹			
		Aktuell	vor 1 Jahr	Ø 5 Jahre	Ø 10 Jahre	Aktuell	vor 1 Jahr	Ø 5 Jahre	Ø 10 Jahre
EURUSD	1.116	1.18	0.38	0.18	-0.09	1.62	0.71	0.33	-0.03
USDJPY	102.3	-0.90	-0.24	-0.25	-0.95	-1.46	-0.59	-0.49	-1.10
GBPUSD	1.308	0.48	-0.27	-0.25	-0.58	0.80	-0.23	-0.28	-0.61
EURCHF	1.093	-0.42	-0.67	-0.43	-0.85	-0.40	-0.67	-0.55	-0.93
USDCHF	0.979	-1.60	-1.05	-0.61	-0.77	-2.02	-1.38	-0.87	-0.91
GBPCHF	1.281	-1.12	-1.31	-0.86	-1.35	-1.22	-1.61	-1.15	-1.52
CHFJPY	104.4	0.70	0.80	0.36	-0.18	0.56	0.79	0.38	-0.19
AUDUSD	0.748	-0.60	-1.64	-2.25	-2.60	0.15	-1.02	-1.61	-2.18
USDCAD	1.322	0.04	0.45	0.78	0.44	-0.43	0.02	0.53	0.26
USDSEK	8.569	-1.48	-0.66	0.35	0.34	-1.75	-0.90	0.18	0.27
USDRUB	65.2	9.29	11.23	8.92	7.40	8.66	11.91	8.48	7.65
USDBRL	3.302	13.16	14.08	10.50	9.81	11.36	14.58	10.24	9.72
USDCNY	6.671	1.93	2.82	3.83	2.42	1.47	2.59	3.49	2.19
USDTRY	2.983	8.25	11.39	8.93	9.70	8.03	10.93	8.74	9.95
USDINR	67.01	7.47	7.48	8.79	7.11	5.46	6.28	6.34	4.54

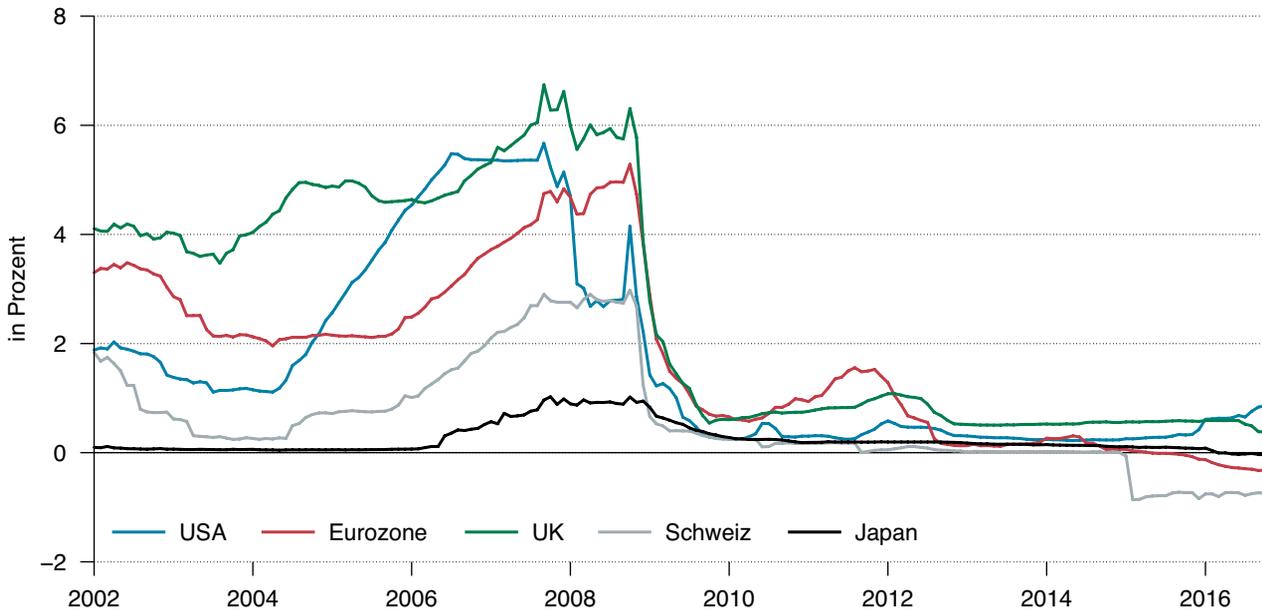
¹ Zinsen im zweiten Währungsraum abzgl. Zinsen im ersten Währungsraum; z.B. US-Dollar-Zinsen abzgl. Euro-Zinsen für EURUSD.

Zinsdifferenz

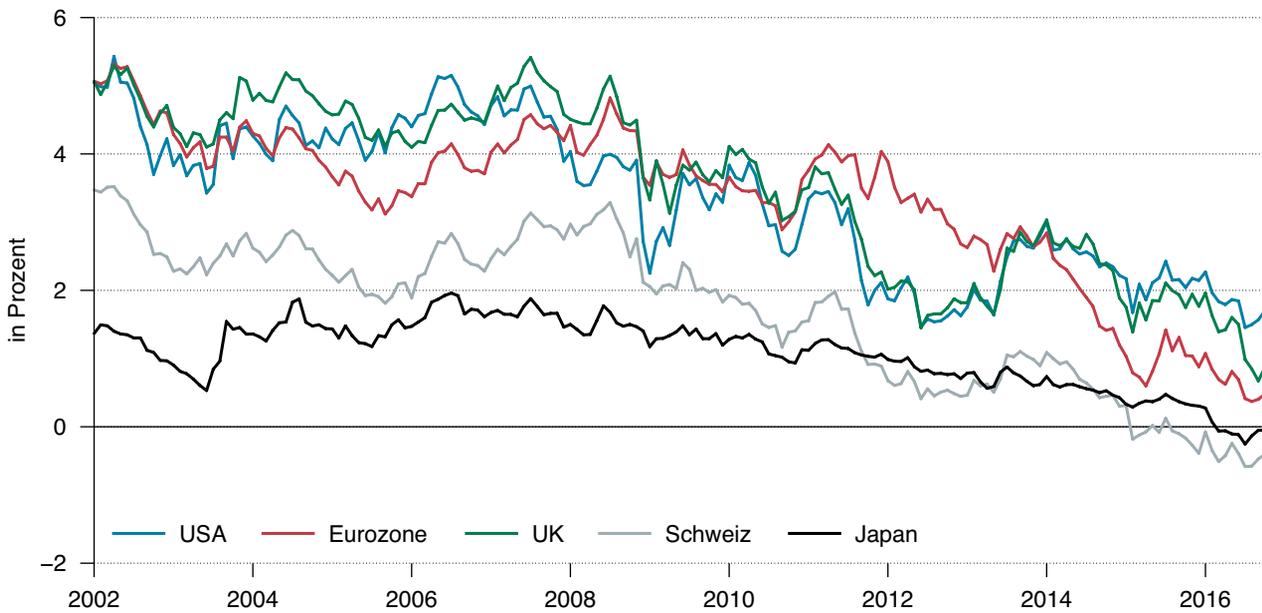


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Dreimonats-Liborsätze



Zehnjährige Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Währungsmärkte

Die Hauptwährungen haben ihr bestehendes Bewertungs-Muster in den vergangenen Wochen bestätigt. Gemäss den von Wellershoff & Partners errechneten Schätzungen zur Kaufkraftparität bleiben der Schweizer Franken und der US-Dollar überbewertet, während das britische Pfund, der Euro und der japanische Yen unterbewertet sind. Der aufgrund der Spekulationen um einen Zinsschritt der amerikanischen Zentralbank im Zentrum der Aufmerksamkeit stehende EURUSD-Wechselkurs hat sich in den vergangenen Wochen in einem engen Seitwärtsband bewegt.

An den Finanzmärkten geht derzeit die Sorge um die zunehmende Wirkungslosigkeit geldpolitischer Mass-

nahmen um. Beispielhaft zeigt sich das am japanischen Yen. Stellt man die Bilanz der japanischen Zentralbank ins Verhältnis zur Wirtschaftsleistung des Landes, hat die japanische Zentralbank die zweitexpansivste Geldpolitik der Welt – nach der Schweizerischen Nationalbank. Weder dieser Umstand noch die weitere Ausweitung der geldpolitischen Massnahmen im Januar 2016 und Juli 2016 konnte aber zu einer neuerlichen Schwächung des japanischen Yen beitragen. Ob die an der September-Sitzung der *BoJ* beschlossenen Massnahmen daran etwas ändern können, steht noch in den Sternen. Klar ist einzig, dass die Volatilität im USDJPY-Währungspaar anhalten dürfte.

Performance und Bewertung

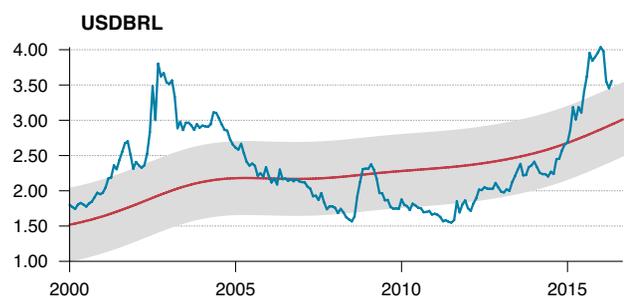
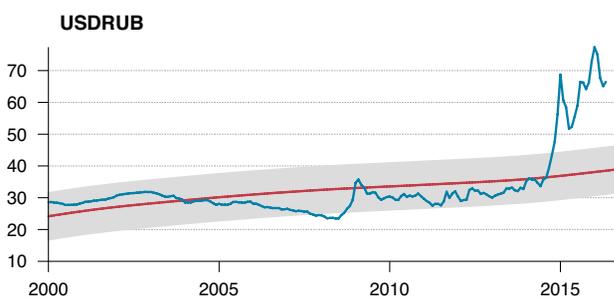
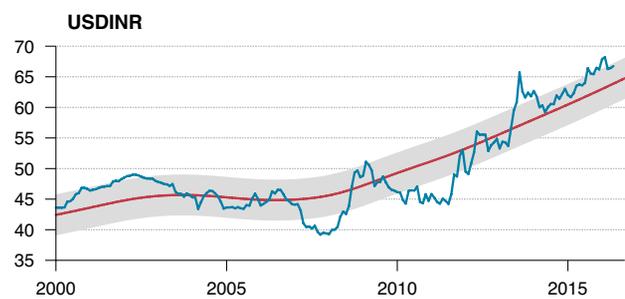
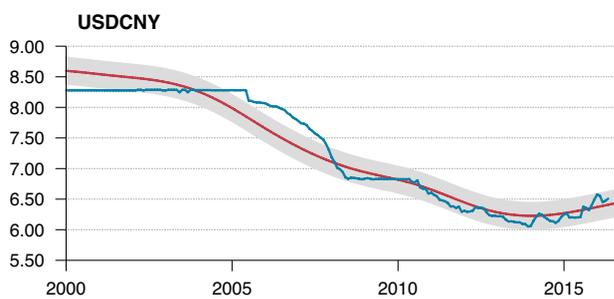
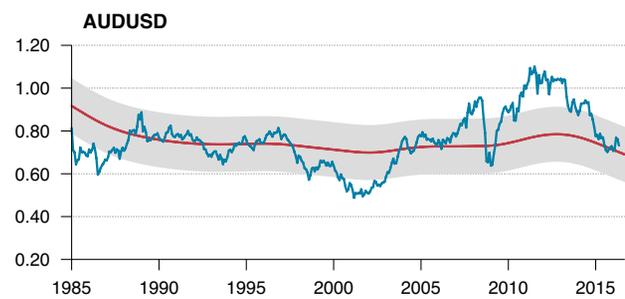
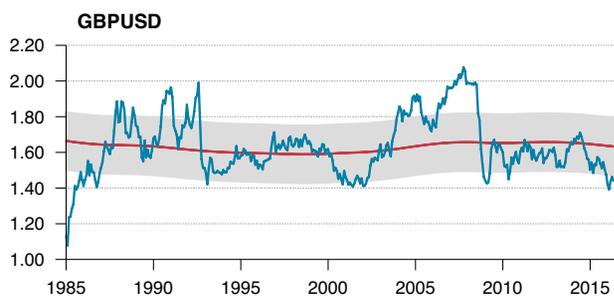
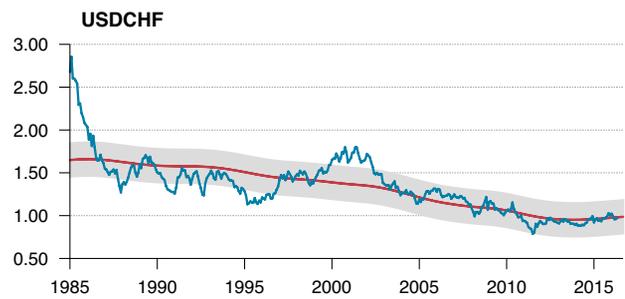
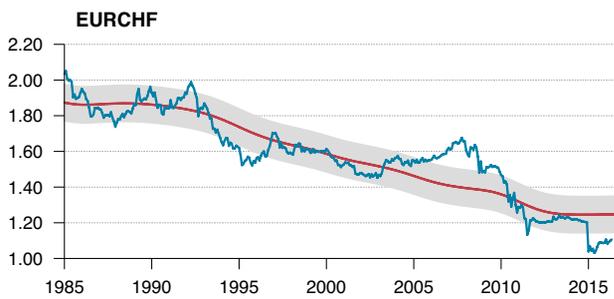
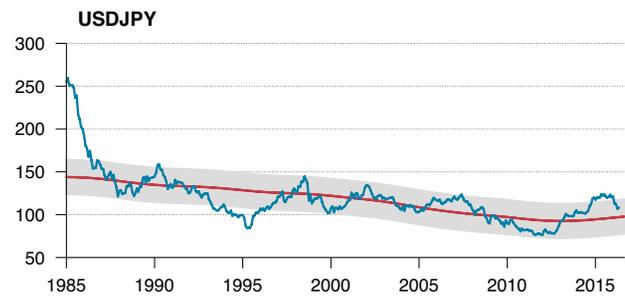
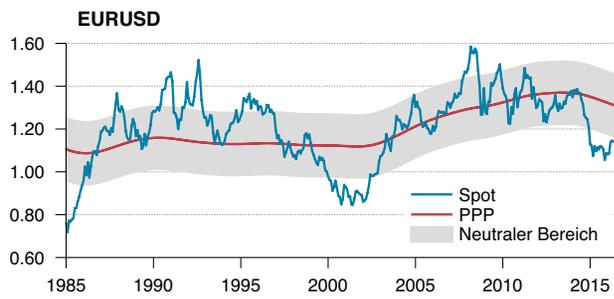
	Aktueller Wechselkurs	Performance ¹				Kaufkraftparität ²		
		YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre	PPP	Neutraler Bereich	Abweichung ³
EURUSD	1.116	2.8	-0.8	-1.4	-19.0	1.30	1.16 - 1.45	-14.3
USDJPY	102.3	-15.0	-1.9	-15.4	33.0	97.8	78.0 - 117.6	4.6
GBPUSD	1.308	-11.2	-8.5	-15.7	-17.2	1.63	1.47 - 1.79	-19.7
EURCHF	1.093	0.5	1.1	-0.4	-9.4	1.25	1.15 - 1.35	-12.4
USDCHF	0.979	-2.2	1.8	1.0	11.9	0.99	0.79 - 1.18	-0.7
GBPCHF	1.281	-13.2	-6.8	-14.9	-7.4	1.60	1.32 - 1.87	-19.8
CHFJPY	104.4	-13.1	-3.7	-16.3	18.9	90.9	78.4 - 103.5	14.9
AUDUSD	0.748	2.9	1.3	4.7	-27.8	0.69	0.57 - 0.81	8.4
USDCAD	1.322	-4.9	2.7	0.3	34.4	1.22	1.14 - 1.29	8.7
USDSEK	8.569	1.6	2.8	3.7	29.0	7.09	6.20 - 7.98	20.8
USDRUB	65.2	-10.8	0.4	-1.0	113.3	38.9	31.7 - 46.2	67.4
USDBRL	3.302	-16.5	-3.7	-15.0	93.1	3.01	2.50 - 3.52	9.6
USDCNY	6.671	2.7	1.2	4.8	4.5	6.45	6.24 - 6.66	3.5
USDTRY	2.983	2.2	1.8	-0.9	67.5	2.35	2.09 - 2.61	27.1
USDINR	67.01	1.3	-0.1	0.9	41.8	64.8	61.6 - 67.9	3.5

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

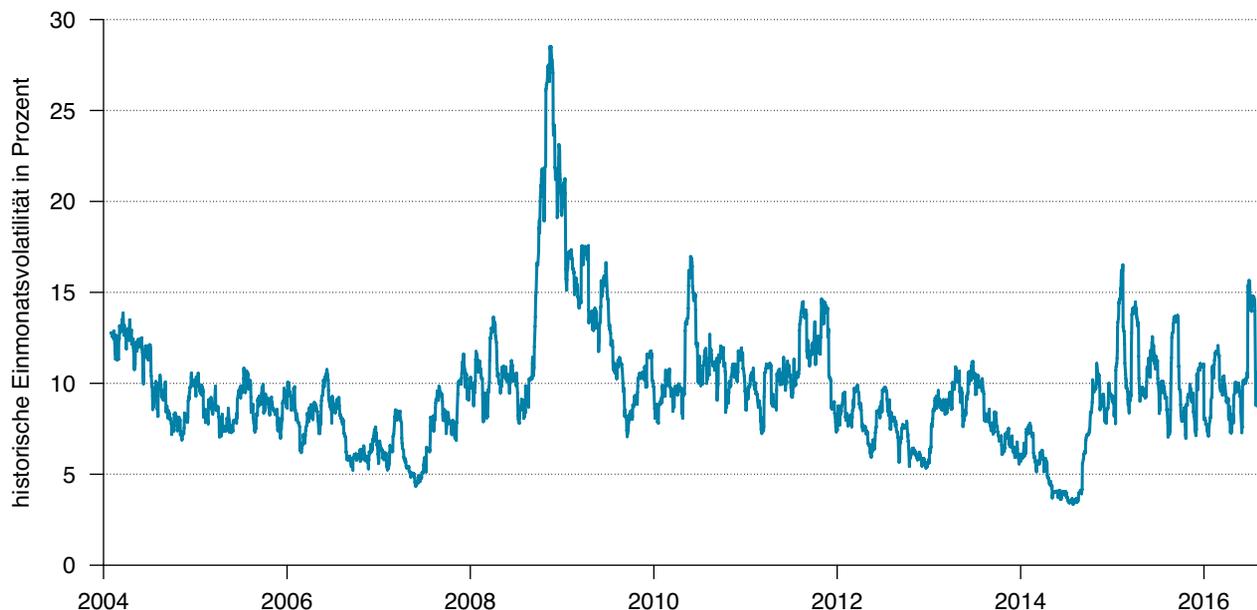
Währungsvervolatilität

Volatilität im Vergleich

	Aktueller Wechselkurs	Volatilität 3 Monate ¹				Volatilität 12 Monate ¹			
		Historisch	Implizit	Ø 5 Jahre ²	Ø 10 Jahre ²	Historisch	Implizit	Ø 5 Jahre ²	Ø 10 Jahre ²
EURUSD	1.116	8.3	8.5	9.3	10.4	9.2	8.9	9.8	10.7
USDJPY	102.3	13.2	12.4	9.7	10.7	10.8	11.3	10.4	11.1
GBPUSD	1.308	17.9	9.8	8.3	9.7	11.9	10.0	8.9	10.1
EURCHF	1.093	6.5	4.9	5.7	6.2	5.9	6.6	6.7	6.6
USDCHF	0.979	7.9	8.7	9.8	10.5	8.9	9.2	10.4	10.8
GBPCHF	1.281	17.3	9.4	8.8	10.0	12.3	9.9	9.5	10.4
CHFJPY	104.4	13.9	11.2	10.9	11.5	11.0	11.5	11.7	11.9
AUDUSD	0.748	11.3	10.9	10.8	12.4	12.0	11.3	11.5	12.7
USDCAD	1.322	9.0	9.6	8.1	9.8	9.6	9.3	8.6	10.1
USDSEK	8.569	11.4	9.5	11.0	12.5	10.4	9.9	11.5	12.7
USDRUB	65.2	15.0	15.0	16.1	13.5	20.3	16.6	16.4	14.5
USDBRL	3.302	16.1	17.5	15.0	15.2	18.8	16.9	15.5	15.7
USDCNY	6.671	2.3	5.8	2.9	2.9	2.5	6.8	3.8	4.5
USDTRY	2.983	13.2	11.6	11.7	13.3	11.7	12.8	13.1	14.6
USDINR	67.01	3.8	6.5	9.4	9.5	4.3	7.5	10.4	10.4

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

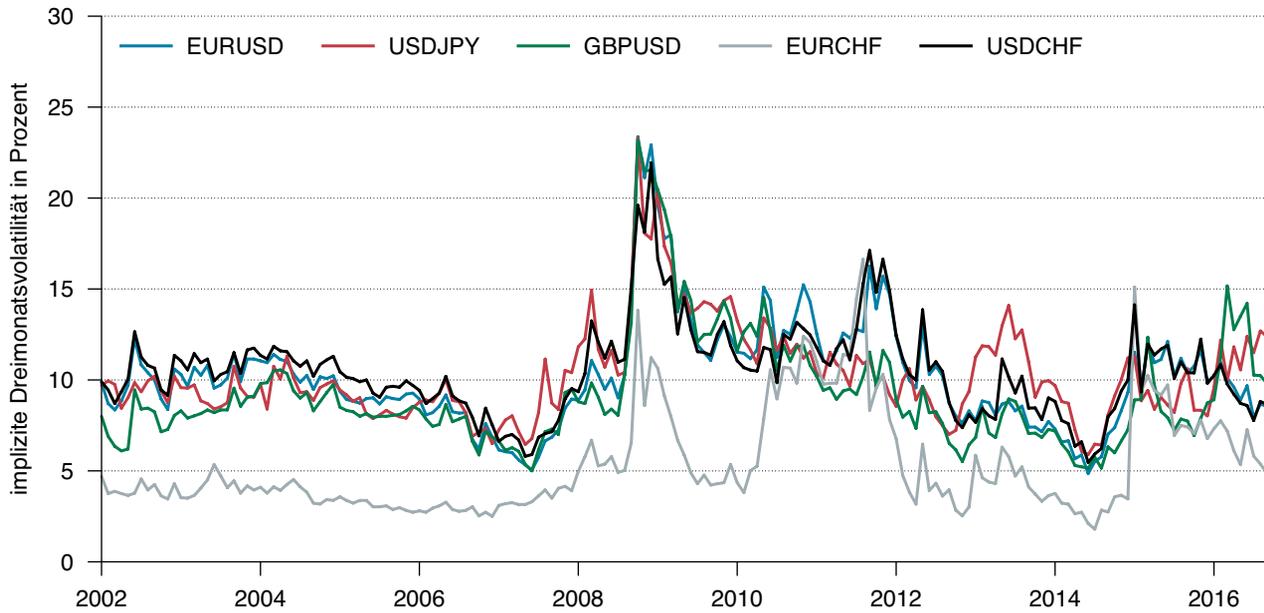
QCAM-Volatilitätsindikator³



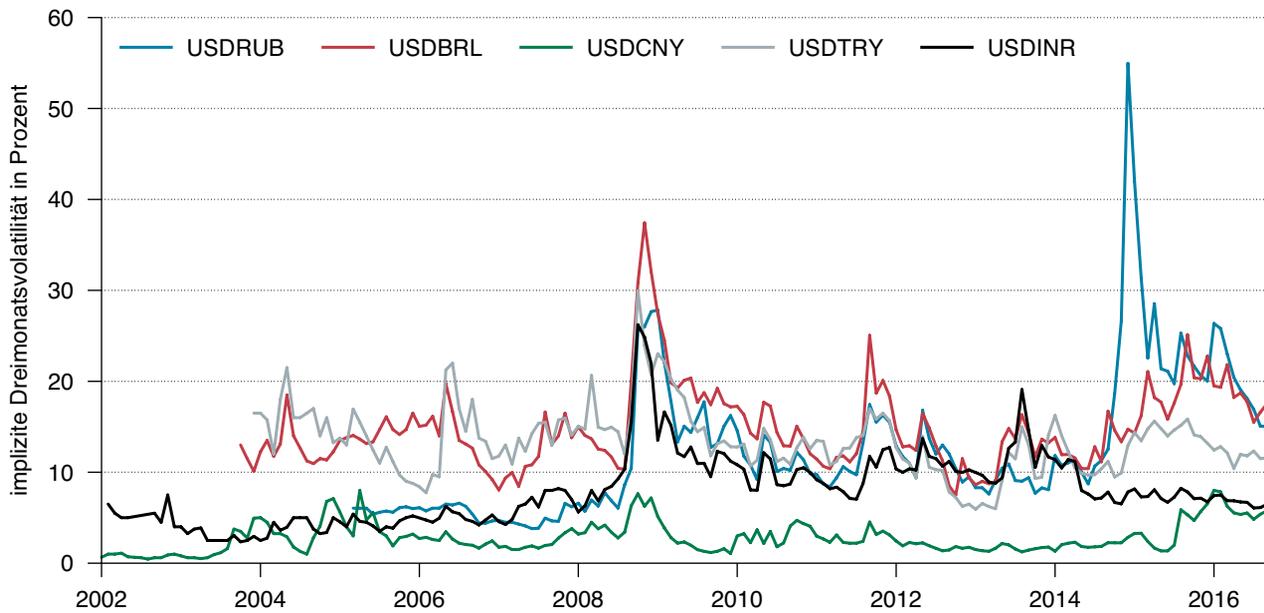
³ Der Volatilitätsindikator von QCAM bildet die Volatilität an den globalen Währungsmärkten ab; für die Berechnung wird die historische Volatilität der wichtigsten Währungspaare verwendet und mithilfe des Handelsvolumens der jeweiligen Währungspaare gewichtet.

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

Volatilität Hauptwährungen



Volatilität Schwellenlandwährungen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

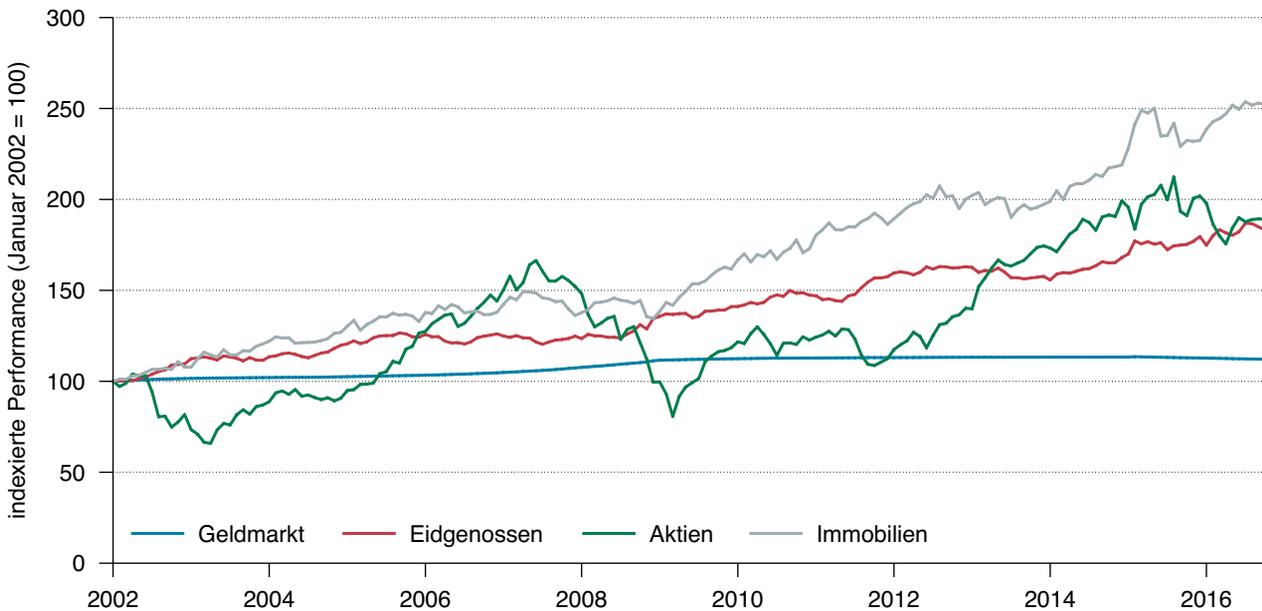
Finanzmarktumfeld

Performancevergleich

	Performance in Lokalwährung bzw. US-Dollar ¹				Performance in Schweizer Franken ¹			
	YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre	YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre
Geldmarkt CHF	-0.5	-0.2	-0.7	-0.8	-0.5	-0.2	-0.7	-0.8
Eidgenossen CHF	4.9	-1.0	6.4	17.9	4.9	-1.0	6.4	17.9
Unternehmensanleihen CHF	2.8	-0.7	3.5	15.7	2.8	-0.7	3.5	15.7
Aktien Schweiz (SMI)	-4.5	5.6	-4.8	75.2	-4.5	5.6	-4.8	75.2
Aktien Eurozone (Stoxx600)	-4.8	4.2	-3.1	74.7	-3.7	5.2	-3.4	58.3
Aktien UK (Ftse100)	11.0	12.5	12.8	50.6	-2.8	5.2	-3.4	40.2
Aktien Japan (Topix)	-14.2	5.0	-10.2	89.7	-0.5	8.6	7.0	58.8
Aktien USA (S&P 500)	6.3	3.8	9.9	95.9	4.5	5.1	10.5	117.8
Aktien Schwellenländer	14.0	11.2	10.0	4.4	12.0	12.5	10.6	16.0
Aktien Welt (MSCI World)	4.1	4.2	5.4	64.6	2.3	5.5	6.0	83.0
Immobilien Schweiz	5.7	1.1	11.5	31.4	5.7	1.1	11.5	31.4
Immobilien Global	8.4	1.5	14.0	64.7	6.5	2.7	14.6	83.1
Rohstoffe	6.0	-6.2	-6.5	-47.1	4.1	-5.1	-6.0	-41.2
Rohöl (Brent)	29.6	-4.6	-3.9	-59.8	27.4	-3.4	-3.4	-55.3
Gold	23.4	1.9	17.2	-27.0	21.3	3.1	17.9	-18.8

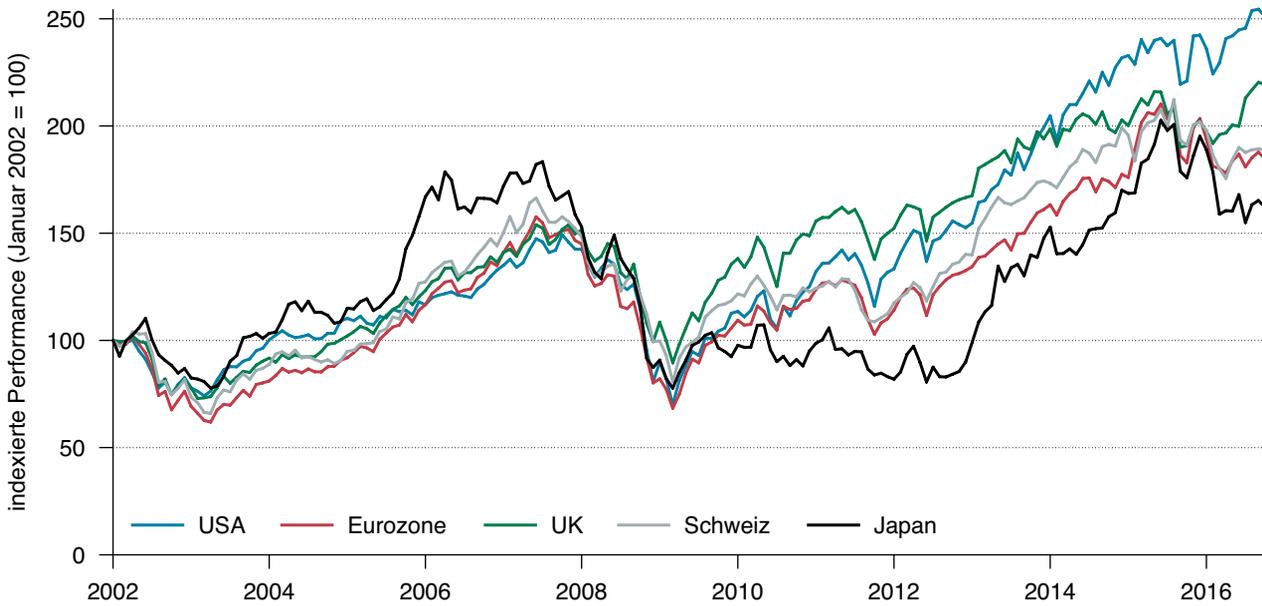
¹ Performance in Prozent für den jeweiligen Zeitraum.

Performance Schweizer Finanzanlagen

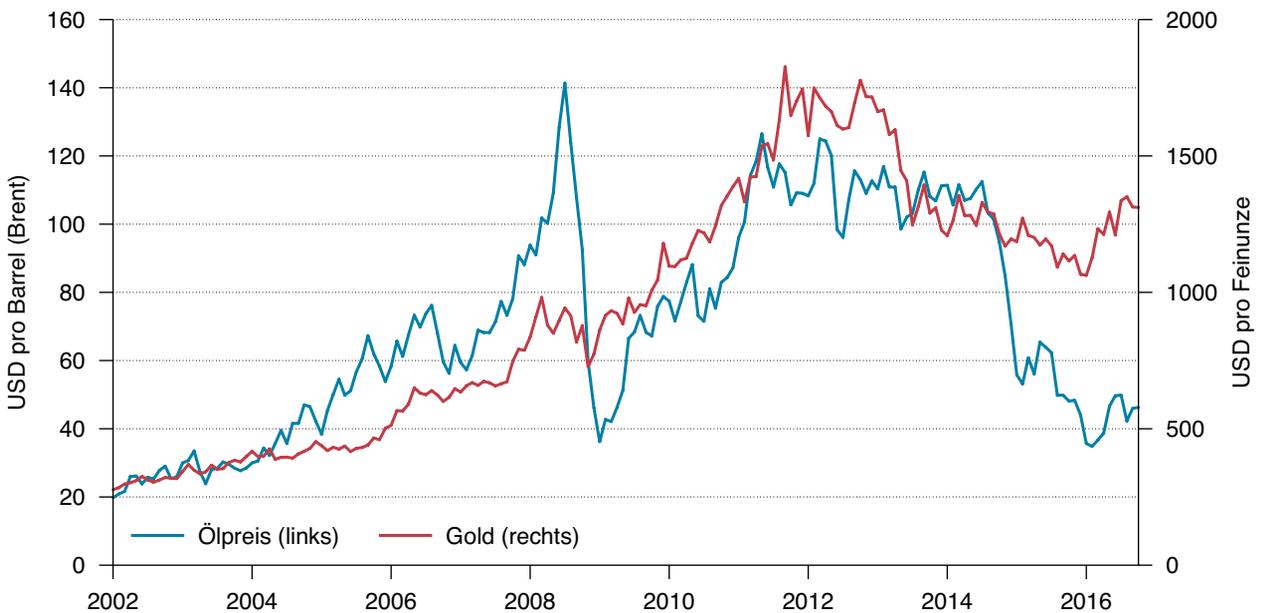


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Performance ausgewählter Aktienmärkte (in Lokalwährung)



Performance ausgewählter Rohstoffpreise



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Die Zahl des Monats

45 Prozent

Beide Kandidaten des US-Präsidentenwahlkampfes haben am 14. September 2016 eine Unterstützungsrate von 45 Prozent genossen. Zugrunde liegt dieser Zahl der Durchschnitt der letzten zehn nationalen Umfragen. Galt es nicht als ausgemacht, dass Hillary Clinton die Wahl gegen Donald Trump klar gewinnen würde? Und war da nicht ein anderes politisches Ereignis, erst kürzlich, bei dem alle davon ausgingen, dass das Ergebnis in Stein gemeißelt wäre?



Rechtliche Hinweise

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