

AUGUST 2017

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 Euro-Rally aus makroökonomischer Warte



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: 17. August 2017

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

Die Euro-Rally aus makroökonomischer Warte



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

Kaum irgendjemand hatte Anfang des Jahres den Wiederaufstieg des Euros kommen sehen. Seit Januar hat der Euro 13 Prozent gegenüber dem US-Dollar zulegen können. Die allermeisten Marktteilnehmer hatten damals die Meinung vertreten, dass sich der Euro weiter abschwächen werde. Doch, wie wir heute wissen, kam alles anders.

Das BIP-Wachstum der Eurozone übertraf dasjenige der USA im Verlauf der ersten Jahreshälfte. Während die USA den Erwartungen mit einem annualisierten Wachstum von 1.9 Prozent im ersten Halbjahr nicht gerecht wurde, expandierte der Euroraum stärker als erwartet mit annualisierten 2.2 Prozent.

Die *Federal Reserve* hat den US-Leitzins zwar zweimal um je 25 Basispunkte erhöht, doch die Terminmärkte bewegten sich weit weniger stark. Die Differenz zwischen den kurzfristigen 12-Monats *forwards* im US-Dollar und

im Euro weiteten sich um lediglich 20 Basispunkte aus. Tieferes Wirtschaftswachstum und niedrigere Inflationsraten dämpften die Markterwartungen über weitere Zinserhöhungen in den Vereinigten Staaten, während stärkeres Wachstum in Europa die Spekulationen befeuerte, dass die EZB ihre ultraexpansive Geldpolitik früher aufgeben würde als ursprünglich erwartet.

Die grösste Überraschung waren allerdings die Resultate der vielen nationalen Wahlen in Europa, allen voran der französischen. Diese positive Wendung der politischen Gegebenheiten stand im kompletten Gegensatz zum chaotischen Schauspiel der Trump-Administration.

Die Euro Rally könnte trotz Unterstützung das Ziel überschossen haben

Das QCAM FX-Makromodell (siehe *FX Monthly* vom März 2017) hilft dabei den Einfluss dieser Entwicklungen auf den EURUSD-Wechselkurs zu erklären. Das Modell zerlegt die Monatsveränderung des Wechselkurses in Makro- und Markt Komponenten. Als die größten Einflussfaktoren erweisen sich einerseits die Aussenhandels- sowie die Fiskalbilanz, welche den Euro unterstützen, und andererseits die Zinsdifferenz, welche wiederum dem US-Dollar helfen. Die beiden ersteren Faktoren sind dabei nicht stark genug, um die Dollar-begünstigenden Auswirkungen der Zinsdifferenz vollständig zu kompensieren.

Der Schlüssel zur unerwarteten Entwicklung in den ersten beiden Quartalen waren das überraschend starke Wirtschaftswachstum der Eurozone sowie die positiven, politischen Entwicklungen, welche die Risikoeinschätzungen des Marktes haben sinken lassen. Bis Juni haben die

se zwei Faktoren den Aufstieg des Euro gut erklären können. Im Juli allerdings erhöhte sich der unerklärliche Teil der EURUSD-Bewegungen. Es könnte sein, dass das nochmal grössere politische Chaos in Washington noch nicht vollständig eingepreist ist. Es könnte aber auch sein, dass die Euro-Rally einfach etwas zu weit gegangen ist.

Politik und Zentralbanken sind jetzt entscheidend

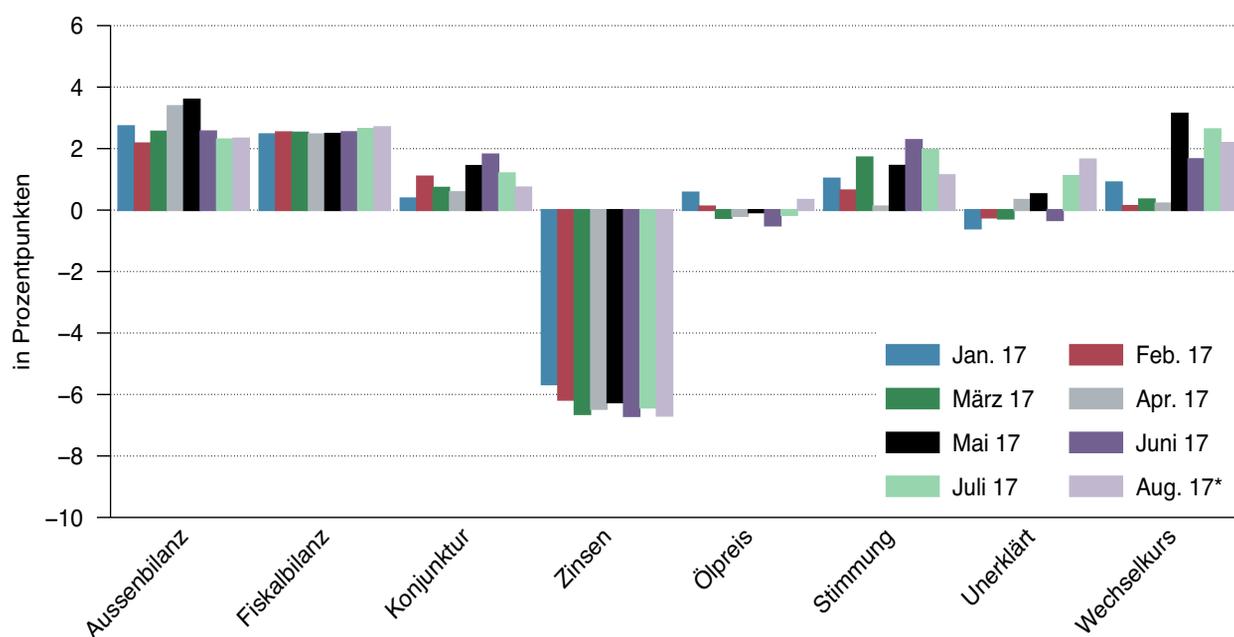
Für den Blick nach vorne sind unserer Meinung nach die politischen Entwicklungen sowie die Geldpolitik essentiell. Der Raum für weitere positive Überraschungen in der europäischen Politik sind gering, wird doch bereits von einem günstigen Ergebnis der deutschen Wahlen ausgegangen. Italien hingegen, wo im nächsten Frühling Wahlen stattfinden, könnte bald als Quelle von neuer Unsicherheit auf den Plan treten, während Macron sich mit Widerstand gegen seine Reformagenda konfrontiert sieht.

Interessanterweise hat das politische Durcheinander in den USA zwar dem Dollar geschadet, aber nicht risikoreichen Anlagen wie beispielsweise Aktien. Der Markt

scheint vor allem daran zu glauben, dass die Schockstarre der US-Politik Wirtschaftswachstum und Inflation abschwächt, was das Risiko weiterer Leitzinserhöhungen durch die *Federal Reserve* sinken lässt. Tatsächlich hat die US-Zentralbank signalisiert, dass Zinserhöhungen verzögert werden könnten. Auch die EZB wird wohl kaum den Zins in nächster Zeit anheben. Allerdings wird sie, es sei denn die momentane Leistung der Wirtschaft bricht zusammen, den Abbau ihres Anleihekaufprogramms ankündigen müssen. Aus Marktperspektive wäre dies ein *game changer* und würde sowohl *forward rates* als auch längerfristige Zinssätze nach oben treiben.

Alles in allem gibt es eine Reihe von möglichen Szenarien. Wir sehen eine Unterstützung für den Euro bei 1.14 Dollar. Eine bessere Entwicklung des Euro ist dann möglich, sollte die US-Politik nicht zur Ruhe kommen, die *Fed* sich länger zurückhalten oder die EZB das Ende ihre Anleihekaufprogramms früher als erwartet ankündigen. In diesem Fall könnte EURUSD die 1.20er-Marke erreichen, was den Euro näher an seinen fairen PPP-Wert brächte.

Anatomie des EURUSD-Wechselkurses (positive Werte sind negativ für den US-Dollar)



(*) Basierend auf den Daten bis zum 15. August. Aussen- und Fiskalbilanz auf vorherigen Werten.

Quelle: QCAM

Die Makroperspektive

Im grünen Krisenmodus

Der Konjunkturmotor läuft runder und runder, und die Inflationsraten befinden sich seit geraumer Zeit weit weg von der Nulllinie. Alles im grünen Bereich also? Mitnichten. Die Geldpolitik verharrt rund ein Jahrzehnt nach Ausbruch der globalen Finanzkrise im Krisenmodus. Immerhin wagt die US-Zentralbank seit einiger Zeit die geldpolitische Normalisierung: eine Herkules-Aufgabe.

Beim Blick auf die kürzlich veröffentlichten BIP-Statistiken für das zweite Quartal sowie die jüngsten Inflationszahlen in den weltweit grössten Volkswirtschaften könnte man durchaus zum Schluss kommen: «Alles im grünen Bereich!» So wachsen gemäss ersten Schätzungen sowohl die US-Wirtschaft als auch die Eurozone mit komfortablen 0.6 Prozent gegenüber dem Vorquartal im Gleichschritt. Und auf Seite der Teuerung scheinen die Zeiten der grösseren, vor allem von den Energiepreisen ausgehenden Schwankungen vorerst der Vergangenheit anzugehören.

Wirklich alles im grünen Bereich?

Ist wirklich alles im grünen Bereich? Leider nein. So notieren verschiedene Leit- wie Kapitalmarktzinsen weiterhin im negativen, im roten Bereich. Ein ganz wesentlicher Grund dafür: Die Geldpolitik vieler Zentralbanken befindet sich auch rund ein Jahrzehnt nach Ausbruch der globalen Finanzkrise im Krisenmodus – den seit längerem guten Wachstumsaussichten und einem durchwegs positiven Inflationsausblick zum Trotz.

Federal Reserve wagt die geldpolitische Normalisierung

Die Ausnahme unter den bedeutenden Zentralbanken bildet die amerikanische *Federal Reserve*, die sich seit einiger Zeit bemüht, die Geldpolitik der Krisenjahre zurückzufahren. Eine Herkules-Aufgabe, denn: Es sollen nicht nur die Leitzinsen weiter erhöht werden, was nach acht Jahren Tiefstzinsen nahe Null allein schon eine enorme Herausforderung wäre. Gleichzeitig soll in den kommenden Jahren auch die Bilanz der *Fed* reduziert werden. Ein detaillierter Plan, in welchem Ausmass die Zentralbank gedenkt, ihre gigantisch hohen Bestände an US-Staatsanleihen (rund USD 2'500 Mrd.) und an durch Hypotheken besicherten Wertpapiere (USD 1'800 Mrd.) abzubauen, wurde bereits präsentiert. Nur der Startpunkt steht noch aus.

Erinnerungen an die letzte Tiefzinsphase

Nach den Erfahrungen aus der Historie, ist die Frage absolut berechtigt, ob dieser doppelte Normalisierungsprozess ohne grössere Kollateralschäden über die Bühne gehen kann. Erinnern wir uns: Bereits nach Platzen der Internetblase wurde das Niveau des US-Leitzinses in den Jahren 2003 und 2004 von verschiedenen Seiten als zu niedrig kritisiert. Nachdem die Verschuldung der US-Haushalte in dieser Phase angestiegen war, platzte die Immobilienblase just dann, als die Leitzinsen wieder angehoben wurden. Kann die Herausforderung, obwohl sie ungleich grösser ist, dieses Mal gelingen?

Zunächst sollte hervorgehoben werden, dass es nicht das Ziel der *Fed* sein wird, die heute USD 4'500 Milliarden grosse Bilanz auf den Vorkrisenwert von rund 1'000

Milliarden zurück zu schrumpfen. Zum einen setzt sich ein Grossteil der Passivseite der Zentralbank aus dem sich im Wirtschaftskreislauf befindenden Kapital zusammen. Seit Ausbruch der Finanzkrise ist die US-Wirtschaft nominal um 30 Prozent gewachsen und benötigt deshalb in ähnlichem Ausmass auch mehr Kapital. Zum anderen dürfte laut Schätzungen der New Yorker *Federal Reserve* rund eine halbe Billion US-Dollar an zusätzlichem Kapital nötig sein, um die seither eingeführten Bankenregulierungen umzusetzen. Die amerikanische Zentralbank dürfte für die längere Frist also eine Bilanzsumme von leicht unter USD 3'000 Milliarden anstreben. Dies bedeutet immer noch eine gewaltige Reduktion der heutigen Bilanzsumme, erscheint aber nicht mehr ganz so unmöglich wie eine Rückführung auf das Vorkrisenniveau.

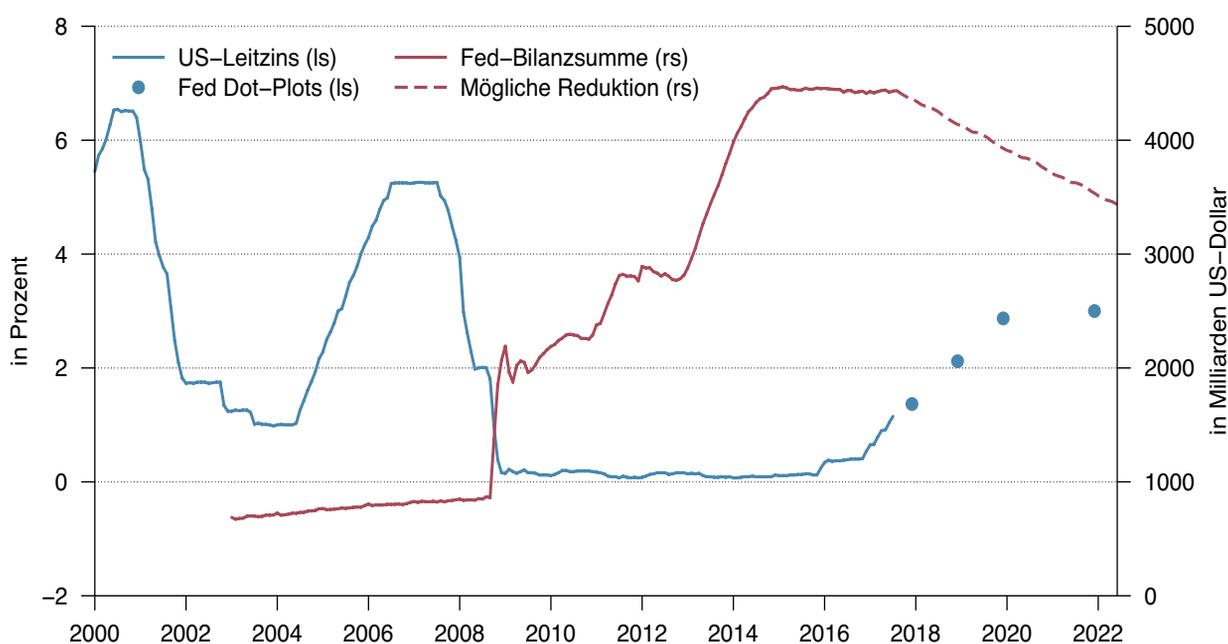
Auch bei den Leitzinserhöhungen, von denen in den USA in den letzten Jahren immerhin deren vier stattgefunden haben, gilt: Das Vorkrisenniveau von deutlich über 5 Prozent sollte nicht als Massstab herangezogen wer-

den. Die Mitglieder, die im Offenmarktausschuss sitzen, dem Leitzins festsetzenden Gremium der *Fed*, rechnen in der längeren Frist mit einem Zinssatz von 3 Prozent. Auch das scheint nicht gänzlich ausser Reichweite.

Das Aber: die Langfristigkeit der Normalisierungspläne

Also doch – trotz anstehender Normalisierung der Geldpolitik – alles im grünen Bereich? Die Pläne der *Federal Reserve* aber auch der anderen Zentralbanken zur Rückführung der expansiven Geldpolitik erscheinen sorgfältig geplant und tatsächlich umsetzbar, ohne zwingend die nächste Krise auslösen zu müssen. Ein grosses Aber bleibt! Die Fahrpläne sind auf sehr lange Zeithorizonte ausgelegt. Angesichts des fortgeschrittenen Alters des gegenwärtigen Konjunkturzyklus wäre es eine grössere Überraschung, wenn es vor Abschluss des geldpolitischen Normalisierungsprozesses nicht zu einem konjunkturellen Abschwung käme. Statt in einem grünen würden wir uns dann in einem tiefroten Krisenmodus wiederfinden.

Vorkrisenniveaus als schlechter Massstab für den geldpolitischen Normalisierungsprozess



Quelle: Federal Reserve, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Was die Währungsmärkte bewegt

Auflösung der Ungleichgewichte auf den Währungsmärkten in vollem Gang

In den letzten Wochen kam es vor allem an den Währungsmärkten zu grossen Bewegungen. Die historisch grossen Abweichungen von der Kaufkraftparität vieler Wechselkurspaare haben sich dabei aber noch längst nicht vollständig aufgelöst. Für Anleger bestehen damit weiterhin Chancen. Eine Bestandsaufnahme.

Heiss ging es diesen Sommer an den Währungsmärkten zu und her. Hätten Sie sich dieses Jahr einen längeren Sommerurlaub gegönnt und dabei die Währungsmärkte ausser Acht gelassen, würden Sie bei Ihrer Rückkehr schon länger nicht mehr gesehene Wechselkurse vorfinden. Der Franken flirtete mit der 1.15er-Marke zum Euro, bevor die hiesige Währung einmal mehr als sicherer Hafen im Zuge des rhetorischen Schlagabtauschs zwischen den USA und Nordkorea gehandelt wurde. Der Euro legte auch gegenüber dem Dollar nochmals kräftig zu und handelte zwischenzeitlich über 1.18. Seit Jahresbeginn hat der Euro damit um knapp 12 Prozent gegenüber dem US-Dollar an Wert zugelegt.

Ungleichgewichte noch immer gross

Die Marktbewegungen der letzten Monate machen den Euro noch längst nicht zu einer starken Währung. Gemessen an der Kaufkraftparität (*purchasing power parity*, PPP) verfügt der Euro durchaus über weiteres Aufwertungspotenzial. Sowohl gegenüber dem Franken als auch gegenüber dem Dollar würde erst eine weitere Aufwertung von 7-8 Prozent den Wechselkurs auf ein faires Niveau befördern. Damit bleiben der Dollar und der Franken die

starken Währungen dieser Welt – wenn auch mit deutlich weniger Vitalität als noch zu Beginn des Jahres.

Das Konzept der Kaufkraftparität, das Wechselkurse um die dem jeweiligen Lande zugrundeliegenden Inflationsraten korrigiert, dient vor allem der Einschätzung von fairen Wechselkursen. Da aktuelle Wechselkurse in der langen Frist um diese Kaufkraftparität schwanken, dient es Investoren auch, Chancen und Risiken im Währungsraum erkennen zu können.

Dass diese trotz der jüngsten Verschiebungen an den Währungsmärkten noch immer gross sind, macht nebenstehende Abbildung deutlich. Die Linie zeigt die durchschnittliche, absolute Abweichung von der PPP für alle zehn Wechselkurspaare zwischen den weltweit wichtigsten Währungen Dollar, Euro, Yen, Pfund und Franken. Das Signal ist in eine Skala von 0 bis 5 unterteilt, wobei 0 besonders kleine und 5 besonders grosse Abweichungen impliziert. Mit einem aktuellen Signalwert von knapp 3 deutet das Signal immer noch auf grössere Ungleichgewichte hin.

Chancen im Euro, Yen, Pfund und den nordischen Währungen

Dabei sind die grössten Abweichungen von der PPP übrigens längst nicht mehr nur in den bilateralen Wechselkursen zum Euro zu suchen. Die Rolle der schwachen Währungen fällt klar dem Yen und dem britischen Pfund zu. Gemessen an der Kaufkraftparität ist das Aufwertungspotenzial dieser beiden Währungen gegenüber dem Franken und dem Dollar mehr als doppelt so hoch wie gegenüber der europäischen Gemeinschaftswährung. Sub-

stantiell sind die Abweichungen auch im Falle der nordischen Währungen. Mit einer gemessenen Unterbewertung gegenüber dem Franken von etwa 12 Prozent ist diese bei der norwegischen Krone am höchsten.

Die untenstehende Grafik zeigt ausserdem auf, dass sich Ungleichgewichte im Ausmass wie wir es heute sehen, historisch nicht lange halten konnten. Dabei waren es oftmals grosse Bewegungen in nur einer Währung (und damit vier Währungspaaren), die zur Korrektur unseres Abweichungssignal geführt haben. In diesem Jahr ist diese Rolle bisher in erster Linie dem Euro zugefallen, der gegenüber allen vier Währungen an Wert gewonnen hat.

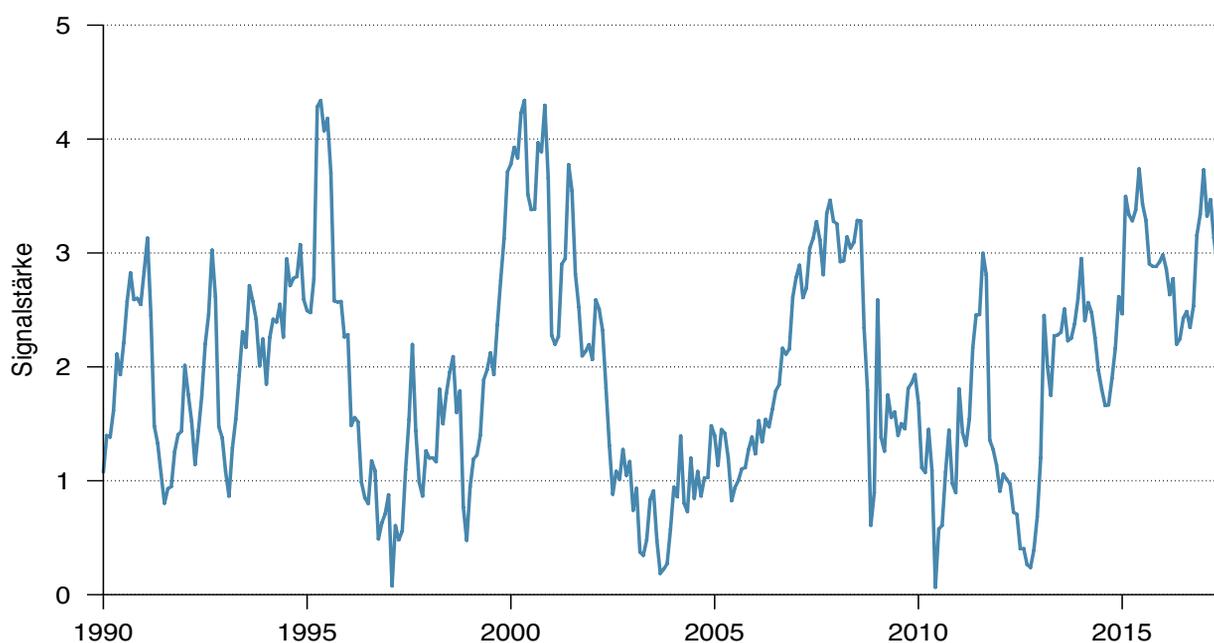
Konjunkturrell stehen die Zeichen in Europa weiterhin gut, so dass der Stimmungswandel zugunsten der Eurozone und dem Euro anhalten könnte. Dass sich ausserdem die Teuerung in den letzten Monaten nach oben entwickelt hat, sollte die Europäische Zentralbank zusätzlich motivieren, die Normalisierung ihrer Geldpolitik voranzutreiben. Doch nach der progressiven Rede Mario Draghi im portugiesischen Sintra Ende Juni, welche die Auf-

wertung des Euro befeuert hatte, buchstabierte der EZB-Präsident an der letzten Sitzung des EZB-Rates Mitte Juli erst einmal wieder zurück. Eine Ankündigung, in welcher Art und Weise das Anleihekaufprogramm 2018 zurückgefahren wird, wird nun allerfrühestens an der nächsten EZB-Sitzung Anfang September erwartet.

Keine Interventionen seitens der SNB

Eine weitere Aufwertung des Euro käme der Schweizerischen Nationalbank natürlich sehr entgegen. Die jüngsten Statistiken der Sichtguthaben sowie der Währungsreserven deuten daraufhin, dass die SNB in der jüngsten Abwertungsphase des Frankens die Hände nicht im Spiel hatte. Das Risiko besteht natürlich, dass sich die Situation auf der koreanischen Halbinsel dieses Mal weniger schnell beruhigt, als das bei nordkoreanischen Provokationen in der Vergangenheit der Fall war. Vielleicht wird die SNB ihren Händlern also doch keine Verlängerung ihrer Sommerferien erlauben können.

Durchschnittliche Abweichung der G5-Währungen von der jeweiligen PPP



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Konjunkturklima

Nachdem die bisher veröffentlichten Wachstumszahlen für das zweite Quartal die positiven Vorlaufindikatoren bestätigt haben, verbreiten auch die aktuellsten Konjunktur- und Stimmungsdaten Optimismus hinsichtlich der Wirtschaftsentwicklung für die laufende zweite Jahreshälfte.

Dabei sticht unter anderem die Stimmungslage in der Schweiz hervor. Zum einen konnte der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe nach einem steilen Anstieg im Juni nochmals zulegen und notierte zuletzt bei 60.9 Punkten. Zum anderen setzte die Konsumentenstimmung ihre graduelle Erholung nach dem

Frankenschock fort. Der Indikator stieg von -8 auf -3 Punkte und notiert mittlerweile deutlich über seinem historischen Mittelwert von -9 Zählern.

In den Vereinigten Staaten sind trotz gestiegenen Unternehmensgewinnen die Stimmungsindikatoren im Dienstleistungssektor sowie der Industrie im Monatsvergleich zurück gegangen. Dies spricht dafür, dass die US-amerikanische Wirtschaft etwas weniger dynamisch wachsen könnte, als es die Niveaus der Stimmungsdaten zuletzt haben vermuten lassen. Positiver sieht es bei der Entwicklung des Arbeitsmarkts und bei der nach wie vor ansprechenden Konsumentenstimmung aus.

Überblick

	Trendwachstum ¹	Reales BIP-Wachstum ²				W&P-Konjunkturklimaindikatoren ³			
		Q3/2016	Q4/2016	Q1/2017	Q2/2017	4/2017	5/2017	6/2017	7/2017
USA	1.7	1.5	1.8	2.0	2.1	2.8	2.7	3.1	2.5
Eurozone	1.0	1.7	1.9	1.9	2.1	2.4	2.3	2.6	2.6
Deutschland	1.4	1.9	1.9	1.9	2.1	3.2	2.9	3.3	3.4
Frankreich	0.7	0.9	1.2	1.1	1.8	1.4	1.5	1.7	1.7
Italien	0.2	1.0	1.1	1.2	-	1.0	0.8	0.8	0.7
Spanien	1.6	3.2	3.0	3.0	3.1	2.2	2.3	2.4	2.2
Grossbritannien	1.8	2.0	1.9	2.0	1.7	2.6	2.3	2.5	3.0
Schweiz	1.5	1.3	0.7	1.1	-	1.6	1.2	2.0	1.8
Japan	0.4	1.0	1.7	1.5	2.1	2.3	2.4	2.4	2.4
Kanada	1.6	1.5	2.0	2.3	-	1.7	1.8	1.6	1.4
Australien	2.4	1.8	2.4	1.7	-	2.6	2.6	2.5	2.5
Brasilien	1.4	-2.8	-2.4	-0.4	-	1.5	2.6	1.8	1.5
Russland	0.1	-0.4	0.3	0.5	2.5	1.1	2.5	0.6	2.8
Indien	7.7	7.5	7.0	6.1	-	7.4	7.3	7.2	6.9
China	7.4	6.7	6.8	6.9	6.9	6.7	6.5	6.7	6.9
Industrienationen ⁴	1.4	1.5	1.8	2.1	-	2.9	2.8	3.1	2.9
Schwellenländer ⁴	6.0	4.7	5.0	5.1	-	5.1	5.0	5.1	5.0
Welt ⁴	3.5	3.2	3.4	3.6	-	4.0	3.8	4.0	3.9

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

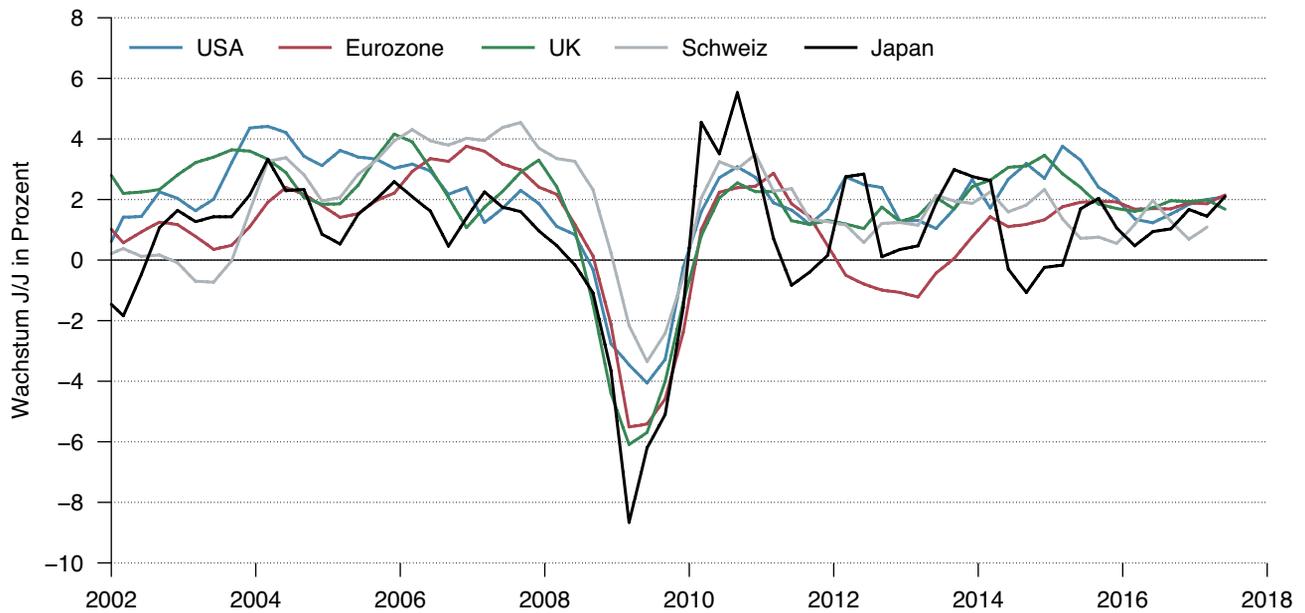
² Veränderung des realen BIP gegenüber dem Vorjahresquartal in Prozent.

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

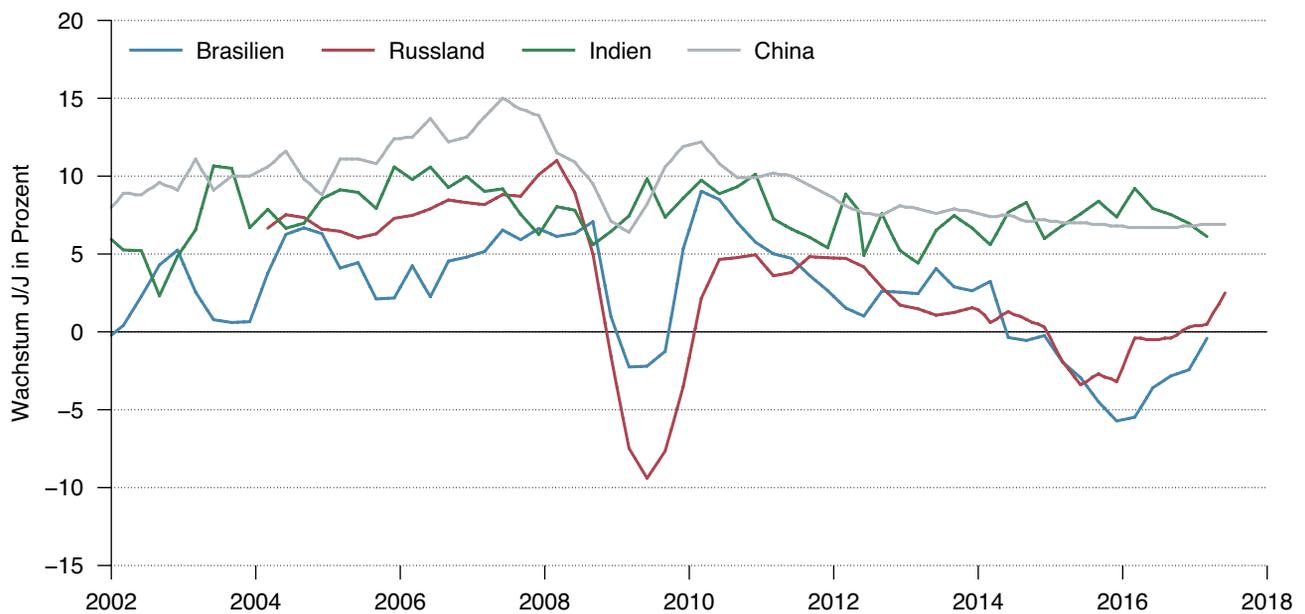
⁴ Die Aggregate werden anhand von nominalen BIP-Gewichten und Kaufkraftparitätskursen berechnet.

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

Wirtschaftswachstum Industrienationen



Wirtschaftswachstum Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

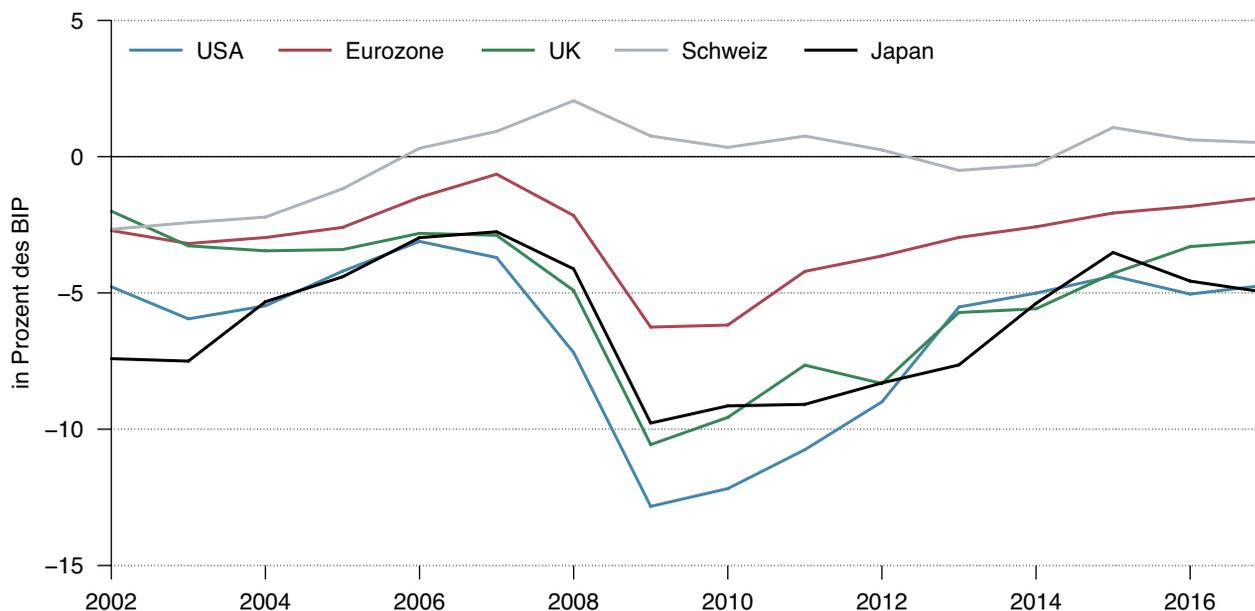
Wirtschaftsindikatoren

Ausgewählte Kennzahlen

	Anteil am Welt-BIP ¹		Leistungsbilanz ²		Staatsverschuldung ²		Budgetdefizit ²		Arbeitslosenquote ³	
	Ø 5 Jahre	Aktuell	Ø 5 Jahre	Aktuell	Ø 5 Jahre	Aktuell	Ø 5 Jahre	Aktuell	Ø 5 Jahre	Aktuell
USA	22.9	24.9	-2.5	-2.4	105.2	107.8	-5.8	-4.7	6.4	4.3
Eurozone	16.6	15.0	3.2	4.0	108.1	108.3	-2.6	-1.5	11.2	9.1
Deutschland	4.8	4.4	7.7	7.5	82.1	73.5	0.3	0.7	6.6	5.7
Frankreich	3.5	3.1	-0.9	-1.2	117.2	124.9	-4.0	-3.0	9.8	9.3
Italien	2.6	2.3	1.3	2.1	152.0	157.4	-2.8	-2.1	11.8	11.1
Spanien	1.7	1.6	1.1	2.1	110.2	116.9	-6.6	-3.1	23.4	17.1
Grossbritannien	3.7	3.2	-4.3	-3.9	111.9	122.9	-5.4	-3.1	6.1	4.5
Schweiz	0.9	0.8	10.6	11.3	45.4	44.1	0.2	0.5	3.1	3.0
Japan	6.7	6.2	1.9	3.7	214.1	225.9	-5.9	-5.0	3.7	2.8
Kanada	2.3	2.1	-3.2	-2.9	88.0	91.2	-1.4	-2.4	7.0	6.3
Australien	1.8	1.7	-3.5	-2.8	34.3	42.9	-2.9	-2.2	5.7	5.6
China	13.5	15.1	2.2	1.3	40.0	49.3	-1.7	-3.7	4.1	4.0
Brasilien	2.9	2.7	-3.0	-1.3	67.1	81.2	-6.1	-9.1	8.4	13.0
Indien	2.7	3.1	-2.0	-1.5	69.1	67.8	-7.1	-6.4	-	-
Russland	2.4	2.0	2.9	3.3	14.7	17.1	-1.8	-2.6	5.4	5.1

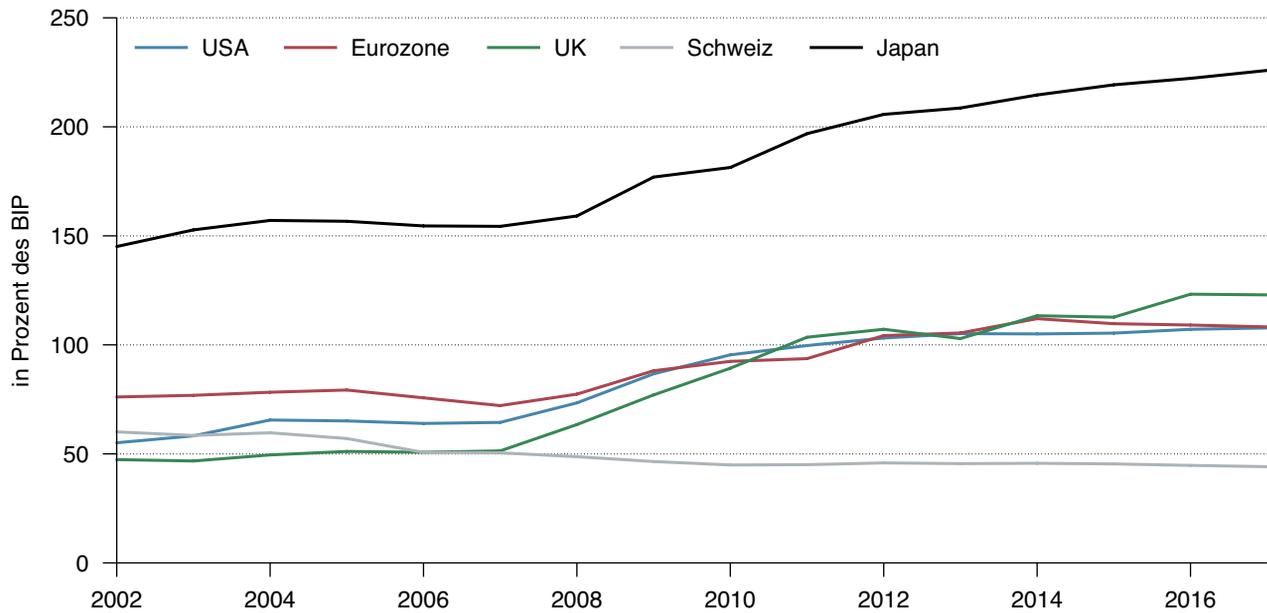
¹ In Prozent; Berechnung anhand von Marktwechsellkursen. ² In Prozent vom nominalen BIP. ³ In Prozent.

Budgetdefizit Industrienationen

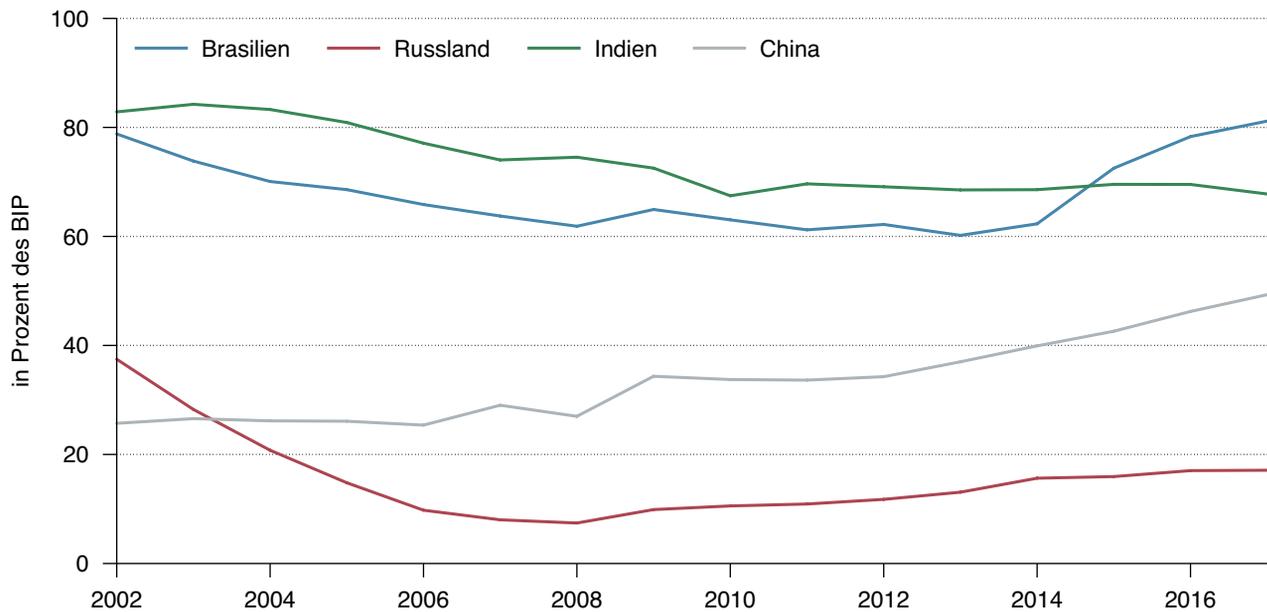


Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Staatsverschuldung Industrienationen



Staatsverschuldung Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Inflation

In Grossbritannien steigt die Teuerung nach wie vor fast doppelt so schnell an wie in der Eurozone. Die schwache Währung drückt weiterhin die Importpreise nach oben. Somit sind die Konsumentenpreise erneut stärker angestiegen als der Durchschnittslohn und belasteten die Konsumentenstimmung sowie den effektiven Privatkonsum. Im Juli lagen die Werte zum Konsumentenvertrauen zum dritten Mal in Folge auf einem ähnlich tiefen Niveau wie nach der Brexit-Abstimmung vor gut einem Jahr. Die jährliche Teuerung wird bis auf Weiteres über dem erklärten Ziel der *Bank of England* von 2 Prozent liegen.

Für den Juli notiert die Teuerung in der Schweiz bei 0.3 Prozent im Vergleich zum Vorjahresmonat. Hier könnte die breite Abwertung des Frankens mit einer gewissen Verzögerung über die Importpreise für eine Aufwärtsbewegung sorgen. Eine Jahresinflationsrate nahe der 1-Prozent-Marke ist bis zum Jahresende nicht auszuschliessen. Sollte es bis Mitte September nicht zu einer spürbaren Aufwertung des Franken kommen, kann bei der nächsten geldpolitischen Lagebeurteilung der Schweizerischen Nationalbank bezüglich der Überbewertung der Schweizer Währung eine Änderung in der offiziellen Stellungnahme erwartet werden.

Überblick

	Ø 10 Jahre ¹	Inflation ²				Kerninflation ³			
		4/2017	5/2017	6/2017	7/2017	4/2017	5/2017	6/2017	7/2017
USA	1.7	2.2	1.9	1.6	1.7	1.9	1.7	1.7	1.7
Eurozone	1.4	1.9	1.4	1.3	1.3	1.3	0.9	1.1	1.2
Deutschland	1.3	2.0	1.5	1.6	1.7	1.3	1.5	1.6	1.8
Frankreich	1.1	1.2	0.8	0.7	0.7	-	-	-	-
Italien	1.5	1.9	1.4	1.2	1.1	1.1	0.7	0.9	0.8
Spanien	1.5	2.5	1.9	1.5	1.5	1.2	1.0	1.2	1.4
Grossbritannien	2.3	2.7	2.9	2.6	2.6	2.4	2.6	2.4	2.4
Schweiz	0.1	0.4	0.5	0.2	0.3	0.1	0.2	0.2	0.3
Japan	0.3	0.4	0.4	0.3	-	0.0	0.1	0.0	-
Kanada	1.6	1.6	1.3	1.0	-	1.1	0.9	0.9	-
Australien	2.4	2.1	2.0	1.9	-	1.5	1.5	1.5	-
Brasilien	6.2	4.1	3.6	3.0	2.7	5.0	4.5	4.2	4.2
Russland	9.0	4.1	4.1	4.4	3.9	4.1	3.8	3.5	3.3
Indien	7.8	3.0	2.2	1.5	2.4	-	-	-	-
China	-0.1	-1.1	-0.5	-0.4	1.5	2.1	2.1	2.2	2.1
Industrienationen ⁴	1.5	1.9	1.6	1.4	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3
Schwellenländer ⁴	3.5	0.8	0.9	0.8	0.9	2.7	2.6	2.6	2.5
Welt ⁴	2.4	1.4	1.3	1.1	1.2	1.7	1.6	1.7	1.6

¹ Durchschnittliche Jahreststeuerung der Konsumentenpreise in Prozent.

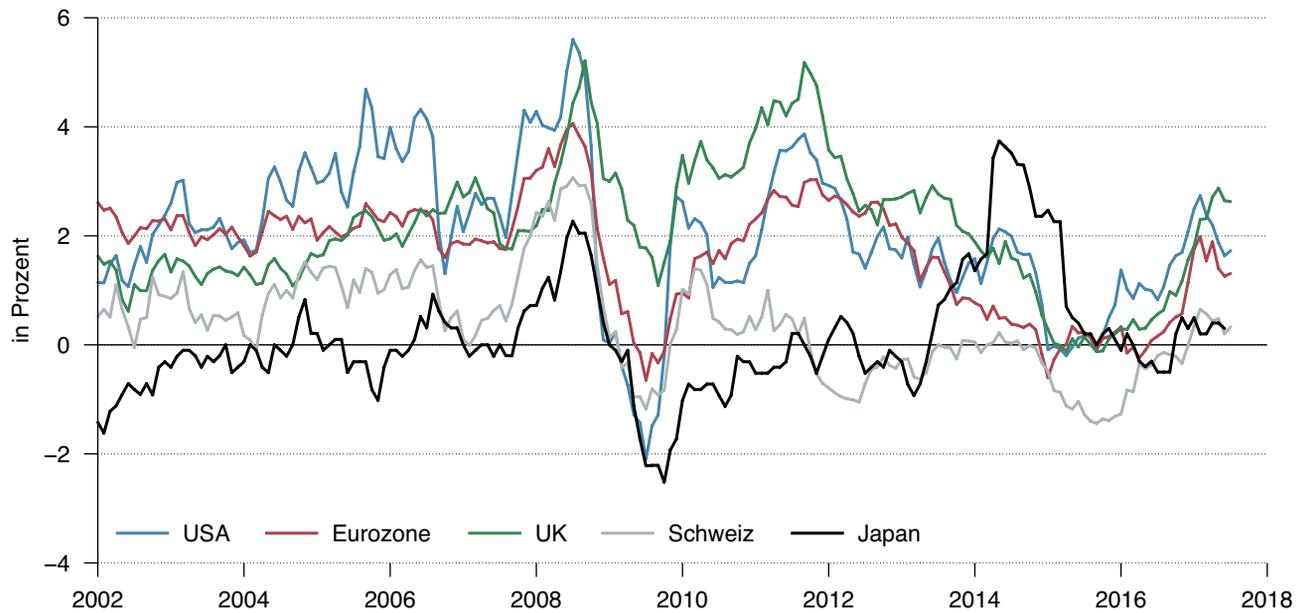
² Veränderung der Konsumentenpreise gegenüber dem Vorjahresmonat in Prozent.

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

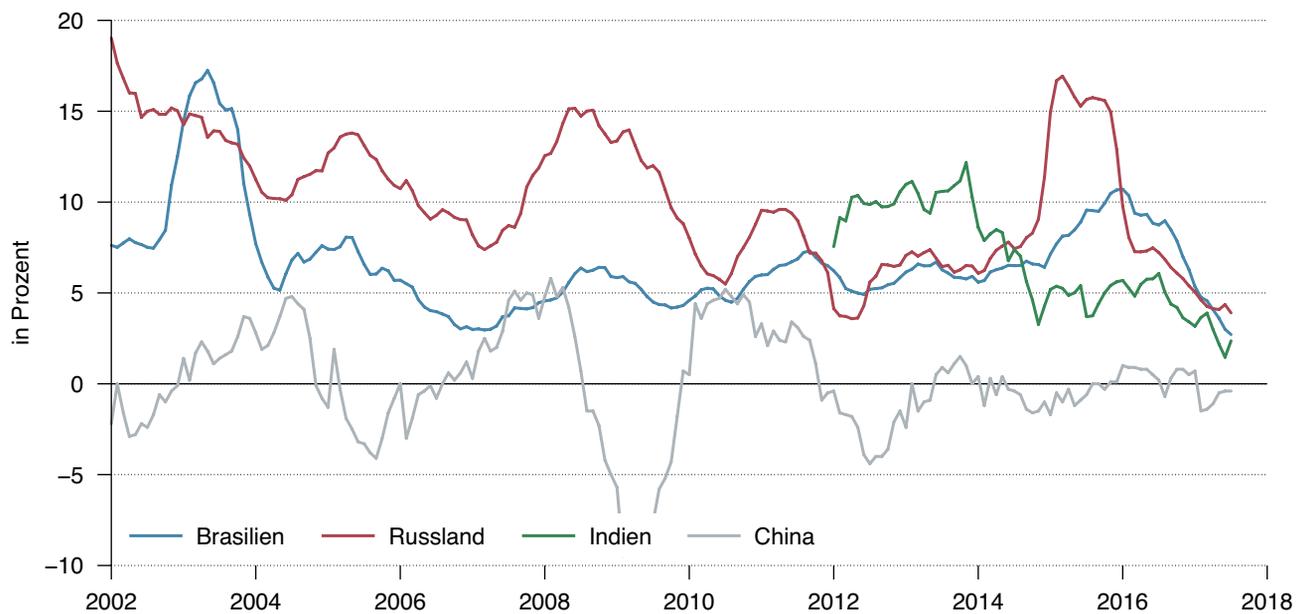
⁴ Die Aggregate werden anhand von nominalen BIP-Gewichten und Kaufkraftparitätskursen geschätzt.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Konsumentenpreisinfation Industrienationen



Konsumentenpreisinfation Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

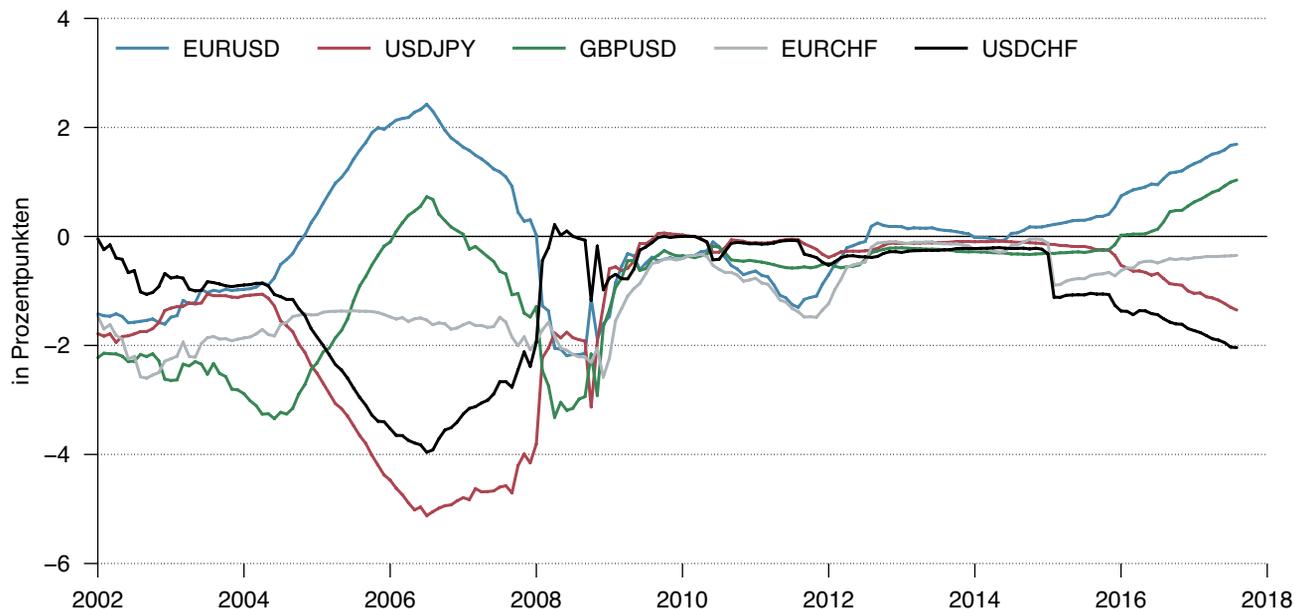
Zinsumfeld

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	1.172	1.70	1.09	0.51	-0.09	1.96	1.56	0.75	0.03
USDJPY	110.6	-1.35	-0.81	-0.40	-0.62	-1.61	-1.40	-0.69	-0.84
GBPUSD	1.285	1.03	0.42	-0.03	-0.49	1.12	0.78	0.04	-0.48
EURCHF	1.140	-0.34	-0.45	-0.35	-0.74	-0.26	-0.43	-0.40	-0.83
USDCHF	0.973	-2.04	-1.54	-0.87	-0.65	-2.22	-1.98	-1.15	-0.86
GBPCHF	1.250	-1.01	-1.13	-0.89	-1.14	-1.10	-1.21	-1.11	-1.33
CHFJPY	113.6	0.69	0.73	0.47	0.03	0.61	0.59	0.45	0.02
AUDUSD	0.782	-0.19	-0.67	-1.71	-2.55	0.16	0.15	-1.14	-2.04
USDCAD	1.276	-0.02	0.09	0.61	0.51	-0.08	-0.38	0.34	0.29
USDSEK	8.095	-1.84	-1.43	-0.26	0.37	-1.92	-1.73	-0.43	0.24
USDRUB	59.9	7.44	9.57	9.37	8.14	6.93	9.00	8.81	8.20
USDBRL	3.198	7.09	13.29	10.80	10.12	6.20	11.65	10.40	9.92
USDCNY	6.678	3.00	2.00	3.53	2.88	2.68	1.53	3.15	2.56
USDTRY	3.537	11.49	8.48	9.04	9.42	11.25	8.18	8.91	9.57
USDINR	64.12	7.47	7.47	8.64	7.49	5.42	5.50	6.68	4.72

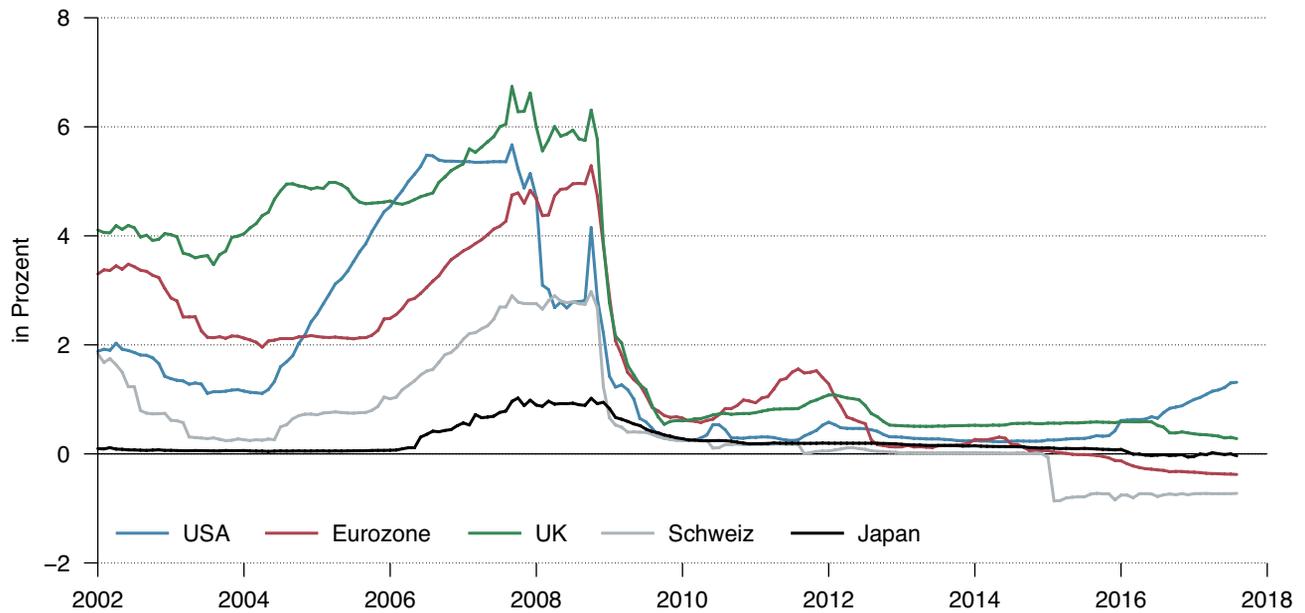
¹ Zinsen im zweiten Währungsraum abzgl. Zinsen im ersten Währungsraum; z.B. US-Dollar-Zinsen abzgl. Euro-Zinsen für EURUSD.

Zinsdifferenz

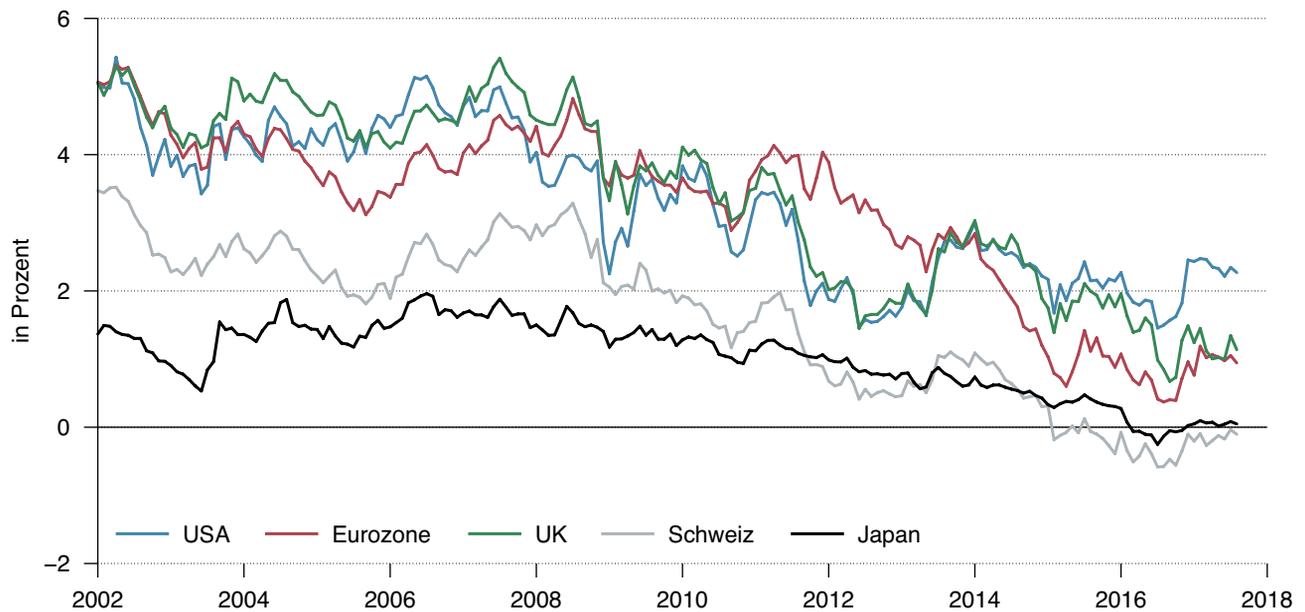


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Dreimonats-Liborsätze



Zehnjährige Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Währungsmärkte

Zur langsam begonnenen Normalisierung der Geldpolitik passen auch die jüngsten Entwicklungen auf den Währungsmärkten. Der weltweit wichtigste Wechselkurs EURUSD vermochte seine seit 2015 stabile Handelsspanne von 1.05 – 1.15 zu verlassen und bewegt sich in Richtung seiner Kaufkraftparität (PPP) von aktuell 1.26 US-Dollar. Der Euro zeigte seine Stärke auch deutlich gegenüber der Schweizer Währung und notierte mit zwischenzeitlich 1.15 Franken pro Euro nahe an der Kaufkraftparität von 1.23. Dieses Umfeld sollte es auch der norwegischen und schwedischen Krone ermöglichen, ihre Aufwertungspotentiale zu realisieren.

Die im Mai begonnene Aufwertung des Renminbi gegenüber dem US-Dollar hat sich auch im Juli fortgesetzt. Die chinesische Zentralbank liess sogar ein Erstarcken der eigenen Volkswährung auf das höchste Niveau seit zehn Monaten zu, indem sie den Mittelpunkt der Spannweite, in welcher das Wechselkurspaar gehandelt werden darf, anpasste. Der Renminbi ist aber nicht nur gegenüber dem US-Dollar überbewertet. Auch auf handlungsgewichteter Basis liegt die chinesische Währung weiterhin mehr als 10 Prozent über ihrer Kaufkraftparität.

Performance und Bewertung

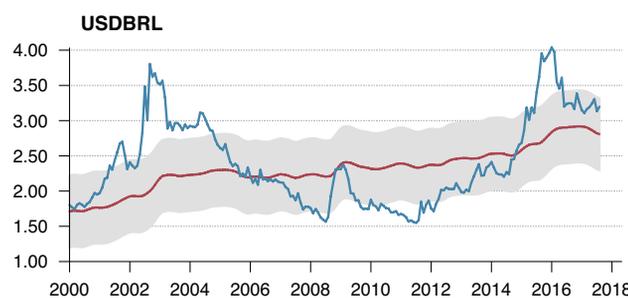
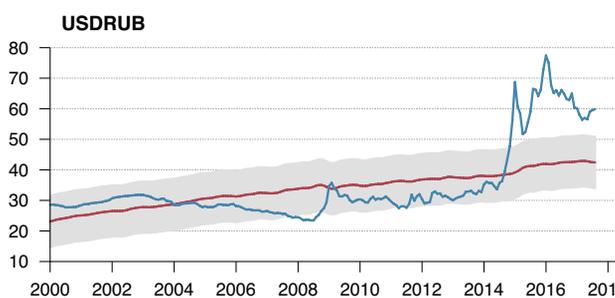
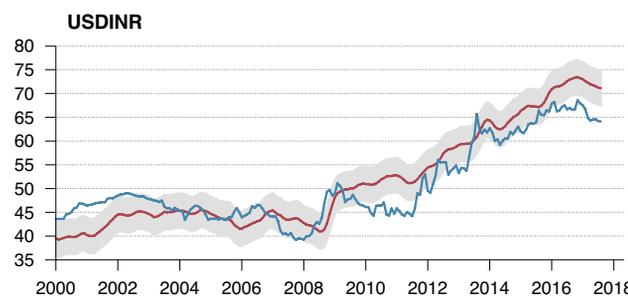
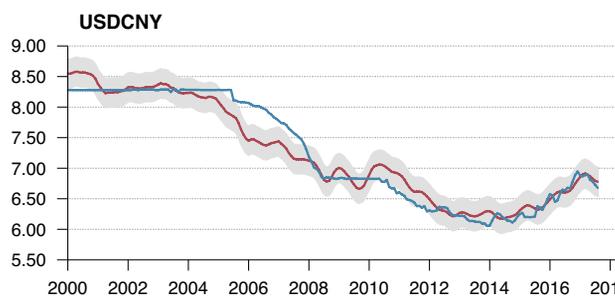
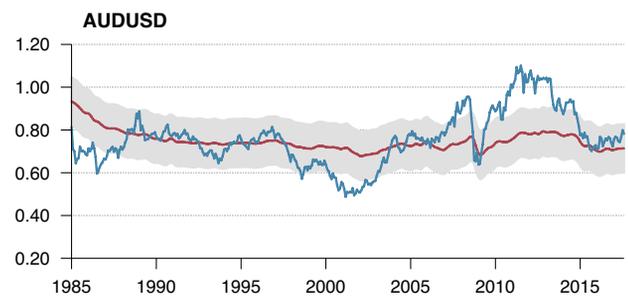
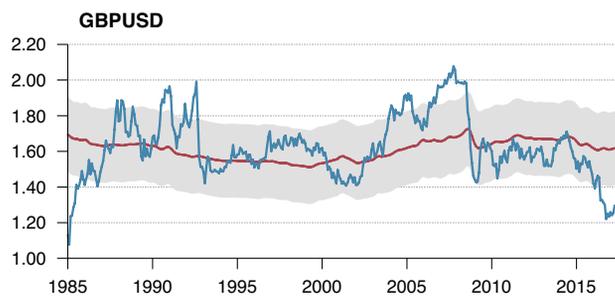
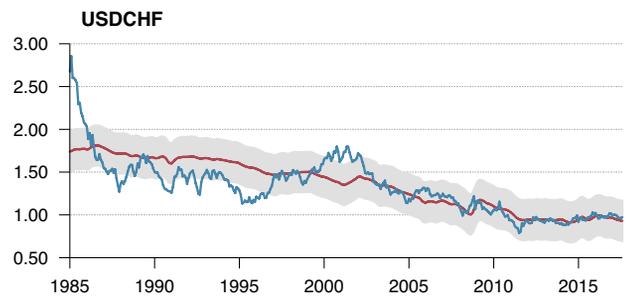
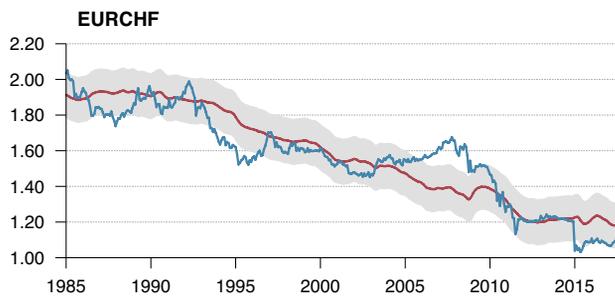
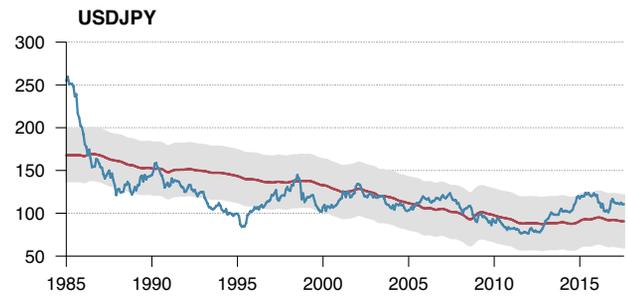
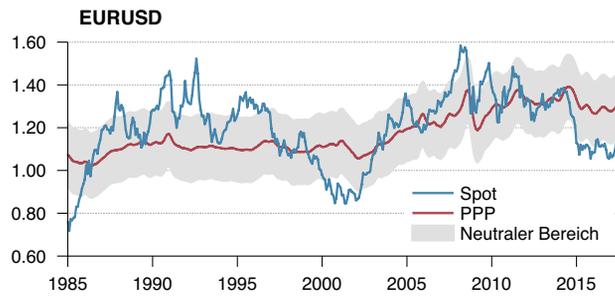
	Aktueller Wechselkurs	Performance ¹				Kaufkraftparität ²		
		YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre	PPP	Neutraler Bereich	Abweichung ³
EURUSD	1.172	11.1	5.1	4.7	-4.6	1.31	1.16 - 1.46	-10.8
USDJPY	110.6	-5.2	-0.7	9.4	40.2	90.5	60.2 - 120.9	22.1
GBPUSD	1.285	4.0	-0.9	-0.2	-18.1	1.62	1.42 - 1.82	-20.7
EURCHF	1.140	6.3	4.5	4.7	-5.1	1.18	1.06 - 1.3	-3.5
USDCHF	0.973	-4.3	-0.6	0.1	-0.5	0.93	0.7 - 1.16	4.6
GBPCHF	1.250	-0.4	-1.5	-0.1	-18.5	1.48	1.21 - 1.76	-15.7
CHFJPY	113.6	-1.0	0.0	9.3	40.9	90.0	74.7 - 105.3	26.2
AUDUSD	0.782	8.0	5.3	1.7	-25.6	0.71	0.6 - 0.83	9.6
USDCAD	1.276	-4.9	-6.2	-1.2	28.9	1.21	1.13 - 1.28	5.8
USDSEK	8.095	-10.9	-7.4	-4.2	21.0	7.34	6.41 - 8.28	10.2
USD RUB	59.9	-1.9	5.2	-6.5	87.5	42.4	34.1 - 50.8	41.0
USDBRL	3.198	-1.7	2.9	1.2	58.1	2.81	2.3 - 3.32	13.8
USDCNY	6.678	-3.9	-3.1	0.6	5.0	6.78	6.55 - 7.01	-1.5
USDTRY	3.537	0.5	-0.7	20.2	96.9	2.86	2.62 - 3.1	23.7
USDINR	64.12	-5.5	0.0	-4.1	15.0	71.1	67.5 - 74.7	-9.9

¹ Performance in Prozent für den jeweiligen Zeitraum.

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

³ Abweichung des aktuellen Wechselkurses von der Kaufkraftparität in Prozent.

Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

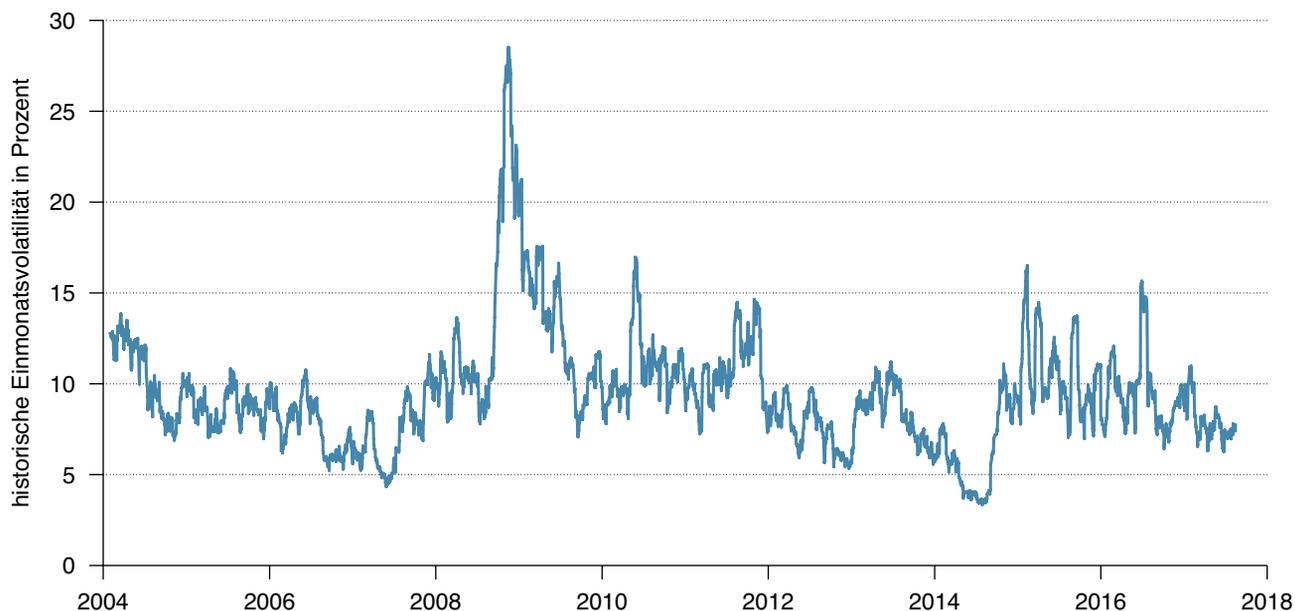
Währungsvervolatilität

Volatilität im Vergleich

	Aktueller Wechselkurs	Volatilität 3 Monate ¹				Volatilität 12 Monate ¹			
		Historisch	Implizit	Ø 5 Jahre ²	Ø 10 Jahre ²	Historisch	Implizit	Ø 5 Jahre ²	Ø 10 Jahre ²
EURUSD	1.172	6.9	7.7	8.7	10.6	7.7	7.9	9.0	10.9
USDJPY	110.6	8.0	8.8	9.9	11.0	10.0	9.5	10.3	11.4
GBPUSD	1.285	8.2	7.8	8.3	10.0	9.4	8.6	8.8	10.4
EURCHF	1.140	5.2	7.5	5.5	6.4	4.7	6.9	6.3	6.9
USDCHF	0.973	7.2	8.0	8.9	10.6	7.3	8.2	9.5	10.9
GBPCHF	1.250	8.9	8.7	8.7	10.3	9.2	9.1	9.1	10.7
CHFJPY	113.6	7.8	8.9	10.2	11.7	8.5	10.0	10.8	12.2
AUDUSD	0.782	8.1	8.8	10.0	12.6	8.9	9.6	10.6	13.0
USDCAD	1.276	7.1	7.5	7.8	9.9	7.5	7.9	8.2	10.3
USDSEK	8.095	8.3	8.9	10.0	12.6	9.0	9.1	10.5	12.8
USDRUB	59.9	11.2	12.4	16.1	14.3	13.3	13.4	16.4	15.3
USDBRL	3.198	19.2	12.7	14.7	15.7	14.9	13.9	15.1	16.1
USDCNY	6.678	2.5	3.6	3.3	3.2	2.6	4.5	4.2	4.8
USDTRY	3.537	8.4	10.7	11.8	13.3	11.9	13.0	13.0	14.5
USDINR	64.12	3.5	5.4	8.3	9.6	3.7	6.8	9.5	10.5

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

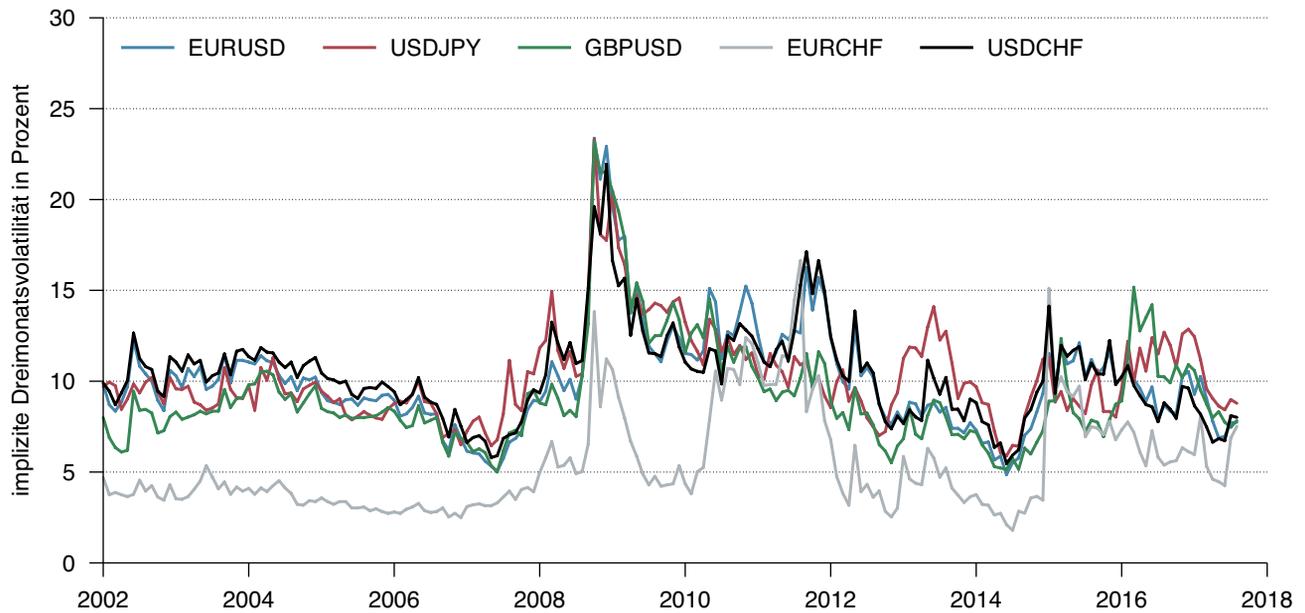
QCAM-Volatilitätsindikator³



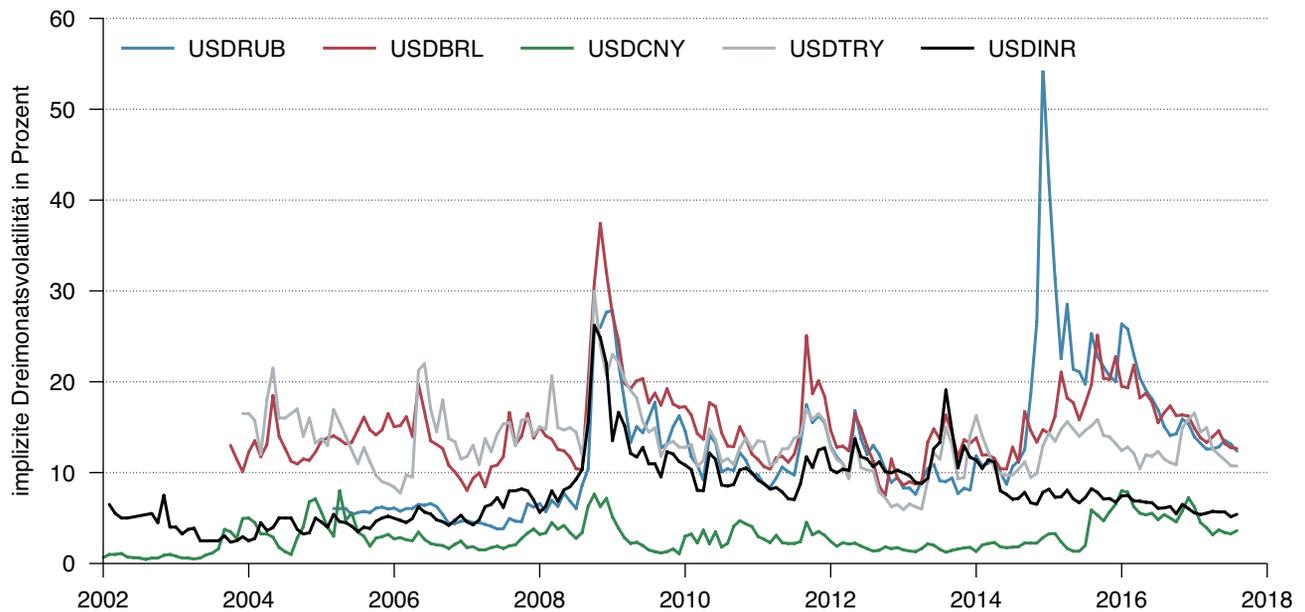
³ Der Volatilitätsindikator von QCAM bildet die Volatilität an den globalen Währungsmärkten ab; für die Berechnung wird die historische Volatilität der wichtigsten Währungspaare verwendet und mithilfe des Handelsvolumens der jeweiligen Währungspaare gewichtet.

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

Volatilität Hauptwährungen



Volatilität Schwellenlandwährungen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

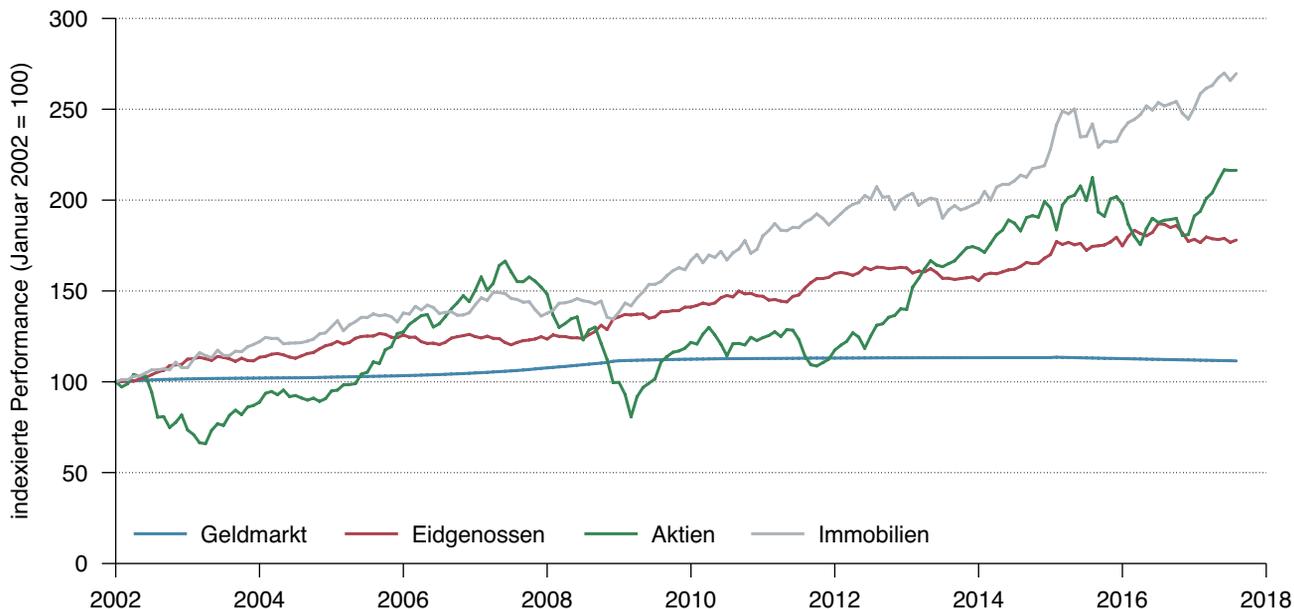
Finanzmarktumfeld

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	-0.2	-0.7	-1.5	-0.4	-0.2	-0.7	-1.5
Eidgenossen CHF	-0.2	0.0	-4.3	9.9	-0.2	0.0	-4.3	9.9
Unternehmensanleihen CHF	0.2	-0.1	-1.9	10.1	0.2	-0.1	-1.9	10.1
Aktien Schweiz (SMI)	13.2	0.2	12.1	62.0	13.2	0.2	12.1	62.0
Aktien Europa (Stoxx600)	7.0	-3.0	12.4	64.0	13.9	1.5	17.9	55.9
Aktien UK (Ftse100)	6.4	-0.3	10.6	52.5	6.9	-1.8	10.2	24.6
Aktien Japan (Topix)	7.7	2.8	25.4	136.1	9.1	3.3	14.4	68.1
Aktien USA (S&P 500)	11.5	5.1	14.9	93.6	6.6	3.7	14.5	92.2
Aktien Schwellenländer	24.3	5.7	17.9	23.7	18.8	4.3	17.6	22.9
Aktien Welt (MSCI World)	13.2	4.1	14.9	72.0	8.2	2.7	14.5	70.8
Immobilien Schweiz	7.6	2.1	5.2	32.4	7.6	2.1	5.2	32.4
Immobilien Global	5.9	2.8	-2.3	44.1	1.2	1.5	-2.7	43.1
Rohstoffe	-5.7	-1.7	-3.2	-42.2	-9.8	-3.0	-3.5	-42.6
Rohoil (Brent)	-10.9	-3.7	4.9	-56.4	-14.8	-5.0	4.5	-56.7
Gold	9.8	1.1	-5.3	-21.3	5.0	-0.3	-5.6	-21.9

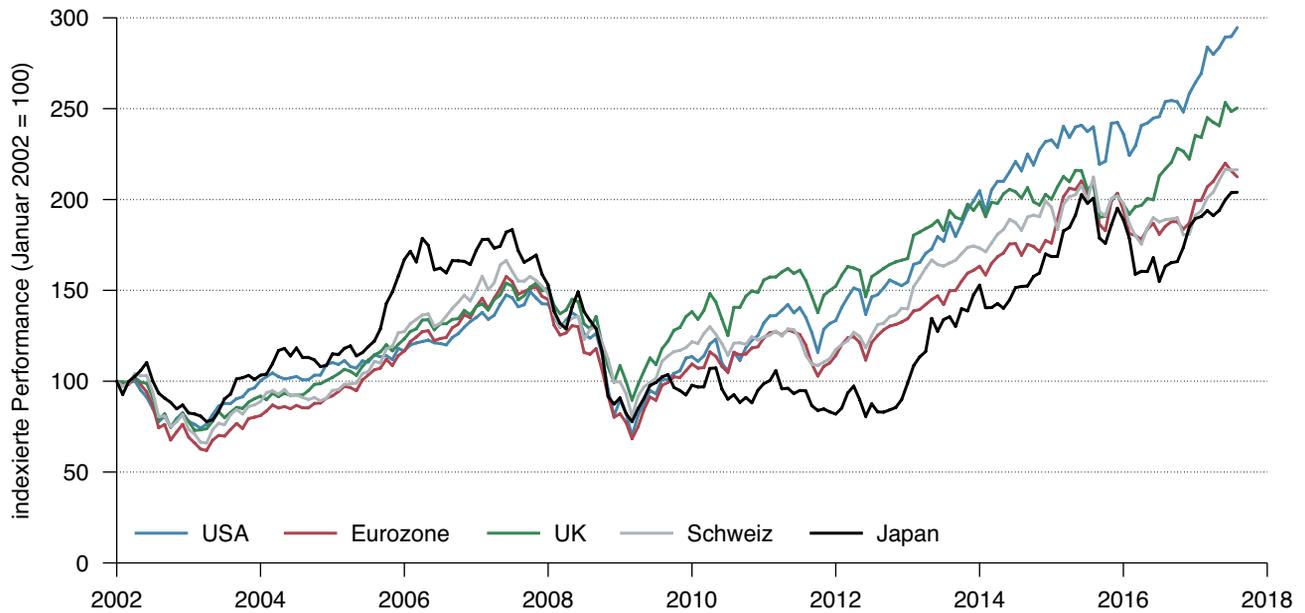
¹ Performance in Prozent für den jeweiligen Zeitraum.

Performance Schweizer Finanzanlagen

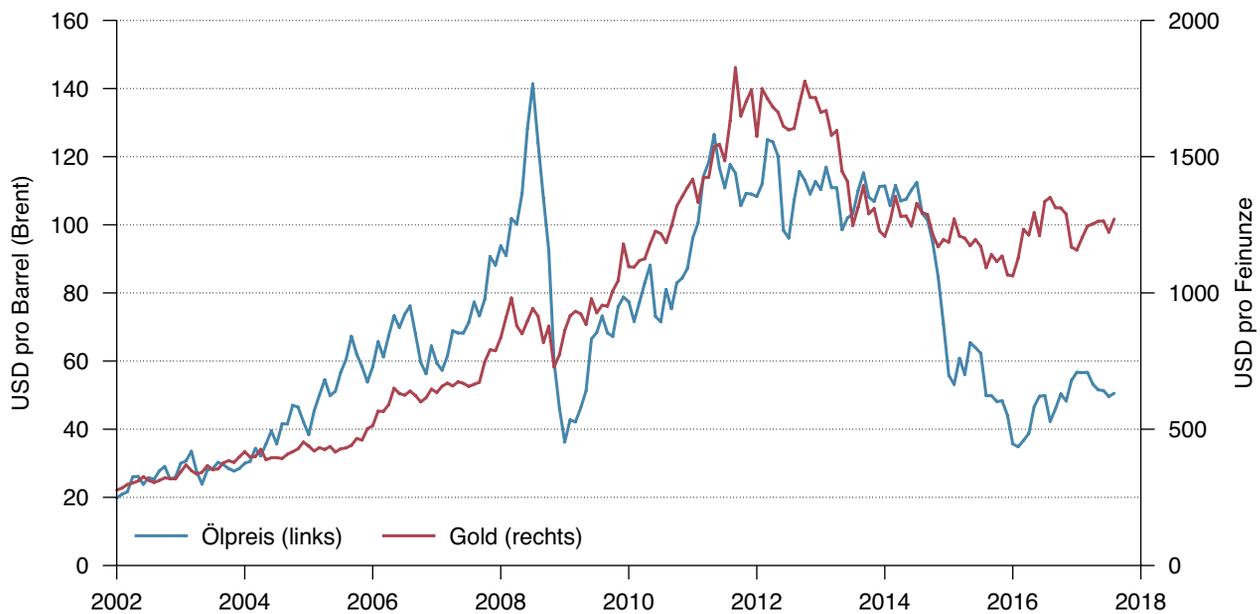


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Performance ausgewählter Aktienmärkte (in Lokalwährung)



Performance ausgewählter Rohstoffpreise



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Die Zahl des Monats

26 Prozent

Aufgrund von Vorwürfen der Vetternwirtschaft ist die Zustimmungsrate für den japanischen Premierminister Abe auf ein Allzeittief von 26 Prozent gesunken. Noch nie wurde ein Premier in Japan mit Beliebtheitswerten unter 30 Prozent wiedergewählt. Damit wächst die Unsicherheit über die Fortführung von *Abenomics* inklusive der ultraexpansiven Geldpolitik. Ist es am Schluss das mangelnde Vertrauen der Bevölkerung, das zur Normalisierung der Geldpolitik der *Bank of Japan* führt?

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.

