

JUNI 2019

FX MONTHLY

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

Seite 1 QCAM Insight

Der Euro bleibt gehemmt

Seite 3 Die Makroperspektive

Starker Start ins Jahr,
aber keine Blaupause

Seite 5 Was die Währungsmärkte bewegt

Rezessionen und
der US-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. Juni 2019

FX Monthly erscheint monatlich in deutscher und englischer Sprache.

Inhalt

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

Der Euro bleibt gehemmt



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

Euro-Bullen freuen sich über die Chance einer Zinssenkung der *Federal Reserve* (*Fed*). Aber das löst nicht die Probleme des Euros. Wachsende politische Unsicherheiten und der Konflikt mit Italien könnten der Einheitswährung noch mehr Probleme bereiten.

Im *FX Monthly* vom letzten Januar haben wir geschrieben, dass der Euro noch nicht für eine Rallye bereit ist. Seitdem hat der Euro leicht an Wert verloren. Jetzt hat die Spekulation auf eine *Fed*-Zinssenkung dem Euro etwas Aufwind gegeben, aber wir glauben nicht, dass das hält, solange aus der Eurozone keine guten Nachrichten kommen.

Eine *Fed*-Zinssenkung kann dem Dollar helfen

Die Änderungen der US-Geldpolitik haben dem Dollar bisher nicht geschadet. Als die *Fed* zum Jahreswechsel ihre Politik von Straffung auf Halten wechselte, wertete der Dollar sich kurzfristig etwas gegenüber dem Euro ab,

erholte sich aber schnell wieder. Die Wirtschaftslage in Europa war schlechter und die EZB musste ihre geplante Zinsanhebung verschieben.

US-Konjunkturindikatoren haben sich seitdem abgeschwächt, aber die Lage in Europa hat sich auch nicht verbessert. Der Handelskonflikt zwischen den USA und China droht sogar Europa mehr als den USA zu schaden. Ausserdem hat die *Fed* mehr Spielraum, um die Wirtschaft zu stützen, als die EZB. Daher könnte eine moderate Zinssenkung der *Fed* den Dollar sogar stützen, wenn dies hilft, eine Rezession zu vermeiden, während die EZB wenig Optionen hat, um das Wachstum anzufeuern.

Defizitreduktion in Europa stockt

Ja, der Euro ist gegenüber dem Dollar unterbewertet und überverkauft. Um diese Korrekturkräfte zu bewegen, braucht es einen Katalysator. Euro-Bullen verweisen gerne auf das US-Doppeldefizit. Die Eurozone hat dagegen einen Leistungsbilanzüberschuss und die Staatsfinanzen sind in einem besseren Zustand, wenn auch nicht in allen Mitgliedsländern.

Aber das ist nicht neu und die Verbesserung der Leistungsbilanz und Staatsfinanzen in der Eurozone kommt ins Stocken. Die Stagnation des Welthandels hat einen negativeren Effekt auf die Eurozone, da sie mehr vom Export abhängt als die USA. Viele Euro-Staaten haben ausserdem die Fiskalbremsen gelockert in Reaktion auf schwächeres Wachstum und politischen Druck.

Keine guten Nachrichten für den Euro

Das Hauptproblem des Euros ist der Mangel an guten Nachrichten. Der Wachstumsboom und die Hoffnungen

nach der Wahl von Macron haben den Euro 2017 beflügelt. Im Nachhinein erscheint dies wie eine Illusion. Das Wachstum ist matt und die Gefahr einer Rezession hängt in der Luft. Ausserdem hat das Ergebnis der Europawahl die politische Situation weiter destabilisiert.

Die Nationalisten haben in der Europawahl nicht so stark gewonnen wie erwartet, aber sie haben in einigen Schlüsseländern sehr gut abgeschnitten. Der Sieg von Le Pen und die ungebrochenen Proteste der Gelbwesten erschweren den Reformkurs von Macron in Frankreich. Der Durchmarsch der *Brexit*-Partei in Grossbritannien erhöht das Risiko eines harten *Brexit*s. Und der Sieg von Salvini erhöht das Risiko von Neuwahlen mit dem Ergebnis einer noch stärkeren Anti-EU-Regierung in Italien. In der Tat sind Italiens schwache Fiskal- und Wirtschaftssituation sowie der Konfrontationskurs der Regierung das grösste Risiko für den Euro.

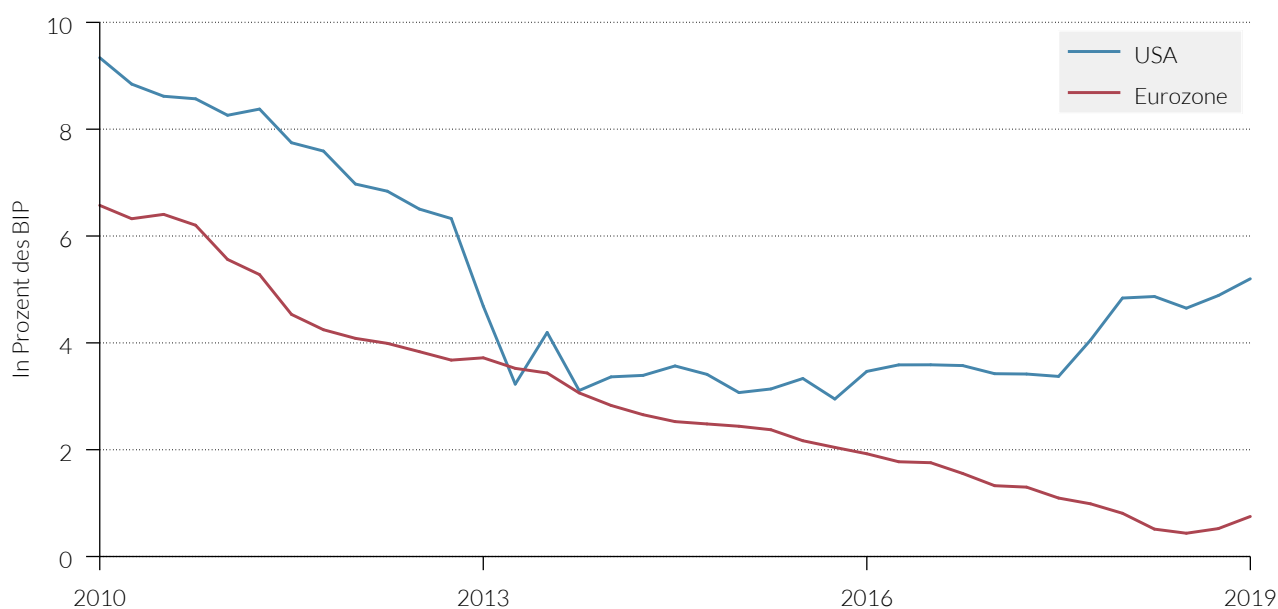
Und selbst in Ländern, wo die Nationalisten weniger gut abgeschnitten haben, droht Gefahr. Griechenland und Ös-

terreich haben bereits Neuwahlen ausgerufen und die Koalition in Deutschland droht zu zerbrechen. Diese nationalen Spannungen und die europaweite Fragmentierung der Parteienlandschaft untergräbt die Institutionen der EU und der Eurozone sowie neue Reformversuche und schwächt Europas Position in internationalen Verhandlungen.

Gefangen in einer Kursspanne

Vor diesem Hintergrund halten wir eine Seitwärtsbewegung des EURUSD zwischen 1.10 und 1.15 für das wahrscheinlichste Szenario. Es gibt Risiken auf beiden Seiten, aber wir warten lieber auf klare Signale, bevor wir uns für eine Richtung entscheiden. Um wieder auf den Euro zu setzen, wollen wir einen Konjunkturaufschwung sehen und Zeichen, dass die politische Entwicklung nicht weiter auseinanderläuft, sondern sich wieder mehr integriert, besonders im Konflikt mit Italien.

Staatsdefizit der USA und der Eurozone



Quelle: US Bureau of Economic Analysis, Europäische Zentralbank, QCAM Currency Asset Management

Die Makroperspektive

Starker Start ins Jahr, aber keine Blaupause

Die Schweizer Wirtschaft ist stark ins Jahr gestartet. In den Folgequartalen wird sie jedoch kaum an das hohe Wachstum anknüpfen können. Die hiesige Industrie hat bis zuletzt zwar erfreulich expandiert und sich damit dem weltweiten Trend widersetzt. Jüngste Stimmungszahlen signalisieren nun aber eine Abschwächung.

Die Konjunkturlage hat sich in den letzten Monaten weltweit verschlechtert. Eine Rezession ist aber noch nicht absehbar. Was könnte den nächsten Abschwung letztendlich auslösen? Die Zentralbanken werden es wohl kaum sein. Diese sind weiterhin darauf fokussiert, so unterstützend wie möglich zu sein und eine durch höhere Zinsen ausgelöste Rezession zu vermeiden. Dank den weiterhin moderaten Inflationsraten können sie sich das erlauben. Im Mittelpunkt stehen deshalb politische Risiken. Den Auseinandersetzungen zwischen den USA und China wird berechtigterweise besondere Aufmerksamkeit zuteil. Eine einfache Lösung scheint momentan nicht absehbar. Aber auch andere politische Fragen sind ungelöst, wie zum Beispiel der *Brexit* oder der Streit um Irans Atomprogramm.

Die Konsumenten lassen sich von diesen Unsicherheiten bisher noch kaum beeinflussen. Die Stimmungsdaten bleiben auf Höchstständen. In den USA liegt beispielsweise die Konsumentenstimmung gemessen vom *Conference Board* wieder nahe jener Niveaus, die sie zuletzt nur im Jahr 2000 erreicht hatte. Anders sieht es in der Industrie aus. Nicht nur die Zahlen zur tatsächlichen Aktivität, auch die vorlaufenden Indikatoren befinden sich auf tieferen Werten. Folglich können kaum Wachstumsimpulse aus diesem Sektor erwartet werden.

Unabhängiger Schweizer Industriezyklus

Anders sieht die Entwicklung der Schweizer Industrie aus. Diese war in den letzten Quartalen mit hohem Tempo unterwegs. Allerdings stammt die Stärke hauptsächlich aus zwei Sektoren: der Pharma- und der Uhrenindustrie. In der zweiten Hälfte von 2018 waren es diese beiden Branchen, welche die Schweizer Wirtschaft vor einer Rezession retteten. Auch zum Start des laufenden Jahres ging es bei den Pharmaprodukten und den Uhren dynamisch weiter.

Nun sind die vorlaufenden Indikatoren für die Industrie in den letzten Monaten aber stark eingebrochen. Der Einkaufsmanagerindex PMI fiel innert eines halben Jahres von rekordhohen 64.6 auf zuletzt 48.6 Punkte. Die Konjunkturumfragen der Konjunkturforschungsstelle KOF zeigen für die Industrie ein ähnliches Bild. Dies stellt die gute Entwicklung der Industrie in Frage. Natürlich kann darauf gehofft werden, dass die Pharma- und Uhrenindustrie weiter ausserordentlich wachsen und die vorlaufenden Indikatoren für die ganze Industrie darum die Dynamik unterschätzen. Eine Prognose dazu wird dadurch erschwert, dass die Zahlen in der Pharmaindustrie von Entwicklungen und Massnahmen einzelner Unternehmen abhängen können.

Breit abgestütztes Wachstum zu Jahresbeginn

Der gute Start der Schweizer Volkswirtschaft ins neue Jahr hing – im Gegensatz zur zweiten Hälfte 2018 – aber nicht nur von der Industrie ab. Das hohe Quartalswachstum von 0.6 Prozent lässt sich auch auf Nachholeffekte zurückführen. So erholten sich nach zwei schwachen

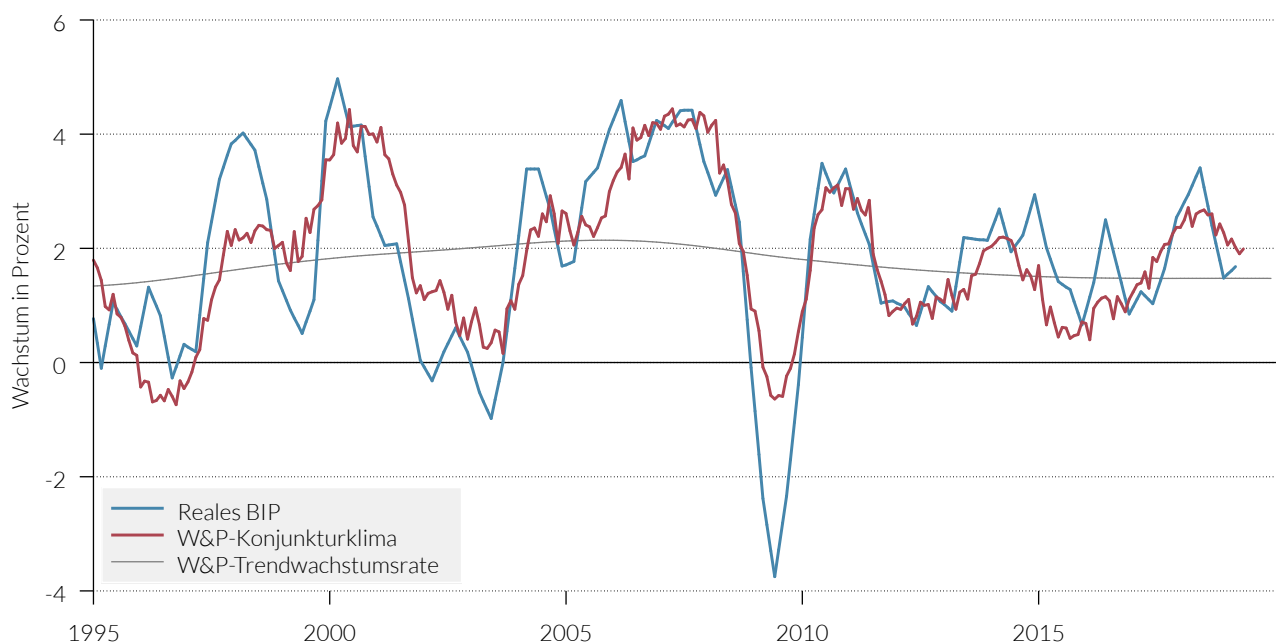
Quartalen die Investitionen zu Beginn des Jahres. Die weiterhin ausgezeichnete Arbeitsmarktsituation zeigte sich wiederum stärker in den privaten Konsumausgaben als noch in den Vorquartalen. Zusätzlich profitierte das Wachstum auch vom milden Winter. Nach Quartalen mit negativen Wachstum konnten die Bauinvestitionen wieder eine positive Wachstumsrate aufweisen.

Mit tieferem Wachstum muss gerechnet werden

Wie repräsentativ ist das starke Wachstum zu Jahresbeginn nun aber für die tatsächliche Stärke der Schweizer Wirtschaft? Trotz des hohen Wachstums im ersten Quartal bleibt das durchschnittliche Wachstum der letzten drei Quartale unter dem langfristigen Wachstumspotenzial und deutet so auf eine eher tiefe Wachstumsdynamik hin. Weitere Nachholeffekte sind kaum zu erwarten. Die bereits sehr gut laufende Industrie wiederum dürfte kaum zusätzliches Wachstum liefern. Auch aus der Weltwirtschaft sind keine relevanten Treiber mehr zu erwarten. Die Geldpolitik der SNB wird zwar weiterhin expansiv

bleiben, zusätzliche Wachstumsimpulse für die Binnenwirtschaft wird die Negativzinspolitik aber auch nicht mehr auslösen. Alles in allem muss also damit gerechnet werden, dass sich die hohe Wachstumszahl in den nächsten Quartalen nicht mehr wiederholen wird. Für das Wachstum des gesamten Jahres 2019 scheint darum höchstens Trendwachstum, also etwa 1.5 Prozent, drinzuliegen.

Höchstens Trendwachstum für die Schweizer Wirtschaft



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Was die Währungsmärkte bewegt

Rezessionen und der Dollar

Die Märkte haben sich jüngst rasch an die neue geldpolitische Realität angepasst. Es werden von der Fed keine Zinserhöhungen mehr erwartet, sondern Zinssenkungen. In den gesunkenen Erwartungen widerspiegeln sich Sorgen über eine nächste Rezession in den USA. Es lohnt sich zum heutigen Zeitpunkt deshalb ein Blick zurück. Wir möchten uns anschauen, wie sich der Dollar im Vorfeld von vergangenen Rezessionen verhalten hat.

Unsere Grafik bildet die Abweichung des US-Dollars von seiner fairen Bewertung seit 1970 ab. Diese Periode umfasst sieben Rezessionen, welche grau markiert sind. Um den fairen Wert des Dollars zu bestimmen, schauen wir uns den handelsgewichteten Wechselkurs an. Die zurzeit wichtigsten Handelswährungen für den US-Dollar sind, in absteigender Reihenfolge, der Euro, der kanadische Dollar, der mexikanische Peso, der chinesische Renminbi, der japanische Yen und das britische Pfund. Für jede dieser Währungen berechnen wir die Abweichung des aktuellen Wechselkurses vom fairen Wechselkurs gemäss Kaufkraftparität. Die stark unterbewerteten Währungen Yen und Pfund sind zusammen für rund die Hälfte der Fehlbewertung des US-Dollars verantwortlich. Nichtsdestotrotz ist der Greenback auch gegenüber den anderen vier Währungen überbewertet.

Der Dollar ignoriert Rezessionen

Die Grafik zeigt erstens, dass der Dollar langen Bewertungszyklen folgt, welche nicht durch Rezessionen unterbrochen wurden. Unser Datensatz umfasst drei Aufwer-

tungs- und drei Abwertungsphasen im Vorfeld von Rezessionen. Was auch immer der vorherrschende Trend zu Beginn einer Rezession war: der Trend änderte während der Rezession kein einziges Mal seine Richtung. Zeigte der Dollar eine Schwächephase, so zum Beispiel in den frühen 1970er-Jahren, den 1980er-Jahren und zu Beginn der 2000er, so setzte sich die Abschwächung auch während der jeweiligen Rezessionen fort. Das gleiche Muster gilt für Zeiten eines sich aufwertenden Dollars: Während der späten 1970er- und frühen 1980er-Jahre sowie während der späten 1990er- und frühen 2000er-Jahre wertete der Dollar sich auf, ohne dass diese Entwicklung durch Rezessionen unterbrochen wurde.

Rezessionen verursachen Turbulenzen im Wechselkurs

In unserer Grafik fällt zweitens auf, dass die Bewertung des Dollars während Rezessionen grosser Volatilität ausgesetzt war. War der Dollar in einer Phase der Abschwächung – man nehme die frühen 1970er-Jahre als Beispiel –, so beobachteten wir während der Rezession kurze Phasen mit erhöhter Nachfrage. Diese Spitzen können selbst zu Zeiten beobachtet werden, in denen der US-Dollar bereits einem ausgeprägten Aufwärtstrend folgte, wie beispielsweise in den frühen 1980er-Jahren. Eine sehr ausgeprägte Nachfrage nach dem Dollar kann auch während der jüngsten Rezession von 2008 beobachtet werden.

Phasen der Überbewertung können lange währen

Seit 1970 hat der Dollar nur je drei Phasen der Über- bzw. Unterbewertung durchgemacht, welche allesamt lange anhielten. In den 1980er-Jahren war der Dollar während

annähernd sieben Jahren überbewertet. Die folgende Phase der Unterbewertung dauerte zehn Jahre und die darauffolgende Überbewertung währte erneut für sieben Jahre bis 2003 an.

Es scheint also, dass der Dollar hat in der Tat einen Anker hat. Genauso wie die Erde nicht zu stark von ihrer Umlaufbahn um die Sonne abweicht, so kehrt auch der Dollar irgendwann zurück zur Kaufkraftparität. Aber im Gegensatz zur Vorhersehbarkeit der Erdumlaufbahn lassen die verfügbaren Daten keinen Schluss darüber zu, wohin sich der Dollar in der kurzen Frist bewegen wird. Eine Überbewertung, sei sie auch noch so ausgeprägt, macht eine Abwertung auf kurze Sicht nicht wahrscheinlicher. Ebenso wenig wissen wir über die Geschwindigkeit und den Zeitpunkt der Abwertung. Nur etwas können wir mit Gewissheit sagen: Eine Abweichung von der Kaufkraftparität ist über lange Frist nicht nachhaltig.

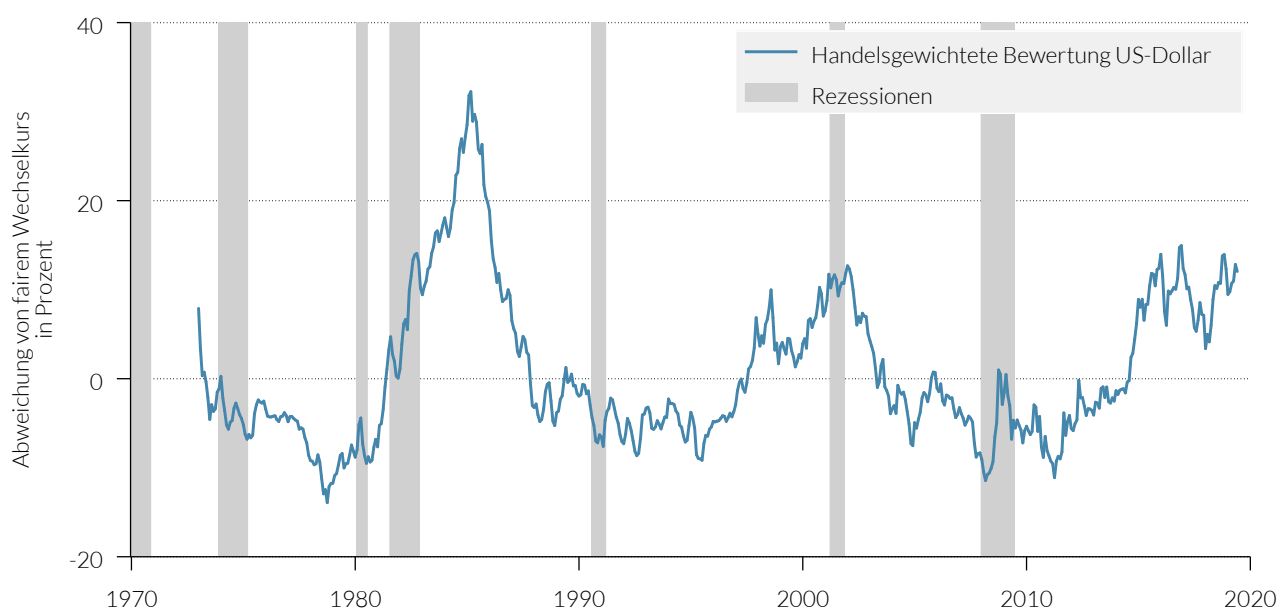
Die Daten seit 1970 zeigen auch, dass in beiden Phasen der Überbewertung die Spitze nach vier bis viereinhalb Jahren erreicht wurde. Just in diesem Zeitpunkt be-

finden wir uns auch heute. Dennoch sind Daten aus nur zwei vergangenen Zyklen nicht genug, um hilfreiche Schlüsse über den Zeitpunkt der nächsten Abwertung zu ziehen. So bleibt uns also nur die Beobachtung, dass der Dollar zurzeit überbewertet ist und dereinst zu seiner fairen Bewertung zurückkehren sollte.

Handelskriege stützen vorerst den Dollar

Bisherige Daten geben sogar Anhaltspunkte dafür, dass die jüngsten Handelskriege die Überbewertung des Dollars noch verstärkt haben. Neue US-Zölle (oder deren Ankündigung auf Twitter) haben den chinesischen Renminbi und den mexikanischen Peso jeweils geschwächt. Dies führt ironischerweise dazu, dass US-Exporte teurer und damit weniger kompetitiv werden. Dies, so behaupten wir, ist ein weiterer Grund dafür, dass der Dollar eines Tages zu einem tieferen und kompetitiveren Level zurückkehren wird.

US-Dollar deutlich überbewertet



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Konjunkturklima

Jüngste Konjunkturdaten haben unsere aktuelle Einschätzung zur globalen Wirtschaft weitgehend bestätigt. In den USA hat sich die Divergenz zwischen den Stimmungsdaten der Konsumenten und der Unternehmen im Mai akzentuiert. Während seitens der Konsumenten die Barometer nach oben gerichtet bleiben, hat bei den Unternehmen vor allem die Stimmung in der Industrie merklich nachgelassen. Im Fokus der Märkte bleibt auch die europäische Industrie. Im Mai zeigten sich die Industrieunternehmen seit 13 Monaten erstmals wieder optimistischer für die Zukunft. Die jüngsten Industriezahlen aus Deutschland enttäuschten indes mit einem

negativen Wachstum. Im ersten Quartal schien es noch, als ob die Industrieproduktion Boden gefunden habe.

Die für die Schweiz traditionell mit deutlicher Verzögerung veröffentlichten BIP-Quartalszahlen deuten auf ein gelungenes Startquartal 2019 hin. Die Schweizer Wirtschaft scheint zu Jahresbeginn insbesondere von der robusten Entwicklung der Pharmaindustrie profitiert zu haben, wenn auch die verwendungsseitigen Wachstumsbeiträge ein überraschend ausgewogenes Wachstumsbild anzeigen.

Überblick

	Trend- wachstum ¹	Reales BIP-Wachstum ²				W&P-Konjunkturklimaindikatoren ³			
		Q2/2018	Q3/2018	Q4/2018	Q1/2019	2/2019	3/2019	4/2019	5/2019
USA	1.7	2.9	3.0	3.0	3.2	3.2	3.1	2.7	2.9
Eurozone	1.0	2.2	1.6	1.1	1.2	2.3	2.2	1.9	2.1
Deutschland	1.4	2.0	1.2	0.6	0.7	2.7	2.4	2.2	2.3
Frankreich	0.7	1.9	1.5	1.2	1.2	1.5	1.6	1.5	1.9
Italien	0.2	1.0	0.5	0.0	-0.1	0.6	0.6	0.4	0.7
Spanien	1.6	2.6	2.5	2.3	2.4	2.3	2.7	2.3	2.5
Grossbritannien	1.8	1.4	1.6	1.4	1.8	1.6	1.8	1.6	1.1
Schweiz	1.5	3.4	2.4	1.5	1.7	2.2	2.0	1.9	2.0
Japan	0.4	1.4	0.1	0.2	0.8	2.1	2.0	1.9	1.9
Kanada	1.6	1.8	2.0	1.6	1.3	1.0	1.3	0.7	1.1
Australien	2.4	3.1	2.8	2.4	1.8	2.6	2.5	2.6	2.7
Brasilien	1.4	0.9	1.3	1.1	0.4	2.2	1.4	0.8	-
Russland	0.1	2.2	2.2	2.7	0.5	0.3	2.7	1.8	0.0
Indien	7.7	7.9	7.0	6.6	5.8	6.9	6.8	6.7	6.8
China	7.4	6.7	6.5	6.4	6.4	6.3	6.7	6.4	6.3
Industrienationen⁴	1.4	2.5	2.2	2.0	2.1	2.7	2.6	2.3	2.4
Schwellenländer⁴	6.0	5.6	5.2	4.9	4.5	5.1	5.1	4.7	4.6
Welt⁴	3.5	4.1	3.8	3.5	3.4	4.0	3.9	3.5	3.5

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

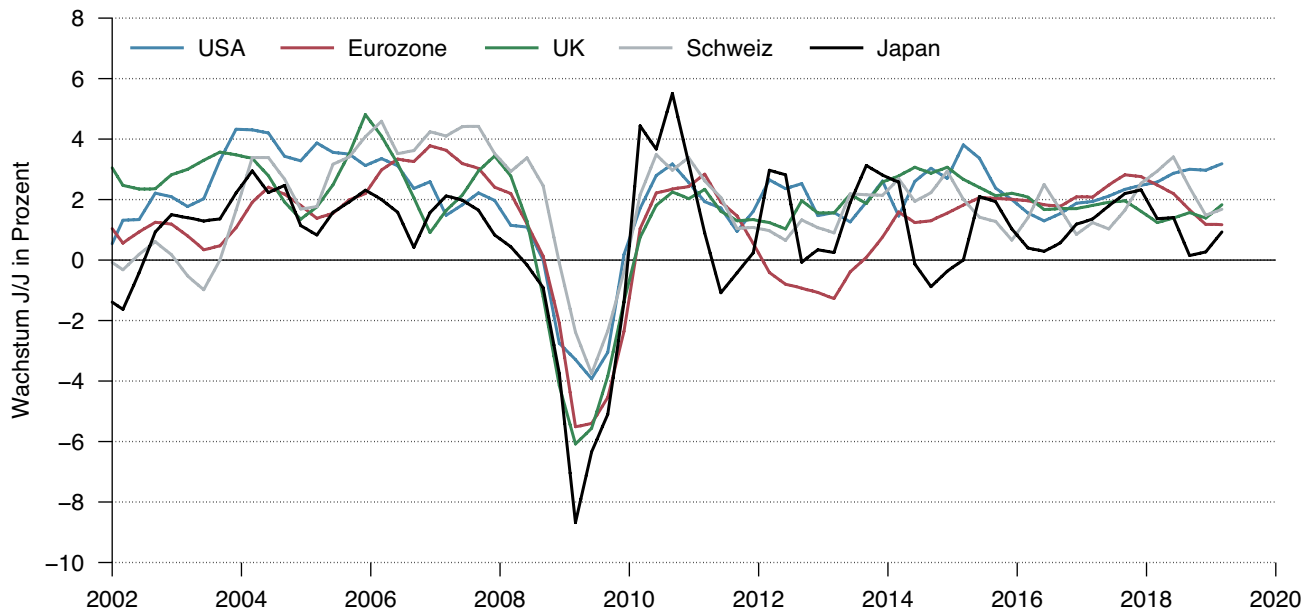
² Veränderung des realen BIP gegenüber dem Vorjahresquartal in Prozent.

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

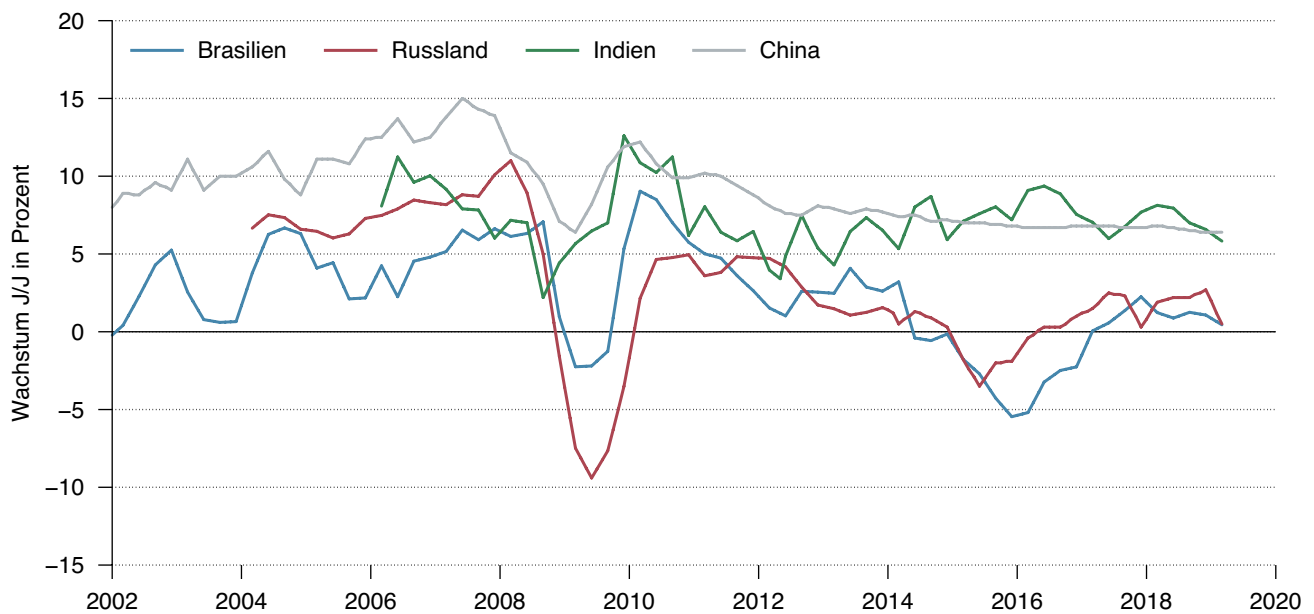
⁴ Die Aggregate werden anhand von nominalen BIP-Gewichten und Kaufkraftparitätskursen berechnet.

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

Wirtschaftswachstum Industrienationen



Wirtschaftswachstum Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

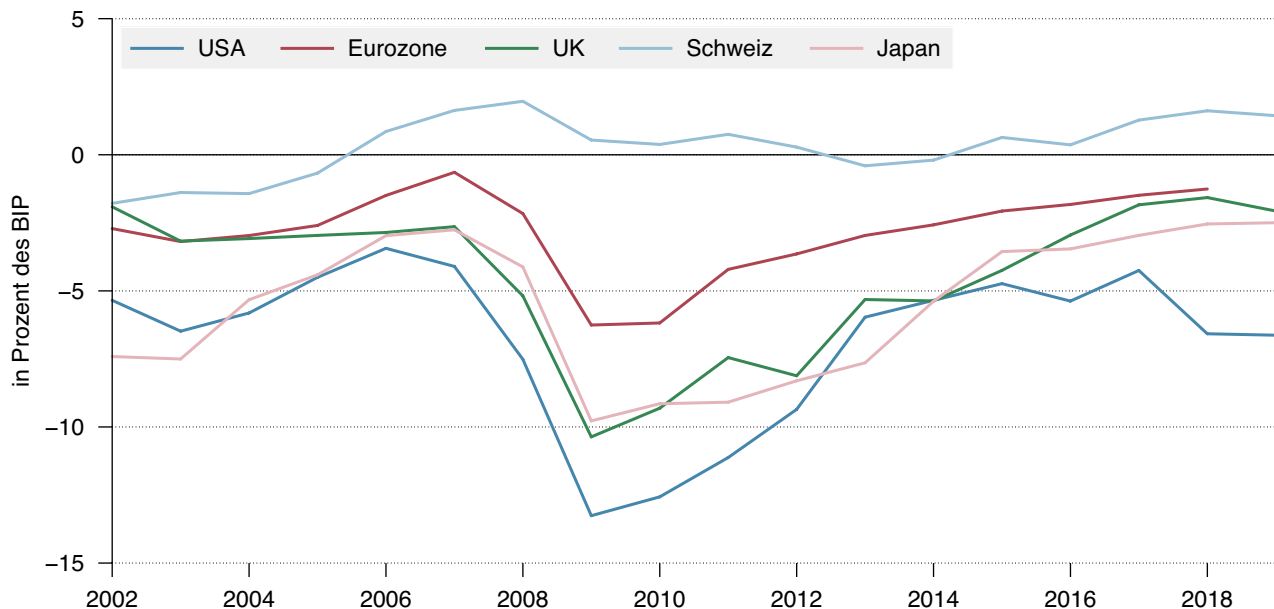
Wirtschaftsindikatoren

Ausgewählte Kennzahlen

	Anteil am Welt-BIP ¹		Leistungsbilanz ²		Staatsverschuldung ²		Budgetdefizit ²		Arbeitslosenquote ³	
	Ø 5 Jahre	Aktuell	Ø 5 Jahre	Aktuell	Ø 5 Jahre	Aktuell	Ø 5 Jahre	Aktuell	Ø 5 Jahre	Aktuell
USA	24.0	24.5	-2.3	-2.4	105.7	110.3	-5.3	-6.6	4.9	3.6
Eurozone	16.1	15.6	3.8	-	109.2	-	-1.8	-	10.0	7.6
Deutschland	4.7	4.5	7.9	7.3	76.2	66.5	1.0	0.9	6.0	5.0
Frankreich	3.3	3.2	-0.6	0.0	121.8	124.1	-3.3	-3.2	9.5	8.4
Italien	2.5	2.3	2.3	2.6	155.5	151.0	-2.5	-2.4	11.6	10.4
Spanien	1.7	1.6	1.5	0.8	115.9	113.0	-4.3	-2.0	19.7	13.8
Grossbritannien	3.6	3.2	-4.5	-5.6	113.7	112.4	-3.2	-2.1	4.7	3.1
Schweiz	0.9	0.8	9.2	9.6	42.7	40.3	0.7	1.4	3.1	2.3
Japan	6.1	5.9	3.1	3.0	220.8	225.6	-3.6	-2.5	3.1	2.4
Kanada	2.1	2.0	-2.9	-3.1	89.9	88.0	-0.2	-0.6	6.6	5.4
Australien	1.7	1.6	-3.1	-2.1	38.7	41.1	-2.2	-1.5	5.7	5.2
China	14.8	16.3	1.7	0.4	44.5	55.4	-3.2	-6.1	4.0	-
Brasilien	2.5	2.2	-1.9	-1.7	77.0	90.4	-7.9	-7.3	10.3	12.5
Indien	3.0	3.4	-1.5	-2.5	69.3	69.0	-7.0	-6.9	-	-
Russland	2.0	1.8	3.8	5.7	15.6	13.8	-1.4	1.0	5.3	4.7

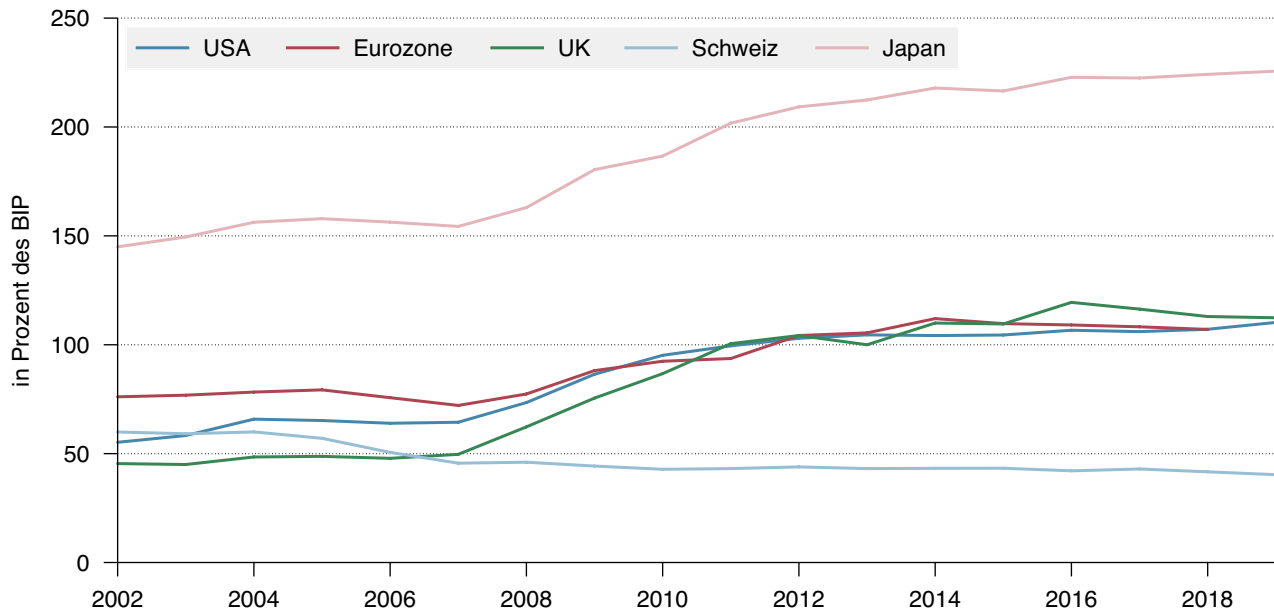
¹ In Prozent; Berechnung anhand von Marktwechsellkursen. ² In Prozent vom nominalen BIP. ³ In Prozent.

Budgetdefizit Industrienationen

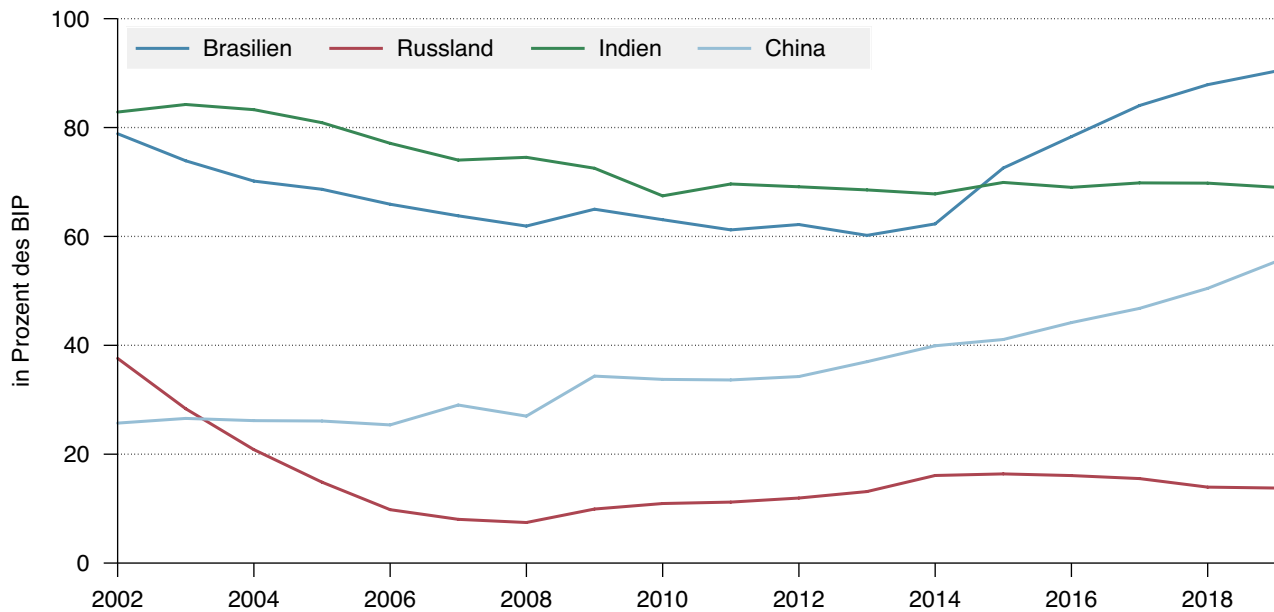


Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Staatsverschuldung Industrienationen



Staatsverschuldung Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Inflation

Die Teuerungsraten haben sich in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften im vergangenen Monat nur leicht bewegt. Mit 2.1 Prozent etwas stärker angezogen haben im April die Konsumentenpreise in Grossbritannien. Dazu beigetragen haben eine Anhebung der Obergrenze der Gas- und Ölpreise für Endkunden sowie ein Anstieg der Teuerung bei Immobilien. Leicht stärker fiel der Preisdruck mit 2 Prozent Jahreststeuerung auch in den USA aus. Mit Blick auf die kommenden Monate bleibt vorerst unklar, in welchem Masse sich die jüngste Eskalation des Handelsstreits mit China auf die amerikanische Preisentwicklung auswirken wird. Wohl als erstes werden sich

die Zölle bei den US-Produzentenpreisen bemerkbar machen. Preiszugeständnisse chinesischer Exporteure und ein schwächerer Renminbi dürften aber dafür sorgen, dass der zusätzliche Preisauftrieb insgesamt gering ausfallen wird. Darüber hinaus wird die Inflation wohl mittelfristig auch von einer durch den Zollstreit geschwächten US-Konjunktur zurückgehalten werden.

Zuletzt wieder nachgelassen hat die Teuerung in der Schweiz. Nach dem überraschend starken Startquartal deuten die Indikatoren für die kommenden Monate auf eine eher flauere Konjunktur hin, was in der kurzen Frist für wenig zusätzliche Inflationseffekte spricht.

Überblick

	Ø 10 Jahre ¹	Inflation ²				Kerninflation ³			
		2/2019	3/2019	4/2019	5/2019	2/2019	3/2019	4/2019	5/2019
USA	1.6	1.5	1.9	2.0	-	2.1	2.0	2.1	-
Eurozone	1.3	1.5	1.4	1.7	1.2	1.0	0.8	1.3	0.8
Deutschland	1.3	1.5	1.3	2.0	1.4	1.4	1.3	1.5	1.4
Frankreich	1.1	1.3	1.1	1.3	1.0	0.7	0.5	0.7	-
Italien	1.2	1.0	1.0	1.1	0.9	0.4	0.4	0.6	0.5
Spanien	1.2	1.1	1.3	1.5	0.8	0.7	0.7	0.9	-
Grossbritannien	2.2	1.9	1.9	2.1	-	1.8	1.8	1.8	-
Schweiz	0.0	0.6	0.7	0.7	0.6	0.4	0.5	0.5	0.6
Japan	0.3	0.2	0.5	0.9	-	0.4	0.5	0.6	-
Kanada	1.6	1.5	1.9	2.0	-	1.5	1.6	1.5	-
Australien	2.1	1.5	1.3	-	-	1.4	1.3	-	-
Brasilien	5.9	3.9	4.6	4.9	4.7	3.6	3.8	4.0	-
Russland	7.2	5.2	5.3	5.2	5.1	4.4	4.6	4.6	4.7
Indien	7.0	2.6	2.9	2.9	-	-	-	-	-
China	2.4	1.5	2.3	2.5	1.5	1.8	1.8	1.7	-
Industrienationen⁴	1.4	1.4	1.5	1.8	1.6	1.5	1.4	1.6	1.4
Schwellenländer⁴	4.3	2.3	2.9	3.0	3.0	2.3	2.4	2.3	2.3
Welt⁴	2.7	1.8	2.2	2.4	2.3	1.6	1.6	1.7	1.6

¹ Durchschnittliche Jahreststeuerung der Konsumentenpreise in Prozent.

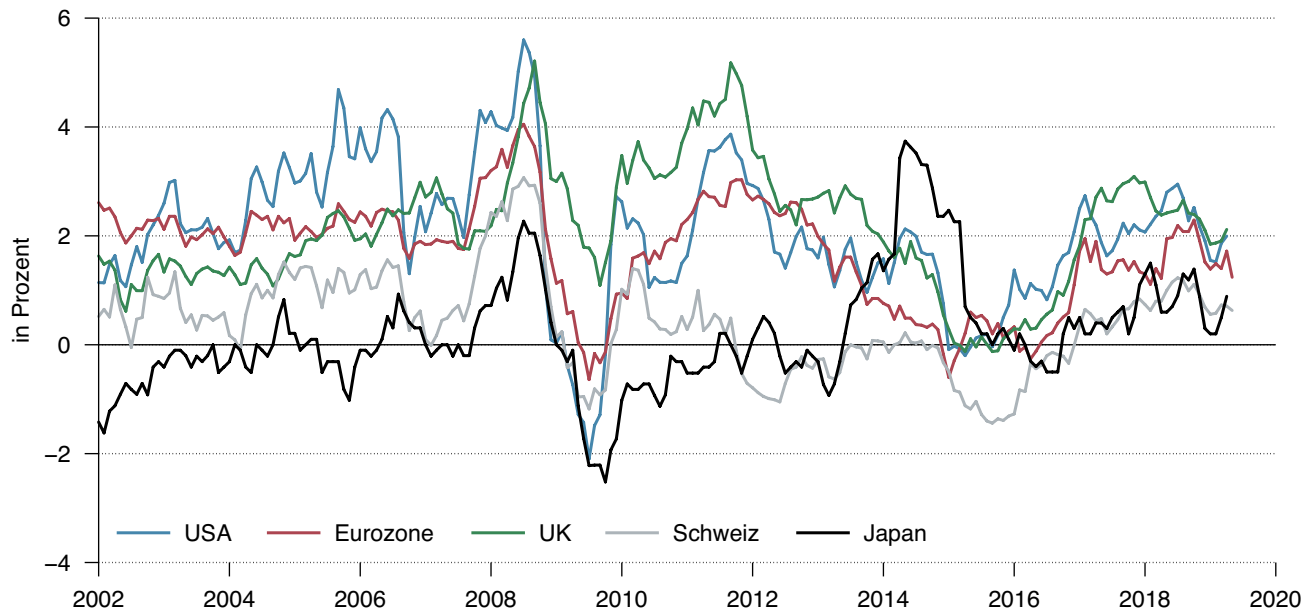
² Veränderung der Konsumentenpreise gegenüber dem Vorjahresmonat in Prozent.

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

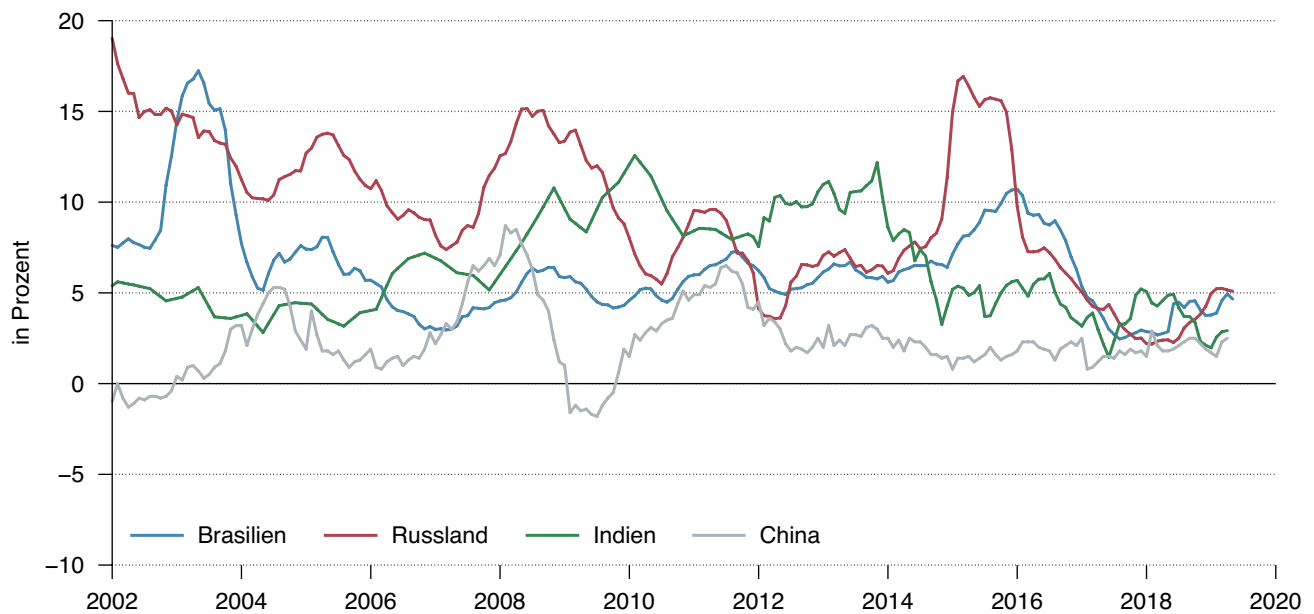
⁴ Die Aggregate werden anhand von nominalen BIP-Gewichten und Kaufkraftparitätskursen geschätzt.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Konsumentenpreisinfation Industrienationen



Konsumentenpreisinfation Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

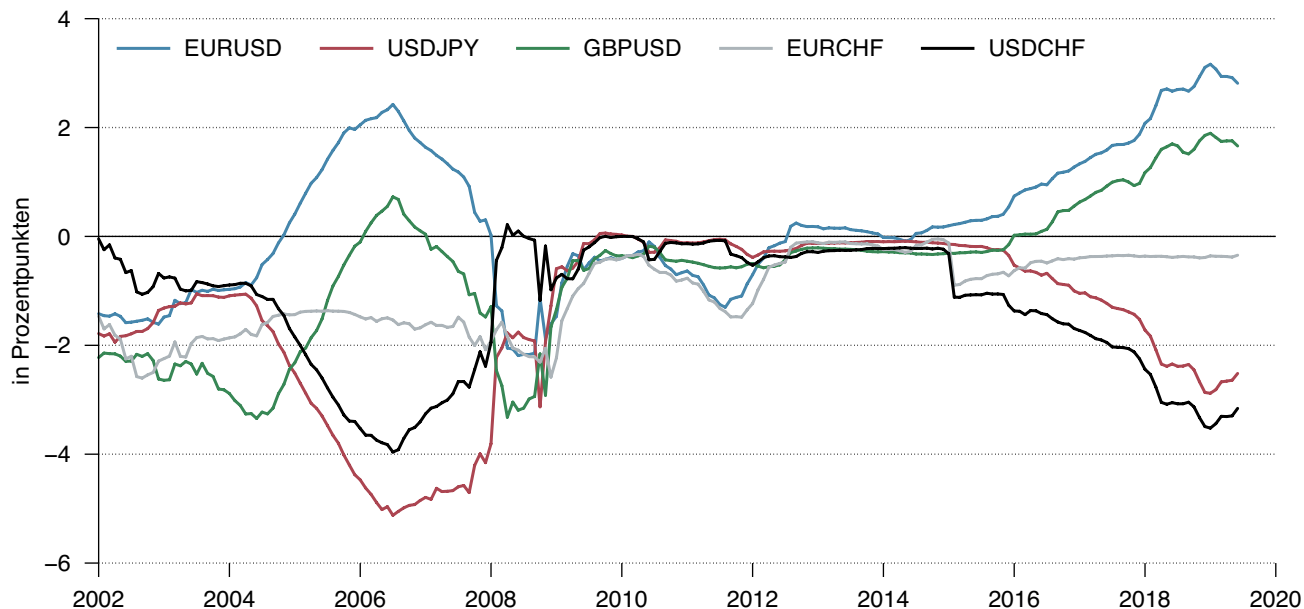
Zinsumfeld

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	1.131	2.78	2.69	1.40	0.55	2.52	3.00	1.69	0.71
USDJPY	108.6	-2.50	-2.37	-1.17	-0.65	-2.27	-2.65	-1.49	-0.91
GBPUSD	1.272	1.65	1.71	0.61	0.12	1.37	1.83	0.72	0.14
EURCHF	1.123	-0.36	-0.38	-0.43	-0.48	-0.36	-0.29	-0.42	-0.58
USDCHF	0.993	-3.14	-3.07	-1.84	-1.03	-2.88	-3.29	-2.11	-1.29
GBPCHF	1.262	-1.49	-1.36	-1.22	-0.91	-1.51	-1.46	-1.39	-1.15
CHFJPY	109.4	0.64	0.70	0.66	0.38	0.61	0.63	0.62	0.38
AUDUSD	0.696	1.34	0.84	-0.55	-1.92	1.44	1.22	-0.04	-1.40
USDCAD	1.328	-0.44	-0.58	0.11	0.44	-0.20	-0.63	-0.12	0.24
USDSEK	9.447	-2.52	-2.79	-1.50	-0.24	-2.18	-2.98	-1.69	-0.40
USDRUB	64.5	5.30	3.86	8.63	7.51	5.20	3.79	8.11	7.18
USDBRL	3.864	13.54	13.54	12.17	9.83	3.76	4.82	8.86	9.05
USDCNY	6.914	0.50	2.02	2.54	3.07	0.88	1.63	2.26	2.69
USDTRY	5.827	24.29	16.93	12.92	10.46	25.34	17.67	12.86	10.52
USDINR	69.45	7.47	7.47	8.21	7.97	3.82	4.47	5.80	6.06

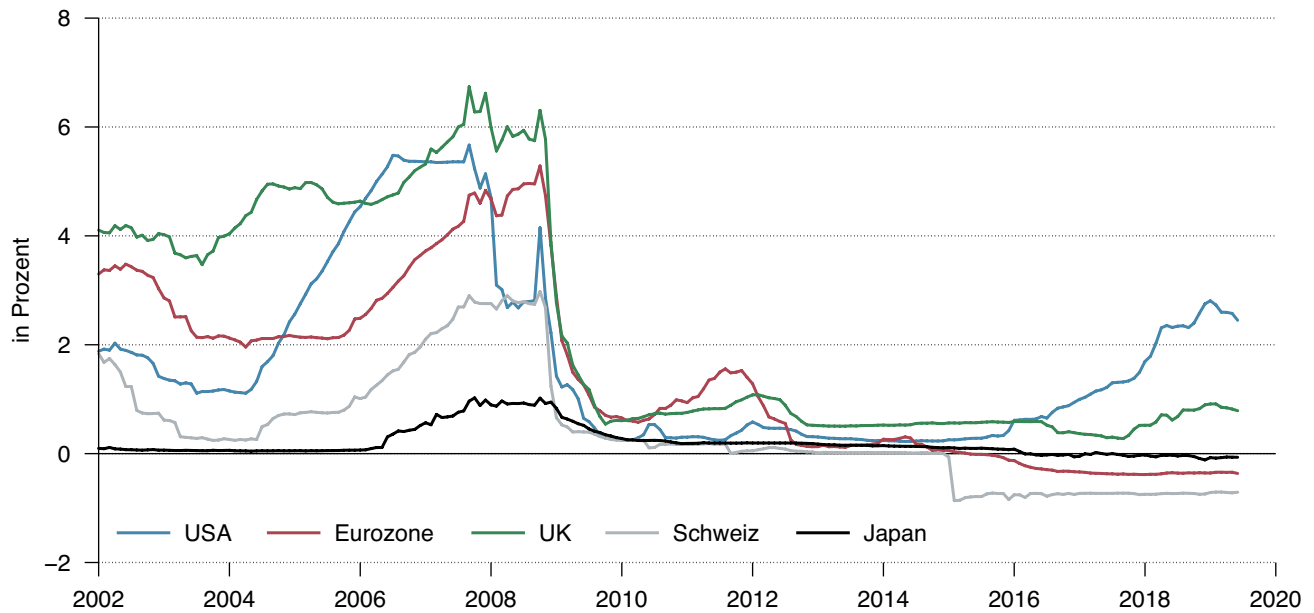
¹ Zinsen im zweiten Währungsraum abzgl. Zinsen im ersten Währungsraum; z.B. US-Dollar-Zinsen abzgl. Euro-Zinsen für EURUSD.

Zinsdifferenz

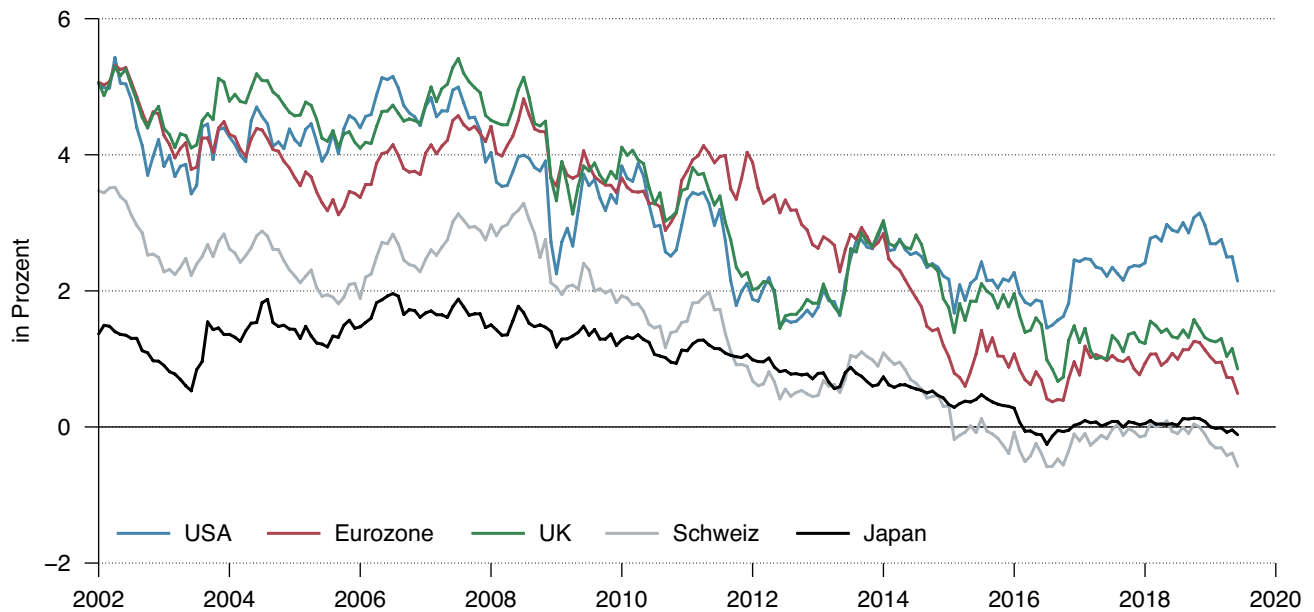


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Dreimonats-Liborsätze



Zehnjährige Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Währungsmärkte

Der Kurs des Schweizer Frankens dürfte im vergangenen Monat deutlich von der gestiegenen Risikoaversion der Anleger profitiert haben. Gegenüber dem Euro verzeichnete die Schweizer Devise ein Plus von rund 2 Prozent. Zum Dollar resultierte gar ein nochmals etwas höherer Kursgewinn. Wenig überraschend ist der Franken gemäss unseren Kaufkraftparitätsschätzungen und auf handelsgewichteter Basis mit rund 4.7 Prozent aktuell wieder etwas stärker überwertet.

Wichtiger Treiber der Währungsmärkte waren im vergangenen Monat einmal mehr politische Entwicklungen. Die Eskalation im Streit zwischen Mexiko und den USA schickte den Peso auf Talfahrt. Im Monatsvergleich verlor die mexikanische Währung über 5 Prozent.

Umgekehrt dürfte auch der Kurs des Dollars unter den jüngsten Entwicklungen an der Handelsfront gelitten haben. Ohne schnelle Erfolge wird die protektionistische US-Handelspolitik wohl bald ihre Spuren in der US-Konjunktur hinterlassen. Die amerikanische Notenbank hat bereits ihre Bereitschaft signalisiert, falls nötig eine Senkung des Zinsniveaus vorzunehmen.

Ähnliche Verluste wie der mexikanische Peso zu beklagen hatte auch das Pfund. Eine Lösung in der Brexit-Frage ist noch immer nicht absehbar, wobei die Wahrscheinlichkeit eines harten Austritts Grossbritanniens aus der EU zuletzt zugenommen hat.

Performance und Bewertung

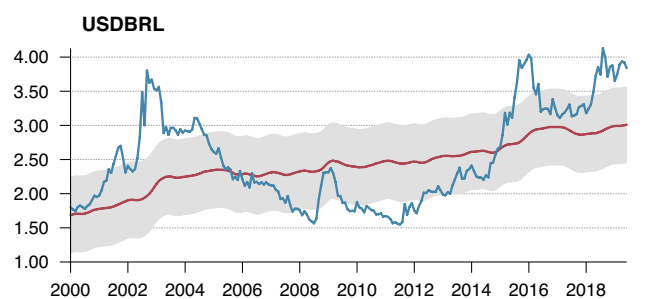
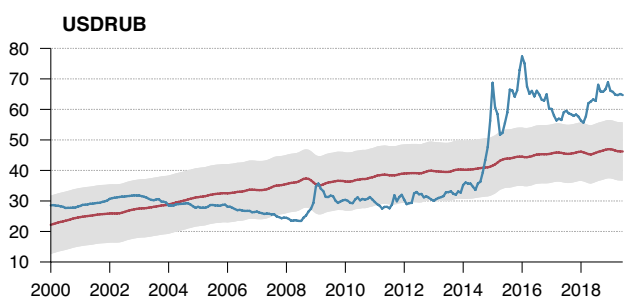
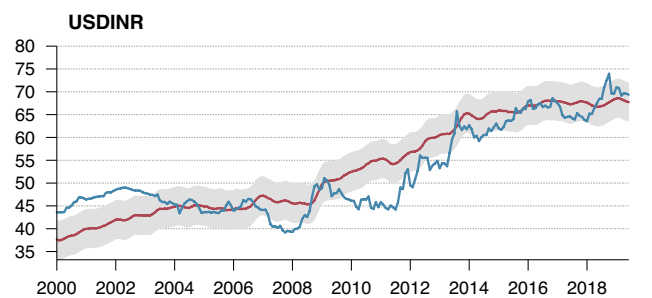
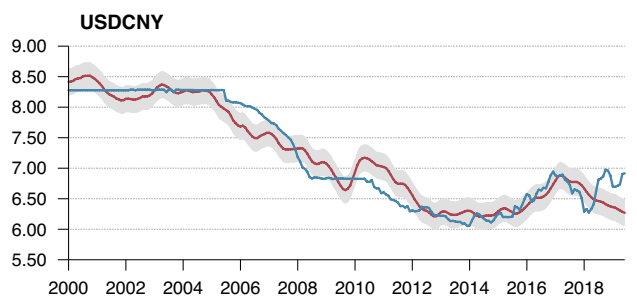
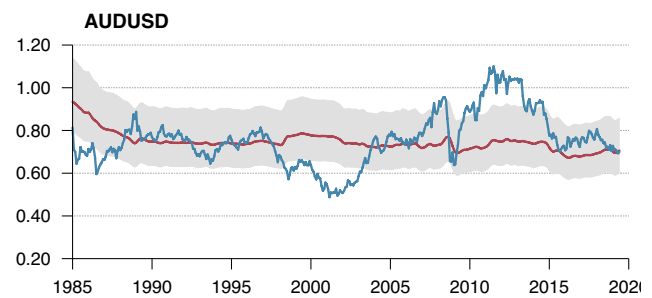
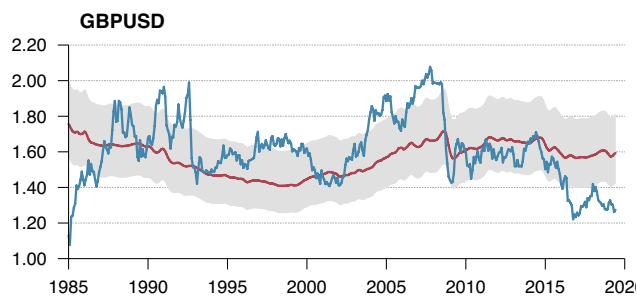
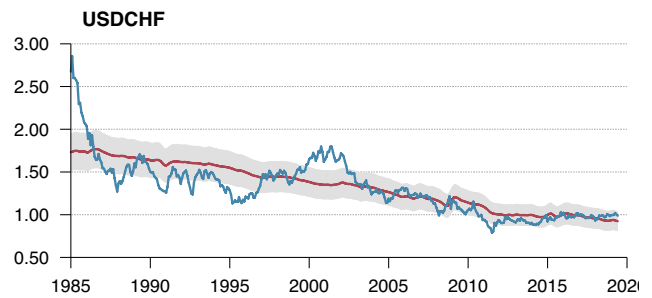
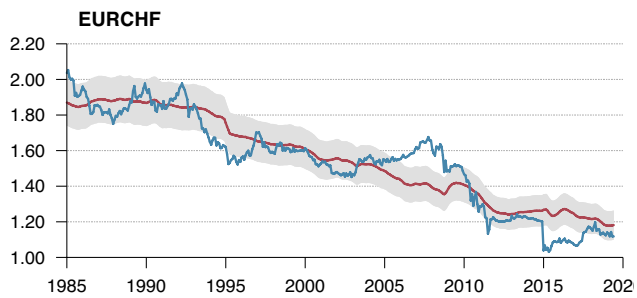
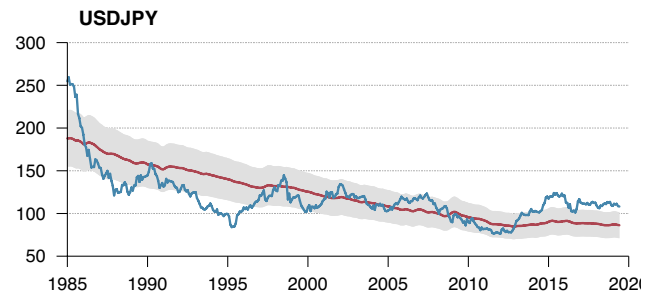
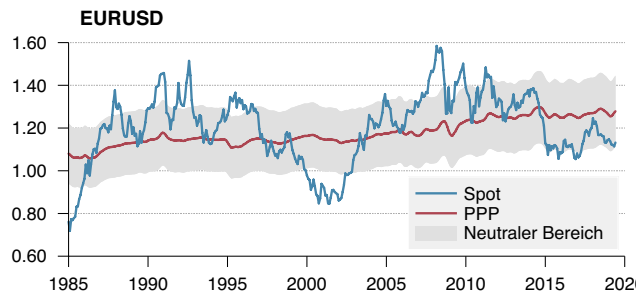
	Aktueller Wechselkurs	Performance ¹				Kaufkraftparität ²		
		YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre	PPP	Neutraler Bereich	Abweichung ³
EURUSD	1.131	-1.0	0.0	-4.2	-16.4	1.28	1.11 - 1.44	-11.5
USDJPY	108.6	-1.0	-2.4	-1.2	6.5	86.3	71.1 - 101.4	25.9
GBPUSD	1.272	-0.1	-3.8	-5.0	-24.2	1.59	1.42 - 1.81	-20.1
EURCHF	1.123	-0.4	-1.2	-3.4	-7.7	1.18	1.1 - 1.26	-5.0
USDCHF	0.993	0.7	-1.2	0.8	10.4	0.92	0.81 - 1.04	7.3
GBPCHF	1.262	0.5	-5.0	-4.3	-16.4	1.47	1.27 - 1.68	-14.3
CHFJPY	109.4	-1.7	-1.2	-2.0	-3.5	93.3	78.9 - 107.6	17.3
AUDUSD	0.696	-1.2	-1.9	-8.6	-25.9	0.71	0.6 - 0.86	-1.4
USDCAD	1.328	-2.8	-0.3	2.1	22.2	1.21	1.11 - 1.31	9.7
USDSEK	9.447	6.6	1.6	9.1	41.1	7.65	6.6 - 8.7	23.5
USD RUB	64.5	-7.0	-1.5	3.0	87.6	46.2	36.7 - 55.8	39.6
USDBRL	3.864	-0.3	1.0	5.1	72.9	3.01	2.45 - 3.57	28.3
USDCNY	6.914	0.7	3.0	8.0	11.0	6.28	6.06 - 6.5	10.1
USDTRY	5.827	9.5	6.6	29.2	176.6	4.12	3.72 - 4.52	41.6
USDINR	69.45	-0.5	-0.1	3.0	17.1	67.8	63.5 - 72	2.5

¹ Performance in Prozent für den jeweiligen Zeitraum.

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

³ Abweichung des aktuellen Wechselkurses von der Kaufkraftparität in Prozent.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

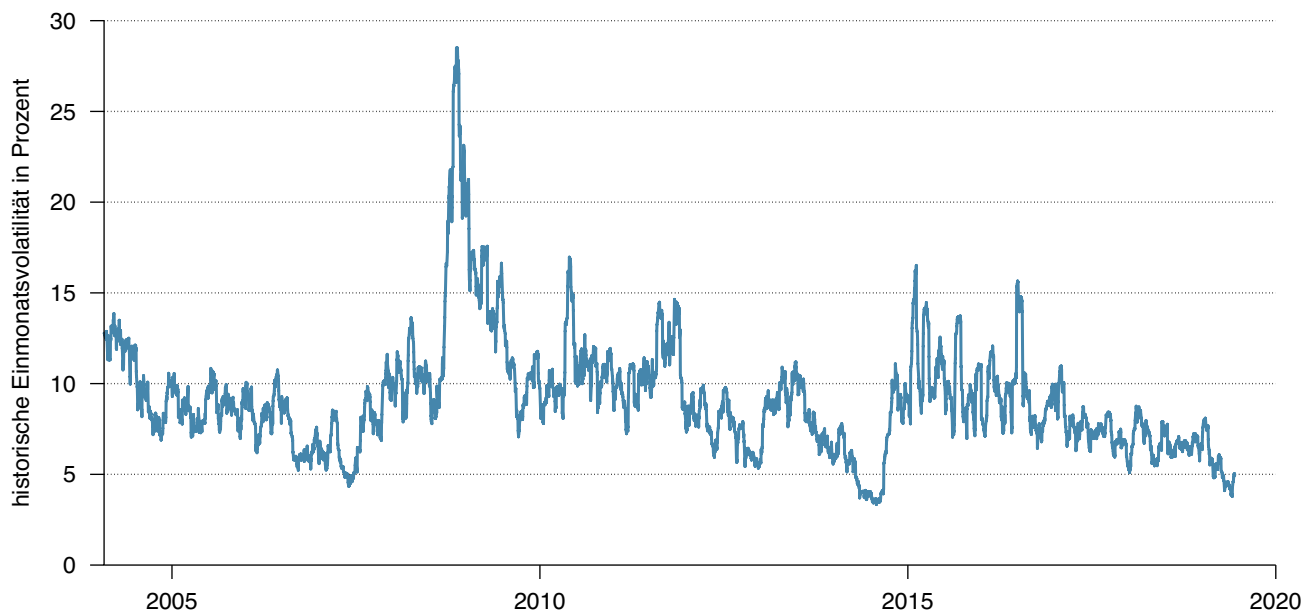
Währungsvervolatilität

Volatilität im Vergleich

	Aktueller Wechselkurs	Volatilität 3 Monate ¹				Volatilität 12 Monate ¹			
		Historisch	Implizit	Ø 5 Jahre ²	Ø 10 Jahre ²	Historisch	Implizit	Ø 5 Jahre ²	Ø 10 Jahre ²
EURUSD	1.131	5.1	5.4	8.4	9.5	6.4	6.2	8.6	10.1
USDJPY	108.6	5.3	6.6	9.0	9.9	6.1	7.1	9.4	10.8
GBPUSD	1.272	7.6	7.0	9.1	9.3	8.3	9.6	9.3	9.9
EURCHF	1.123	4.0	4.4	6.0	6.2	4.7	5.0	6.6	6.9
USDCHF	0.993	5.2	5.5	8.3	9.6	5.7	6.2	8.8	10.1
GBPCHF	1.262	7.4	6.9	9.2	9.4	7.8	9.2	9.4	10.0
CHFJPY	109.4	5.2	5.9	8.9	10.6	6.3	6.7	9.5	11.4
AUDUSD	0.696	6.8	7.3	9.7	11.1	8.3	8.3	10.3	11.8
USDCAD	1.328	5.3	5.4	7.9	8.7	6.2	6.1	8.2	9.2
USDSEK	9.447	7.9	7.7	9.7	11.4	8.8	8.3	10.0	11.9
USDRUB	64.5	8.1	9.7	17.0	14.3	10.6	11.6	17.2	15.1
USDBRL	3.864	13.0	13.5	15.8	14.8	14.7	13.7	15.9	15.5
USDCNY	6.914	3.3	4.9	4.5	3.4	4.3	5.5	5.3	4.4
USDTRY	5.827	19.4	19.2	14.8	13.3	27.7	23.3	15.8	14.6
USDINR	69.45	5.5	5.5	6.7	8.6	6.5	6.6	7.8	9.6

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

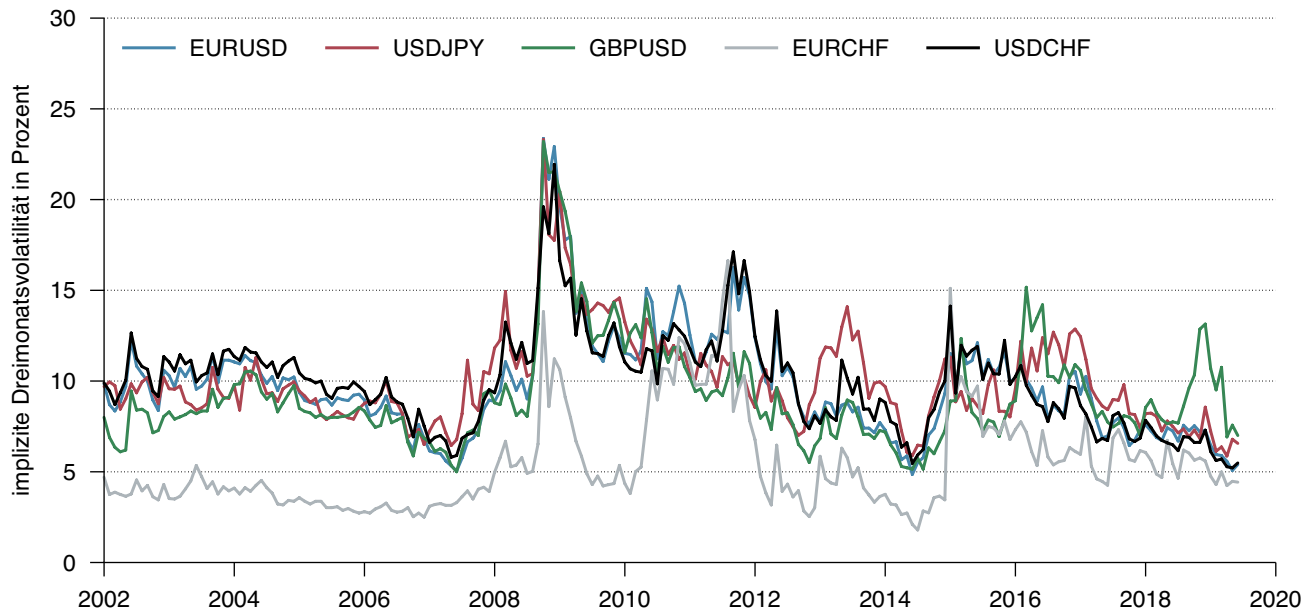
QCAM-Volatilitätsindikator³



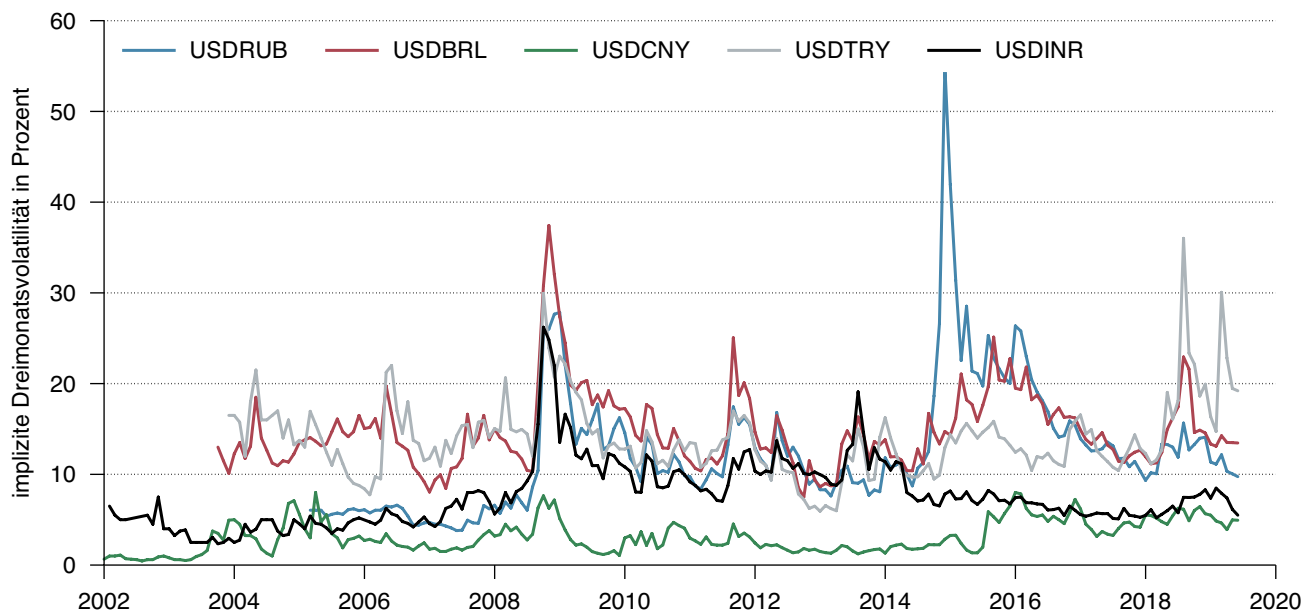
³ Der Volatilitätsindikator von QCAM bildet die Volatilität an den globalen Währungsmärkten ab; für die Berechnung wird die historische Volatilität der wichtigsten Währungspaare verwendet und mithilfe des Handelsvolumens der jeweiligen Währungspaare gewichtet.

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

Volatilität Hauptwährungen



Volatilität Schwellenlandwährungen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

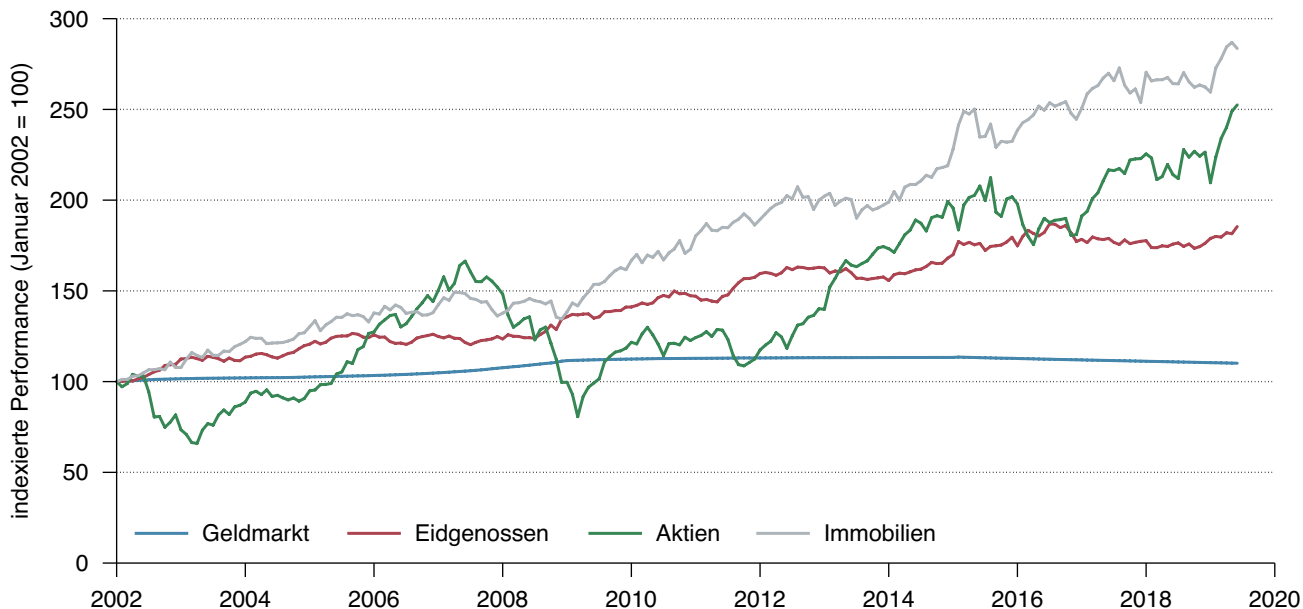
Finanzmarktumfeld

Performancevergleich

	Performance in Lokalwährung bzw. US-Dollar ¹				Performance in Schweizer Franken ¹			
	YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre	YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre
Geldmarkt CHF	-0.3	-0.2	-0.7	-2.8	-0.3	-0.2	-0.7	-2.8
Eidgenossen CHF	3.6	2.2	6.7	15.3	3.6	2.2	6.7	15.3
Unternehmensanleihen CHF	3.1	1.9	4.4	10.9	3.1	1.9	4.4	10.9
Aktien Schweiz (SMI)	20.5	6.9	17.9	33.8	20.5	6.9	17.9	33.8
Aktien Europa (Stoxx600)	15.7	3.5	1.7	29.5	15.3	2.3	-1.8	19.4
Aktien UK (Ftse100)	12.5	4.7	-0.1	31.7	13.1	-0.5	-4.4	9.8
Aktien Japan (Topix)	5.7	-0.8	-10.5	40.1	7.6	0.4	-8.7	45.2
Aktien USA (S&P 500)	16.2	3.2	5.8	65.7	15.4	4.4	5.0	50.0
Aktien Schwellenländer	7.9	-1.0	-6.7	12.1	7.2	0.2	-7.5	1.5
Aktien Welt (MSCI World)	15.2	3.1	2.3	40.5	14.4	4.3	1.5	27.2
Immobilien Schweiz	9.2	0.1	7.9	34.6	9.2	0.1	7.9	34.6
Immobilien Global	15.7	2.9	10.9	35.1	14.9	4.1	10.0	22.3
Rohstoffe	1.0	-5.0	-13.6	-42.3	0.3	-3.8	-14.3	-47.8
Rohöl (Brent)	18.1	-6.7	-18.1	-44.1	17.3	-5.5	-18.8	-49.4
Gold	3.5	1.4	1.9	4.2	2.8	2.6	1.1	-5.7

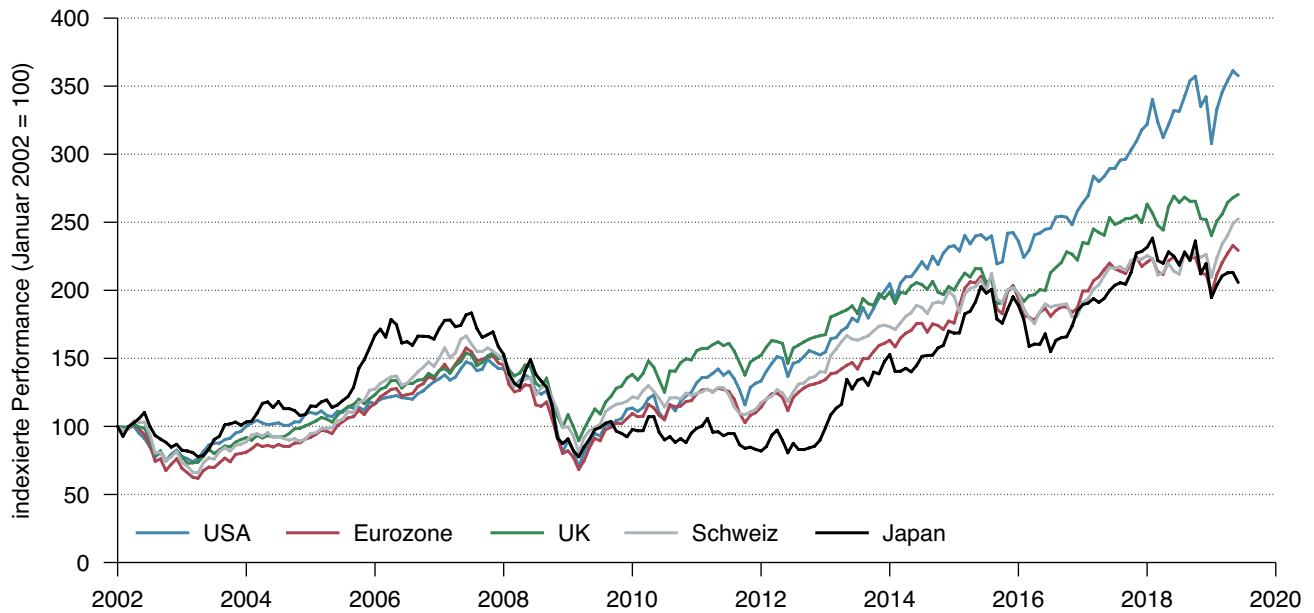
¹ Performance in Prozent für den jeweiligen Zeitraum.

Performance Schweizer Finanzanlagen

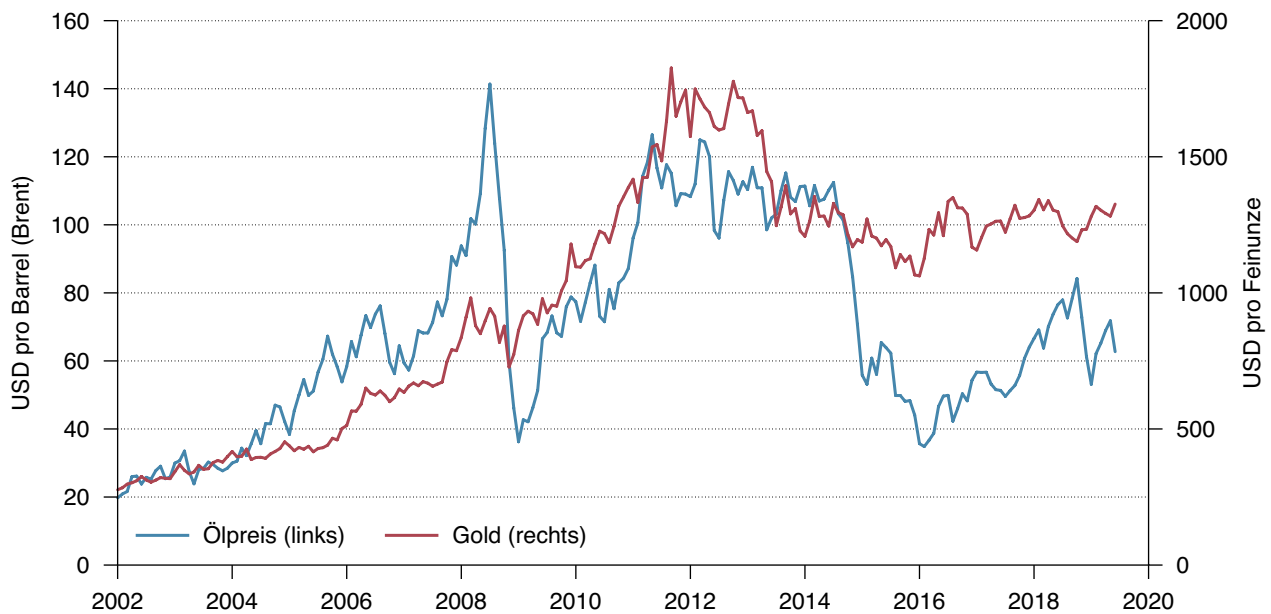


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Performance ausgewählter Aktienmärkte (in Lokalwährung)



Performance ausgewählter Rohstoffpreise



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Die Zahl des Monats

60.8 USD

Der Ölpreis der Sorte Brent fiel anfangs Juni auf einen neuen Tiefstand von fast 60 US-Dollar. In den letzten Apriltagen lag er noch bei 75.6 USD. Damals stieg er aufgrund der US-Sanktionen gegen den Iran dermaßen stark an. Seitdem beschäftigt ein anderes Thema die Märkte allerdings mehr. Der immer heisserlaufende Handelskrieg zwischen China und den USA dürfte für den jüngsten Druck auf den Ölpreis verantwortlich sein.

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 eingestuft 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.

