

SEPTEMBER 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

Was sagt uns der
Schweizer Franken?

Seite 3 Die Makroperspektive

Die «America First»-Strategie
der Federal Reserve

Seite 5 Was die Währungsmärkte bewegt

Mehr als nur der Dollar



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: 7. September 2018

FX Monthly erscheint monatlich in deutscher und englischer Sprache.

Inhalt

QCAM Insight	Seite 1
Die Makroperspektive	Seite 3
Was die Währungsmärkte bewegt	Seite 5
Konjunkturklima	Seite 7
Inflation und Zinsen	Seite 11
Währungsmärkte	Seite 15
Finanzmarktumfeld	Seite 19
Die Zahl des Monats	Seite 21

Was sagt uns der Schweizer Franken?



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

Die EUR-Erholung letztes Jahr gab dem CHF und der Schweizerischen Nationalbank (SNB) etwas Luft zum Atmen. Doch das ist leider schon wieder vorbei. Den CHF treibt nicht nur EURUSD, entscheidend ist, was in Europa passiert. Wir glauben daher, dass der CHF noch mehr Aufwertungspotenzial hat.

Bis Ende April hatte der CHF über die vorherigen 12 Monate gegenüber dem EUR um gut 12 Prozent und gegenüber dem USD um etwa 5 Prozent abgewertet. EURCHF stand bei 1.20, wo die SNB ihn gerne haben möchte und was in etwa der Kaufkraftparität entspricht. Seitdem ist der CHF gegenüber dem USD grob unverändert geblieben, hat aber gegenüber dem EUR 6 Prozent und gegenüber dem GBP fast 9 Prozent aufgewertet. Ein Blick auf die vier Hauptfaktoren des CHF hilft diese Kehrtwende zu erklären.

- Erstens, der CHF ist eine europäische Währung. Die Schweiz liegt mitten in Europa, ist wirtschaftlich und finanziell eng mit dem Kontinent verbunden und die drei größten Euro-Länder sind direkte Nachbarn. Wir schätzen, dass etwa 75 Prozent einer monatlichen Wechselkursbewegung von EURUSD sich auf USDCHF auswirkt.
- Zweitens, der CHF gilt als «sicherer Hafen». Spannungen im Euro-Raum führen zu starken Kapitalflüssen in die Schweiz.
- Drittens, der CHF ist eine Überschusswährung. Die Schweiz hatte in den letzten 38 Jahren durchgängig einen Leistungsbilanzüberschuss, der in den letzten 10 Jahren bei jährlich 10 Prozent des Volkseinkommens stand.
- Viertens, wegen der Position in Europa ist der SNB der EURCHF Kurs nicht egal. Das hat sich deutlich in den Versuchen der SNB, die CHF-Aufwertung während der Euro-Schuldenkrise zu stoppen, gezeigt.

Da der CHF sich nicht parallel mit dem EUR während der letzten 4 Monate abgewertet hat, muss etwas anderes der allgemeinen USD-Aufwertung entgegengestanden haben. Die Schweizer Leistungsbilanz war im Überschuss, ist aber nicht weiter gestiegen, und die SNB hat bestimmt keine CHF gekauft, um ihn aufzuwerten. Der Hauptgrund ist die erneute Kapitalflucht in die Schweiz, ausgelöst von den Unsicherheiten um Italien, der Krise in der Türkei und die Angst, was nach dem *Brexit*-Termin nächsten März passieren wird. Ausserdem gibt es keine Anzeichen, dass die SNB sich gegen die Aufwertung des CHF stark gewehrt hätte.

Italienischer Haushaltsentwurf könnte die nächste Welle in den CHF auslösen

Die Perspektive des CHF zeigt, dass die Probleme in Europa ein dominantes Thema bleiben. Berichte, dass die britische Regierung Notfallpläne für die Zeit nach dem März 2019 macht und ihre Bevölkerung dazu auffordert Vorräte anzulegen, sind nicht ermutigend. Die Sommerferien haben Italien etwas aus dem Fokus genommen, aber die Zinsspanne zwischen 10-jährigen Bunds und italienischen BTPs blieb bei etwa 300 Basispunkten gehoben.

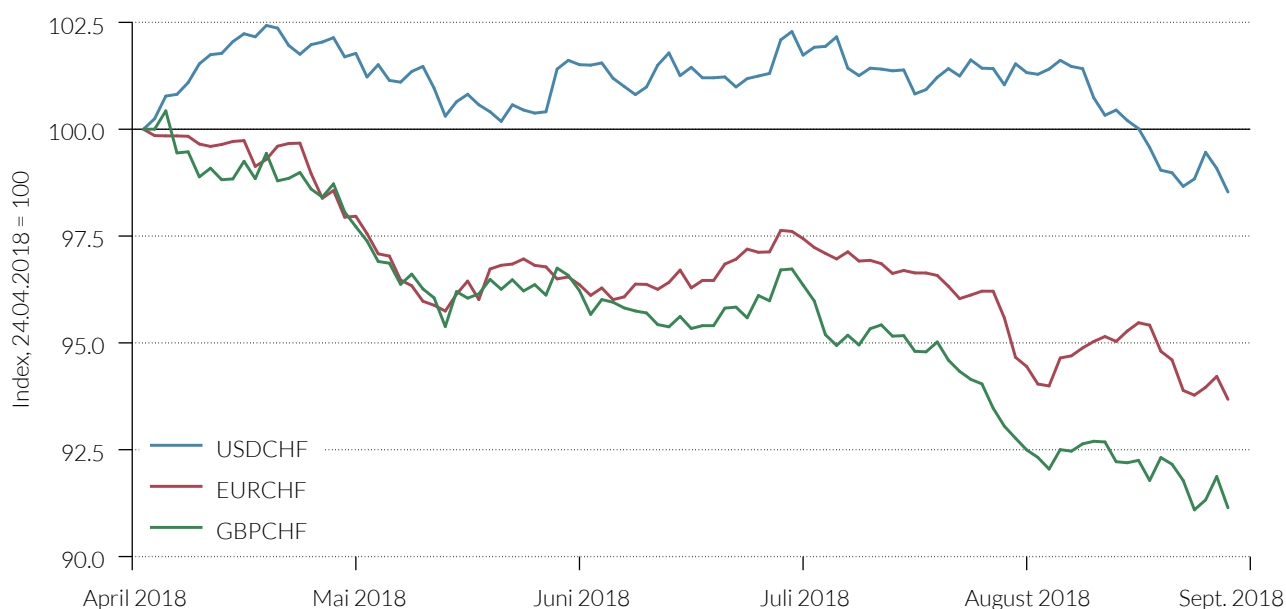
Das nächste Ereignis mit dem Potenzial, die Spannungen zu erhöhen, ist der italienische Haushaltsentwurf für 2019, der im September vorgelegt und worüber im Oktober abgestimmt wird. Die Koalition aus der 5-Sterne Bewegung und der Liga-Nord steht hoch in den Meinungsumfragen, was sie ermutigt, aber auch unter Druck setzt, ihre Versprechungen zu erfüllen. Die zusätzlichen Kosten der drei Hauptmassnahmen (Bürgereinkommen, Reduzierung des Rentenalters und eine «Flat Tax») liegen zwischen 80

und 120 Milliarden EUR pro Jahr. Selbst wenn nur die Hälfte davon umgesetzt werden würde, würde sich das Haushaltsdefizit damit mehr als verdoppeln und Italien auf Kollisionskurs mit der Euro-Gruppe bringen.

SNB wird sich nicht quer legen

Die SNB wird einer Aufwertung des CHF in Folge einer Vertrauenskrise in Europa wahrscheinlich nicht tatenlos zusehen. Die letzte Euro-Schuldenkrise hat ihr allerdings gezeigt, dass sie ohne Kapitalkontrollen, welche in der Schweiz als Finanzzentrum tabu sind, eine Aufwertung des CHF nicht vollkommen unterdrücken kann. Zudem sind Gegenmassnahmen teuer. Mit den kurzfristigen Zinsen tief im negativen Bereich und den Währungsreserven bei 115 Prozent des Volkseinkommens (von nur 9 Prozent vor der Finanzkrise) ist der Raum der SNB für Muskelspiele limitiert. Eine Bewegung des EURCHF Richtung Parität ist daher nicht auszuschließen, sollte der italienische Haushaltsentwurf zu einer Krise führen.

USD, EUR und GBP gegenüber CHF



Quelle: QCAM Currency Asset Management

Die Makroperspektive

Die «America First»-Strategie der Federal Reserve

Die wirtschaftlichen Entwicklungen in der Türkei und Argentinien haben in den letzten Wochen für Aufsehen gesorgt. Diese Turbulenzen blieben bis jetzt aber ohne Auswirkungen auf die entwickelten Volkswirtschaften. Die Federal Reserve wird ihre Zinsen weiter erhöhen.

Die wirtschaftliche Erholung nach der Grossen Finanzkrise vor zehn Jahren verlief bekanntlich nur schleppend. Gleichzeitig kann aber auch konstatiert werden, dass der momentane Zyklus gerade in den letzten Jahren eine gewisse Robustheit gezeigt hat. Es gab einige potenziell schädliche Neuigkeiten zu verdauen: starke Ölpreisschwankungen, den *Brexit*, den Handelsstreit. Die Realwirtschaft liess sich durch diese Schocks aber kaum beirren.

Aktuell beschäftigen uns Turbulenzen in einzelnen Schwellenländern. Die Türkei ist wie erwartet in eine Währungskrise gerutscht. Die hohe Privatverschuldung in Fremdwährung und die gleichzeitig negative Leistungsbilanz beschränkte die Wirtschaftspolitik auf zwei Optionen. Entweder hätte die türkische Zentralbank die Zinsen massiv erhöhen müssen, um das Vertrauen der internationalen Investoren zurückzugewinnen. Dies hätte allerdings in der kurzen Frist eine Rezession verursacht. Die andere Option war, nichts zu tun. Wir erleben nun mit, was dies bedeutet. Die türkische Währung verliert stark an Wert und dadurch erhöht sich die Verschuldung in Fremdwährungen noch stärker, was die Unsicherheiten insbesondere um das Bankensystem weiter erhöht. Gleichzeitig steigt die Inflation stark an. Eine Rezession bleibt der Türkei also wahrscheinlich auch bei der zweiten Option nicht erspart.

In Argentinien führte eine Kombination aus Altlasten der früheren Regierung, einer relativ hohen Staatsverschuldung, hohen Teuerungsraten und einem schleppenden Wirtschaftsgang zu einem Vertrauensverlust der Anleger. Hier reagiert die Wirtschaftspolitik entschlossener. Die Zentralbank erhöhte die Zinsen resolut, die Staatsfinanzen sollen mit Sparmassnahmen in den Griff bekommen werden. Auch dieser Weg ist allerdings kein leichter. Kurzfristig muss mit einer Rezession gerechnet werden.

Solides Wachstum in entwickelten Volkswirtschaften

Wie sieht es nun mit den Auswirkungen auf die Weltwirtschaft aus? Die entwickelten Volkswirtschaften liessen sich von diesen Entwicklungen bisher nicht beeinflussen. Die Konjunkturindikatoren deuten weiterhin auf solides Wachstum hin. Dies ist nachvollziehbar, wenn man die direkten Auswirkungen betrachtet. Die Bedeutung der türkischen und argentinischen Wirtschaft ist relativ gering: etwa 1 Prozent der weltweiten Wirtschaftsleistung wird von Argentinien bestritten, bei der Türkei sind es weniger.

Auch die regionalen Auswirkungen der türkischen Turbulenzen für Europa sind klein. Bei der Rangfolge der deutschen Exporte beispielsweise liegt die Türkei nur auf Platz 16. Die ausstehenden Schulden türkischer Unternehmen und Banken sind im Verhältnis zum gesamten europäischen Bankensystem wiederum klein. Es ist nicht auszuschliessen, dass dies für einzelne Kreditinstitute spürbare Auswirkungen auf die Profitabilität haben kann. Aus Gesamtmarktsicht handelt es sich jedoch nicht um grosse Beträge.

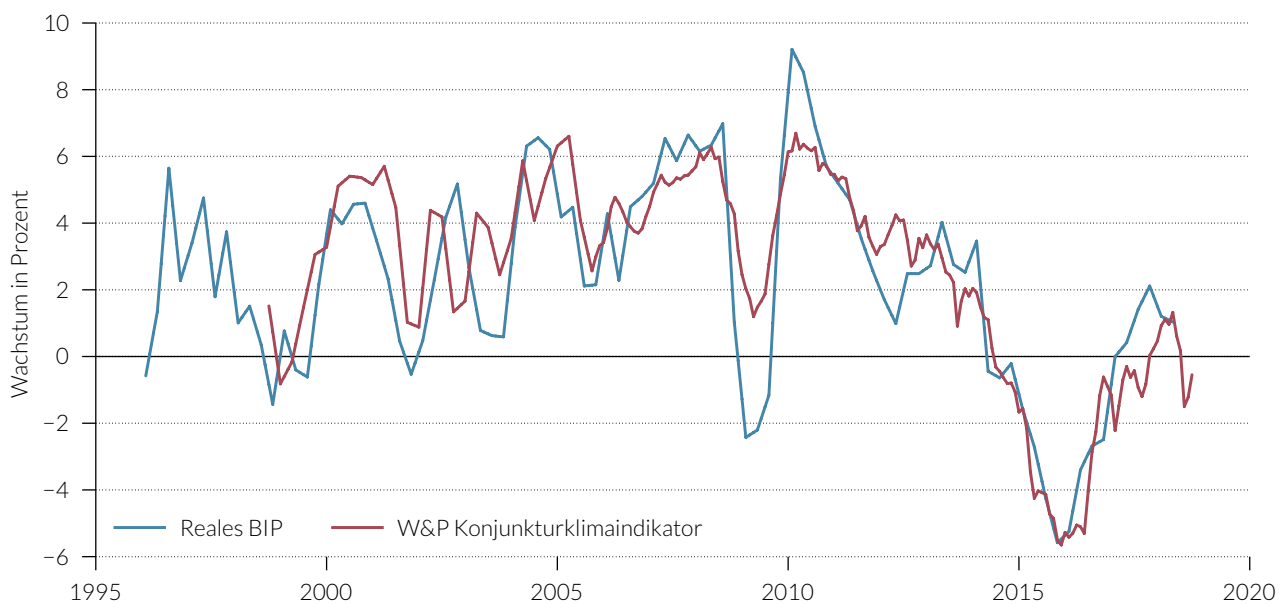
Die regionale Bedeutung von Argentinien für Lateinamerika ist hingegen deutlich grösser. Argentinien ist die zweitgrösste Volkswirtschaft dieser Region. Auch gibt es andere Wirtschaften, die in Gefahr sind, von der Unsicherheit angesteckt zu werden. So weist Brasilien beispielsweise ebenfalls eine hohe Staatsverschuldung aus und die dortigen aktuellen Wirtschaftsaussichten sind nicht beruhigend (vgl. Abbildung).

einflussen wiederum das Wirtschaftswachstum in den Vereinigten Staaten. Probleme in vergleichsweise kleinen Schwellenländern gehören allerdings nicht dazu. Die Ironie dabei ist, dass eigentlich auch in den USA die Staatsverschuldung nicht nachhaltig ist. Dank dem Sonderstatus des Dollars, der sich in der Abhängigkeit der Weltwirtschaft von der amerikanischen Währung zeigt, wird dies aber nicht so schnell Konsequenzen haben.

Weiter steigende Zinsen in den USA

Gleichzeitig werden die Zinsen in den USA voraussichtlich weiter ansteigen. Zumindest die ausgesprochen gute konjunkturelle Lage der amerikanischen Wirtschaft spricht dafür. Die *Federal Reserve* nimmt dabei keine Rücksicht auf die Auswirkungen auf die Schwellenländer. Sie verfolgt seit langem eine «America First»-Strategie – schon länger als Donald Trump diesen Begriff benutzt. In ihrer Geldpolitik richtet sie sich auf ihr Mandat, welches nur für die USA gilt. Auf Entwicklungen im Ausland nimmt sie grundsätzlich keine Rücksicht. Es sei denn, diese be-

Trübe Wachstumsaussichten in Brasilien



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Was die Währungsmärkte bewegt

Mehr als nur der Dollar

Die Schwäche von Schwellenlandwährungen hat mittlerweile extreme Unterbewertungen erreicht. Während ein starker US-Dollar zwar oft als Hauptgrund für den momentanen Druck auf Schwellenlandwährungen genannt wird, ist das nicht der Weisheit letzter Schluss. Teil des Problems ist nämlich auch, dass die Schwellenländer alle an einem unterschiedlichen Ort in ihrem Konjunkturzyklus stehen. Historisch gesehen hat es sich allerdings genau in solchen Momenten ausgezahlt, Schwellenlandwährungen zu kaufen.

Wie aus der Grafik auf der nächsten Seite abgeleitet werden kann, ist ein Korb von Schwellenlandwährungen gegenüber seiner Kaufkraftparität derzeit so extrem unterbewertet wie noch nie seit 2000. Die Bewertungslücke stand im August 2018 bei 44 Prozent zum Dollar und dem Schweizer Franken, bei 30 Prozent zum Euro und bei 15 Prozent zum schwachen britischen Pfund. Doch diese Schwäche ist nicht nur gross, sondern kam auch mit einer sehr hohen Geschwindigkeit. Noch im Januar dieses Jahres betrug die Lücke 11 Prozent zum Dollar.

Unterschiedliche Positionen im Zyklus

Dass dieser Währungskorb unterschiedliche, von seinen Mitgliedsstaaten abhängige Zyklen durchläuft, lässt sich auch leicht beobachten. Die Schwäche anfangs Jahrhundert fiel zusammen mit dem Nachspiel der Staatsbankrotte Russlands und Argentinien sowie Sorgen darüber, ob dasselbe Schicksal auch Brasilien ereilen würde. Nach dieser Krise putzten sich die Schwellenländer jedoch heraus, organisierten sich neu und begannen vernünftige

Geld- und Fiskalpolitik zu betreiben. Zentralbanken wurden in die Unabhängigkeit entlassen und Inflationsziele gesetzt. Die Folge waren Kapitalzuflüsse und starke Währungen. Das waren die Zeiten, zu denen der brasilianische Real unter 1.60 gehandelt wurde und Brasilianer mit ihrer starken Währung Immobilien in Miami aufkauften.

Nachgeschmack der Finanzkrise

Die starken ökonomischen Grundlagen unterstützten die Schwellenländer, als die Welt 2008 in eine ihrer grössten Rezessionen rutschte. Nach einer kurzen Aufwertung des Dollars bemerkten Anleger, dass Banken aus Schwellenländern keine *subprime* Kredite vergeben hatten und hohe Fremdwährungsreserven besaßen. Die Schwellenländer waren ein Fels in der Brandung. Vor diesem Hintergrund entschieden die Schwellenländer, welche für ihre hohen Zinsen bekannt waren, ihre Zinsen so weit wie möglich nach unten zu drücken, während sie den fortgeschrittenen Volkswirtschaften zusahen, wie sie in die eigenartige Welt der Negativzinsen eintauchten. Von 6.5 Prozent vor 2008 fiel der durchschnittliche Zins des Währungskorbes auf weniger als 2 Prozent im Jahre 2010 – was viel zu tief war, wie wir heute wissen. Derzeit steht der durchschnittliche Zins bei 5.6 Prozent und einige Schwellenländer kämpfen trotzdem gegen Kapitalausflüsse und Inflation.

China weniger hilfreich

Aufgrund seiner Grösse im Vergleich zum restlichen Aggregat ist China sehr wichtig für die durchschnittliche Wachstumsrate der Schwellenländer. Und nun, da Chinas Trendwachstumsrate sinkt, verlangsamt sich auch das Po-

tenzialwachstum des Schwellenlandaggregats. Ursprünglich gab das Reich der Mitte seinen Mitstreitern noch einen Wachstumsschub, heutzutage ist seine Position für die Schwellenländer jedoch weniger hilfreich. Als Handelsrigant tun die Handelszankereien zwischen den USA und China dem Renminbi nicht gerade gut, was wiederum Druck auf andere Schwellenlandwährungen ausübt.

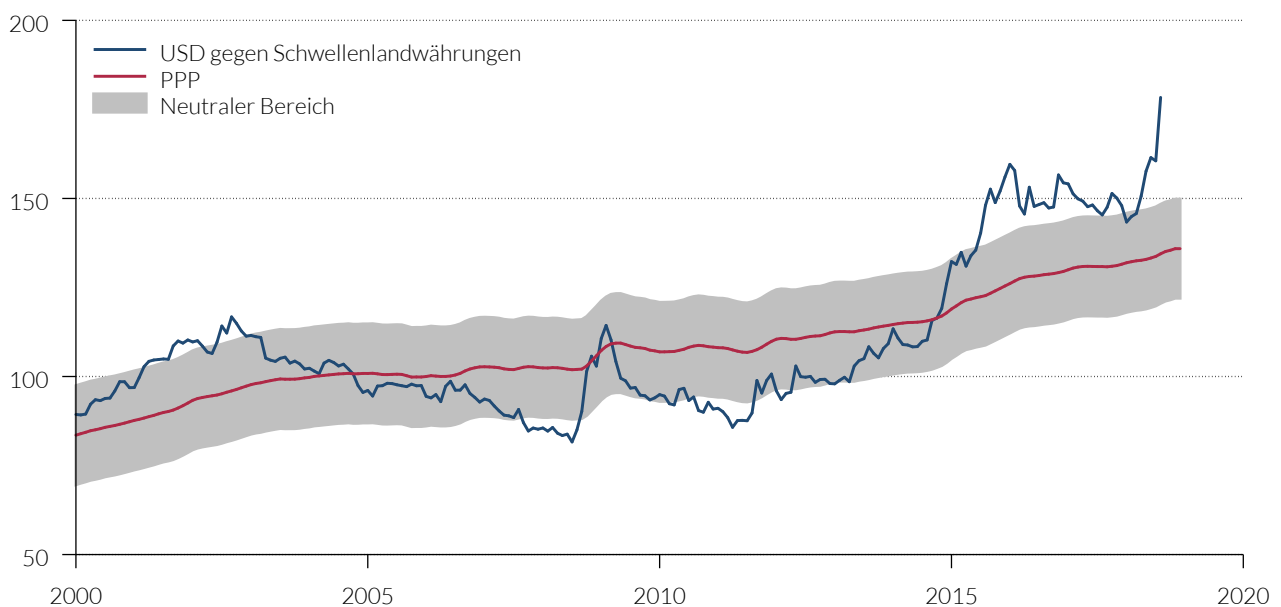
Die Spreu und der Weizen

Für die aktuelle Krise an den Finanzmärkten ist aber nicht China verantwortlich. Tatsächlich ist die Gruppe der als fundamental kritisch zu beurteilenden Schwellenländervolkswirtschaften eher klein. Neben Venezuela und Argentinien ist es vor allem die Türkei, deren nicht nachhaltiges Finanzgebahren die Finanzmärkte zu recht bestraft haben.

Für viele Schwellenländer dürfen wir heute allerdings immer noch feststellen, dass sich die fundamentale Situation in den vergangenen Jahrzehnten verbessert hat. So sind die Schwellenländer trotz sinkender Überschüsse

der Chinesen in der Summe Kapitalexperteure und nicht von der Zufuhr ausländischen Kapitals abhängig. In diesem Sinne erscheinen die tieferen Wechselkurse für eine Vielzahl von Schwellenländer sogar eine willkommene Konjunkturunterstützung darzustellen. Wir rechnen damit, dass die Märkte in den kommenden Wochen immer weniger auf Ansteckung setzen werden und dass die Spreu sich vom Weizen trennen wird.

Schwellenlandwährungen extrem unterbewertet



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Konjunkturklima

Die europäische Konjunktur bleibt gemäss der jüngsten Schätzung für das erste Sommerquartal robust. Wie schon zu Jahresanfang resultierte auch für den Zeitraum zwischen April und Juni im Vorquartalsvergleich ein solides Wachstum von 0.4 Prozent. Die Wirtschaft der Euro-Mitgliedsstaaten bleibt damit weiter auf Kurs, im laufenden Jahr ein solides Wachstum über Trend hinzulegen.

Mit Blick auf die einzelnen grossen Volkswirtschaften der Eurozone fällt das Fazit zum ersten Halbjahr 2018 aber gemischt aus. Im Falle von Deutschland ist der etwas schwächere Wachstumskurs seit Jahresbeginn als gesunde Normalisierung zu bewerten, hätte doch eine

Fortsetzung der Wachstumsraten aus dem Vorjahr allem Anschein nach in einer Überhitzung der deutschen Wirtschaft gemündet. Für Frankreich, Italien und Spanien kommt das jüngst langsamere Wachstumstempo dagegen ungelegen. Alle drei sind weniger fortgeschritten in ihrem Konjunkturzyklus, was sich unter anderem in den noch offenen Produktionslücken widerspiegelt. Leicht abgeschwächt präsentieren sich auch die Wachstumsaussichten für die zweite Jahreshälfte. Insbesondere für Spanien signalisieren unsere vorlaufenden Wachstumsindikatoren mittlerweile eine spürbar tiefere Wachstumsdynamik in der nahen Zukunft.

Überblick

	Trend- wachstum ¹	Reales BIP-Wachstum ²				W&P-Konjunkturklimaindikatoren ³			
		Q3/2017	Q4/2017	Q1/2018	Q2/2018	5/2018	6/2018	7/2018	8/2018
USA	1.7	2.3	2.5	2.6	2.9	3.8	4.0	3.4	4.1
Eurozone	1.0	2.8	2.8	2.5	2.2	3.2	3.1	3.1	3.0
Deutschland	1.4	2.7	2.8	2.0	2.0	3.6	3.4	3.6	3.6
Frankreich	0.7	2.7	2.8	2.1	1.6	2.2	2.3	2.3	2.2
Italien	0.2	1.8	1.6	1.4	1.1	1.5	1.7	1.6	1.5
Spanien	1.6	3.1	3.1	3.0	2.7	2.9	3.0	2.7	2.6
Grossbritannien	1.8	1.7	1.3	1.2	1.3	2.5	2.5	2.7	2.8
Schweiz	1.5	1.6	2.5	2.9	3.4	2.6	2.6	2.6	2.6
Japan	0.4	2.0	2.0	1.1	1.0	2.8	2.7	2.7	2.7
Kanada	1.6	3.1	3.0	2.3	1.9	1.9	1.7	1.7	1.5
Australien	2.4	2.7	2.4	3.2	3.4	3.4	3.3	3.3	3.2
Brasilien	1.4	1.8	2.1	1.2	1.0	0.7	0.2	0.6	0.9
Russland	0.1	2.2	0.9	1.3	1.8	-0.3	-0.5	-1.9	-1.1
Indien	7.7	6.3	7.0	7.7	8.2	6.6	6.8	6.7	6.6
China	7.4	6.8	6.8	6.8	6.7	7.1	7.0	6.9	6.8
Industrienationen⁴	1.4	2.5	2.4	2.3	2.4	3.6	3.7	3.4	3.7
Schwellenländer⁴	6.0	5.7	5.5	5.7	5.7	5.0	5.2	5.0	4.9
Welt⁴	3.5	4.1	4.0	4.0	4.1	4.4	4.6	4.3	4.4

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

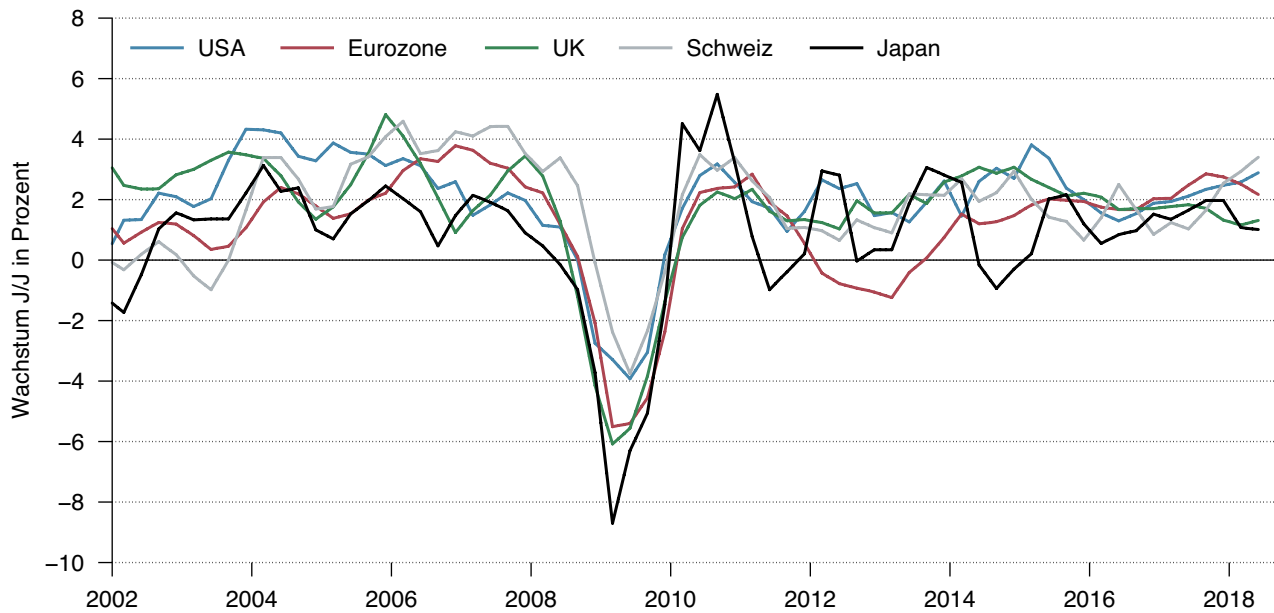
² Veränderung des realen BIP gegenüber dem Vorjahresquartal in Prozent.

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

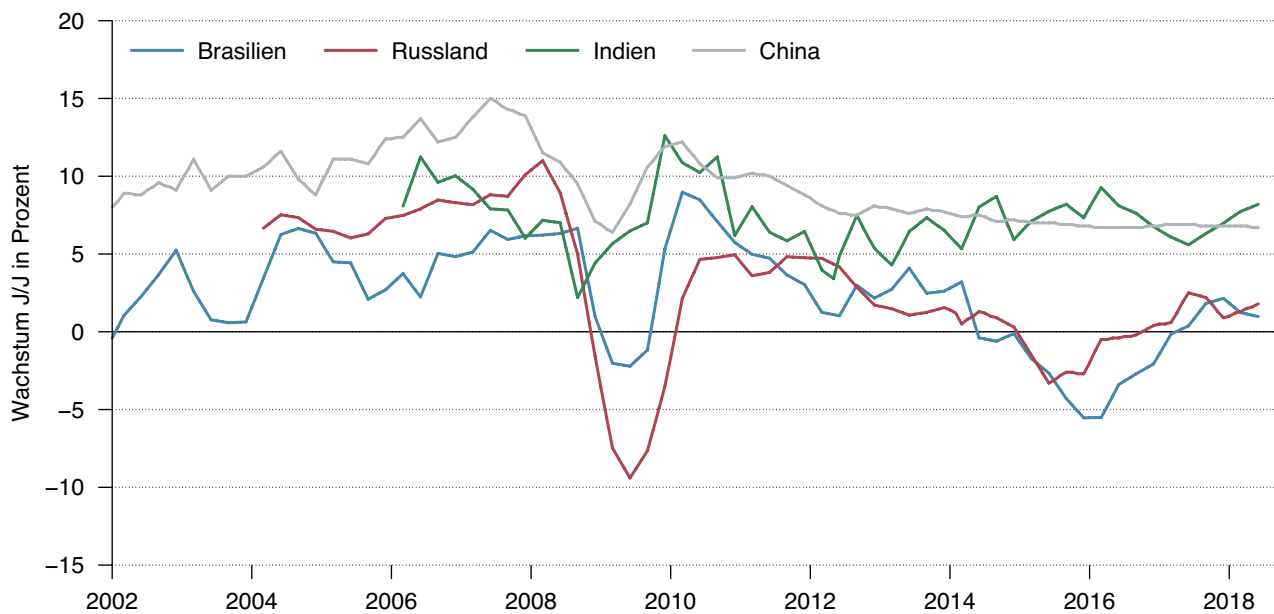
⁴ Die Aggregate werden anhand von nominalen BIP-Gewichten und Kaufkraftparitätskursen berechnet.

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

Wirtschaftswachstum Industrienationen



Wirtschaftswachstum Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

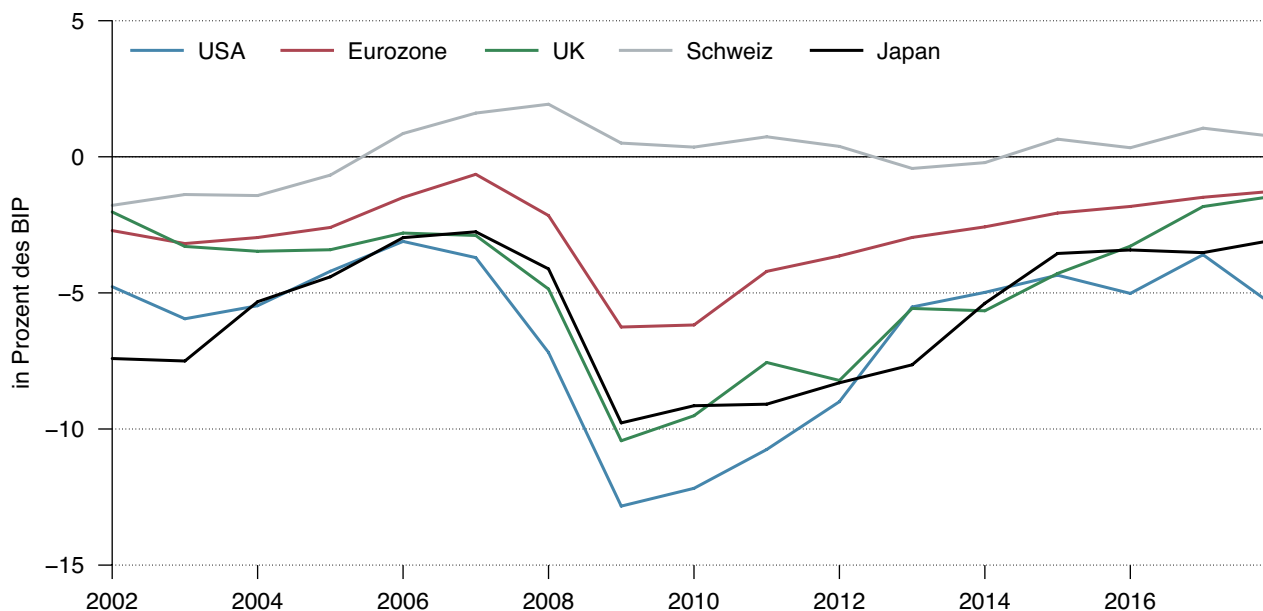
Wirtschaftsindikatoren

Ausgewählte Kennzahlen

	Anteil am Welt-BIP ¹		Leistungsbilanz ²		Staatsverschuldung ²		Budgetdefizit ²		Arbeitslosenquote ³	
	Ø 5 Jahre	Aktuell	Ø 5 Jahre	Aktuell	Ø 5 Jahre	Aktuell	Ø 5 Jahre	Aktuell	Ø 5 Jahre	Aktuell
USA	23.4	23.3	-2.3	-2.8	105.5	107.1	-4.7	-5.5	5.6	3.9
Eurozone	16.3	16.4	3.6	4.0	108.9	107.1	-2.2	-1.3	10.7	8.2
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	10.8
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	2.5
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	12.3
Indien	2.8	3.3	-1.3	-2.3	69.0	68.9	-7.0	-6.5	-	-
Russland	2.2	2.0	2.8	4.5	15.5	18.7	-2.1	0.0	5.4	4.7

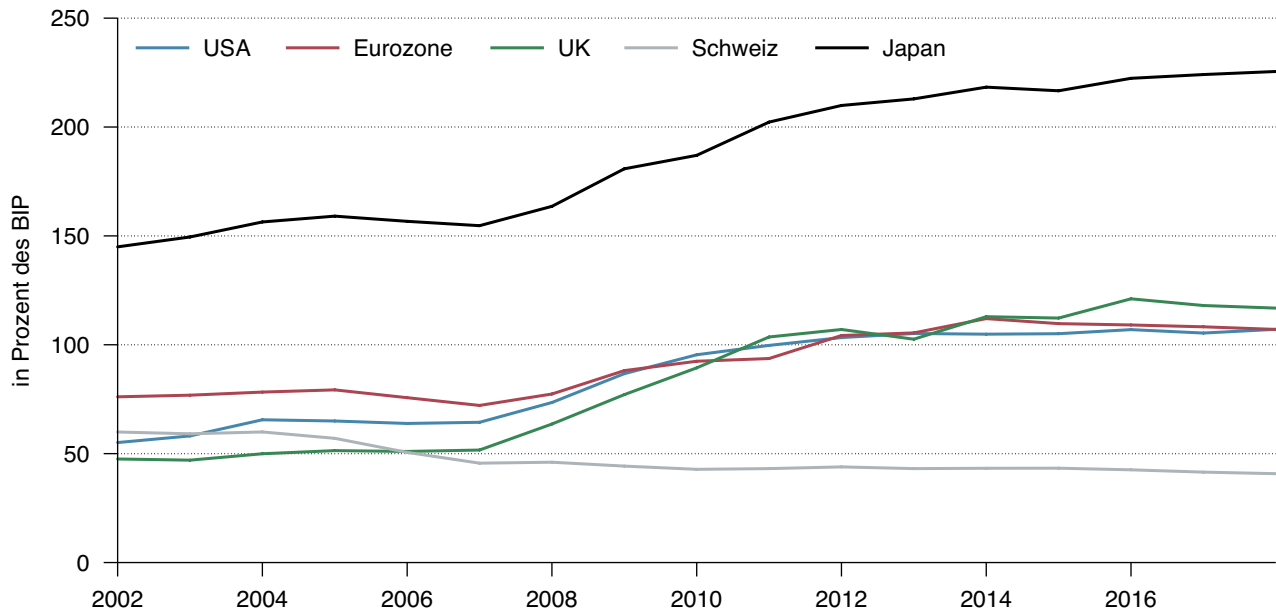
¹ In Prozent; Berechnung anhand von Marktwechsellkursen. ² In Prozent vom nominalen BIP. ³ In Prozent.

Budgetdefizit Industrienationen

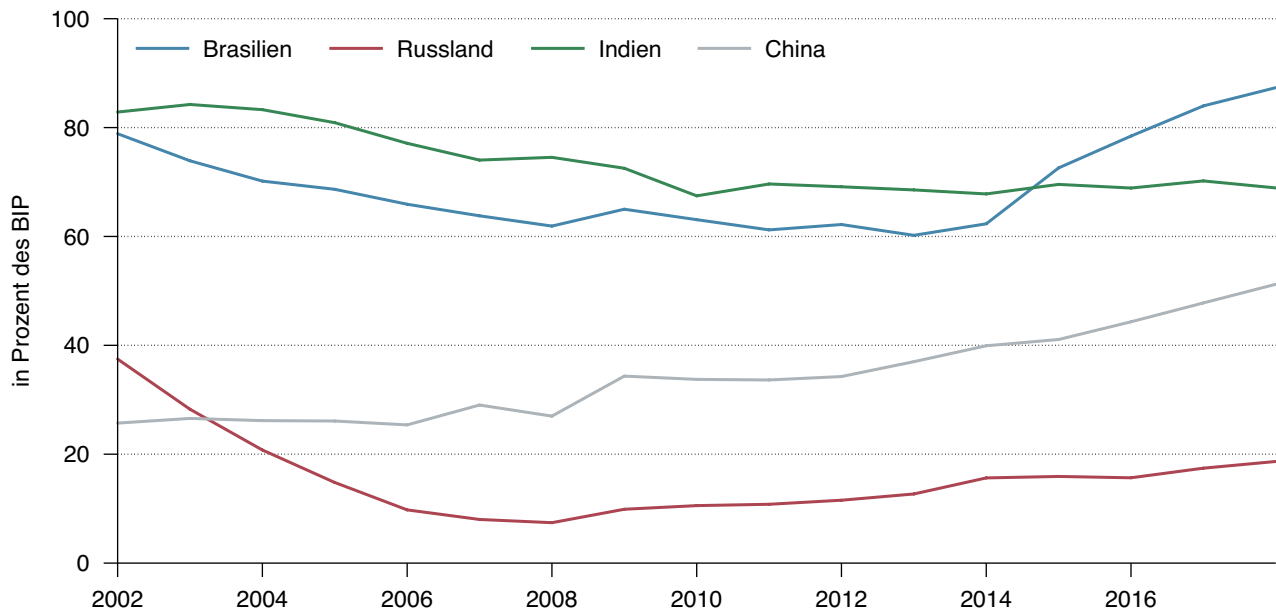


Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Staatsverschuldung Industrienationen



Staatsverschuldung Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Inflation

Durch die im ersten Halbjahr deutlich gestiegenen Energiepreise hat auch die Inflation in vielen der fortgeschrittenen Volkswirtschaften spürbar angezogen. Inländische Teuerungsfaktoren und allen voran das Lohnwachstum bleiben im Vergleich zu vergangenen Aufschwungsphasen jedoch nach wie vor schwach.

Insbesondere in Japan kommt das Lohnwachstum nicht vom Fleck. Ungeachtet der aktuell guten konjunkturellen Lage und des mittlerweile stark ausgetrockneten Arbeitsmarkts sind vor allem grosse Unternehmen immer noch nicht bereit, die Löhne ihrer Angestellten nach oben anzupassen. Das fehlende Lohnwachstum bringt insbeson-

dere die japanische Notenbank in Erklärungsnot. Sie versucht bereits seit Jahren mit ultraexpansiver Geldpolitik die Lohndynamik zu beschleunigen. Abhilfe beim hartnäckig fehlenden Lohndruck soll deshalb neu ein von der Regierung in Aussicht gestelltes Steuergesetz schaffen, welches Unternehmen Steuererleichterungen gegen Lohnwachstum in Aussicht stellt.

Auch in den USA bleibt trotz der aktuellen Hochkonjunktur eine Beschleunigung der Lohninflation bis anhin aus. Besonders deutlich zeigt sich dies bei den amerikanischen Reallöhnen. Bereits seit rund drei Jahren ist dort ein deutlich nach unten gerichteter Trend zu beobachten.

Überblick

	Ø 10 Jahre ¹	Inflation ²				Kerninflation ³			
		5/2018	6/2018	7/2018	8/2018	5/2018	6/2018	7/2018	8/2018
USA	1.6	2.8	2.9	3.0	-	2.2	2.3	2.4	-
Eurozone	1.3	1.9	2.0	2.1	2.0	1.1	0.9	1.1	1.0
Deutschland	1.2	2.2	2.1	2.0	2.0	1.7	1.7	1.5	1.5
Frankreich	1.0	2.0	2.0	2.3	2.3	-	-	-	-
Italien	1.2	1.0	1.3	1.5	1.7	0.8	0.8	0.7	0.9
Spanien	1.2	2.0	2.3	2.3	2.2	1.1	1.0	0.9	-
Grossbritannien	2.3	2.4	2.4	2.5	-	2.1	1.9	1.9	-
Schweiz	0.0	1.0	1.1	1.2	1.2	0.4	0.5	0.5	0.5
Japan	0.3	0.6	0.7	0.9	-	0.3	0.2	0.3	-
Kanada	1.6	2.2	2.5	3.0	-	1.3	1.3	1.6	-
Australien	2.2	2.0	2.1	-	-	1.9	1.8	-	-
Brasilien	6.0	2.9	4.4	4.5	4.2	2.7	3.3	3.6	-
Russland	7.9	2.4	2.3	2.5	3.0	2.0	2.3	2.4	2.6
Indien	7.5	4.9	4.9	4.2	-	-	-	-	-
China	2.3	1.8	1.9	2.1	1.5	1.9	1.9	1.9	-
Industrienationen⁴	1.4	2.2	2.3	2.4	2.4	1.6	1.5	1.6	1.6
Schwellenländer⁴	4.5	2.7	2.9	2.8	2.9	2.0	2.1	2.1	2.2
Welt⁴	2.8	2.5	2.6	2.6	2.6	1.6	1.6	1.7	1.6

¹ Durchschnittliche Jahreststeuerung der Konsumentenpreise in Prozent.

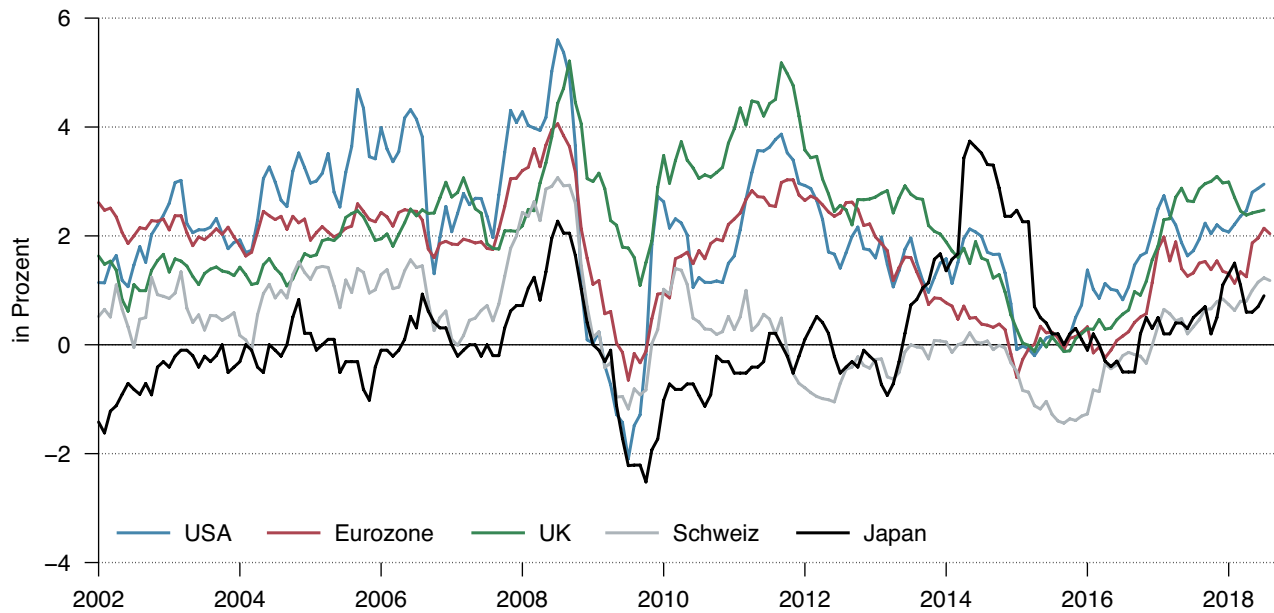
² Veränderung der Konsumentenpreise gegenüber dem Vorjahresmonat in Prozent.

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

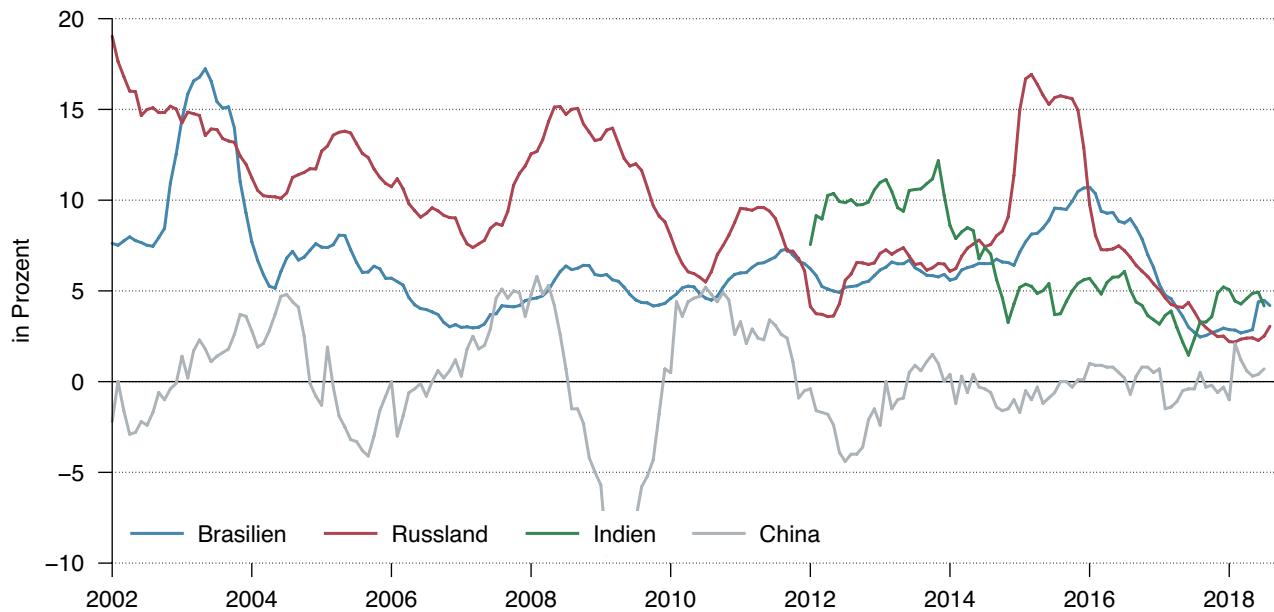
⁴ Die Aggregate werden anhand von nominalen BIP-Gewichten und Kaufkraftparitätskursen geschätzt.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Konsumentenpreisinfation Industrienationen



Konsumentenpreisinfation Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

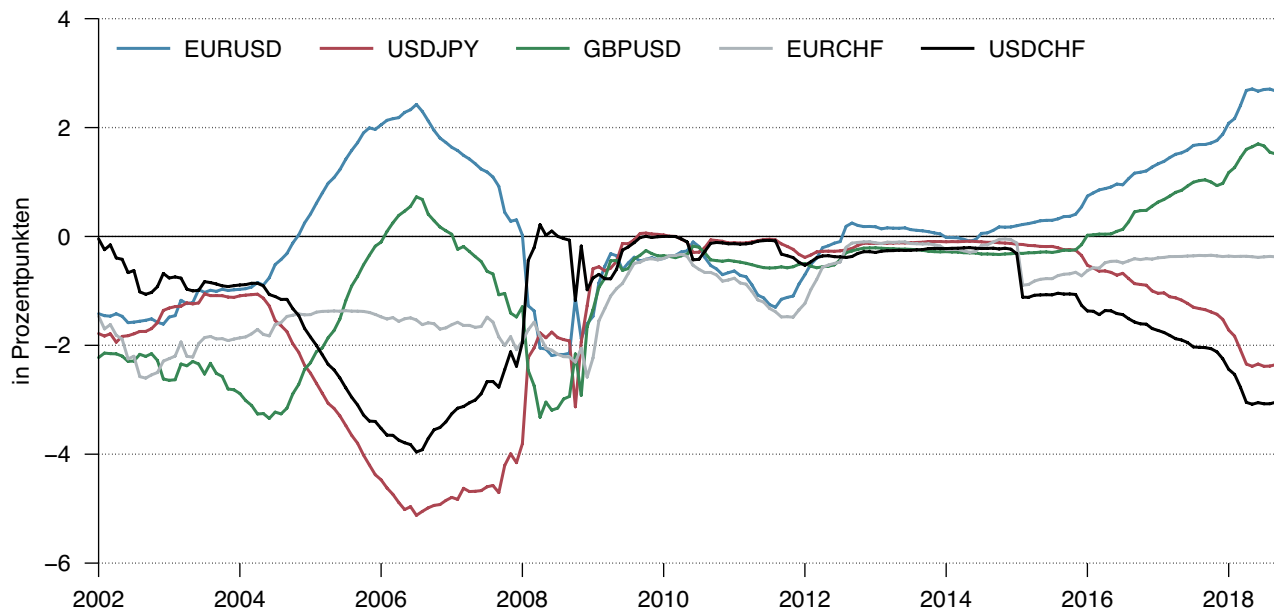
Zinsumfeld

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	1.163	2.67	1.69	0.96	0.25	3.08	1.95	1.24	0.43
USDJPY	110.9	-2.35	-1.35	-0.78	-0.53	-2.71	-1.60	-1.10	-0.80
GBPUSD	1.295	1.52	1.03	0.31	-0.11	1.81	1.12	0.40	-0.07
EURCHF	1.126	-0.37	-0.35	-0.41	-0.58	-0.28	-0.26	-0.41	-0.67
USDCHF	0.968	-3.05	-2.04	-1.37	-0.83	-3.36	-2.22	-1.65	-1.09
GBPCHF	1.253	-1.53	-1.01	-1.06	-0.94	-1.56	-1.09	-1.25	-1.17
CHFJPY	114.6	0.69	0.69	0.58	0.30	0.66	0.62	0.55	0.29
AUDUSD	0.721	0.82	-0.18	-1.08	-2.15	1.32	0.13	-0.57	-1.58
USDCAD	1.320	-0.34	0.14	0.34	0.46	-0.50	0.12	0.10	0.23
USDSEK	9.103	-2.71	-1.84	-0.97	0.03	-3.03	-1.96	-1.16	-0.16
USDRUB	69.2	3.88	6.63	9.03	8.28	4.46	6.39	8.43	8.17
USDBRL	4.157	4.88	6.45	11.69	10.34	5.16	5.71	9.82	9.51
USDCNY	6.831	0.53	3.12	3.22	3.07	0.66	2.70	2.82	2.69
USDTRY	6.600	21.30	11.80	10.87	9.71	23.44	11.57	10.80	9.85
USDINR	71.91	7.47	7.47	8.58	7.85	4.64	4.40	6.40	5.93

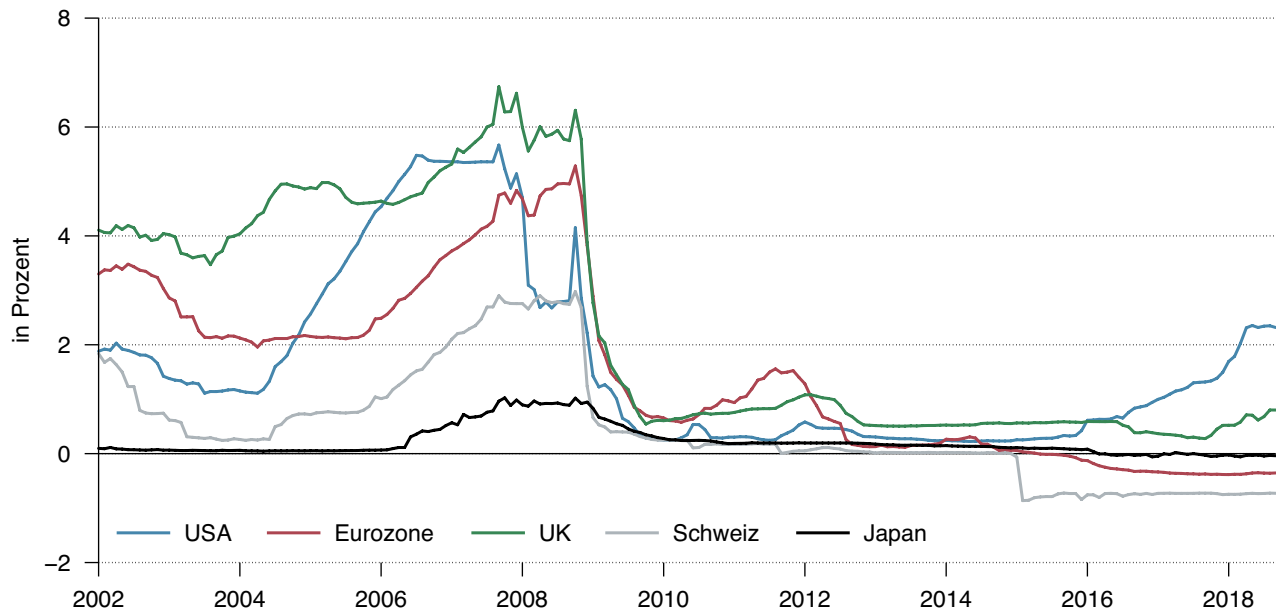
¹ Zinsen im zweiten Währungsraum abzgl. Zinsen im ersten Währungsraum; z.B. US-Dollar-Zinsen abzgl. Euro-Zinsen für EURUSD.

Zinsdifferenz

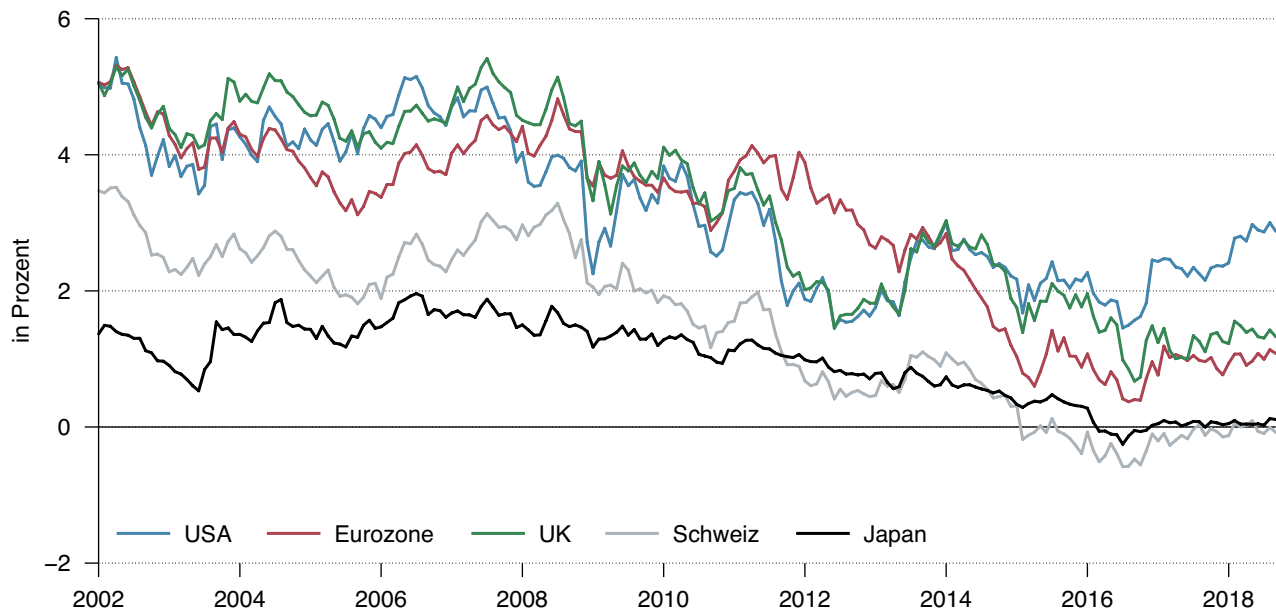


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Dreimonats-Liborsätze



Zehnjährige Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Währungsmärkte

Der Schweizer Franken hat im August für Anleger einmal mehr die Rolle des sicheren Hafens übernommen. Angetrieben von Spekulationen rund um finanzielle Engagements von europäischen Geldhäusern in türkischen Schuldtiteln hat die Schweizer Währung im vergangenen Monat spürbar zugelegt. So resultierte gegenüber dem Euro ein Plus von fast 3 Prozent. Zum US-Dollar wertete die Schweizer Valuta um rund 2.5 Prozent auf. Auch auf handelsgewichteter Basis hat sich die Frankenstärke dementsprechend vom letzten Monat deutlich bemerkbar gemacht. Gemäss unserer PPP-Schätzung ist der Franken mittlerweile um 4.5 Prozent überwertet.

Nebst der im August weiter anhaltenden Währungskrise rund um die türkische Lira mussten auch weitere Schwellenländer eine merkliche Abwertung ihrer Währung hinnehmen. Die derzeitige Schwäche ist nebst hausgemachten Problemen auch der amerikanischen Hochkonjunktur und der damit einhergehende Dollar-Stärke geschuldet. Diese löste bei Investoren vermehrt Fragen zur Tragbarkeit der in vielen Schwellenländer hohen Dollar-normierten Staats- und Unternehmensschuldenständen aus. Sicherlich dürfte aber auch die mittlerweile grundsätzlich geringere Risikotoleranz an den Märkten ihren Anteil dazu beitragen, dass Schwellenlandwährungen aktuell unter Druck sind.

Performance und Bewertung

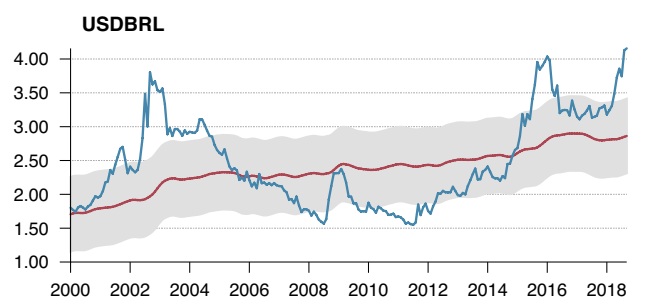
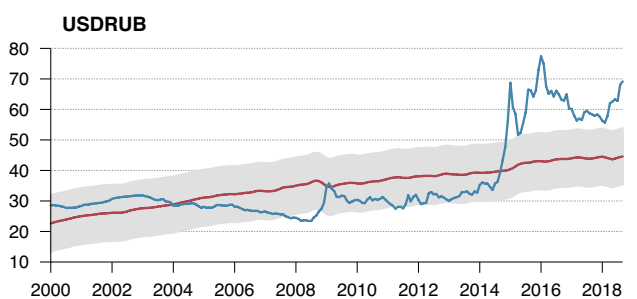
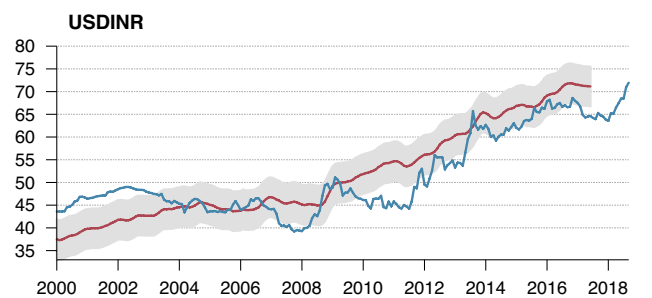
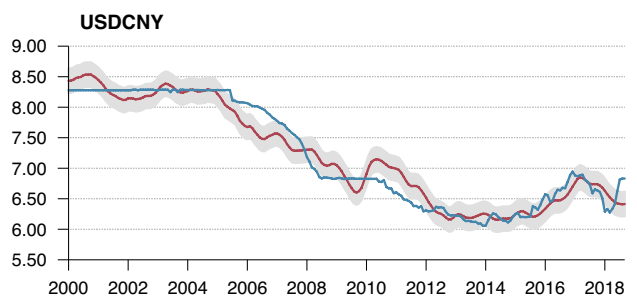
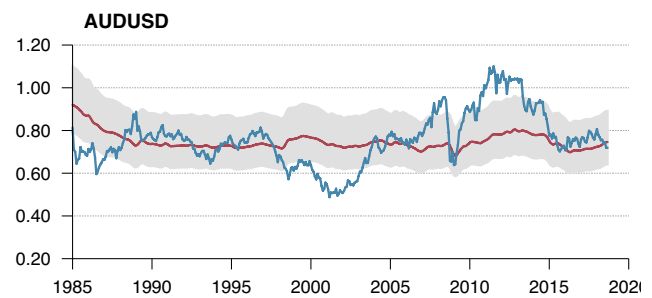
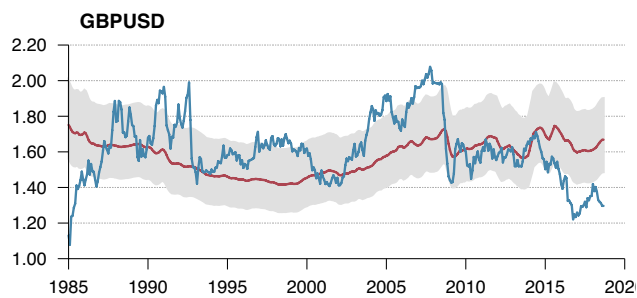
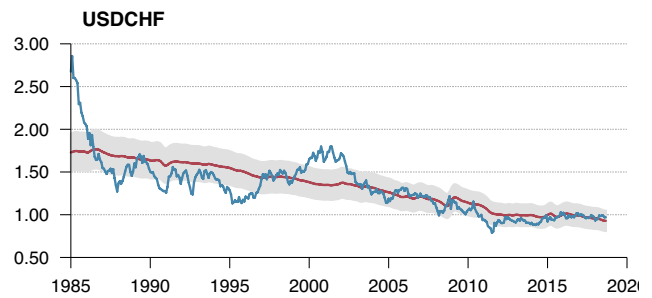
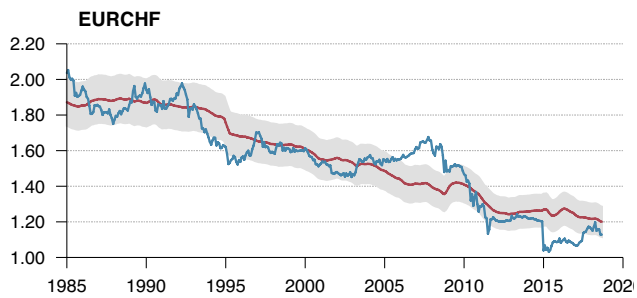
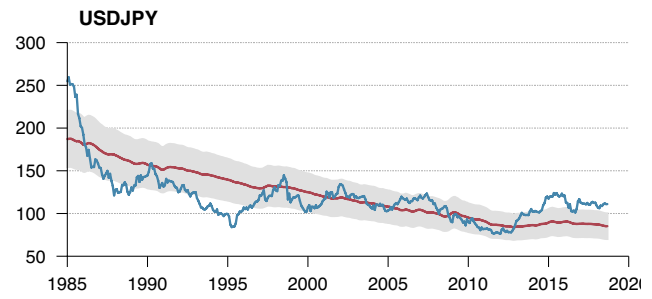
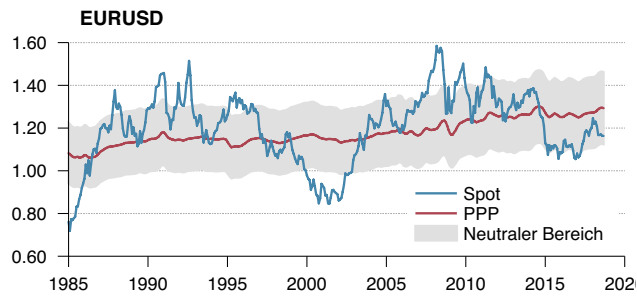
	Aktueller Wechselkurs	Performance ¹				Kaufkraftparität ²		
		YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre	PPP	Neutraler Bereich	Abweichung ³
EURUSD	1.163	-3.1	-1.1	-2.6	-11.6	1.29	1.12 - 1.46	-10.0
USDJPY	110.9	-1.6	1.4	1.9	12.1	85.1	70.3 - 100	30.2
GBPUSD	1.295	-4.3	-3.4	-0.9	-17.1	1.67	1.49 - 1.9	-22.4
EURCHF	1.126	-3.8	-2.9	-1.1	-8.8	1.20	1.12 - 1.28	-6.2
USDCHF	0.968	-0.7	-1.8	1.5	3.1	0.93	0.81 - 1.05	4.3
GBPCHF	1.253	-4.9	-5.1	0.5	-14.6	1.55	1.33 - 1.76	-19.1
CHFJPY	114.6	-0.9	3.2	0.4	8.7	91.7	77.5 - 105.9	24.9
AUDUSD	0.721	-7.8	-5.2	-9.8	-21.6	0.75	0.64 - 0.89	-3.4
USDCAD	1.320	5.3	1.8	7.9	27.1	1.19	1.09 - 1.29	10.9
USDSEK	9.103	11.2	4.3	14.5	37.0	7.33	6.33 - 8.32	24.2
USD RUB	69.2	20.2	10.5	20.6	107.7	44.6	35.4 - 53.7	55.2
USDBRL	4.157	25.3	9.8	33.4	80.6	2.86	2.31 - 3.41	45.2
USDCNY	6.831	4.9	6.6	4.7	11.6	6.41	6.21 - 6.61	6.5
USDTRY	6.600	74.1	46.8	92.3	222.0	3.50	3.14 - 3.85	88.8
USDINR	71.91	12.7	6.2	12.1	10.1	-	-	-

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 +/- 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

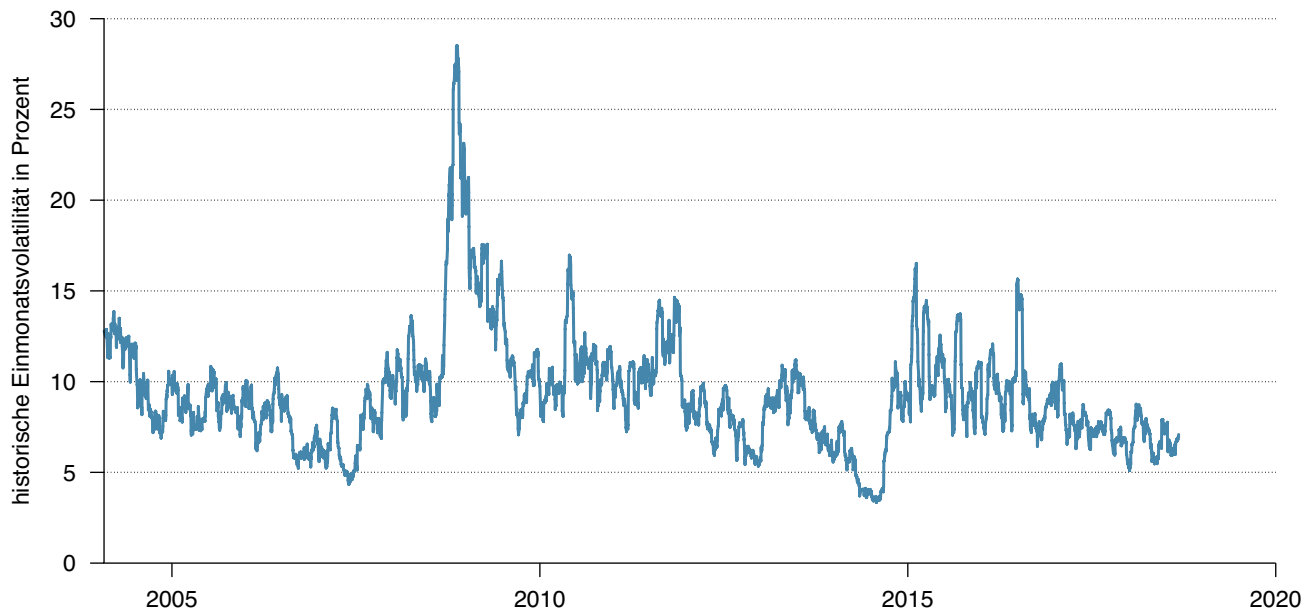
Währungsvervolatilität

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	1.163	7.1	7.5	8.4	10.4	7.0	7.7	8.7	10.8
USDJPY	110.9	6.0	7.7	9.3	10.7	7.0	8.5	9.8	11.3
GBPUSD	1.295	7.6	9.2	8.5	9.9	7.9	9.6	8.9	10.4
EURCHF	1.126	5.0	6.1	5.8	6.5	5.4	6.3	6.4	7.0
USDCHF	0.968	5.7	6.8	8.5	10.3	6.8	7.3	9.1	10.7
GBPCHF	1.253	6.5	8.4	8.8	10.0	7.6	9.0	9.2	10.6
CHFJPY	114.6	6.1	7.1	9.2	11.5	6.5	7.8	10.0	12.1
AUDUSD	0.721	8.4	9.2	9.8	12.2	8.1	9.6	10.4	12.7
USDCAD	1.320	6.9	7.5	7.9	9.6	7.4	7.7	8.2	10.0
USDSEK	9.103	9.6	10.1	9.8	12.3	9.2	10.2	10.1	12.6
USDRUB	69.2	12.9	16.2	16.6	14.9	12.4	15.9	16.8	15.9
USDBRL	4.157	16.6	24.7	15.4	15.7	12.9	18.4	15.7	16.2
USDCNY	6.831	5.8	6.3	4.0	3.3	4.3	6.3	4.8	4.8
USDTRY	6.600	43.6	35.0	13.4	13.4	25.5	29.9	14.3	14.4
USDINR	71.91	5.5	8.3	7.3	9.3	4.7	8.4	8.5	10.4

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

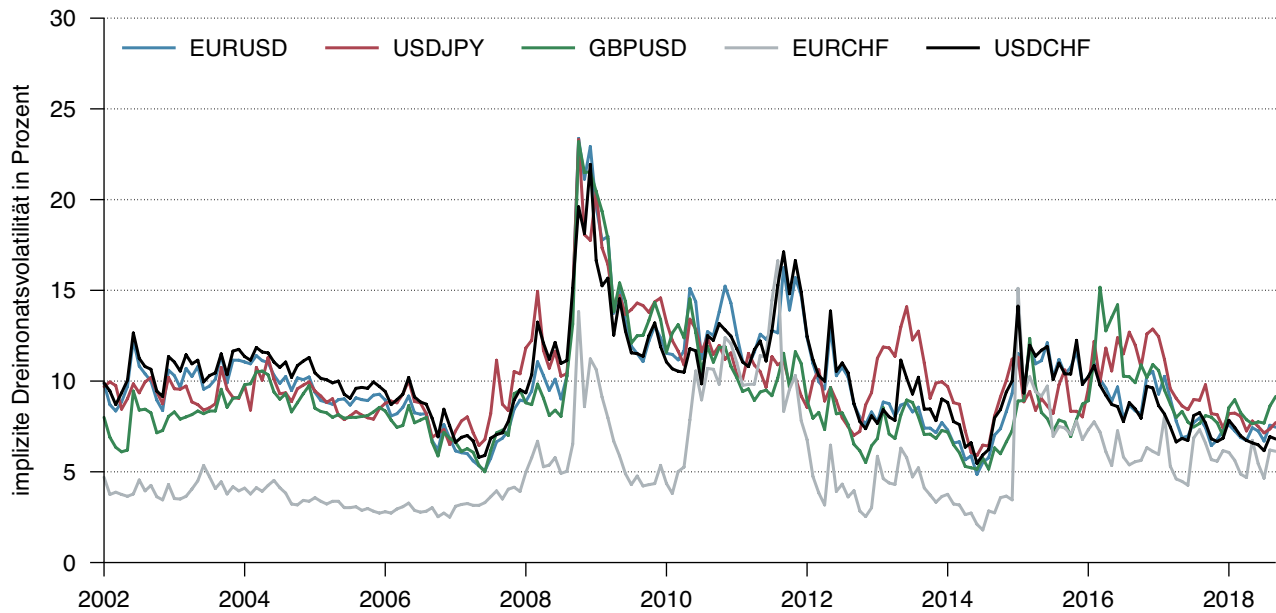
QCAM-Volatilitätsindikator³



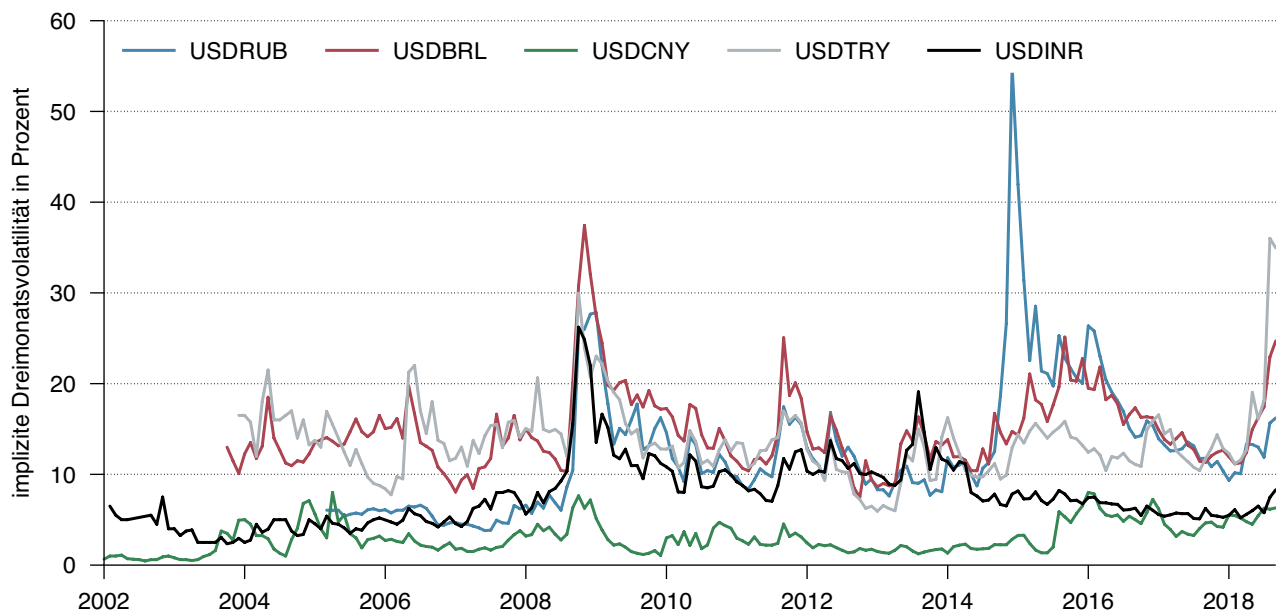
³ Der Volatilitätsindikator von QCAM bildet die Volatilität an den globalen Währungsmärkten ab; für die Berechnung wird die historische Volatilität der wichtigsten Währungspaare verwendet und mithilfe des Handelsvolumens der jeweiligen Währungspaare gewichtet.

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

Volatilität Hauptwährungen



Volatilität Schwellenlandwährungen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

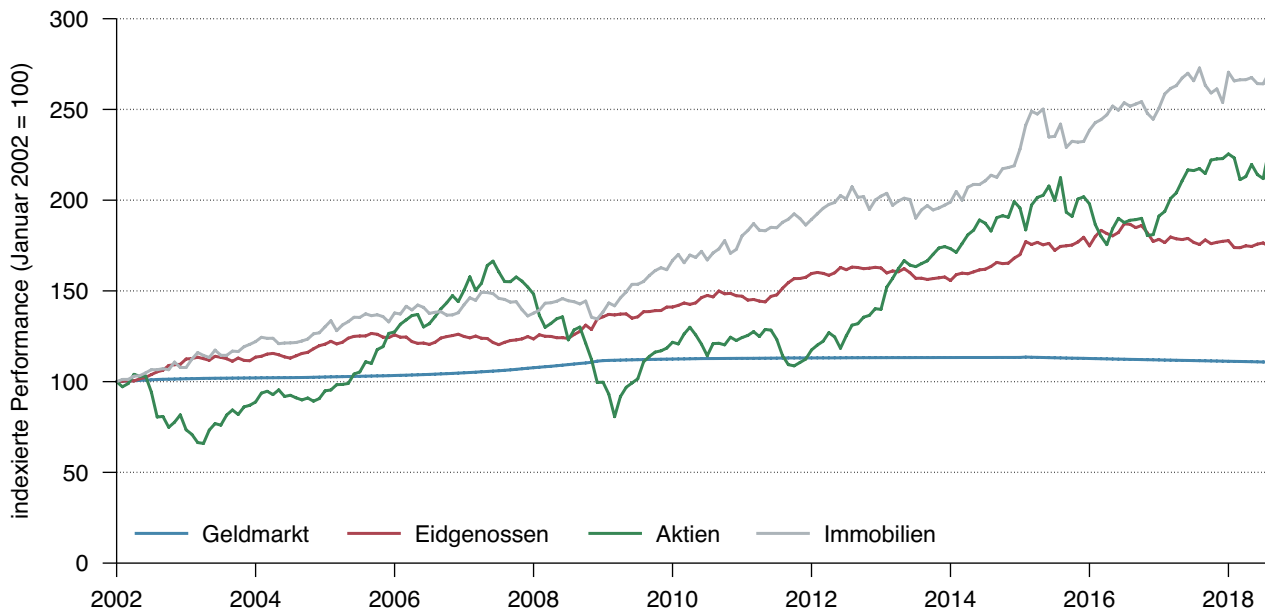
Finanzmarktumfeld

Performancevergleich

	Performance in Lokalwährung bzw. US-Dollar ¹				Performance in Schweizer Franken ¹			
	YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre	YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre
Geldmarkt CHF	-0.5	-0.2	-0.7	-2.3	-0.5	-0.2	-0.7	-2.3
Eidgenossen CHF	-1.2	0.6	-1.4	12.5	-1.2	0.6	-1.4	12.5
Unternehmensanleihen CHF	-0.5	0.6	-0.8	11.3	-0.5	0.6	-0.8	11.3
Aktien Schweiz (SMI)	-2.9	3.6	3.0	30.5	-2.9	3.6	3.0	30.5
Aktien Europa (Stoxx600)	-1.2	-2.5	3.3	44.0	-4.9	-5.3	2.2	31.2
Aktien UK (Ftse100)	-1.6	-3.6	3.7	35.3	-6.4	-8.5	4.3	15.6
Aktien Japan (Topix)	-5.8	-4.8	8.6	63.3	-4.9	-7.8	8.1	50.2
Aktien USA (S&P 500)	9.1	4.0	19.0	92.8	9.8	5.9	17.3	87.0
Aktien Schwellenländer	-10.2	-9.1	-3.4	22.0	-9.6	-7.5	-4.9	18.3
Aktien Welt (MSCI World)	3.8	0.8	12.1	61.6	4.5	2.6	10.5	56.8
Immobilien Schweiz	-3.4	-0.6	-2.0	32.4	-3.4	-0.6	-2.0	32.4
Immobilien Global	1.4	1.6	4.4	42.0	2.1	3.4	2.9	37.7
Rohstoffe	-6.5	-8.4	-3.8	-37.0	-5.9	-6.7	-5.3	-38.9
Rohöl (Brent)	14.8	-0.2	40.9	-34.4	15.6	1.6	38.9	-36.4
Gold	-8.0	-7.6	-10.5	-13.5	-7.4	-5.9	-11.9	-16.2

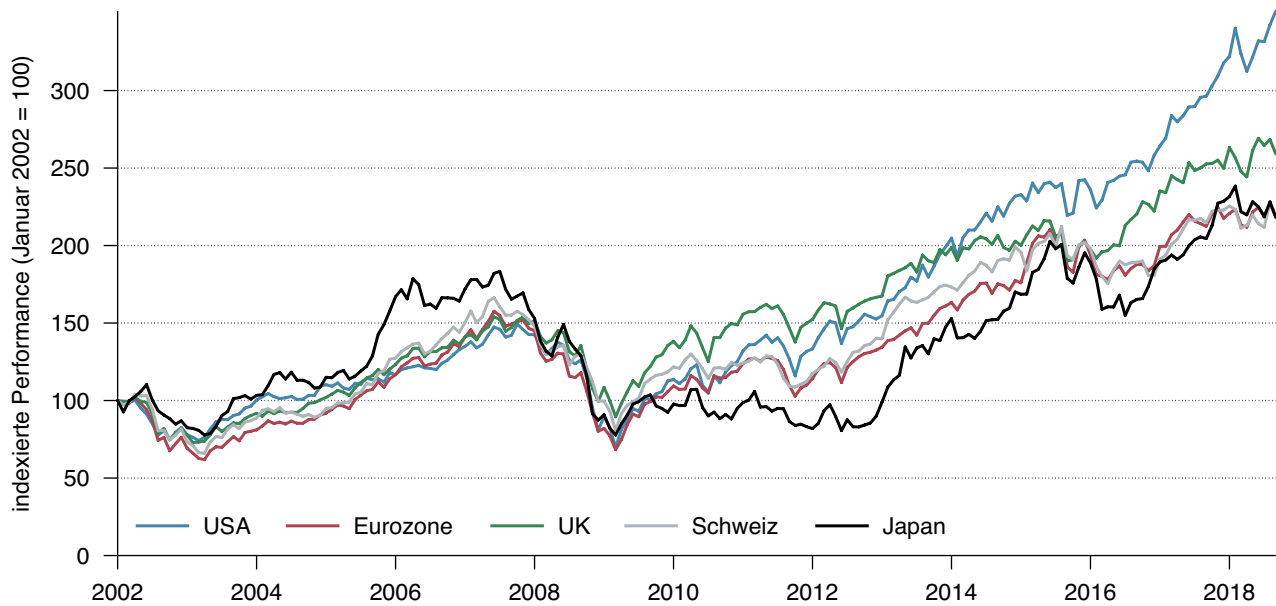
¹ Performance in Prozent für den jeweiligen Zeitraum.

Performance Schweizer Finanzanlagen

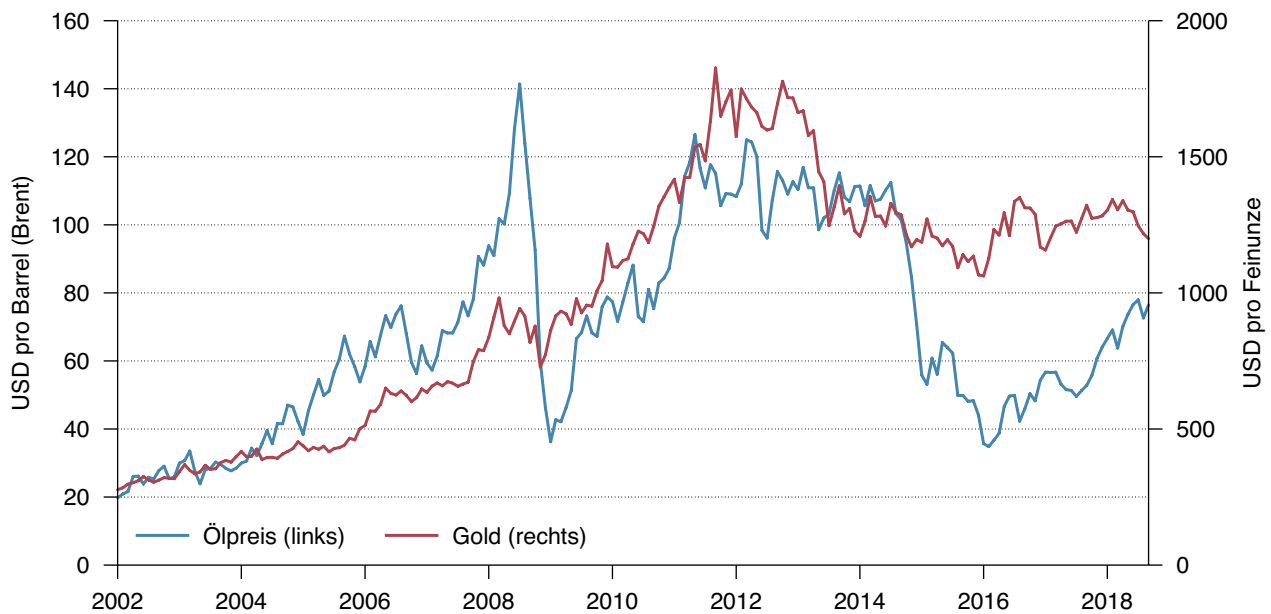


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Performance ausgewählter Aktienmärkte (in Lokalwährung)



Performance ausgewählter Rohstoffpreise

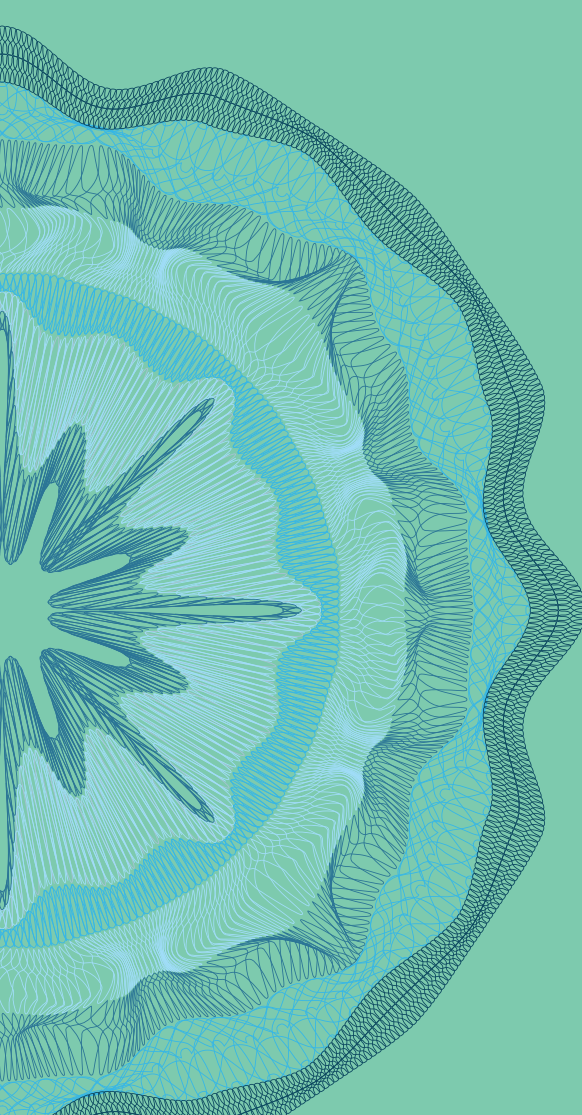


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Die Zahl des Monats

280 Basispunkte

Die Zinsdifferenz zwischen 10-jährigen Staatsanleihen von Deutschland und Italien ist in den vergangenen Wochen stark angestiegen. Lag die Differenz anfangs des Jahres noch bei 130 Basispunkten, so ist sie in den letzten Tagen bis auf 280 Basispunkte angestiegen. Angesichts der politischen Lage Italiens sieht es auch weiterhin so aus, als ob dieser Aufwärtstrend in der nächsten Zeit noch weiter anhalten 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 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.