

JULI 2019

FX MONTHLY

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

Seite 1 QCAM Insight
Nanika atta Yen?

Seite 3 Die Makroperspektive
Deutschlands Konjunktur
schwächt weiterhin

Seite 5 Was die Währungsmärkte bewegt
Chancen in Schwellen-
landwährungen



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: 8. Juli 2019

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 Zinsumfeld	Seite 11
Währungsmärkte	Seite 15
Finanzmarktumfeld	Seite 19
Die Zahl des Monats	Seite 21

Nanika atta Yen?



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

Der Yen hat sich dieses Jahr bisher gut entwickelt. Mit Sicherheit hat er keine besonderen Stärken und er ist auch kein sicherer Hafen wie der Schweizer Franken. Aber Unsicherheit ist Gift für den Yen-«Carry-Trade» und das mag noch ein wenig so bleiben.

Die erste Hälfte 2019 war nicht langweilig. Der Handelskonflikt zwischen den USA und China hat Rezessionsängste geschürt. Daraufhin hat die US-Notenbank *Fed* ihre Zinsprojektion von Straffen auf Lockern gewechselt. Aktien- und Anleihenmärkte haben die Aussicht von Zinssenkungen gefeiert, aber die Währungsmärkte hat dies nicht stark bewegt. Der US-Dollar hat sich trotz des Richtungswechsels der *Fed* gut gehalten. Besonders gut gelaufen ist der japanische Yen mit einem Plus von fast 2 Prozent gegenüber dem Dollar seit Jahresbeginn. Aber basiert das auf besseren Grundlagen oder ist es nur ein temporäres Phänomen?

Der Yen ist billig – na und?

Ein starkes Kaufargument für den JPY ist seine günstige Bewertung. Nach unserer Einschätzung ist der Yen gegenüber dem US-Dollar etwa 25 Prozent unterbewertet (siehe Seite 15). Bewertung kann auf die Dauer eine korrigierende Kraft sein, aber dies bedarf typischerweise eines Auslösers. Japan hat einen grossen und wachsenden Leistungsbilanzüberschuss. Das ist ein Plus, aber nichts Neues. Zumal die grossen Abflüsse von Direktinvestitionen ins Ausland den Leistungsbilanzüberschuss in etwa ausgleichen.

Japans Konjunkturlage ist auch nicht besonders gut. Premierminister Abe konnte zwar Japan aus dem Konflikt zwischen den USA und China heraushalten, aber das hat negative Auswirkungen auf die Wirtschaft nicht verhindert. Die Industrie leidet und die Wirtschaft schwankt insgesamt nahe an einer Rezession. Daher wird die *Bank of Japan (BoJ)* ihre Politik weiterhin locker halten.

Heikle Schuldenfinanzierung

Der Yen ist ein rotes Tuch für alle, die Staatsschulden und deren Finanzierung für nicht belanglos halten. Japan hat einen Schuldenberg von fast 240 Prozent des Bruttoinlandsprodukts angehäuft und das jährliche Haushaltsdefizit steht noch immer bei über 3 Prozent des BIP. Die Finanzierung von Schulden und Defizit hängt kritisch von der *BoJ* ab, welche bereits Staatsanleihen im Wert von 85 Prozent des BIP hält und jährlich etwa 10 Prozentpunkte dazukaufft. Staatsschulden und -anleihen im Besitz der Zentralbanken in den USA und der Eurozone, obwohl ebenfalls hoch, erscheinen im Vergleich dazu immer noch moderat.

Die *BoJ* finanziert die Expansion ihrer Bilanz wiederum mit Einlagen der Inlandsbanken (siehe Grafik). Moralischer Druck kann wahrscheinlich einen Sturm auf die *BoJ* verhindern, aber steigende Staatsschulden und *BoJ*-Bestände an Staatsanleihen dürften die Banken immer nervöser machen. Es ist nicht klar, wie und wann das japanische Schuldenkarussell enden wird, aber es kann nicht gut für den Yen sein.

Unsicherheit ist Gift für den Carry-Trade

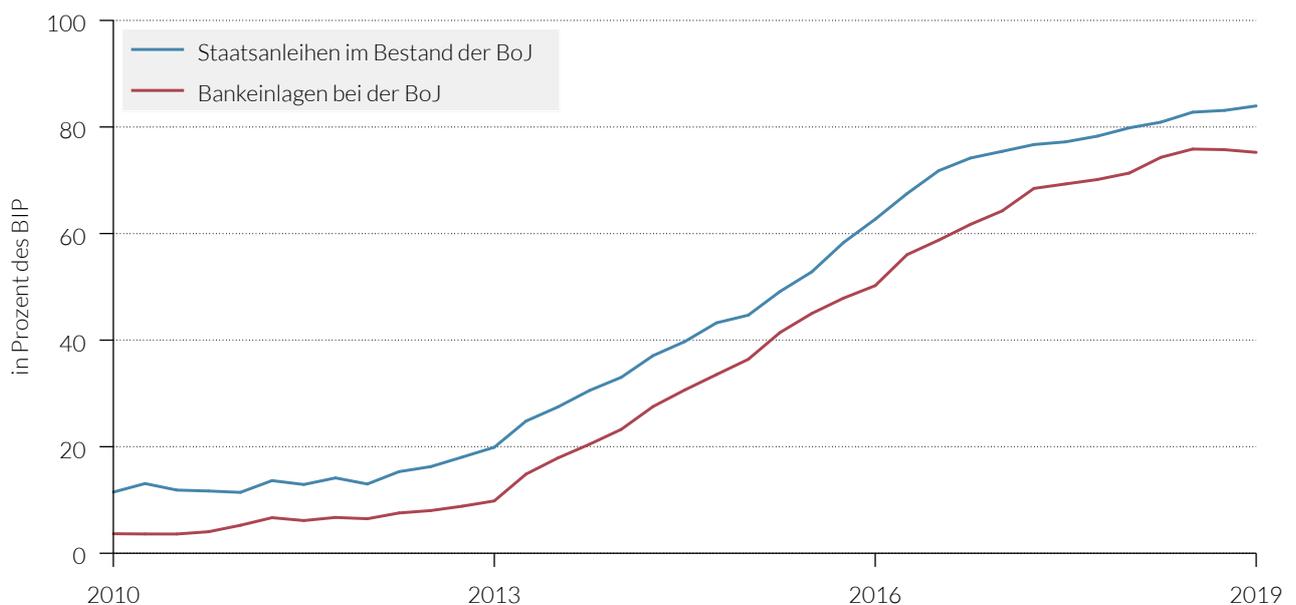
Vor diesem Hintergrund ist es erstaunlich, wie gut sich der Yen hält, zumal er nicht die ökonomischen und wirtschaftspolitischen Voraussetzungen einer Schutzzone wie der Franken hat. Der Hauptgrund für die gute Entwicklung des Yen liegt in seiner zentralen Funktion als Finanzierungswährung im sogenannten Yen-«Carry-Trade».

Stabile niedrige Zinsen in Japan gegenüber dem US-Dollar und anderen Hochzinswährungen sind eine Voraussetzung für den Yen-«Carry-Trade». Der Politikwech-

sel der *Fed* ändert die Carry-Arithmetik aber nur kurzfristig, da die US-Zinsen deutlich über den japanischen Zinsen bleiben.

Noch wichtiger als das Zinsdifferenzial ist für den Carry-Trade die Sicherheit. Investoren gehen ungern Yen-Verbindlichkeiten für Anlagen in Hochzinswährungen ein, wenn das Marktumfeld volatiler wird. Die Neuaufnahme der Handelsgespräche zwischen den USA und China sowie das Versprechen der *Fed* und anderer Zentralbanken zu helfen ist beruhigend. Dennoch hat die Weltwirtschaft bereits Schaden genommen und die Unsicherheit wird wohl anhalten, bis die Wirtschaftszahlen wieder eindeutig nach oben zeigen. Solange das nicht der Fall ist, wird der Yen sich wahrscheinlich gut behaupten.

Bilanz der *Bank of Japan* in Prozent des BIP



Quelle: Bank of Japan, QCAM Currency Asset Management

Die Makroperspektive

Deutschlands Konjunktur schwächtelt weiterhin

Auch wenn China und die USA sich wieder an den Verhandlungstisch setzen, bleiben die wirtschaftspolitischen Risiken erheblich. Die weltwirtschaftliche Lage bleibt dabei fragil. Besonders die deutsche Wirtschaft schwächtelt. Dank den weiter ausgabefreudigen Konsumenten und dem soliden Wachstumskurs der Bauindustrie kann ein Absturz aber vorerst vermieden werden.

Der Konjunkturausblick bleibt auch zu Beginn des dritten Quartals im Bann wirtschaftspolitischer Risiken. Die Entwicklungen im Konflikt zwischen den USA und dem Iran haben die Gefahr einer Eskalation im Nahen und Mittleren Osten zuletzt markant ansteigen lassen. Ein Krieg würde wohl einen spürbareren Anstieg des Ölpreises hervorrufen und so die aktuell ohnehin schon fragile Weltkonjunktur zusätzlich belasten. Bereits konjunkturelle Bremsspurten hinterlassen hat der Handelsstreit zwischen den USA und China. Das zeigt sich am deutlichsten in den Welthandelszahlen, welche sich bis zuletzt nicht von dem im Herbst 2018 verzeichneten Einbruch erholen konnten.

Noch keine Entwarnung

Die jüngste Meldung vom G20-Gipfel, wonach China und die USA wieder an den Verhandlungstisch zurückkehren, sind in diesem Zusammenhang deshalb als positives Zeichen zu werten. Gleichwohl ist eine schnelle Lösung im chinesisch-amerikanischen Handelsstreit unwahrscheinlich. Für beide Parteien geht es nebst wirtschaftlichen Interessen auch um die künftige Vormachtsstellung in der Weltpolitik. Entsprechend entschieden dürften beide Seiten am Verhandlungstisch auftreten.

Damit kann auch weiterhin keine Entwarnung für die Weltkonjunktur gegeben werden. Sorgen bereitet weiterhin vor allem die Industrie, die erfahrungsgemäss erhöhte wirtschaftspolitische Unsicherheiten stärker zu spüren bekommt als andere Wirtschaftsbereiche. In den USA vermochte der Industriesektor lange noch der globalen Tendenz zu trotzen. Die letzten Monate zeigen aber, dass inzwischen auch US-Industrieunternehmen Mühe bekunden.

In anderen Wirtschaftsregionen hat die Industrie bereits länger mit grösseren Problemen zu kämpfen. Das gilt vor allem für die Eurozone und ihr wirtschaftliches Zugpferd Deutschland. Einmal getroffen von den Problemen in der Autoproduktion bei der Umstellung auf das neue EU-weite Abgastestverfahren, vermochte sich der deutsche Industriesektor nie mehr richtig zu erholen. Aktuelle Stimmungsindikatoren lassen eine weitere Abkühlung in der Industrie vermuten. Der Ifo-Geschäftsklimaindex ging im Juni ein weiteres Mal zurück. Gemäss dem von der Europäischen Kommission herausgegebenen Stimmungsbarometer fiel die Industriestimmung gar erstmals seit Jahren wieder unter den langjährigen Durchschnitt.

Schwaches zweites Quartal in Deutschland

Zu Jahresanfang vermochten beim deutschen Wachstum noch Sonderfaktoren die Industrieschwäche zu kompensieren. So expandierte der Bausektor durch das milde Wetter besonders gut. Darüber hinaus halfen auch fiskalische Massnahmen und vorgezogene Leistungen im Hinblick auf den vermeintlichen *Brexit* von Ende März. Mit 0.4 Prozent resultiert so ein für sich genommen solides

Quartalswachstum. Die konjunkturelle Grundtendenz, welche von Stimmungsindikatoren und den Auftragseingängen abgebildet wird, war aber auch im Startquartal nach unten gerichtet. Im zweiten Quartal hat sich dieser Abwärtstrend weiter fortgesetzt. Gleichzeitig fallen die Sonderfaktoren weg, die Industrie enttäuschte erneut deutlich und auch der Aussenhandel gab nach. Kaum überraschend zeichnet sich für den Zeitraum zwischen April und Juni ein negatives Quartalswachstum ab. Fällt dieses tiefer aus als -0.2 Prozent, ist gar wieder mit einem negativen Jahreswachstum zu rechnen.

Ausblick für die deutsche Konjunktur bleibt verhalten

Ist dies der Beginn eines Wachstumseinbruchs mit noch deutlich negativeren Wachstumswahlen? Soweit dürfte es vorerst nicht kommen. Zwar wird die nachlassende Nachfrage auf dem Weltmarkt gepaart mit der schwachen Industrie die deutsche Konjunktur weiter merklich zurückhalten. Vereinzelt negative Quartale können deshalb nicht ausgeschlossen werden. Die Binnenwirtschaft dürf-

te aber Schlimmeres verhindern. Die schwache Exportdynamik hat noch nicht auf den heimischen Markt durchgeschlagen. Viele Deutsche profitieren weiterhin von den günstigen Bedingungen am Arbeitsmarkt und steigenden Einkommen aufgrund guter Tarifabschlüsse. Entsprechend solide gestalten sich auch die Aussichten für die Konsumkonjunktur. Dies wird vor allem den Dienstleistern zu Gute kommen. Beispielsweise dürfte der Einzelhandel seinen moderaten Expansionskurs seit Anfang Jahr weiter fortsetzen. Weitere Wachstumsimpulse sind zudem vom Bausektor zu erwarten. Wie in anderen Teilen der Eurozone bleibt auch die deutsche Bauindustrie weiter auf Expansionskurs.

Deutsches Wachstum schwächt sich ab



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Was die Währungsmärkte bewegt

Chancen in Schwellenlandwährungen

Im Juni vermochte der US-Dollar nicht mehr an seine Höchststände aus den Vormonaten heranzukommen. Der Greenback bleibt aber gegenüber einem breiten Korb an Währungen hoch bewertet. Während sich die Devisenmärkte typischerweise auf Zinserwartungen und -differenzen konzentrieren, sind wir der Meinung, dass grosse Bewertungsunterschiede zwischen Währungen in erster Linie die Folge divergierender Inflationsentwicklungen sind. Wir sehen weiterhin Chancen in Schwellenlandwährungen.

Regelmässige Leser kennen unsere Meinung: Wir haben empirisch keine verlässlichen Hinweise darauf, dass Zinssätze für die Währungsprognose tatsächlich von Relevanz sind, auch wenn viele Lehrbücher dies nach wie vor behaupten. Aus unserer Sicht noch fragwürdiger ist die weit verbreitete Meinung, dass die Zentralbanken und die Märkte die Zinssätze zuverlässig prognostizieren können. Die US-Notenbank (*Fed*) selbst warnt davor, dass ihre berühmten «Dot Plots», mit denen die *Fed*-Mitglieder die Richtung der Zinssätze angeben, keine Vorhersagekraft haben. Diese geben nur die Vermutungen der Teilnehmer zum Zeitpunkt der Prognose wieder. Ändert sich die Situation an den Märkten oder in der Wirtschaft, sieht auch die Zinsprognose schnell anders aus.

Doch selbst wenn wir die Zinsen genau prognostizieren könnten, wäre dieses Wissen bei der Währungsanalyse wenig hilfreich, da der Zusammenhang zwischen Zinsen und Währungen empirisch schwach ist. Eindrückliche Beispiele hierzu sind der argentinische Peso und die türkische Lira. Hätten die Zinsen tatsächlich einen spürba-

ren Einfluss auf die Währungsentwicklung, müssten die beiden Schwellenlandwährungen aktuell zu den stärksten der Welt gehören. Sowohl die Lira als auch der Peso bleiben aber trotz hoher heimischer Zinsen unter Abwertungsdruck. Offensichtlich sind für die Entwicklung von Währungen andere Faktoren als das Zinsdifferenzial entscheidend.

Inflation zählt

Wir bevorzugen als Instrument zur Währungsbewertung das Konzept der Kaufkraftparität (engl. «purchasing power parity», oder PPP). Dieses basiert auf der Annahme, dass die langfristige Entwicklung eines Währungspaars von der Inflationsdifferenz zwischen den beiden Währungsräumen getrieben wird. Hat also beispielsweise die USA eine relativ tiefere Inflation als die Türkei, sollte der Dollar gemäss PPP gegenüber der Lira auf lange Frist aufwerten.

Die Abbildung zeigt, dass Schwellenlandwährungen gegenüber dem US-Dollar nach wie vor sehr günstig sind. Nach 30 Prozent im vergangenen Sommer ist der Dollar aktuell noch rund 20 Prozent überbewertet. Mit Blick auf die Vergangenheit lässt sich beobachten, dass Schwellenlandwährungen gegenüber dem Dollar üblicherweise über lange Zeiträume – in der Regel über Jahre hinweg – tendenziell billig oder teuer geblieben sind. Eine plötzliche Annäherung an den gleichgewichteten Kurs gemäss PPP ist somit unwahrscheinlich, kann aber natürlich nicht ausgeschlossen werden. Das letzte Mal geschah dies zu Beginn der globalen Finanzkrise.

Auch für die Zukunft bietet unsere PPP-Schätzung eine nützliche Orientierungshilfe. Aktuell ist die Wahr-

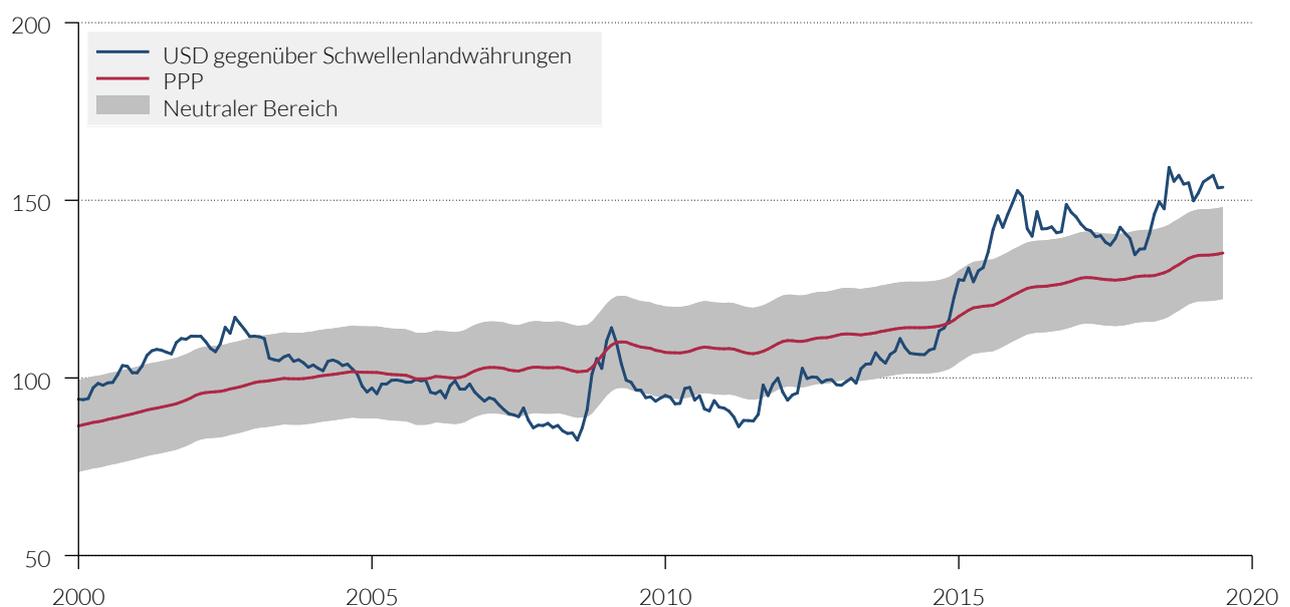
scheinlichkeit, dass der US-Dollar eine weitere signifikante Aufwertung gegenüber den Schwellenlandwährungen verzeichnen wird, viel geringer als die Wahrscheinlichkeit einer Bewegung hin zum gleichgewichteten PPP-Kurs. Wäre dies nicht der Fall, würde diese Bewertungslücke Möglichkeiten zu «physischer Arbitrage» schaffen, da sich Waren und Fabriken in die billigeren Regionen verlagern würden. Solche Bewertungslücken würden auch durch zinsseitige Massnahmen der Fed nicht geschlossen werden können. Wie bereits gesagt, sind es wirtschaftliche Kräfte und nicht das kurzfristige Zinsdifferenzial, welche die Währungsbewertungen antreiben.

China auf dem Vormarsch

Dies gilt es vor allem in Hinblick auf die jüngsten Entwicklungen in den internationalen Benchmark-Indizes für Staatsanleihen von Schwellenländern im Kopf zu behalten. Solche Indizes dienen üblicherweise als Grundlage zur Bewertung des US-Dollars gegenüber Schwellenlandwährungen. Gemäss den Indizes bleibt der Greenback ak-

tuell klar überbewertet gegenüber Schwellenlandwährungen. Mit der unterdessen gestarteten Überführung von chinesischen Staatsanleihen in die internationalen Benchmarks wird sich diese Überbewertung wohl gar noch verstärken. China hat sich in den letzten Jahren als Schwellenland mit einer vergleichsweise sehr tiefen Inflationsrate etabliert. Gleichzeitig weisen chinesische Staatsanleihen eine grössere Korrelation mit Anleihen aus entwickelten Märkten auf als mit Anleihen aus Schwellenländern. Chinas Währungs- und Anleihemärkte entsprechen also eher jenen von entwickelten Ländern als von Schwellenländern. Durch dessen künftige Berücksichtigung wird sich in den Indizes das Inflationsdifferenzial der Schwellenländer zum Dollar-Raum voraussichtlich reduzieren und die Währungen der Schwellenländer werden sich gemäss PPP gegenüber dem Dollar weniger stark abwerten.

Schwellenlandwährungen bleiben gegenüber dem US-Dollar günstig



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Konjunkturklima

In der Schweiz wird die Industrie zunehmend zum Sorgenkind. Im Juni sank der Einkaufsmanagerindex auf den tiefsten Stand seit Oktober 2012. Der Abwärtstrend aus den Vormonaten hat sich damit ungebrochen fortgesetzt. Auch andere Stimmungsbarometer lassen kaum Dynamik in der Industrie vermuten. Beispielsweise korrigierte der vom KOF herausgegebene Industriegeschäftsgang zuletzt deutlich.

Die Schweiz steht mit dieser Entwicklung nicht alleine da. Rund um die Welt hat sich die Stimmung in der Industrie jüngst weiter abgekühlt. In China ist der Einkaufsmanagerindex *Caixin* im Juni unter den Wert von 50

gefallen, was auf einen Rückgang der Industrieproduktion hindeutet. Für viele Staaten in Ost- und Südostasien ist China der grösste Abnehmer ihrer Exportprodukte. Eine Konjunkturabkühlung im Reich der Mitte strahlt so unmittelbar auf deren Wirtschaftsentwicklung aus. Seit Anfang 2018 lässt sich beim Exportwachstum wichtiger asiatischer Länder nach China ein deutlicher Abwärtstrend feststellen. Besonders stark betroffen ist Japan, was sich unter anderem am *Tankan Manufacturing Index* zeigt. Dieser hat zuletzt ein weiteres Mal deutlich korrigiert. Auch Südkoreas Konjunktur ist aufgrund der fehlenden Nachfrage aus China ins Stocken geraten.

Überblick

	Trendwachstum ¹	Reales BIP-Wachstum ²				W&P-Konjunkturklimaindikatoren ³			
		Q3/2018	Q4/2018	Q1/2019	Q2/2019	3/2019	4/2019	5/2019	6/2019
USA	1.7	3.0	3.0	3.2	-	3.1	2.7	2.8	2.5
Eurozone	1.0	1.7	1.2	1.2	-	2.2	1.9	2.1	1.9
Deutschland	1.4	1.2	0.6	0.7	-	2.4	2.2	2.3	1.8
Frankreich	0.7	1.5	1.2	1.2	-	1.6	1.5	1.9	1.8
Italien	0.2	0.5	0.0	-0.1	-	0.6	0.4	0.7	0.5
Spanien	1.6	2.5	2.3	2.4	-	2.6	2.3	2.5	2.4
Grossbritannien	1.8	1.6	1.4	1.8	-	1.8	1.6	1.1	1.1
Schweiz	1.5	2.4	1.5	1.7	-	2.0	1.9	2.0	1.9
Japan	0.4	0.2	0.3	0.9	-	2.0	1.9	1.8	1.8
Kanada	1.6	2.0	1.6	1.3	-	1.3	0.7	1.1	1.6
Australien	2.4	2.8	2.4	1.8	-	2.5	2.6	2.7	2.7
Brasilien	1.4	1.3	1.1	0.4	-	1.4	0.8	1.0	-
Russland	0.1	2.2	2.7	0.5	-	2.7	1.8	0.0	-1.1
Indien	7.7	7.0	6.6	5.8	-	6.8	6.7	6.8	6.7
China	7.4	6.5	6.4	6.4	-	6.7	6.4	6.3	5.9
Industrienationen⁴	1.4	2.2	2.0	2.1	-	2.6	2.4	2.4	2.2
Schwellenländer⁴	6.0	5.2	4.9	4.5	-	5.1	4.7	4.6	4.4
Welt⁴	3.5	3.8	3.5	3.4	-	3.9	3.5	3.5	3.2

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

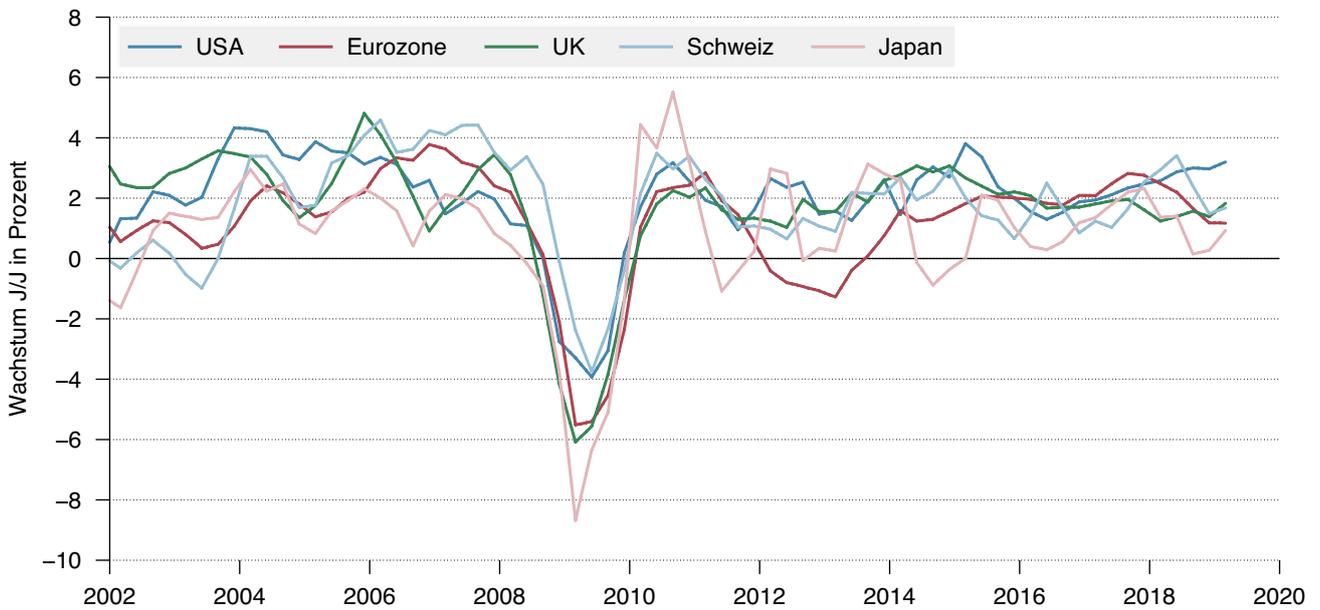
² Veränderung des realen BIP gegenüber dem Vorjahresquartal in Prozent.

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.

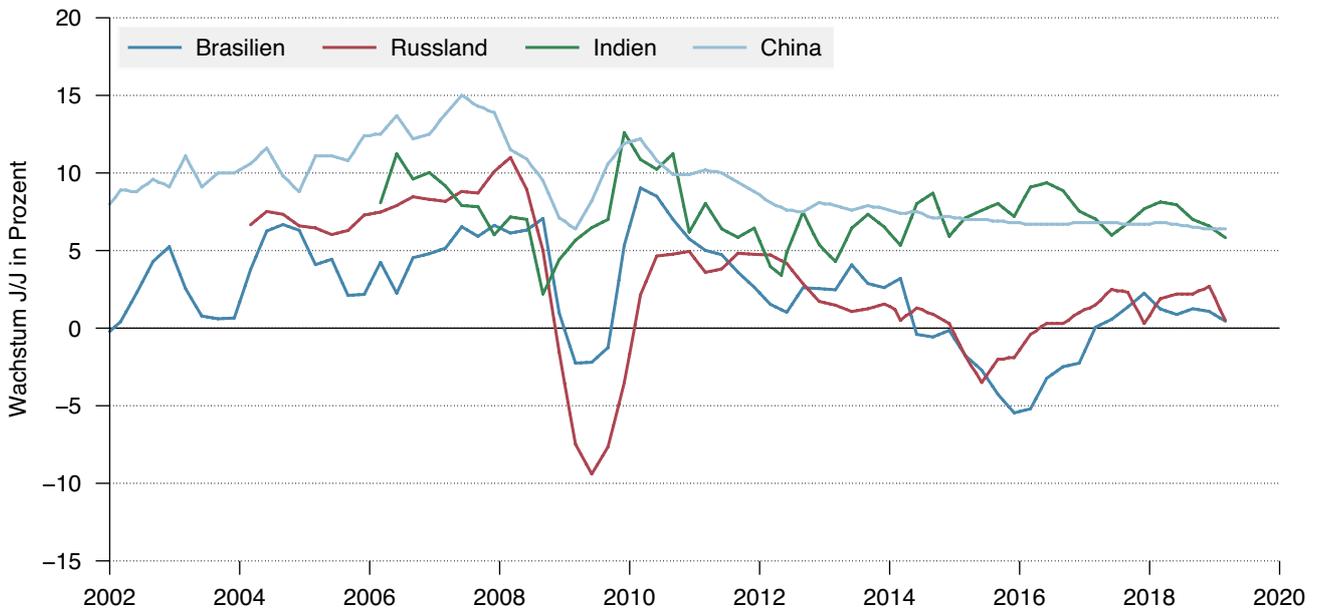
⁴ Die Aggregate werden anhand von nominalen BIP-Gewichten und Kaufkraftparitätskursen berechnet.

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

Wirtschaftswachstum Industrienationen



Wirtschaftswachstum Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

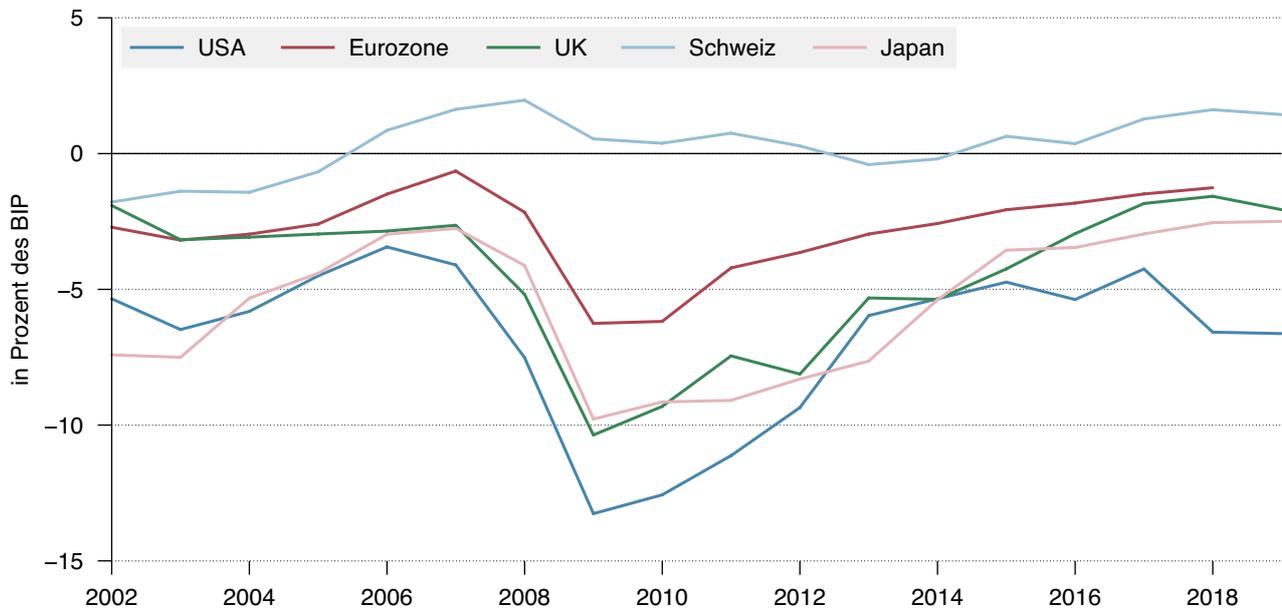
Wirtschaftsindikatoren

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	24.0	24.5	-2.3	-2.4	105.7	110.3	-5.3	-6.6	4.9	3.7
Eurozone	16.1	15.6	3.8	-	109.2	-	-1.8	-	10.0	7.5
Deutschland	4.7	4.5	7.9	7.3	76.2	66.5	1.0	0.9	6.0	5.0
Frankreich	3.3	3.2	-0.6	0.0	121.8	124.1	-3.3	-3.2	9.5	8.4
Italien	2.5	2.3	2.3	2.6	155.5	151.0	-2.5	-2.4	11.6	10.4
Spanien	1.7	1.6	1.5	0.8	115.9	113.0	-4.3	-2.0	19.7	13.6
Grossbritannien	3.6	3.2	-4.5	-5.6	113.7	112.4	-3.2	-2.1	4.7	3.1
Schweiz	0.9	0.8	9.2	9.6	42.7	40.3	0.7	1.4	3.1	2.1
Japan	6.1	5.9	3.1	3.0	220.8	225.6	-3.6	-2.5	3.1	2.4
Kanada	2.1	2.0	-2.9	-3.1	89.9	88.0	-0.2	-0.6	6.6	5.5
Australien	1.7	1.6	-3.1	-2.1	38.7	41.1	-2.2	-1.5	5.7	5.2
China	14.8	16.3	1.7	0.4	44.5	55.4	-3.2	-6.1	4.0	-
Brasilien	2.5	2.2	-1.9	-1.7	77.0	90.4	-7.9	-7.3	10.3	12.3
Indien	3.0	3.4	-1.5	-2.5	69.3	69.0	-7.0	-6.9	-	-
Russland	2.0	1.8	3.8	5.7	15.6	13.8	-1.4	1.0	5.3	4.5

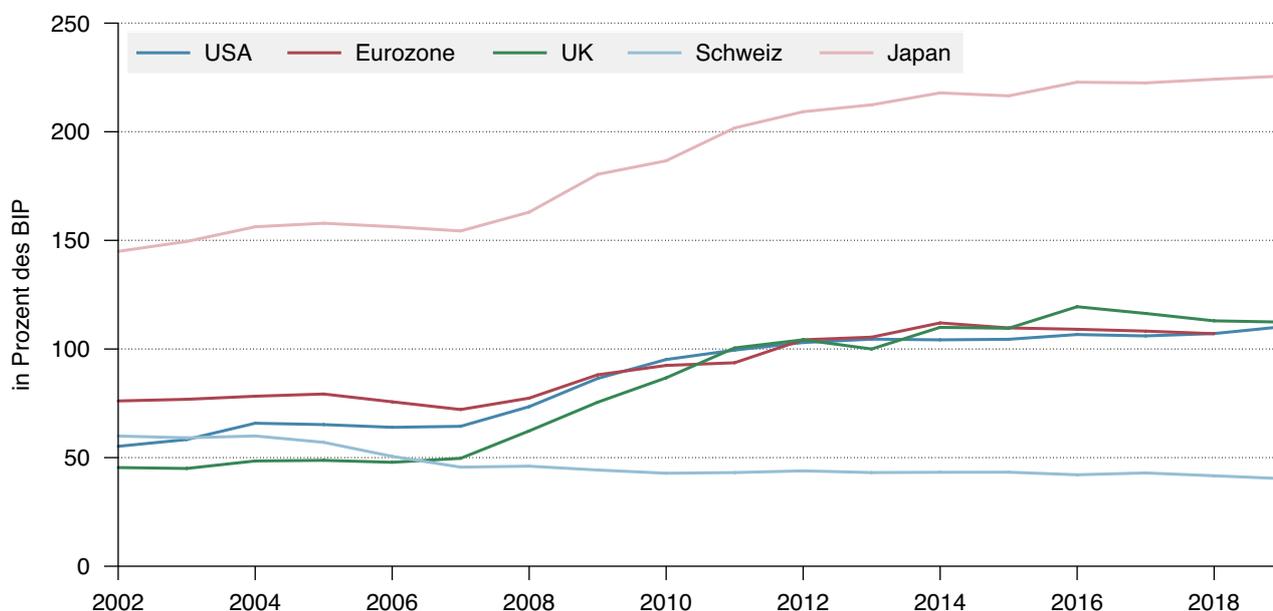
¹ In Prozent; Berechnung anhand von Marktwechsellkursen. ² In Prozent vom nominalen BIP. ³ In Prozent.

Budgetdefizit Industrienationen

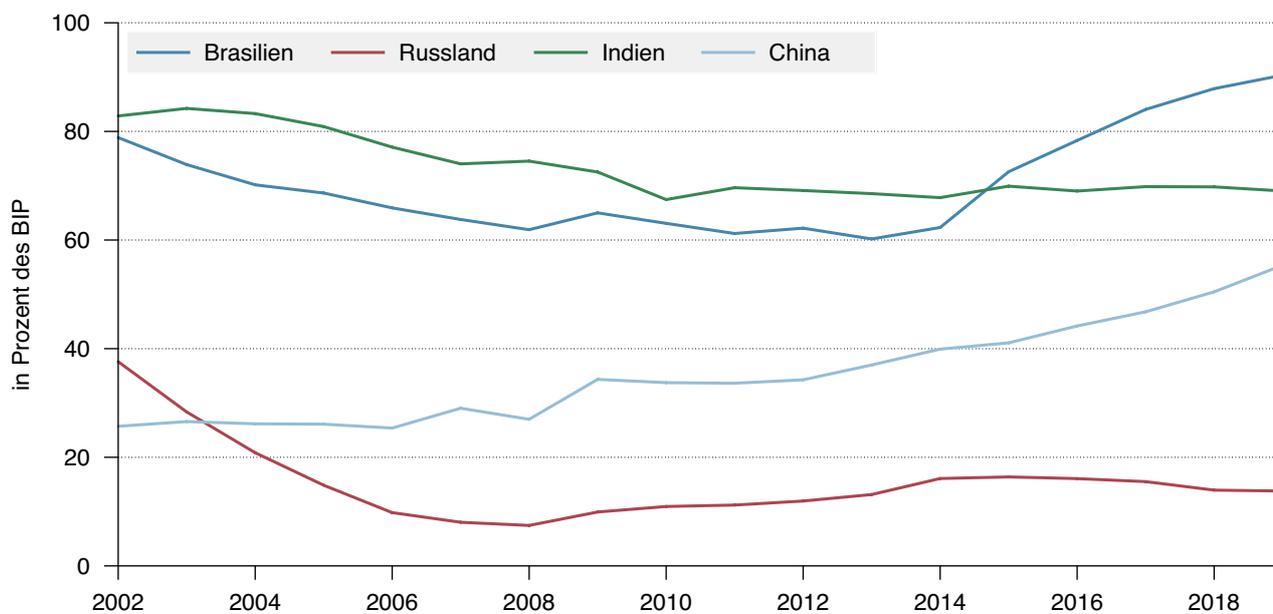


Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Staatsverschuldung Industrienationen



Staatsverschuldung Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Inflation

Die Inflation in den USA ist jüngst zurückgegangen, trotz tiefer Arbeitslosigkeit und steigenden Löhnen. Durch die vorerst aufgeschobene Erhöhung der Zölle auf chinesische Importe bleibt das Überraschungspotenzial bei der Inflation für die kommenden Monate gering. Der moderate Inflationsdruck in den USA gibt der amerikanischen Zentralbank *Fed* viel Spielraum in der Geldpolitik. Ähnliches gilt für die Eurozone – hier lag die Kerninflation im Juni mit 1.1 Prozent nach wie vor deutlich unterhalb des Inflationsziels der Europäischen Zentralbank (EZB) von knapp unter 2 Prozent. Die EZB hat denn auch angekündigt, die Leitzinsen noch mindestens

bis Mitte 2020 auf dem derzeitigen, tiefen Niveau behalten zu wollen.

In der Schweiz bewegte sich die Kerninflation im Juni gegenüber dem Vorjahr bei 0.7 Prozent. Sie ist in den letzten Monaten leicht angestiegen. Auch hierzulande ist für die nächsten Monate aber nicht mit einem grossen Preisauftrieb zu rechnen. Eher dürfte die jüngst beobachtete konjunkturelle Abkühlung und die leichte Aufwertung des Schweizer Frankens gegenüber den Hauptwährungen über gesunkene Importpreise die Inflation kurzfristig wieder etwas näher an die Nulllinie bringen.

Überblick

	Ø 10 Jahre ¹	Inflation ²				Kerninflation ³			
		3/2019	4/2019	5/2019	6/2019	3/2019	4/2019	5/2019	6/2019
USA	1.7	1.9	2.0	1.8	-	2.0	2.1	2.0	-
Eurozone	1.3	1.4	1.7	1.2	1.2	0.8	1.3	0.8	1.0
Deutschland	1.3	1.3	2.0	1.4	1.6	1.3	1.5	1.4	-
Frankreich	1.1	1.1	1.3	0.9	1.2	0.5	0.7	0.5	-
Italien	1.2	1.0	1.1	0.8	0.8	0.4	0.6	0.4	0.5
Spanien	1.2	1.3	1.5	0.8	0.4	0.7	0.9	0.7	-
Grossbritannien	2.2	1.9	2.1	2.0	-	1.8	1.8	1.7	-
Schweiz	0.0	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6	0.7
Japan	0.3	0.5	0.9	0.8	-	0.5	0.6	0.5	-
Kanada	1.6	1.9	2.0	2.4	-	1.6	1.5	2.0	-
Australien	2.1	1.3	-	-	-	1.3	-	-	-
Brasilien	5.9	4.6	4.9	4.7	3.4	3.8	4.0	3.9	-
Russland	7.2	5.3	5.2	5.1	4.6	4.6	4.6	4.7	4.6
Indien	7.0	2.9	3.0	3.0	-	-	-	-	-
China	2.4	2.3	2.5	2.7	1.5	1.8	1.7	1.6	1.6
Industrienationen⁴	1.4	1.5	1.8	1.5	1.5	1.4	1.6	1.4	1.5
Schwellenländer⁴	4.3	2.9	3.1	3.2	3.0	2.4	2.3	2.2	2.2
Welt⁴	2.7	2.2	2.4	2.4	2.3	1.6	1.7	1.6	1.6

¹ Durchschnittliche Jahreststeuerung der Konsumentenpreise in Prozent.

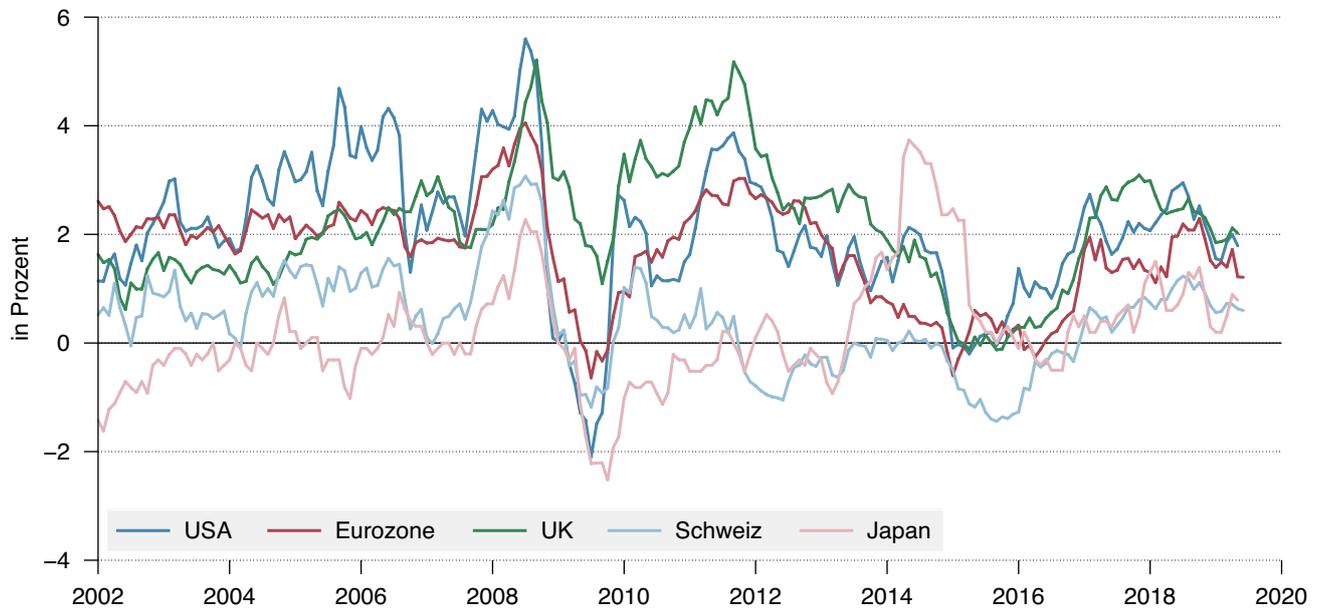
² Veränderung der Konsumentenpreise gegenüber dem Vorjahresmonat in Prozent.

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

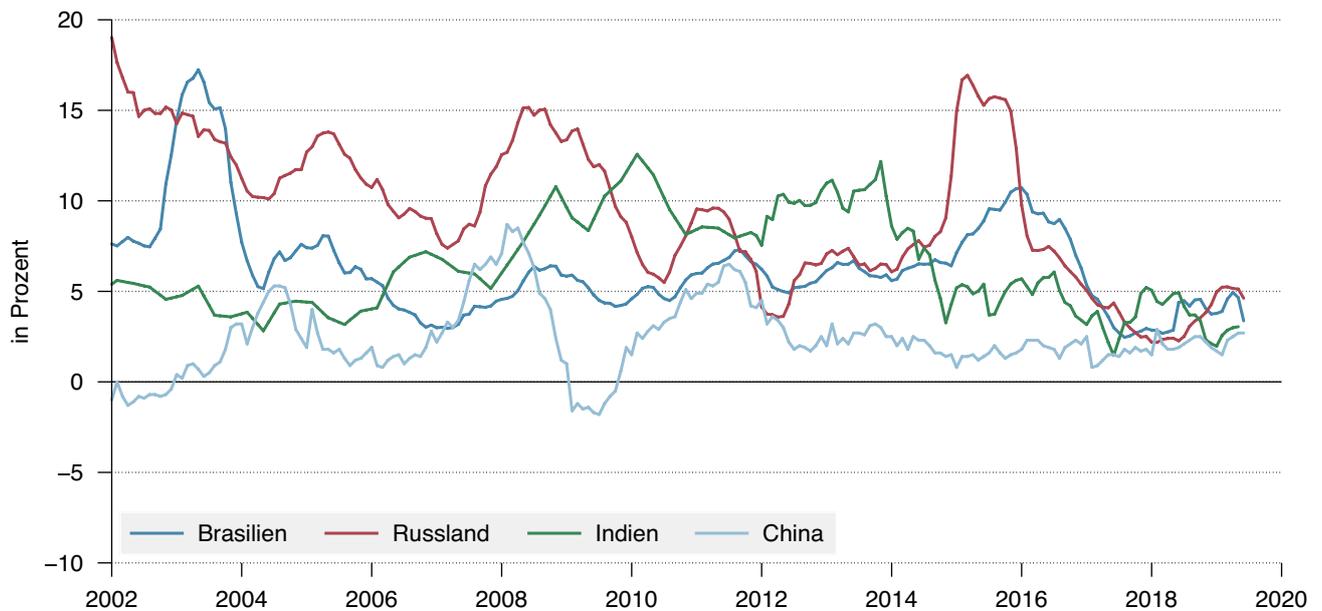
⁴ Die Aggregate werden anhand von nominalen BIP-Gewichten und Kaufkraftparitätskursen geschätzt.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Konsumentenpreisinflation Industrienationen



Konsumentenpreisinflation Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

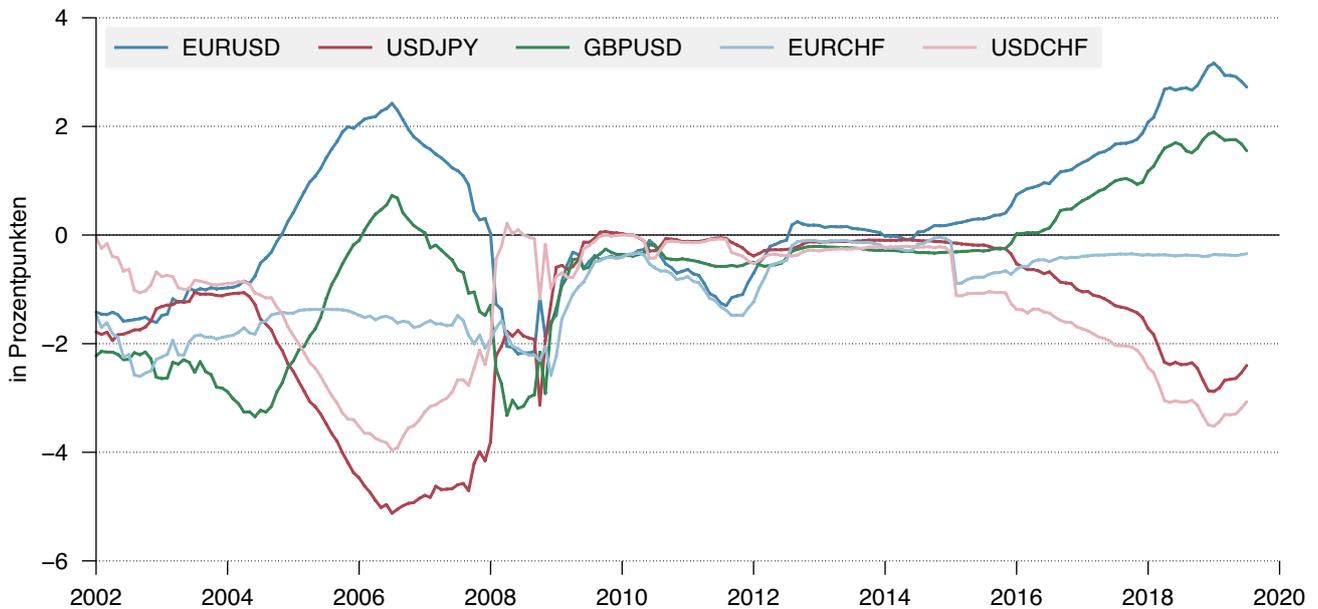
Zinsumfeld

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	1.121	2.78	2.69	1.40	0.55	2.52	3.00	1.69	0.71
USDJPY	108.8	-2.50	-2.37	-1.17	-0.65	-2.27	-2.65	-1.49	-0.91
GBPUSD	1.247	1.65	1.71	0.61	0.12	1.37	1.83	0.72	0.14
EURCHF	1.113	-0.36	-0.38	-0.43	-0.48	-0.36	-0.29	-0.42	-0.58
USDCHF	0.994	-3.14	-3.07	-1.84	-1.03	-2.88	-3.29	-2.11	-1.29
GBPCHF	1.239	-1.49	-1.36	-1.22	-0.91	-1.51	-1.46	-1.39	-1.15
CHFJPY	109.5	0.64	0.70	0.66	0.38	0.61	0.63	0.62	0.38
AUDUSD	0.693	1.34	0.84	-0.55	-1.92	1.44	1.22	-0.04	-1.40
USDCAD	1.313	-0.44	-0.58	0.11	0.44	-0.20	-0.63	-0.12	0.24
USDSEK	9.475	-2.52	-2.79	-1.50	-0.24	-2.18	-2.98	-1.69	-0.40
USDRUB	63.8	5.30	3.86	8.63	7.51	5.20	3.79	8.11	7.18
USDBRL	3.807	13.54	13.54	12.17	9.83	3.76	4.82	8.86	9.05
USDCNY	6.885	0.50	2.02	2.54	3.07	0.88	1.63	2.26	2.69
USDTRY	5.722	24.29	16.93	12.92	10.46	25.34	17.67	12.86	10.52
USDINR	68.55	7.47	7.47	8.21	7.97	3.82	4.47	5.80	6.06

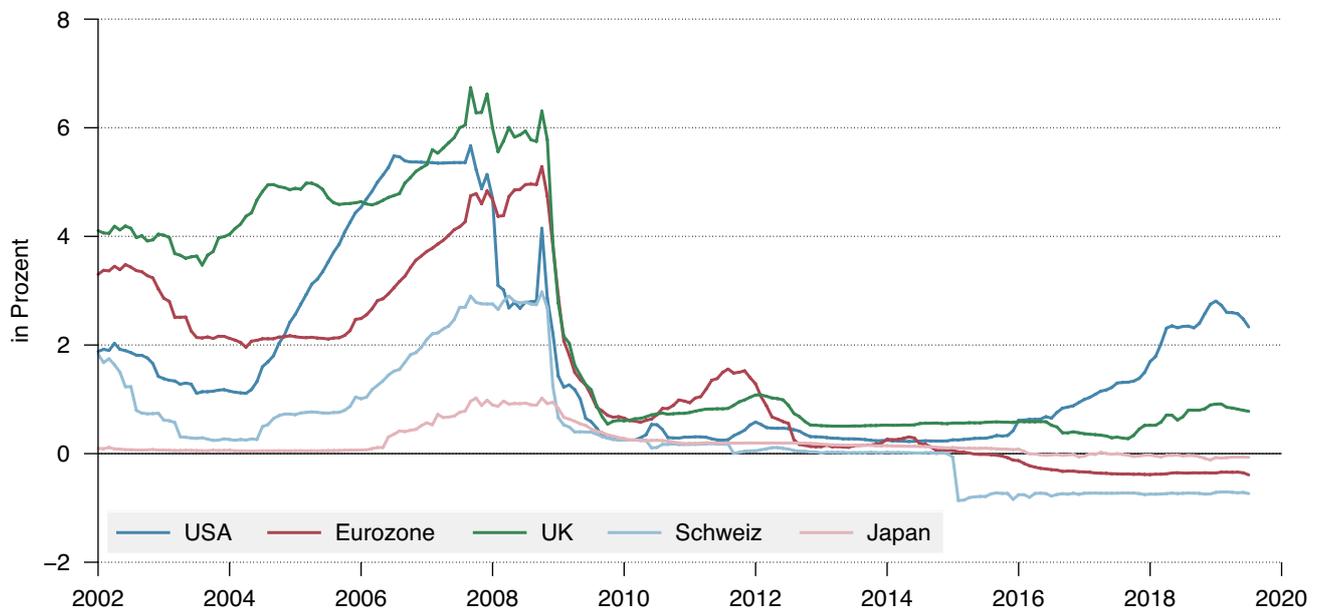
¹ Zinsen im zweiten Währungsraum abzgl. Zinsen im ersten Währungsraum; z.B. US-Dollar-Zinsen abzgl. Euro-Zinsen für EURUSD.

Zinsdifferenz

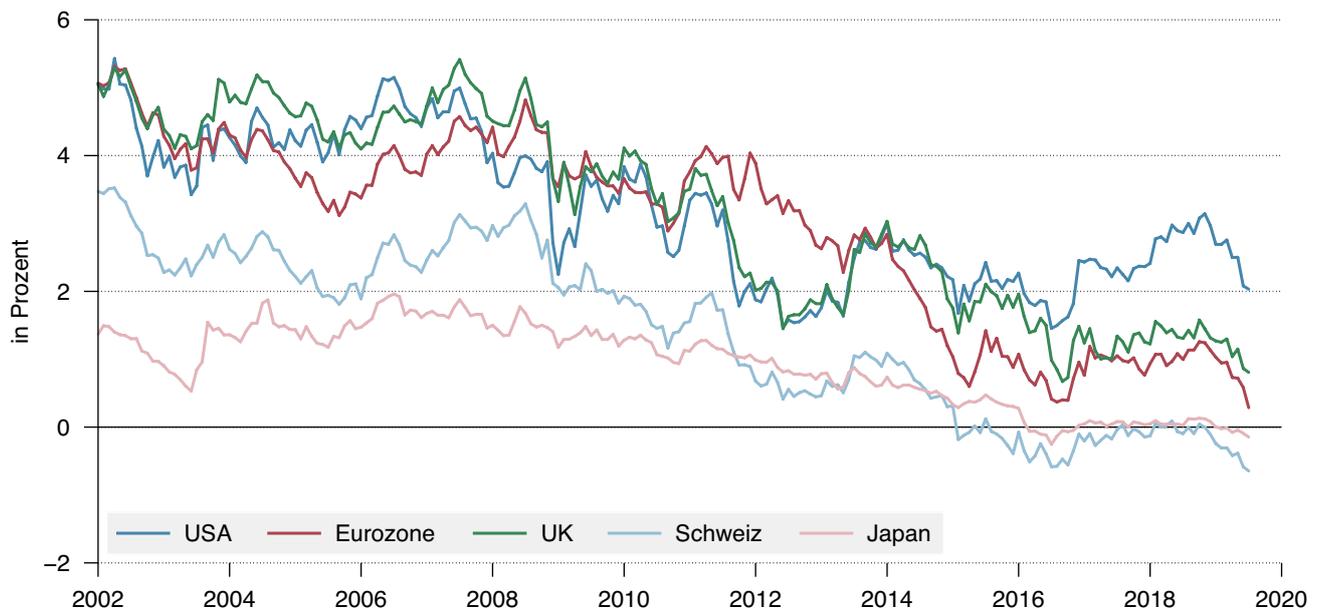


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Dreimonats-Liborsätze



Zehnjährige Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Währungsmärkte

Wie schon im Vormonat legte der Schweizer Franken gegenüber den Hauptwährungen an Wert zu. Gegenüber dem US-Dollar, dem britischen Pfund und dem japanischen Yen resultierte ein Plus von etwa 1.5 Prozent, gegenüber dem Euro eine Zunahme von 0.5 Prozent. Der Franken dürfte damit abermals von der Risikoaversion der Anleger profitiert haben.

Durch den Handelskonflikt steht seit längerem das Währungspaar USDCNY unter erhöhter Beobachtung. Die chinesische Zentralbank übt eine grosse Kontrolle auf den Kurs des Renminbis aus. Dieser darf sich eigentlich nicht stärker als 2 Prozent von einem von der Zentralbank definierten Wert entfernen. Aufgrund dieser engen Kontrolle steht China im Verdacht, den Wech-

selkurs als Waffe im Handelskonflikt zu verwenden. Tatsächlich hat sich die chinesische Währung seit Juni vergangenen Jahres um mehr als 7 Prozent abgewertet. Zuletzt blieb der Wechselkurs relativ konstant, was den Stillstand der Verhandlungen widerspiegelte. Nach der Einigung auf weitere Verhandlungen kann der USDCNY nun wieder als Gradmesser für den Verhandlungsfortschritt betrachtet werden. Die Kaufkraftparität signalisiert uns dabei, dass der US-Dollar gegenüber dem Renminbi aktuell überbewertet ist. Trotz einer Abschwächung des Dollars im Juni ist er gemäss Kaufkraftparität auch gegenüber dem britischen Pfund und dem japanischen Yen weiterhin überbewertet.

Performance und Bewertung

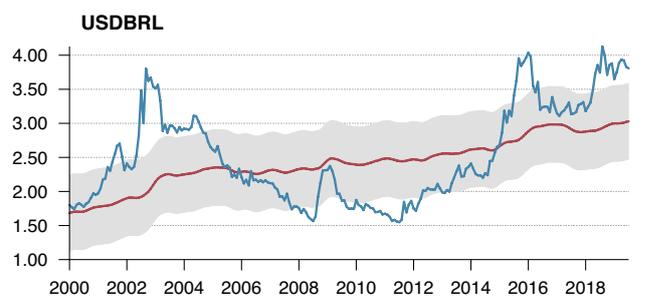
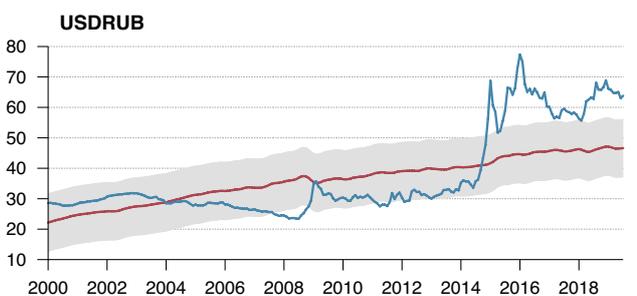
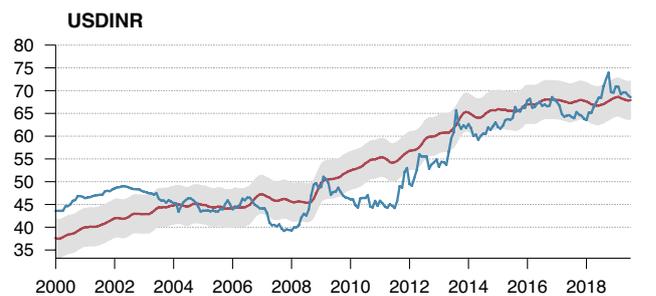
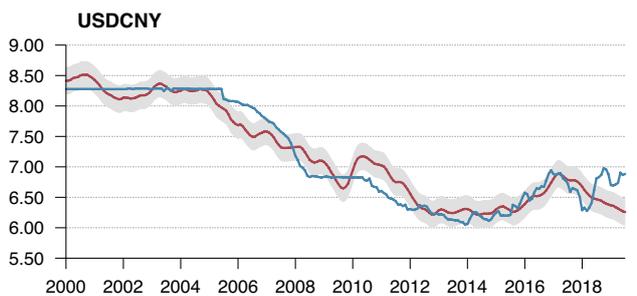
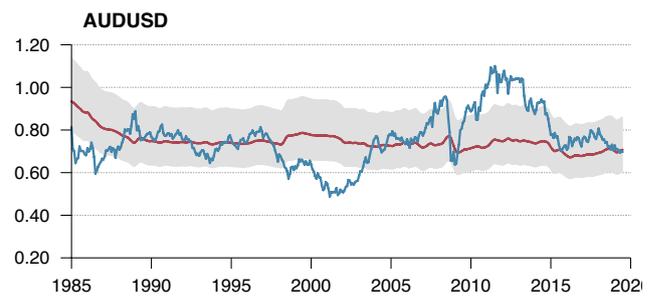
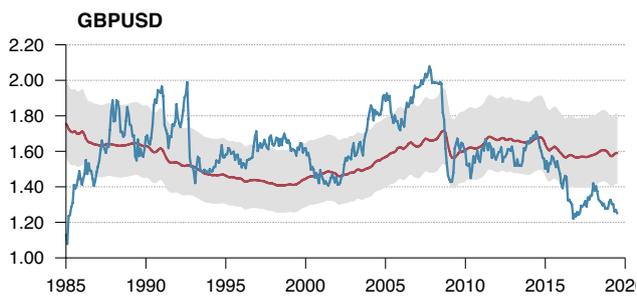
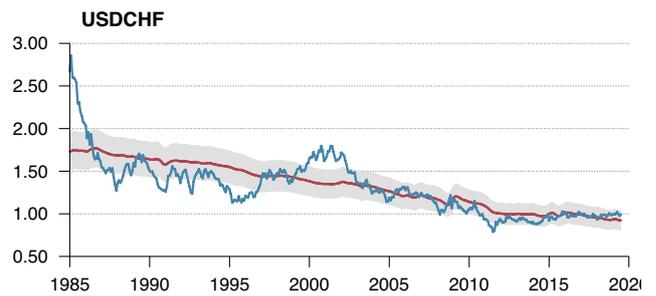
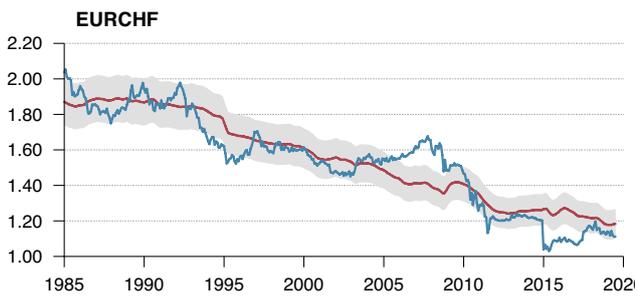
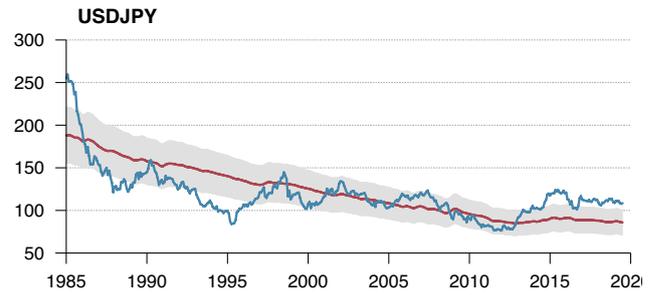
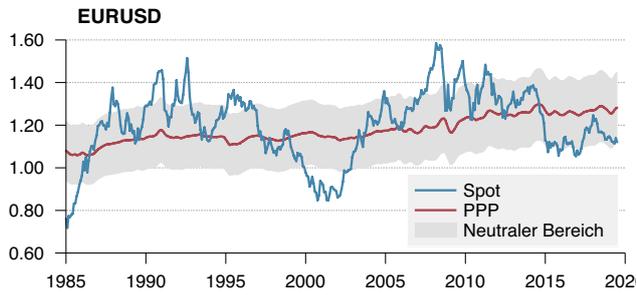
	Aktueller Wechselkurs	Performance ¹				Kaufkraftparität ²		
		YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre	PPP	Neutraler Bereich	Abweichung ³
EURUSD	1.121	-2.0	-0.4	-4.7	-17.8	1.28	1.11 - 1.45	-12.6
USDJPY	108.8	-0.9	-2.0	-1.8	7.0	85.9	70.8 - 101	26.6
GBPUSD	1.247	-2.1	-4.8	-6.0	-27.3	1.59	1.42 - 1.81	-21.6
EURCHF	1.113	-1.2	-1.3	-4.4	-8.4	1.18	1.1 - 1.27	-5.9
USDCHF	0.994	0.8	-0.9	0.3	11.5	0.92	0.81 - 1.04	7.6
GBPCHF	1.239	-1.3	-5.6	-5.7	-18.9	1.47	1.27 - 1.67	-15.7
CHFJPY	109.5	-1.6	-1.1	-2.1	-4.1	93.1	78.7 - 107.4	17.6
AUDUSD	0.693	-1.6	-3.0	-7.2	-26.3	0.71	0.6 - 0.86	-2.0
USDCAD	1.313	-3.9	-1.5	0.3	23.3	1.21	1.11 - 1.31	8.5
USDSEK	9.475	6.9	2.1	8.7	39.7	7.59	6.54 - 8.63	24.9
USDRUB	63.8	-8.0	-0.9	1.8	88.0	46.6	37.1 - 56.2	36.9
USDBRL	3.807	-1.8	-0.5	-1.4	71.8	3.03	2.47 - 3.59	25.7
USDCNY	6.885	0.3	2.5	4.0	11.0	6.26	6.03 - 6.48	10.0
USDTRY	5.722	7.6	0.5	25.5	170.0	4.17	3.77 - 4.58	37.2
USDINR	68.55	-1.8	-0.8	-0.3	14.7	67.9	63.7 - 72.2	0.9

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 \pm einer Standardabweichung der historischen Schwankungsbreite um den PPP-Wert.

³ Abweichung des aktuellen Wechselkurses von der Kaufkraftparität in Prozent.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

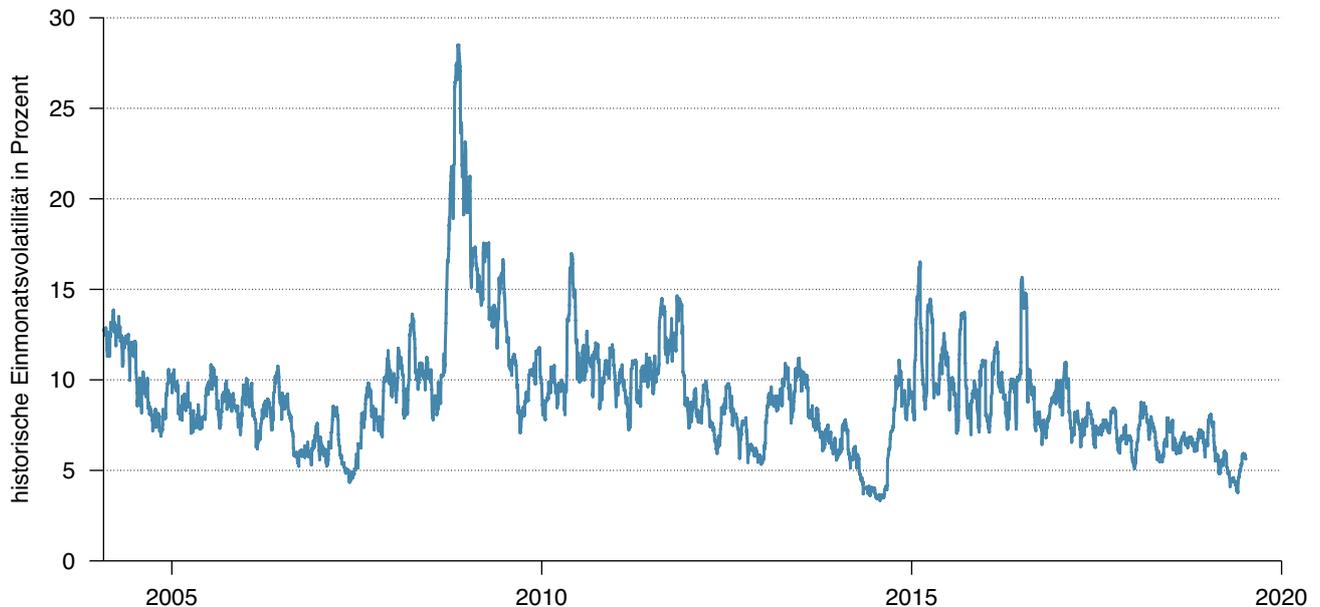
Währungsvolatilität

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	1.121	5.1	5.4	8.4	9.5	6.4	6.2	8.6	10.1
USDJPY	108.8	5.3	6.6	9.0	9.9	6.1	7.1	9.4	10.8
GBPUSD	1.247	7.6	7.0	9.1	9.3	8.3	9.6	9.3	9.9
EURCHF	1.113	4.0	4.4	6.0	6.2	4.7	5.0	6.6	6.9
USDCHF	0.994	5.2	5.5	8.3	9.6	5.7	6.2	8.8	10.1
GBPCHF	1.239	7.4	6.9	9.2	9.4	7.8	9.2	9.4	10.0
CHFJPY	109.5	5.2	5.9	8.9	10.6	6.3	6.7	9.5	11.4
AUDUSD	0.693	6.8	7.3	9.7	11.1	8.3	8.3	10.3	11.8
USDCAD	1.313	5.3	5.4	7.9	8.7	6.2	6.1	8.2	9.2
USDSEK	9.475	7.9	7.7	9.7	11.4	8.8	8.3	10.0	11.9
USDRUB	63.8	8.1	9.7	17.0	14.3	10.6	11.6	17.2	15.1
USDBRL	3.807	13.0	13.5	15.8	14.8	14.7	13.7	15.9	15.5
USDCNY	6.885	3.3	4.9	4.5	3.4	4.3	5.5	5.3	4.4
USDTRY	5.722	19.4	19.2	14.8	13.3	27.7	23.3	15.8	14.6
USDINR	68.55	5.5	5.5	6.7	8.6	6.5	6.6	7.8	9.6

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

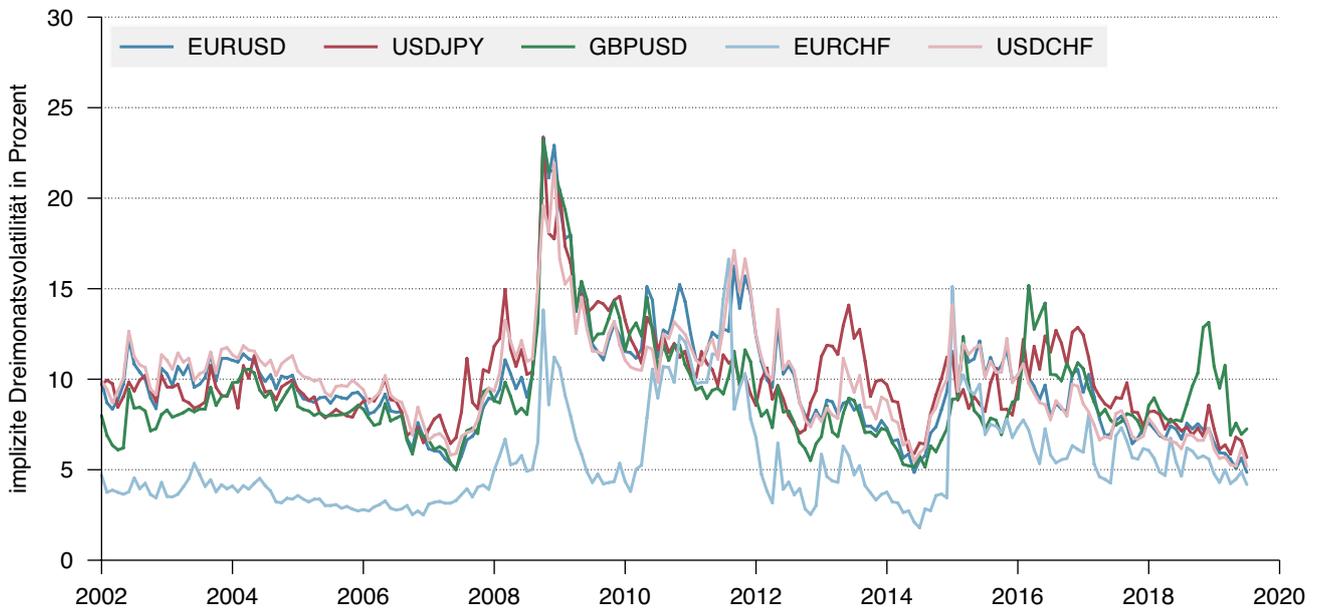
QCAM-Volatilitätsindikator³



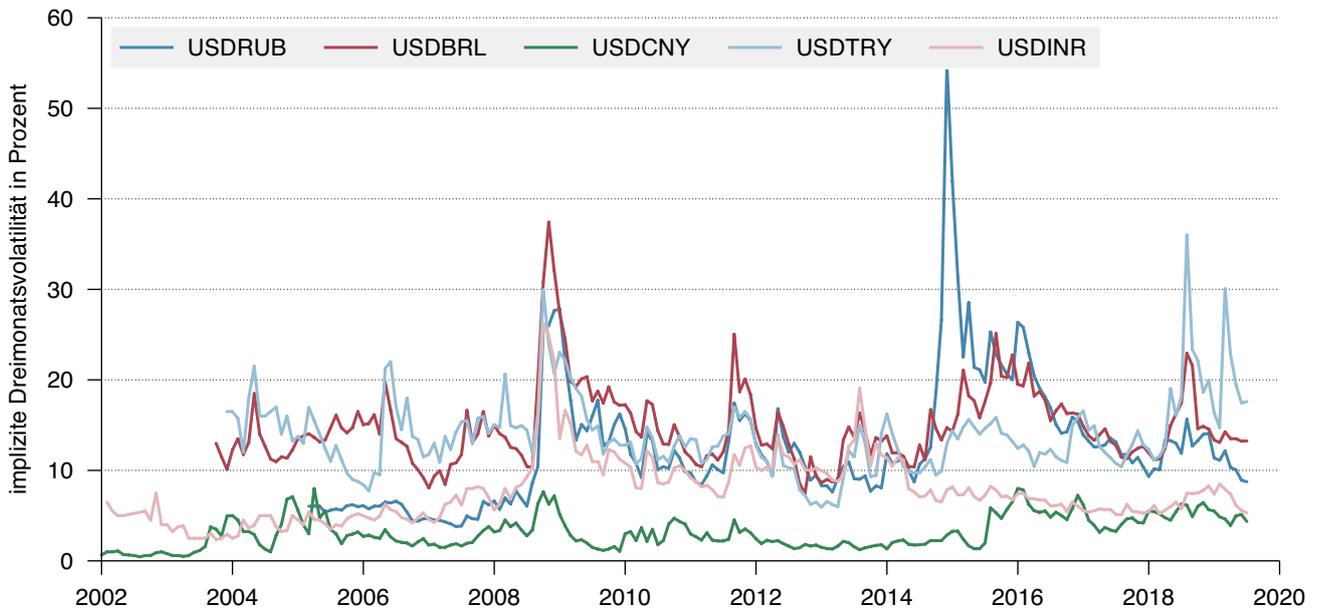
³ Der Volatilitätsindikator von QCAM bildet die Volatilität an den globalen Währungsmärkten ab; für die Berechnung wird die historische Volatilität der wichtigsten Währungspaare verwendet und mithilfe des Handelsvolumens der jeweiligen Währungspaare gewichtet.

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

Volatilität Hauptwährungen



Volatilität Schwellenlandwährungen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

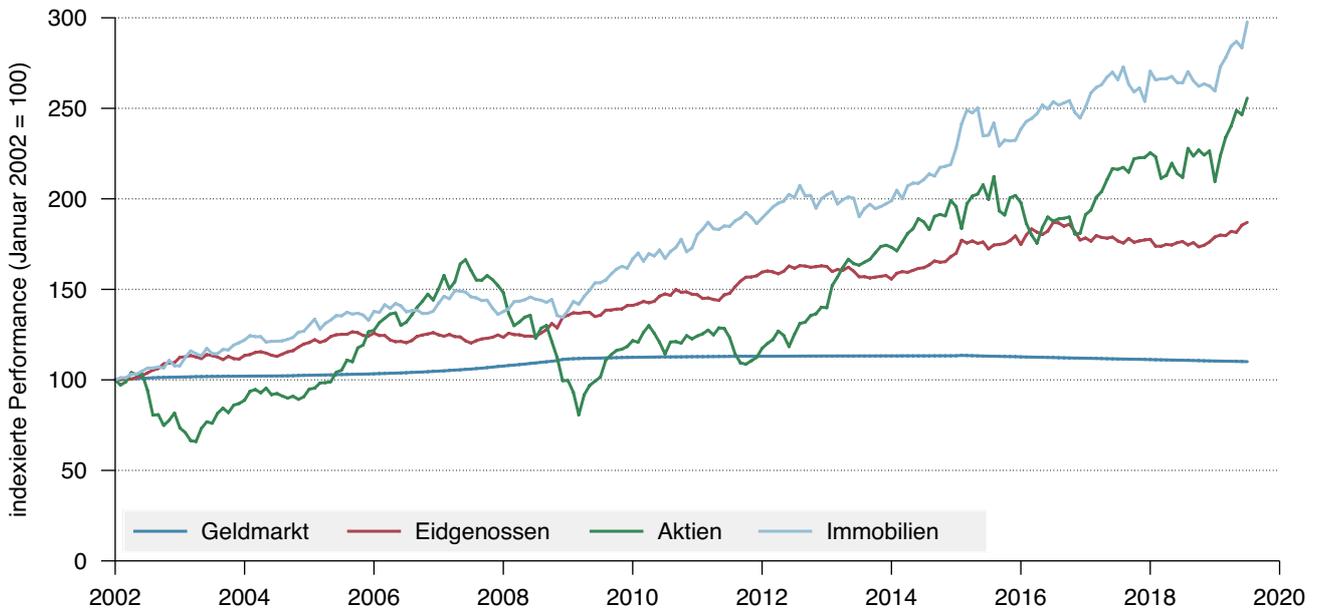
Finanzmarktumfeld

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	-0.3	-0.1	-0.7	-2.8	-0.3	-0.1	-0.7	-2.8
Eidgenossen CHF	4.5	3.0	6.4	15.3	4.5	3.0	6.4	15.3
Unternehmensanleihen CHF	3.5	1.6	4.1	10.6	3.5	1.6	4.1	10.6
Aktien Schweiz (SMI)	22.0	5.8	17.5	38.7	22.0	5.8	17.5	38.7
Aktien Europa (Stoxx600)	18.1	2.1	4.5	36.5	16.7	0.8	-0.1	25.1
Aktien UK (Ftse100)	14.9	2.7	2.4	37.7	13.3	-3.0	-3.4	11.7
Aktien Japan (Topix)	6.8	-1.8	-5.8	39.0	8.6	-0.8	-3.8	44.1
Aktien USA (S&P 500)	20.1	3.7	9.2	68.1	19.2	4.6	8.9	51.0
Aktien Schwellenländer	9.8	-3.7	-0.2	12.6	8.9	-2.8	-0.5	1.1
Aktien Welt (MSCI World)	18.3	2.9	5.6	43.3	17.3	3.8	5.3	28.8
Immobilien Schweiz	14.7	2.5	12.7	39.1	14.7	2.5	12.7	39.1
Immobilien Global	18.1	3.2	11.1	35.5	17.2	4.1	10.7	21.7
Rohstoffe	3.2	-4.7	-8.1	-39.7	2.3	-3.9	-8.4	-45.8
Rohöl (Brent)	20.7	-10.3	-17.9	-40.4	19.8	-9.5	-18.1	-46.5
Gold	9.0	6.8	10.7	4.4	8.2	7.8	10.4	-6.2

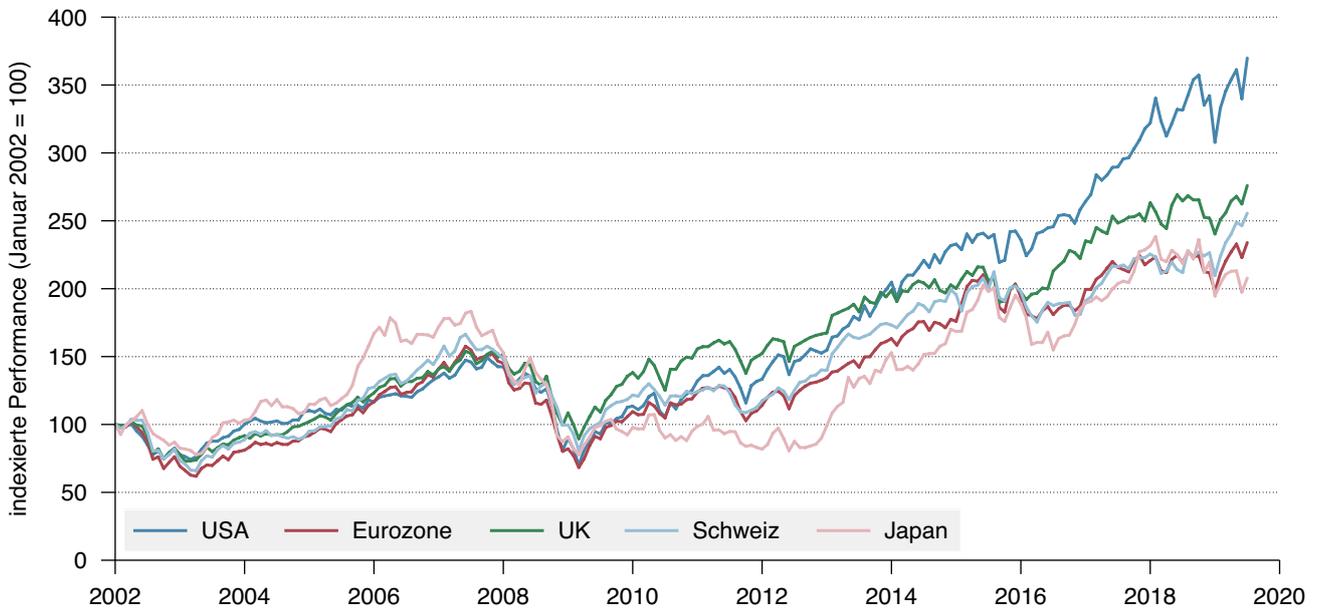
¹ Performance in Prozent für den jeweiligen Zeitraum.

Performance Schweizer Finanzanlagen

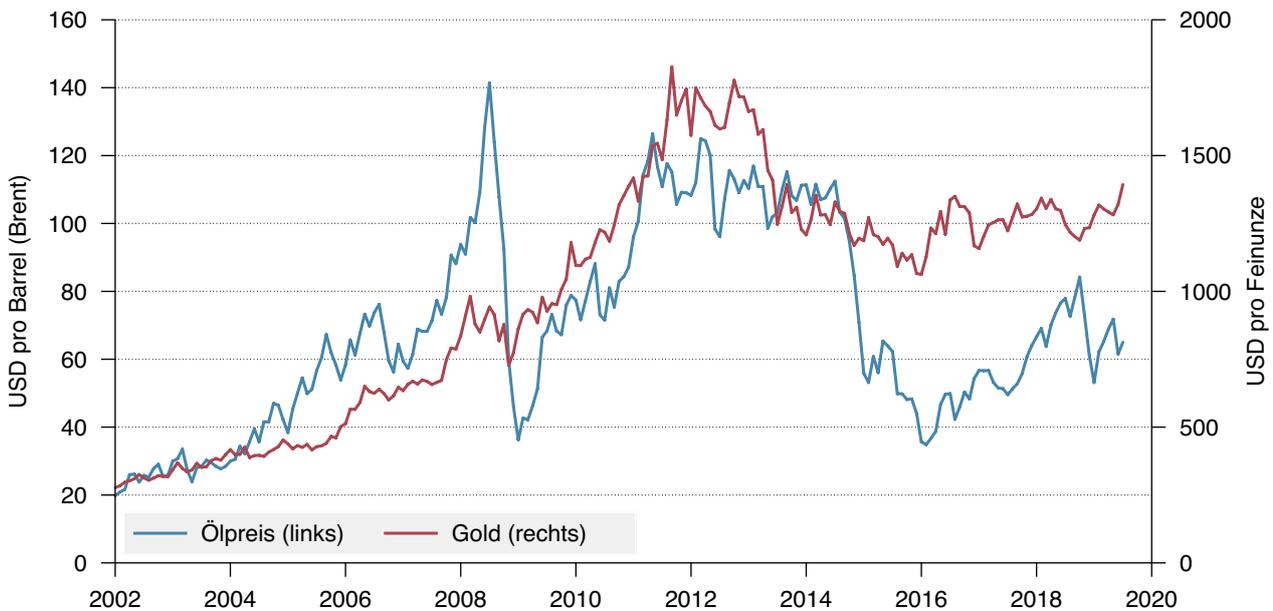


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Performance ausgewählter Aktienmärkte (in Lokalwährung)



Performance ausgewählter Rohstoffpreise



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Die Zahl des Monats

1.1075 EURCHF

Der Franken stieg im Juni gegenüber dem Euro wieder bis auf 1.11 an. Hauptgrund war die Auseinandersetzung zwischen den USA und dem Iran, welche die Angst vor einem bewaffneten Konflikt zwischen den beiden Ländern geschürt hat. Dabei wurde der Franken wieder einmal seiner Rolle als sicherer Hafen gerecht. Gegen Ende letzten Monats konnte sich der Euro wieder leicht erholen, da sich die Lage wieder etwas zu entspannen schien.

Rechtliche Hinweise

Diese Publikation wurde in Zusammenarbeit von QCAM Currency Asset Management AG und Wellerhoff & 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 Wellerhoff & 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.

