

MAI 2019

FXMONTHLY

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

Seite 1 QCAM Insight

Ein neuer Aufbruch für Gold?

Seite 3 Die Makroperspektive

Schwungvoller Jahresstart mit Vorbehalten

Seite 5 Was die Währungsmärkte bewegt

Der Renminbi schleicht sich in Benchmarks



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. Mai 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

Ein neuer Aufbruch für Gold?



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

Die Aufwertung von Gold zu Tier-1-Kapital unter Basel III sowie steigende Goldkäufe der Zentralbanken haben Goldanhänger in jüngster Zeit begeistert. Bisher hat der Goldpreis darauf aber nicht reagiert. Für Zentralbanken bleibt das Edelmetall die letzte Reserve. Für die meisten anderen Investoren ist es nur eine spekulative Anlageklasse.

Am 29. März ist Gold in die Tier-1 Kategorie unter dem Basel-III-Regelwerk aufgestiegen. Das hat zu Spekulationen darüber geführt, ob Banken nun mehr Gold kaufen würden in der Hoffnung, dass ein steigender Goldpreis ihre Kapitalbasis erhöhen würde. Einige sahen dies gar als eine Wiedereinführung des Goldstandards durch die Hintertür. Gleichzeitig wurde ausserdem bekannt, dass Zentralbanken 2018 eine Rekordmenge an Gold gekauft hatten und sich dies 2019 wohl fortsetzen wird. Wie reagierte der Goldpreis?

Wenig Inflation und Krisen

Trotz der guten Nachrichten ist dieser nicht nachhaltig gestiegen. Trotz einiger Bewegung in beide Richtungen ist der Goldpreis 2018 und auch im laufenden Jahr tendenziell unverändert flach geblieben. In der Tat hat die Wertentwicklung von Gold seit der Spitze der Euro-Schuldenkrise enttäuscht.

Der Hauptgrund dafür ist die schwache Entwicklung der Inflation. Ausserdem haben die Zentralbanken nicht gezögert, jedes Anzeichen von Krise im Keime zu ersticken, sei es durch neue Stimulus-Programme oder Pausierung der Politiknormalisierung. Diese Umstände von niedriger Inflation und Zentralbankeingriffen werden nicht für immer anhalten, aber sie wurden dieses Jahr nochmal verlängert, und den Effekt auf Gold werden Basel III und Goldkäufe der Zentralbanken wohl nicht aushebeln.

Für Banken ist Gold riskant

Für Banken ist Gold keine perfekte Kapitalbasis, da die Bewertung von volatilen Marktpreisen und dem Wechselkurs für nicht-USD-Banken abhängt. Wenn der Goldpreis in lokaler Währung fällt, müssten Banken mehr Kapital nachschliessen. Zweitens wird auch unter Basel III Gold nur zu 85 Prozent seines Marktpreises bewertet und nicht zu 100 Prozent. Drittens generiert Gold Tresorkosten aber keinen Zins oder Dividende. Alles zusammen ist Gold eine kostspielige und riskante Quelle von Eigenkapital für die Banken.

Für Zentralbanken ist Gold hauptsächlich eine letzte Reserve und weniger eine Anlage, die einen Ertrag erwirt-

schaften soll. Besonders Zentralbanken aus Schwellenländern mit wachsenden Währungssystemen und Reserven kaufen mehr Gold. Ausserdem ist Gold ein Mittel, um die Reserven weg vom US-Dollar zu diversifizieren. Das gilt besonders für Russland, das im letzten Jahr am meisten Gold gekauft hat.

Die 651 Tonnen Goldkäufe der Zentralbanken waren letztes Jahr ein Rekord, aber in Relation ist das nicht viel. Die Goldkäufe entsprachen etwa 20 Prozent der weltweiten Goldförderung, 1.9 Prozent des Goldes der Zentralbanken und nur 0.3 Prozent des gesamten Goldbestands über Tage. Es wundert daher nicht, dass der Goldpreis wenig mit den Käufen der Zentralbanken korreliert (Grafik).

Eine spekulative Anlageklasse

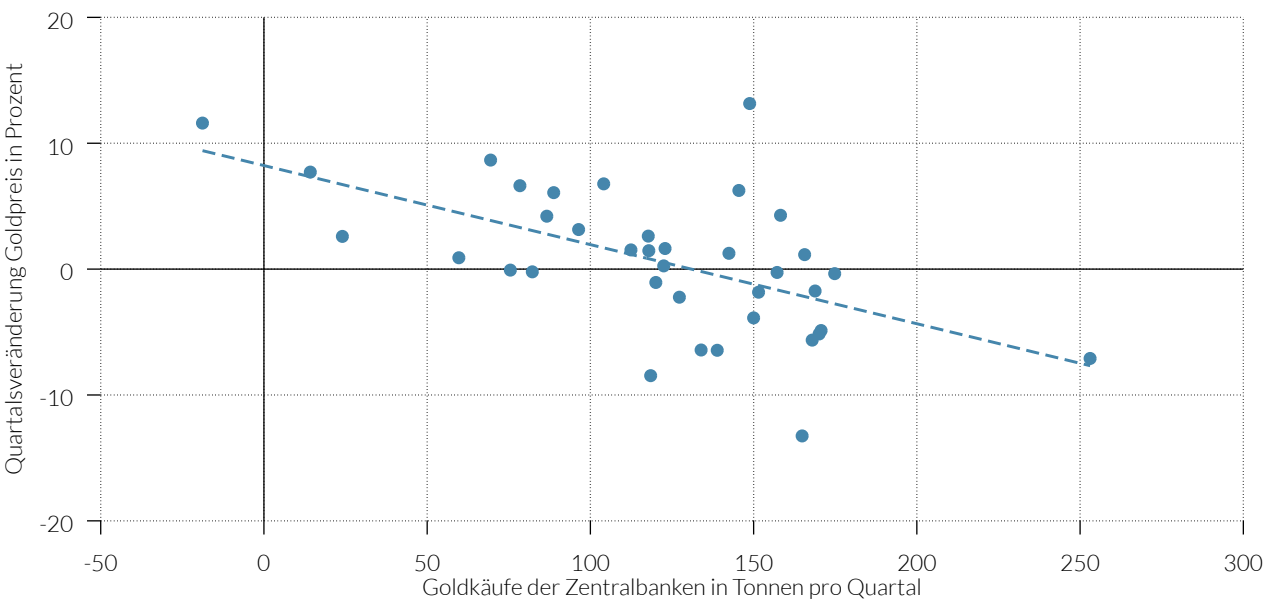
Gold hat einen Wert für Investoren, die wie Zentralbanken eine letzte Reserve anstreben und bereit sind, die Kosten und Marktvolatilität zu ertragen. Investoren, die den Regierungen und Zentralbanken vertrauen, die Funktion des

Geldsystems aufrecht zu erhalten, werden Gold weniger attraktiv finden.

Erstens ist es kostspielig, Gold aufzubewahren. Selbst ETFs enthalten einen impliziten Preis für die Aufbewahrung. Zweitens ist der Goldpreis volatil. Ja, man kann sagen, Gold ist eine spekulative Anlageklasse. Es wirft keine Dividende oder Zinsen ab und der Preis hängt hauptsächlich von den wechselnden Präferenzen der Besitzer der gesamten geförderten Goldbestände ab. Ausserdem steigt die Goldförderung, wenn der Goldpreis sich etwas länger nach oben bewegt.

Gold hat historisch eine negative Korrelation mit anderen Risikoanlagen, aber es ist kein perfekter Anlageschutz dank seiner kostspieligen und volatilen Natur. Eine gute Mischung aus Aktien, Anleihen, Bargeld, Währungen und alternativen Anlagen wie Immobilien bietet wahrscheinlich einen besseren Risikoschutz als Gold.

Goldkäufe der Zentralbanken und der Goldpreis



Quelle: World Gold Council, IBA, QCAM Currency Asset Management

Die Makroperspektive

Schwungvoller Jahresstart mit Vorbehalten

Die sich seit einigen Monaten immer leicht verschlechternde Konjunkturlage hat dazu geführt, dass der Spielraum für einen deutlicheren Abschwung immer geringer geworden ist. Kann der Trend gestoppt werden? Aus verschiedenen Regionen sind positive Nachrichten eingetroffen. Es bleiben aber Fragezeichen.

Die amerikanische Wirtschaft ist schwungvoll ins neue Jahr gestartet – schwungvoller als von vielen erwartet. Das Wachstumsbild im Startquartal vermochte jedoch nur bedingt zu überzeugen. Die in der Regel tragenden Konsumausgaben fielen tief aus. Das ist auf die Konsumdaten zu Jahreswechsel zurückzuführen, die in Anbetracht der immer noch guten Konsumentenstimmung und Lage am Arbeitsmarkt enttäuschten. Immerhin signalisieren die jüngsten Detailhandelszahlen und Ausgaben der Konsumenten wieder eine bessere Konsumkonjunktur.

Nebst Privatkonsum blieb auch die Entwicklung der wichtigen Anlageinvestitionen eher verhalten. Ein weiteres Mal schwach entwickelten sich die Wohnbauinvestitionen. Bereits seit Monaten präsentiert sich die Lage am US-Häusermarkt eingetrübt. Indikatoren zum Häusermarkt wie die Baubeginne und Baugenehmigungen haben zuletzt weiter enttäuscht. Vertraut man alleine dem Häusermarkt als Vorboten von US-Rezessionen, scheint ein Konjunkturabschwung in den kommenden 1 bis 2 Jahren als wahrscheinlich.

In die Bresche sprangen dafür volatile Posten wie der Staat und der Aussenhandel. Letzterer alleine steuerte rund 1 Prozentpunkt zum Gesamtwachstum bei. Auch ging ein gutes Stück des Wachstums auf die Lagerhaltung

zurück. Der grosse Wachstumsbeitrag der volatilen Komponenten wirft Fragen dazu auf, wie nachhaltig die jüngste Wachstumsbeschleunigung ist, zumal die Stimmung der Unternehmen weiterhin sinkt. Ohne nachhaltigere Wachstumstreiber dürfte die US-Wirtschaft das hohe Wachstumstempo im weiteren Verlauf des Jahres wohl kaum halten können.

Chinas Industrie überrascht positiv

Auch China vermochte im Startquartal konjunkturell wieder zuzulegen. Die Industrieproduktionszahlen überraschten positiv. Das unterdessen angelaufene Stimuluspaket scheint in einzelnen Sektoren mächtig für Auftrieb gesorgt zu haben. Kräftig zugelegt hat beispielsweise die Zementproduktion, die zu einem guten Teil vom Infrastruktur- und Immobiliensektor getrieben wird. Diese Bewegungen erklären sich dadurch, dass die Regierung auch beim aktuellen Stimuluspaket auf bewährte Methoden setzt. Staatsunternehmen und Lokalregierungen sollen das Wachstum über Infrastruktur- und Immobilienprojekte anheizen. Entsprechende Entwicklungen zeigen sich seitens der Anlageinvestitionen: insbesondere Staatsunternehmen haben die entsprechende Investitionstätigkeit hochgefahren.

Trotz zuletzt besserer Daten steht Chinas Konjunktur weiter auf wackeligen Beinen. Für den Privatsektor gestaltet sich das Umfeld noch immer herausfordernd. Das Wachstum der Anlageinvestitionen von Privatunternehmen ist zuletzt weiter zurückgegangen. Auch die jüngsten Zahlen zu den mittel- und langfristigen Krediten an Privatunternehmen lassen keine Beschleunigung erken-

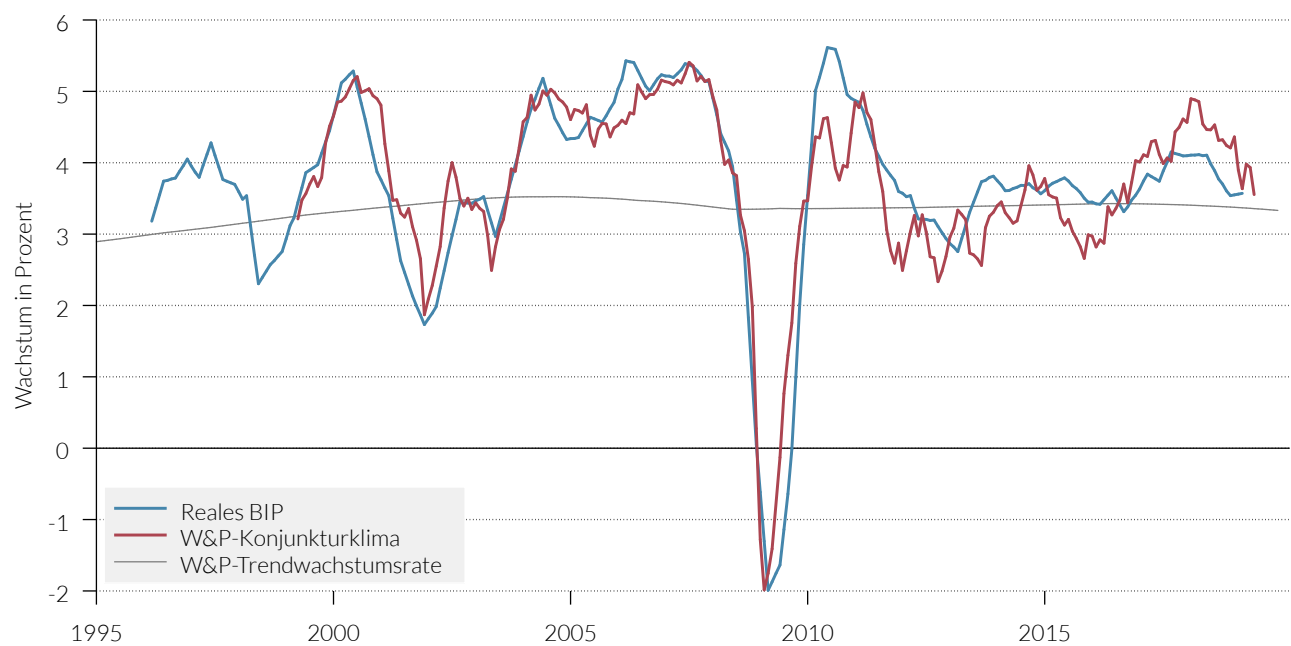
nen. Beides deutet daraufhin, dass die Bemühungen der Regierung, die Kreditverfügbarkeit im Privatsektor zu erhöhen, noch keine Früchte getragen haben. Banken scheinen trotz diverser Massnahmen seitens der Zentralbank kaum bereit zu sein, bei Krediten an Privatunternehmen grössere Risiken einzugehen. Eine schwache Privatwirtschaft ist nicht zuletzt eine Gefahr für den Privatkonsum, sind doch private Unternehmen Haupttreiber bei der Schaffung neuer Arbeitsplätze. Neueste Daten legen nahe, dass sich die Schwäche im Privatkonsum im Startquartal zumindest nicht weiter akzentuiert hat. Es bleibt abzuwarten, ob zuletzt beschlossene Steuersenkungen für Privatpersonen für einen dauerhaften Umschwung im Privatkonsum sorgen werden.

Industrie bleibt in der Eurozone ein Sorgenkind

Nicht zuletzt hat sich auch die Konjunktur in der Eurozone zu Jahresbeginn wieder etwas beschleunigt. Für die Monate Januar bis März resultierte gemäss einer ersten Schnellschätzung ein Quartalswachstum von 0.4 Prozent.

Noch sind keine Daten zu den einzelnen BIP-Komponenten auf Aggregatsebene vorhanden. Zahlen aus den einzelnen Ländern deuten aber an, dass der Bausektor ein wichtiger Wachstumstreiber war. Bedingt durch das gute Wetter expandierte der Bau vor allem in Deutschland sehr robust. Sorgenkind bleibt dagegen die Industrie. Die Stimmungsbarometer zeigen hier anhaltend nach unten. Es scheint, dass die durch verschiedene Sonderfaktoren ausgelöste Wachstumsschwäche endgültig auch auf die Stimmung umgeschlagen hat.

Weltkonjunktur hat wieder etwas zugelegt



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Was die Währungsmärkte bewegt

Der Renminbi schleicht sich in Benchmarks

Renminbi-Anleihen aus dem zweitgrössten Anleihemarkt der Welt werden mehr und mehr globalen Portfoliobenchmarks hinzugefügt. Eine solche Entwicklung zeichnete sich vor einem Jahr schon mit chinesischen, in Lokalwährung gehandelten Aktien ab. Damit wird sich die Währungskomposition von Portfolios zwangsläufig ändern.

Eine Welt, in der die zwei grössten Volkswirtschaften Leistungsbilanzdefizite aufweisen, ist etwas völlig Neues. Der einst so hoch gelobte chinesische Leistungsbilanzüberschuss von fast 10 Prozent des BIP im Jahr 2008 schrumpfte bis 2018 auf nur noch 0.4 Prozent. Das liegt daran, dass Chinas Waren- und Dienstleistungsimporte weitaus schneller gestiegen sind als dessen Exporte. Chinas winziger Leistungsbilanzüberschuss überdeckt zudem ein grosses, wachsendes Defizit in der Dienstleistungsbilanz. So gaben die Chinesen letztes Jahr 277 Milliarden US-Dollar für Auslandsreisen allein aus – eine fast achtfache Steigerung im Vergleich zu vor zehn Jahren. Wenn sich die Tendenzen eine Weile fortsetzen, was wahrscheinlich ist, dann wird China eines Tages ein Leistungsbilanzdefizit aufweisen. Der rückläufige Überschuss in der Warenbilanz von rund 395 Mrd. USD im vergangenen Jahr wird dabei nicht ausreichen, um das wachsende Defizit in der Dienstleistungsbilanz von 346 Mrd. USD auszugleichen.

Leistungsbilanzdefizite müssen finanziert werden. Dementsprechend haben die Chinesen begonnen, ihren inländischen Finanzmarkt nun vermehrt auch ausländischen Investoren zugänglich zu machen. Alternativ könnte die Regierung versuchen ein solches Defizit zu verhin-

dern, indem sie drakonische Kapitalkontrollen einführt und eine schwache Währung herbeizuführen versucht. Letzteres würde bspw. Auslandsreisen für die meisten Menschen unerschwinglich machen. Doch die erklärten politischen Ziele Chinas gehen in eine andere Richtung. Die Regierung sagt, sie wolle die heimische Wirtschaft für ausländische Investoren öffnen und die Internationalisierung des Renminbis fortsetzen.

Mehr Renminbi-Anleihen für Ausländer zugänglich

In diesem Zusammenhang werden von April 2019 bis Dezember 2020 Renminbi-Anleihen der chinesischen Regierung und ihrer drei wirtschaftspolitischen Banken in den *Bloomberg Barclays Global Aggregate Index* aufgenommen. Vor einem Jahr begann der *MSCI Emerging Markets Index* zudem mit der Aufnahme sogenannter chinesischer «A-Shares» (inländische chinesische Aktien, die in Renminbi gehandelt werden).

Um in diese Indizes aufgenommen zu werden, mussten die chinesischen Behörden in beiden Fällen Anpassungen vornehmen, um ausländischen Investoren den Zugang, den (Ver-)kauf und das Halten der zugrunde liegenden Vermögenswerte zu erleichtern. Auch weiterhin öffnet die chinesische Regierung die Türen für ausländische Investitionen, wobei sie allerdings stets betont, dass sie bei Bedarf wieder eingreifen und Kapitalabflüsse begrenzen könnte.

Auswirkungen auf die Devisenmärkte

Die Folgen des gestiegenen Gewichts chinesischer Vermögenswerte in portfoliorelevanten Benchmarks wird sicht-

bar, wenn man die Währungsperformance zweier Schwellenlandbenchmarks vergleicht: eine für Aktien, in der Chinas Indexgewicht bereits gestiegen ist, und eine für Anleihen, in der China bisher nicht berücksichtigt wurde.

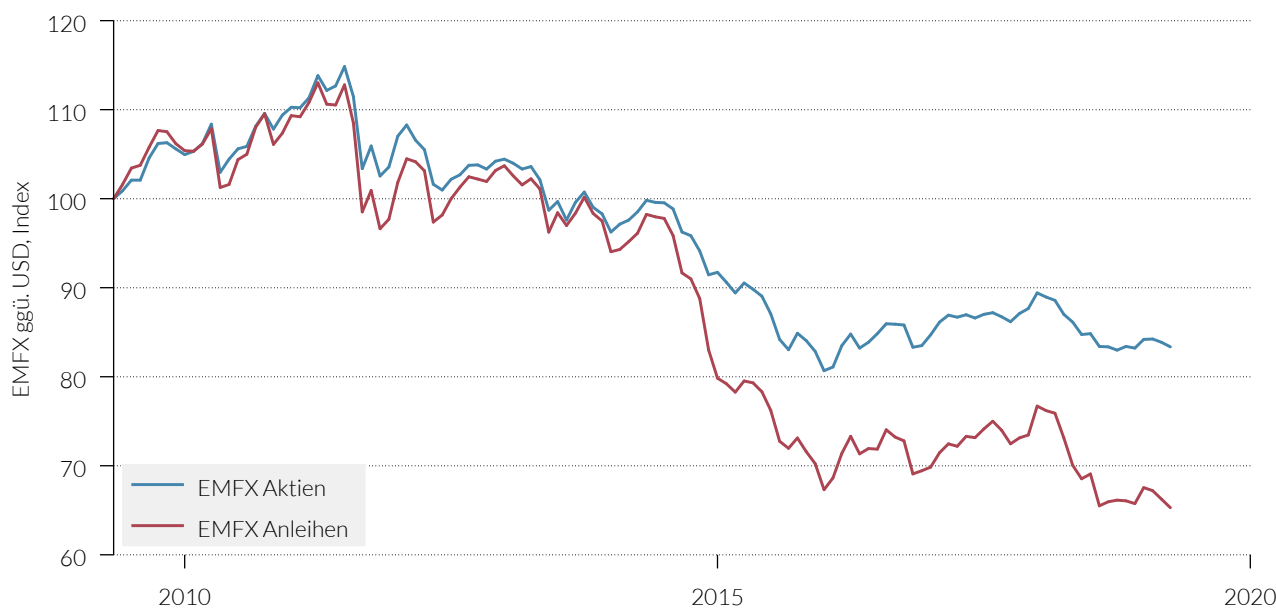
Die Grafik zeigt die Währungsperformance des *MSCI Emerging Markets* Aktienindex. Ende März 2019 bestand diese Benchmark zu 33 Prozent aus chinesischen Titeln, 13 Prozent der Aktien kamen aus Südkorea, 11 aus Taiwan und Indien sowie Brasilien kamen beide auf 7 Prozent Indexgewicht. Diesen Index vergleichen wir nun mit dem *JP Morgan GBI-EM Index*, einem Index für Staatsanleihen von Schwellenländern in Lokalwährung. Dieser berücksichtigt zurzeit noch keine chinesische Staatsanleihen, da diese die Kriterien des Indexanbieters noch nicht erfüllen. Hier waren Ende März Mexiko, Indonesien, Brasilien, Südafrika und Polen mit jeweils rund 10 Prozent, Thailand mit 8,5, Russland mit 7, Kolumbien mit 6, Malaysia mit 5 sowie Ungarn, Tschechien, Türkei, Peru und Chile mit jeweils rund 4 Prozent die Schwergewichte.

Die Grafik zeigt, dass ab 2013 mehrere dieser «nicht-chinesischen» Schwellenlandwährungen aufgrund von Marktbedenken über die Fortführung von QE abwerten. Diese Gruppe von Devisen hatte zudem unter dem Zerfall des Ölpreises, langsamerem Wachstum und einigen individuellen Entwicklungen – eine tiefe Rezession in Brasilien und Sanktionen gegen Russland – zu leiden. Die Kluft zwischen diesen zwei Indizes ist seit einem halben Jahrzehnt relativ gross, was darauf hindeutet, dass das Währungsaggregat ohne China unter einer relativ höheren Inflation litt. Das wiederum schliesst eine Rückkehr zu deren früheren Nominalwerten im Wesentlichen aus.

Fazit

Aus diesem Vergleich lässt sich die Schlussfolgerung ziehen, dass ein diversifizierter Index von Schwellenlandanleihen, der Emittenten mit historisch stärkeren Währungen wie beispielsweise dem Renminbi umfasst, sich wahrscheinlich besser halten wird als einer ohne.

Der Einfluss des Renminbis in Währungskörben



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Konjunkturklima

Die verfügbaren Wachstumszahlen für das Startquartal 2019 haben positiv überrascht. Die US-Wirtschaft expandierte mit einem annualisierten Quartalwachstum von 3.2 Prozent robust. Auch die Eurozone und China wuchsen zu Jahresbeginn wieder schneller. Jüngste Stimmungsindikatoren bestätigten die guten Wachstumsdaten aber nicht. In den USA korrigierte der *ISM Manufacturing* auf 52.8 Punkte. In der Eurozone ging der Stimmungsabschwung im April ungebrochen weiter, wobei vor allem das Barometer für die Industrie erneut deutlich sank. In China signalisierte jüngst sowohl der *Caixin PMI* als auch der offizielle PMI wieder

eine abnehmende Dynamik der Industrie. In Japan stehen die Wachstumszahlen für das Startquartal noch aus. Die verfügbaren Daten lassen aber eine Schrumpfung erwarten. Knackpunkt für die Konjunktur ist die lahmen- de Auslandsnachfrage, die vor allem in der Industrie zu Einbussen führt. So ergab sich in der Industrie im ersten Quartal ein Minus von 1.1 Prozent. Ähnlich präsentier- ten sich die Exporte, bei denen ein sattes Minus von 3.9 Prozent gemessen wurde. Die schwächere Konjunktur- dynamik kommt für die Regierung zur Unzeit. Sie plant die Konsumtaxe im Oktober zu erhöhen. Die Oppositi- on fordert nun auch eine Verschiebung.

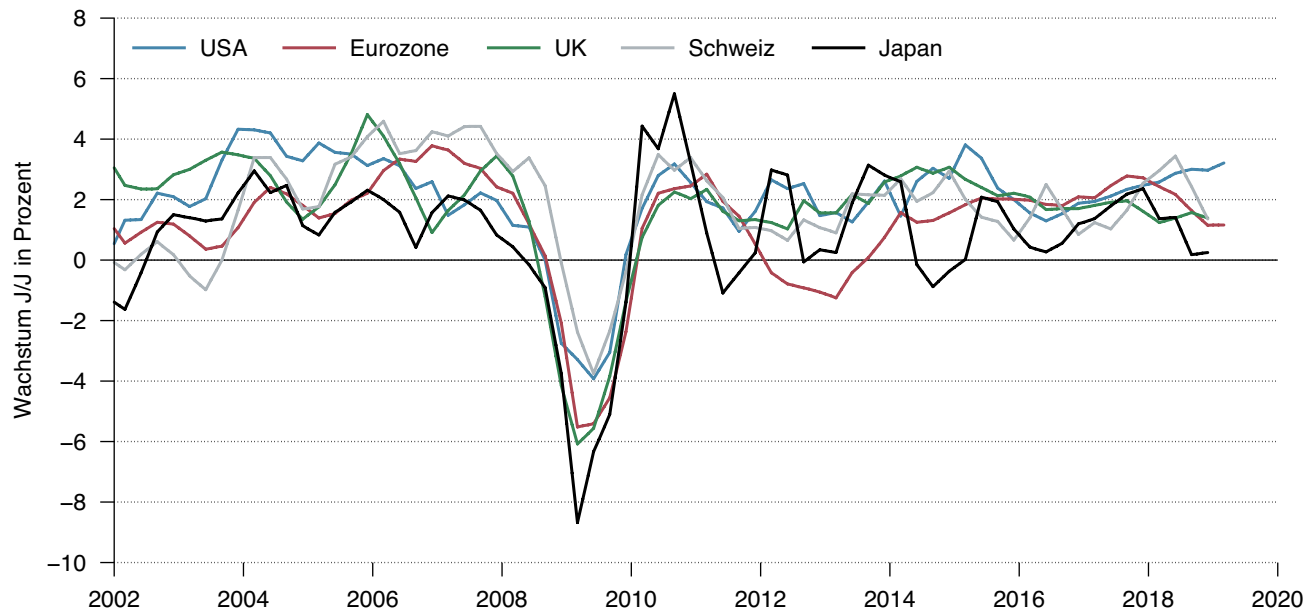
Überblick

	Trend- wachstum ¹	Reales BIP-Wachstum ²				W&P-Konjunkturklimaindikatoren ³			
		Q2/2018	Q3/2018	Q4/2018	Q1/2019	1/2019	2/2019	3/2019	4/2019
USA	1.7	2.9	3.0	3.0	3.2	3.1	3.2	3.1	2.7
Eurozone	1.0	2.2	1.6	1.1	1.2	2.3	2.3	2.2	1.9
Deutschland	1.4	2.0	1.2	0.6	–	2.8	2.8	2.5	2.2
Frankreich	0.7	1.7	1.4	1.0	1.1	1.5	1.5	1.6	1.5
Italien	0.2	1.0	0.5	0.0	0.1	0.8	0.6	0.6	0.4
Spanien	1.6	2.6	2.5	2.3	2.4	2.3	2.3	2.7	2.3
Grossbritannien	1.8	1.4	1.6	1.4	–	2.1	1.6	1.8	1.6
Schweiz	1.5	3.4	2.4	1.4	–	2.1	2.1	2.0	1.8
Japan	0.4	1.4	0.2	0.3	–	2.3	2.2	2.0	2.0
Kanada	1.6	1.7	1.9	1.6	–	0.9	1.0	1.3	0.7
Australien	2.4	3.1	2.7	2.3	–	2.7	2.7	2.6	2.6
Brasilien	1.4	0.9	1.3	1.1	–	3.1	2.3	1.4	–
Russland	0.1	2.2	2.2	2.7	–	1.0	0.3	2.8	1.9
Indien	7.7	8.0	7.0	6.6	–	7.0	7.0	6.8	6.8
China	7.4	6.7	6.5	6.4	6.4	5.5	6.3	6.7	6.4
Industrienationen ⁴	1.4	2.5	2.2	2.0	2.1	2.8	2.7	2.6	2.4
Schwellenländer ⁴	6.0	5.6	5.2	4.9	4.9	4.5	5.1	5.1	4.7
Welt ⁴	3.5	4.1	3.8	3.5	3.6	3.6	4.0	3.9	3.6

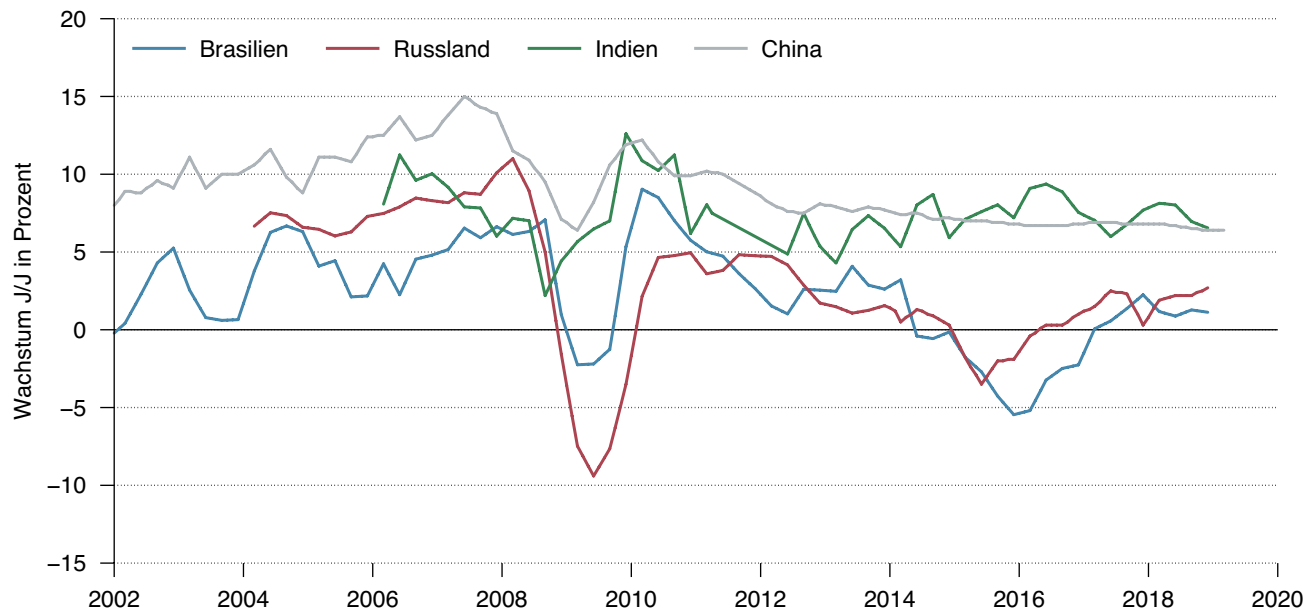
¹ Aktuelle Trendwachstumsrate des realen BIP in Prozent pro Jahr gemäss Trendwachstumsmodell von Wellershoff & Partners.
² Veränderung des realen BIP gegenüber dem Vorjahresquartal in Prozent.
³ Die Konjunkturklimaindikatoren von Wellershoff & Partners haben einen Vorlauf auf die offiziellen BIP-Wachstumsraten 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

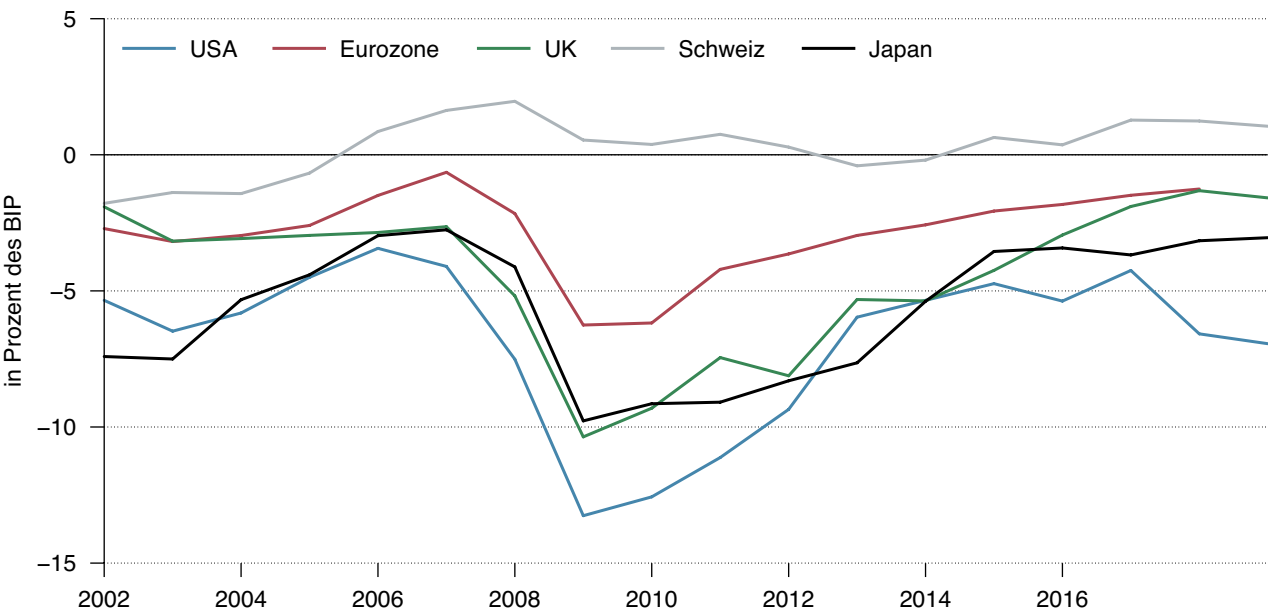
Wirtschaftsindikatoren

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	-2.9	105.4	109.9	-5.3	-6.9	4.9	3.6
Eurozone	16.1	15.6	3.8	-	109.2	-	-1.8	-	10.0	7.7
Deutschland	4.7	4.5	8.1	7.2	75.6	65.8	1.0	1.1	6.0	4.9
Frankreich	3.3	3.2	-0.6	-0.2	123.2	125.5	-3.3	-2.9	9.5	8.5
Italien	2.5	2.3	2.3	2.5	156.6	152.7	-2.5	-2.5	11.6	10.4
Spanien	1.7	1.6	1.5	1.0	116.1	113.1	-4.3	-1.8	19.7	14.0
Grossbritannien	3.6	3.2	-4.4	-3.3	114.3	114.6	-3.2	-1.6	4.7	3.0
Schweiz	0.9	0.8	10.0	10.7	42.0	39.0	0.7	1.0	3.1	2.5
Japan	6.1	5.9	3.0	2.6	221.6	227.9	-3.8	-3.0	3.1	2.5
Kanada	2.1	2.0	-2.9	-3.1	89.9	88.0	-0.2	-0.6	6.6	5.8
Australien	1.7	1.6	-3.1	-2.1	38.7	41.1	-2.2	-1.5	5.7	5.0
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	12.7
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

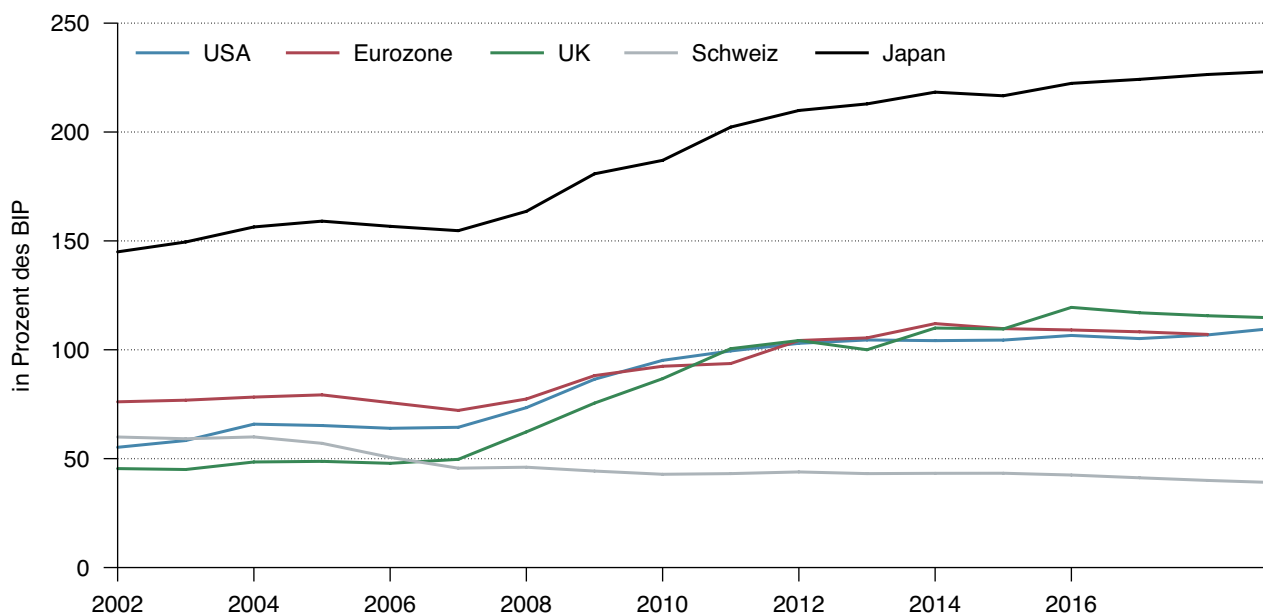
¹ In Prozent; Berechnung anhand von Marktwechsellkursen. ² In Prozent vom nominalen BIP. ³ In Prozent.

Budgetdefizit Industrienationen

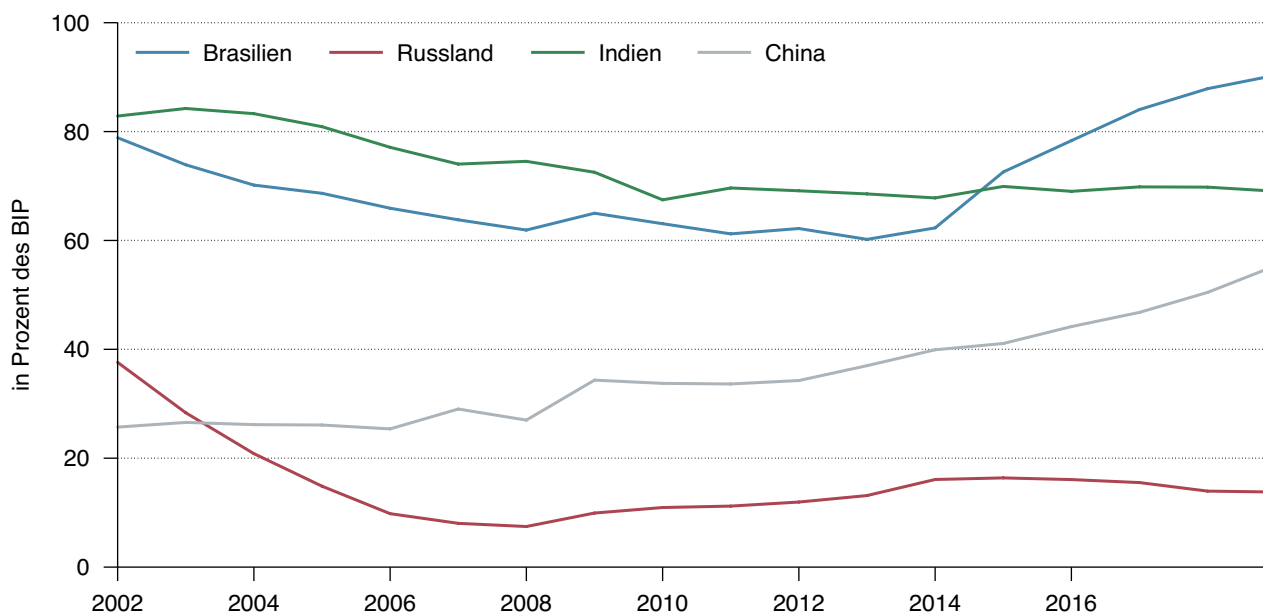


Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Staatsverschuldung Industrienationen



Staatsverschuldung Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Inflation

Von der Inflation gibt es weiter nur wenig zu berichten. Mit 0.7 Prozent weiter verhalten blieb die Inflation im April in der Schweiz. Wieder stärker zu legen die Preise in der Eurozone. Zum Start des zweiten Quartals beschleunigte sich die Teuerung von zuletzt 1.4 auf 1.7 Prozent. Auch die Kernteuerung legte mit 1.2 Prozent überraschend stark zu. In den USA kam das von der Notenbank (*Fed*) bevorzugte Inflationsmass der persönlichen Konsumausgaben im März auf 1.6 Prozent zu liegen. Im fallenden Preisdruck aus den vergangenen Monaten sieht die *Fed* nur eine vorübergehende Entwicklung, die durch Sonderfaktoren begünstigt wurde.

In den nächsten Monaten erwarten die Währungshüter entsprechend wieder eine höhere Teuerungsdynamik. Die Bank of England (BoE) hat ihre Einschätzung zur Inflation jüngst angepasst. Die BoE rechnet nun mittelfristig mit einem Nachfrageüberhang in der britischen Wirtschaft, der die Teuerung über die Zielmarke anheben wird. Die Währungshüter haben deshalb im Rahmen ihrer Mai-Sitzung signalisiert, dass sie die Zinsen über die nächsten Jahre deutlicher anheben wollen als die Märkte erwarten. Allerdings beruhen die Aussagen der BoE auf der Annahme eines geregelten *Brexits* und gelten deshalb keineswegs als sicher.

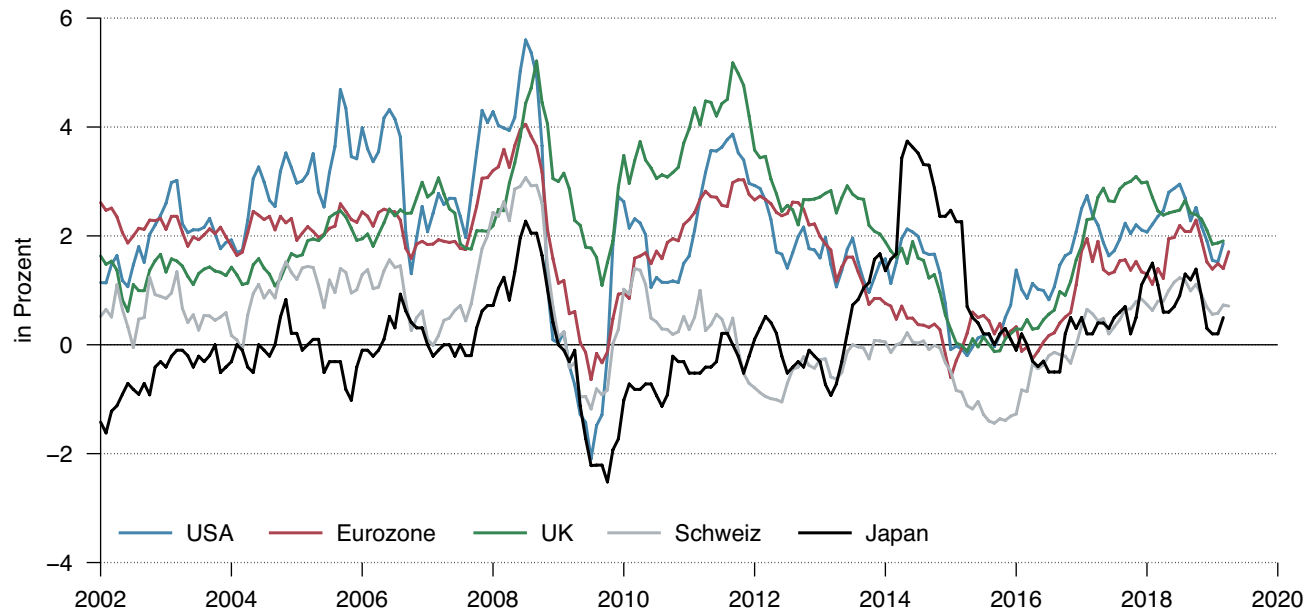
Überblick

	Ø 10 Jahre ¹	Inflation ²				Kerninflation ³			
		1/2019	2/2019	3/2019	4/2019	1/2019	2/2019	3/2019	4/2019
USA	1.6	1.6	1.5	1.9	–	2.2	2.1	2.0	–
Eurozone	1.3	1.4	1.5	1.4	1.7	1.1	1.0	0.8	1.2
Deutschland	1.2	1.4	1.5	1.3	–	1.3	1.4	1.3	–
Frankreich	1.0	1.2	1.3	1.1	1.2	0.7	0.7	0.5	–
Italien	1.2	0.9	1.0	1.0	1.1	0.5	0.4	0.4	0.6
Spanien	1.2	1.0	1.1	1.3	1.5	0.8	0.7	0.7	–
Grossbritannien	2.2	1.8	1.9	1.9	–	1.9	1.8	1.8	–
Schweiz	0.0	0.6	0.6	0.7	0.7	0.5	0.4	0.5	0.5
Japan	0.3	0.2	0.2	0.5	–	0.4	0.4	0.5	–
Kanada	1.6	1.4	1.5	1.9	–	1.5	1.5	1.6	–
Australien	2.1	1.6	1.5	1.3	–	1.5	1.4	1.3	–
Brasilien	5.9	3.8	3.9	4.6	–	3.7	3.6	3.8	–
Russland	7.3	5.0	5.2	5.3	–	4.1	4.4	4.6	–
Indien	7.1	2.0	2.6	2.9	–	–	–	–	–
China	2.3	1.7	1.5	2.3	1.5	1.9	1.8	1.8	–
Industrienationen ⁴	1.4	1.3	1.4	1.5	1.6	1.6	1.5	1.4	1.6
Schwellenländer ⁴	4.3	2.2	2.3	2.9	2.9	2.4	2.3	2.4	2.3
Welt ⁴	2.7	1.8	1.8	2.2	2.3	1.7	1.6	1.6	1.7

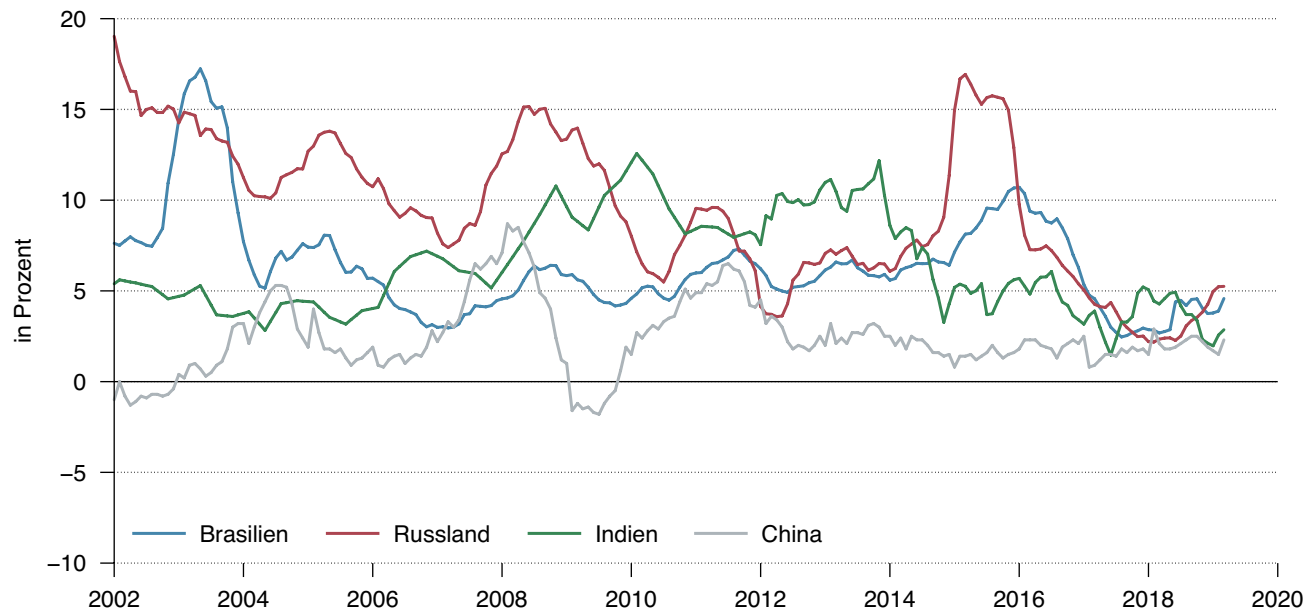
¹ Durchschnittliche Jahresteuierung der Konsumentenpreise in Prozent.
² Veränderung der Konsumentenpreise gegenüber dem Vorjahresmonat in Prozent.
³ Zur Berechnung der Kerninflationsrate werden sehr schwankungsanfällige Preiskomponenten wie Energie- und gewisse Lebensmittelpreise aus dem Warenkorb ausgeklammert;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

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Konsumentenpreis-inflation Industrienationen



Konsumentenpreis-inflation Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

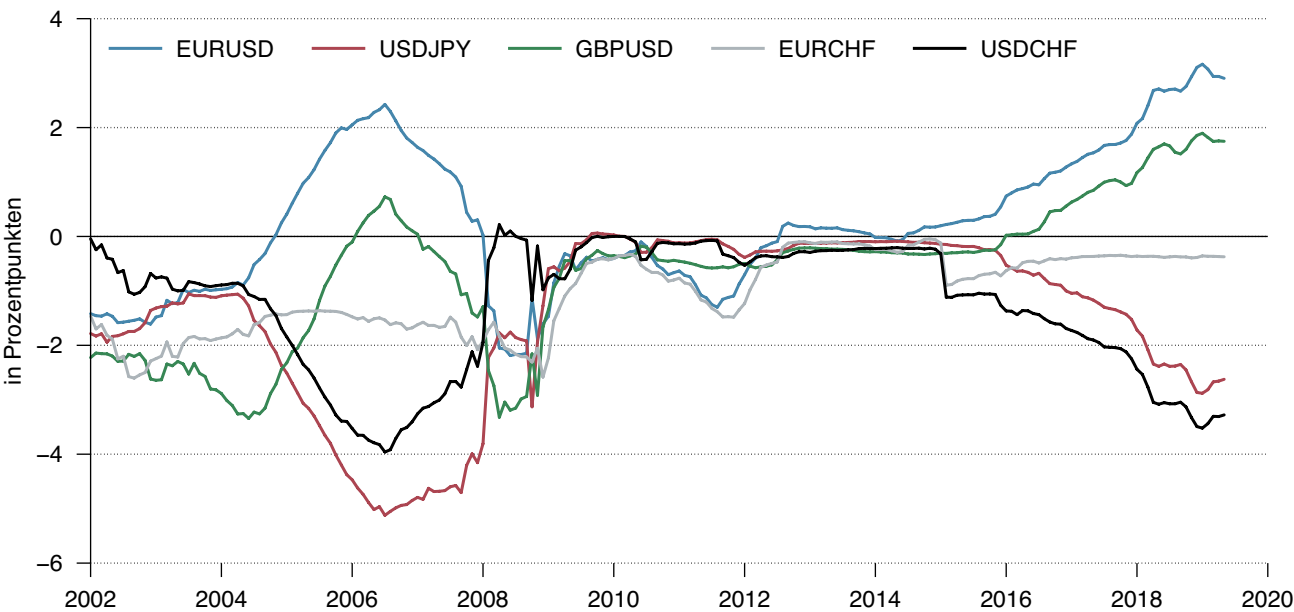
Zinsumfeld

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	1.120	2.89	2.74	1.35	0.52	2.90	3.02	1.64	0.68
USDJPY	110.9	-2.62	-2.40	-1.13	-0.63	-2.65	-2.66	-1.45	-0.89
GBPUSD	1.309	1.75	1.70	0.58	0.10	1.66	1.83	0.68	0.12
EURCHF	1.140	-0.38	-0.35	-0.43	-0.48	-0.37	-0.28	-0.42	-0.58
USDCHF	1.018	-3.28	-3.09	-1.78	-1.00	-3.26	-3.29	-2.06	-1.27
GBPCHF	1.333	-1.53	-1.40	-1.20	-0.90	-1.60	-1.47	-1.38	-1.15
CHFJPY	108.9	0.65	0.69	0.65	0.37	0.61	0.64	0.61	0.37
AUDUSD	0.700	1.23	0.87	-0.62	-1.96	1.63	1.22	-0.11	-1.42
USDCAD	1.345	-0.54	-0.63	0.14	0.45	-0.51	-0.63	-0.09	0.23
USDSEK	9.565	-2.68	-2.77	-1.44	-0.21	-2.60	-3.01	-1.63	-0.38
USDRUB	65.3	5.39	4.53	8.70	7.56	5.15	4.30	8.18	7.21
USDBRL	3.958	13.54	13.54	12.04	9.83	3.79	3.57	9.00	9.11
USDCNY	6.766	0.35	1.62	2.62	3.07	0.44	1.58	2.33	2.69
USDTRY	6.010	23.75	12.63	12.68	10.34	24.67	13.58	12.60	10.40
USDINR	69.40	7.47	7.47	8.25	7.91	3.88	4.47	5.88	6.03

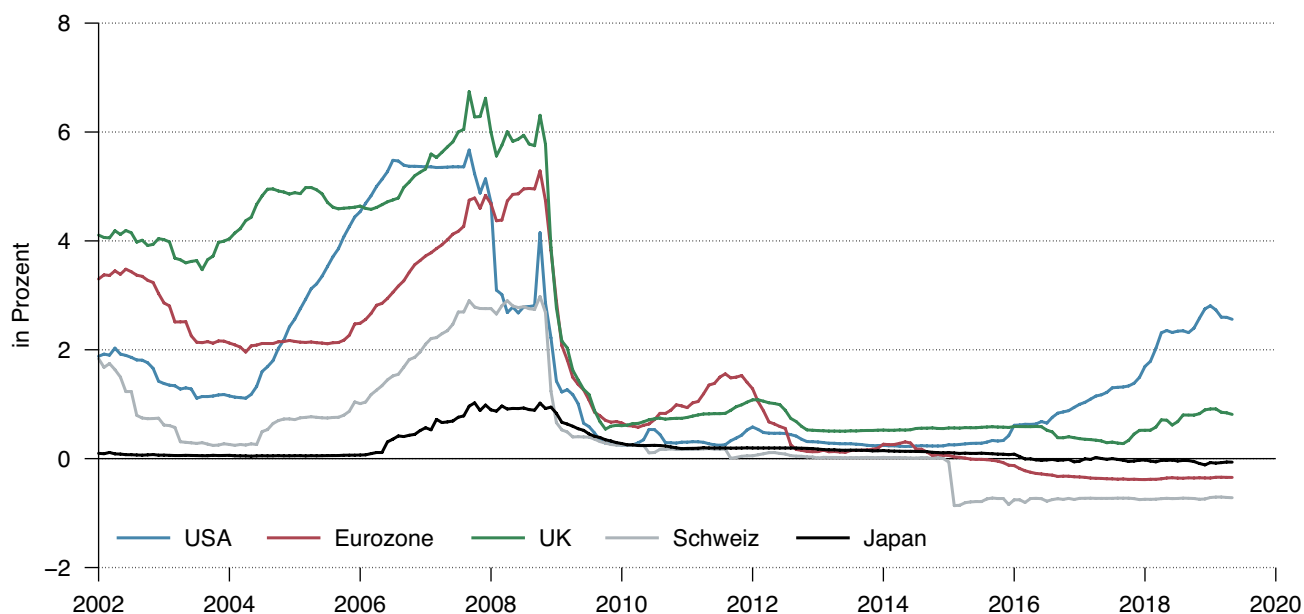
¹ Zinsen im zweiten Währungsraum abzgl. Zinsen im ersten Währungsraum; z.B. US-Dollar-Zinsen abzgl. Euro-Zinsen für EURUSD.

Zinsdifferenz

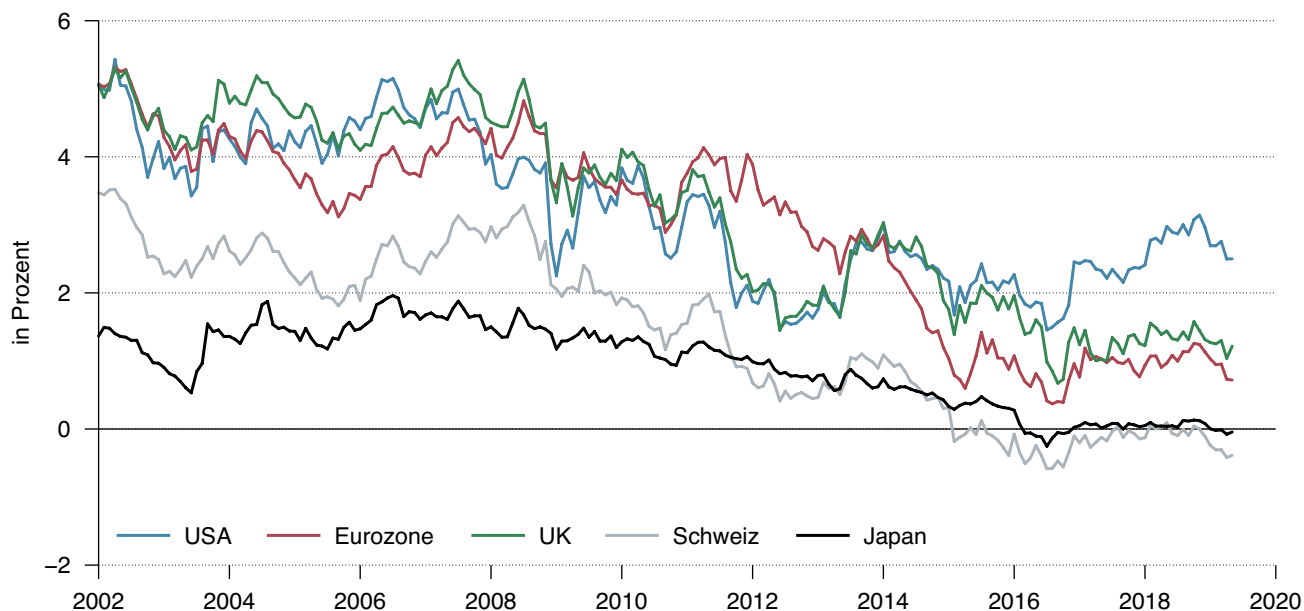


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Dreimonats-Liborsätze



Zehnjährige Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Währungsmärkte

Der Franken zählte im April für einmal zu den schwachen Währungen. Sowohl gegenüber dem Euro, dem Dollar als auch dem Yen resultierte ein Minus von rund 2 Prozent. Gemäss unseren Kaufkraftparitätsschätzungen und auf handelsgewichteter Basis ist der Franken aktuell noch rund 2 Prozent überbewertet.

Ein Wendepunkt beim unterdessen stark überbewerteten Dollar-Kurs lässt weiter auf sich warten. Der *Greenback* hat im vergangenen Monat gegenüber nahezu allen wichtigen Währungen zulegen können. Der amerikanischen Währung jüngst Auftrieb gegeben haben dürften die besseren Konjunkturdaten, mit denen sich die US-Wirtschaft ein Stück weit von der abflauenden globalen Dynamik abhebt. Gemäss unseren Kaufkraftparitäts-

schätzungen liegen signifikante Überwertungen des Dollars vor allem gegenüber Schwellenländer-Währungen vor. Jedoch ist er nach unseren Berechnungen auch gegenüber dem kanadischen Dollar, dem Pfund und dem Yen deutlich zu hoch bewertet.

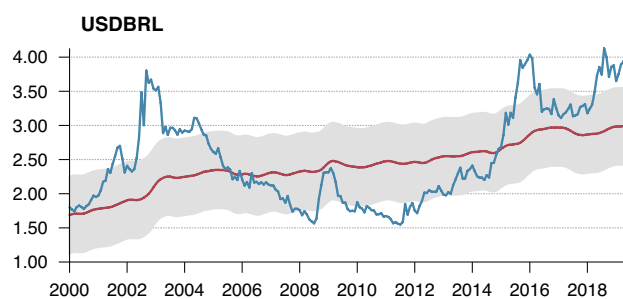
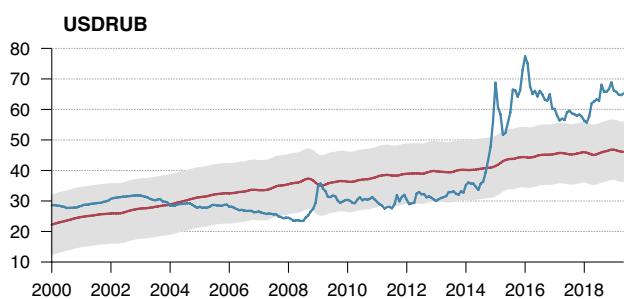
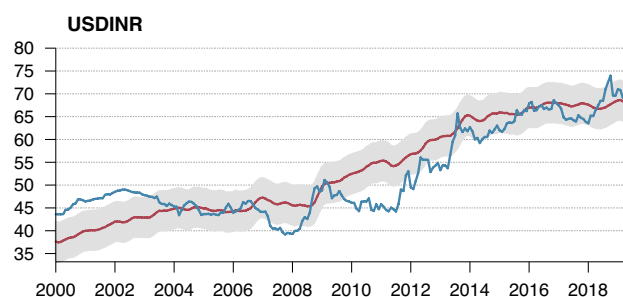
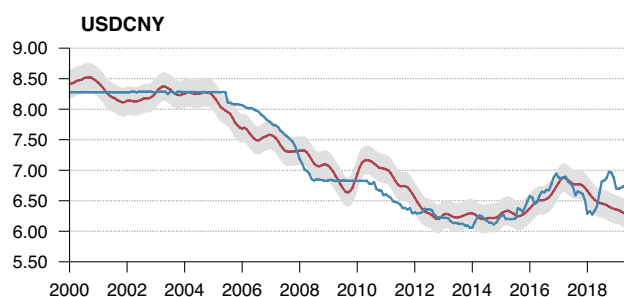
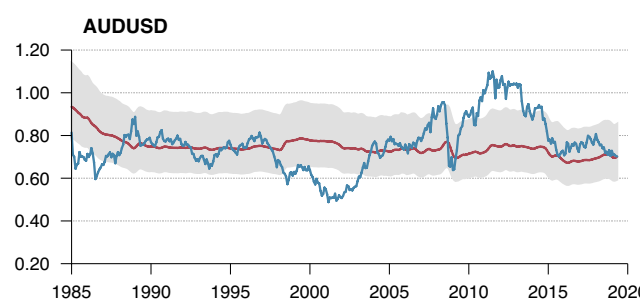
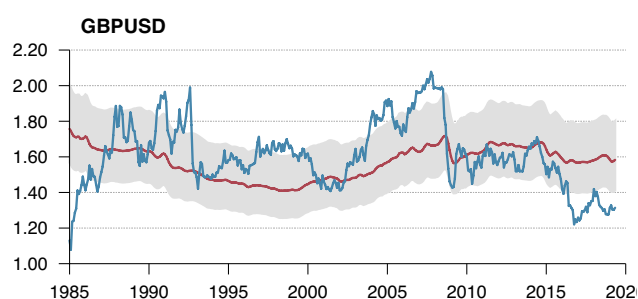
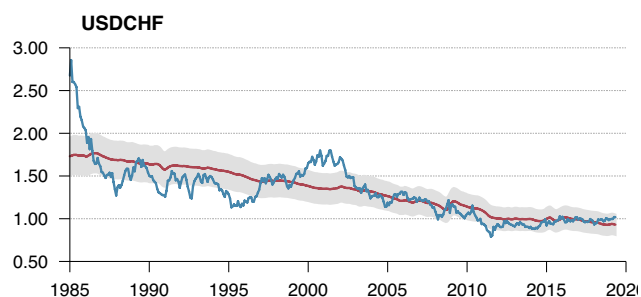
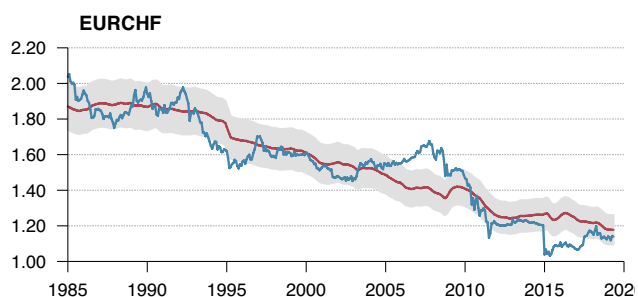
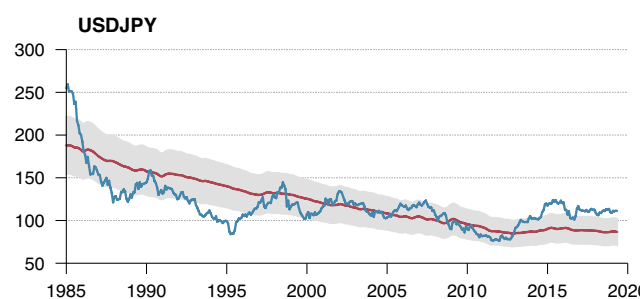
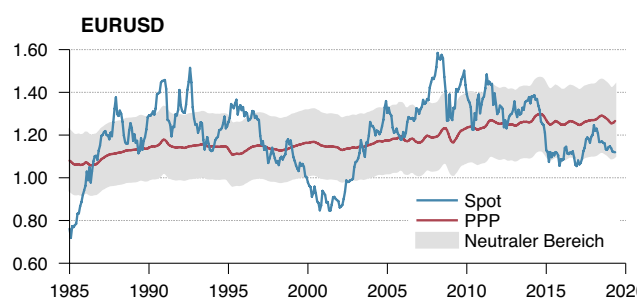
Weiter stabil bleibt der Dollar dabei zum chinesischen Renminbi. Bereits seit Ende Februar bewegt sich der Wechselkurs seitwärts, nach dem die Monate davor noch von hoher Volatilität gekennzeichnet waren. Konjunkturrell konnte China zuletzt wieder zulegen. Das ist vor allem dem unterdessen angelaufenen Stimuluspaket der Regierung zu verdanken, dass investitionsseitig Wachstumsimpulse liefert.

Performance und Bewertung

	Aktueller Wechselkurs	Performance ¹				Kaufkraftparität ²		
		YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre	PPP	Neutraler Bereich	Abweichung ³
EURUSD	1.120	-2.1	-1.9	-6.2	-19.7	1.27	1.1 - 1.43	-11.6
USDJPY	110.9	1.1	0.9	1.6	9.2	86.6	71.4 - 101.8	28.0
GBPUSD	1.309	2.8	1.2	-3.1	-23.0	1.58	1.41 - 1.8	-17.3
EURCHF	1.140	1.1	-0.1	-4.6	-6.3	1.18	1.1 - 1.26	-3.2
USDCHF	1.018	3.3	1.8	1.7	16.6	0.93	0.81 - 1.05	9.4
GBPCHF	1.333	6.2	3.0	-1.5	-10.2	1.47	1.27 - 1.68	-9.5
CHFJPY	108.9	-2.2	-0.9	-0.1	-6.3	93.1	78.8 - 107.4	17.0
AUDUSD	0.700	-0.6	-3.3	-7.0	-25.2	0.70	0.59 - 0.85	-0.1
USDCAD	1.345	-1.5	2.5	4.6	23.5	1.21	1.11 - 1.31	11.4
USDSEK	9.565	7.9	5.0	8.4	47.1	7.60	6.55 - 8.64	25.9
USD RUB	65.3	-5.9	-0.4	3.7	84.3	46.1	36.6 - 55.6	41.6
USDBRL	3.958	2.1	7.6	12.2	77.1	3.00	2.44 - 3.56	32.1
USDCNY	6.766	-1.5	0.4	6.4	8.7	6.28	6.07 - 6.5	7.7
USDTRY	6.010	13.0	15.5	41.4	187.2	4.04	3.65 - 4.44	48.7
USDINR	69.40	-0.6	-3.0	3.7	15.5	67.8	63.6 - 72.1	2.3

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: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

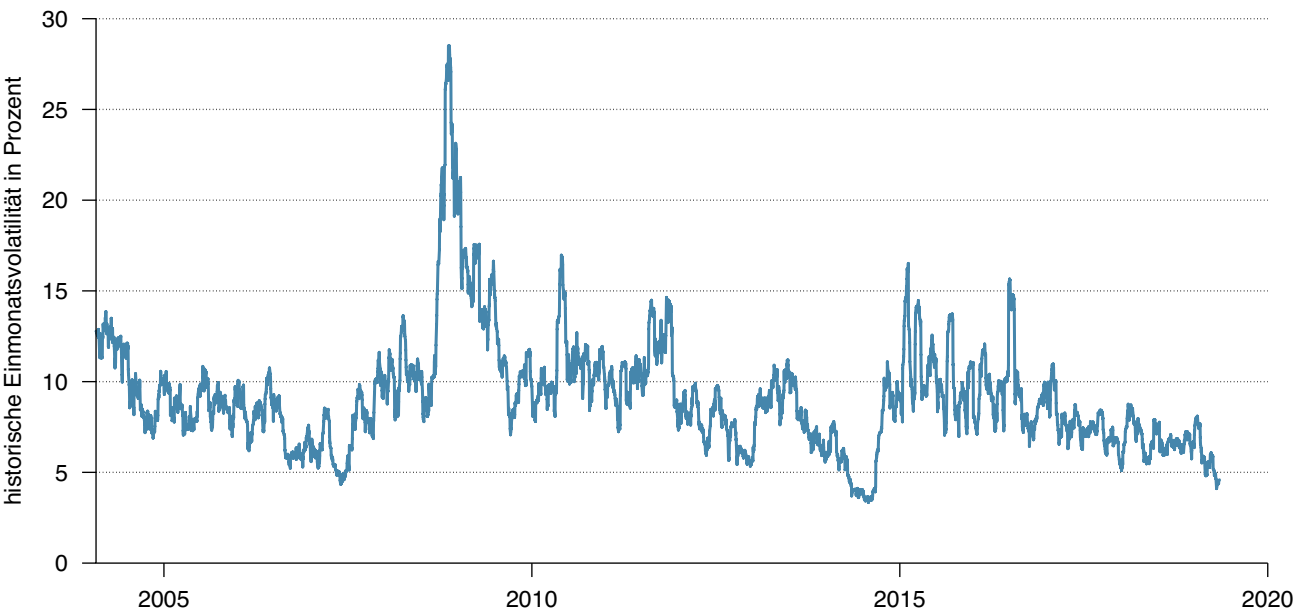
Währungsvolatilität

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	1.120	5.2	5.4	8.4	9.6	6.6	6.3	8.6	10.2
USDJPY	110.9	5.0	6.0	9.0	10.0	6.2	6.8	9.4	10.8
GBPUSD	1.309	8.6	7.3	9.0	9.4	8.4	8.4	9.3	10.0
EURCHF	1.140	3.9	4.3	6.0	6.2	5.0	4.9	6.6	6.9
USDCHF	1.018	5.0	5.1	8.3	9.6	5.8	6.2	8.8	10.2
GBPCHF	1.333	8.3	6.6	9.1	9.5	7.9	7.8	9.4	10.1
CHFJPY	108.9	5.3	5.9	8.9	10.7	6.5	6.7	9.6	11.5
AUDUSD	0.700	7.7	8.0	9.7	11.2	8.4	8.5	10.3	11.9
USDCAD	1.345	5.6	5.5	7.9	8.8	6.5	6.3	8.2	9.3
USDSEK	9.565	8.6	7.9	9.7	11.5	9.3	8.6	10.0	12.0
USDRUB	65.3	8.3	10.5	17.0	14.3	11.1	11.8	17.2	15.2
USDBRL	3.958	12.9	13.6	15.7	14.8	15.5	13.9	15.9	15.6
USDCNY	6.766	3.3	4.4	4.4	3.4	4.2	4.9	5.3	4.4
USDTRY	6.010	17.6	24.7	14.6	13.3	28.9	25.9	15.5	14.5
USDINR	69.40	5.4	7.6	6.7	8.7	6.5	7.1	7.9	9.7

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

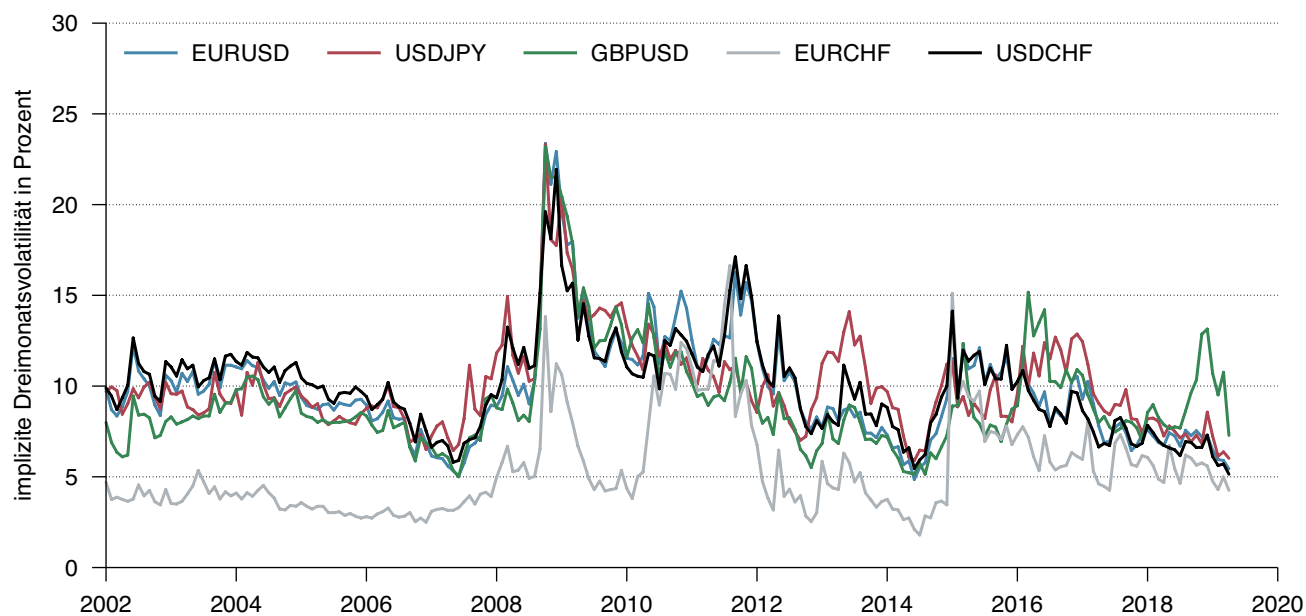
QCAM-Volatilitätsindikator³



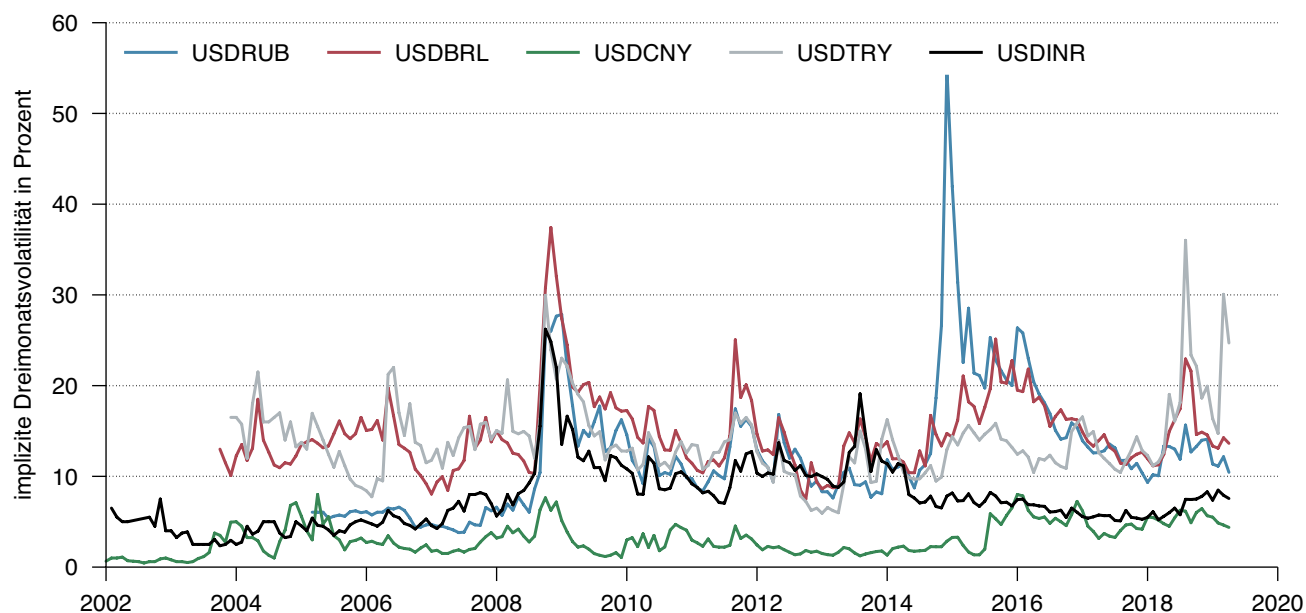
³ Der Volatilitätsindikator von QCAM bildet die Volatilität an den globalen Währungsmärkten ab; für die Berechnung wird die historische Volatilität der wichtigsten Währungspaare verwendet und mithilfe des Handelsvolumens der jeweiligen Währungspaare gewichtet.

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

Volatilität Hauptwährungen



Volatilität Schwellenlandwährungen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

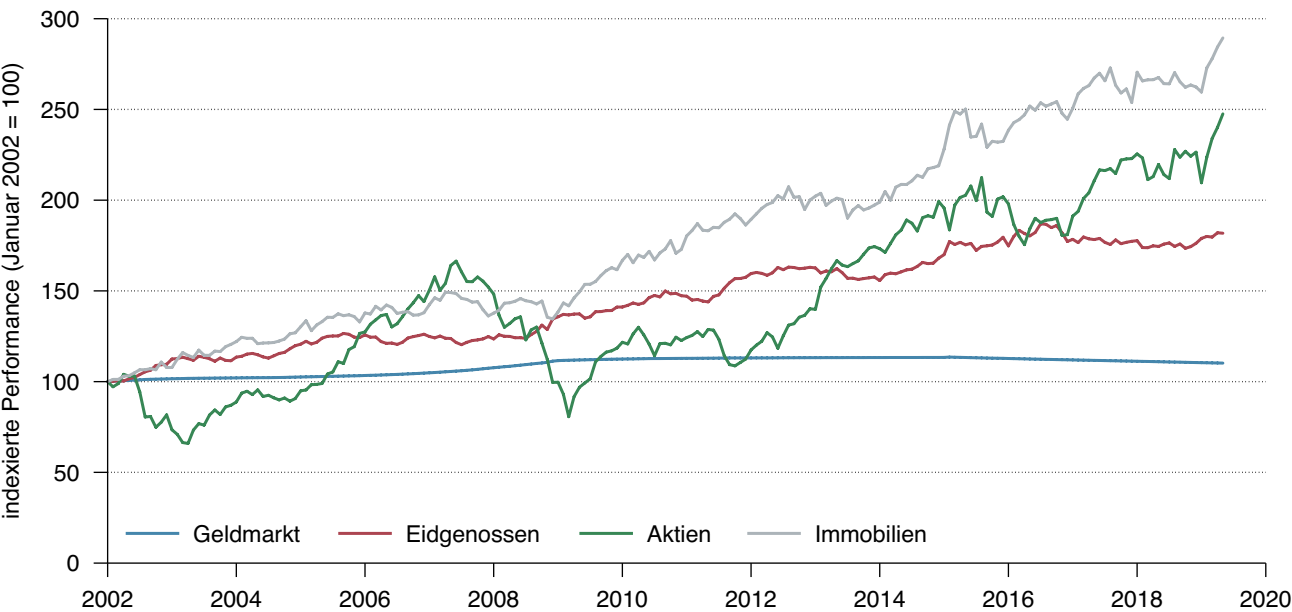
Finanzmarktumfeld

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	-0.2	-0.2	-0.7	-2.7	-0.2	-0.2	-0.7	-2.7
Eidgenossen CHF	1.6	1.1	3.8	13.3	1.6	1.1	3.8	13.3
Unternehmensanleihen CHF	1.8	1.3	2.7	10.0	1.8	1.3	2.7	10.0
Aktien Schweiz (SMI)	18.1	8.8	12.4	35.4	18.1	8.8	12.4	35.4
Aktien Europa (Stoxx600)	16.5	7.7	3.6	36.0	17.9	7.6	-1.2	27.2
Aktien UK (Ftse100)	11.5	4.5	1.9	32.1	18.4	7.7	0.3	18.5
Aktien Japan (Topix)	9.5	3.4	-6.5	56.1	11.9	4.3	-6.4	66.6
Aktien USA (S&P 500)	17.7	7.7	12.3	73.0	14.0	5.7	10.4	48.8
Aktien Schwellenländer	10.6	1.5	-3.8	21.1	7.1	-0.3	-5.4	4.1
Aktien Welt (MSCI World)	16.1	6.5	6.3	45.8	12.4	4.6	4.6	25.3
Immobilien Schweiz	11.5	5.2	6.0	38.2	11.5	5.2	6.0	38.2
Immobilien Global	13.4	2.2	11.0	35.0	9.8	0.4	9.2	16.0
Rohstoffe	3.6	-1.7	-11.7	-41.8	0.3	-3.5	-13.2	-50.0
Rohöl (Brent)	34.5	14.9	-3.9	-33.7	30.2	12.9	-5.5	-43.0
Gold	-0.2	-2.6	-2.4	-1.4	-3.4	-4.4	-4.1	-15.2

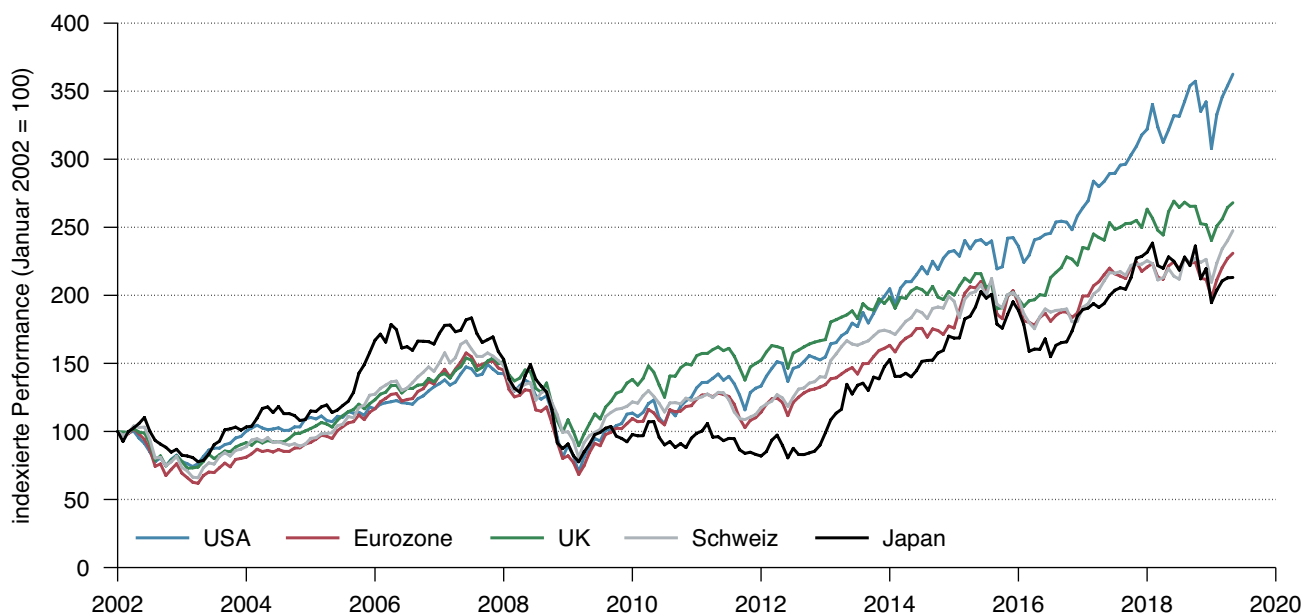
¹ Performance in Prozent für den jeweiligen Zeitraum.

Performance Schweizer Finanzanlagen

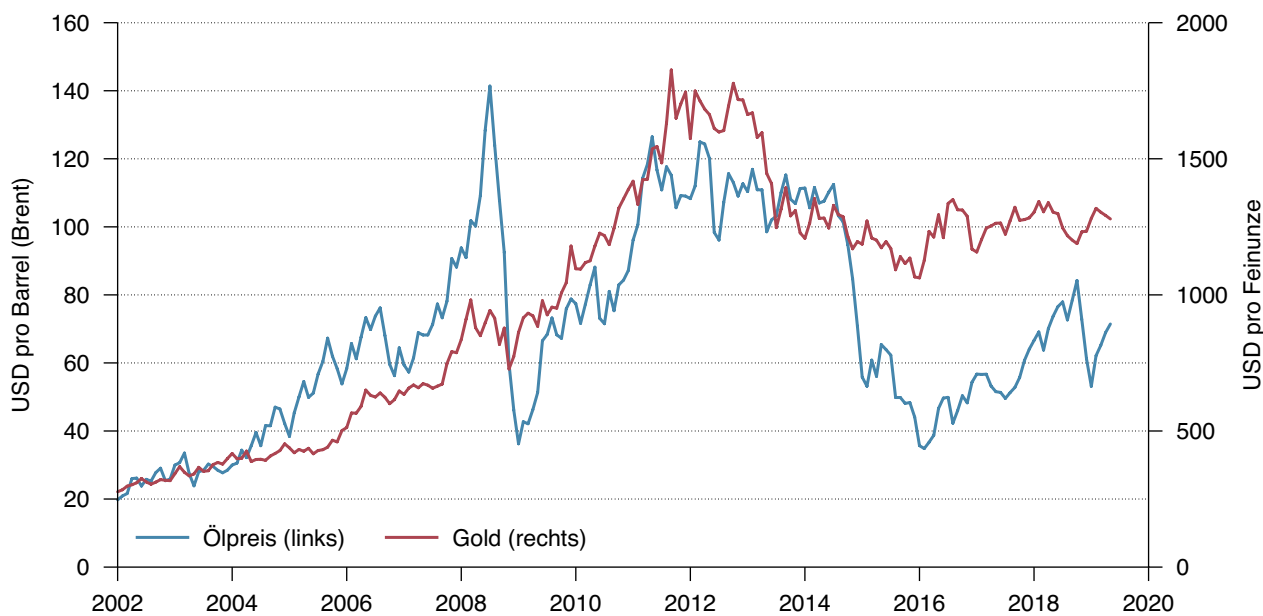


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Performance ausgewählter Aktienmärkte (in Lokalwährung)



Performance ausgewählter Rohstoffpreise



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Die Zahl des Monats

10'000 Punkte

Der *Swiss Market Index* (SMI) hat in den letzten Apriltagen fast täglich Rekorde erreicht. Anfangs Mai liegt er noch etwas mehr als 200 Punkte unter 10'000 Punkten. Es dürfte eine Frage der Zeit sein, bis er diese Marke erreicht. Danach dürfte es zu einer Korrektur kommen, da die Schweizer Konjunktur schwächelt und die Firmengewinne kaum mehr steigen. Vorerst herrscht aber Optimismus, trotz der alten Börsenweisheit «Sell in May and go away».

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.

