QCAM®
Currency
Asset
Management

AUGUST 2018

FX MONTHLY

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

Seite 1 QCAM Insight
Der Yen ist nicht nur «Carry»

Seite 3 Die Makroperspektive
Die amerikanische Wirtschaft startet nochmals durch

Seite 5 Was die Währungsmärkte bewegt
Der Renminbi und der Handelsstreit

www.q-cam.com

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: 10. August 2018
FX Monthly erscheint monatlich in deutscher und englischer Sprache.

FX Monthly
August 2018

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

QCAM®
Currency
Asset
Management

QCAM Insight

Der Yen ist nicht nur «Carry»

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

Eingeklemmt zwischen niedrigen Inflationszahlen und Beschwerden über die Niedrigzinspolitik hat die *Bank of Japan* (BoJ) dem Druck der Banken und Versicherungen etwas nachgegeben, aber gleichzeitig angekündigt, die niedrigen Zinsen noch länger beizubehalten. Das verlängert auch den Yen «Carry Trade». Aber Vorsicht, nicht nur die Zinsen bestimmen den Kurs des Yens.

Die BoJ hatte ein Dilemma in der Sitzung vom 31. Juli. Die Kerninflation war auf 0.2 Prozent gesunken, während sich Banken und Versicherungen bitter über die negativen Seiteneffekte der Zinspolitik beschwerten. Angesichts Japans 20-jährigen geld- und fiskalpolitischen Anstrengungen könnte man fragen, ob 2 Prozent Inflation überhaupt erreichbar ist. Aber das wäre wahrscheinlich zu viel verlangt für eine Sitzung und für die BoJ ein Eingeständnis der Niederlage.

Stattdessen hat die BoJ nun beschlossen, den Banken und Versicherungen ein wenig entgegenzukommen und die Mindestreserve mit negativen Zinsen von ¥10 Billion auf ¥5 Billion reduziert, das Band um das 0 Prozent Renditeziel 10-jähriger JGBs von 10 auf 20 Basispunkte erweitert und die ETF-Käufe etwas vom *Nikkei* auf den *Topix* verlagert. Wichtiger jedoch – und ähnlich wie die EZB – hat die BoJ angekündigt, die niedrigen kurz- und langfristigen Zinsen auf längere Zeit beibehalten zu wollen.

Risikostimmung im Markt beeinflusst den Yen «Carry Trade»

Für die Währungsmärkte bedeutet das eine Verlängerung des Yen «Carry Trades». Der Yen fiel nach der Ankündigung um 1 Prozent gegenüber dem US-Dollar, hat die Verluste aber bereits wieder aufgeholt. Der Yen «Carry Trade» ist keine idiotensichere Wette auf die Zinsdifferenz. Entscheidend für Investoren, die sich Yen leihen um Währungen mit höheren Renditen zu kaufen, ist die Risikostimmung. In Zeiten steigender Unsicherheiten reduzieren Investoren oft ihre Yen-Verbindlichkeiten.

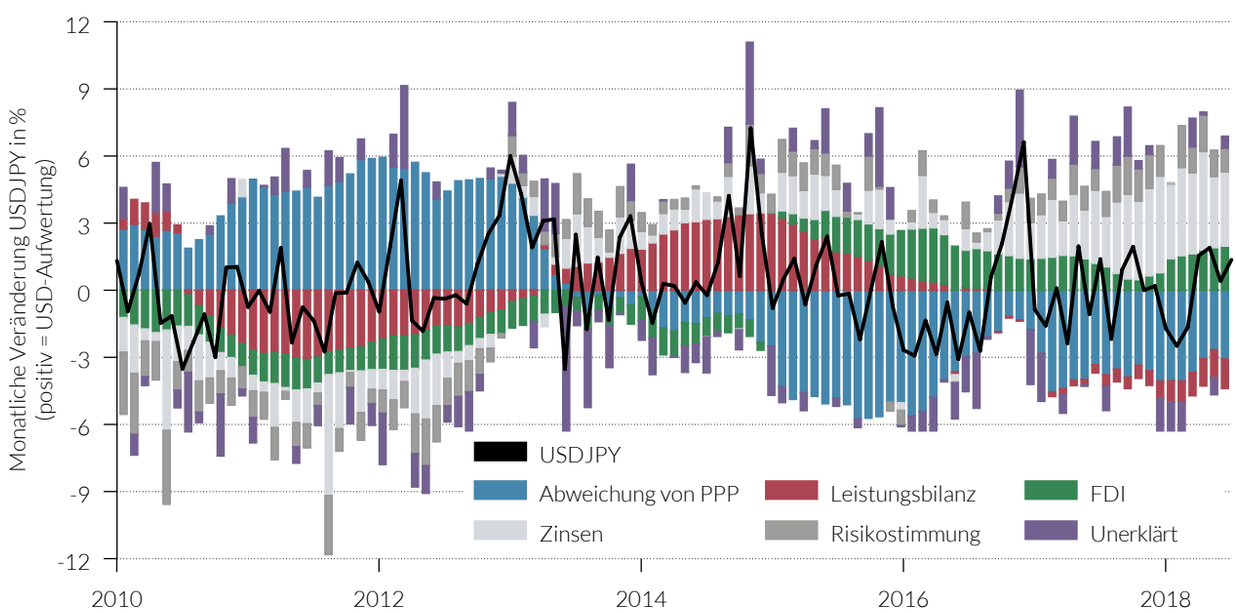
Ein beliebtes Maß der Risikostimmung ist der VIX. Derzeit ist der VIX jedoch niedriger als sonst dank der großen Überschussliquidität im Markt. Andere Faktoren spielen auch eine Rolle. Risiken aus Sicht von Anlegern sind die Probleme in den Schwellenländern, insbesondere die Türkei, sowie der Handelskonflikt zwischen den USA und China, der chinesische Aktien und den Renminbi unter Druck gesetzt hat. Dazu kommen noch die Spannungen im Nahen Osten, insbesondere mit dem Iran, und die Probleme in Europa, Stichworte Italien und *Brexit*.

Zahlungsbilanz und Kaufkraftparität zählen auch
Außerdem ist der Yen-Wechselkurs nicht nur eine Funktion von Zinsdifferenzen und Risikostimmung. Die QCAM Makro-Anatomie monatlicher USDJPY-Bewegungen zeigt noch andere wichtige Faktoren.

- Die Kaufkraftparität (engl. *purchasing power parity*, oder PPP) hat eine starke Anziehungskraft für den Yen. Zur Zeit liegt die PPP für USDJPY bei 85.1 (siehe Seite 15). Das bedeutet, der Yen ist etwa eine Standardabweichung unterbewertet. Die Grafik zeigt, dass das eine starke Kraft gegen weitere Yen-Abwertung darstellt.
- Wichtig für USDJPY ist auch die Leistungsbilanz. Das wachsende Leistungsbilanzdefizit der USA gegenüber einem soliden Überschuss in Japan ist eine große Stütze für den Yen. Dies war vor einigen Jahren noch anders.
- Zuletzt spielen die ausländischen Direktinvestitionen (FDI) eine Rolle. Derzeit ist Japan ein Netto-FDI-Exporteur und die USA sind ein Netto-Importeur. Der FDI-Zufluss in den USA ist jedoch stark von den jüngsten Steuersenkungen und Kapitalrückführungen geprägt. Dies kann noch etwas anhalten sollte auf die Dauer aber nachlassen.

Aufgrund der vielen Faktoren ist es nicht leicht einen Ausblick für USDJPY zu entwickeln. Wir sind der Meinung, dass der «Carry Trade» von Unsicherheiten beeinträchtigt wird, während die Unterbewertung und die Leistungsbilanz dem Yen eine Stütze sind. Eine deutliche Abschwächung des Yens (USDJPY bei 120) erscheint uns nur möglich, wenn die Risikostimmung sich drastisch verbessern würde, was bis Ende des Jahres eher unwahrscheinlich scheint.

Makro-Anatomie des USDJPY



Quelle: QCAM Currency Asset Management

QCAM®
Currency
Asset
Management

Die Makroperspektive

Die amerikanische Wirtschaft startet nochmals durch

Das Wachstum der amerikanischen Wirtschaft beschleunigt sich trotz des weit fortgeschrittenen Konjunkturzyklus nochmals. In der Eurozone hingegen kann der Schwung aus dem Jahr 2017 nicht voll mitgenommen werden. Das Wachstum bleibt aber robust. Risiken lauern sowohl für die USA als auch für die Eurozone.

Die amerikanische Wirtschaft befindet sich spät im Zyklus. Der aktuelle Aufschwung begann bereits im Sommer 2009. Bis jetzt zeigen sich aber noch kaum Altersbeschwerden. Für das 2. Quartal wurde das höchste Wirtschaftswachstum seit 4 Jahren ausgewiesen. Sondereffekte spielten bei dieser Zahl zwar eine Rolle. So liessen sich die guten Exportzahlen dadurch erklären, dass ausländische Käufer ihre Lager noch aufgestockt haben, bevor mögliche Zölle die Produkte verteuern. Die vorlaufenden Indikatoren zeigen jedoch, dass auch in der zweiten Hälfte des aktuellen Jahres mit hohem Wachstum gerechnet werden darf.

Diese Wachstumsdynamik hat verschiedene Gründe. Erstens ist die Stimmung der amerikanischen Unternehmen und Konsumenten ausgesprochen gut – auch wenn es erste Anzeichen dafür gibt, dass der Handelsstreit doch Spuren hinterlassen könnte. Zweitens ist die Geldpolitik weiterhin expansiv. Die US-Notenbank *Federal Reserve* hat zwar die Zinsen in den letzten Quartalen regelmässig erhöht. Beachtet man aber die Inflationsentwicklung und -erwartungen, liegen die Realzinsen weiterhin auf einem historisch betrachtet tiefem Niveau. Drittens profitieren grosse amerikanische Unternehmen von der Steuerreform. Ein Fiskalpaket so spät im Zyklus ist jedoch sehr ungewöhnlich.

Es stellt sich die Frage, wie nachhaltig dieses Wirtschaftswachstum ist. So besteht einerseits das Risiko, dass das Fiskalpaket in erster Linie zu Inflationsdruck führen wird. Die Geldpolitik muss hoffen, dass der bisherige, sehr geordnete Pfad der Zinserhöhungen ausreichen wird, um die Inflationsentwicklung im Griff zu halten. Andererseits wird die Verschuldung der öffentlichen Haushalte ungesunde Ausmasse annehmen. Gemäss den Prognosen des Internationalen Währungsfonds wird die öffentliche Verschuldung der USA bis 2023 sogar diejenige von Italien übersteigen.

Eurozonen-Wachstum mit einigen Fragezeichen

In der Eurozone fielen die ersten Schätzungen für das Wirtschaftswachstum im 2. Quartal – insbesondere im Vergleich mit den Vereinigten Staaten – leicht enttäuschend aus. Das Wachstum ist immer noch robust, aber doch deutlich tiefer als noch im Vorjahr. Das liegt auch an Deutschland. Dort zeigen die Konjunktursignale in den letzten Monaten, dass die Dynamik an Schwung verliert. Angesichts der starken Vorjahre, den voll ausgelasteten Produktionskapazitäten und einem Arbeitsmarkt nahe der Vollbeschäftigung wäre eine Rückkehr zum Potenzialwachstum allerdings zu begrüssen. Überhitzungserscheinungen können so reduziert werden. Auch aus politökonomischen Gründen wäre es für die Eurozone von Vorteil, wenn die Inflation in Deutschland nicht noch weiter steigen würde. Die Unzufriedenheit der deutschen Bevölkerung mit der Europäischen Zentralbank (EZB) würde bei anhaltenden Inflationsraten über 2

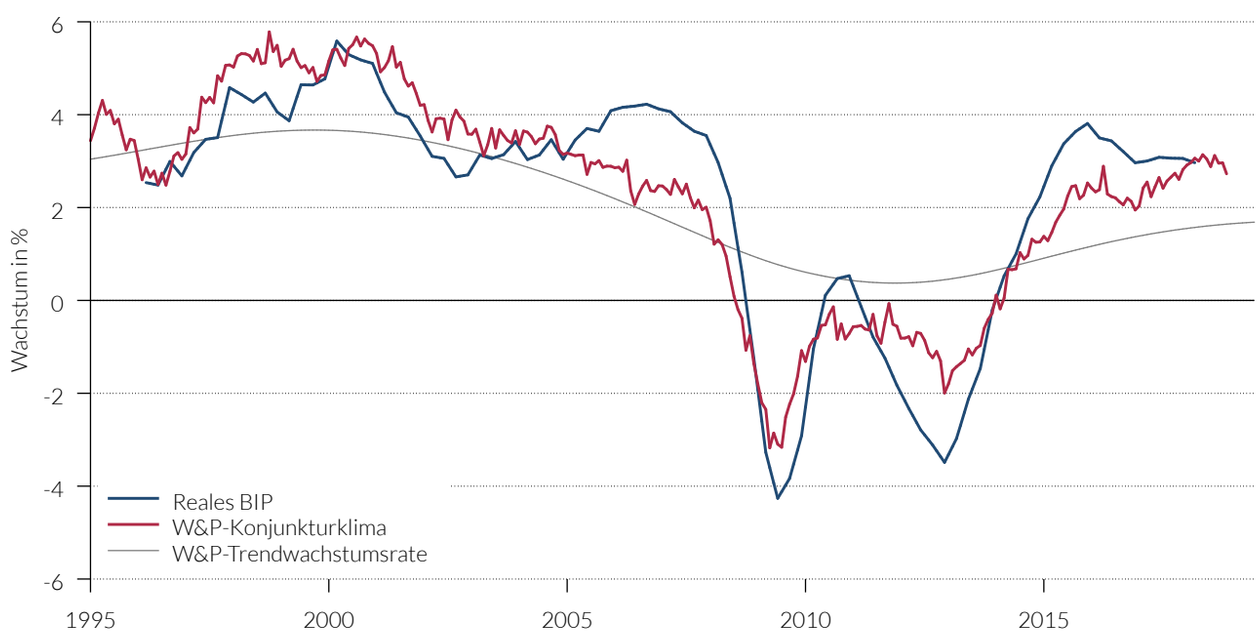
Prozent weiter ansteigen, da die Tiefzinspolitik und ihre Kosten für die Sparer kaum mehr zu begründen wären.

Eine andere Situation findet sich zum Beispiel in Spanien vor. Der Arbeitsmarkt hat sich dort noch nicht komplett von der Wirtschaftskrise vor 10 Jahren erholt. Ein andauerndes Wachstum über Trend wäre nötig. Die Grafik zeigt aber, dass die Stimmungsindikatoren in den letzten Monaten ebenfalls rückläufig waren. Dies ist ein Grund für Besorgnis, auch wenn die Indikatoren weiterhin ein Wachstum über dem Potenzial signalisieren. Fiskalpolitischer Spielraum ist in Spanien, wie in vielen Ländern der Eurozone, kaum vorhanden. Die Geldpolitik der EZB wiederum wird aber noch eine Weile sehr unterstützend bleiben. Die EZB hat angekündigt, dass sie nach Ende der Anleihenkäufe Ende Jahr frühestens im Herbst 2019 ihre Zinsen anheben wird.

Risiko-Landkarte weiterhin reich befrachtet

Die Risiko-Landkarte für die weltweite Wirtschaftsentwicklung bleibt dabei reich befrachtet. Der Handelsstreit wird aller Voraussicht nach noch in einige Runden gehen, mit schwierig abzuschätzenden Auswirkungen auf die Weltwirtschaft. Ein geordneter Austritt von Grossbritannien aus der Europäischen Union erscheint angesichts der letzten Entwicklungen noch unwahrscheinlicher, als er schon war. Und letztlich müssen auch die Entwicklungen in verschiedenen Schwellenländern im Auge behalten werden. Insbesondere in der Türkei kann in den nächsten Quartalen noch mit einigen Turbulenzen gerechnet werden.

Stimmungsindikatoren in Spanien trüben sich leicht ein



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

QCAM®
Currency
Asset
Management

Was die Währungsmärkte bewegt

Der Renminbi und der Handelsstreit

Jahrzehnte lang folgte die Währung Chinas ihrer Kaufkraftparität zum US-Dollar sehr nahe. Doch in den letzten drei Monaten wich der Renminbi plötzlich scharf von diesem Muster ab. Unsicherheiten über Zölle und Kapitalflüsse zwischen den USA und China sind ein naheliegender Grund für die jüngste Abschwächung der chinesischen Devise. Wir gehen allerdings davon aus, dass die chinesischen Währungshüter den Renminbi trotz allem weder zu weit noch zu schnell von seinem Fundamentalwert abweichen lassen wollen.

Die Abbildung auf der nächsten Seite zeigt die Monatsdurchschnitte für USDCNY und dessen Kaufkraftparität (engl. *purchasing power parity*, oder PPP). Über die letzten zwanzig Jahre hat der Renminbi gegenüber dem US-Dollar eine ansehnliche nominale Überschussrendite erlangt, welcher wohl die anhaltend höhere Produzentenpreisinflation Chinas gegenüber den USA zugrundeliegt.

Die chinesische Währung folgte dabei ihrer PPP mit dermassen kleinen Abweichungen, aufgrund des engen Regimes, unter dem sie von der chinesischen Zentralbank gehalten wird. Das wird besonders deutlich bei der Beobachtung der chinesischen Währungsreserven, welche von 140 Milliarden US-Dollar im Januar 1998 auf beinahe 4 Billionen im August 2014 gestiegen sind. Doch nach Jahren von Kapitalzuflüssen aus den USA änderte sich die Situation im Sommer 2014. Bis zum Januar 2017 verkaufte China dem Markt eine Billion seiner Währungsreserven, um den Renminbi vor einer schadhaften Abwertung durch die hohe Dollar-Nachfrage zu retten.

Heisst China einen schwächeren CNY willkommen?

Seit Jahresbeginn 2017 bis zum Juli 2018 ruhten die Währungsreserven des Reichs der Mitte um die 3.1 Billionen US-Dollar, was nahelegte, dass nun weniger am Währungsmarkt interveniert wurde als zuvor. Vielleicht war dies auch einer der Gründe, weswegen der Renminbi sich von April bis Juli dermassen schnell abwertete. Die Zentralbank schien einfach zuzusehen. Natürlich besitzen die Chinesen mit ihren Kapitalverkehrskontrollen noch viele andere Mittel, um grosse Einkäufe von Fremdwährungen zu verhindern. Ein Blick auf die letzten zwanzig Jahre zeigt ausserdem, dass die jüngste Abweichung von der PPP durchaus aussergewöhnlich ist. Wir schätzen diese nämlich auf 6.41 USDCNY mit einer neutralen Bandbreite von 6.22 bis 6.61. Im Juli lag der durchschnittliche Wechselkurs über 6.80 und war damit gegenüber dem Dollar klar unterbewertet.

Wenn der Renminbi eine frei gehandelte Währung wäre, hätte er sich nach der Androhung von eskalierenden Strafzöllen auf jeglichen Handel mit seinem grössten Handelspartner abwerten sollen. Und so kam es auch. Allerdings scheint es, als würden die chinesischen Währungshüter mit dieser historisch einmalig schnellen Abwertung ein Zeichen senden wollen. Auf uns macht es den Eindruck, dass die Chinesen der Trump-Administration zeigen wollen, dass sie viele Möglichkeiten besitzen auf deren Anti-China-Politiken zu reagieren. Zuvor beklagte sich Trump noch, dass die Chinesen «Währungsmanipulatoren» seien. Die Antwort lautet, lassen wir die USA doch mal sehen, was passiert, wenn wir nicht am Währungsmarkt intervenieren. China besitzt offensichtlich

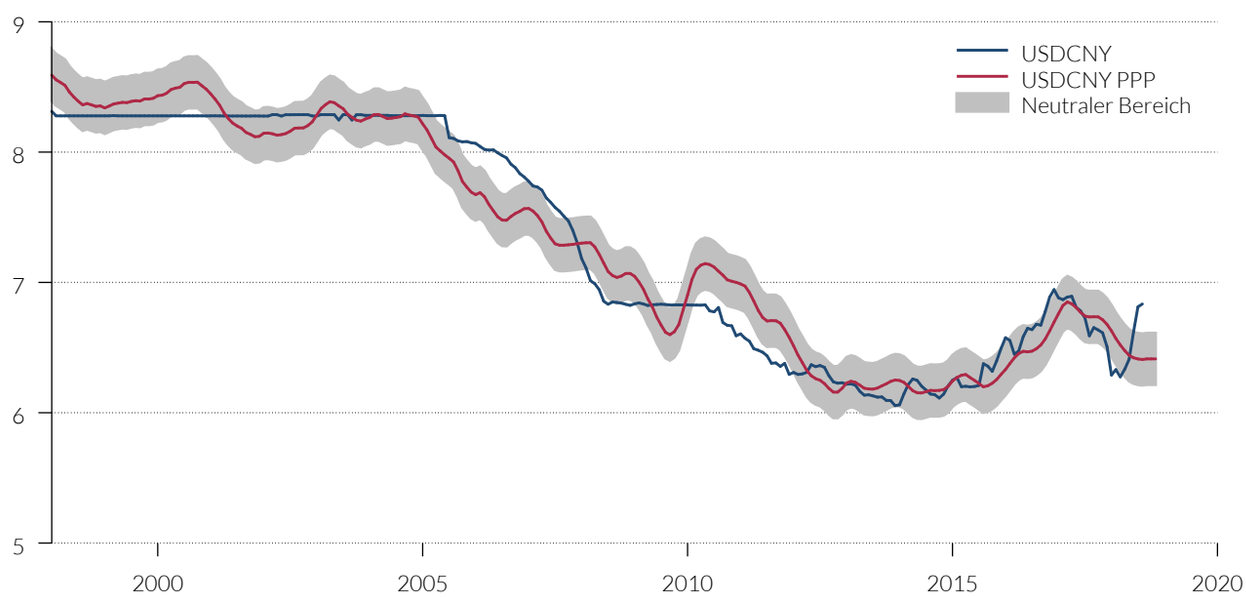
mehr als nur eine Waffe, die es in diesem Abnützungskrieg verwenden kann.

Die Grenzen von Passivität

Abgesehen von diesem strategischen Schachzug will die chinesische Regierung allerdings sicherlich nicht, dass ein sich abwertender Renminbi einen schlechten Eindruck bei ihren Bürgern macht. Auch eine gesteigerte Inflation soll sich aufgrund ihrer Assoziation mit schweren Zeiten in China nicht breit machen. Der Abwertung des Renminbis sind damit politische Grenzen gesetzt und wir gehen stark davon aus, dass die chinesische Zentralbank auch weiterhin die Abweichung des USDCNY von seiner PPP genau im Auge behalten wird.

Angesichts Chinas grosser Wichtigkeit als Handelspartner und -konkurrent hat die Abschwächung des CNY auch Auswirkungen auf andere asiatische Währungen, wie beispielsweise den australischen oder taiwanesischen Dollar und den südkoreanischen Won. Die Gefahr besteht, dass die USA unterschätzen, welche Wellen der Renminbi und dessen Wechselkursbewegungen in seiner unmittelbaren Umgebung schlagen können.

Der Renminbi in einzigartigem Abwertungsmanöver



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

QCAM®
Currency
Asset
Management

Konjunkturklima

Nach dem schwachen Start ins neue Jahr stehen die Zeichen in vielen der fortgeschrittenen Volkswirtschaften wieder auf Wachstumsbeschleunigung. Eine Ausnahme davon bildet die Wirtschaft der Eurozone, die gemäss einer ersten Schnellschätzung auch im zweiten Quartal noch immer nicht so richtig auf Touren gekommen ist.

Für die aktuell grössten Wachstumsimpulse unter den fortgeschrittenen Volkswirtschaften sorgen die USA. Gemäss einer ersten Schätzung konnte die amerikanische Volkswirtschaft im zweiten Quartal mit annualisiert 4.1 Prozent gar das stärkste Wachstum seit rund 4 Jahren verbuchen. Als wichtigster Wachstumstreiber zwischen April und Juni erwies sich der Privatkonsum, der fast 2.7 Prozent zum Gesamtwachstum beitrug. Jedoch konnte auch der Aussenhandel überraschend stark zulegen, nicht zuletzt aufgrund von vorgezogenen Lieferungen von Exporteuren, die so die Vergeltungszölle Chinas zu umgehen versuchten.

Die britische Konjunktur scheint trotz der nach wie vor zähen Verhandlungen um den *Brexit* im zweiten Quartal etwas an Fahrt gewonnen zu haben. Bereits seit einigen Wochen zeigt sich, dass insbesondere der britische Privatkonsum jüngst wieder an Dynamik zugelegt hat.

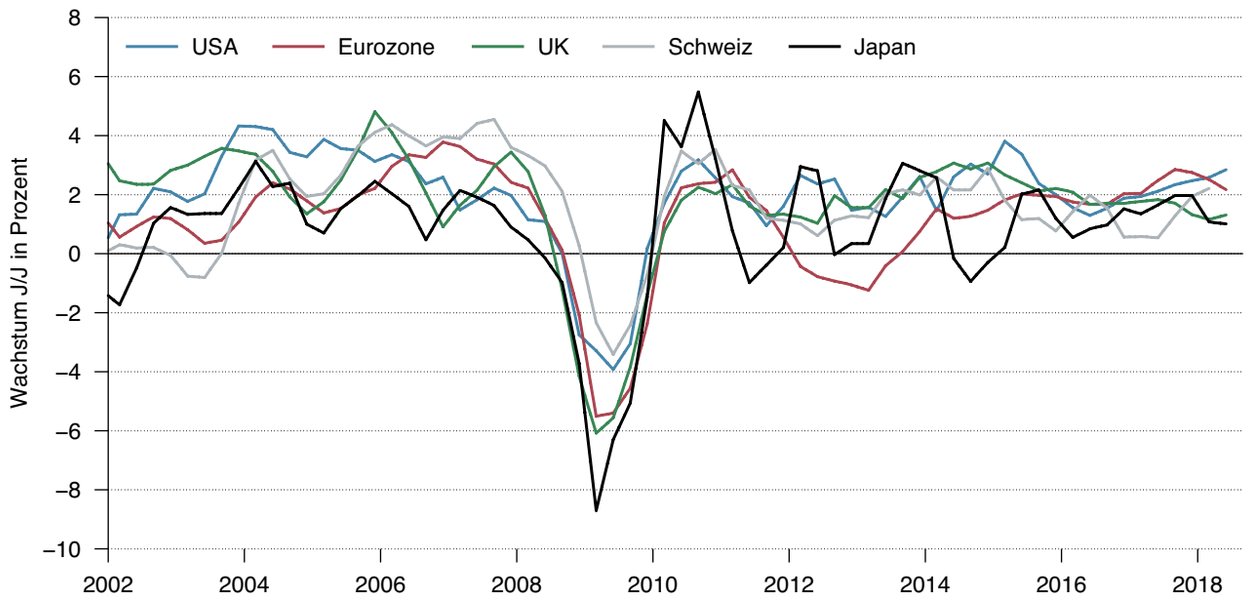
Überblick

	Trend-wachstum[1]	Reales BIP-Wachstum[2]				W&P-Konjunkturklimaindikatoren[3]			
		Q3/2017	Q4/2017	Q1/2018	Q2/2018	4/2018	5/2018	6/2018	7/2018
USA	1.7	2.3	2.5	2.6	2.8	3.4	3.8	4.0	3.4
Eurozone	1.0	2.8	2.8	2.5	2.2	3.2	3.2	3.1	3.1
Deutschland	1.4	2.7	2.8	2.0	2.0	3.6	3.6	3.4	3.6
Frankreich	0.7	2.8	2.8	2.2	1.7	2.4	2.2	2.3	2.3
Italien	0.2	1.8	1.6	1.4	1.1	1.7	1.5	1.7	1.6
Spanien	1.6	3.1	3.1	3.0	2.7	3.1	2.9	3.0	2.7
Grossbritannien	1.8	1.7	1.3	1.2	1.3	2.3	2.5	2.5	2.7
Schweiz	1.5	1.3	1.9	2.2	–	2.3	2.6	2.6	2.6
Japan	0.4	2.0	2.0	1.1	1.0	2.7	2.8	2.8	2.7
Kanada	1.6	3.1	3.0	2.3	–	1.6	1.9	1.7	1.7
Australien	2.4	2.8	2.4	3.1	–	3.3	3.3	3.3	3.3
Brasilien	1.4	1.5	2.2	1.6	–	1.5	0.7	0.2	0.6
Russland	0.1	2.2	0.9	1.3	1.8	1.2	-0.3	-0.5	-1.9
Indien	7.7	6.3	7.0	7.7	–	6.6	6.5	6.7	6.6
China	7.4	6.8	6.8	6.8	6.7	7.1	7.1	7.0	6.9
Industrienationen[4]	1.4	2.5	2.4	2.3	2.4	3.4	3.6	3.7	3.4
Schwellenländer[4]	6.0	5.7	5.5	5.7	5.7	5.3	5.0	5.2	5.1
Welt[4]	3.5	4.1	4.0	4.1	4.1	4.4	4.4	4.6	4.3

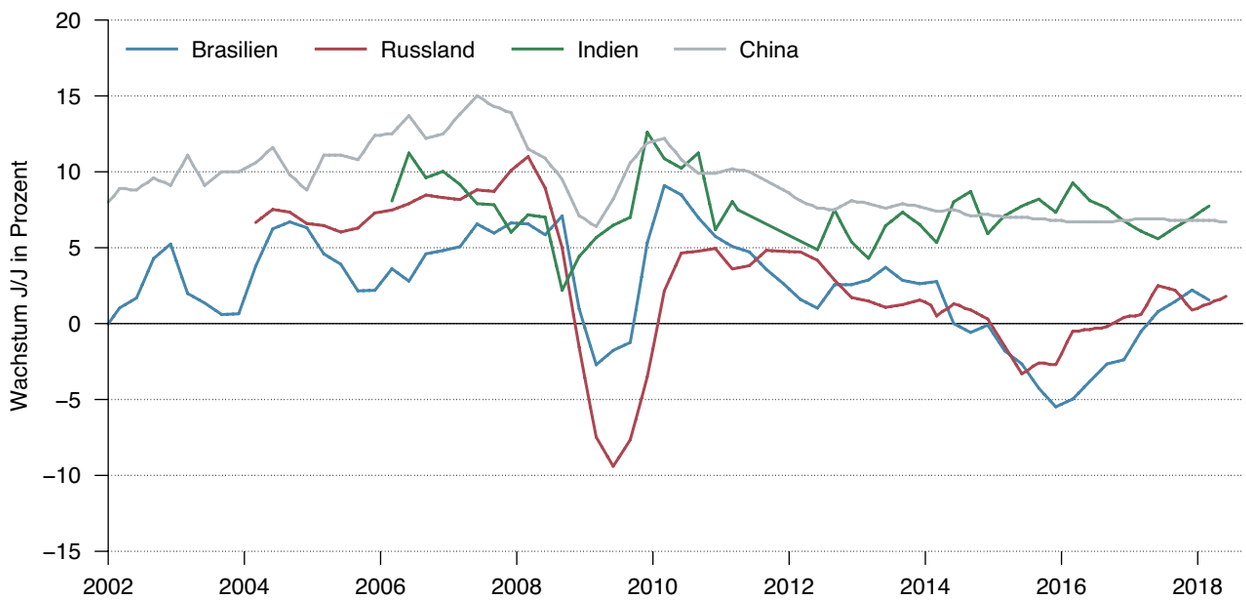
[1] Aktuelle Trendwachstumsrate des realen BIP in Prozent pro Jahr gemäss Trendwachstumsmodell von Wellershoff & Partners.
[2] Veränderung des realen BIP gegenüber dem Vorjahresquartal in Prozent.
[3] Die Konjunkturklimaindikatoren von Wellershoff & Partners haben einen Vorlauf auf die offiziellen BIP-Wachstumsraten von bis zu sechs Monaten und werden anhand von Konjunkturumfragen bei Unternehmen und Konsumenten geschätzt.
[4] Die Aggregate werden anhand von nominalen BIP-Gewichten und Kaufkraftparitätskursen berechnet.

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

Wirtschaftswachstum Industrienationen



Wirtschaftswachstum Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

QCAM®
Currency
Asset
Management

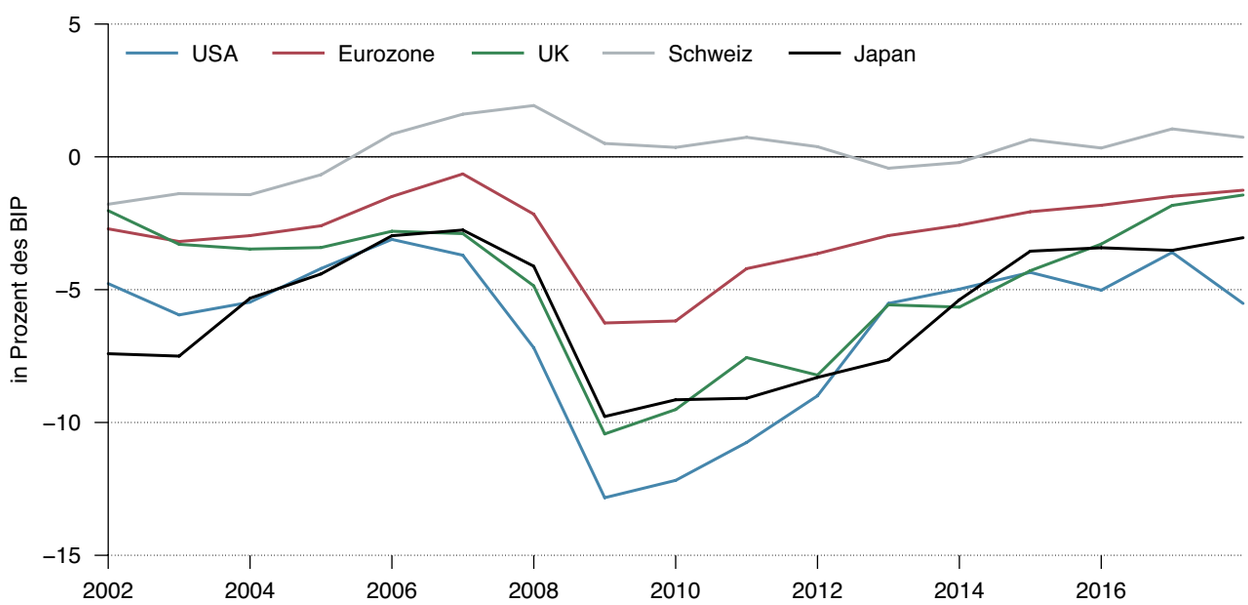
Wirtschaftsindikatoren

Ausgewählte Kennzahlen

	Anteil am Welt-BIP[1]		Leistungsbilanz[2]		Staatsverschuldung[2]		Budgetdefizit[2]		Arbeitslosenquote[3]	
	Ø 5 Jahre	Aktuell	Ø 5 Jahre	Aktuell	Ø 5 Jahre	Aktuell	Ø 5 Jahre	Aktuell	Ø 5 Jahre	Aktuell
USA	23.4	23.3	-2.3	-2.8	105.5	107.1	-4.7	-5.5	5.6	3.9
Eurozone	16.3	16.4	3.6	4.0	108.9	107.1	-2.2	-1.3	10.7	8.3
Deutschland	4.7	4.8	8.0	8.3	78.8	68.4	0.7	1.5	6.4	5.2
Frankreich	3.4	3.3	-0.6	-0.5	119.2	122.0	-3.5	-2.3	9.7	8.7
Italien	2.6	2.5	1.9	2.2	155.0	153.0	-2.7	-1.8	11.9	10.9
Spanien	1.7	1.7	1.5	1.7	114.4	113.5	-5.2	-2.4	21.9	15.2
Grossbritannien	3.6	3.4	-5.2	-3.1	113.4	116.8	-4.1	-1.4	5.4	2.5
Schweiz	0.9	0.8	10.0	10.7	42.8	40.8	0.3	0.7	3.2	2.4
Japan	6.3	5.9	2.5	3.7	218.9	225.5	-4.7	-3.0	3.4	2.4
Kanada	2.2	2.1	-3.1	-3.2	88.4	86.6	-0.7	-0.8	6.8	5.8
Australien	1.8	1.7	-3.3	-1.9	36.9	41.7	-2.7	-1.7	5.8	5.3
China	14.2	16.1	1.9	1.2	42.0	51.2	-2.4	-4.1	4.0	–
Brasilien	2.7	2.4	-2.5	-1.6	71.5	87.3	-7.1	-8.3	9.3	12.4
Indien	2.8	3.3	-1.3	-2.3	69.0	68.9	-7.0	-6.5	–	–
Russland	2.2	2.0	2.8	4.5	15.5	18.7	-2.1	0.0	5.4	4.7

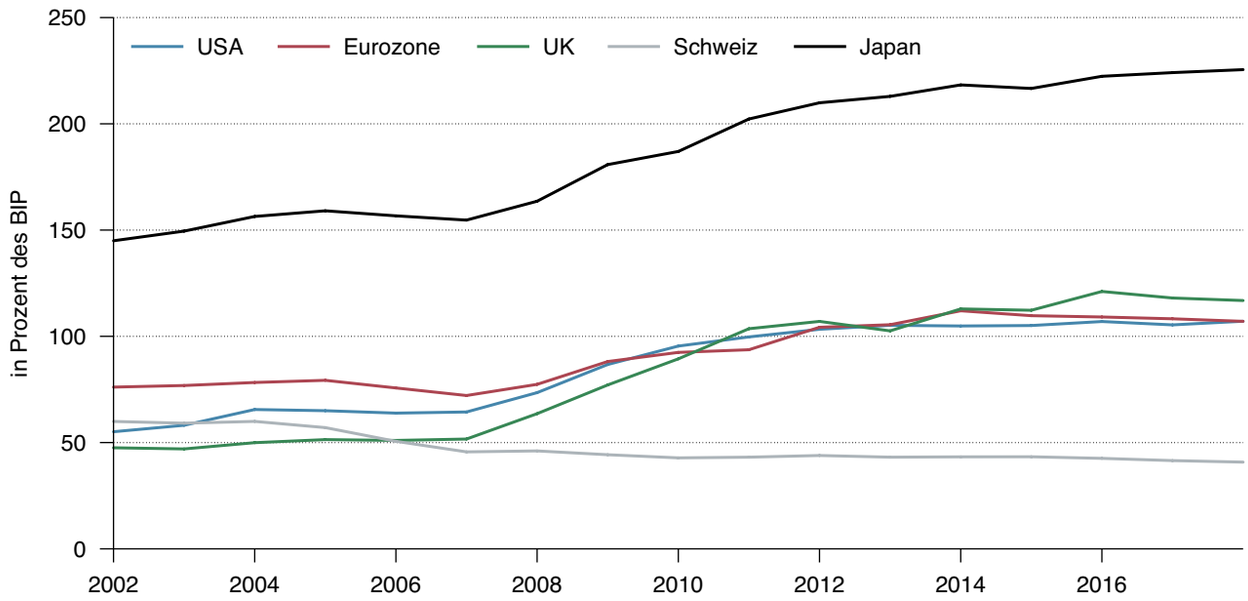
[1] In Prozent; Berechnung anhand von Marktwechselkursen. [2] In Prozent vom nominalen BIP. [3] In Prozent.

Budgetdefizit Industrienationen

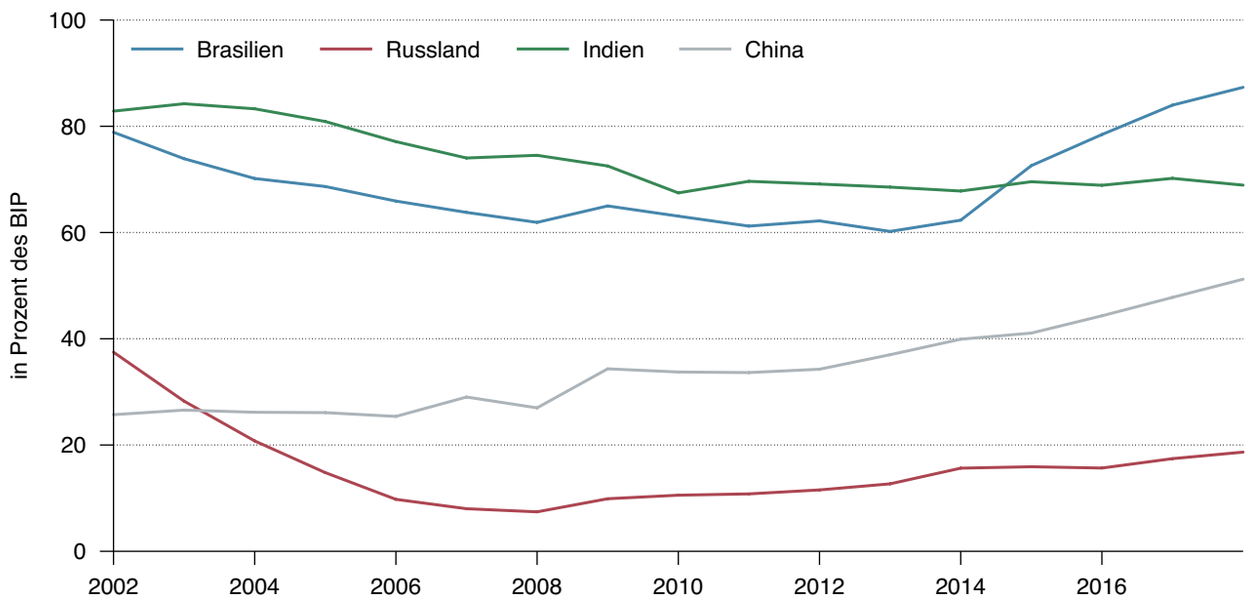


Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Staatsverschuldung Industrienationen



Staatsverschuldung Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

QCAM®
Currency
Asset
Management

Inflation

In den USA kam die Teuerung, gemessen an dem von der Fed bevorzugten Inflationsmass der persönlichen Konsumausgaben, im Juni wie schon im Vormonat auf 2.2 Prozent zu liegen. Auch die Kernrate entwickelte sich zu Ende des zweiten Quartals mit 1.9 Prozent seitwärts und liegt damit nach wie vor unterhalb der von der Fed angestrebten 2-Prozent-Zielmarke. Die jüngste Entspannung an der Inflationsfront dürfte der amerikanischen Notenbank in die Hände spielen. Denn damit bleibt den Währungshütern der nötige Spielraum für die Fortsetzung ihrer Strategie einer graduellen Straffung der Geldpolitik weiter erhalten.

In Grossbritannien bewegte sich die Teuerung im Juni mit 2.4 Prozent nun bereits den dritten Monat in Folge seitwärts. Die stabile Inflationsrate der letzten Monate dürfte die Folge von zwei gegenlaufenden Effekten sein, die sich aktuell die Waage halten. So läuft einerseits der inflationstreibende Effekt aus der Pfund-Abwertung im Zuge des *Brexit*-Votums langsam aber sicher aus, was das Wachstum der britischen Verbraucherpreise nach unten drückt. Zugleich sorgen die gestiegenen Energiepreise für Preisauftrieb auf der Insel.

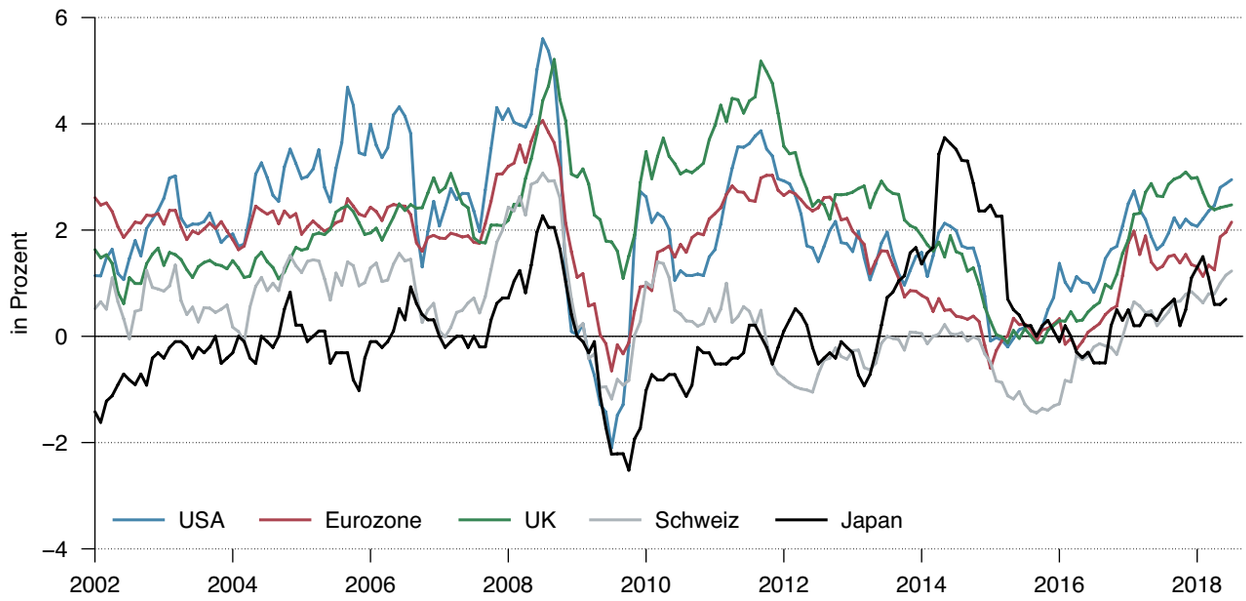
Überblick

	Ø 10 Jahre[1]	Inflation[2]				Kerninflation[3]			
		4/2018	5/2018	6/2018	7/2018	4/2018	5/2018	6/2018	7/2018
USA	1.6	2.5	2.8	2.9	3.0	2.1	2.2	2.3	2.4
Eurozone	1.3	1.3	1.9	2.0	2.2	0.8	1.1	0.9	1.1
Deutschland	1.2	1.6	2.2	2.1	2.0	1.6	1.7	1.7	1.5
Frankreich	1.0	1.6	2.0	2.0	2.3	–	–	–	–
Italien	1.3	0.5	1.0	1.3	1.5	0.5	0.8	0.8	0.7
Spanien	1.2	1.1	2.0	2.3	2.3	0.8	1.1	1.0	0.9
Grossbritannien	2.3	2.4	2.4	2.4	2.5	2.1	2.1	1.9	1.9
Schweiz	0.0	0.8	1.0	1.1	1.2	0.5	0.4	0.5	0.5
Japan	0.3	0.6	0.6	0.7	–	0.3	0.3	0.2	–
Kanada	1.6	2.2	2.2	2.5	–	1.5	1.3	1.3	–
Australien	2.3	2.0	2.0	2.1	–	1.9	1.9	1.8	–
Brasilien	6.0	2.8	2.9	4.4	4.5	3.0	2.7	3.3	3.6
Russland	8.0	2.4	2.4	2.3	2.5	1.9	2.0	2.3	2.4
Indien	7.6	4.6	4.9	4.9	4.2	–	–	–	–
China	2.3	1.8	1.8	1.9	1.5	2.0	1.9	1.9	1.9
Industrienationen[4]	1.4	1.8	2.2	2.3	2.3	1.5	1.6	1.5	1.6
Schwellenländer[4]	4.5	2.6	2.7	2.9	2.8	2.1	2.0	2.1	2.1
Welt[4]	2.8	2.2	2.5	2.6	2.6	1.5	1.6	1.6	1.6

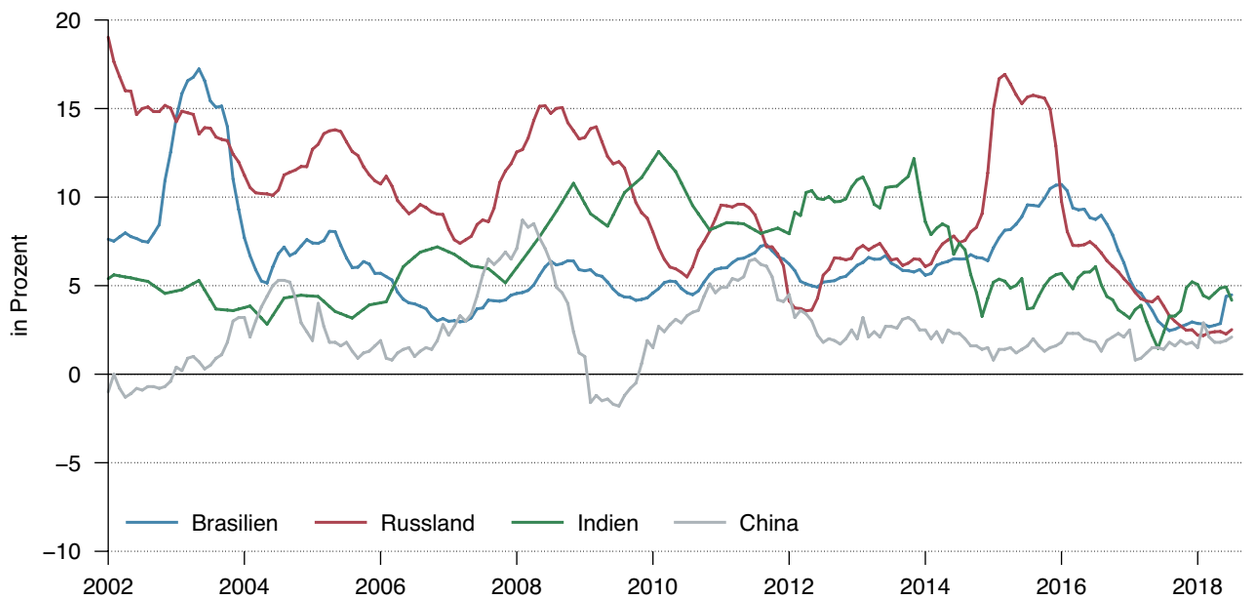
[1] Durchschnittliche Jahresteuerung der Konsumentenpreise in Prozent.
[2] Veränderung der Konsumentenpreise gegenüber dem Vorjahresmonat in Prozent.
[3] Zur Berechnung der Kerninflationsrate werden sehr schwankungsanfällige Preiskomponenten wie Energie- und gewisse Lebensmittelpreise aus dem Warenkorb ausgeklammert; Veränderung gegenüber dem Vorjahresmonat in Prozent.
[4] Die Aggregate werden anhand von nominalen BIP-Gewichten und Kaufkraftparitätskursen geschätzt.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Konsumentenpreisinflation Industrienationen



Konsumentenpreisinflation Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

QCAM®
Currency
Asset
Management

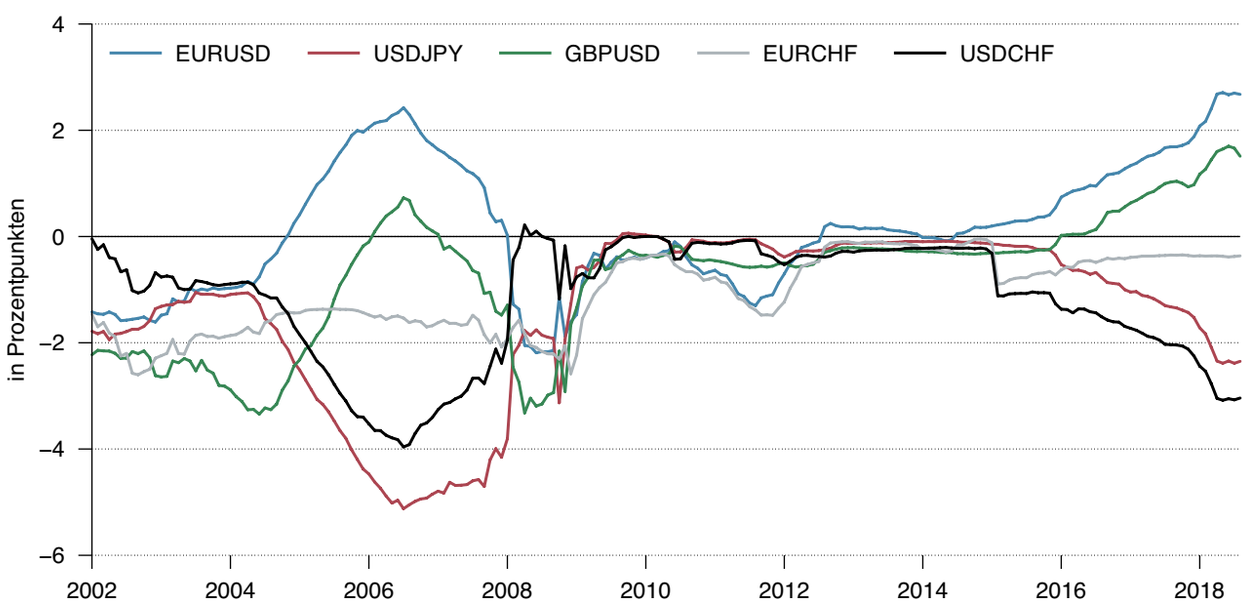
Zinsumfeld

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	1.131	2.68	1.70	0.93	0.22	3.05	1.98	1.21	0.39
USDJPY	110.5	-2.35	-1.36	-0.76	-0.53	-2.68	-1.63	-1.07	-0.80
GBPUSD	1.267	1.51	1.04	0.29	-0.13	1.77	1.14	0.37	-0.10
EURCHF	1.125	-0.36	-0.34	-0.40	-0.59	-0.28	-0.26	-0.41	-0.68
USDCHF	0.994	-3.04	-2.04	-1.33	-0.81	-3.33	-2.24	-1.61	-1.07
GBPCHF	1.260	-1.53	-1.01	-1.05	-0.95	-1.56	-1.10	-1.24	-1.17
CHFJPY	111.1	0.69	0.69	0.58	0.28	0.65	0.61	0.54	0.27
AUDUSD	0.722	0.82	-0.18	-1.11	-2.18	1.29	0.17	-0.61	-1.61
USDCAD	1.317	-0.36	-0.02	0.36	0.46	-0.49	-0.08	0.12	0.24
USDSEK	9.226	-2.69	-1.84	-0.93	0.06	-3.02	-1.91	-1.11	-0.13
USDRUB	67.5	4.48	7.43	9.06	8.29	4.29	6.91	8.46	8.18
USDBRL	3.925	4.88	7.03	11.66	10.34	4.62	6.12	9.87	9.55
USDCNY	6.904	0.48	3.02	3.27	3.08	0.45	2.66	2.85	2.69
USDTRY	6.047	19.88	11.79	10.77	9.71	22.24	11.54	10.68	9.84
USDINR	69.88	7.47	7.47	8.65	7.85	4.48	4.49	6.44	5.94

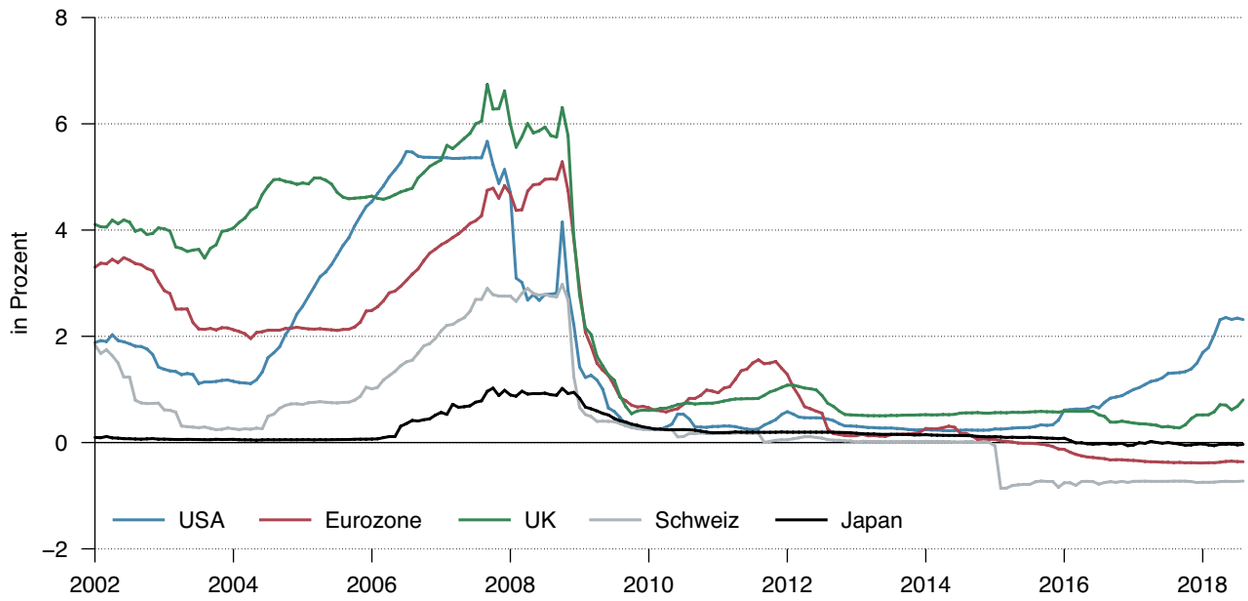
[1] Zinsen im zweiten Währungsraum abzgl. Zinsen im ersten Währungsraum; z.B. US-Dollar-Zinsen abzgl. Euro-Zinsen für EURUSD.

Zinsdifferenz

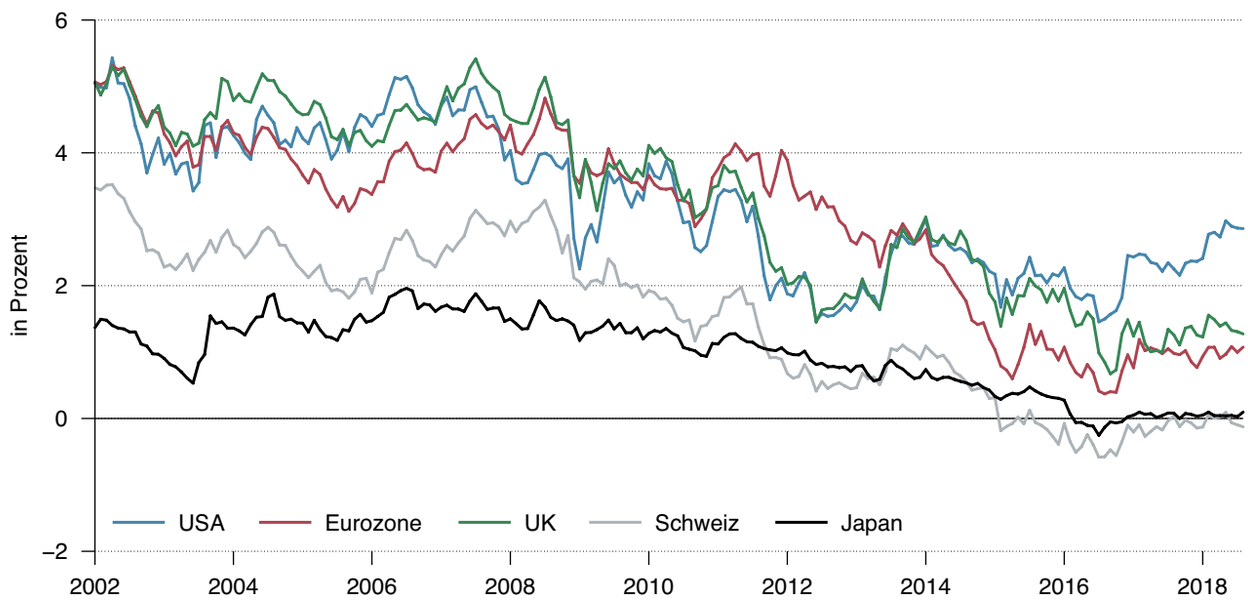


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Dreimonats-Liborsätze



Zehnjährige Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Währungsmärkte

Der Schweizer Franken entwickelte sich im Juli etwas kräftiger als noch im Vormonat. So resultierte gegenüber dem Dollar und dem Pfund ein leichtes Plus. Etwas stärker konnte die Schweizer Devise gegenüber der japanischen Yen zulegen. Ein Minus verzeichnete der Franken dagegen beispielsweise zur schwedischen Krone und dem Euro.

Die türkische Lira dürfte für die Märkte in naher Zukunft weiter ein Sorgenkind bleiben. Diese hat sich in den vergangenen Wochen weiter kontinuierlich abgewertet, auch weil die türkische Notenbank nach wie vor von weiteren Zinserhöhungen absieht. Zusätzlichen Abwertungsdruck auf die Lira kommt aktuell von der US-Regierung. Trump hat schwerwiegende Sanktionen gegen die Türkei angekündigt hat, sollte sich die türkische Regierung weiter weigern, einen US-Pastor aus dem Hausarrest zu entlassen.

Der chinesische Renminbi ist aufgrund der schwächeren Wachstumsdynamik und des eskalierenden Handelsstreits mit den USA in den letzten Wochen zusehends unter Druck geraten. Seit Jahresbeginn summieren sich die Verluste gegenüber dem Dollar nun schon auf über 5 Prozent. Die chinesische Zentralbank hat deshalb vor kurzem reagiert und den Banken für Wetten gegen den Renminbi eine 20-Prozent-Reserveanforderung auferlegt. Damit dürften die Kosten für Investoren bei solchen Wettgeschäften erheblich steigen.

Performance und Bewertung

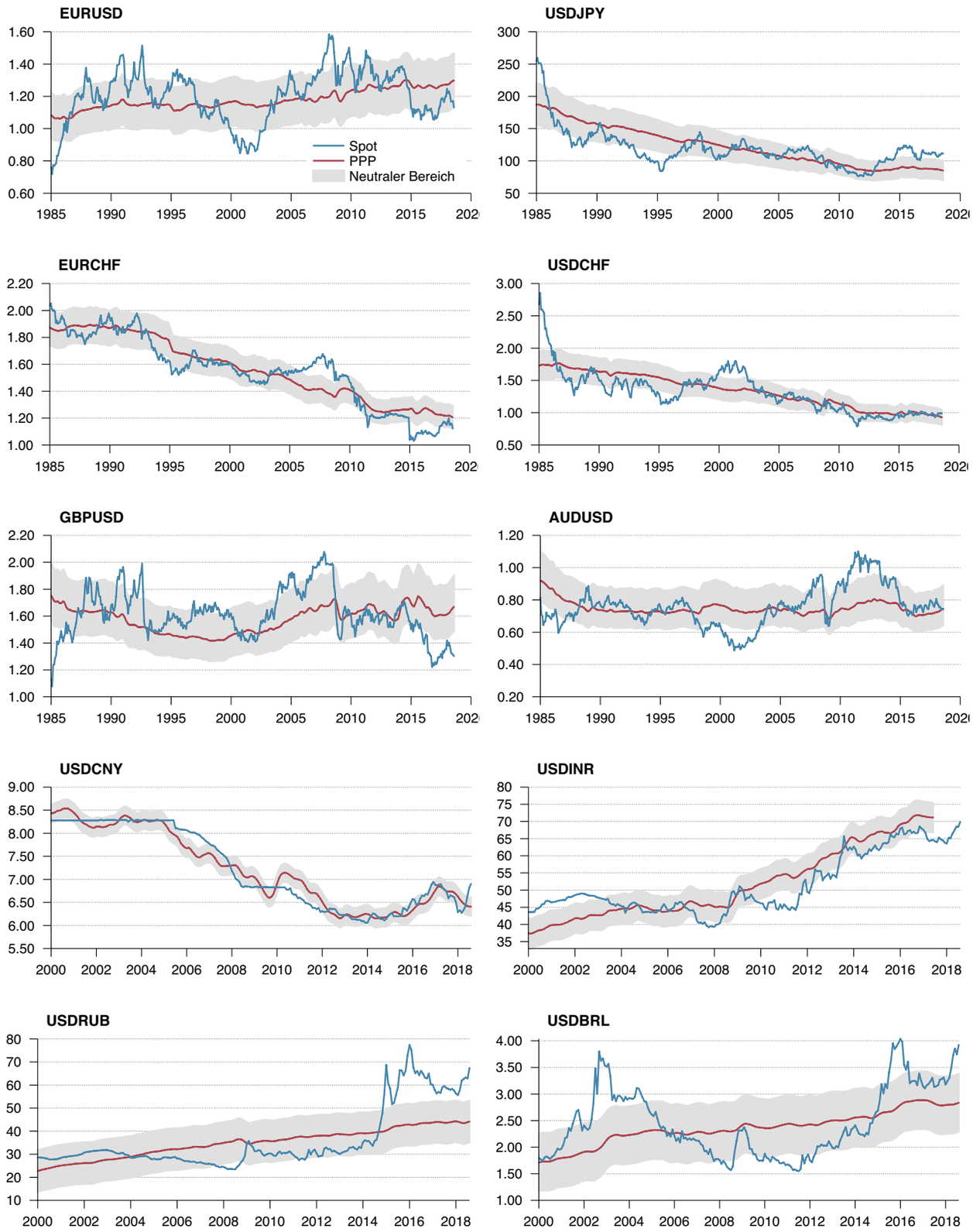
	Aktueller Wechselkurs	Performance[1]				Kaufkraftparität[2]		
		YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre	PPP	Neutraler Bereich	Abweichung[3]
EURUSD	1.131	-5.8	-4.1	-3.5	-14.6	1.30	1.13 - 1.47	-12.8
USDJPY	110.5	-1.9	-0.3	-0.1	12.9	85.1	70.3 - 99.9	29.7
GBPUSD	1.267	-6.3	-6.2	-1.4	-18.6	1.67	1.49 - 1.9	-24.1
EURCHF	1.125	-3.9	-4.8	-1.4	-9.2	1.21	1.12 - 1.29	-6.7
USDCHF	0.994	2.0	-0.8	2.2	6.4	0.93	0.81 - 1.05	7.0
GBPCHF	1.260	-4.5	-6.9	0.7	-13.4	1.55	1.33 - 1.77	-18.7
CHFJPY	111.1	-3.9	0.5	-2.2	6.1	91.7	77.5 - 105.8	21.2
AUDUSD	0.722	-7.7	-3.9	-7.7	-20.5	0.75	0.64 - 0.89	-3.2
USDCAD	1.317	5.1	2.9	3.2	27.3	1.19	1.09 - 1.29	10.6
USDSEK	9.226	12.7	5.5	14.0	41.0	7.33	6.33 - 8.32	25.9
USDRUB	67.5	17.2	9.1	12.7	104.4	44.2	35.1 - 53.2	52.8
USDBRL	3.925	18.3	6.5	22.7	67.4	2.84	2.29 - 3.38	38.4
USDCNY	6.904	6.0	8.4	3.4	12.9	6.41	6.21 - 6.61	7.8
USDTRY	6.047	59.5	35.7	71.0	211.2	3.34	3.02 - 3.67	80.9
USDINR	69.88	9.5	3.2	9.0	13.8	–	–	–

[1] Performance in Prozent für den jeweiligen Zeitraum.

[2] Die Kaufkraftparität (engl. *purchasing power parity*, oder PPP) wird anhand der relativen Inflationsentwicklung in zwei Währungsräumen geschätzt; der neutrale Bereich bestimmt sich aus +/- einer Standardabweichung der historischen Schwankungsbreite um den PPP-Wert.

[3] Abweichung des aktuellen Wechselkurses von der Kaufkraftparität in Prozent.

Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

QCAM®
Currency
Asset
Management

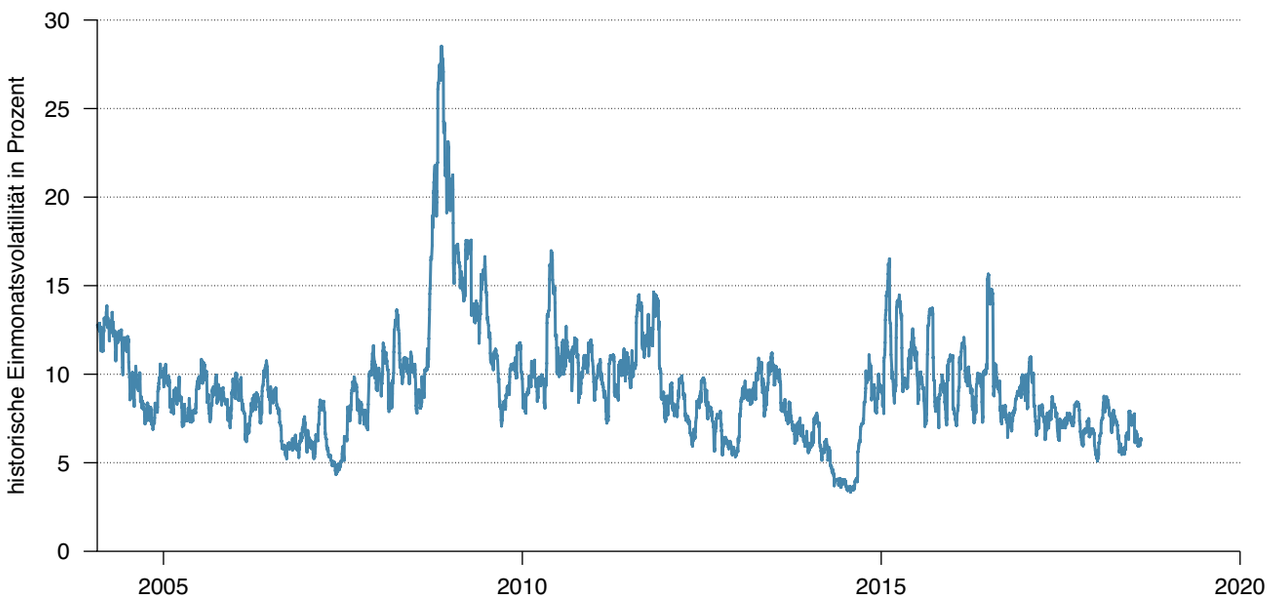
Währungsvolatilität

Volatilität im Vergleich

	Aktueller Wechsel-kurs	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	1.131	7.4	8.0	8.4	10.4	7.0	8.0	8.7	10.8
USDJPY	110.5	6.4	8.0	9.4	10.7	7.2	8.5	9.8	11.3
GBPUSD	1.267	7.3	9.0	8.5	9.9	7.8	9.8	8.9	10.4
EURCHF	1.125	5.8	6.2	5.8	6.5	5.5	6.4	6.4	7.0
USDCHF	0.994	6.1	6.6	8.6	10.3	7.0	7.4	9.1	10.7
GBPCHF	1.260	6.7	7.9	8.8	10.0	7.6	8.9	9.2	10.6
CHFJPY	111.1	6.5	7.2	9.3	11.5	6.6	7.9	10.0	12.1
AUDUSD	0.722	8.1	9.1	9.8	12.2	8.1	9.4	10.4	12.7
USDCAD	1.317	7.2	7.5	7.9	9.6	7.6	7.6	8.2	10.0
USDSEK	9.226	10.1	10.5	9.8	12.4	9.2	10.3	10.2	12.6
USDRUB	67.5	12.4	16.0	16.6	14.8	12.2	15.7	16.8	15.9
USDBRL	3.925	16.3	20.7	15.3	15.6	12.2	17.2	15.7	16.2
USDCNY	6.904	5.5	6.6	3.9	3.3	4.3	6.7	4.8	4.8
USDTRY	6.047	42.9	39.3	13.1	13.2	23.9	30.7	14.2	14.4
USDINR	69.88	5.6	7.2	7.4	9.3	4.5	7.5	8.6	10.4

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

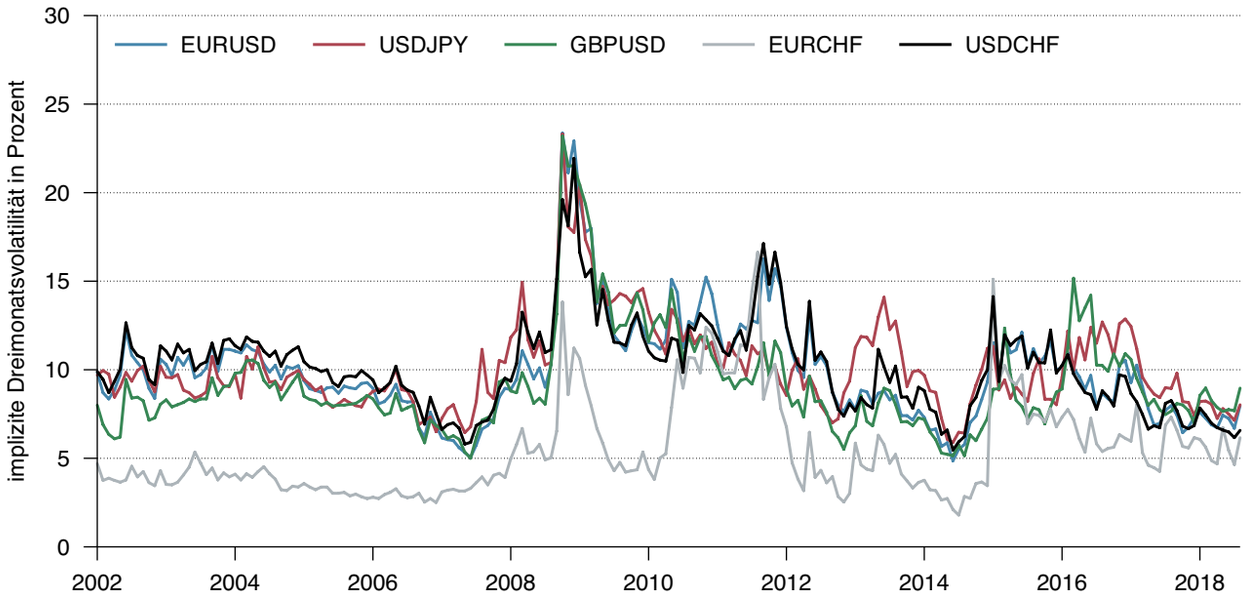
QCAM-Volatilitätsindikator[3]



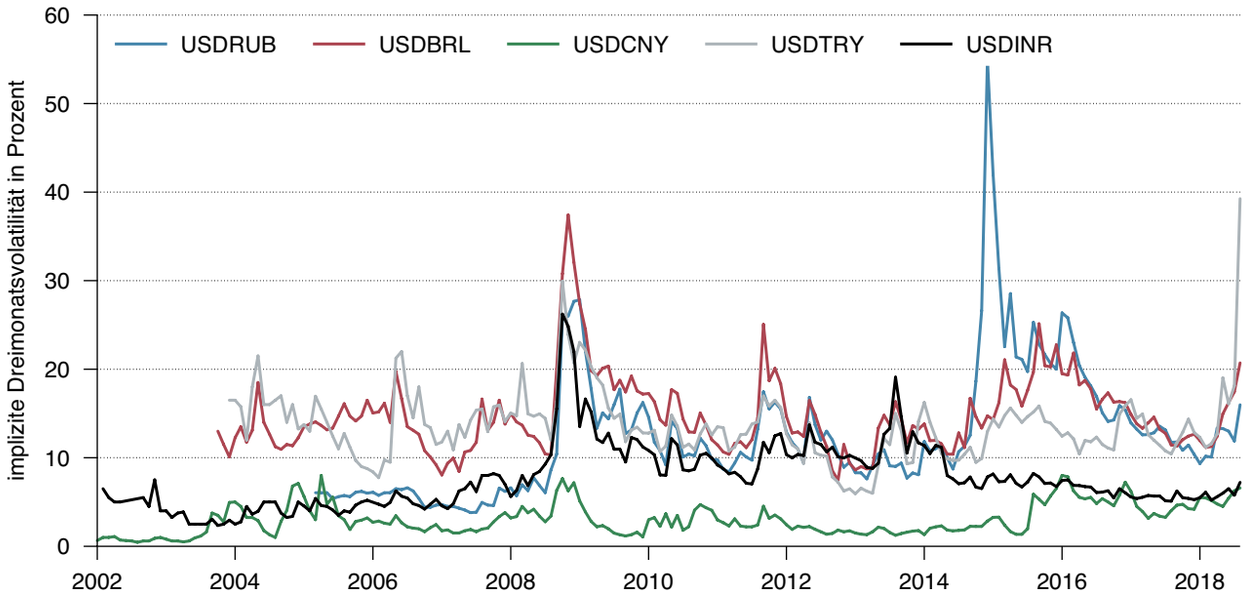
[3] Der Volatilitätsindikator von QCAM bildet die Volatilität an den globalen Währungsmärkten ab; für die Berechnung wird die historische Volatilität der wichtigsten Währungspaare verwendet und mithilfe des Handelsvolumens der jeweiligen Währungspaare gewichtet.

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

Volatilität Hauptwährungen



Volatilität Schwellenlandwährungen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

QCAM®
Currency
Asset
Management

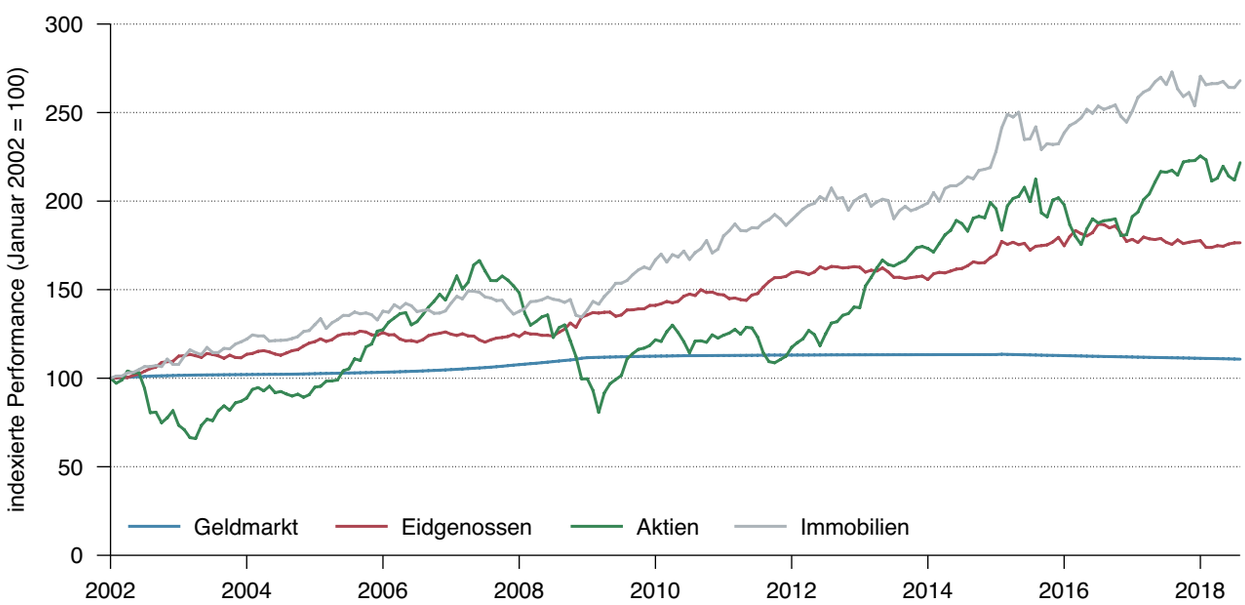
Finanzmarktumfeld

Performancevergleich

	Performance in Lokalwährung bzw. US-Dollar[1]				Performance in Schweizer Franken[1]			
	YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre	YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre
Geldmarkt CHF	-0.4	-0.2	-0.7	-2.2	-0.4	-0.2	-0.7	-2.2
Eidgenossen CHF	-0.7	2.1	-0.9	12.8	-0.7	2.1	-0.9	12.8
Unternehmensanleihen CHF	-0.4	1.1	-0.4	11.3	-0.4	1.1	-0.4	11.3
Aktien Schweiz (SMI)	-1.7	-0.7	2.5	32.0	-1.7	-0.7	2.5	32.0
Aktien Europa (Stoxx600)	0.3	-3.2	4.3	46.2	-3.6	-7.9	2.9	33.2
Aktien UK (Ftse100)	0.4	-2.8	5.6	39.4	-4.1	-9.5	6.4	21.5
Aktien Japan (Topix)	-5.5	-5.9	7.3	64.6	-1.7	-6.4	9.7	56.1
Aktien USA (S&P 500)	6.7	4.1	16.6	88.7	4.6	4.9	14.1	75.7
Aktien Schwellenländer	-9.9	-9.3	-0.1	22.4	-11.7	-8.6	-2.3	14.0
Aktien Welt (MSCI World)	2.3	0.1	11.2	58.8	0.2	0.9	8.8	47.9
Immobilien Schweiz	-0.9	0.5	-0.6	37.6	-0.9	0.5	-0.6	37.6
Immobilien Global	0.2	4.3	4.3	39.8	-1.8	5.1	2.1	30.2
Rohstoffe	-6.8	-9.0	-0.4	-36.6	-8.7	-8.3	-2.6	-41.0
Rohöl (Brent)	5.7	-12.5	39.3	-36.9	3.6	-11.8	36.3	-41.2
Gold	-9.5	-8.4	-7.2	-13.8	-11.3	-7.7	-9.2	-19.7

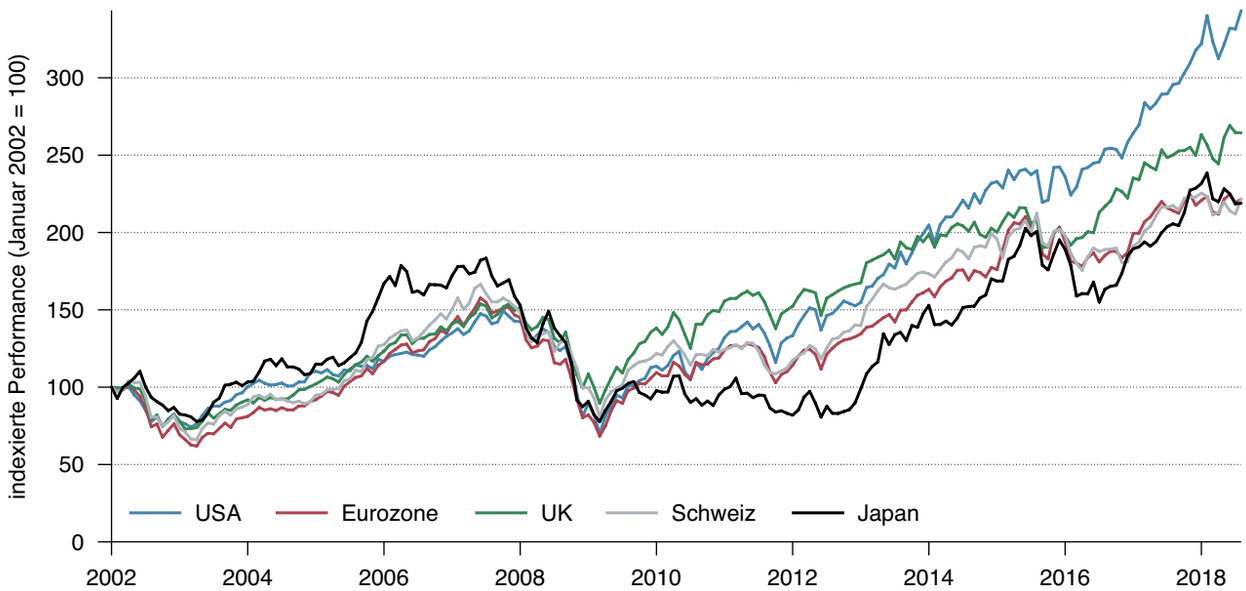
[1] Performance in Prozent für den jeweiligen Zeitraum.

Performance Schweizer Finanzanlagen

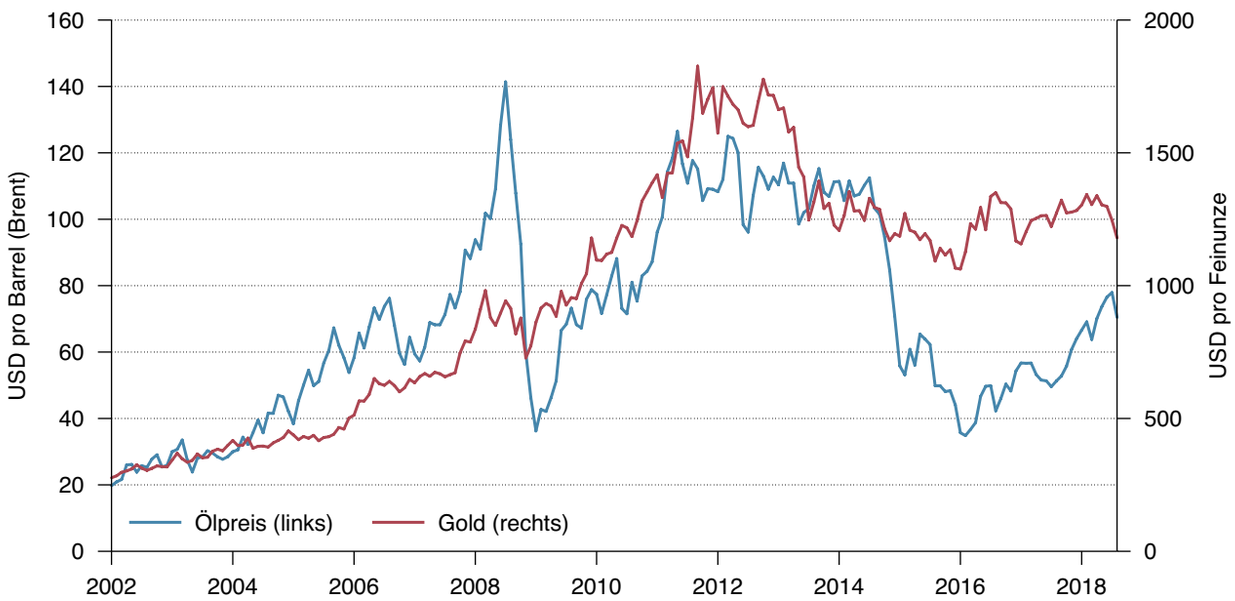


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Performance ausgewählter Aktienmärkte (in Lokalwährung)



Performance ausgewählter Rohstoffpreise



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

QCAM®
Currency
Asset
Management

Die Zahl des Monats

5.24 USDTRY

Die türkische Lira befindet sich seit Monaten im freien Fall gegenüber den wichtigen Hauptwährungen. Das erfreut zwar die Touristen, viele Unternehmen sind aber mit grossen Problemen konfrontiert, da sie ihre Schulden in ausländischen Währungen haben. Gründe für die Schwäche gibt es mehrere. Einer der Hauptgründe ist die Befürchtung, dass die Zentralbank unter politischen Einfluss geraten und damit ihre Unabhängigkeit verlieren könnte.

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 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 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.