

AUGUST 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

Die Unsicherheit bleibt

Seite 3 Die Makroperspektive

Die Politik stellt die Zentral-
banken vor Schwierigkeiten

Seite 5 Was die Währungsmärkte bewegt

US-Dollar-Intervention



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: 9. August 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

Die Unsicherheit bleibt



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

2019 war bisher von Unsicherheit geprägt aber geringer Volatilität in den Währungsmärkten. Die Unsicherheit bleibt wahrscheinlich, aber die Volatilität könnte steigen.

Unsicherheit ist das Leitmotiv bisher in 2019. Es begann Ende 2018 mit dem Markteinbruch, als die US Fed noch auf Zinsanhebungen setzte. Dann kam der Handelskonflikt zwischen den USA und China und sein negativer Effekt auf das Konjunkturklima. Zuletzt haben geopolitische Spannungen und der ungewisse Ausgang des BREXIT für mehr Unsicherheit gesorgt.

Die Finanzmärkte haben sich trotz der gestiegenen Unsicherheiten und Rezessionsängsten gut gehalten. Die Aktienmärkte sind im Schnitt seit Jahresbeginn um mehr als 10% gestiegen und es gibt keine Anzeichen von akutem Finanzstress. Auch die Währungsmärkte sind erstaunlich stabil geblieben (siehe Seite 17 zu FX Volatilität).

Zentralbanken im Einsatz

Der Hauptgrund für die positive Entwicklung an den Finanzmärkten ist die Reaktion der Zentralbanken. Zunächst hat die Fed von «Straffen» auf «Halten» geschwenkt und dann im Juli die Zinsen um einen viertel Prozentpunkt gesenkt. EZB und BoJ haben signalisiert, dass sie ihre Politik auch bald lockern werden. Andere Zentralbanken haben ebenfalls die Zinsen gesenkt, besonders in Asien, Lateinamerika und Australien.

Gewinner und Verlierer

Die Währungen haben sich nicht linear bewegt, aber es gab klare Gewinner und Verlierer trotz geringer Volatilität (siehe Graphik). Der USD hat sich gut gehalten (+0,8% seit 31. Dezember) und der EUR ist leicht im Minus. Von den anderen Hauptwährungen sind der JPY (+6,4%), der CAD (+3,9%) und der CHF (+3,3%) am besten gelaufen. Auf der Verliererseite sind das GBP (-4,1%) und der AUD (-2,1%).

Die auseinanderlaufenden Währungsentwicklungen reflektieren die unterschiedlichen Währungseigenschaften und Wirtschafts- und Politikbedingungen. Der USD wird trotz Kurswechsels der Fed von seinem antizyklischen Charakter und der besseren Leistung der US Wirtschaft unterstützt. Der JPY profitiert vom Abbau des «Yen-Carry-Trades» in unsicheren Zeiten. Der CHF ist die beliebteste Schutzhafen in unsicheren Zeiten. Und der CAD hat von der Erholung des Ölpreises seit Jahresbeginn profitiert. Der AUD ist dagegen ein Opfer des Handelskonflikts zwischen den USA und China. Die Eintrübung des Geschäftsklimas schadet auch dem EUR mehr, während das Pfund über die wachsende Gefahr eines harten BREXIT gefallen ist.

Keine Entwarnung

Die Unsicherheit bleibt wahrscheinlich. US Präsident Trump ist entschlossen, China durch Zölle in die Knie zu zwingen und hofft gleichzeitig, dass diese Taktik die Fed zu mehr Zinssenkungen veranlasst. China scheint jedoch wenig beeindruckt und hat die Mittel, den USA zu widerstehen. Dieser Cocktail verspricht keine schnelle Entspannung und könnte die Situation sogar verschlechtern, was in einigen Ländern wie Deutschland zu einer Rezession führen könnte.

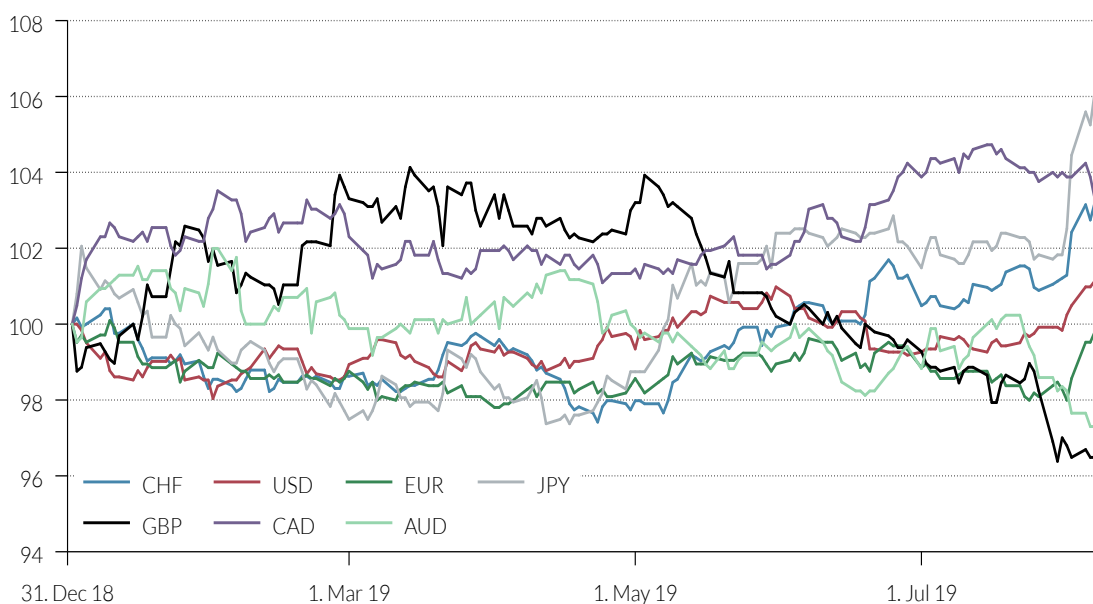
Die anderen Unsicherheiten in Europa sind der BREXIT und Italien. Es ist nicht klar, ob PM Johnson im letzten Moment einlenken oder des Amtes enthoben wird, aber er scheint entschlossen, alles für einen neuen Vertrag zu riskieren. Das macht einen harten BREXIT wahrscheinlicher und erhöht die negativen Folgen für die UK und die EU. Italien ist bereits am Rande einer Rezession und in einer prekären Finanzlage, während die politische Situation in einer Krise steckt und die Macht immer mehr zu den Nationalisten schwenkt.

Mehr von demselben oder nicht?

Für die Währungsmärkte könnte anhaltende Unsicherheit mehr von demselben bedeuten: der USD hält sich in der Mitte, JPY und CHF sind die Gewinner, während EUR, AUD und GBP die Verlierer bleiben. Eine Ausnahme ist wahrscheinlich der CAD. Bei anhaltender globaler Wirtschaftsflaute wird der Ölpreis nicht mehr weiter steigen.

Die grössere Unsicherheit ist jedoch, ob die Zentralbanken weiter alles im Griff behalten werden und einen Zusammenbruch der Finanzmärkte verhindern können. Die Stimmung in Handel und verarbeitender Industrie ist so schlecht, dass sie andere Sektoren mit sich ziehen könnte, während die meisten Zentralbanken außer der Fed dem nur wenig entgegensetzen können. Es ist weniger klar, wie die Währungen sich untereinander verhalten werden, wenn die Zentralbanken die Kontrolle verlieren, aber die Volatilität wird bestimmt zunehmen.

Nominale und effektive Wechselkurse (31. Dezember 2018 = 100)



Quelle: JPMorgan, QCAM Currency Asset Management

Die Makroperspektive

Die Politik stellt die Zentralbanken vor Schwierigkeiten

Politische Unsicherheiten rund um den Handelskonflikt zwischen den USA und China sorgen weiterhin für Turbulenzen an den Märkten. Auch Konjunktursorgen sind allgegenwärtig. Die Daten deuten noch nicht auf Rezession. Werden die Streithähne sich rechtzeitig zusammenraufen? Die Zentralbanken scheinen es zu bezweifeln.

Konjunkturprognosen sind keine einfache Aufgabe. Zurzeit erschwert der grosse Einfluss politischer Entwicklungen die Aufgabe zusätzlich. Die jüngste Eskalation im Handelsstreit zwischen den USA und China hat erneut vor Augen geführt, wie schnell die Stimmung aufgrund der Handlungen einzelner Politiker drehen kann. Eine Eskalation des Handelskonflikts zwischen den USA und China könnte schwere Folgen haben. Zölle beeinflussen Firmen direkt. Noch gewichtiger als beeinträchtigte Gewinnzahlen dürfte sein, dass die Zuversicht der Unternehmen sinkt. Darunter leiden die Investitionen. Schwankungen in Investitionen wiederum hatten historisch gesehen einen grossen Einfluss auf den Konjunkturzyklus.

Die grösste Unsicherheit rund um den Handelskonflikt könnte schnell mit einem vorläufigen Kompromiss wieder beruhigt werden, womit die Negativszenarien wieder in den Schubladen verschwinden würden. Kommt es aber tatsächlich soweit, oder nehmen die Parteien grösseren Kollateralschaden in Kauf? Mit dieser schwierigen Frage sind aktuell auch die Zentralbanken konfrontiert.

Zentralbanken mit schwierigen Entscheiden

Die Zentralbanken stellen sich die Frage, ob sie nur auf die aktuellen Daten schauen oder doch besser präventiv ihre Politik lockern sollen – für den Fall, dass die Politik sich nicht

mehr rechtzeitig einigt. Eigentlich hat sich die wirtschaftliche Lage nicht geändert. Weltweit ist zwar weiterhin eine ausgeprägte Schwäche der Industrie zu beobachten, teilweise bereits durch die Handelsunsicherheiten verursacht. Höhere Umsätze in den Konsum- und Dienstleistungssektoren konnten die rückläufigen Investitionen in der Industrie bisher wettmachen. Die vorlaufenden Indikatoren sprechen derweil für tieferes Wachstum, eine Rezession ist aber noch nicht abzusehen.

Mehr und mehr Zentralbanken entscheiden sich für die Option, präventiv aktiv zu werden. Damit folgen sie dem Schema, dass sie in den letzten Jahren immer wieder angewandt haben: Im Zweifelsfall eher zu viele als zu wenige Massnahmen zu ergreifen.

So hat die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) Ende Juli entschieden, ihre Leitzinsen um einen Viertel Prozentpunkt zu senken. Dieser Entscheid wurde ausdrücklich nicht darum getroffen, weil eine Rezession erwartet wird, sondern um mögliche Konsequenzen von politischen Risiken abzufedern. Somit hat die Fed ihre «datenabhängige» Geldpolitik, wie sie ihr Vorgehen in jüngster Zeit immer wieder beschrieb, hinter sich gelassen. Ähnlich wie die Fed haben auch andere Zentralbanken aus Vorsicht einen Zinsschritt vorgenommen, so zum Beispiel in Australien, Neuseeland, Südkorea, Indien, Brasilien und Südafrika.

EZB überprüft ihre Möglichkeiten

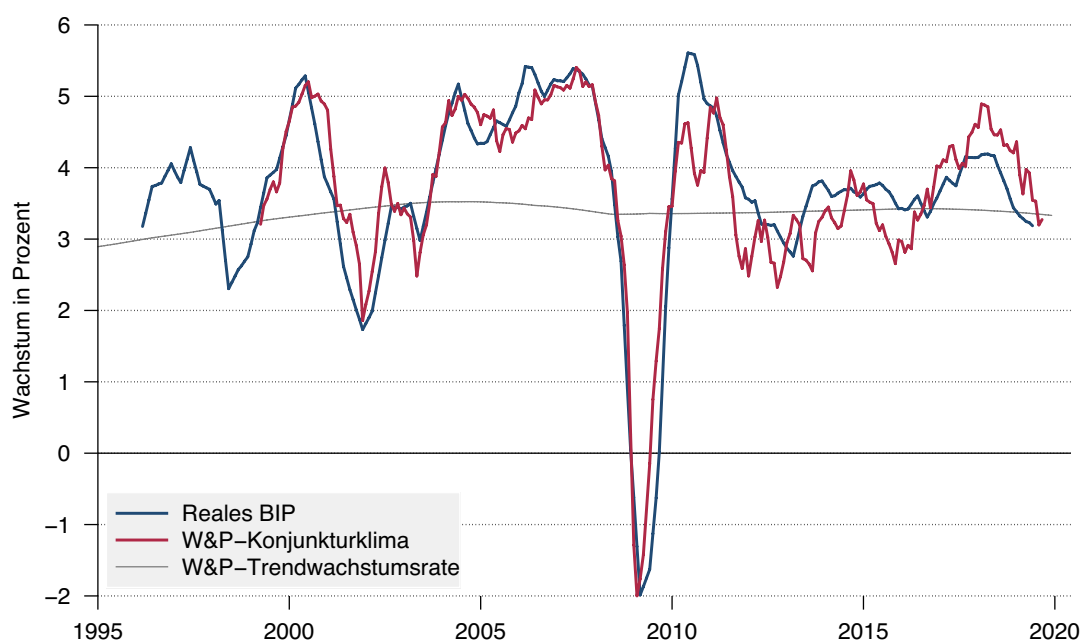
In anderen Ländern haben Zentralbanken weitere Zinssenkungen explizit als mögliche Massnahme erwähnt, aber noch keine konkreten Absichten geäussert. Hier ist in erster Linie die Europäische Zentralbank (EZB) zu nennen.

Neben Zinssenkungen sind als mögliche Massnahmen bei der EZB auch weitere Anleihenkäufe im Gespräch. Sowohl Zinssenkungen und weitere Anleihenkäufe bringen Probleme mit sich. Dessen ist sich die EZB bewusst. Sie nutzt deshalb die Zeit bis zur nächsten Entscheidung dafür, Optionen zu erörtern, wie diese Nebenkosten beschränkt werden könnten. Weitere Zinssenkungen bringen, abgesehen davon, dass die Bargeldnachfrage stark ansteigen könnte, insbesondere Kosten für Banken mit sich. Die EZB denkt deshalb über Freibeträge für Banken nach, wie sie die SNB bereits kennt. Nicht alle Guthaben der Banken bei der EZB würden dann mit Negativzinsen belastet.

Auch die Schweizerische Nationalbank (SNB) wird sich Gedanken machen, welche weitere Schritte sie noch gehen kann. Wie sich jüngst am Anstieg der Sichtguthaben der Banken bei der SNB bestätigt hat, setzt sie in erster Linie auf weitere Deviseninterventionen. Weitere Zinsschritte nach unten bergen das Risiko, dass die Bargeldfrage unkontrolliert ansteigt. Aber auch eine weitere Bilanzausdehnung ist nicht ohne Risiken, wie die SNB nach

Aufhebung des Mindestkurses ja auch stark betont hat. Die beschriebenen Herausforderungen für die EZB und der SNB, die einer noch expansiveren Geldpolitik im Wege stehen, geben dabei einen ersten Vorgeschmack darauf, wie gross die Herausforderungen der Zentralbanken sein werden, wenn dann tatsächlich die nächste Rezession ausbricht.

Wenig Spielraum für die Weltwirtschaft, aber noch keine Rezession abzusehen



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Was die Währungsmärkte bewegt

US-Dollar-Intervention

Spekulationen, dass die USA in die Devisenmärkte eingreifen, um den aufgewerteten Dollar zu schwächen, haben im sich im letzten Monat verstärkt. Die Entscheidung des US-Finanzministeriums, China als «Währungsmanipulator» zu bezeichnen, passt als Teil des Waffenarsenals zum Thema «Währungskriege». Regierungen haben viele Möglichkeiten, ihre Währung zu schwächen. Die wirksamste ist, die Absicht klar auszudrücken und dann Taten sprechen zu lassen.

Seit Jahrzehnten tendieren US-Finanzminister dazu, sich an die ungeschriebene Regel zu halten, die einen «starken Dollar» bevorzugt. Der Hauptgrund für diese Haltung war, dass Ausländer hohe Bestände an US-Staatstiteln besitzen – 6,5 Billionen US-Dollar bis Ende Mai 2019.

Anders könnte es diesmal sein, dass die globale Finanzkrise gezeigt hat, dass die US-Notenbank in substanziellen Mass US-Staatsschulden aufkaufen konnte, ohne einen Inflationsschub auszulösen. Die Bilanzsumme der Fed belief sich im August 2007 bei 870 Milliarden US-Dollar und erreichte Anfang 2015 ihren Höchststand von 4,5 Billionen US-Dollar. Vor diesem Hintergrund scheint das US-Finanzministerium heute etwas weniger von ausländischen Käufern seiner Schulden abhängig zu sein. Die derzeitige Fähigkeit der US-Bundesregierung, sich problemlos selbst zu finanzieren, spiegelt auch das vorherrschende Umfeld extrem niedriger Zinssätze wider. Dementsprechend erscheint auch die unausgesprochene Drohung, dass China eines Tages seine Bestände an US-Schatzanweisungen veräussern könnte, nicht mehr so sehr beunruhigend. Vor einem Jahrzehnt noch hätte dies er-

hebliche Auswirkungen auf die Renditen von US-Staatsanleihen gehabt. Heute liegen die chinesischen Bestände an US-Treasuries jedoch bei 1,1 Billionen US-Dollar - weniger als ein Viertel der Bilanzsumme der Fed auf ihrem jüngsten Höchststand. Ausserdem, gelten die Zentralbanken heutzutage nicht als allmächtig?

Ein Argument könnte sogar sein, dass, wenn es hart auf hart kommt, die Fed viel mehr Treasury-Papiere kaufen könnte. In dieser Hinsicht ist Japan ein gutes Beispiel. Während die Bilanz der Fed derzeit nur 18 Prozent des US-BIP beträgt, liegt die Bilanz der Bank of Japan bei 103 Prozent des japanischen Bruttoinlandsprodukts. Und die Bestände der BOJ an japanischen Staatspapieren liegen derzeit bei 87 Prozent des BIP.

Angesichts dieses extremen Beispiels aus Japan muss sich das US-Finanzministerium nicht mehr so leidenschaftlich an das Mantra des «starken Dollars» halten wie in den vergangenen Jahrzehnten. Darüber hinaus hat der Präsident der Vereinigten Staaten bekannt gegeben, dass er der Meinung ist, dass die Fed nicht genug tut, um die Zinsdifferenz zu den Hauptkonkurrenten Amerikas zu verringern. Das heisst, die Zinsen zu senken und den Dollar weniger attraktiv zu machen. In diesem Zusammenhang werden regelmässige Leser dieser Kolumne wissen, dass wir nicht der Ansicht sind, dass die Zinssätze ein nützlicher Indikator für Devisenbewegungen sind.

Die Verknüpfung mit den Handelsströmen

Welche Währungen könnten im Fokus stehen? Die Länder, die derzeit einen Handelsüberschuss gegenüber den USA von mehr als 20 Mrd. USD aufweisen - die Mindest-

schwelle, um auf die Überwachungsliste für Währungsmanipulationen des Finanzministeriums aufgenommen zu werden - sind in absteigender Reihenfolge der Grösse ihres jeweiligen Überschusses: China, Mexiko, Deutschland, Japan, Irland, Vietnam, Italien, Malaysia, Indien und Kanada. Mit Ausnahme der indischen Rupie zeigt unser Kaufkraftparitäten-Chart, dass alle diese Währungen derzeit gegenüber dem US-Dollar unterbewertet sind. Am stärksten unterbewertet ist der japanische Yen mit rund 20 Prozent, der chinesische Renminbi und der Euro mit jeweils rund 11 Prozent. Von den stärker unterbewerteten Währungen stellen diese drei Volkswirtschaften den grössten Teil des «US-Handelsdefizit-Problems» dar.

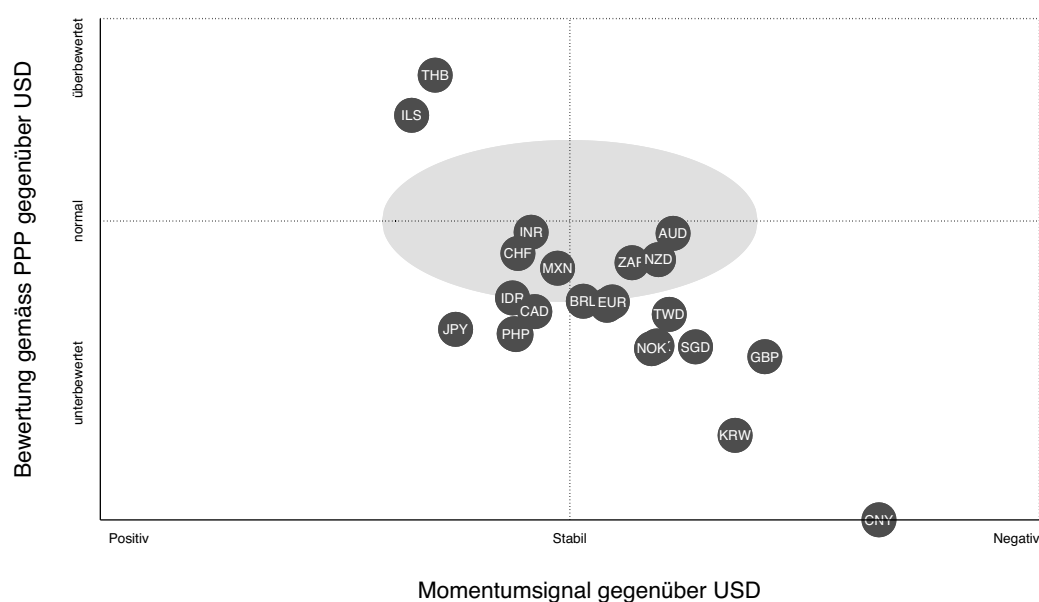
China weist nach der jüngsten Einschätzung des US-Finanzministeriums einen Warenüberschuss von 419 Mrd. USD gegenüber den USA auf. Die Eurozone verzeichnet einen Überschuss von 152 Mrd. USD, Japan einen Überschuss von 68 Mrd. USD. Die US-Nachbarn Mexiko (82 Milliarden USD) und Kanada (20 Milliarden USD) haben derzeit weniger unterbewertete Währungen. Der me-

xikanische Peso ist zu 4 Prozent unterbewertet und der kanadische Dollar zu 7 Prozent.

Wenn die USA mit Blick auf den Aussenhandel am Devisenmarkt wirkungsvoll intervenieren möchten, müssten sie ihre Schlagkraft auf den Yen, den Euro und den Renminbi konzentrieren. Die Intervention in den ersten beiden wäre im Hinblick auf die Marktliquidität einfacher, wenn man davon ausgeht, dass die USA negativ verzinsliche japanische und Euro-Anleihen halten wollen. Würde die Trump-Administration die chinesische Regierung in einem Handelskrieg durch den Kauf von Renminbi-Anleihen finanzieren wollen? Ein plausibleres Szenario könnte sein, gegen den JPY und den EUR zu intervenieren, als Signal für die Märkte, den Wert der übrigen Währungen der Welt in die Höhe zu treiben.

Was den JPY und die D-Mark/Euro betrifft, so ist die Lehre aus früheren Interventionen, dass die USA bessere Chancen hätten, ihre Wechselkursziele zu erreichen, wenn die Interventionen mit ihren Handelspartnern abgestimmt würden, was derzeit unwahrscheinlich ist.

Der US-Dollar ist überbewertet



Quelle: Wellershoff & Partners

Konjunkturklima

Erste Länder haben jüngst ihre Zahlen zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) für das zweite Quartal präsentiert. Die Zahlen bestätigten, was sich in den vorlaufenden Konjunkturklimaindikatoren im Vorfeld abgezeichnet hatte. Das Wachstum lag vielerorts deutlich tiefer als noch im ersten Quartal und die globale Wirtschaft wächst nun unterhalb der langfristigen Trendwachstumsrate.

Es bestätigte sich dabei das Bild, dass die Industrie schwächelt, während der Konsum und der Bausektor das Wirtschaftswachstum stützen. Nachdem in den USA das Wachstum im ersten Quartal noch breit abgestützt

war, stieg das BIP im zweiten Quartal nur dank gestiegenen Konsum- und Staatsausgaben. Unternehmensinvestitionen und Exporte der Industrie stagnierten oder entwickelten sich sogar rückläufig. In den USA gingen schlechte Zahlen aus der Industrie historisch gesehen nicht zwingend einher mit einer Verschlechterung der Konsumstimmung. In der Eurozone ist dieser Zusammenhang deutlich ausgeprägter. Sollte hier die Entwicklung in der Industrie auf tiefem Niveau verharren oder noch weiter fallen, muss damit gerechnet werden, dass mittelfristig auch der Dienstleistungssektor in Mitleidenschaft gezogen wird.

Überblick

	Trend- wachstum ¹	Reales BIP-Wachstum ²				W&P-Konjunkturklimaindikatoren ³			
		Q3/2018	Q4/2018	Q1/2019	Q2/2019	4/2019	5/2019	6/2019	7/2019
USA	1.7	3.1	2.5	2.7	2.3	2.7	2.8	2.5	2.4
Eurozone	1.0	1.7	1.2	1.2	1.1	1.9	2.1	1.8	1.8
Deutschland	1.4	1.2	0.6	0.7	-	2.2	2.3	1.8	1.4
Frankreich	0.7	1.5	1.1	1.2	1.3	1.5	1.9	1.8	1.8
Italien	0.2	0.5	0.0	-0.1	-0.1	0.4	0.7	0.5	0.7
Spanien	1.6	2.5	2.3	2.4	2.3	2.3	2.5	2.4	2.5
Grossbritannien	1.8	1.6	1.4	1.8	1.2	1.6	1.1	1.1	1.0
Schweiz	1.5	2.4	1.5	1.7	-	1.9	2.0	1.9	1.5
Japan	0.4	0.2	0.3	1.0	1.1	1.9	1.8	1.7	1.6
Kanada	1.6	2.0	1.6	1.3	-	0.7	1.1	1.6	1.6
Australien	2.4	2.8	2.4	1.8	-	2.6	2.7	2.7	2.6
Brasilien	1.4	1.3	1.1	0.4	-	0.8	1.0	1.1	-
Russland	0.1	2.2	2.7	0.5	-	1.8	0.0	-1.1	-0.4
Indien	7.7	7.0	6.6	5.8	-	6.7	6.8	6.7	6.7
China	7.4	6.5	6.4	6.4	6.2	6.4	6.3	5.9	6.1
Industrienationen⁴	1.4	2.3	1.8	2.0	1.8	2.3	2.4	2.2	2.1
Schwellenländer⁴	6.0	5.2	4.9	4.5	4.4	4.7	4.6	4.3	4.5
Welt⁴	3.5	3.8	3.4	3.3	3.2	3.5	3.5	3.2	3.3

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

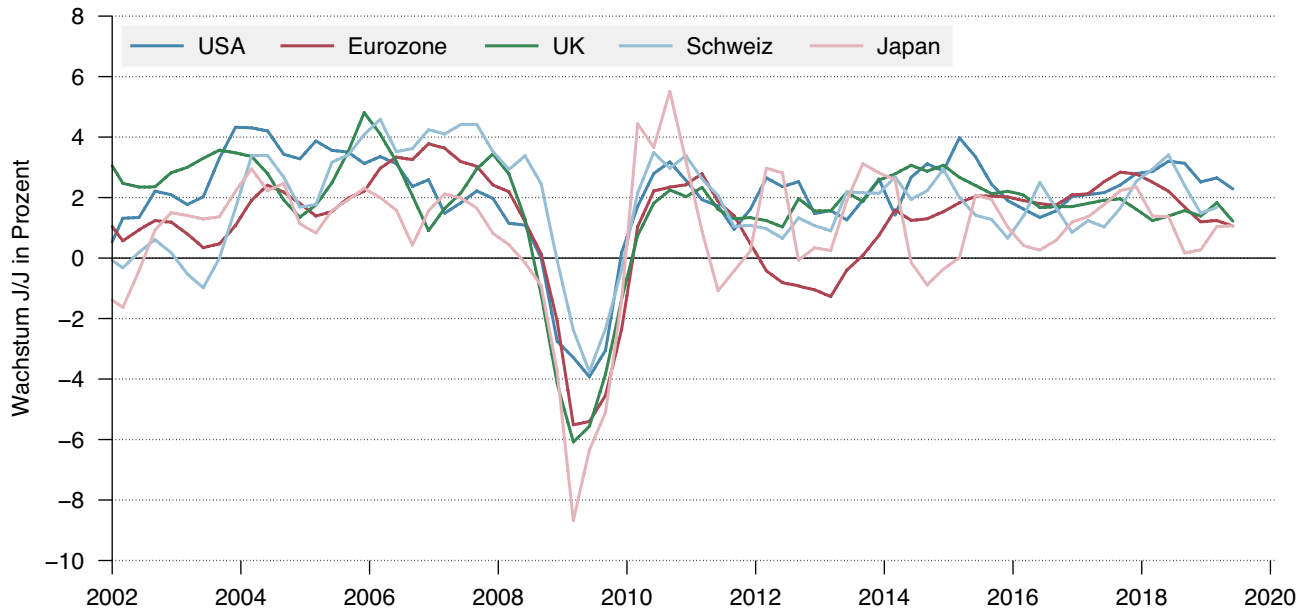
² Veränderung des realen BIP gegenüber dem Vorjahresquartal in Prozent.

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.

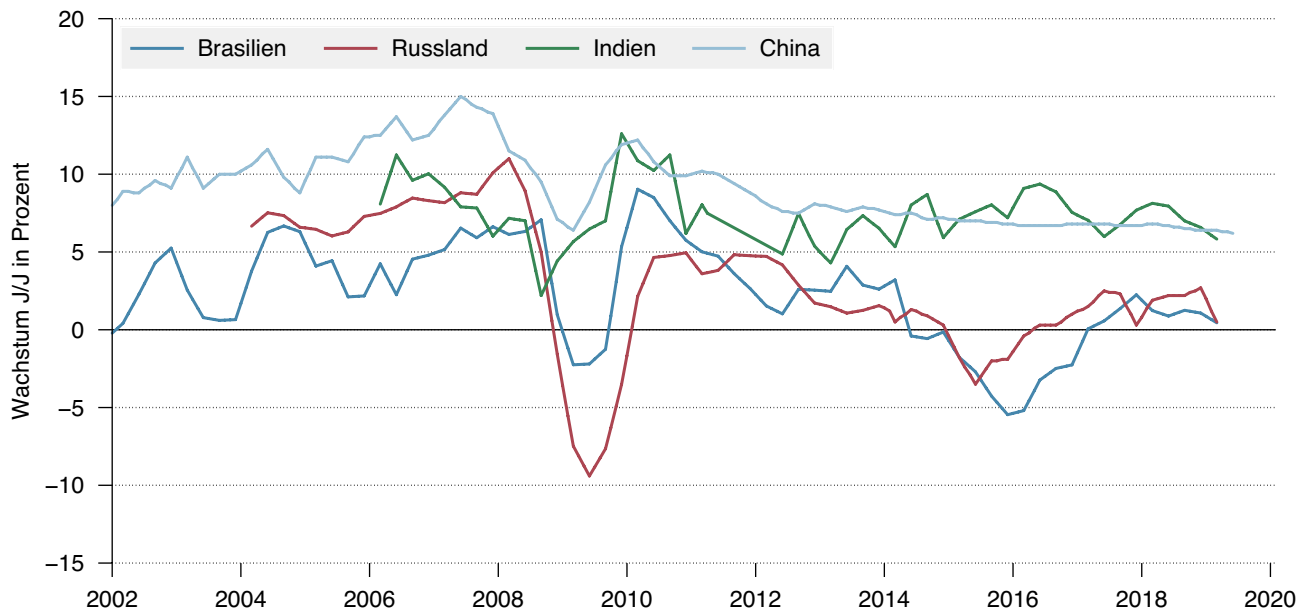
⁴ Die Aggregate werden anhand von nominalen BIP-Gewichten und Kaufkraftparitätskursen berechnet.

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

Wirtschaftswachstum Industrienationen



Wirtschaftswachstum Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

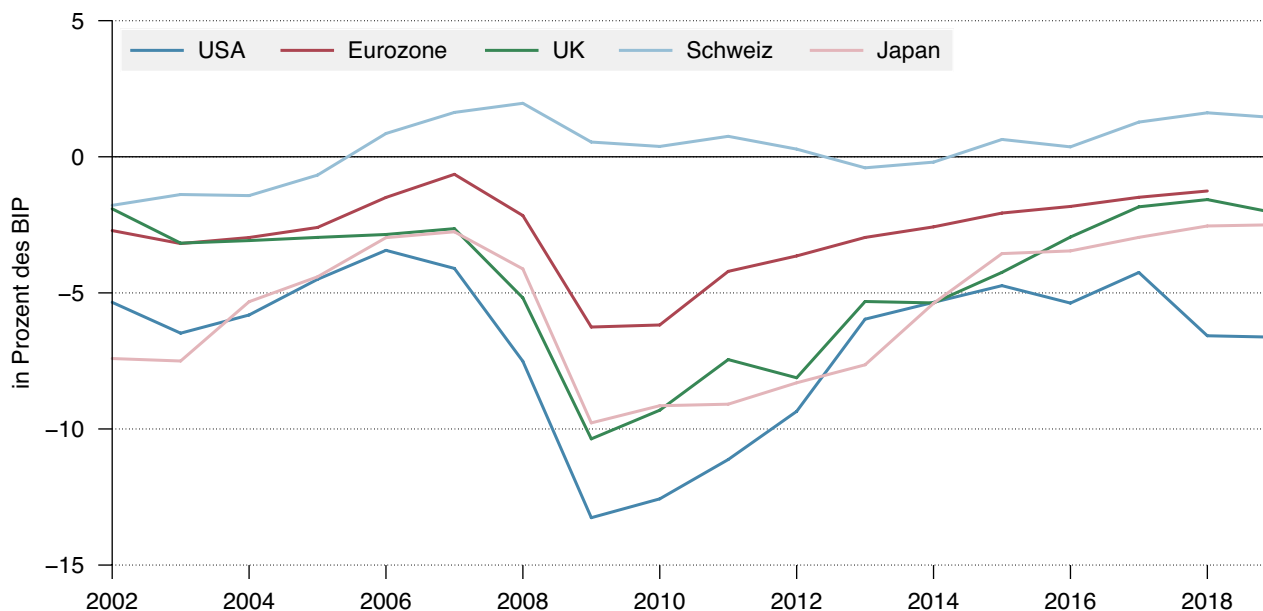
Wirtschaftsindikatoren

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	9.9
Spanien	1.7	1.6	1.5	0.8	115.9	113.0	-4.3	-2.0	19.7	14.0
Grossbritannien	3.6	3.2	-4.5	-5.6	113.7	112.4	-3.2	-2.1	4.7	3.2
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	2.3
Kanada	2.1	2.0	-2.9	-3.1	89.9	88.0	-0.2	-0.6	6.6	5.7
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	12.0
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	4.4

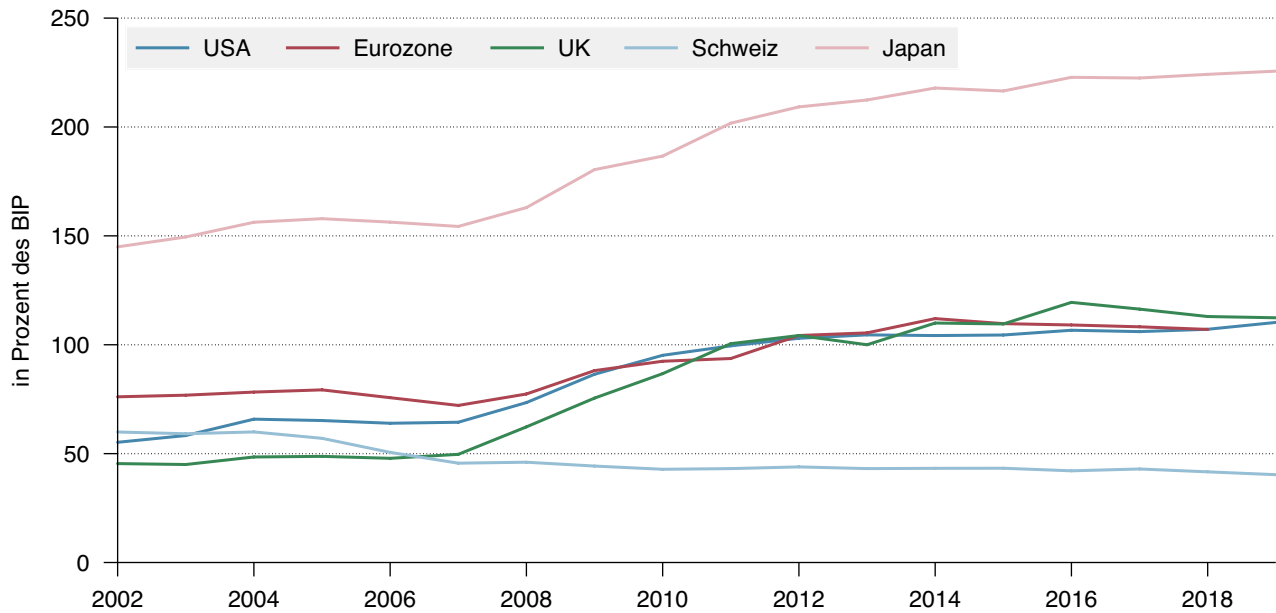
¹ In Prozent; Berechnung anhand von Marktwechsellkursen. ² In Prozent vom nominalen BIP. ³ In Prozent.

Budgetdefizit Industrienationen

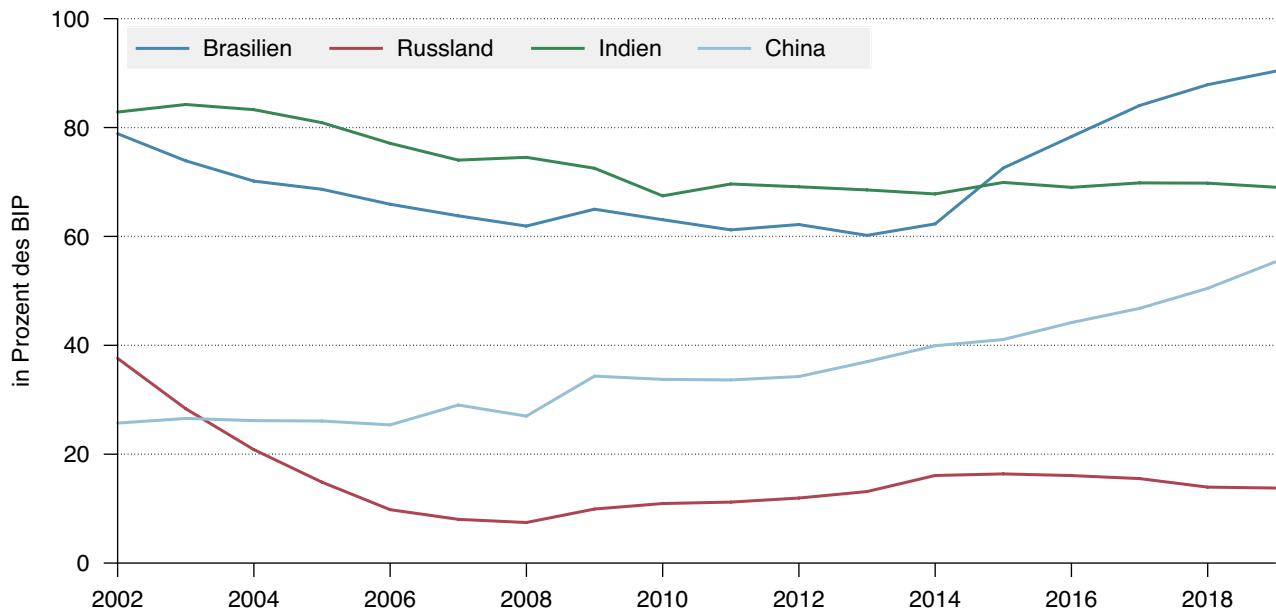


Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Staatsverschuldung Industrienationen



Staatsverschuldung Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Inflation

Die Konsumentenpreise in den USA schwanken seit 2017 um einen Wert von etwa zwei Prozent. Die Daten des Julis bestätigten diesen Trend. Die US-Notenbank Federal Reserve nützte den – trotz boomendem Arbeitsmarkt – weiterhin ausbleibenden Inflationsdruck dazu, die Zinsen zum ersten Mal seit 2009 wieder zu senken. In der Schweiz ist die Inflationsrate im Juli spürbar gesunken. Sie liegt im Vorjahresvergleich nun noch bei 0.4 Prozent. Die jüngste Aufwertung des Schweizer Francs gegenüber dem Euro und damit verbunden tiefere Preise für Importgüter dürften die Inflationsrate weiter tief halten.

In der Eurozone lag die Inflation im Juli wie schon in den Vormonaten bei etwa einem Prozent. Anders als die Schweizerische Nationalbank (SNB), welche für die Inflation lediglich ein Zielband von 0 bis 2 Prozent anstrebt, fühlt sich die Europäische Zentralbank (EZB) einem Inflationsziel von unter, aber nahe von 2 Prozent verpflichtet. Da sich die Inflation im Euroraum nur bei einem Prozent befindet, hat die EZB eine erneute Lockerung der Geldpolitik in Aussicht gestellt. Ob diese Lockerung der Inflation tatsächlich Schub verleihen wird, muss wie schon in der Vergangenheit aber bezweifelt werden.

Überblick

	Ø 10 Jahre ¹	Inflation ²				Kerninflation ³			
		4/2019	5/2019	6/2019	7/2019	4/2019	5/2019	6/2019	7/2019
USA	1.7	2.0	1.8	1.6	-	2.1	2.0	2.1	-
Eurozone	1.3	1.7	1.2	1.3	1.1	1.3	0.8	1.1	0.9
Deutschland	1.3	2.0	1.4	1.6	1.7	1.5	1.4	1.4	-
Frankreich	1.1	1.3	0.9	1.2	1.1	0.7	0.5	0.9	-
Italien	1.2	1.1	0.8	0.7	0.4	0.6	0.4	0.4	0.5
Spanien	1.2	1.5	0.8	0.4	0.6	0.9	0.7	0.9	-
Grossbritannien	2.2	2.1	2.0	2.0	-	1.8	1.7	1.8	-
Schweiz	0.0	0.7	0.6	0.6	0.3	0.5	0.6	0.7	0.4
Japan	0.4	0.9	0.8	0.7	-	0.6	0.5	0.6	-
Kanada	1.7	2.0	2.4	2.0	-	1.5	2.0	2.0	-
Australien	2.1	1.4	1.5	1.6	-	1.4	1.4	1.5	-
Brasilien	5.9	4.9	4.7	3.4	3.2	4.0	3.9	3.6	-
Russland	7.1	5.2	5.1	4.7	4.6	4.6	4.7	4.6	4.5
Indien	6.9	3.0	3.0	3.2	-	-	-	-	-
China	2.4	2.5	2.7	2.7	1.5	1.7	1.6	1.6	1.6
Industrienationen⁴	1.4	1.8	1.5	1.4	-	1.6	1.4	1.6	-
Schwellenländer⁴	4.3	3.1	3.2	3.1	3.1	2.3	2.2	2.2	2.2
Welt⁴	2.8	2.4	2.4	2.3	-	1.7	1.6	1.6	-

¹ Durchschnittliche Jahreststeuerung der Konsumentenpreise in Prozent.

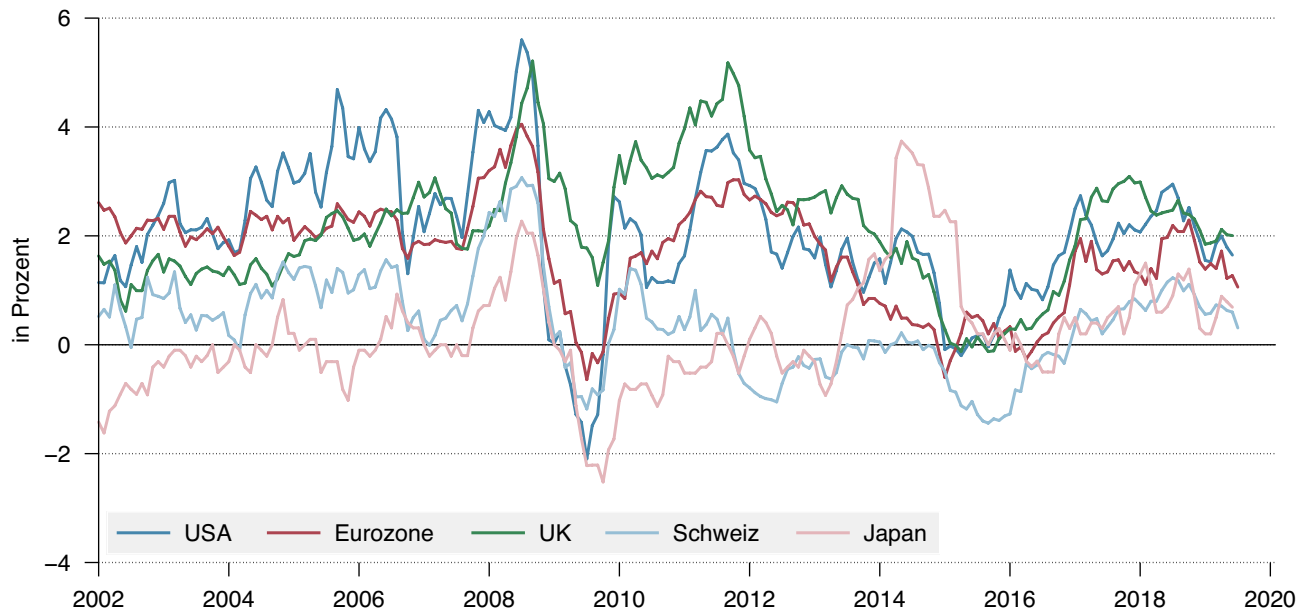
² Veränderung der Konsumentenpreise gegenüber dem Vorjahresmonat in Prozent.

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

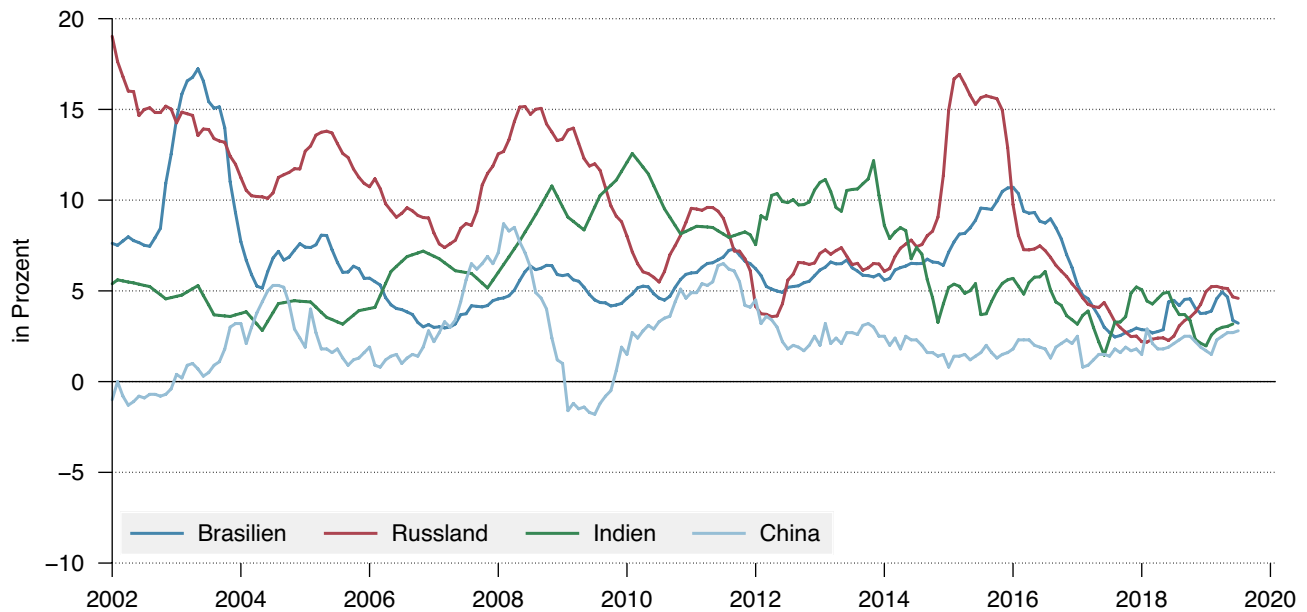
⁴ Die Aggregate werden anhand von nominalen BIP-Gewichten und Kaufkraftparitätskursen geschätzt.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Konsumentenpreisinfation Industrienationen



Konsumentenpreisinfation Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

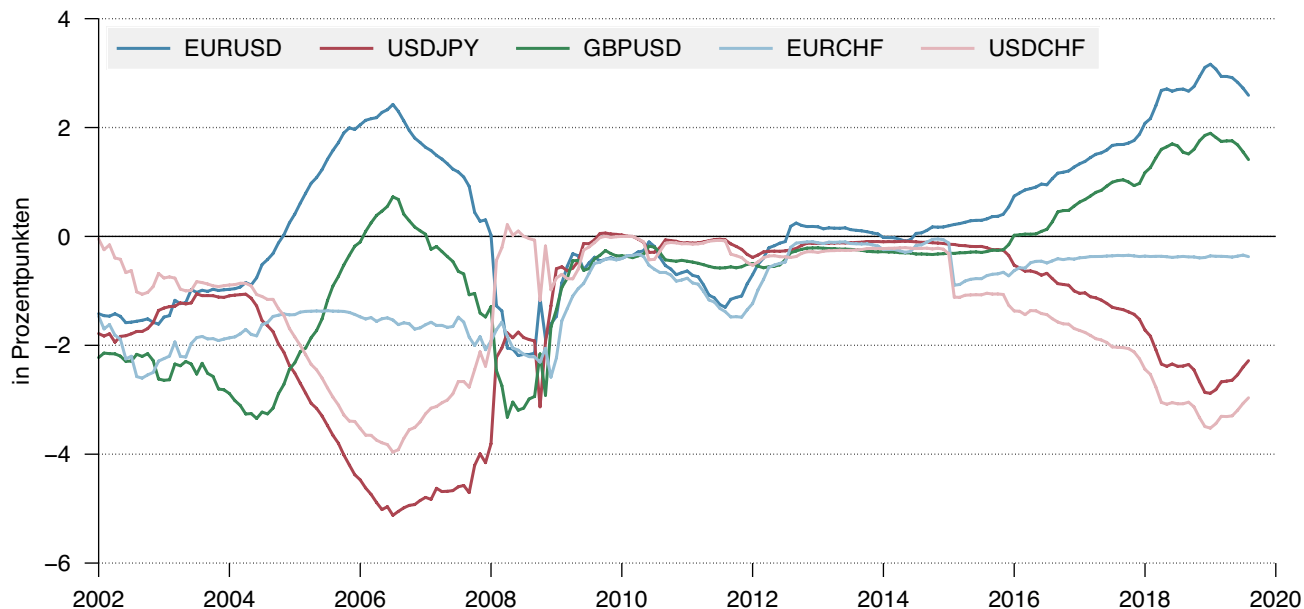
Zinsumfeld

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	1.122	2.60	2.69	1.50	0.61	2.34	3.04	1.77	0.75
USDJPY	105.3	-2.28	-2.36	-1.25	-0.69	-1.95	-2.67	-1.56	-0.93
GBPUSD	1.208	1.41	1.50	0.68	0.16	1.16	1.77	0.78	0.16
EURCHF	1.088	-0.37	-0.35	-0.44	-0.48	-0.32	-0.28	-0.42	-0.57
USDCHF	0.970	-2.96	-3.04	-1.94	-1.08	-2.66	-3.32	-2.20	-1.32
GBPCHF	1.172	-1.55	-1.54	-1.26	-0.93	-1.49	-1.55	-1.41	-1.16
CHFJPY	108.6	0.68	0.69	0.68	0.39	0.70	0.65	0.64	0.39
AUDUSD	0.676	1.33	0.81	-0.43	-1.86	1.42	1.28	0.08	-1.34
USDCAD	1.324	-0.20	-0.36	0.07	0.44	0.06	-0.48	-0.15	0.25
USDSEK	9.569	-2.27	-2.69	-1.59	-0.28	-1.85	-3.01	-1.77	-0.43
USDRUB	65.6	5.17	4.59	8.49	7.41	5.41	4.47	7.97	7.09
USDBRL	3.989	13.54	13.54	12.45	9.83	3.32	4.78	8.61	8.94
USDCNY	7.068	0.44	0.48	2.38	3.06	1.09	0.43	2.13	2.70
USDTRY	5.557	14.62	19.83	13.31	10.66	14.06	22.18	13.26	10.71
USDINR	70.77	7.47	7.47	8.14	8.09	3.73	4.50	5.73	6.14

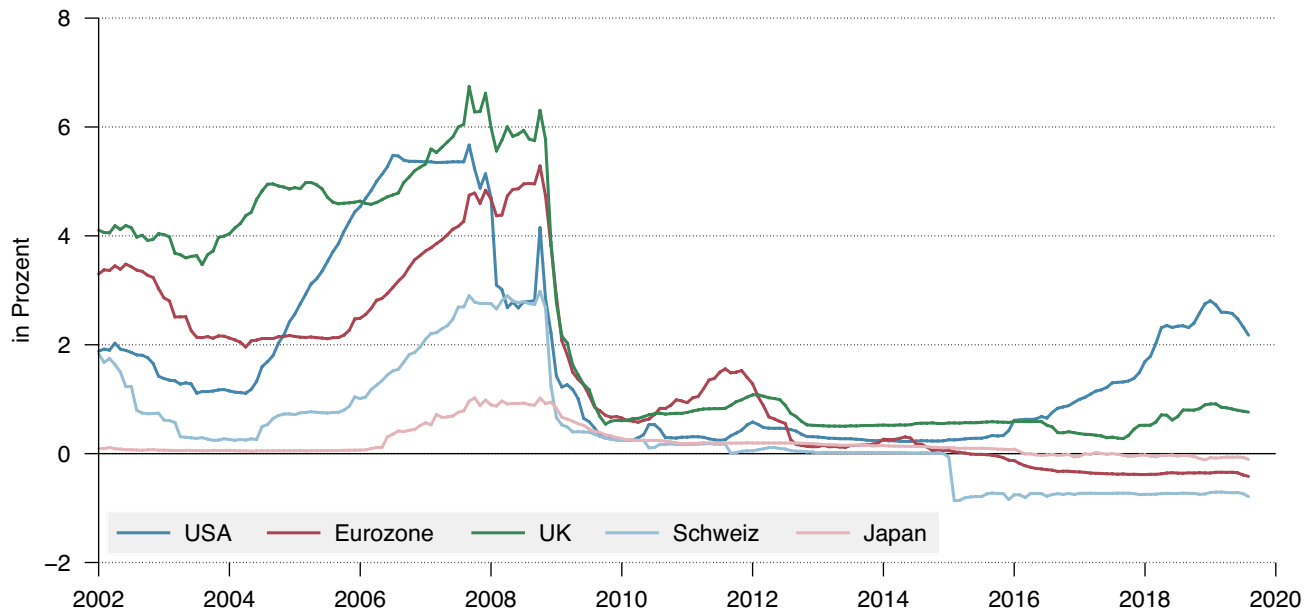
¹ Zinsen im zweiten Währungsraum abzgl. Zinsen im ersten Währungsraum; z.B. US-Dollar-Zinsen abzgl. Euro-Zinsen für EURUSD.

Zinsdifferenz

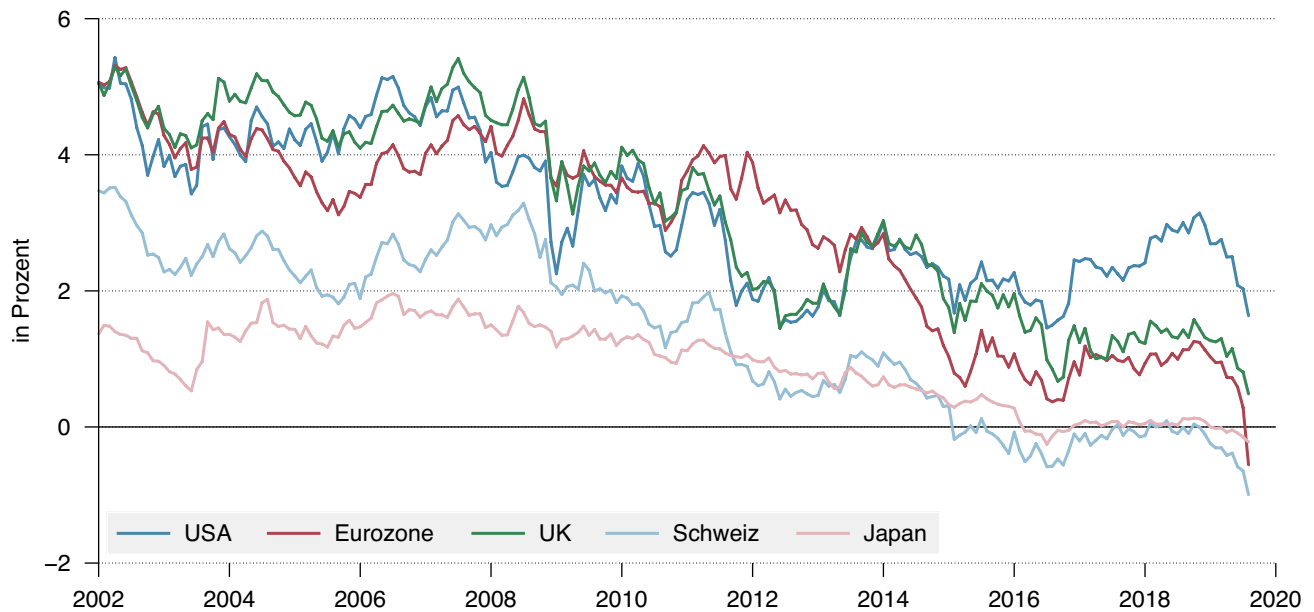


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Dreimonats-Liborsätze



Zehnjährige Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Währungsmärkte

Nachdem an den Währungsmärkten in den vergangenen Wochen wenig Bewegung auszumachen war, hat die Marktdynamik seit Anfang Juli wieder zugenommen. Wie im Vormonat an dieser Stelle beschrieben, setzt China die enge Kontrolle auf den Kurs des Renminbi auch in den Verhandlungen mit den Vereinigten Staaten im Zusammenhang mit dem Handelsstreit ein. Seit 2008 mussten für einen Dollar stets weniger als sieben Renminbi bezahlt werden. Nun da US-Präsident Donald Trump neue Zölle für Importgüter aus China angekündigt hat, liess die chinesische Zentralbank den Kurs erstmals über diese psychologisch wichtige Marke von sieben ansteigen. Da chinesische Waren durch diese Abschwächung des Renminbis günstiger werden,

schwächt dies den Effekt der von Präsident Trump angekündigten Zölle.

Nicht zuletzt aufgrund der Eskalation im Handelsstreit haben die Sorgen um die globale Konjunktur zugenommen. Dies hat im vergangenen Monat zu einer Aufwertung des japanischen Yens und des Franken geführt, welche beide als sichere Häfen gelten. Der Euro-Franken-Kurs sank zum ersten Mal seit zwei Jahren unter die Marke von 1.10 und die Schweizerische Nationalbank (SNB) war vermutlich erstmals seit zwei Jahren wieder am Devisenmarkt tätig, um der Aufwertung des Frankens entgegenzuwirken.

Performance und Bewertung

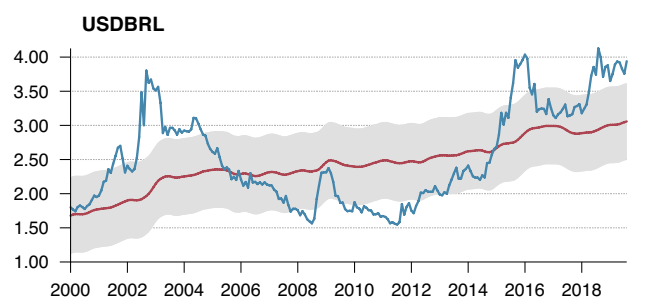
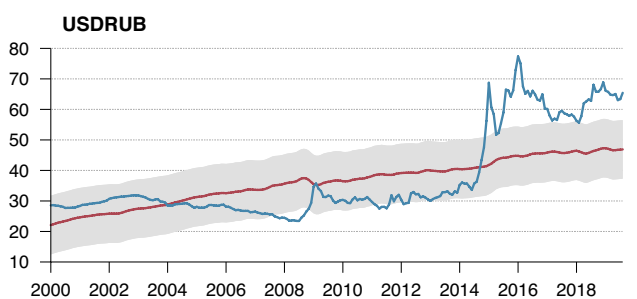
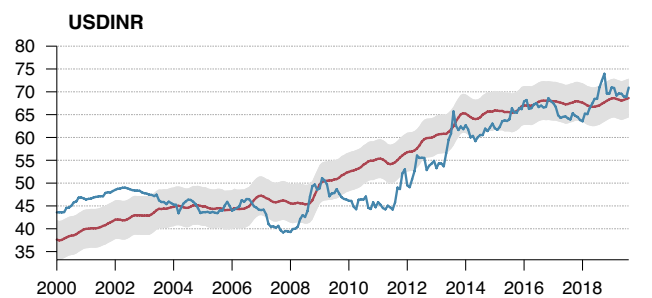
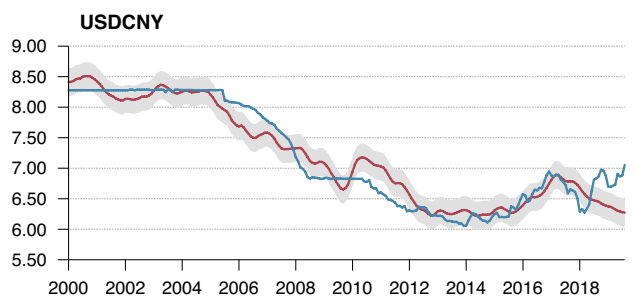
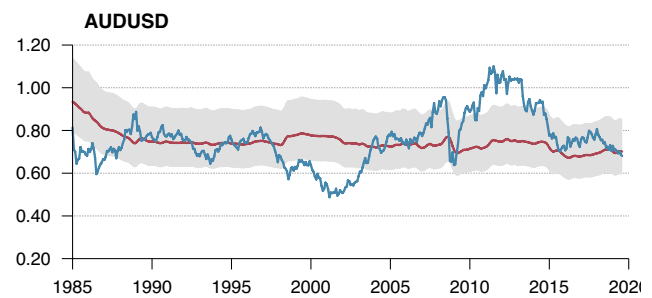
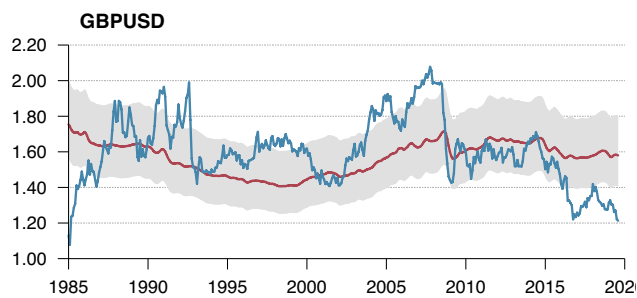
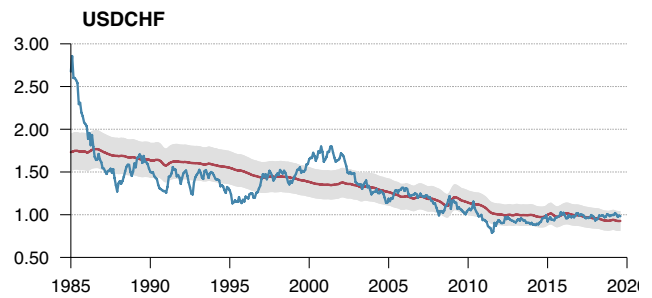
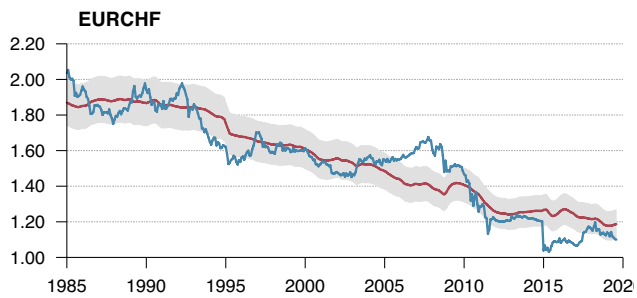
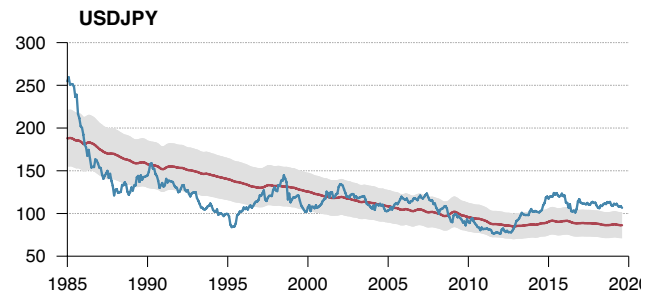
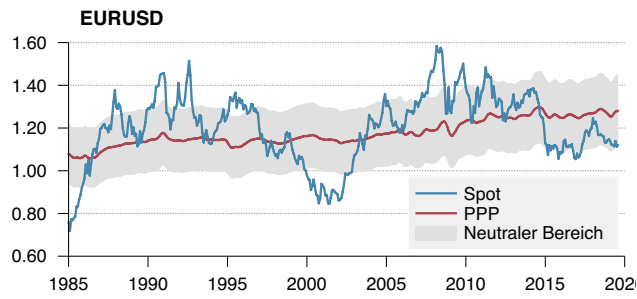
	Aktueller Wechselkurs	Performance ¹				Kaufkraftparität ²		
		YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre	PPP	Neutraler Bereich	Abweichung ³
EURUSD	1.122	-1.9	0.1	-1.9	-16.0	1.28	1.11 - 1.45	-12.4
USDJPY	105.3	-4.0	-3.9	-4.9	3.1	86.3	71.1 - 101.5	22.0
GBPUSD	1.208	-5.1	-6.4	-5.4	-28.1	1.58	1.41 - 1.8	-23.5
EURCHF	1.088	-3.4	-3.8	-4.2	-10.3	1.19	1.1 - 1.27	-8.3
USDCHF	0.970	-1.6	-3.8	-2.4	6.8	0.93	0.81 - 1.04	4.7
GBPCHF	1.172	-6.6	-10.0	-7.6	-23.2	1.46	1.26 - 1.67	-19.9
CHFJPY	108.6	-2.5	-0.1	-2.6	-3.5	93.1	78.8 - 107.4	16.6
AUDUSD	0.676	-4.0	-2.7	-7.7	-27.1	0.70	0.59 - 0.85	-3.6
USDCAD	1.324	-3.1	-1.7	1.2	21.0	1.20	1.1 - 1.3	10.1
USDSEK	9.569	7.9	-0.4	5.1	39.1	7.63	6.58 - 8.69	25.4
USD RUB	65.6	-5.4	0.8	-2.4	81.6	46.9	37.3 - 56.5	39.9
USDBRL	3.989	2.9	0.3	3.8	75.3	3.06	2.5 - 3.62	30.4
USDCNY	7.068	2.9	2.6	3.1	14.8	6.27	6.05 - 6.5	12.7
USDTRY	5.557	4.5	-7.3	-12.8	157.3	4.21	3.8 - 4.62	32.1
USDINR	70.77	1.4	0.4	2.8	15.8	68.6	64.4 - 72.9	3.1

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

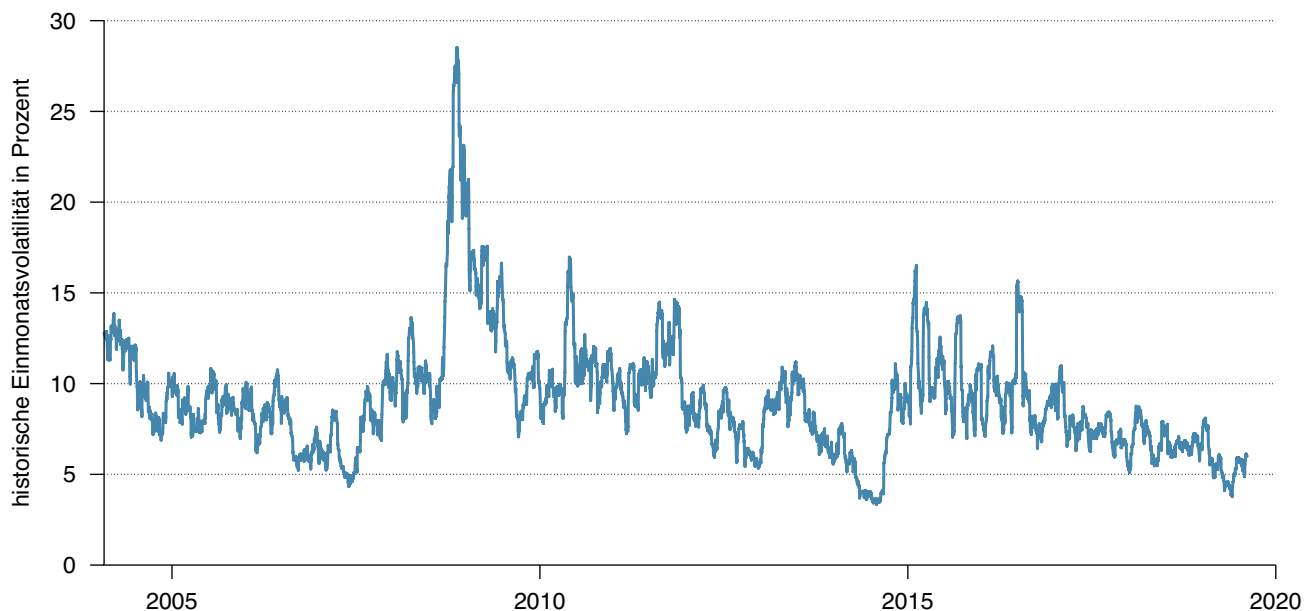
Währungsvervolatilität

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	1.122	5.2	6.8	8.4	9.4	6.0	6.6	8.5	9.9
USDJPY	105.3	6.0	8.2	9.0	9.8	6.1	7.8	9.4	10.6
GBPUSD	1.208	6.7	12.6	9.2	9.2	8.2	10.5	9.4	9.8
EURCHF	1.088	4.5	5.7	6.1	6.2	4.6	5.3	6.7	6.9
USDCHF	0.970	6.2	7.3	8.3	9.4	5.8	7.2	8.8	10.0
GBPCHF	1.172	7.0	12.6	9.3	9.4	7.9	10.2	9.5	10.0
CHFJPY	108.6	5.5	6.9	8.9	10.4	6.2	7.1	9.5	11.2
AUDUSD	0.676	6.6	8.5	9.7	10.9	8.0	8.8	10.3	11.7
USDCAD	1.324	5.0	6.0	7.9	8.5	5.9	6.2	8.2	9.1
USDSEK	9.569	6.8	9.1	9.7	11.2	8.4	9.1	10.0	11.7
USDRUB	65.6	8.4	10.6	17.0	14.2	10.0	11.6	17.2	15.0
USDBRL	3.989	11.6	13.0	15.8	14.7	14.3	12.7	15.9	15.4
USDCNY	7.068	4.1	5.7	4.6	3.4	3.8	5.6	5.4	4.4
USDTRY	5.557	14.8	16.5	15.1	13.3	22.1	18.4	16.1	14.6
USDINR	70.77	5.5	6.9	6.6	8.5	6.5	7.0	7.8	9.5

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

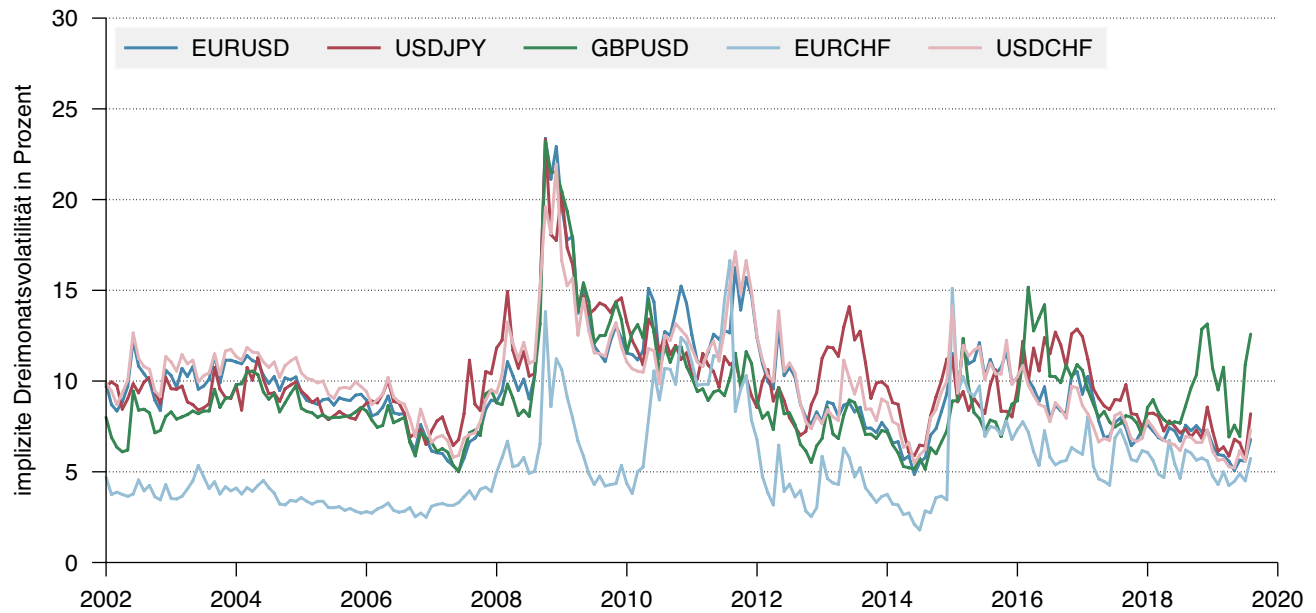
QCAM-Volatilitätsindikator³



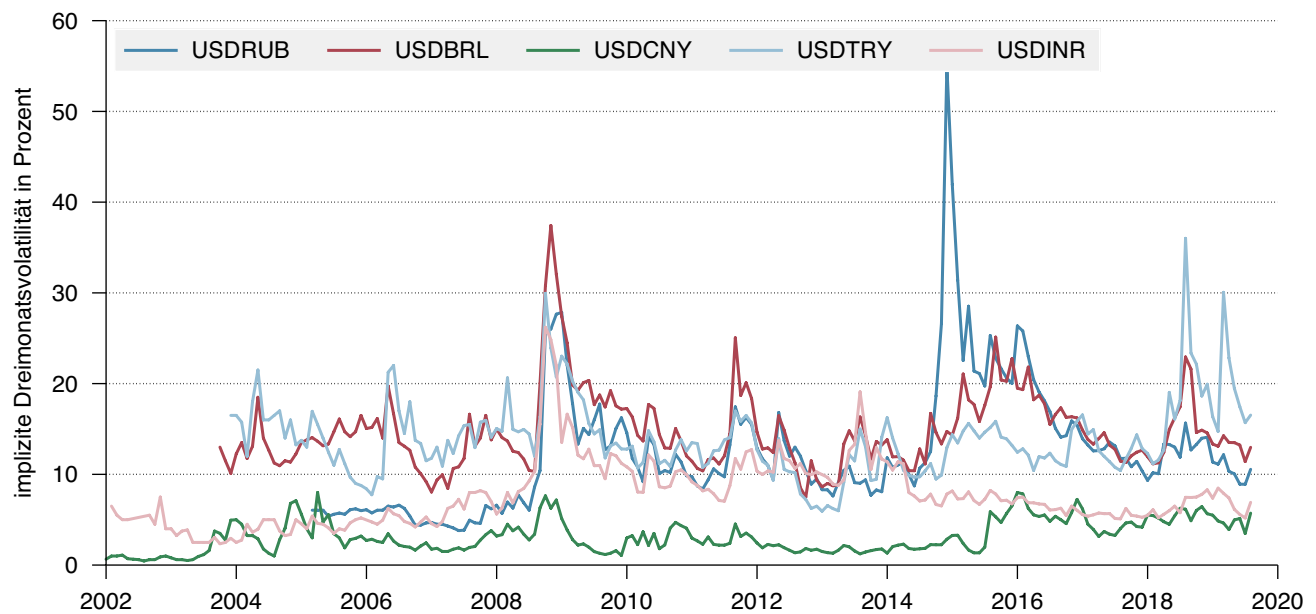
³ Der Volatilitätsindikator von QCAM bildet die Volatilität an den globalen Währungsmärkten ab; für die Berechnung wird die historische Volatilität der wichtigsten Währungspaare verwendet und mithilfe des Handelsvolumens der jeweiligen Währungspaare gewichtet.

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

Volatilität Hauptwährungen



Volatilität Schwellenlandwährungen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

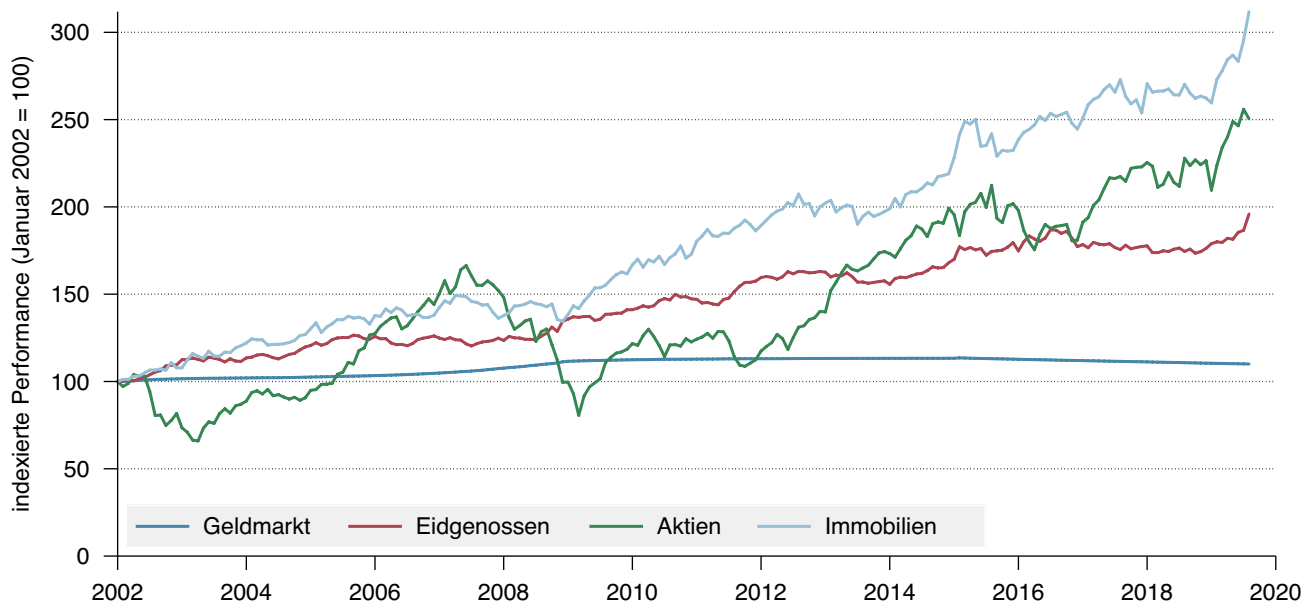
Finanzmarktumfeld

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	-0.1	-0.7	-2.9	-0.4	-0.1	-0.7	-2.9
Eidgenossen CHF	9.5	7.0	11.3	18.4	9.5	7.0	11.3	18.4
Unternehmensanleihen CHF	5.8	3.5	6.4	12.0	5.8	3.5	6.4	12.0
Aktien Schweiz (SMI)	19.5	3.9	11.7	37.3	19.5	3.9	11.7	37.3
Aktien Europa (Stoxx600)	13.0	-0.6	-0.5	32.8	9.1	-4.3	-4.7	19.1
Aktien UK (Ftse100)	10.7	1.1	-1.6	32.3	3.4	-9.1	-9.1	2.5
Aktien Japan (Topix)	2.0	-1.8	-10.5	32.5	4.6	-1.7	-8.1	37.8
Aktien USA (S&P 500)	16.4	2.2	3.8	64.1	18.3	6.3	6.3	53.4
Aktien Schwellenländer	3.0	-2.5	-5.6	4.4	4.7	1.3	-3.3	-2.4
Aktien Welt (MSCI World)	14.3	1.5	1.5	40.4	16.2	5.5	4.0	31.3
Immobilien Schweiz	20.1	7.4	16.6	46.7	20.1	7.4	16.6	46.7
Immobilien Global	16.8	3.1	11.4	33.3	18.7	7.2	14.0	24.7
Rohstoffe	0.1	-3.2	-8.8	-39.2	1.8	0.7	-6.6	-43.1
Rohöl (Brent)	9.9	-18.2	-19.9	-43.3	11.7	-15.0	-17.9	-47.0
Gold	17.5	16.1	23.9	14.8	19.4	20.7	26.9	7.3

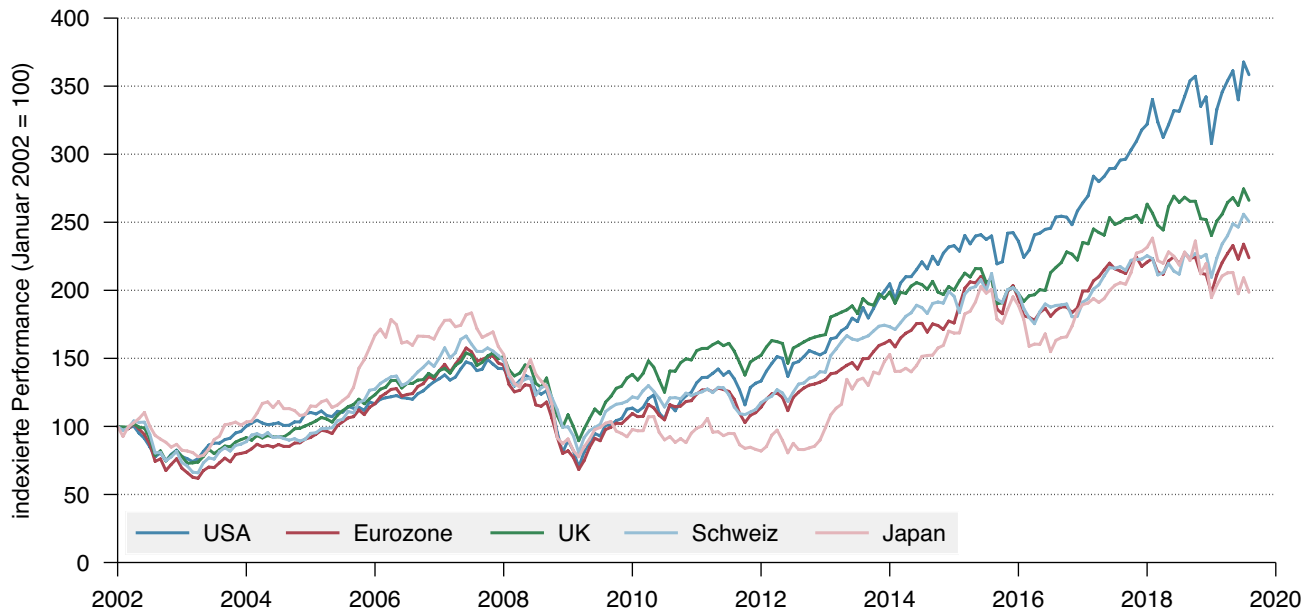
¹ Performance in Prozent für den jeweiligen Zeitraum.

Performance Schweizer Finanzanlagen

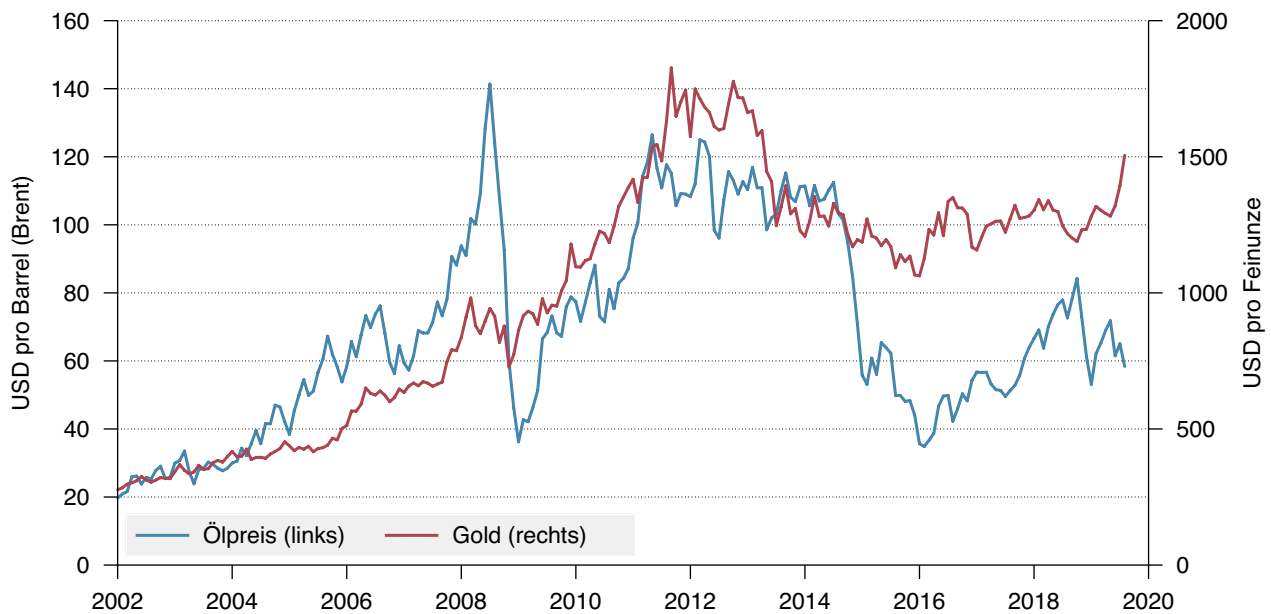


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Performance ausgewählter Aktienmärkte (in Lokalwährung)



Performance ausgewählter Rohstoffpreise



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Die Zahl des Monats

EURCHF 1.00

Der Euro ist gegenüber dem Franken unter Druck geraten. Zum ersten Mal seit 2 Jahren fiel er unter 1.09. Die SNB versucht mit Interventionen, die Aufwertung des Frankens zu verhindern. Sollte sich der Handelskrieg zwischen den USA und China verschärfen oder Präsident Trump auch Europa mit Strafzöllen überziehen, würde die Unsicherheit zum Wirtschaftsausblick und der Aufwärtsdruck steigen. Keine guten Aussichten für die Bilanz der SNB.

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.

