

JULI 2018

FX MONTHLY

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

Seite 1 QCAM Insight

Unser Rückblick und
Ausblick

Seite 3 Die Makroperspektive

Sommerlaune in der
Realwirtschaft

Seite 5 Was die Währungsmärkte bewegt

Taktik rund um den
Handelsstreit



QCAM Currency Asset Management AG
Guthirtstrasse 4
6300 Zug
Schweiz



Wellershoff & Partners Ltd.
Zürichbergstrasse 38
8044 Zürich
Schweiz

Wellershoff & 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, Zug, und Wellershoff & Partners Ltd., Zürich

Redaktionsschluss: 11. Juli 2018

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

Unser Rückblick und Ausblick



Bernhard Eschweiler, PhD, Senior Economist
QCAM Currency Asset Management AG

Die Finanzmärkte haben 2018 mit hohen Erwartungen begonnen und wurden bald von einer anderen Realität eingeholt. Was war passiert und was wird die zweite Jahreshälfte bringen? Wir glauben, dass die Divergenzen und Spannungen auch das zweite Halbjahr prägen werden. Das sollte auch die Währungsmärkte beeinflussen und weiterhin den USD stützen.

Beflügelt von der Erwartung auf starkes und synchronisiertes Wachstum sind die Finanzmärkte, besonders Aktien, euphorisch in das neue Jahr gestartet. Aber die Rallye hielt nur wenige Wochen. Heute sind die meisten Aktienmärkte wieder auf dem Einstandsniveau und einige Schwellenländermärkte sind sogar deutlich gefallen. Die Anleihemärkte haben zunächst verloren, aber ihre Verluste teilweise wieder aufgeholt. Nur die Rohstoffmärkte sind dank dem Öl gut gelaufen. Gold hat enttäuscht und sich mehr wie eine unsiche-

re Aktie als ein sicherer Hafen verhalten. Weniger relevant aber um so spektakulärer war das Erschlagen der Bitcoin-Blase. Auf den Währungsmärkten hat der USD seine Schwächephase beendet und ist deutlich gegenüber dem EUR und einigen Schwellenländerwährungen angestiegen. Auffällig in allen Märkten ist der Anstieg der Volatilität, was besonders gut am VIX zu sehen ist.

Divergenzen und Spannungen

Die enttäuschende Marktentwicklung hat fünf teilweise verbundene Gründe.

Zuerst kam die Angst, die amerikanische *Fed* müsste die Zinsen stärker anheben, was verbunden mit einem höheren US-Haushaltsdefizit zu einem USD-Liquiditätsengpass geführt hat. Zweitens kam die Erkenntnis, dass das globale Wachstum nicht stärker wurde, sondern divergierte. Besonders enttäuschend war die Entwicklung in Europa, während die USA sich besser gehalten haben. Politische und Zahlungsbilanzspannungen machten den Cocktail für einige Schwellenländer noch schlimmer, insbesondere Argentinien, Brasilien und die Türkei. Weiterer Druck kam von Donald Trumps Handelskreuzzug und dem amerikanischen Austritt aus dem Iran-Nuklearabkommen. Die letzten schlechten Nachrichten kamen wieder aus Europa, wo die neue italienische Regierung auf Konfrontationskurs mit der Euro-Gruppe liegt und Streit über die Flüchtlingspolitik und Euro-Reformen den wiedererblühten Optimismus verdorben hat.

Was bringt die zweite Jahreshälfte?

Vereinfacht gibt es für das zweite Halbjahr zwei Szenarios. Die optimistische Sichtweise ist, dass die negativen Nach-

richten von den Märkten verarbeitet sind und die USA die Weltwirtschaft wieder beschleunigen werden. Die vorsichtige Sichtweise ist, dass sich die Konjunkturlage nicht verbessert und die Unsicherheiten bestehen bleiben. Wir erwarten keine Rezession oder Finanzkrise, sehen aber eine größere Wahrscheinlichkeit für das zweite Szenario. Drei Risikobereiche gilt es besonders im Auge zu behalten:

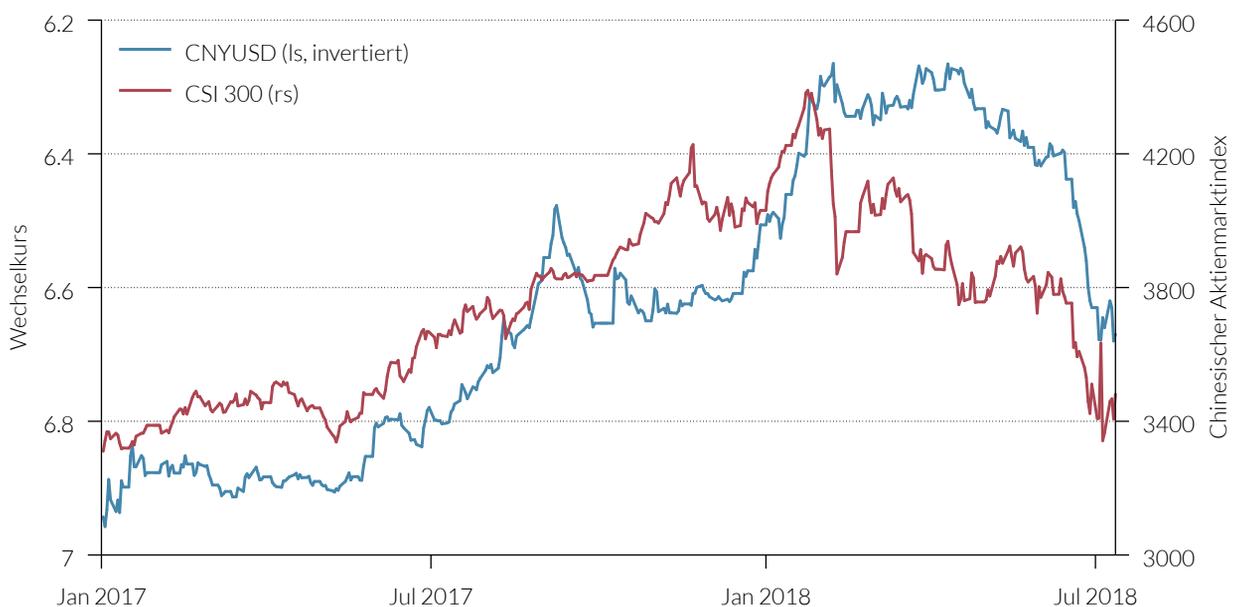
Donald Trump wird vor den Zwischenwahlen noch mal richtig Gas geben. Seine besseren Umfragewerte ermutigen ihn wahrscheinlich, seine *America-First*-Politik noch aggressiver zu verfolgen. Das bedeutet mehr Spannungen im Handelskonflikt mit China und Europe und mehr Druck auf Iran und seine Handelspartner. China gerät neben anderen Schwellenländern in das Kreuzfeuer der Märkte. China wird bestimmt nicht entgleisen, aber der Handelskonflikt, Zinsanhebungen der *Fed* und eine nachlassende Binnenkonjunktur untergraben bereits den chinesischen Aktienmarkt und den CNY. Dies könnte zu größeren China-Ängsten wie in 2015 führen. Zuletzt bleibt Europa eine

Quelle für negative Überraschungen. Die neue italienische Regierung hat gerade erst angefangen und wird ihre Ausgaben- und Steuersenkungsversprechen so schnell nicht begraben.

Der USD ist nicht unangefochten, aber derzeit weniger angreifbar

Der USD hat seine eigenen Probleme, insbesondere sein Doppeldefizit, aber die Wachstumsstörungen und Spannungen anderswo sind momentan dominanter. Das Potenzial für den USD ist dort am größten wo es die meisten Probleme auf der Gegenseite gibt, vor allem gegenüber dem EUR, GBP und einigen Schwellenländern. Der JPY hat in letzter Zeit auch unter seiner Konjunkturschwäche gelitten, aber dieser Effekt wird wahrscheinlich abnehmen. Der JPY hat jedoch Potenzial, sollte die Risikoaversion wieder steigen. Ein ähnliches Argument gilt auch für den CHF, besonders wenn es wieder zu Spannungen im Euro-Raum kommt.

Chinesische Aktien- und Währungsentwicklung



Quelle: Bloomberg, QCAM Currency Asset Management

Die Makroperspektive

Sommerlaune in der Realwirtschaft

Die Stimmung bei Unternehmen und Konsumenten lässt weiter erwarten, dass die Wachstumsraten in den Industrienationen über den Sommer hinweg überdurchschnittlich sein werden. Ausserdem beobachten wir den prognostizierten, langsamen Anstieg der Inflation. Damit werden die Spielräume für eine expansive Geldpolitik noch enger.

Die Sonne lacht der Konjunktur in den Industrienationen. So durften wir einen weiteren Monat mit guten vorlaufenden Indikatoren erleben. Die Vereinigten Staaten und die Eurozone bleiben auf Wachstumskurs und die Arbeitsmärkte schaffen ausreichend Beschäftigung.

Besonders auffallend war die Entwicklung der Stimmung der amerikanischen Unternehmen. Dort haben wir nach drei Monaten mit leicht schwächeren Werten im Mai und Juni wieder eine Bestätigung des Aufwärtstrends gesehen. Die optimistischen Zukunftserwartungen sind allerdings auch gepaart mit der Erwartung, dass Input- und Output-Preise deutlich steigen werden.

US-Inflation wird zunehmend Thema

Das ist eine Entwicklung, welche die US-Notenbank (*Fed*) nicht vollkommen kalt lassen kann, denn in den vergangenen Monaten sind die Konsumentenpreise bereits deutlich gestiegen. Dies gilt nicht nur für die traditionell betrachteten Preise eines repräsentativen Warenkorb der US-Haushalte, die nun mit einer Jahresrate von beinahe 3 Prozent steigen, sondern auch für den breiteren Deflator der Haushaltsausgaben, deren Zuwachsrate jüngst bei 2.3 Prozent lag.

Auf gerade letzteren hatte die *Fed* in den vergangenen Jahren ihr Augenmerk gerichtet und die Erreichung ihres Inflationsziel daran festgemacht. Nun haben die Preiszuwachsrate ihr Ziel also überschossen, was, wenn es sich nur um eine temporäre Entwicklung handeln sollte, nicht problematisch sein muss. Allerdings war die Tendenz in dieser Statistik über die letzten Monate hinweg eindeutig aufwärts gerichtet.

Damit stellt sich die Frage, wie lange die *Fed* bei guten Wachstumsaussichten und überschüssender Inflation noch mit negativen, realen Geldmarktzinsen operieren will. Historisch wären positive Realzinsen von ca. 3 Prozent gegen Ende eines Wirtschaftszyklus normal. Aktuell liegen wir in den USA aber immer noch unter Null. Das illustriert, warum wohl weiterhin mit deutlich steigenden US-Geldmarktsätzen zu rechnen ist.

Eurozonen-Wachstum bleibt stark

Auch in der Eurozone bleiben die Stimmungsindizes bei Unternehmen und Konsumenten auf deutlich überdurchschnittlichen Werten. Betrachtet man in der Grafik ihre kombinierten Frühwarnindikatoren für Investitionen und Konsum, fällt allerdings auf, dass diese sich in den vergangenen Monaten auf hohem Niveau abgeschwächt haben. Die Skala der Darstellung erlaubt einen Rückschluss, um wie viele Standardabweichungen höher oder tiefer als das Trendwachstum wir das kommende Wachstum erwarten dürfen. Mit einem Wert von mehr als einer Standardabweichung über Trend bleibt die Konjunktur in Europa trotz schwächelndem Indikator weiterhin stark und auf Werten, die wir so zuletzt vor der Finanzkrise gesehen haben.

An der europäischen Inflationsfront zeigen die neuesten Daten eindrücklich, dass der Schritt der Europäischen Zentralbank (EZB), das Auslaufen der Anleihekaufprogramme anzukündigen, nicht zu früh erfolgt ist. Im letzten Monat lag die Inflationsrate bei 2.0, womit der reale Geldmarktzins für unsere Nachbarn mit über -2.0 Prozent weiterhin auf extrem niedrigen Werten liegt.

Das konjunkturelle Bild der Schweiz stellt sich leider nicht ganz so positiv dar. Auch hierzulande weisen die Indikatoren auf gutes Wachstum hin. Eine eigentliche Beschleunigung erscheint angesichts der weiterhin durch die schwachen Pharmaexporte anämischen Aussenkonjunktur und der bereits sehr hohen Bauaktivität eher unwahrscheinlich. Gleichzeitig steigt auch bei uns die Inflation. Mittlerweile sind wir bei der von uns avisierten 1.0 Prozent Konsumenteninflation angekommen. Damit liegen auch in der Schweiz die Realzinsen auf historischen Tiefstwerten, was angesichts von Vollbeschäftigung, Beschäftigungswachstum und sich überhitzender Immobilienmärkte ungewöhnlich erscheint.

Derweil beginnt sich politischer Widerstand gegen die Politik der Schweizerischen Nationalbank (SNB) zu formieren. In einem nur als historisch zu bezeichnenden Kommentar hat Finanzminister Ueli Maurer (SVP) die Grösse der Bilanzsumme als an die «Grenze des Erträglichen» gehend bezeichnet und eine aktive Beeinflussung der Bilanzpolitik durch die Politik angekündigt.

Konsum- und Investitionsdynamik schwächt sich leicht ab



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Was die Währungsmärkte bewegt

Taktik rund um den Handelsstreit

Der Handelsstreit zwischen China und den USA spitzt sich weiter zu. Devisenmarktteilnehmer versuchen dabei abzuschätzen, wie die Währungen davon betroffen sind. Letztendlich hängen Währungstrends aber von Fundamentaldaten ab. Eine aktuelle Einschätzung sollte sich also auf mehr stützen als nur die letzten Handelszahlen.

Die Wechselkursentwicklung hängt nebst kurzfristigen Ereignissen immer auch von den Fundamentaldaten ab. Dazu gehört zum Beispiel, wie stark ein Land via Handel von Waren, Dienstleistungen und Anlagen mit der Welt verflochten ist. Anleger sind deshalb gut beraten, bei Investitionen in Devisenanlagen nicht nur die kurzfristigen Ereignisse im Auge zu behalten.

Der US-Dollar in einem Handelskrieg

Im Zuge des aktuell eskalierenden Handelsstreits mit China wird in der medialen Berichterstattung oftmals darauf hingewiesen, dass der Aussenhandel vergleichsweise gering zur amerikanischen Wirtschaftsleistung beiträgt. Wie die Abbildung aufzeigt, weist die US-Volkswirtschaft mit 27 Prozent tatsächlich eine im Ländervergleich sehr niedrige Abhängigkeit von den Importen und Exporten auf. Deshalb anzunehmen, dass ein Handelskrieg mit China für die US-Wirtschaft und die amerikanische Währung vernachlässigbar wäre, ist jedoch voreilig. Für den US-Dollar ist nicht so sehr das effektive Handelsvolumen, sondern der Saldo der Importe und Exporte die entscheidende Grösse. Die USA weisen bei den Waren und Dienstleistungen ein jährliches Netto-

defizit von rund 3 Prozent des BIPs auf, welches entsprechend mit ausländischem Kapital finanziert werden muss. Wenngleich der Abbau dieses Defizits am Ursprung der jüngst protektionistischen Wirtschaftspolitik der Trump-Administration steht, ist kaum damit zu rechnen, dass die Regierung ihr Ziel in naher Zukunft erreichen wird. Die US-Volkswirtschaft dürfte somit weiter mehr importieren als exportieren, was aus ökonomischer Sicht für eine eher schwache Entwicklung des Dollars spricht.

Ironischerweise trägt auch die Steuerreform Trumps dazu bei, dass die Importe weiter steigen und sich damit das amerikanische Handelsdefizit zusätzlich ausweitet. Man sollte ausserdem nicht vergessen, dass der Dollar momentan stark ist. Beispielsweise liegt der faire Wechselkurs (engl. *purchasing power parity*, oder PPP) zum Euro derzeit bei 1.30. Der Hauptgrund für den aktuell starken Paritätskurs des Dollars dürfte in der Reife des amerikanischen Zyklus liegen. So konnten die USA im Gegensatz zu anderen Industriestaaten eine weitere Rezession nach der Finanzkrise verhindern, was die wirtschaftliche Erholung und der Anstieg der Zinsen massgeblich beschleunigt haben dürfte. In Bezug auf den Euro gilt es allerdings auch festzuhalten, dass das Vertrauen in die europäische Gemeinschaftswährung durch die Negativzinsen und anhaltende politische Unsicherheiten momentan alles andere als gefestigt ist. Gegenüber dem Euro dürfte der US-Dollar in den kommenden Monaten dadurch weiter stark bleiben. Auf die lange Frist ist jedoch damit zu rechnen, dass der *greenback* durch das chronische Handelsdefizit Wertebussen in Kauf zu nehmen hat.

Neue Währungsflüsse

Als Folge von Trumps Drohungen für neue Zölle könnten die Vereinigten Staaten in der globalen Wertschöpfungskette zunehmend umgangen werden. Die Währungsflüsse würden sich dementsprechend ebenfalls ändern, was wiederum zu Gewinnern und Verlierern an den Devisenmärkten führen würde. Beispielsweise beginnt China, von amerikanischen auf brasilianische Sojaimporte umzusteigen. CNYBRL wird damit unterstützt. Genauso könnten deutsche Automobilhersteller sich überlegen, ihre Autos für den chinesischen Markt nicht mehr im US-Bundesstaat Süd-Carolina herstellen zu lassen, was wiederum CNYEUR zugutekommen dürfte.

Die US-Zölle würden damit aber bloss den Trend fortsetzen, dass Schwellenländer vermehrt untereinander handeln. Wurden zum Beispiel gemäss Zahlen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich 2004 täglich nur etwa umgerechnet 2 Milliarden USD an CNY gehandelt, so waren es 2016 bereits 202 Mrd. Auch das Handelsvolumen des brasilianischen Reals und des russischen Ru-

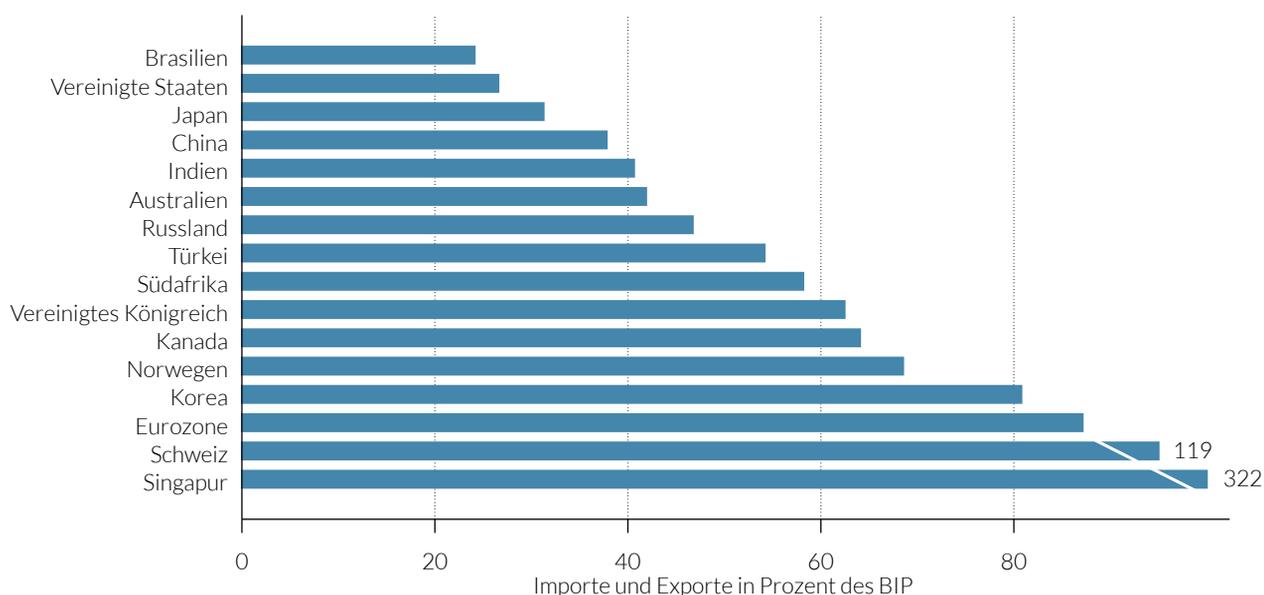
bels sind stark angestiegen, von 5 bzw. 12 Mrd. in 2004 auf 51 und 58 Mrd. USD in 2016.

CNY als Stossdämpfer

In der ersten Jahreshälfte schwächte sich USDCNY von 6.26 auf 6.70 ab, was einer Abwertung von etwa 6.5 Prozent entspricht. Dies war eine kleine Erinnerung daran, dass flexible Wechselkurse als Stossdämpfer für Exporteure wirken können, die sich tieferer Nachfrage ausgesetzt sehen. Im Gegensatz zu früheren Zeiten, als die chinesische Währung der PPP sehr nahe folgte, könnte sich dieses Muster zukünftig also weniger stark bemerkbar machen.

Sollte der CNY sich allerdings zu sehr abwerten, läuft das Reich der Mitte Gefahr unter amerikanischer Gesetzgebung offiziell zum «Währungsmanipulator» ernannt zu werden, was zu weiteren Sanktionen führen würde. Doch das könnte die Chinesen nun weniger kümmern, nachdem Trump selbst begonnen hat den Begriff inoffiziell zu benutzen, wie bereits im Wahlkampf versprochen.

Länder nach Anteil der Importe und Exporte in Prozent des BIP



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Konjunkturklima

Nach der hohen Wachstumsdynamik des vergangenen Jahres hat sich in den Industriestaaten das wirtschaftliche Expansionstempo zu Jahresbeginn etwas verlangsamt. Die Wachstumsdelle im Startquartal 2018 dürfte jedoch nur vorübergehender Natur gewesen sein. Für die Sommerquartale signalisieren uns die vorlaufenden Indikatoren jedenfalls wieder kräftige Wachstumsraten.

In den USA und der Eurozone scheint der seit Jahresbeginn andauernde Rückgang der Stimmungsdaten jüngst zum Stillstand gekommen zu sein. Damit stehen die Zeichen gut, dass sich das Wachstum in beiden Wirtschaftsräumen nach dem enttäuschenden ersten Quar-

tal wieder beschleunigt. Auch im Vereinigten Königreich dürfte die Wirtschaft in den kommenden Monaten voraussichtlich wieder an Fahrt gewinnen. Zwar stehen mit Blick auf den nahenden *Brexit* vor allem hinter der zukünftigen Entwicklung der Investitionen ein Fragezeichen. So gilt es abzuwarten, ob sich der Rückgang der Unternehmensinvestitionen im Startquartal nur als eine zwischenzeitliche Flaute herausstellt oder in den kommenden Monaten weiter bestätigt wird. Temporäre Faktoren, die zwischen Januar und März die Wachstumszahlen noch nach unten gedrückt haben, dürften über die Sommerquartale aber wegfallen.

Überblick

	Trend- wachstum ¹	Reales BIP-Wachstum ²				W&P-Konjunkturklimaindikatoren ³			
		Q3/2017	Q4/2017	Q1/2018	Q2/2018	3/2018	4/2018	5/2018	6/2018
USA	1.7	2.3	2.6	2.8	-	4.0	3.5	3.8	4.0
Eurozone	1.0	2.8	2.8	2.5	-	3.2	3.2	3.2	3.2
Deutschland	1.4	2.7	2.9	2.3	-	3.6	3.6	3.6	3.5
Frankreich	0.7	2.8	2.8	2.2	-	2.3	2.4	2.2	2.3
Italien	0.2	1.7	1.6	1.4	-	1.7	1.7	1.5	1.7
Spanien	1.6	3.1	3.1	3.0	-	2.9	3.1	3.0	3.0
Grossbritannien	1.8	1.7	1.3	1.2	-	2.3	2.3	2.5	2.5
Schweiz	1.5	1.3	1.9	2.2	-	2.7	2.3	2.6	2.5
Japan	0.4	2.0	2.0	1.1	-	2.8	2.8	2.8	2.8
Kanada	1.6	3.1	3.0	2.3	-	1.8	1.6	1.9	1.7
Australien	2.4	2.8	2.4	3.1	-	3.3	3.3	3.3	3.3
Brasilien	1.4	1.5	2.2	1.6	-	2.1	1.5	0.7	0.2
Russland	0.1	2.2	0.9	1.3	-	0.5	1.2	-0.3	-0.6
Indien	7.7	6.3	7.0	7.7	-	6.5	6.6	6.5	6.7
China	7.4	6.8	6.8	6.8	-	7.1	7.1	7.1	7.0
Industrienationen⁴	1.4	2.4	2.4	2.3	-	3.7	3.5	3.7	3.8
Schwellenländer⁴	6.0	5.6	5.5	5.7	-	5.2	5.2	5.0	5.2
Welt⁴	3.5	4.1	4.0	4.1	-	4.6	4.4	4.4	4.6

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

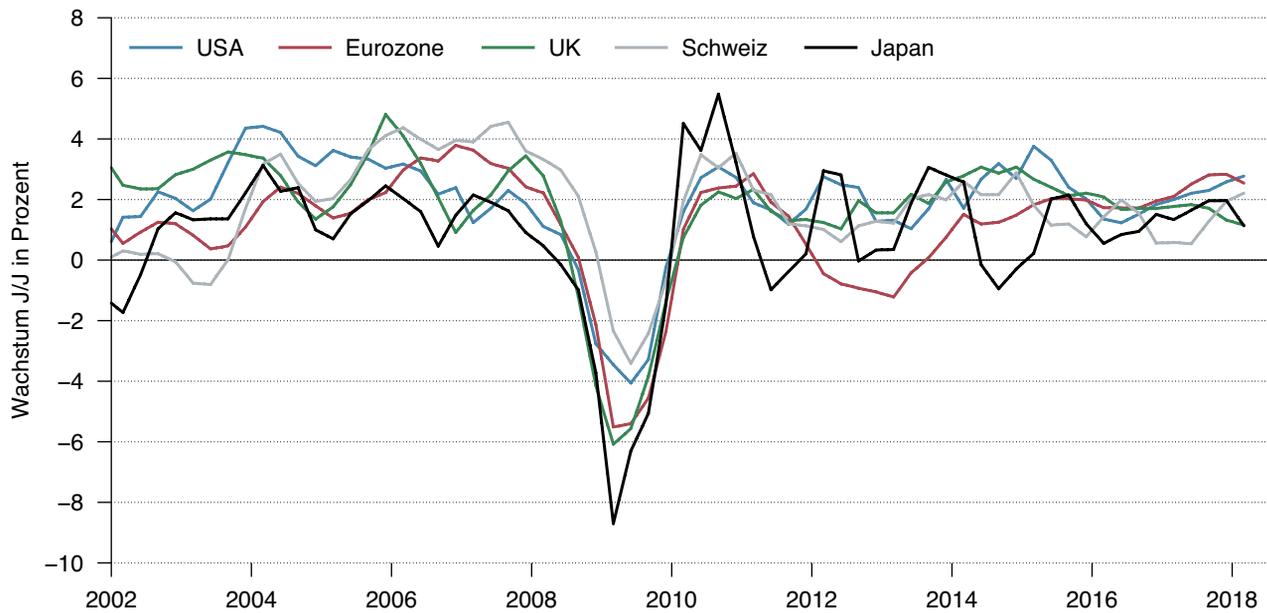
² Veränderung des realen BIP gegenüber dem Vorjahresquartal in Prozent.

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

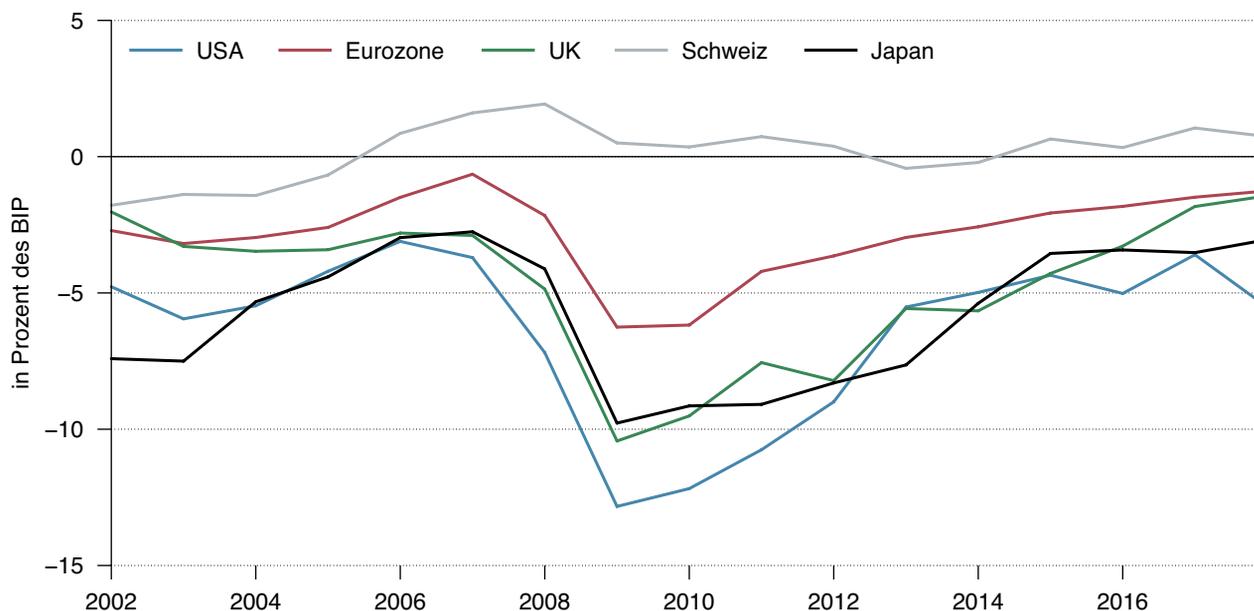
Wirtschaftsindikatoren

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	23.4	23.3	-2.3	-2.8	105.5	107.1	-4.7	-5.5	5.6	4.0
Eurozone	16.3	16.4	3.6	4.0	108.9	107.1	-2.2	-1.3	10.7	8.4
Deutschland	4.7	4.8	8.0	8.3	78.8	68.4	0.7	1.5	6.4	5.2
Frankreich	3.4	3.3	-0.6	-0.5	119.2	122.0	-3.5	-2.3	9.7	8.9
Italien	2.6	2.5	1.9	2.2	155.0	153.0	-2.7	-1.8	11.9	11.0
Spanien	1.7	1.7	1.5	1.7	114.4	113.5	-5.2	-2.4	21.9	15.8
Grossbritannien	3.6	3.4	-5.2	-3.1	113.4	116.8	-4.1	-1.4	5.4	2.5
Schweiz	0.9	0.8	10.0	10.7	42.8	40.8	0.3	0.7	3.2	2.4
Japan	6.3	5.9	2.5	3.7	218.9	225.5	-4.7	-3.0	3.4	2.2
Kanada	2.2	2.1	-3.1	-3.2	88.4	86.6	-0.7	-0.8	6.8	6.0
Australien	1.8	1.7	-3.3	-1.9	36.9	41.7	-2.7	-1.7	5.8	5.4
China	14.2	16.1	1.9	1.2	42.0	51.2	-2.4	-4.1	4.0	-
Brasilien	2.7	2.4	-2.5	-1.6	71.5	87.3	-7.1	-8.3	9.3	12.7
Indien	2.8	3.3	-1.3	-2.3	69.0	68.9	-7.0	-6.5	-	-
Russland	2.2	2.0	2.8	4.5	15.5	18.7	-2.1	0.0	5.4	4.7

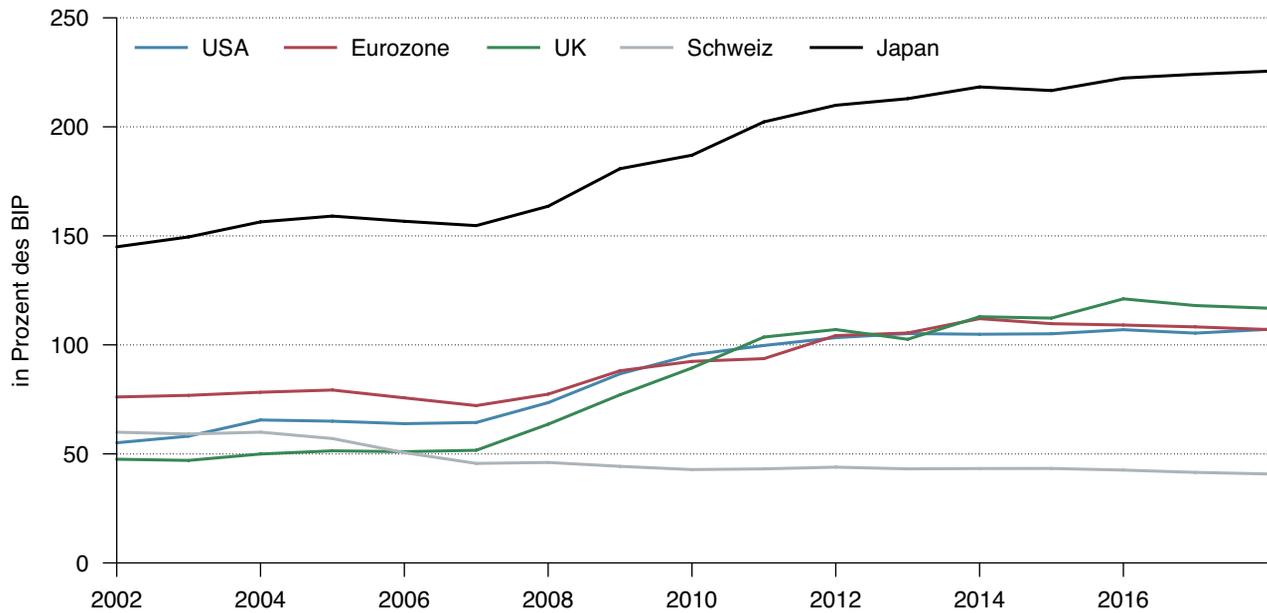
¹ In Prozent; Berechnung anhand von Marktwechsellkursen. ² In Prozent vom nominalen BIP. ³ In Prozent.

Budgetdefizit Industrienationen

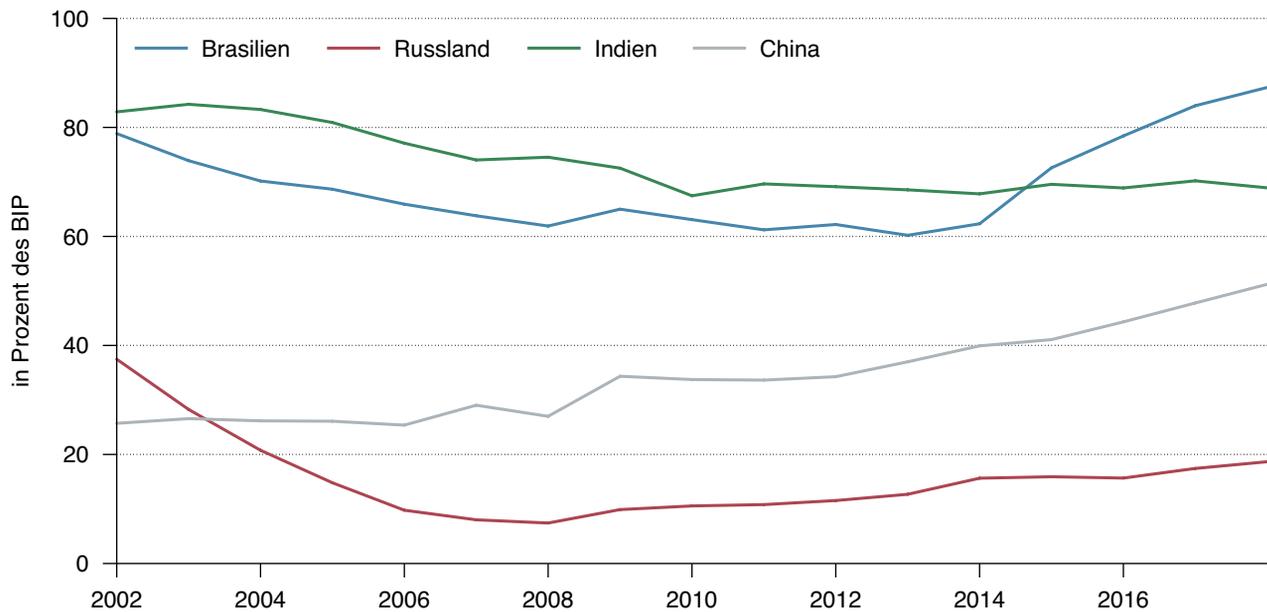


Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Staatsverschuldung Industrienationen



Staatsverschuldung Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Inflation

Der in den letzten Monaten spürbar gestiegene Ölpreis schlägt sich mittlerweile deutlich in den Inflationszahlen nieder. In den USA ist die Teuerung, gemessen an dem von der *Fed* bevorzugten Inflationsmass der persönlichen Konsumausgaben, im Mai auf 2.3 Prozent angestiegen. Die Kernrate erhöhte sich auf 2.0 Prozent. Die Gesamtinflation liegt damit bereits über dem Ziel der amerikanischen Währungshüter, während die Kernrate erstmals seit rund 6 Jahren den Zielwert erreicht hat. Zwar hat die *Fed* jüngst angekündigt, dass sie ein zwischenzeitliches Überschieszen der Teuerung zulassen will. Sollte die Inflationsdynamik in den kommen-

den Monaten jedoch weiter zulegen, dürfte die Notenbank eine schnellere Straffung der geldpolitischen Zügel ins Auge fassen, als bisher von den Märkten erwartet wird.

Auch in der Schweiz hat der Ölpreis im Juni zu einem stärkeren Preisauftrieb geführt. Mit 1.1 Prozent verzeichneten die Konsumentenpreise gar das höchste Wachstum seit mehr als 8 Jahren. Damit liegt die Inflation im mittleren Bereich des Zielbandes, das die SNB mit Preisstabilität gleichsetzt

Überblick

	Ø 10 Jahre ¹	Inflation ²				Kerninflation ³			
		3/2018	4/2018	5/2018	6/2018	3/2018	4/2018	5/2018	6/2018
USA	1.6	2.4	2.5	2.8	-	2.1	2.1	2.2	-
Eurozone	1.3	1.3	1.3	1.9	2.0	1.0	0.8	1.1	1.0
Deutschland	1.2	1.6	1.6	2.2	2.1	1.7	1.5	1.7	1.7
Frankreich	1.0	1.6	1.6	2.0	2.1	-	-	-	-
Italien	1.3	0.8	0.5	1.0	1.4	0.7	0.5	0.8	0.9
Spanien	1.2	1.2	1.1	2.0	2.3	1.2	0.8	1.1	-
Grossbritannien	2.4	2.5	2.4	2.4	-	2.3	2.1	2.1	-
Schweiz	0.0	0.8	0.8	1.0	1.1	0.6	0.5	0.4	0.5
Japan	0.3	1.1	0.6	0.6	-	0.4	0.3	0.3	-
Kanada	1.6	2.3	2.2	2.2	-	1.4	1.5	1.3	-
Australien	2.3	1.9	-	-	-	2.0	-	-	-
Brasilien	6.0	2.7	2.8	2.9	4.4	2.9	3.0	2.7	-
Russland	8.1	2.3	2.4	2.4	2.3	1.8	1.9	2.0	2.3
Indien	7.6	4.3	4.6	4.9	-	-	-	-	-
China	2.3	2.1	1.8	1.8	1.5	2.0	2.0	1.9	1.9
Industrienationen⁴	1.4	1.9	1.8	2.2	2.2	1.6	1.5	1.6	1.6
Schwellenländer⁴	4.6	2.7	2.6	2.7	2.8	2.1	2.1	2.0	2.0
Welt⁴	2.8	2.3	2.2	2.5	2.6	1.6	1.5	1.6	1.6

¹ Durchschnittliche Jahresteuerung der Konsumentenpreise in Prozent.

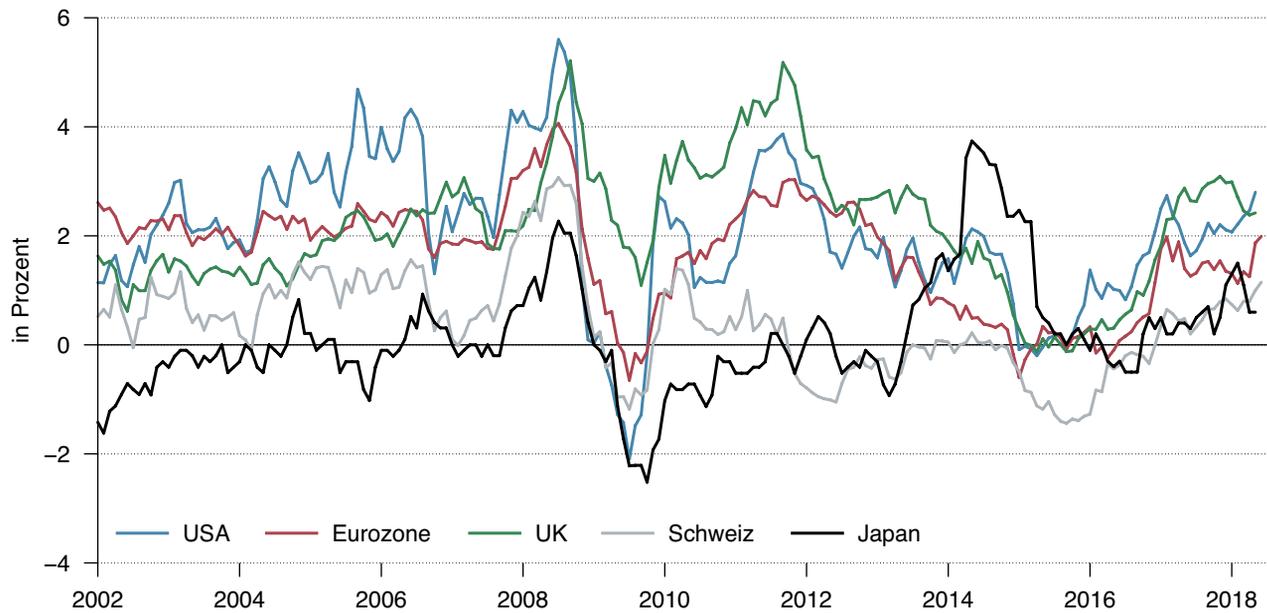
² Veränderung der Konsumentenpreise gegenüber dem Vorjahresmonat in Prozent.

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

Konsumentenpreisinfation Industrienationen



Konsumentenpreisinfation Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

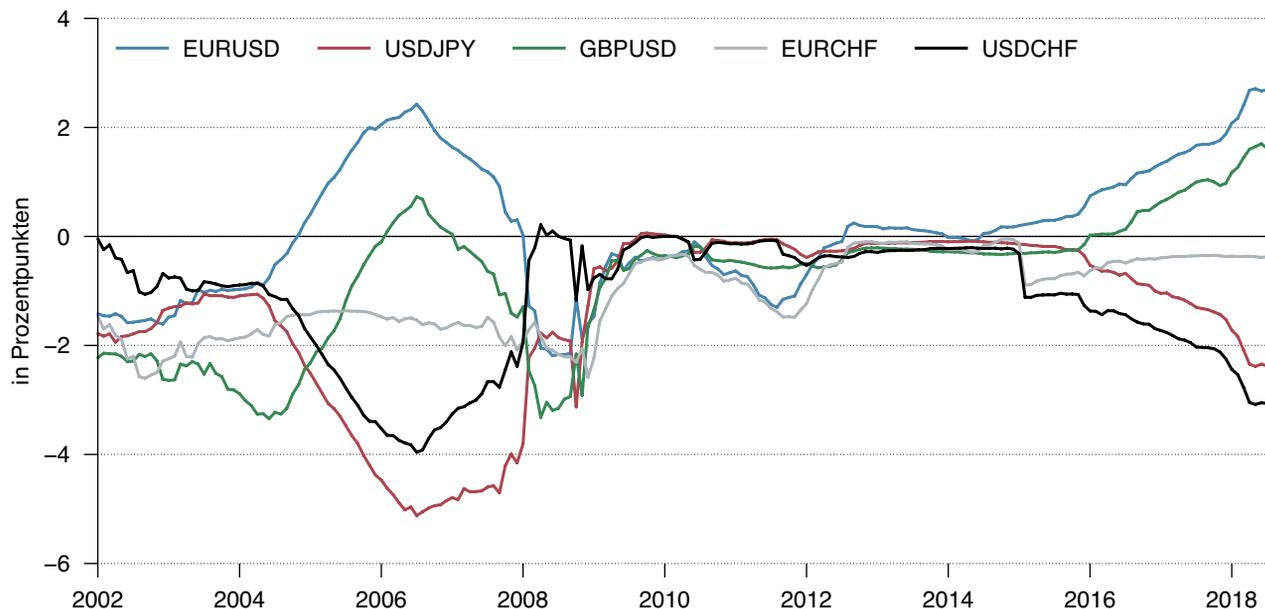
Zinsumfeld

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	1.172	2.67	1.68	0.88	0.17	3.02	1.95	1.15	0.34
USDJPY	111.3	-2.38	-1.32	-0.71	-0.52	-2.66	-1.64	-1.02	-0.79
GBPUSD	1.327	1.61	1.01	0.25	-0.18	1.77	1.10	0.33	-0.15
EURCHF	1.164	-0.39	-0.35	-0.40	-0.61	-0.28	-0.29	-0.41	-0.70
USDCHF	0.993	-3.06	-2.03	-1.28	-0.78	-3.29	-2.24	-1.55	-1.04
GBPCHF	1.318	-1.45	-1.02	-1.03	-0.96	-1.52	-1.14	-1.22	-1.19
CHFJPY	112.0	0.69	0.71	0.57	0.26	0.63	0.60	0.53	0.25
AUDUSD	0.746	0.83	-0.20	-1.17	-2.23	1.25	0.18	-0.67	-1.66
USDCAD	1.312	-0.47	-0.12	0.39	0.47	-0.59	-0.23	0.15	0.24
USDSEK	8.753	-2.74	-1.85	-0.86	0.10	-2.95	-2.04	-1.04	-0.08
USD RUB	62.1	3.62	7.60	9.11	8.30	3.52	7.15	8.51	8.21
USDBRL	3.838	4.88	7.87	11.57	10.34	4.74	6.77	9.96	9.61
USDCNY	6.622	1.35	3.02	3.34	3.09	1.23	2.66	2.92	2.70
USDTRY	4.706	17.23	11.73	10.55	9.68	18.23	11.41	10.44	9.81
USDINR	68.82	7.47	7.47	8.70	7.84	4.47	4.62	6.47	5.94

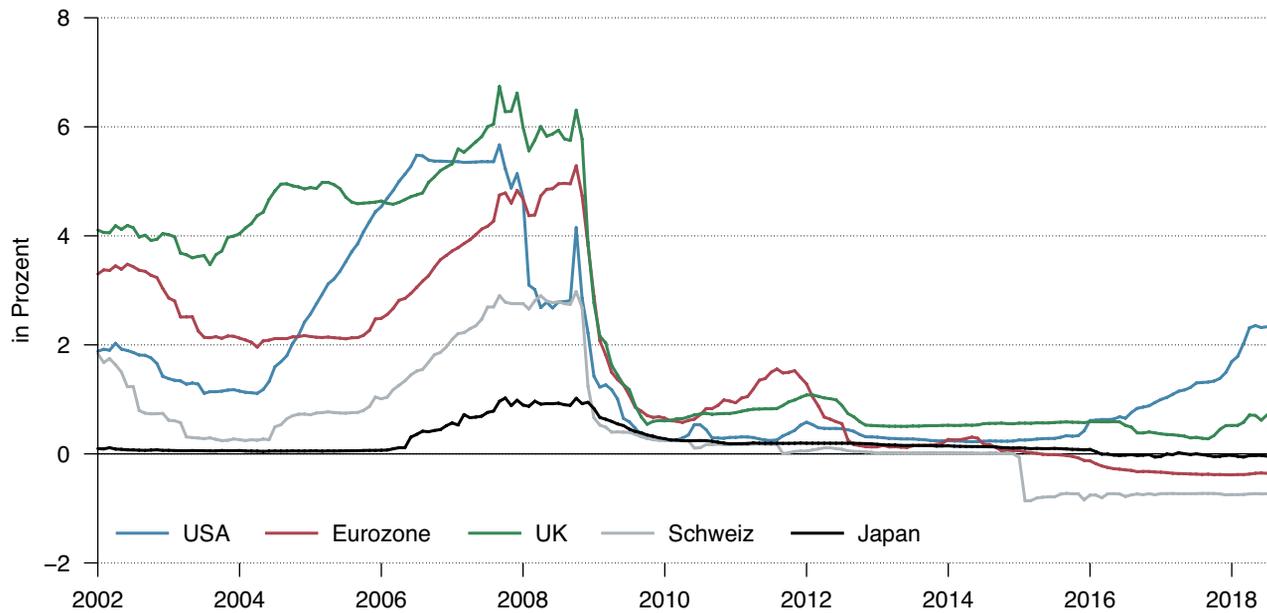
¹ Zinsen im zweiten Währungsraum abzgl. Zinsen im ersten Währungsraum; z.B. US-Dollar-Zinsen abzgl. Euro-Zinsen für EURUSD.

Zinsdifferenz

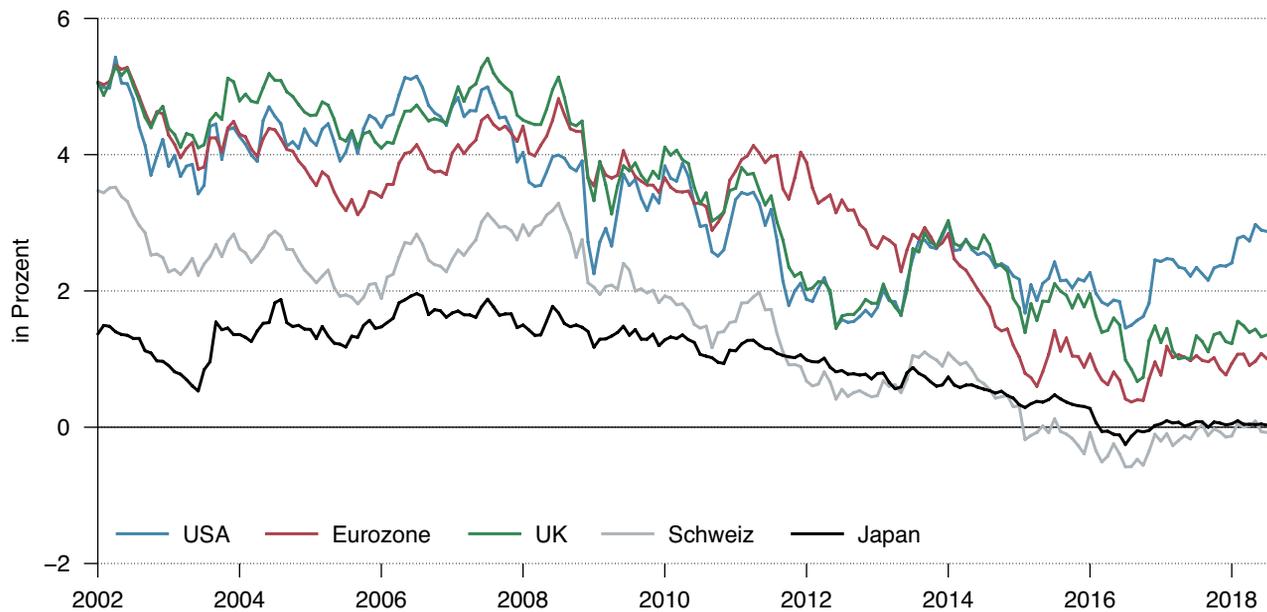


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Dreimonats-Liborsätze



Zehnjährige Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Währungsmärkte

Mit Blick auf die wichtigsten Währungen fielen die Bewegungen an den Devisenmärkten im Juni spürbar kleiner aus als noch in den Vormonaten. Der Franken verzeichnete sowohl zum Dollar als auch zum Euro per Ende Juni ein leichtes Minus. Gegenüber dem japanischen Yen und dem britischen Pfund resultierte dagegen ein leichter Kursgewinn. Mit Blick auf unsere PPP-Schätzungen ist die Schweizer Valuta nach der anhaltenden Abschwächung der letzten Monate nur noch gegenüber wenigen wichtigen Währungen überwertet. Dazu zählt neben der schwedischen und norwegischen Krone nach wie vor der japanische Yen.

Spürbar unter Druck kamen in den letzten Wochen die Währungen einzelner Schwellenländer. Nebst der

türkischen Lira, die im Zuge der Aussagen des türkischen Präsidenten zur heimischen Geldpolitik in eine Abwertungsspirale geriet, hatten jüngst auch der brasilianische Real, der russische Rubel und der argentinische Peso mit Abwertungsdruck zu kämpfen. Die aktuellen Kursverluste von Schwellenlandwährungen dürften nebst hausgemachten Problemen auch auf das mittlerweile veränderte Zinsumfeld in den USA zurückzuführen sein. Durch die zuletzt spürbar angestiegenen Zinsen im Dollar-Raum beginnen Investoren vermehrt Kapital aus den typischerweise risikoreichen Schwellenlandanlagen abzuziehen

Performance und Bewertung

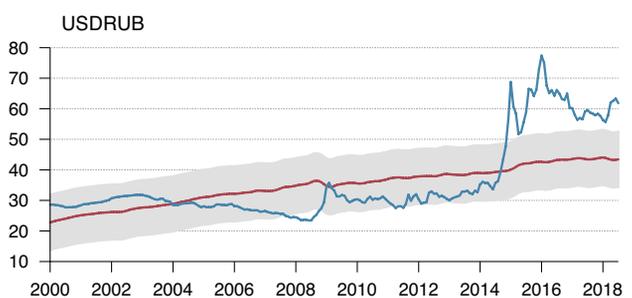
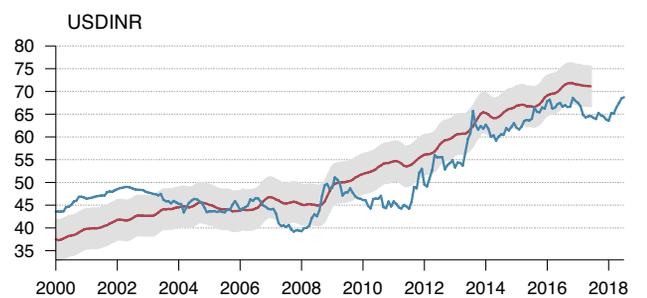
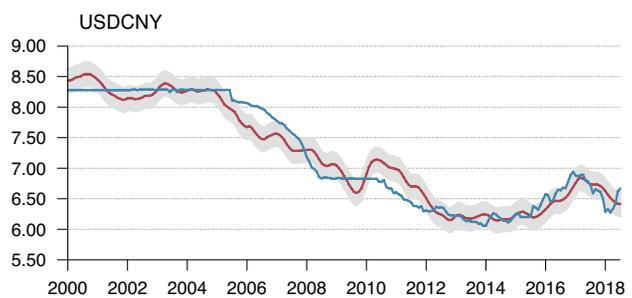
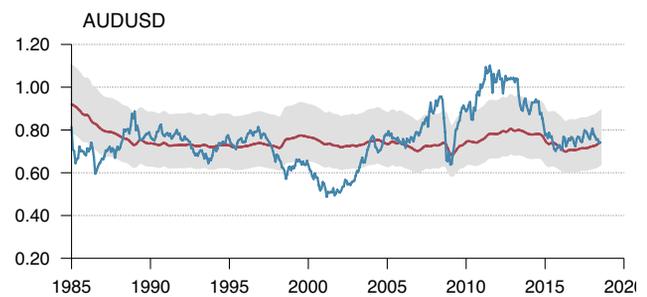
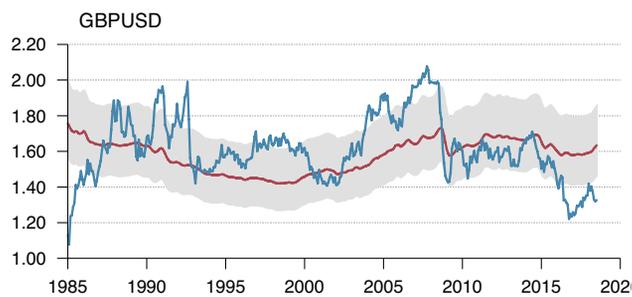
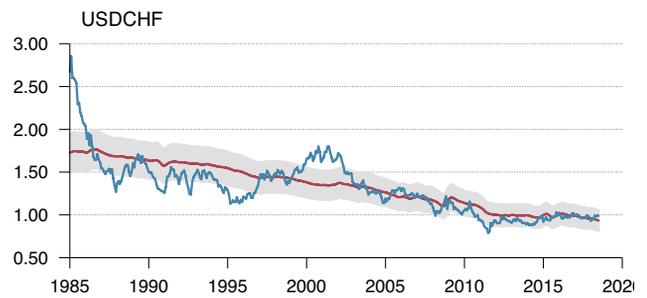
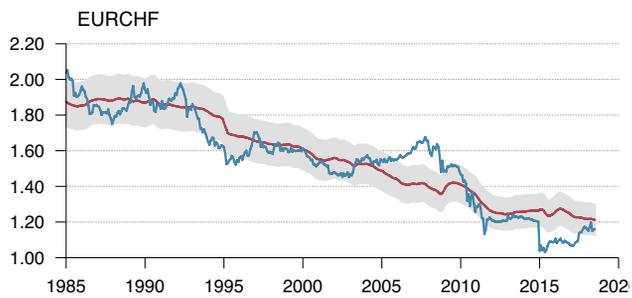
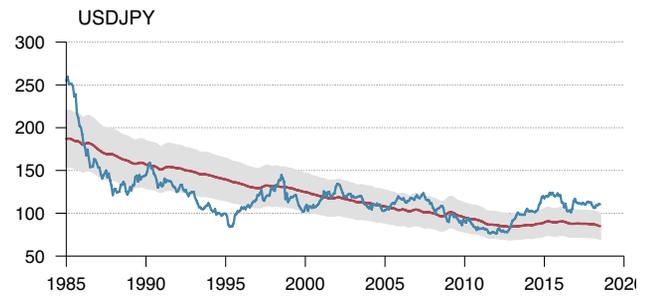
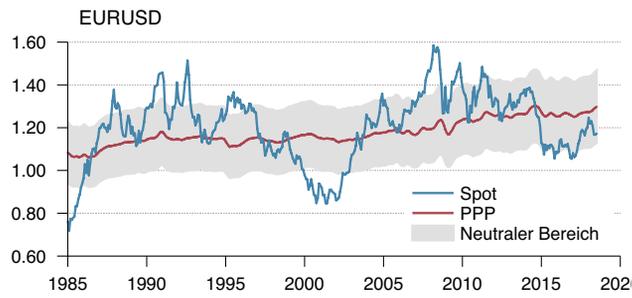
	Aktueller Wechselkurs	Performance ¹				Kaufkraftparität ²		
		YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre	PPP	Neutraler Bereich	Abweichung ³
EURUSD	1.172	-2.4	-5.4	2.9	-8.8	1.30	1.13 - 1.47	-9.7
USDJPY	111.3	-1.2	4.2	-2.6	11.1	84.9	70.1 - 99.6	31.1
GBPUSD	1.327	-1.9	-6.6	3.1	-11.2	1.63	1.46 - 1.85	-18.8
EURCHF	1.164	-0.5	-1.8	5.7	-6.4	1.21	1.13 - 1.3	-3.9
USDCHF	0.993	1.9	3.8	2.7	2.7	0.93	0.82 - 1.05	6.4
GBPCHF	1.318	-0.1	-3.1	5.9	-8.9	1.52	1.32 - 1.73	-13.6
CHFJPY	112.0	-3.1	0.5	-5.2	8.2	90.9	76.9 - 104.9	23.2
AUDUSD	0.746	-4.6	-4.0	-1.7	-18.7	0.74	0.64 - 0.89	0.6
USDCAD	1.312	4.7	4.4	1.9	24.8	1.19	1.09 - 1.29	10.3
USDSEK	8.753	6.9	5.1	3.7	29.5	7.22	6.24 - 8.19	21.3
USD RUB	62.1	7.9	-2.7	3.1	88.7	43.4	34.4 - 52.4	43.1
USDBRL	3.838	15.7	13.0	17.7	69.0	2.81	2.27 - 3.35	36.6
USDCNY	6.622	1.7	5.4	-2.6	8.0	6.41	6.22 - 6.61	3.3
USDTRY	4.706	24.1	13.6	30.3	140.4	3.27	2.96 - 3.57	44.1
USDINR	68.82	7.8	5.5	6.6	14.7	-	-	-

¹ Performance in Prozent für den jeweiligen Zeitraum.

² Die Kaufkraftparität (engl. *purchasing power parity*, oder 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

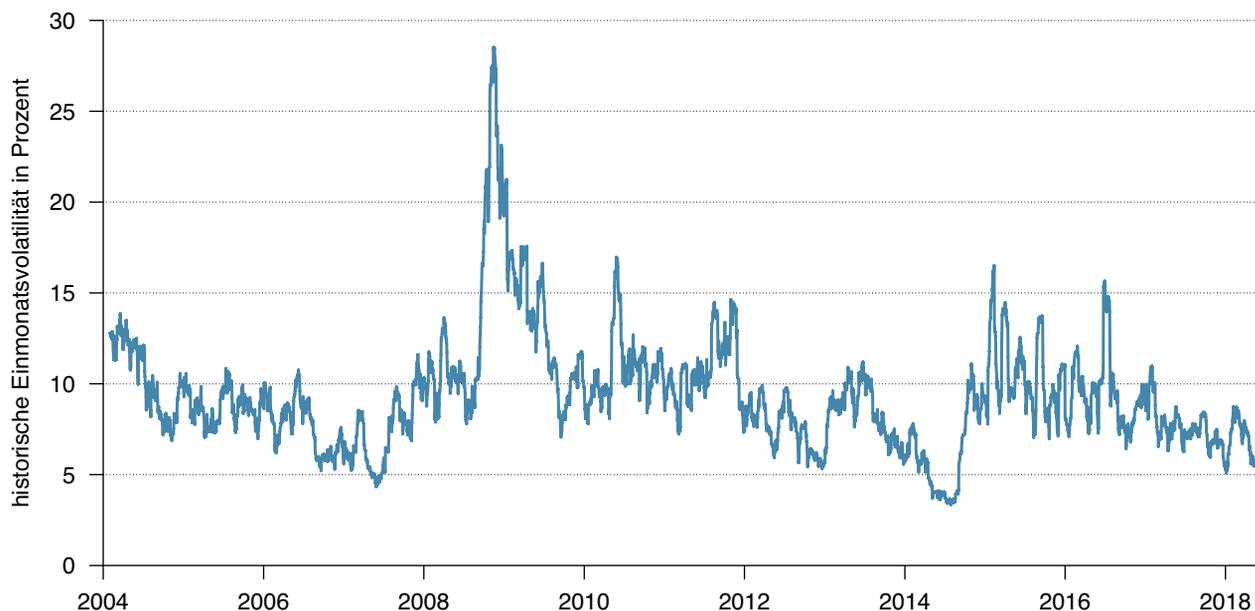
Währungsvervolatilität

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	1.172	7.5	6.8	8.4	10.4	7.1	7.3	8.7	10.8
USDJPY	111.3	6.1	7.1	9.5	10.8	7.4	8.0	9.9	11.3
GBPUSD	1.327	7.8	7.7	8.5	9.9	7.8	8.2	8.9	10.4
EURCHF	1.164	5.6	5.0	5.8	6.5	5.8	5.5	6.4	7.0
USDCHE	0.993	6.3	6.1	8.6	10.4	7.3	7.1	9.2	10.8
GBPCHF	1.318	7.2	6.6	8.8	10.1	7.9	7.3	9.2	10.6
CHFJPY	112.0	6.5	6.4	9.3	11.5	6.8	7.3	10.1	12.1
AUDUSD	0.746	8.1	8.1	9.9	12.2	8.2	8.9	10.5	12.7
USDCAD	1.312	7.3	6.8	7.9	9.6	7.6	7.2	8.2	10.0
USDSEK	8.753	10.4	9.7	9.8	12.4	9.2	9.9	10.2	12.7
USDRUB	62.1	15.1	12.1	16.5	14.8	12.0	13.1	16.7	15.8
USDBRL	3.838	15.7	16.8	15.2	15.5	11.7	16.5	15.7	16.1
USDCNY	6.622	4.2	5.5	3.8	3.3	3.9	5.6	4.7	4.8
USDTRY	4.706	23.7	18.4	12.9	13.1	15.1	17.6	14.0	14.3
USDINR	68.82	5.2	6.1	7.5	9.4	4.3	6.8	8.8	10.4

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

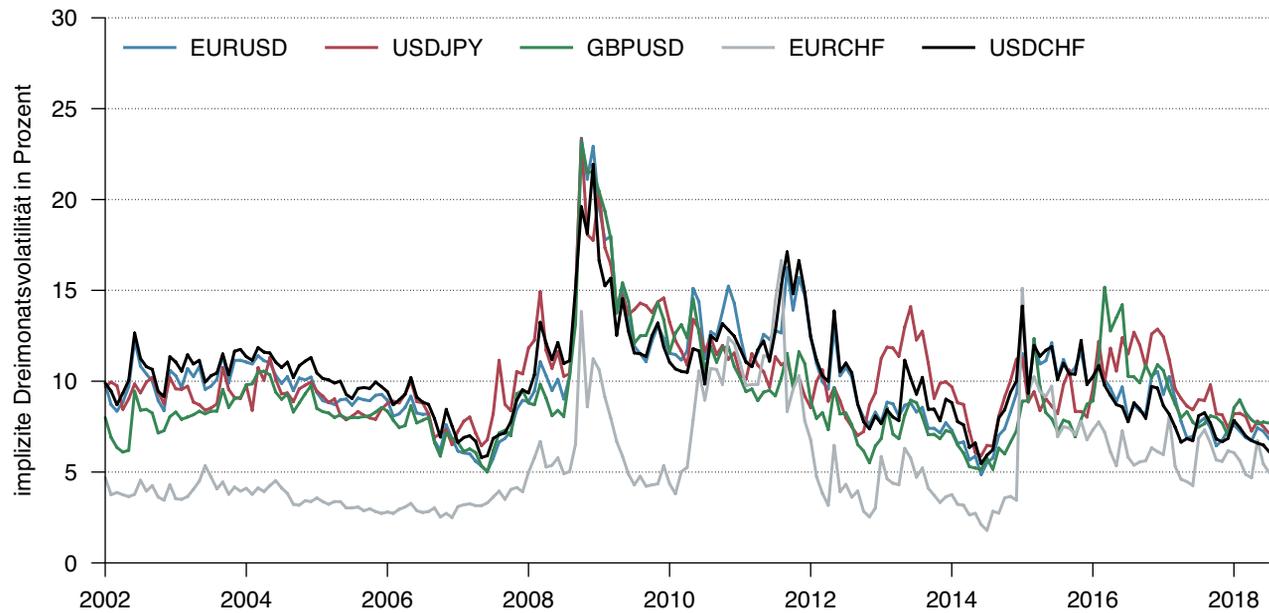
QCAM-Volatilitätsindikator³



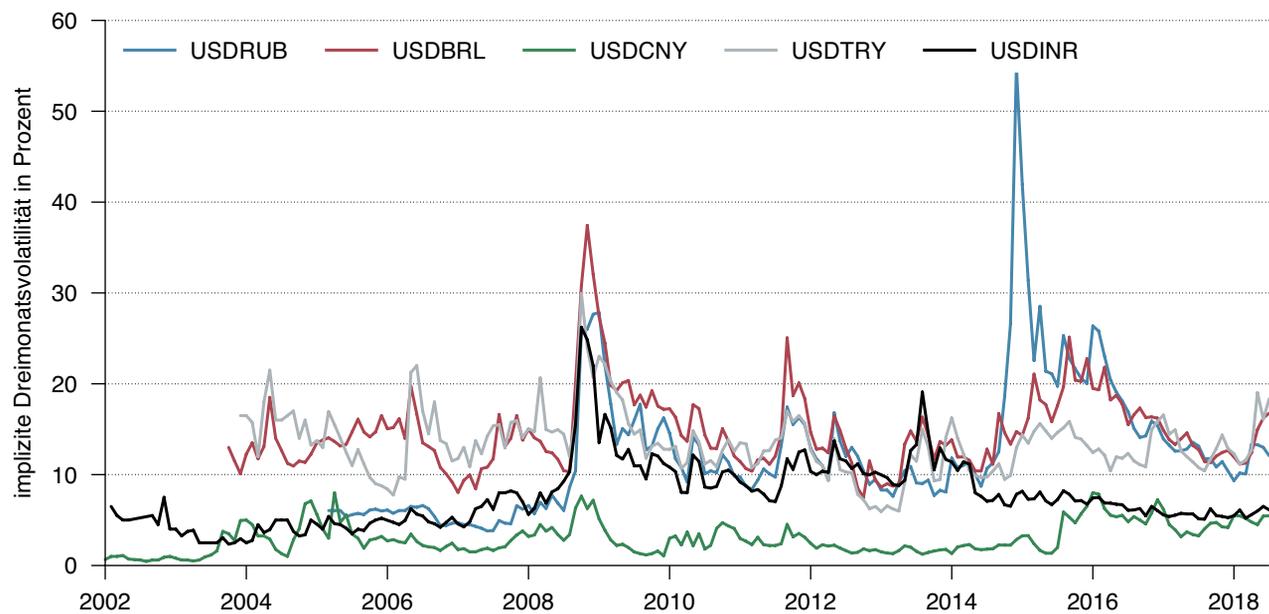
³ Der Volatilitätsindikator von QCAM bildet die Volatilität an den globalen Währungsmärkten ab; für die Berechnung wird die historische Volatilität der wichtigsten Währungspaare verwendet und mithilfe des Handelsvolumens der jeweiligen Währungspaare gewichtet.

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

Volatilität Hauptwährungen



Volatilität Schwellenlandwährungen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

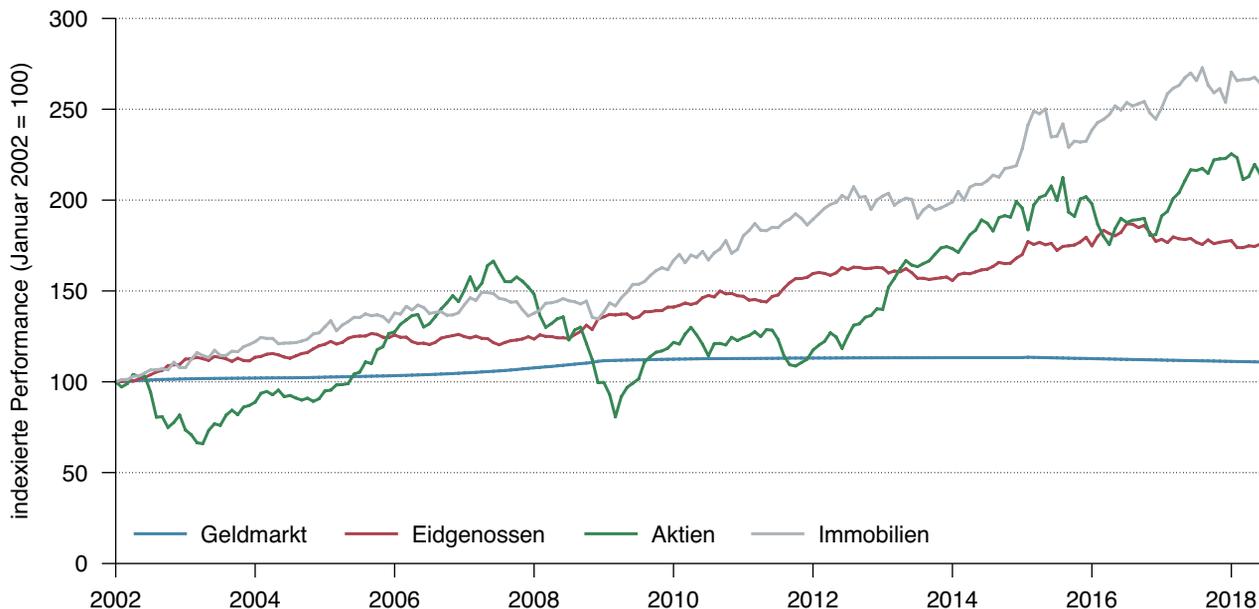
Finanzmarktumfeld

Performancevergleich

	Performance in Lokalwährung bzw. US-Dollar ¹				Performance in Schweizer Franken ¹			
	YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre	YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre
Geldmarkt CHF	-0.4	-0.2	-0.7	-2.1	-0.4	-0.2	-0.7	-2.1
Eidgenossen CHF	-1.2	0.1	-0.1	11.9	-1.2	0.1	-0.1	11.9
Unternehmensanleihen CHF	-0.7	-0.3	0.0	10.6	-0.7	-0.3	0.0	10.6
Aktien Schweiz (SMI)	-3.4	2.1	1.4	29.2	-3.4	2.1	1.4	29.2
Aktien Europa (Stoxx600)	1.9	4.4	4.7	53.7	1.3	2.6	10.7	44.3
Aktien UK (Ftse100)	2.4	7.2	8.7	42.1	2.4	3.9	15.1	30.3
Aktien Japan (Topix)	-4.5	-0.3	8.5	59.1	-1.4	-0.8	14.4	47.5
Aktien USA (S&P 500)	5.6	6.3	17.4	85.0	3.6	2.4	14.2	77.1
Aktien Schwellenländer	-5.6	-7.4	9.5	30.7	-7.4	-10.7	6.6	25.1
Aktien Welt (MSCI World)	3.0	3.4	14.1	61.7	1.1	-0.4	11.1	54.8
Immobilien Schweiz	-2.5	-2.2	-2.7	38.2	-2.5	-2.2	-2.7	38.2
Immobilien Global	1.6	5.9	9.0	32.8	-0.4	2.1	6.1	27.1
Rohstoffe	-2.7	-3.9	4.1	-33.3	-4.6	-7.4	1.4	-36.2
Rohöl (Brent)	18.4	8.5	66.7	-27.0	16.2	4.5	62.3	-30.1
Gold	-3.8	-7.7	3.4	-2.0	-5.6	-11.0	0.7	-6.2

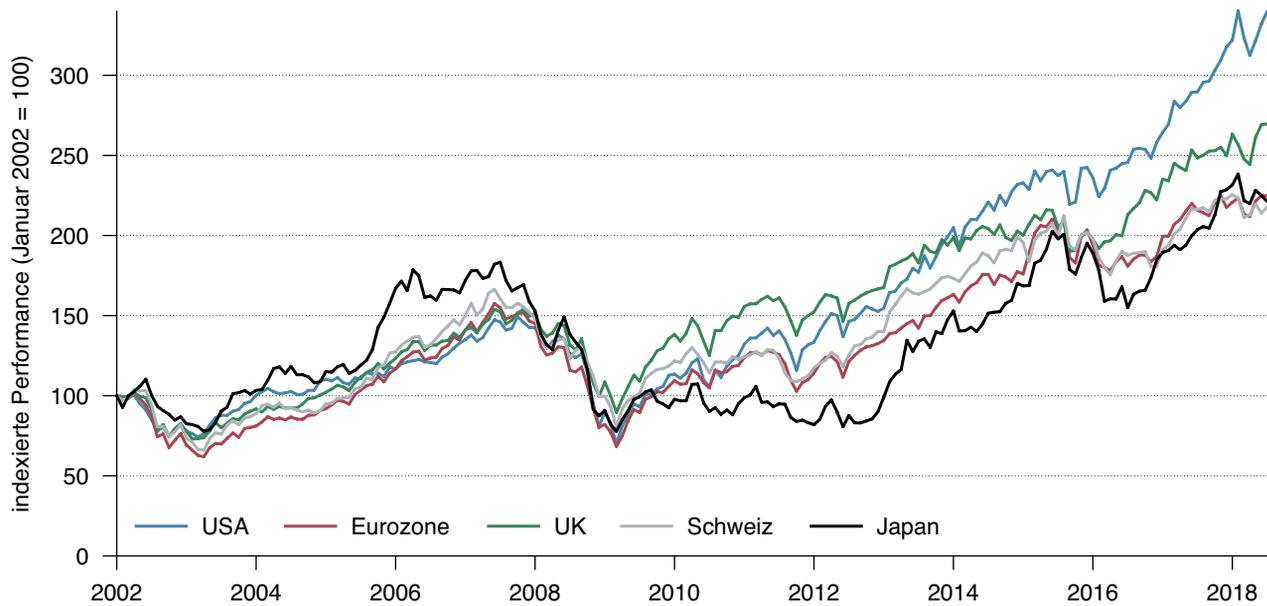
¹ Performance in Prozent für den jeweiligen Zeitraum.

Performance Schweizer Finanzanlagen

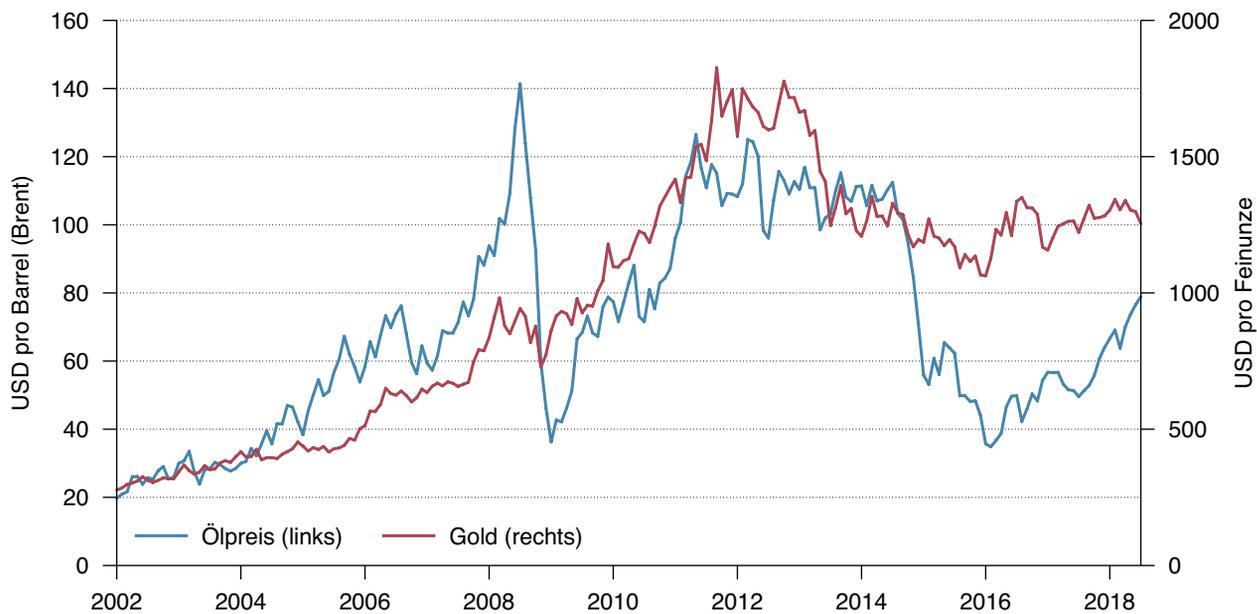


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Performance ausgewählter Aktienmärkte (in Lokalwährung)



Performance ausgewählter Rohstoffpreise



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Die Zahl des Monats

6.68 USDCNY

Die chinesische Währung verzeichnete im Juni den stärksten Einbruch gegenüber dem US-Dollar seit Einführung des Devisenmarktes im Jahre 1994. Der Renminbi fiel im Monatsverlauf um über 3.3 Prozent. Es wurde spekuliert, dass die chinesische Regierung den USA damit ein Zeichen geben wollte, dass sie neben Zöllen auf US-Produkten auch noch andere Pfeile im Köcher hat. Andere Beobachter sahen jedoch eher Marktkräfte am Werk.

Rechtliche Hinweise

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