

JUNI 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 italienische  
Euro-Test

**Seite 3** Die Makroperspektive  
Abnehmendes  
Momentum

**Seite 5** Was die Währungsmärkte bewegt  
Der Überlebens-  
kampf des Euros



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: 07. Juni 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

# Der italienische Euro-Test



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

---

**Die Italienkrise hat sich nach der erfolgreichen Regierungsbildung zwischen der 5-Sterne-Bewegung (M5S) und der Lega Nord (LN) etwas beruhigt. Spreads italienischer Staatsanleihen über deutsche Bunds sind etwas geschrumpft und EURUSD hat sich um die 1.17 stabilisiert. Zeit den Prosecco-Korken knallen zu lassen? Dafür ist es wahrscheinlich noch zu früh, denn Italiens Strukturprobleme werden den Euro noch eine Weile belasten.**

---

Optimisten hoffen, dass die neue Regierung in der Verantwortung vernünftig wird. Das ist möglich, halten wir aber für wenig wahrscheinlich. Das Risiko ist gross, dass die Situation nochmal eskaliert. Das Hauptproblem ist Italiens schwache Schuldentragfähigkeit. Die Politik wirkt als Brandbeschleuniger. Das muss nicht zum Euro-Bruch führen, aber die Situation muss wahrscheinlich eskalieren, um eine Lösung zu finden.

## **Das Problem der Schuldentragfähigkeit**

Italien hat nur wenig Reformfortschritte seit der Krise von 2010 bis 2012 gemacht. Es hat zwar einen Leistungsbilanzüberschuss, aber das ist das Ergebnis schwacher Binnen- nachfrage und das Wachstum ist zu schwach, um die Schulden zu stabilisieren. Die durchschnittliche Wachstumsrate lag bei 0.7 Prozent seit 1990 und nur 0.1 Prozent seit 2010. Die Gründe dafür sind rein strukturell: Eine schnell alternde Bevölkerung, Abwanderung der Hochqualifizierten sowie verkrustete Arbeitsgesetze und Regulierungen sind nur wenige der vielen Übel im Lande.

Der effektive Realzins auf Staatsschulden ist dagegen mit durchschnittlich mehr als 200 Basispunkten über dem Wachstum hoch. Italien braucht einen hohen Primärüberschuss, um die Lücke zwischen realen Zinsen und Wachstum auszugleichen. Und da die Schuldenquote bereits über 100 Prozent ist, beträgt der nötige Primärüberschuss annähernd 3 Prozent des BIP. Italien hat seit 2010 im Schnitt einen Primärüberschuss von 1.3 Prozent des BIP, aber das reicht noch nicht, um die Schuldenquote zu stabilisieren. Den Gürtel noch enger zu schnallen ist politisch fast unmöglich und wirtschaftlich kontraproduktiv. Es gibt noch einige Sparmöglichkeiten, aber Italien muss auch mehr investieren. Was Italien braucht, sind Strukturreformen, die Produktivität als auch Wachstum steigern und die Zinsbelastung reduzieren.

## **Politik als Brandbeschleuniger**

Früher oder später werden die Schuldentragfähigkeitsprobleme Italien und den Euro überrollen. Die politische Situation wirkt nur als Brandbeschleuniger. Die M5S und die LN verfolgen unterschiedliche Ziele und ihre Regierung mag

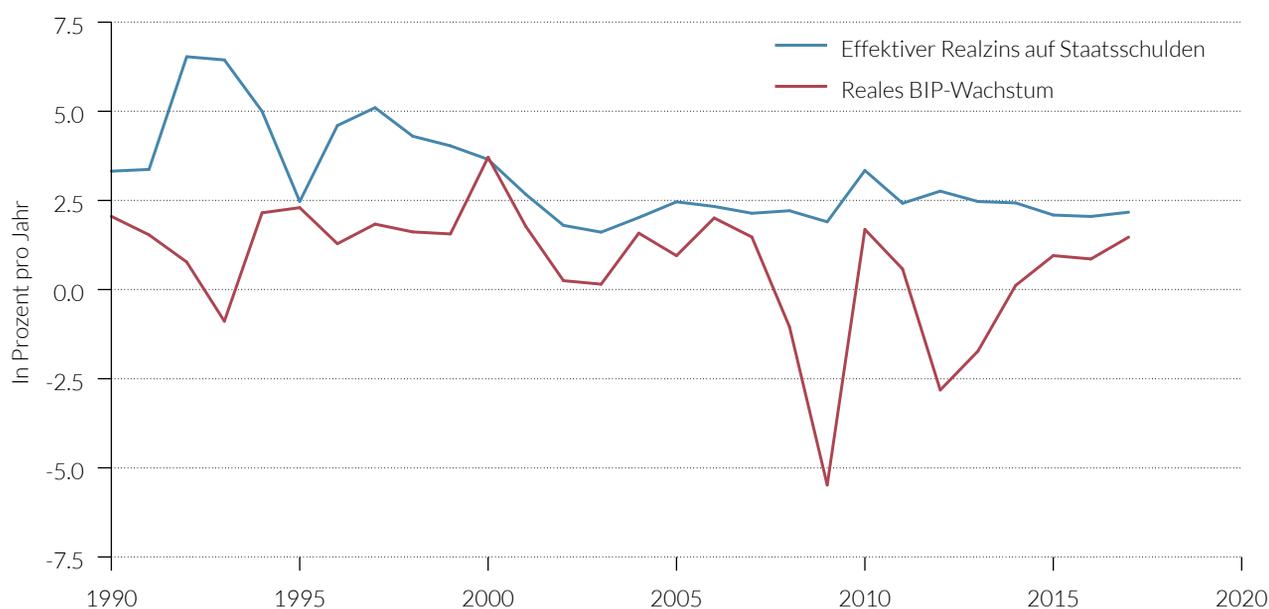
nicht lange halten. Ihre Pläne adressieren einige Probleme wie Bürokratie und Korruption, aber die Durchführung ist nicht klar. Themen wie Arbeitsmarktgesetze werden nicht aufgegriffen, während Pläne für eine «Flat Tax», Grundeinkommen für Arbeitslose und die teilweise Rückführung der Rentenreform das Staatsdefizit wahrscheinlich um 5 Prozent des BIP anheben werden. Die neue Regierung wird es vermeiden, alle Pläne sofort umzusetzen, aber sie ist auch unter Druck, ihre Versprechen umzusetzen. Das führt wahrscheinlich zu einem Konflikt mit der Eurogruppe, den die neue Regierung nicht scheuen wird. All das mag nicht sofort passieren, aber die Wahrscheinlichkeit ist gross, dass es in den nächsten 12 Monaten zu einer Eskalation kommen wird.

### Eine Krise als Gefahr und Chance

Die Märkte sind bisher nicht panisch geworden in der Hoffnung, dass die Vernunft siegt. Vor dem Hintergrund eines alternden Konjunkturzyklus, steigenden Zinsen und immer mehr Problemfällen weltweit erscheint das unwahrschein-

lich. Ja, die Eurozone ist in einem besseren Zustand als von 2010 bis 2012, aber Italien ist auch ein größeres Problem als Griechenland. Das Problem ist zudem nicht nur Italien. Um richtig zu funktionieren und Ländern wie Italien besser helfen zu können, braucht die Eurozone mehr föderale Strukturen. Dies wird allerdings von den meisten Mitgliedern noch abgelehnt. Die EZB hat bisher alles zusammengehalten und wird alles Mögliche tun, um den Euro zu verteidigen. Aber sie besitzt nur begrenzte Mittel, um Italien alleine zu helfen. Die EZB kann das Anleihekaufprogramm noch etwas verlängern, aber nicht viel und schon gar nicht wegen Italien aufstocken. Unter dem OMT-Programm kann die EZB italienische Staatsanleihen kaufen, aber nur wenn die Regierung Reformauflagen akzeptiert, was momentan unwahrscheinlich erscheint. Eine Eskalation bis hin zur Krise ist also eine Gefahr, aber auch eine Chance, damit die Bürger Italiens und der anderen Eurostaaten vor der Angst persönlicher Einkommens- und Vermögensverluste die nötigen Reformen im eigenen Land sowie im Euro-System akzeptieren.

### Italienische effektive Realzinsen auf Staatsschulden und reales BIP-Wachstum



Quelle: IMF, QCAM Currency Asset Management

Die Makroperspektive

# Abnehmendes Momentum

---

**Noch immer stehen die Zeichen auf eine weitere Wachstumsbeschleunigung. Die vorlaufenden Indikatoren weisen aber auf eine geringere Dynamik hin. Gleichzeitig steigt die Inflation in den USA und Europa etwas stärker an. Vor dem Hintergrund der zunehmend schwieriger werdenden politischen Nachrichten macht sich ein wenig Ernüchterung breit.**

---

In den vergangenen Wochen haben sich die Anzeichen verdichtet, dass die starke Dynamik der Wachstumsbeschleunigung beginnt abzuflachen. So sind die Stimmungswerte bei den Konsumenten auf hohem Niveau stagniert und die Befragungen der Einkaufsmanager in Industrie- und Dienstleistungsbetrieben waren sogar leicht rückläufig. Insgesamt ist der Optimismus der Befragten aber so gross, dass wir im laufenden und kommenden Quartal mit weiterhin starken Wachstumswerten rechnen dürfen.

## **Die Vereinigten Staaten mit guten Zahlen**

Immerhin durften wir in den vergangenen Wochen aus den USA vorwiegend gute Konjunkturnachrichten vernennen. So scheint der doch deutliche Rückgang in der Konjunktüreinschätzung der Unternehmen gestoppt. Der Auftragseingang wächst und die Kapazitätsauslastung der Industrie nimmt zu. Ebenso sind die Ausgaben der Privathaushalte wieder schneller gewachsen. Teilweise liegt dies sicherlich an den höheren Preisen für Treibstoffe. Dennoch konnten auch die realen Zuwachsraten leicht anziehen, was wohl auch der immer noch positiven Arbeitsmarktentwicklung geschuldet ist. Angesichts der aktuell deutlich steigenden Unternehmensgewinne sollte damit

die Basis für eine Zunahme des realen Wachstums der gesamten Volkswirtschaft gelegt sein.

An der Inflationsfront erweisen sich die jüngsten Anstiege der Inflation als permanent. Mit einer Konsumentenpreis-inflation von 2.4 Prozent und einem Anstieg des von der US-Notenbank (*Fed*) eng beobachteten Deflators der Konsumausgaben von 2.0 Prozent bleiben weitere Zinserhöhungen in den USA vorprogrammiert.

## **Verunsicherung im Rest der Welt**

Nur einen Strich vorsichtiger haben sich die Konjunkturindikatoren in den übrigen Industrienationen entwickelt. So haben die Stimmungswerte in der Eurozone nochmals um eine homöopathische Dosis abgenommen. Und auch in Japan scheinen die Vorlaufindikatoren nun zu stagnieren. Positiv konnten sich für einmal Grossbritannien und die Schweiz abheben. Wobei beide Länder im Vergleich zur Eurozone aktuell immer noch schwächer wachsen.

Folgt man der veröffentlichten Meinung erstaunt, dass die wirtschaftliche Einschätzung von Konsumenten und Unternehmen nicht stärker unter den politischen Entwicklungen der vergangenen Wochen leiden. Bisher haben weder die nun akut werdenden Handelsauseinandersetzungen noch das neuerliche italienische Drama Auswirkungen auf Stimmung oder Realwirtschaft gehabt.

Vielleicht ist es sogar positiv zu werten, dass die Finanzmärkte mit diesen Themen beschäftigt waren, weil so zumindest der ungewöhnlich starke Anstieg der Inflation in der Eurozone nicht zum Thema wurde. Im Monat Mai verzeichnete der Konsumentenpreisindex einen Anstieg von 1.9 Pro-

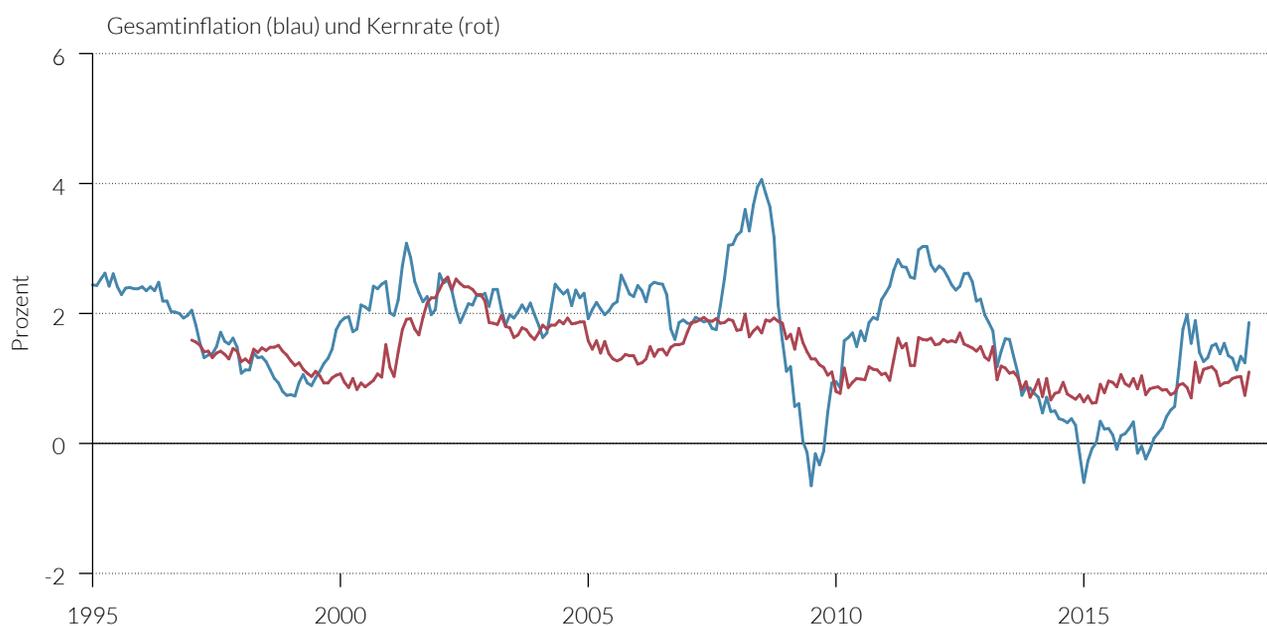
zent im Jahresvergleich und auch die Kernrate hat massiv auf nun 1.1 Prozent zugelegt. Immer deutlicher manifestiert sich auch die Verbesserung am Arbeitsmarkt in den Löhnen. Mit einer Arbeitslosenrate von 8.5 Prozent liegt die Eurozone bereits 1 Prozentpunkt unter ihrem historischen Mittelwert seit Einführung der Gemeinschaftswährung. Nur in 18 Prozent aller Monate seit 1999 lag die Arbeitslosenrate tiefer als heute.

### Schwellenländer ohne Pfupf

Während sich die Entwicklung in den Industrienationen also immer noch positiv darstellt, hat sich die konjunkturelle Lage der Schwellenländer in den letzten Wochen eingetrübt. Indien kann aktuell noch robuste Daten aufweisen. In anderen wichtigen Schwellenländern, stellt sich die Lage aber als zunehmend prekär dar. So scheint der Aufschwung in Brasilien und Russland bereits wieder ins Stocken geraten zu sein. In der Türkei befinden sich die Wachstumsraten im freien Fall. Und auch in China lassen die jüngsten Zahlen aufhorchen.

Nach unseren Schätzungen konnte sich im Reich der Mitte das Wachstum der Industrieproduktion und der Bauaktivität zwar wieder fangen. In beiden Bereichen betragen die Wachstumsraten aktuell aber gerade einmal 3 bis 4 Prozent, was den tiefsten seit Beginn der Statistik rapportierten Werten entspricht. Wir bleiben zwar optimistisch, dass die chinesische Regierung die Wachstumsraten weiterhin auf dem aktuellen Niveau stabilisieren kann. Positive Impulse wird China der Weltwirtschaft aber nicht geben können.

### Scharfer Anstieg der Europäischen Inflation bleibt weitestgehend unbemerkt



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Was die Währungsmärkte bewegt

# Der Überlebenskampf des Euros

---

**Vor fünf Jahren hatten wir nicht erwartet, dass wir uns der Frage nach dem Überleben des Euros wieder allzu bald zuwenden müssten. Unsere Einschätzung bleibt allerdings, dass die Einheitswährung halten wird. Solange die Italiener «tun, was nötig ist» um in der Eurozone zu bleiben, werden sie unserer Meinung nach von den anderen Mitgliedsstaaten Unterstützung erhalten.**

---

Keiner von uns hätte vor fünf Jahren damit gerechnet, dass die Eurozone so schnell wieder in den Krisenmodus zurückgerissen wird. Trotz der aktuellen politischen Krise in Italien gehen wir aber von einem Fortbestehen des Euros aus. Denn solange sich die Italiener und ihre Regierung zum gemeinsamer Währungsraum bekennen, werden sie unserer Meinung nach mit der Unterstützung der anderen Mitgliedsstaaten rechnen dürfen.

Ein wesentlicher Grundpfeiler einer funktionierenden Demokratie ist die Möglichkeit zur Veränderung. Mit Blick auf Italien zeigt sich dies aktuell in einer Abkehr von einer Europa-freundlichen hin zu einer Europa-kritischen Kurs binnen weniger Monate. Mit der öffentlich geführten Diskussion rund um einen Austritt Italiens aus dem Euro, haben die Neuankömmlinge in der Regierung die Finanzmärkte zuletzt in wilde Aufruhr versetzt.

Unzufriedenheit über den Euro in Teilen Italiens hätte für Beobachter der Umfragen der Europäischen Kommission eigentlich keine Überraschung sein sollen. Die Befürwortung des Einheitswährungsprojekts sank von 81 Prozent im Jahre 2000 auf 67 Prozent im Jahre 2007 und auf magere 59 Prozent Ende 2017. Damit findet der Euro im innereuropäischen Vergleich die geringste Zustimmung in Italien.

Sogar in dem in den letzten Jahren wirtschaftlich arg gebeutelten Griechenland sprechen sich mit 66 Prozent noch mehr Befragte für die Beibehaltung der gemeinsamen Währung aus. Trotz dieser Unzufriedenheit zeigte diese Umfrage allerdings auch, dass die Italiener mehr Vertrauen in die Europäische Zentralbank (EZB) (49 Prozent) als in ihre Behörden (21 Prozent) oder Parteien (13 Prozent) haben. Italiens Politiker müssen ihre Bevölkerung also immer noch davon überzeugen, dass sie vertrauenswürdiger sind als die EZB. Auch in Griechenland zeigt sich, dass trotz der massiven Wirtschaftskrise weit mehr Leute Vertrauen in die EZB fassen als in die Behörden oder sogar die Regierung selbst.

## Die Eurozone ist flexibel

Die meisten Italiener sind noch nicht am Punkt angelangt, wo sie ihre Euro für Lira eintauschen möchten. Solange die italienische Regierung in der Eurozone bleiben möchte, gehen wir davon aus, dass die europäischen Abgeordneten und Institutionen – nicht zuletzt die EZB – einen Weg finden werden. Das Regelbuch des Euros wurde mit jeder Krise «aktualisiert» und wir denken nicht, dass es dieses Mal anders sein wird.

## Risiko einer Neudenominierung auf Euro bleibt

Natürlich wird der Euro auch in Zukunft auf die Probe gestellt werden, beispielsweise durch eine sehr tiefe oder lange Rezession. Das Risiko eines Austritts aus dem Währungsraum durch einen Mitgliedsstaat wird immer vorhanden sein. Im Gegensatz dazu preisen die Währungsmärkte bspw. nicht ein, dass in einer schweren Rezession Kalifornien den Dollar-Raum oder Genf den Franken-Raum verlassen würden.

Folglich werden diese zwei Währungen wohl davon profitieren, wenn die Eurozone politisch gefordert ist. Wenn diese Krisen nicht allzu häufig auftreten, bleiben die treibenden Kräfte des Euros allerdings die Fundamentaldaten.

### EURCHF zeigt mehr Volatilität

Genauso wie im Falle des EURUSD hat sich im Verlaufe des letzten Monats auch der Schweizer Franken gegenüber dem Euro aufgewertet. Es ist davon auszugehen, dass politische Unsicherheiten rund um Italien auch weiterhin die Wechselkursvolatilität von EURCHF beeinflussen werden. Dies natürlich nur, solange die SNB nicht einschreitet. Sollte die Krise gemeistert sein, gehen wir allerdings davon aus, dass die Fundamentaldaten sich wieder bemerkbar machen und EURCHF zurück in Richtung Kaufkraftparität von 1.22 geht.

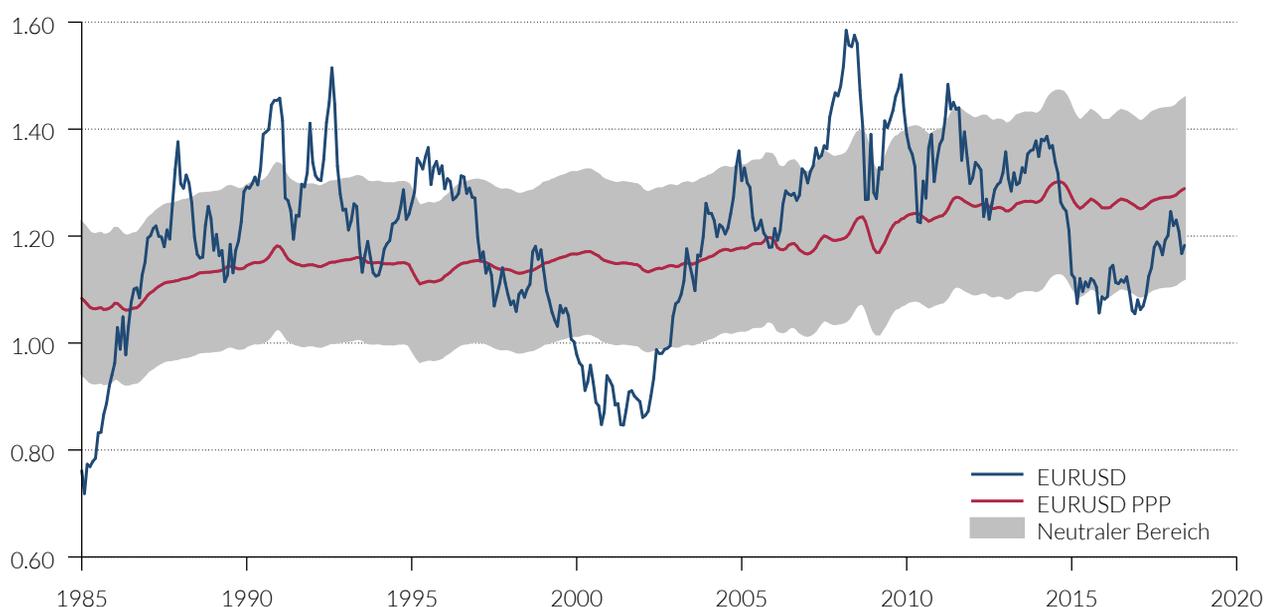
### Schwellenlandwährungen unter Druck

Mit Ausnahme der eigentümlichen Entwicklungen rund um den argentinischen Peso und die türkische Lira kämp-

fen Schwellenlandwährungen momentan mit fundamentalen Problemen, nämlich der US-amerikanischen Geld- und Fiskalpolitik. Obwohl schon vor langer Zeit angekündigt worden war, dass die amerikanische Zentralbank (*Fed*) ihre Bilanz reduzieren würde, haben höhere amerikanische Zinsen natürlich zu höheren Kreditkosten in US-Dollar geführt. Weniger erwartet wurde allerdings, wie stark das Haushaltsdefizit der Vereinigten Staaten unter der Trump-Administration ansteigen würde. Die neuen *Treasuries* stehen damit in Konkurrenz zu anderen Staatsanleihen, auch solchen aus Schwellenländern. Diese werden damit etwas mehr für ihre Kredite bezahlen müssen.

Während so manche Schwellenlandwährung gegenüber dem Dollar also günstiger wurde, was Kaufkraftparität angeht, gehen wir auch hier angesichts einer anziehenden amerikanischen Zinspolitik von mehr Volatilität aus.

### Sorgen über Italien vergünstigen den Euro relativ zum US-Dollar



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

## Konjunkturklima

Gemäss einer ersten Schätzung des Staatssekretariats für Wirtschaft wuchs das BIP in der Schweiz im 1. Quartal 2018 um 0.6 Prozent zum Vorquartal. Die Konjunktur in der Schweiz bleibt damit zu Beginn des neuen Jahres weiter robust. Mit Blick auf die Produktionsseite des BIPs war das Wachstum breit abgestützt, wobei insbesondere der Dienstleistungssektor sich als Wachstumstreiber erwies. Verwendungsseitig wurde das gesamtwirtschaftliche Wachstum im Startquartal mit einem Wachstumsbeitrag von 0.5 Prozent massgeblich von den Investitionen getragen. Überraschend enttäuschend fielen dagegen die Zahlen zum Aussenhandel

aus, der mit -0.1 Prozent erstmals seit Anfang 2017 wieder negativ zum Wachstum beitrug.

Die Eurozone verzeichnete zwischen Januar und März mit 0.4 Prozent im Vorquartalsvergleich das niedrigste Wachstum seit 18 Monaten. Das langsamere Expansions Tempo zu Jahresbeginn dürfte aber grösstenteils temporären Faktoren wie dem aussergewöhnlich kalten Wetter, einer besonders starken Grippewelle und Streiks in einzelnen Mitgliedsländern des Euroraums geschuldet sein. Für den weiteren Verlauf des Jahres signalisieren uns unsere Frühwarnindikatoren jedenfalls eine Fortsetzung der Hausse in der Eurozone.

### Überblick

	Trend- wachstum <sup>1</sup>	Reales BIP-Wachstum <sup>2</sup>				W&P-Konjunkturklimaindikatoren <sup>3</sup>			
		Q2/2017	Q3/2017	Q4/2017	Q1/2018	2/2018	3/2018	4/2018	5/2018
<b>USA</b>	1.7	2.2	2.3	2.6	2.8	4.2	4.0	3.5	3.8
<b>Eurozone</b>	1.0	2.5	2.8	2.8	2.5	3.5	3.2	3.2	3.2
Deutschland	1.4	2.3	2.7	2.9	2.3	4.0	3.6	3.6	3.6
Frankreich	0.7	2.3	2.7	2.8	2.2	2.3	2.3	2.4	2.2
Italien	0.2	1.6	1.7	1.6	1.4	2.0	1.7	1.7	1.5
Spanien	1.6	3.1	3.1	3.1	3.0	3.0	2.9	3.1	3.0
<b>Grossbritannien</b>	1.8	1.9	1.8	1.4	1.2	2.8	2.3	2.3	2.5
<b>Schweiz</b>	1.5	0.5	1.3	1.9	2.2	2.6	2.7	2.3	2.6
<b>Japan</b>	0.4	1.6	2.0	2.0	1.1	2.8	2.8	2.7	2.8
<b>Kanada</b>	1.6	3.8	3.1	3.0	2.3	1.9	1.8	1.6	1.9
<b>Australien</b>	2.4	2.0	2.8	2.4	3.1	3.1	3.3	3.3	3.3
<b>Brasilien</b>	1.4	0.8	1.5	2.2	1.6	2.0	2.1	1.5	0.7
<b>Russland</b>	0.1	2.5	2.2	0.9	1.3	0.1	0.5	1.2	-0.3
<b>Indien</b>	7.7	5.6	6.3	7.0	7.7	6.7	6.5	6.6	6.5
<b>China</b>	7.4	6.9	6.8	6.8	6.8	7.4	7.1	7.1	7.1
<b>Industrienationen<sup>4</sup></b>	1.4	2.1	2.4	2.4	2.4	4.0	3.8	3.5	3.7
<b>Schwellenländer<sup>4</sup></b>	6.0	5.3	5.6	5.5	5.7	5.6	5.2	5.2	4.9
<b>Welt<sup>4</sup></b>	3.5	3.8	4.1	4.0	4.1	4.9	4.6	4.4	4.4

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

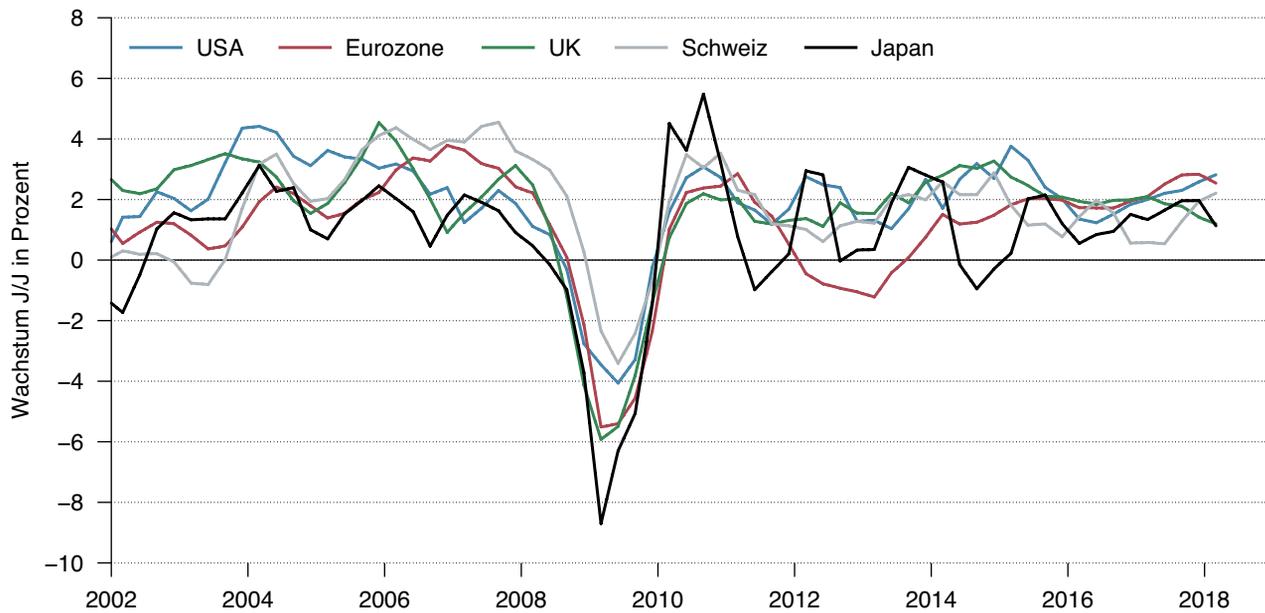
<sup>2</sup> Veränderung des realen BIP gegenüber dem Vorjahresquartal in Prozent.

<sup>3</sup> 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.

<sup>4</sup> 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

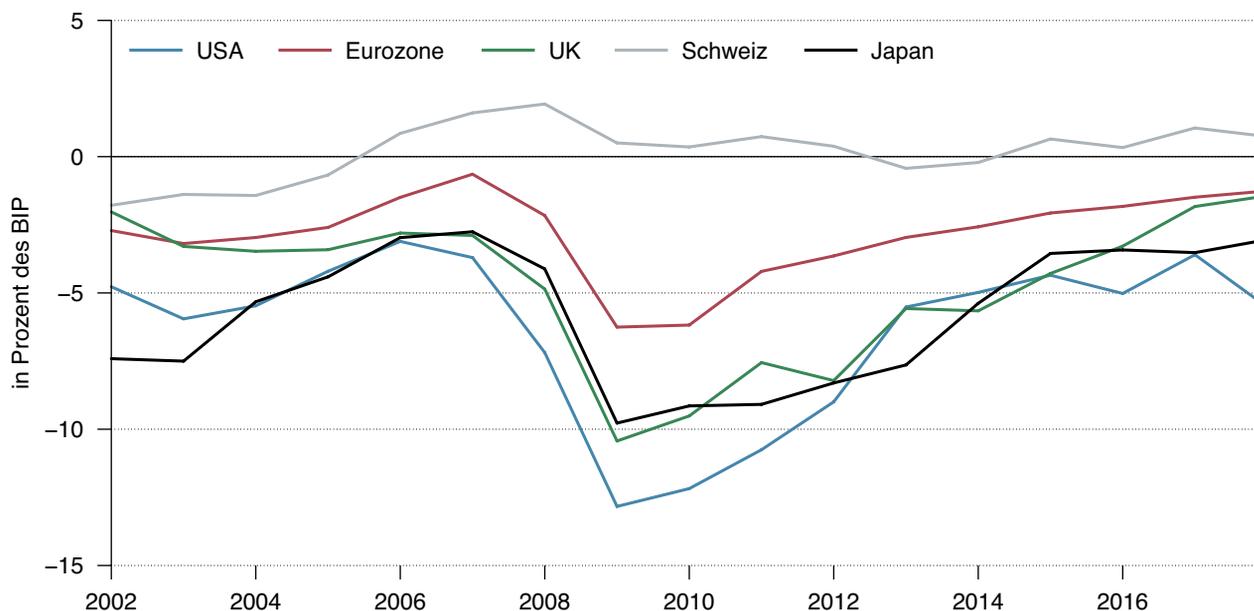
## Wirtschaftsindikatoren

### Ausgewählte Kennzahlen

	Anteil am Welt-BIP <sup>1</sup>		Leistungsbilanz <sup>2</sup>		Staatsverschuldung <sup>2</sup>		Budgetdefizit <sup>2</sup>		Arbeitslosenquote <sup>3</sup>	
	Ø 5 Jahre	Aktuell	Ø 5 Jahre	Aktuell	Ø 5 Jahre	Aktuell	Ø 5 Jahre	Aktuell	Ø 5 Jahre	Aktuell
<b>USA</b>	23.4	23.3	-2.3	-2.8	105.5	107.1	-4.7	-5.5	5.6	3.8
<b>Eurozone</b>	16.3	16.4	3.6	4.0	108.9	107.1	-2.2	-1.3	10.7	8.5
<b>Deutschland</b>	4.7	4.8	8.0	8.3	78.8	68.4	0.7	1.5	6.4	5.2
<b>Frankreich</b>	3.4	3.3	-0.6	-0.5	119.2	122.0	-3.5	-2.3	9.7	8.9
<b>Italien</b>	2.6	2.5	1.9	2.2	155.0	153.0	-2.7	-1.8	11.9	11.1
<b>Spanien</b>	1.7	1.7	1.5	1.7	114.4	113.5	-5.2	-2.4	21.9	15.9
<b>Grossbritannien</b>	3.6	3.4	-5.2	-3.1	113.4	116.8	-4.1	-1.4	5.4	2.5
<b>Schweiz</b>	0.9	0.8	10.0	10.7	42.8	40.8	0.3	0.7	3.2	2.4
<b>Japan</b>	6.3	5.9	2.5	3.7	218.9	225.5	-4.7	-3.0	3.4	2.5
<b>Kanada</b>	2.2	2.1	-3.1	-3.2	88.4	86.6	-0.7	-0.8	6.8	5.8
<b>Australien</b>	1.8	1.7	-3.3	-1.9	36.9	41.7	-2.7	-1.7	5.8	5.6
<b>China</b>	14.2	16.1	1.9	1.2	42.0	51.2	-2.4	-4.1	4.0	-
<b>Brasilien</b>	2.7	2.4	-2.5	-1.6	71.5	87.3	-7.1	-8.3	9.3	12.9
<b>Indien</b>	2.8	3.3	-1.3	-2.3	69.0	68.9	-7.0	-6.5	-	-
<b>Russland</b>	2.2	2.0	2.8	4.5	15.5	18.7	-2.1	0.0	5.4	4.9

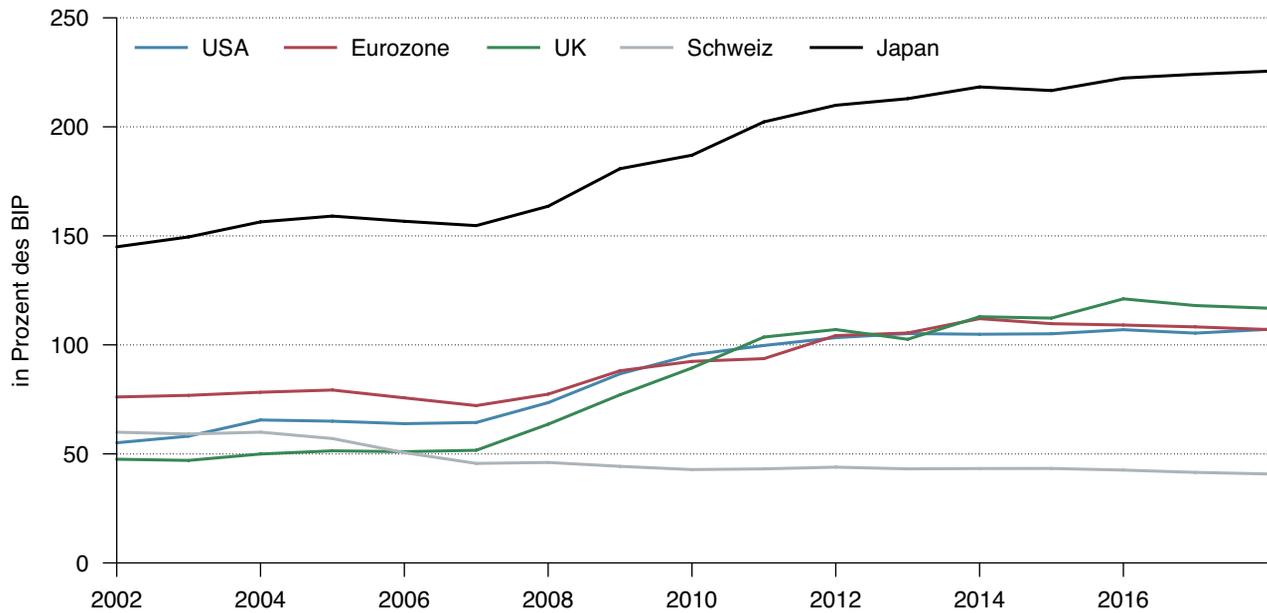
<sup>1</sup> In Prozent; Berechnung anhand von Marktwechsellkursen. <sup>2</sup> In Prozent vom nominalen BIP. <sup>3</sup> In Prozent.

### Budgetdefizit Industrienationen

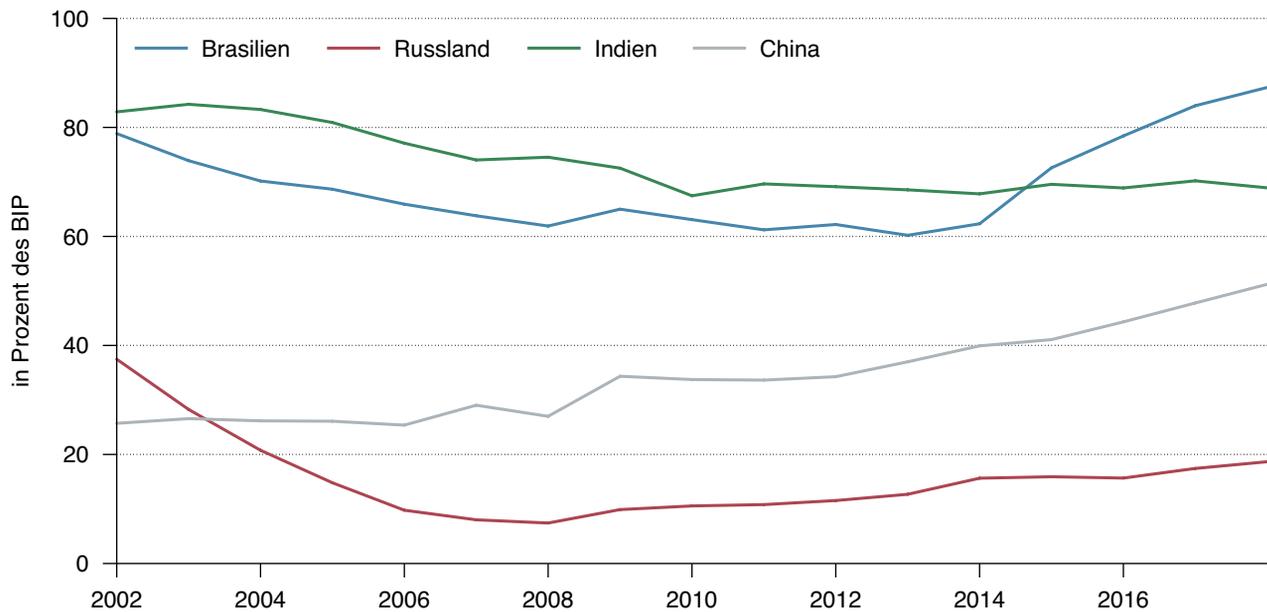


Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

### Staatsverschuldung Industrienationen



### Staatsverschuldung Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

## Inflation

In der Eurozone hat sich die Teuerung im Mai laut einer ersten Schätzung des europäischen Statistikamts Eurostat überraschend stark beschleunigt. Mit 1.9 Prozent im Vorjahresvergleich verzeichneten die Konsumentenpreise gar das höchste Wachstum seit April 2017. Neben den anhaltend guten Fundamentaldaten dürfte die Inflation im Mai insbesondere von den deutlich angestiegenen Energiepreisen getrieben worden sein. Diese verteuerten sich mit 6.1 Prozent im Mai mehr als doppelt so stark als noch im Vormonat. Auch auf regionaler Ebene machen sich die höheren Preise für Energieträger bemerkbar. Sowohl in Frankreich als auch

in Spanien, Deutschland und Italien legten die Verbraucherpreise im Mai merklich zu.

In den USA hat sich die Inflationsdynamik gemessen an dem von der amerikanischen Zentralbank (*Fed*) bevorzugten Inflationsmass der persönlichen Konsumausgaben (PCE) im April nicht weiter beschleunigt. Wie schon im März stieg der PCE auch im April um 2.0 Prozent im Vergleich zum Vorjahr und befindet sich damit weiterhin im Zielbereich der US-Notenbank. Die zuletzt deutlich gestiegenen Energiepreise dürften jedoch dafür sorgen, dass die Teuerung in den kommenden Monaten die von der *Fed* angestrebten 2 Prozent überschreiten wird.

### Überblick

	Ø 10 Jahre <sup>1</sup>	Inflation <sup>2</sup>				Kerninflation <sup>3</sup>			
		2/2018	3/2018	4/2018	5/2018	2/2018	3/2018	4/2018	5/2018
<b>USA</b>	1.6	2.2	2.4	2.5	-	1.8	2.1	2.1	-
<b>Eurozone</b>	1.3	1.1	1.3	1.2	1.9	1.0	1.0	0.7	1.1
Deutschland	1.3	1.4	1.6	1.6	2.2	1.5	1.7	1.5	1.7
Frankreich	1.1	1.2	1.6	1.6	2.0	-	-	-	-
Italien	1.3	0.5	0.8	0.5	1.1	0.6	0.7	0.5	0.8
Spanien	1.2	1.1	1.2	1.1	2.1	1.1	1.2	0.8	-
<b>Grossbritannien</b>	2.4	2.7	2.5	2.4	-	2.4	2.3	2.1	-
<b>Schweiz</b>	0.0	0.6	0.8	0.8	1.0	0.5	0.6	0.5	0.4
<b>Japan</b>	0.3	1.5	1.1	0.6	-	0.5	0.4	0.3	-
<b>Kanada</b>	1.6	2.2	2.3	2.2	-	1.5	1.4	1.5	-
<b>Australien</b>	2.3	1.9	1.9	-	-	2.0	2.0	-	-
<b>Brasilien</b>	6.1	2.8	2.7	2.8	-	3.2	2.9	3.0	-
<b>Russland</b>	8.2	2.2	2.3	2.4	2.4	1.9	1.8	1.9	2.0
<b>Indien</b>	7.6	4.4	4.3	4.6	-	-	-	-	-
<b>China</b>	-0.4	2.1	1.2	0.6	1.5	2.5	2.0	2.0	-
<b>Industrienationen<sup>4</sup></b>	1.4	1.8	1.9	1.8	2.0	1.5	1.6	1.5	1.6
<b>Schwellenländer<sup>4</sup></b>	3.1	2.7	2.2	1.9	1.9	2.5	2.1	2.1	2.1
<b>Welt<sup>4</sup></b>	2.2	2.3	2.1	1.9	2.0	1.7	1.6	1.5	1.6

<sup>1</sup> Durchschnittliche Jahresteuierung der Konsumentenpreise in Prozent.

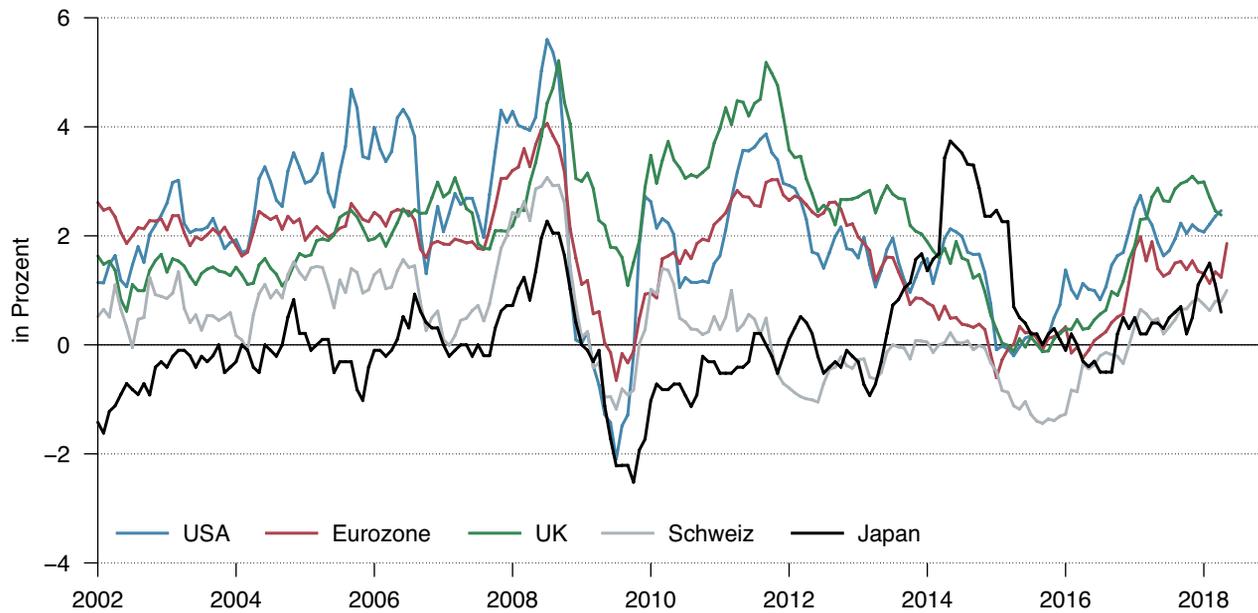
<sup>2</sup> Veränderung der Konsumentenpreise gegenüber dem Vorjahresmonat in Prozent.

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

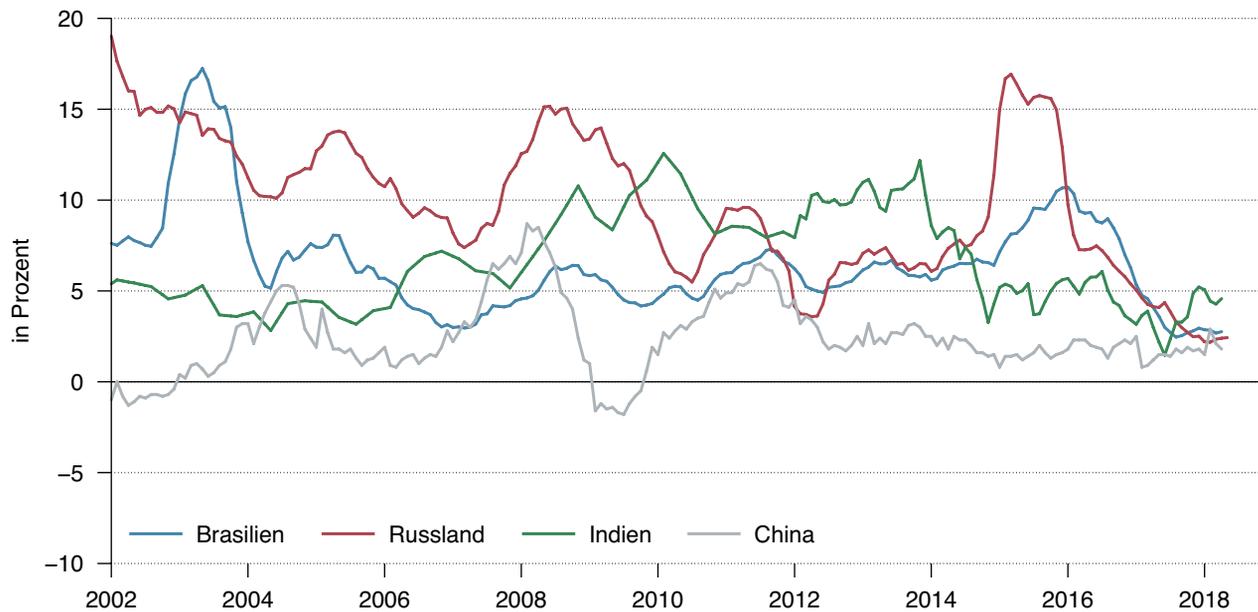
<sup>4</sup> Die Aggregate werden anhand von nominalen BIP-Gewichten und Kaufkraftparitätskursen geschätzt.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

### Konsumentenpreisinfation Industrienationen



### Konsumentenpreisinfation Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

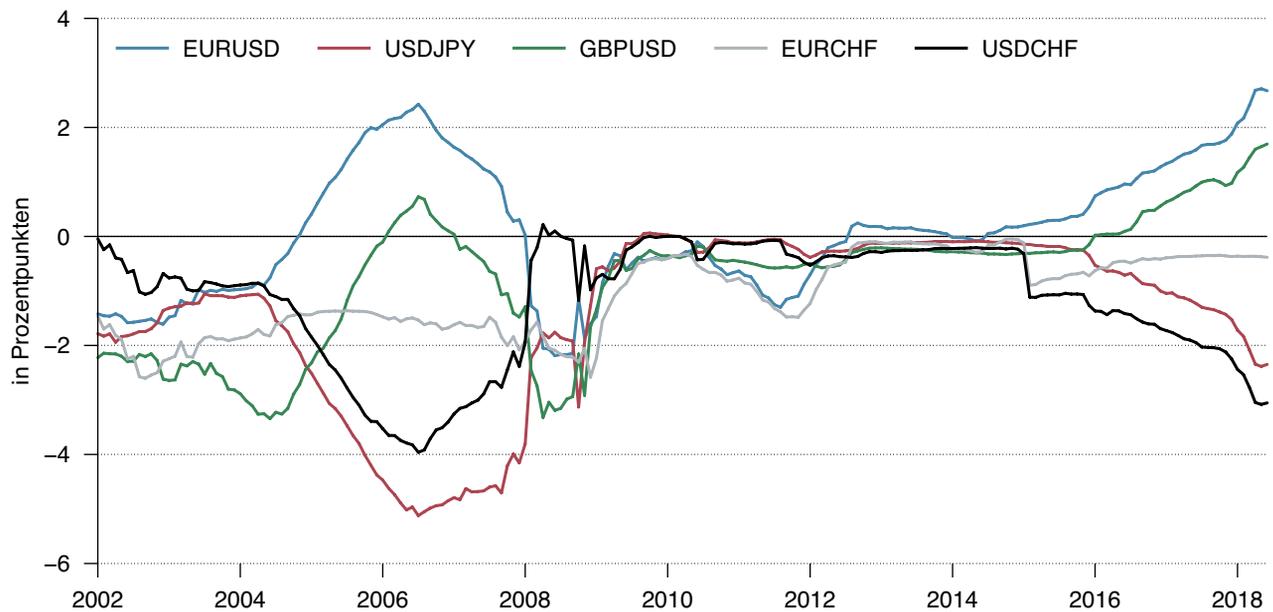
## Zinsumfeld

### Zinsdifferenz im Vergleich

	Aktueller Wechselkurs	Zinsdifferenz 3 Monate <sup>1</sup>				Zinsdifferenz 12 Monate <sup>1</sup>			
		Aktuell	vor 1 Jahr	Ø 5 Jahre	Ø 10 Jahre	Aktuell	vor 1 Jahr	Ø 5 Jahre	Ø 10 Jahre
EURUSD	1.183	2.66	1.55	0.83	0.13	2.99	1.86	1.10	0.30
USDJPY	110.0	-2.35	-1.24	-0.67	-0.52	-2.63	-1.60	-0.98	-0.79
GBPUSD	1.342	1.69	0.94	0.21	-0.23	1.82	1.11	0.30	-0.19
EURCHF	1.162	-0.40	-0.41	-0.39	-0.62	-0.28	-0.35	-0.41	-0.71
USDCHF	0.982	-3.05	-1.96	-1.22	-0.75	-3.27	-2.22	-1.50	-1.01
GBPCHF	1.318	-1.36	-1.02	-1.01	-0.98	-1.45	-1.11	-1.20	-1.20
CHFJPY	112.0	0.71	0.72	0.56	0.23	0.64	0.62	0.52	0.22
AUDUSD	0.764	0.82	-0.26	-1.23	-2.28	1.20	0.24	-0.72	-1.71
USDCAD	1.297	-0.57	-0.34	0.42	0.48	-0.60	-0.54	0.17	0.25
USDSEK	8.672	-2.76	-1.75	-0.79	0.15	-2.98	-1.97	-0.97	-0.03
USD RUB	62.2	4.08	7.92	9.16	8.29	3.81	7.07	8.56	8.23
USDBRL	3.890	4.88	8.56	11.49	10.34	4.63	7.46	10.02	9.67
USDCNY	6.394	2.03	3.50	3.40	3.08	1.65	2.68	2.96	2.70
USDTRY	4.469	15.56	11.76	10.36	9.69	16.30	11.40	10.24	9.82
USDINR	67.10	7.47	7.47	8.68	7.83	4.47	4.62	6.48	5.93

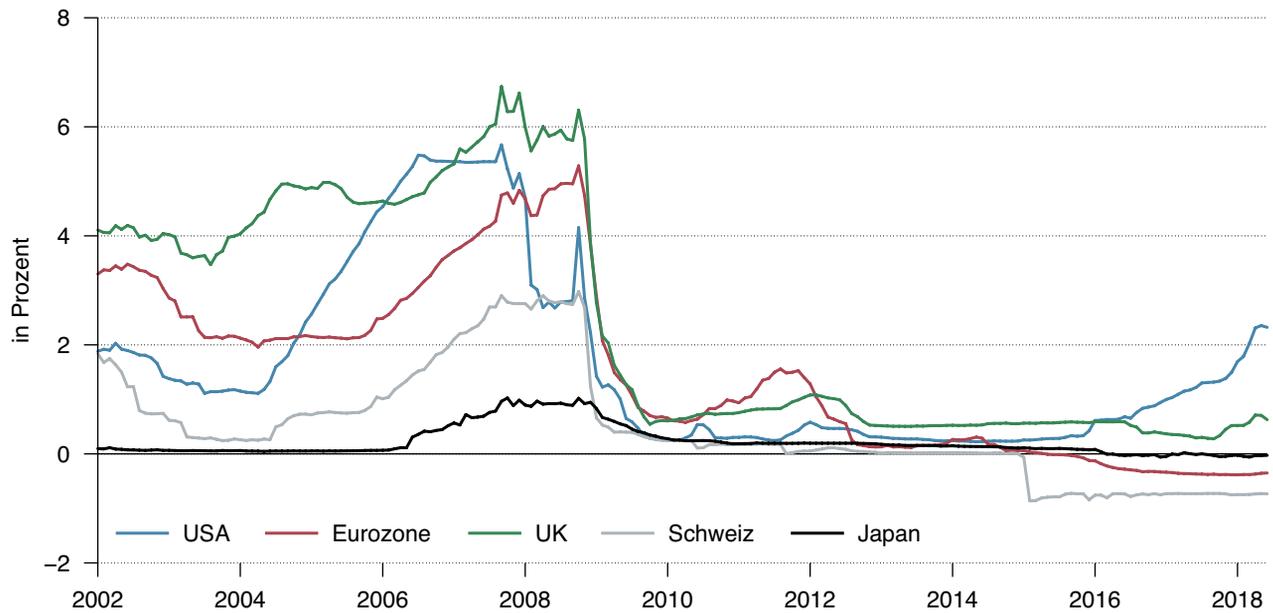
<sup>1</sup> Zinsen im zweiten Währungsraum abzgl. Zinsen im ersten Währungsraum; z.B. US-Dollar-Zinsen abzgl. Euro-Zinsen für EURUSD.

### Zinsdifferenz

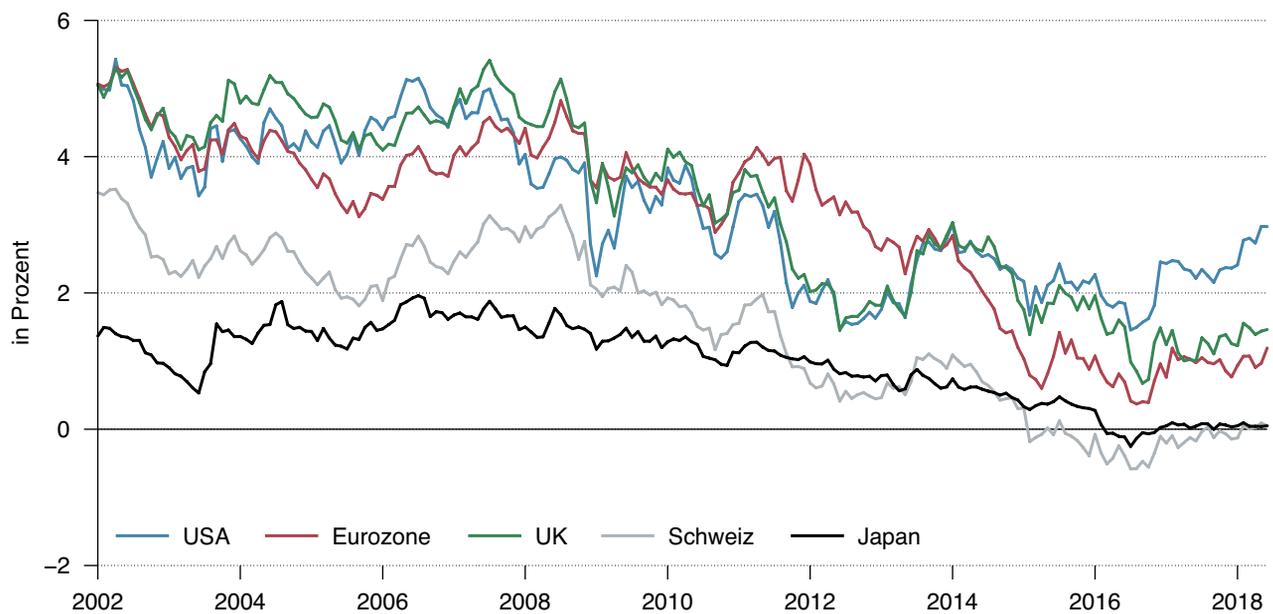


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

### Dreimonats-Liborsätze



### Zehnjährige Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

## Währungsmärkte

Die politische Krise in Italien hat dem Euro im Verlaufe des Mai deutlich zugesetzt. Insbesondere nach der zunächst gescheiterten Regierungsbildung der Lega und der Fünf-Sterne-Bewegung ging der Euro auf Talfahrt. Dabei verlor die europäische Valuta gegenüber dem US-Dollar zeitweise fast 4 Prozent. Auch zum Schweizer Franken kam der Euro unter Druck und fiel auf die Marke von 1.14 zurück. Mit Werten um 1.16 hat sich der Kurs Anfang Juni zwar wieder etwas erholt, die willkommene Abwertung des Frankes von April ist jedoch dahin. Zudem bleibt die weitere Kursentwicklung besonders ungewiss, da die politische Situation in Italien weiter angespannt ist.

Für grosse Aufruhr an den Devisenmärkten sorgten vergangenen Monat die Aussagen der türkischen Präsidenten. Dieser stellte eine stärkere Einflussnahme auf die Geldpolitik in Aussicht, sollte er aus der kommenden Präsidentschaftswahl von Juni als Sieger hervorgehen. Daraufhin begab sich die türkische Devisen auf einen dramatischen Sinkflug, der erst durch eine Notzinsanhebung der türkischen Notenbank um 3 Prozentpunkte gestoppt werden konnte. Die jüngste Zinserhöhung dürfte jedoch nicht mehr als von symbolischer Natur sein, müsste die türkische Notenbank vor dem Hintergrund der aktuellen wirtschaftlichen Probleme doch deutlich aggressiver an der Zinsschraube drehen.

### Performance und Bewertung

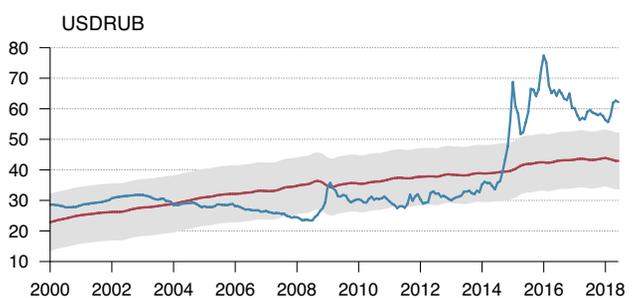
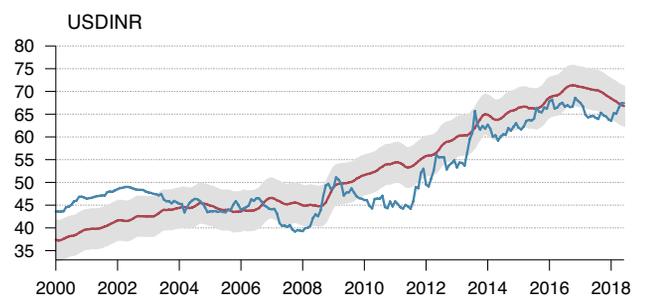
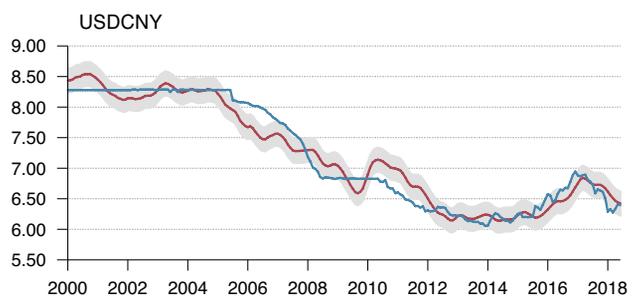
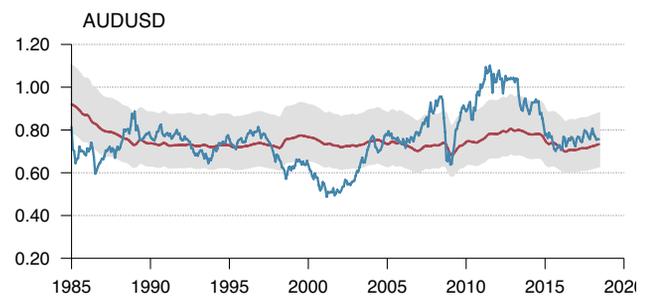
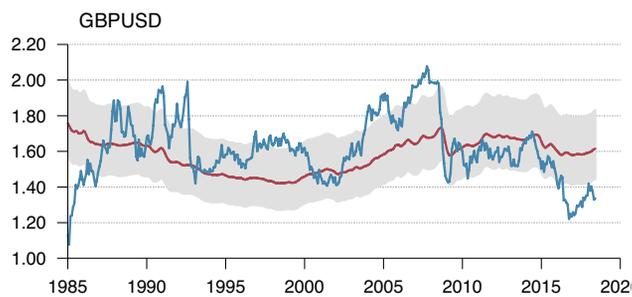
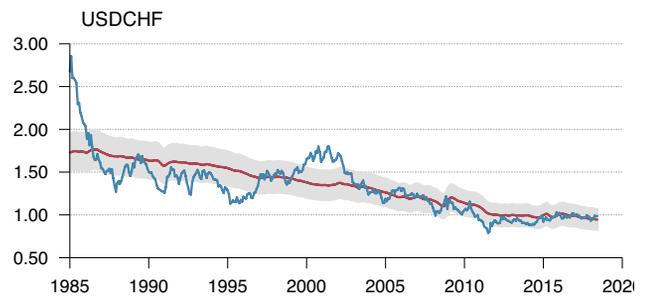
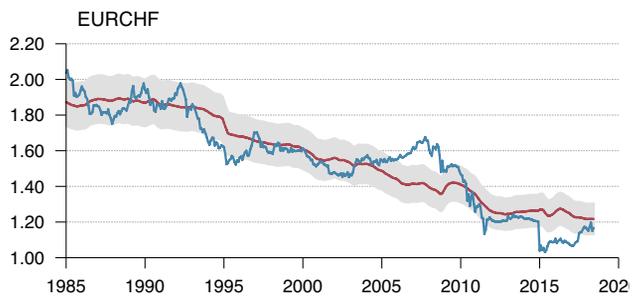
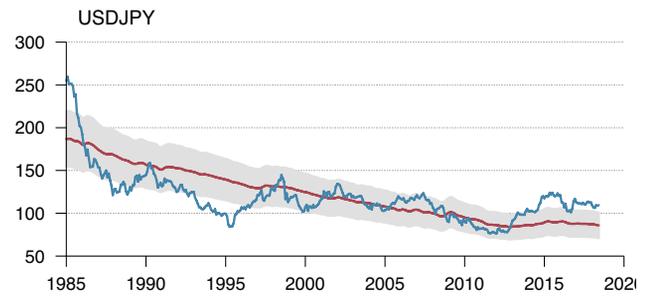
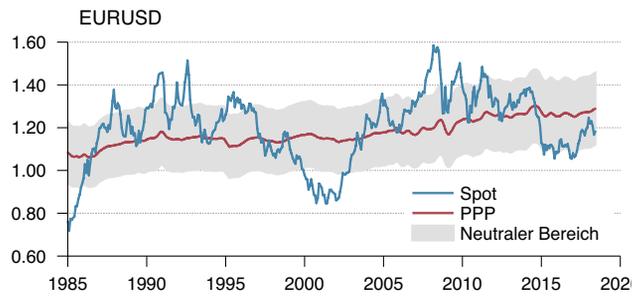
	Aktueller Wechselkurs	Performance <sup>1</sup>				Kaufkraftparität <sup>2</sup>		
		YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre	PPP	Neutraler Bereich	Abweichung <sup>3</sup>
EURUSD	1.183	-1.5	-4.0	5.0	-10.6	1.29	1.12 - 1.46	-8.2
USDJPY	110.0	-2.4	2.8	0.6	13.0	85.8	71 - 100.7	28.2
GBPUSD	1.342	-0.8	-3.2	3.5	-13.6	1.62	1.45 - 1.83	-16.9
EURCHF	1.162	-0.7	-0.8	7.0	-6.0	1.22	1.13 - 1.3	-4.6
USDCHF	0.982	0.8	3.4	1.9	5.1	0.94	0.82 - 1.06	4.0
GBPCHF	1.318	0.0	0.1	5.5	-9.3	1.53	1.32 - 1.73	-13.6
CHFJPY	112.0	-3.1	-0.5	-1.3	7.5	90.9	76.9 - 104.9	23.2
AUDUSD	0.764	-2.3	-2.5	1.1	-19.4	0.73	0.63 - 0.88	4.2
USDCAD	1.297	3.5	1.1	-3.9	27.1	1.20	1.1 - 1.3	7.8
USDSEK	8.672	5.9	5.2	-0.2	31.8	7.30	6.32 - 8.29	18.8
USD RUB	62.2	8.0	9.6	9.2	93.1	42.9	34 - 51.9	44.9
USDBRL	3.890	17.3	19.8	18.9	82.5	2.79	2.25 - 3.33	39.2
USDCNY	6.394	-1.8	0.9	-5.9	4.3	6.42	6.23 - 6.62	-0.5
USDTRY	4.469	17.9	17.2	26.2	138.0	3.20	2.9 - 3.5	39.5
USDINR	67.10	5.1	3.0	4.3	17.6	66.8	62.5 - 71.1	0.5

<sup>1</sup> Performance in Prozent für den jeweiligen Zeitraum.

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

<sup>3</sup> Abweichung des aktuellen Wechselkurses von der Kaufkraftparität in Prozent.

Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

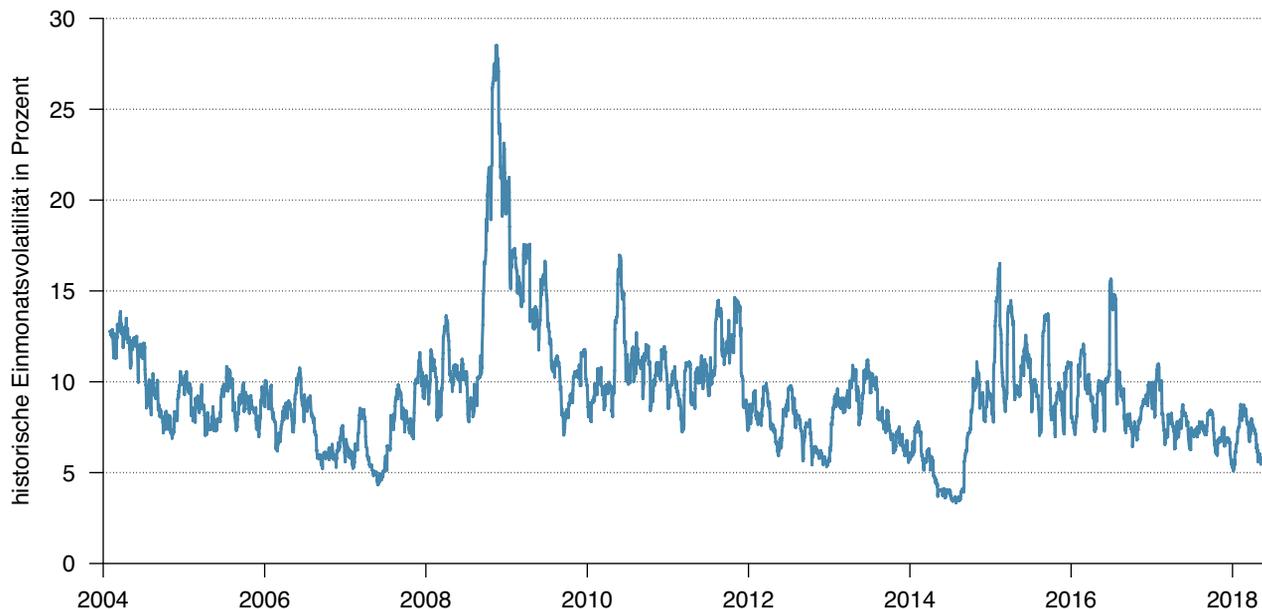
## Währungsvervolatilität

### Volatilität im Vergleich

	Aktueller Wechselkurs	Volatilität 3 Monate <sup>1</sup>				Volatilität 12 Monate <sup>1</sup>			
		Historisch	Implizit	Ø 5 Jahre <sup>2</sup>	Ø 10 Jahre <sup>2</sup>	Historisch	Implizit	Ø 5 Jahre <sup>2</sup>	Ø 10 Jahre <sup>2</sup>
EURUSD	1.183	6.9	7.3	8.5	10.5	7.0	7.5	8.7	10.8
USDJPY	110.0	6.6	7.6	9.6	10.8	7.5	8.4	10.0	11.3
GBPUSD	1.342	7.3	7.9	8.5	9.9	7.8	8.2	8.9	10.4
EURCHF	1.162	5.2	5.7	5.8	6.5	5.6	5.8	6.4	7.0
USDCHE	0.982	6.2	6.9	8.7	10.4	7.3	7.4	9.2	10.8
GBPCHF	1.318	7.0	7.3	8.8	10.1	8.0	7.6	9.2	10.6
CHFJPY	112.0	6.5	7.2	9.4	11.5	6.9	7.7	10.2	12.1
AUDUSD	0.764	7.7	8.2	10.0	12.2	8.1	8.8	10.5	12.7
USDCAD	1.297	7.5	7.5	7.9	9.6	7.7	7.5	8.2	10.0
USDSEK	8.672	9.5	9.5	9.8	12.4	9.0	9.7	10.2	12.7
USDRUB	62.2	16.7	13.2	16.4	14.7	11.9	13.6	16.6	15.8
USDBRL	3.890	12.9	17.1	15.2	15.5	10.9	16.3	15.6	16.1
USDCNY	6.394	3.0	4.2	3.8	3.3	3.5	4.6	4.7	4.8
USDTRY	4.469	21.0	19.4	12.7	13.1	13.8	17.1	13.9	14.3
USDINR	67.10	4.6	5.9	7.6	9.4	4.1	6.7	8.8	10.4

<sup>1</sup> Jeweils annualisierte Volatilität in Prozent. <sup>2</sup> Jeweils Durchschnitt der impliziten Volatilität.

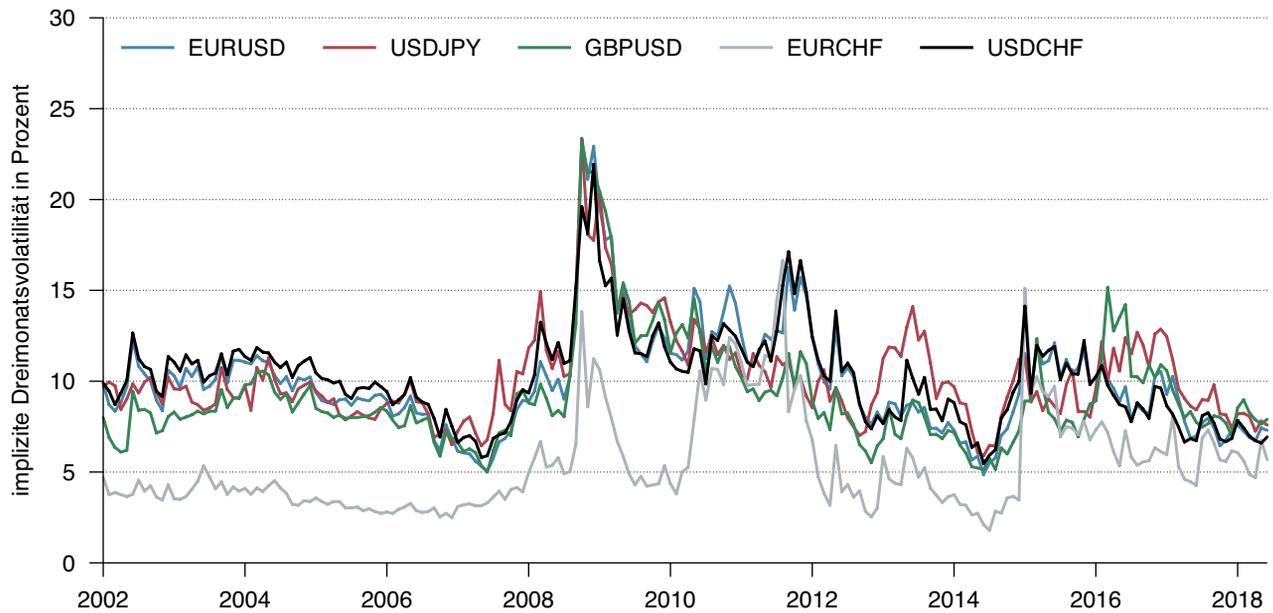
### QCAM-Volatilitätsindikator<sup>3</sup>



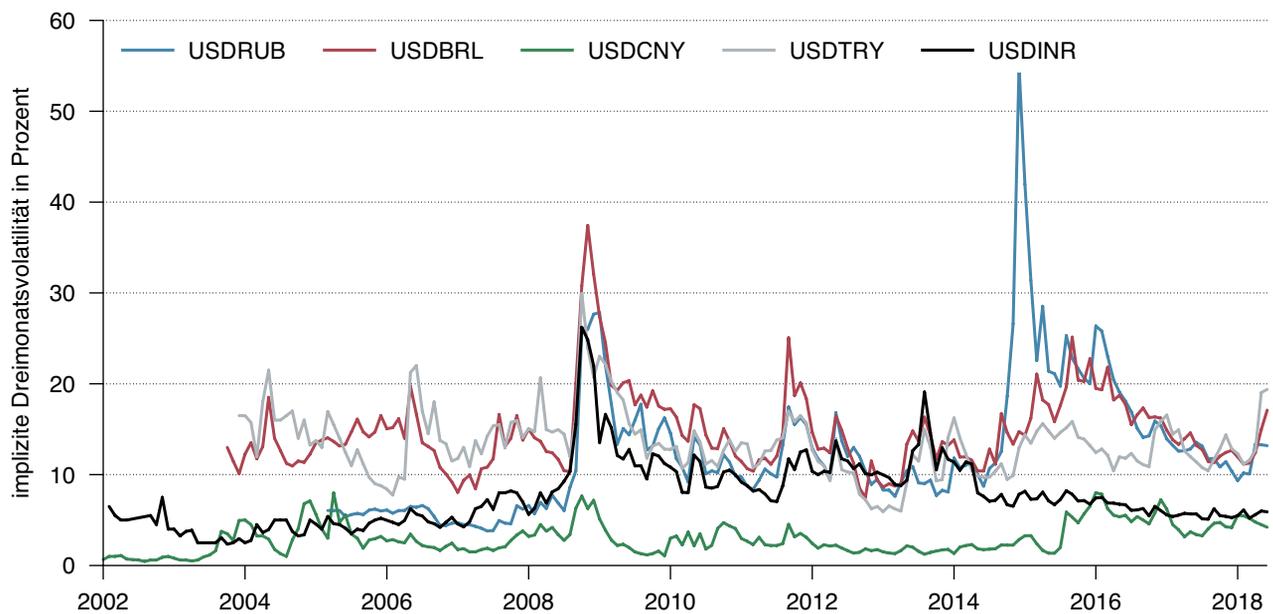
<sup>3</sup> Der Volatilitätsindikator von QCAM bildet die Volatilität an den globalen Währungsmärkten ab; für die Berechnung wird die historische Volatilität der wichtigsten Währungspaare verwendet und mithilfe des Handelsvolumens der jeweiligen Währungspaare gewichtet.

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

### Volatilität Hauptwährungen



### Volatilität Schwellenlandwährungen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

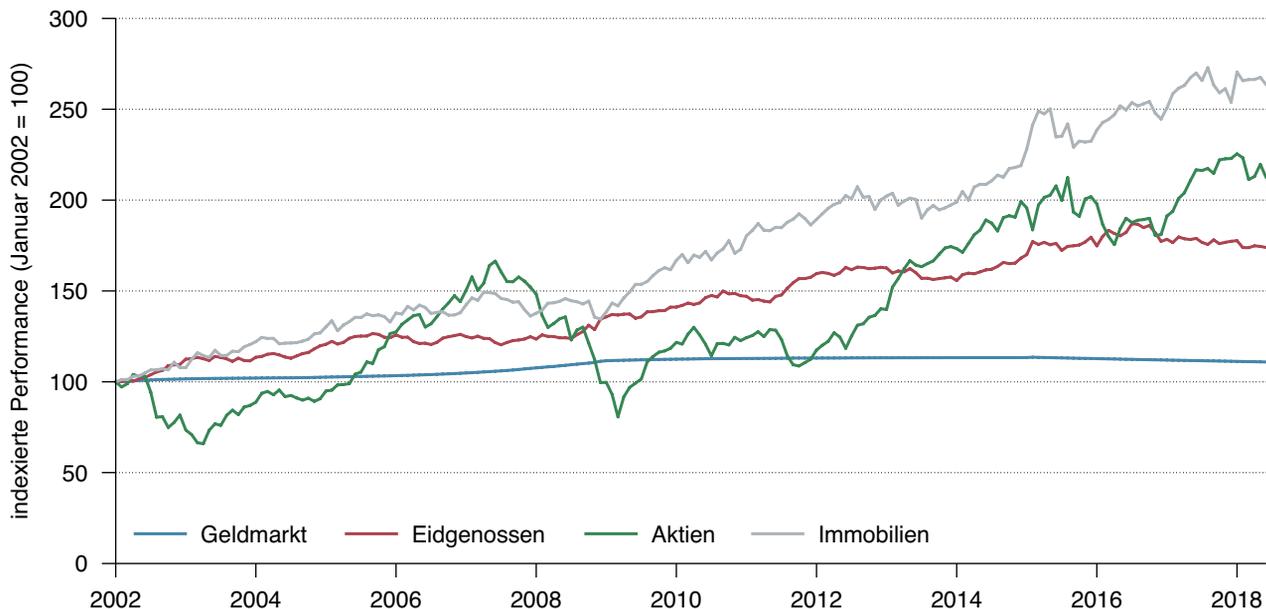
## Finanzmarktumfeld

### Performancevergleich

	Performance in Lokalwährung bzw. US-Dollar <sup>1</sup>				Performance in Schweizer Franken <sup>1</sup>			
	YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre	YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre
Geldmarkt CHF	-0.3	-0.2	-0.7	-2.1	-0.3	-0.2	-0.7	-2.1
Eidgenossen CHF	-2.1	0.2	-2.8	9.0	-2.1	0.2	-2.8	9.0
Unternehmensanleihen CHF	-1.3	-0.1	-1.6	9.0	-1.3	-0.1	-1.6	9.0
Aktien Schweiz (SMI)	-5.8	-1.7	-0.4	29.2	-5.8	-1.7	-0.4	29.2
Aktien Europa (Stoxx600)	1.6	4.1	2.6	54.2	0.9	3.3	9.8	44.9
Aktien UK (Ftse100)	2.4	8.0	7.3	45.4	2.4	8.0	13.3	31.9
Aktien Japan (Topix)	-0.6	5.3	14.4	87.4	2.7	5.9	15.9	74.3
Aktien USA (S&P 500)	4.5	-0.1	16.1	87.0	3.7	-3.4	13.9	78.0
Aktien Schwellenländer	0.1	-4.2	16.2	33.9	-0.7	-7.3	14.0	27.5
Aktien Welt (MSCI World)	3.0	0.4	13.7	64.8	2.1	-2.9	11.5	56.8
Immobilien Schweiz	-2.6	-1.0	-3.5	30.9	-2.6	-1.0	-3.5	30.9
Immobilien Global	-0.2	5.4	4.1	33.1	-1.0	2.0	2.1	26.7
Rohstoffe	2.1	2.4	9.9	-31.4	1.3	-1.0	7.8	-34.7
Rohöl (Brent)	15.6	17.7	58.9	-26.2	14.7	13.8	55.9	-29.7
Gold	-0.4	-1.8	0.3	-6.1	-1.2	-5.0	-1.6	-10.6

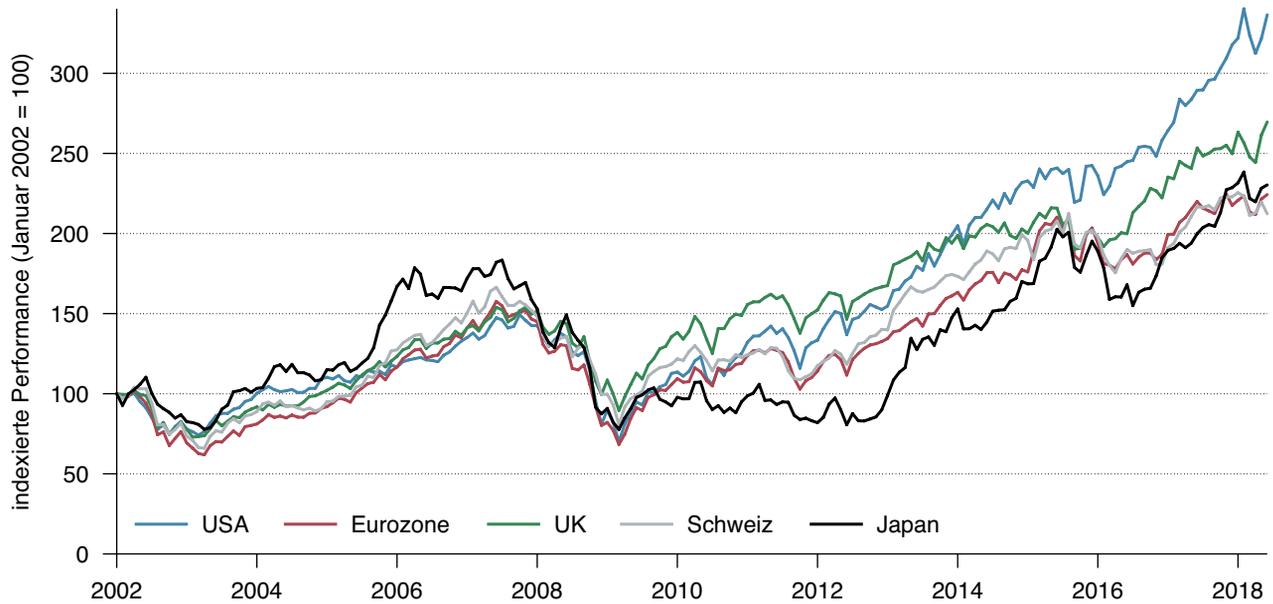
<sup>1</sup> Performance in Prozent für den jeweiligen Zeitraum.

### Performance Schweizer Finanzanlagen

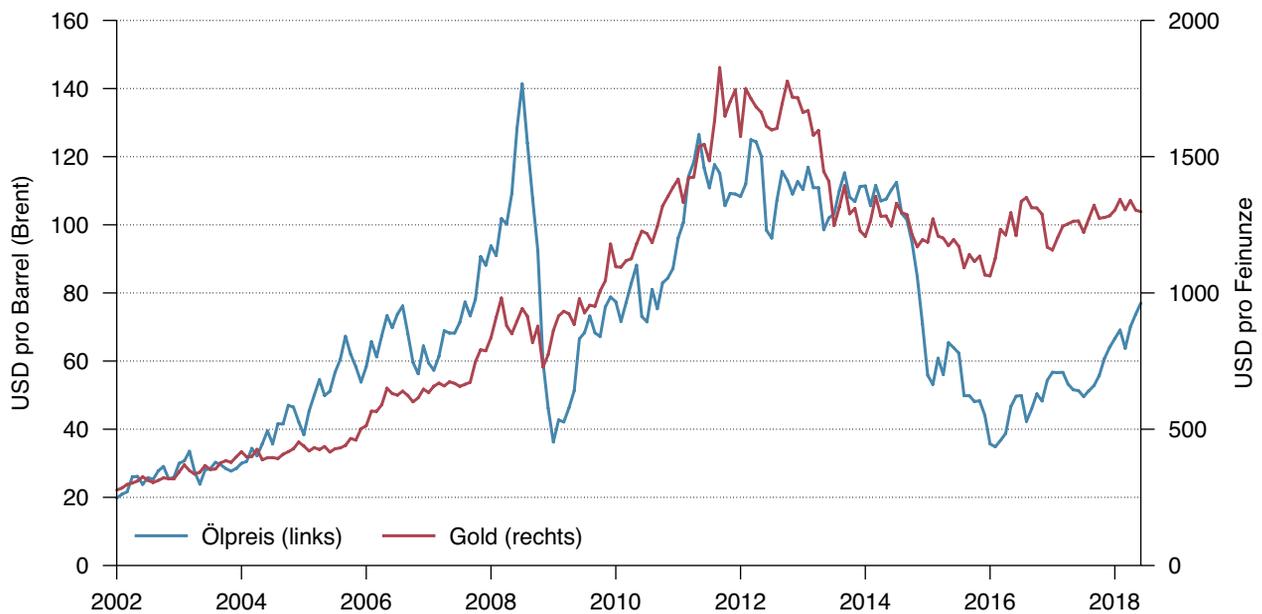


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

**Performance ausgewählter Aktienmärkte (in Lokalwährung)**



**Performance ausgewählter Rohstoffpreise**



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Die Zahl des Monats

## 80 US-Dollar

Erstmals seit dem Jahr 2014 kostete im Mai dieses Jahres ein Fass der Erdöl-Sorte *Brent* wieder über 80 Dollar. Seit dem Mai 2017 ist dies ein Anstieg von über 50 Prozent. In den vergangenen Monaten war der Preis des Erdöls kontinuierlich angestiegen. Den Sprung über die 80 USD-Marke gelang, als Präsident Trump das Atomabkommen mit dem Iran kündigte und in der Folge iranisches Erdöl mit Sanktionen belegte.

### 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.

