

APRIL 2019

FXMONTHLY

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

Seite 1 QCAM Insight

Erstes Quartal 2019:
ein Resümee

Seite 3 Die Makroperspektive

Wirtschaftsaussichten für
die USA bleiben gut

Seite 5 Was die Währungsmärkte bewegt

Ein Blick auf den Franken



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: 8. April 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

Erstes Quartal 2019: ein Resümee



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

Das erste Quartal ist vorbei und es ist Zeit, Bilanz zu ziehen und einen Ausblick auf das zweite Quartal zu wagen. Unter dem Strich hat sich der USD gut gehalten und wir erwarten, dass das bis Mitte Jahr so bleibt.

2019 begann turbulent: Die Märkte waren in Aufruhr und die Furcht vor einer Rezession ging um. Drei Monate später hat sich die Situation stabilisiert. Die Rezessionsgefahr ist zwar nicht gebannt, aber die Zinsen sind gefallen und Risikoanlagen haben sich bereits wieder erholt. An den Währungsmärkten haben sich dabei vier Trends gezeigt:

1. Der USD hat sich insgesamt gut geschlagen.
2. EUR und JPY waren die Hauptverlierer, während sich das GBP überraschend gut entwickelt hat.
3. Schwellenlandwährungen (EM FX) haben zugelegt, ausser da, wo es hausgemachte Probleme gab.
4. Rohstoffwährungen haben sich mit dem Ölpreis erholt.

USD steigt gegenüber EUR und JPY ...

Der USD galt zu Jahresbeginn als überkauft und überbewertet und hätte mit dem Politikwechsel der *Federal Reserve* (*Fed*) leicht abrutschen können. Heute liegt der USD-Index (DXY) gegenüber Jahresbeginn um 1.2 Prozent höher. Die gewichtete Aufwertung des USD ist hauptsächlich seiner Stärke gegenüber dem EUR und dem JPY geschuldet.

Der Politikwechsel der *Fed* wurde von schlechteren Wirtschaftsnachrichten aus der Eurozone und Japan mehr als ausgeglichen. In beiden Volkswirtschaften befindet sich das verarbeitende Gewerbe in der Rezession, und sowohl die EZB wie auch die BoJ haben signalisiert, dass sie ihre Politik noch länger locker halten werden. Der EUR hat ausserdem unter der Unsicherheit um den *Brexit* und Italien gelitten, während der JPY Abflüsse aufgrund der rückläufigen Risikoaversion verzeichnet hat. Der CHF konnte sich der Schwäche des EUR nicht entziehen. Wie der JPY verzeichnete auch die Schweizer Währung im Zuge eines steigenden Risikoappetits Kapitalabflüsse.

... aber nicht gegenüber GBP

Die grosse Ausnahme war das GBP. Es hätte dem EUR eigentlich folgen und gegenüber dem USD abwerten müssen. Stattdessen legte es zur US-Währung fast 3 Prozent zu. Eine Erklärung hierfür mag sein, dass die britische Wirtschaft sich besser gehalten hat, als erwartet worden war. Aber war das genug, um das Chaos auszugleichen, das die britische Regierung und das Parlament um den *Brexit* angerichtet haben? Wahrscheinlich nicht. Das GBP scheint eher davon zu profitieren, dass der Markt an ein positives Endergebnis glaubt und das GBP für unterbewertet hält.

Schwellenländer- und Rohstoffwährungen glänzen

Tiefere US-Zinsen und eine steigende Risikobereitschaft haben Schwellenlandwährungen beflügelt, besonders dort, wo die Risikoaufschläge hoch sind. Nur Währungen mit schwachen wirtschaftlichen Grundlagen und politischen Unsicherheiten verloren (z.B. TRY). Der CNY hat sich erholt, nachdem klar wurde, dass die Wirtschaft nicht in eine Rezession fällt. Der Anstieg des Ölpreises (WTI) von 45 auf über 60 Dollar pro Fass hat den Rohstoffwährungen und besonders dem RUB kräftig Aufwind verliehen.

Was folgt jetzt?

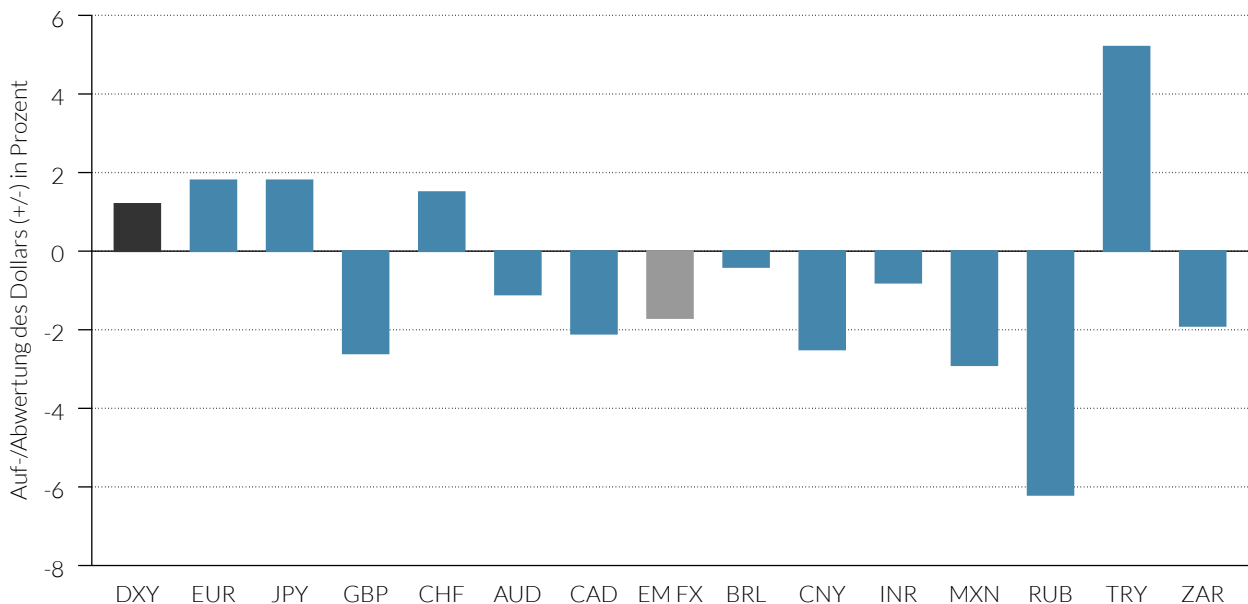
Wir erwarten, dass sich der USD gegenüber dem EUR und dem JPY weiter behaupten wird. Zwar sehen wir keine grossen Bewegungen, gehen aber davon aus, dass sich die US-Konjunktur weiterhin besser entwickeln wird als die Eurozone und Japan. Für den EUR bleibt der *Brexit* ein Risiko und Italien droht zu einem grossen Wachstums- und Schuldenproblem zu werden. Wir glauben auch, dass der Markt

in Sachen *Brexit* zu optimistisch ist und sehen für das GBP ein Abwärtsrisiko.

Für die EM-Währungen sollte die «Fed- und Risikoappetit-Rallye» langsam an Fahrt verlieren. Risikoanlagen sind gut gelaufen und erscheinen langsam überteuert. Anleger in EM-Währungen dürften sich daher die wirtschaftlichen Grundlagen und politischen Verhältnisse genauer ansehen. Und diese sind nicht überall gleich positiv. Unter dem Strich sollten sich EM-Währungen gut halten, aber nicht mehr stark steigen, und die Performance von einzelnen Währungen dürfte wieder stärker variieren.

Ein ähnliches Bild dürfte sich auch bei den Rohstoffwährungen zeigen. Die Dynamik des Ölpreisanstiegs sollte sich abflachen, wenn es nicht zu einem Produktionsausfall oder einer Reduzierung kommt, was wir nicht erwarten. Das sollte zu mehr Differenzierung führen. Schwächelnde Immobilienmärkte und politische Unsicherheiten kurz vor den Wahlen könnten für den AUD und den CAD zu Handicaps werden.

USD-Wechselkursveränderungen zwischen 31.12.2018 und 01.04.2019



Quelle: Bloomberg, QCAM Currency Asset Management

Die Makroperspektive

Wirtschaftsaussichten für die USA bleiben gut

Wann fällt die amerikanische Wirtschaft in eine Rezession? Diese Frage bleibt an den Finanzmärkten heiss diskutiert. In der Tat ist die Lage weniger eindeutig, als sie es vor einem halben Jahr noch war. Die Daten deuten aber weiter darauf hin, dass noch keine Rezession vor der Tür steht, auch wenn mit tieferem Wachstum als im Vorjahr gerechnet werden muss.

Eine mögliche Rezession in den USA bleibt weiter Gesprächsthema. Jüngster Grund war die Tatsache, dass die Zinskurve zum ersten Mal seit 2007 nun tatsächlich für kurze Zeit invertierte. Das heisst, die Renditen von 10-jährigen Staatsanleihen bewegten sich für kurze Zeit unter den Renditen von kurzfristigen Geldmarktanlagen. Eine invertierte Zinskurve gilt als Rezessionssignal, weil eine solche Konstellation in den USA vor jeder Rezession der letzten 60 Jahre zu beobachten war. Das Problem bei diesem Signal ist, dass die Zeitspanne zwischen der Inversion der Zinskurve und dem Wirtschaftsabschwung historisch betrachtet unterschiedlich lang ist. Eine invertierte Zinskurve sagt also nur aus, dass der Zyklus in den USA schon relativ alt ist – was keine Überraschung ist, da er in diesem Sommer mit zehn Jahren zum längsten Aufschwung seiner Geschichte wird. Um den Zeitpunkt der Rezession genauer zu bestimmen, müssen aber auch andere Daten und Indikatoren in Betracht gezogen werden.

Solides Wachstum im ersten Quartal

Was also lässt sich zum aktuellen Zustand der amerikanischen Wirtschaft sagen? Diese Einschätzung fällt nicht ganz einfach, da in jüngster Zeit sowohl gute und schlech-

te Nachrichten zu verzeichnen waren. Die vielbeachtete Schätzung der regionalen Notenbank von Atlanta, der *Atlanta Fed*, für das laufende Wachstum hat dementsprechend grosse Veränderungen hinter sich. Mitte März rechnete die Notenbank für das erste Quartal noch mit einem annualisierten Quartalswachstum von weniger als 0.5 Prozent. Faktisch ging sie also von einem Stillstand der amerikanischen Wirtschaft aus. In der Zwischenzeit erhöhte die *Atlanta Fed* die Schätzung aber deutlich, so dass sie für das erste Vierteljahr ein Plus von über 2 Prozent erwartet. Dies würde in etwa dem Potenzialwachstum entsprechen und wäre ein solider, wenn auch nicht mehr ganz so hoher Wert.

Weiterhin gute Wirtschaftsaussichten

Eher enttäuschend entwickelte sich in jüngster Zeit die Industrieproduktion und insbesondere diejenige des Auto-sektors. Historisch betrachtet befindet sich die Produktion in diesem Sektor aber immer noch auf Höchstständen; einzelne tiefere Zahlen sollten darum nicht überinterpretiert werden. Die Stimmung der Industrieunternehmen bleibt dabei gut. Auch die Umfragen bei Dienstleistungsunternehmen zeugen weiterhin von Optimismus. Als negativ vermelden diese Unternehmen die Schwierigkeit, offene Positionen zu besetzen. Dies ist ein Zeichen für die weiterhin sehr gute Verfassung des Arbeitsmarktes. Die Volatilität der Zahl neu geschaffener Jobs war zwar gross, im Durchschnitt blieb das Jobwachstum aber hoch. Die Knappheit an Arbeitnehmern zeigt sich auch in steigenden Löhnen. Im Februar wuchsen diese so stark wie seit der Finanzkrise nicht mehr. Dank den in jüngster Zeit tieferen

Inflationsraten können sich die Arbeitnehmer zudem auch noch etwas mehr leisten. Dementsprechend liegt die Konsumentenstimmung weiterhin auf hohem Niveau. Die Stilllegung von Teilen der US-Behörden zu Beginn des Jahres hat nur kurzfristig für einen kleinen Einbruch gesorgt.

Hingegen fielen die jüngsten Konsumzahlen schwächer aus. Nach einem schwachen Jahresende erholte sich die Entwicklung im Januar zwar etwas. Insgesamt blieben die Zahlen aber doch deutlich hinter den Erwartungen zurück. Dem Konsum helfen könnten die tieferen Hypothekarzinsen und eine dadurch ausgelöste, höhere Dynamik am Immobilienmarkt. Die Zinsen für Hypotheken mit einer Laufzeit von 30 Jahren näherten sich wieder der 4-Prozentmarke an, nachdem sie im November 2018 noch auf fast 5 Prozent lagen. Dies dürfte die seit einem Jahr andauernde Abschwächung des Immobilienmarkts weiter bremsen. Wie in anderen Sektoren wechselten sich auch im Immobilien-sektor jüngst positive und negative Überraschungen ab und liessen noch kein eindeutiges Bild über eine Verbesserung oder Verschlechterung der Lage zu.

Ausblick bleibt mit Risiken behaftet

Trotz der Vielzahl von positiven Entwicklungen dürfen die Risiken aber nicht vergessen gehen. Daran mangelt es für die US-Wirtschaft weiterhin nicht. Die Handelsgespräche zwischen China und den USA dauern an. Der Ausgang bleibt ungewiss, auch wenn beide Regierungen eigentlich genügend Anreize hätten, sich zugunsten der heimischen Wirtschaften und Aktienmärkte gütlich zu einigen. Auch ausserhalb der USA bleiben signifikante Risiken vorhanden, wie beispielsweise die Schwäche der chinesischen Konjunktur und die ungelösten Probleme des *Brexit*s.

Umfragewerte in den USA bleiben solide



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Was die Währungsmärkte bewegt

Ein Blick auf den Franken

Im März stieg der Schweizer Franken gegenüber dem Euro wieder auf das höchste Niveau seit September letzten Jahres an. Das führte zu Marktspekulationen über das von der Schweizerischen Nationalbank (SNB) tolerierte Wechselkursniveau. Wir haben die Bewertung des Frankens unter die Lupe genommen und halten ihn im Allgemeinen für fair bewertet. Doch die SNB versucht weiterhin, den Franken als überbewertet darzustellen.

Was den geldpolitischen Rahmen betrifft, so hat die Schweiz laut dem IWF «keinen expliziten Anker für ihre Geldpolitik, sondern beobachtet dafür verschiedene Indikatoren». Damit befindet sie sich in der gleichen Kategorie wie Ägypten, Malaysia, Mauritius, die Mongolei, Tunesien und Sambia. Folglich überrascht es wenig, dass, wenn der Schweizer Franken gegenüber dem Euro plötzlich stärker wird, so wie Ende März, sofort das Kaffeesatz-Lesen beginnt. Hat die SNB interveniert, um einer potenziellen, noch stärkeren Aufwertung entgegenzuwirken? Wenn nicht, wann würde sie so etwas tun? Angesichts der mangelnden Transparenz seitens der SNB gab es auch gegenteilige Vermutungen: Vielleicht hatte die SNB gar begonnen, ihre fast 800 Milliarden Franken an Devisenreserven abzubauen? Schliesslich muss die Normalisierung ihrer Geldpolitik eines Tages beginnen. Möglicherweise könnte man gewisse Anzeichen dafür in der wöchentlichen Aktualisierung der Sichteinlagen der Nationalbank finden. Doch die Antwort auf all diese Spekulationen ist vorerst ein klares Nein. Wir sind nicht in der Lage, Beweise für Wechselkursinterventionen durch die SNB zu finden.

Aber können wir den jüngsten Aussagen der Zentralbank überhaupt etwas entnehmen? Nach schweizerischem Recht ist sie verpflichtet, die Öffentlichkeit regelmässig über ihre Geldpolitik zu informieren und ihre geldpolitischen Absichten bekannt zu geben. Trotz dieser klaren Kommunikationspflicht wissen wir aber eigentlich nur sehr wenig über die Absichten der Schweizerischen Nationalbank. Offizielle Pläne zur Normalisierung der Zinsen und zum Abbau ihrer massiven Bilanz gibt es nicht. Stattdessen kriegen wir stets zu hören, dass der Schweizer Franken «hoch bewertet» ist und dass die SNB bereit ist zu intervenieren, um die Währung bei Bedarf zu schwächen. Der Markt ist sich daher bewusst, dass auf der anderen Seite jedes Devisenhandels mit dem Schweizer Franken die Zentralbank stehen könnte. Im Zeitalter der Transparenz der Geldpolitik, in dem die *Federal Reserve* und die EZB ihre Absichten lange im Voraus öffentlich bekanntgeben, hat sich die SNB für die Unergründlichkeit entschieden.

Kaufkraftparität als Orientierungshilfe

Unser Kaufkraftparitätsmodell zeigt, dass der Schweizer Franken Ende März auf handelsgewichteter Basis fair bewertet war. Die Abweichung vom theoretisch neutralen Wechselkurs betrug nur +2.5 Prozent. Angesichts der natürlichen Ungenauigkeit solcher Berechnungen ist diese kleine Überbewertung allerdings vernachlässigbar. Betrachtet man einzelne Währungspaare, von denen einige in der nebenstehenden Grafik dargestellt sind, so muss man feststellen, dass sich der Schweizer Franken auch hier bewertungstechnisch im Mittelfeld befindet.

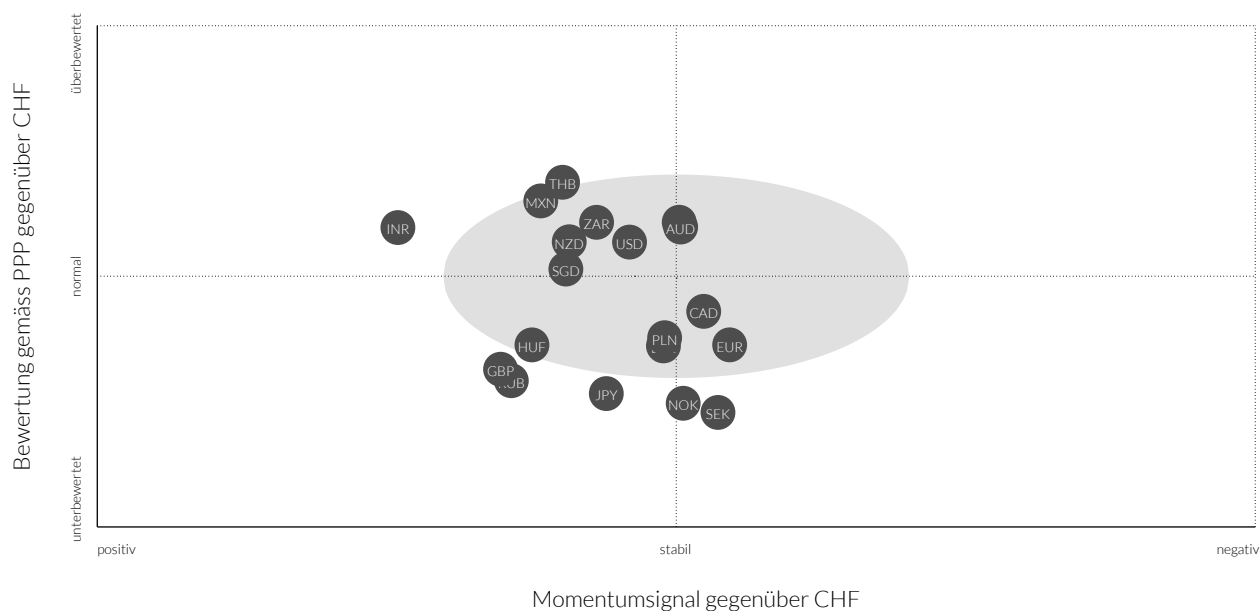
Bei den Währungen, die derzeit gegenüber dem Schweizer Franken leicht überbewertet sind und gegenüber welchen der Franken Aufwertungspotenzial hat, finden wir den US-Dollar, den australischen Dollar, den koreanischen Won, den mexikanischen Peso, den südafrikanischen Rand und überraschenderweise auch den thailändischen Baht.

Unter den schwächeren Devisen findet sich eine Reihe europäischer Währungen, darunter auch der Euro (rund 5 Prozent zu günstig gegenüber dem Franken), das britische Pfund (-11 Prozent), den ungarischen Forint, die norwegische und die schwedische Krone (beide etwa 13 Prozent zu günstig) sowie den russischen Rubel (-20 Prozent). In Asien bleibt der japanische Yen weiterhin ein Ausreisser unter den grossen Währungen (-16 Prozent). Alles in allem zeigen unsere Kaufkraftparitätsschätzungen also deutlich, dass der Schweizer Franken Ende März nicht überbewertet war.

Auch die Handelszahlen deuten auf einen wettbewerbsfähigen Franken.

Die jüngsten Daten aus der Handelsbilanz deuten ebenfalls nicht darauf hin, dass der Franken überbewertet ist. Im Februar stiegen die Schweizer Nominalexporte, ohne Gold, um 6 Prozent im Vorjahresvergleich. Das ist eine sehr solide Leistung für eine Wirtschaft mit einer angeblich «überbewerteten» Währung. Auch der monatliche Handelsüberschuss war mit über 2 Milliarden US-Dollar stark rückläufig. Diese zusätzlichen Indikatoren bestätigen somit die Wettbewerbsfähigkeit des Schweizer Frankens. Insgesamt deuten also die Fundamentaldaten und die Kaufkraft des Frankens trotz Predigt der SNB darauf hin, dass der Ausblick für die Schweizer Währung vorerst wahrscheinlich nicht nach unten gerichtet ist.

Schweizer Franken momentan nicht überbewertet



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Konjunkturklima

Das globale Konjunkturbild hat sich im letzten Monat nur unwesentlich verändert. In der Eurozone bleibt der Stimmungstrend abwärtsgerichtet. Druck auf die Stimmung kommt vor allem aus der Industrie, wo eine positive Trendwende bei den Produktionszahlen weiter ausbleibt. Neuerdings bereitet die Industrie auch in der Schweiz Sorgen. Jüngste Stimmungsdaten lassen für die kommenden Monate eine Wachstumsverlangsamung erwarten. Das Exportwachstum bleibt dank des Pharmasektors aber vorerst robust.

In den USA haben die neuesten Konjunkturdaten das insgesamt solide Wachstumsbild der letzten Monate be-

stätigt. Die Februar-Daten zur Kapazitätsauslastung signalisierten ein weiteres Mal eine hohe Auslastung der Produktionskapazitäten. In der Industrie fielen die Produktionszahlen solid aus und der *ISM Manufacturing* für März zeichnete wieder ein leicht besseres Stimmungsbild in der Industrie. Auf Seite der Konsumenten stützt nach wie vor der starke Arbeitsmarkt die Stimmung. Die Arbeitslosenquote bewegte sich im März mit 3.8 Prozent weiter auf tiefem Niveau. Das Lohnwachstum fiel zwar etwas tiefer aus, blieb mit 3.2 Prozent aber robust. Positiv fiel das Beschäftigungswachstum aus, das nach der schwachen Vormonatszahl wieder merklich anzog.

Überblick

	Trend- wachstum ¹	Reales BIP-Wachstum ²				W&P-Konjunkturklimaindikatoren ³			
		Q2/2019	Q3/2018	Q4/2018	Q1/2019	12/2018	1/2019	2/2019	3/2019
USA	1.7	2.9	3.0	3.0	–	3.1	3.1	3.2	3.1
Eurozone	1.0	2.2	1.6	1.1	–	2.4	2.3	2.3	2.2
Deutschland	1.4	2.0	1.2	0.6	–	2.9	2.8	2.8	2.5
Frankreich	0.7	1.7	1.4	1.0	–	1.4	1.5	1.5	1.5
Italien	0.2	1.1	0.6	0.0	–	1.0	0.8	0.6	0.6
Spanien	1.6	2.6	2.5	2.3	–	2.3	2.3	2.3	2.7
Grossbritannien	1.8	1.4	1.6	1.4	–	2.3	2.1	1.6	1.8
Schweiz	1.5	3.4	2.4	1.4	–	2.3	2.1	2.1	1.9
Japan	0.4	1.4	0.2	0.3	–	2.5	2.3	2.2	2.0
Kanada	1.6	1.7	1.9	1.6	–	0.6	0.9	1.0	1.3
Australien	2.4	3.1	2.7	2.3	–	2.8	2.7	2.6	2.5
Brasilien	1.4	0.9	1.3	1.1	–	3.2	3.1	2.3	–
Russland	0.1	2.2	2.2	2.7	–	1.8	1.0	0.3	2.8
Indien	7.7	8.0	7.0	6.6	–	6.9	7.0	7.0	6.8
China	7.4	6.7	6.5	6.4	–	6.2	5.5	6.3	6.7
Industrienationen ⁴	1.4	2.5	2.1	2.0	–	2.9	2.8	2.8	2.6
Schwellenländer ⁴	6.0	5.6	5.2	4.9	–	4.8	4.5	5.0	5.0
Welt ⁴	3.5	4.1	3.8	3.5	–	3.9	3.6	4.0	3.9

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

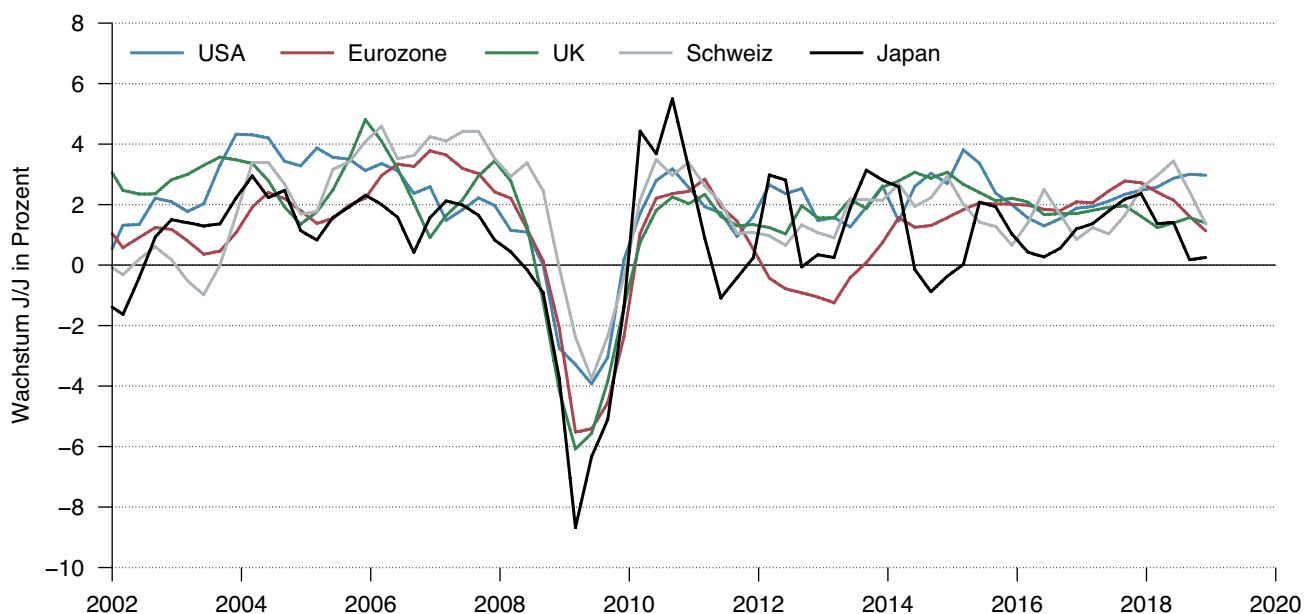
² Veränderung des realen BIP gegenüber dem Vorjahresquartal in Prozent.

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.

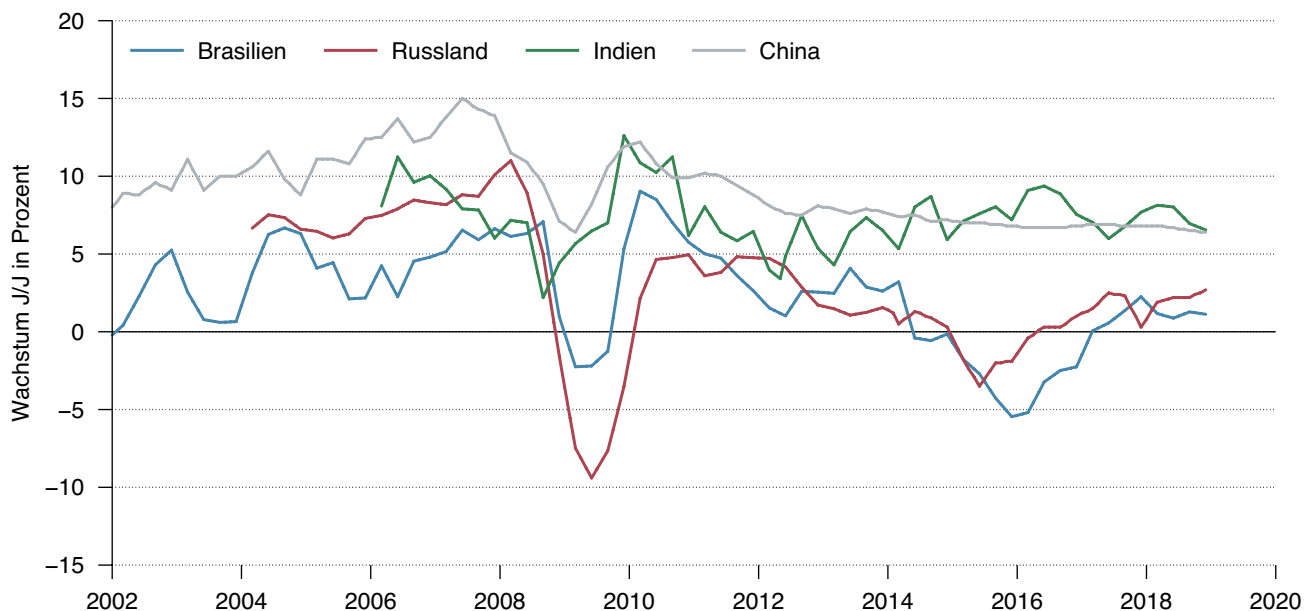
⁴ Die Aggregate werden anhand von nominalen BIP-Gewichten und Kaufkraftparitätskursen berechnet.

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

Wirtschaftswachstum Industrienationen



Wirtschaftswachstum Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

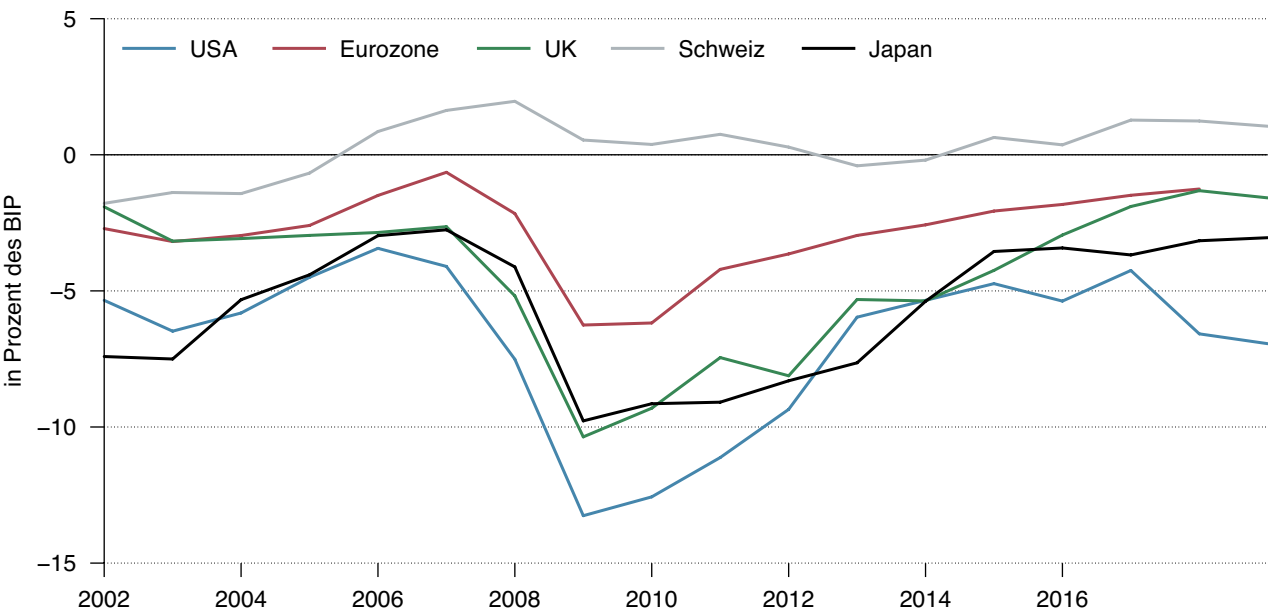
Wirtschaftsindikatoren

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	24.4	-2.3	-2.9	105.4	109.9	-5.3	-6.9	4.9	3.8
Eurozone	16.1	15.9	3.8	-	109.2	-	-1.8	-	10.0	7.8
Deutschland	4.7	4.7	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	2.4	2.3	2.5	156.6	152.7	-2.5	-2.5	11.6	10.6
Spanien	1.7	1.7	1.5	1.0	116.1	113.1	-4.3	-1.8	19.7	13.9
Grossbritannien	3.6	3.2	-4.4	-3.3	114.3	114.6	-3.2	-1.6	4.7	2.9
Schweiz	0.9	0.8	10.0	10.7	42.0	39.0	0.7	1.0	3.1	2.7
Japan	6.1	5.9	3.0	2.6	221.6	227.9	-3.8	-3.0	3.1	2.3
Kanada	2.1	2.1	-3.0	-2.5	88.7	84.7	-0.7	-1.1	6.6	5.8
Australien	1.7	1.7	-3.3	-3.1	38.8	40.7	-2.3	-1.1	5.7	4.9
China	14.8	16.1	1.8	0.7	44.4	53.9	-3.1	-4.4	4.0	-
Brasilien	2.5	2.2	-2.1	-1.6	77.1	90.5	-8.2	-8.0	10.3	12.4
Indien	3.0	3.4	-1.6	-2.5	69.6	68.1	-7.1	-6.5	-	-
Russland	2.0	1.9	3.6	5.2	15.9	15.4	-1.6	1.8	5.3	4.9

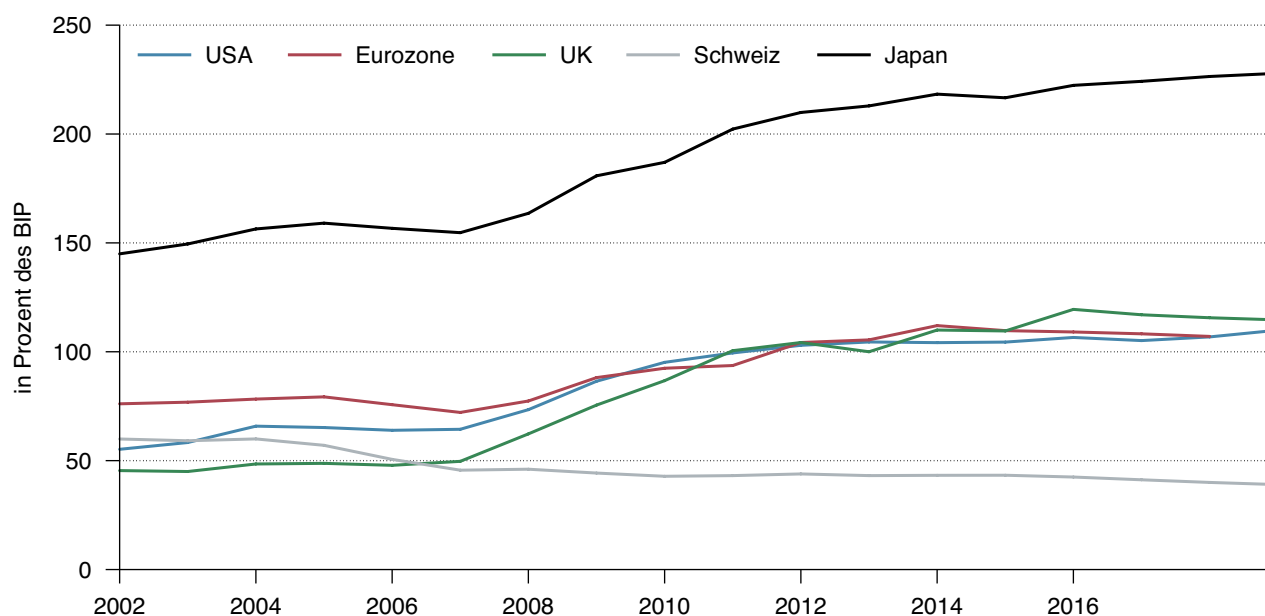
¹ In Prozent; Berechnung anhand von Marktwechsellkursen. ² In Prozent vom nominalen BIP. ³ In Prozent.

Budgetdefizit Industrienationen

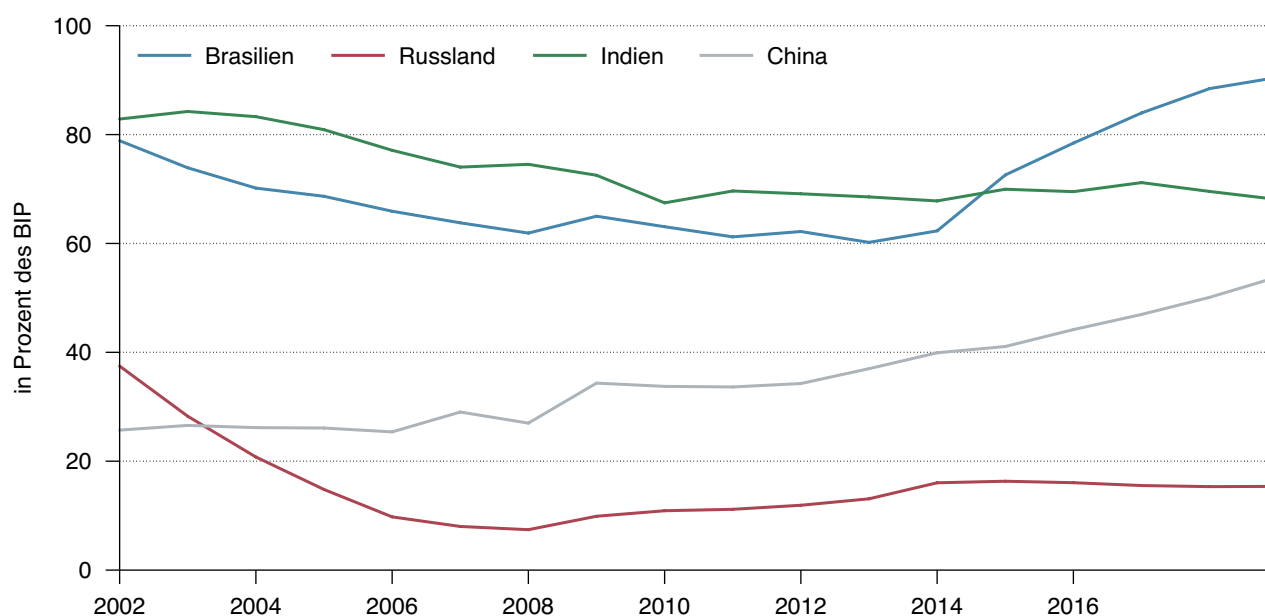


Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Staatsverschuldung Industrienationen



Staatsverschuldung Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Inflation

Weltweit ist weiterhin kein grosser Inflationsdruck zu verzeichnen. Nahe an der Zielmarke bleibt die Teuerung in Grossbritannien. Die Inflation kam im Februar mit 1.9 Prozent wieder leicht höher zu liegen, nachdem sich der Preisauftrieb in den vergangenen Monaten kontinuierlich verlangsamt hatte. Die Kernteuerung kühlte dagegen überraschend leicht ab. Die jüngste Pfund-Aufwertung dürfte die Teuerungsdynamik in den kommenden Monaten etwas dämpfen. Ein Aufwärtsrisiko für die Inflation bleibt das Wachstum der durchschnittlichen Stundenlöhne, welches im Januar mit 3.4 Prozent Jahreswachstum ein weiteres Mal robust ausgefallen ist.

Weiter schleichend entwickelte sich die Inflation in Japan. Im Februar resultierte ein mageres Preiswachstum von 0.2 Prozent. Die Kernteuerung kam mit 0.4 Prozent nur unwesentlich höher zu liegen. Der aktuelle Inflationsausblick präsentiert sich verhalten. Das zuletzt schwächere Wirtschaftswachstum hat die Kapazitätsauslastung der Wirtschaft zu Jahresbeginn merklich nach unten gedrückt. Das dürfte sich in den kommenden Monaten inflationsseitig bemerkbar machen. Zusätzlich werden auch die Bemühungen der Regierung im Bereich der gebührenfreien Schulbildung vorübergehend negativ auf die Inflation wirken.

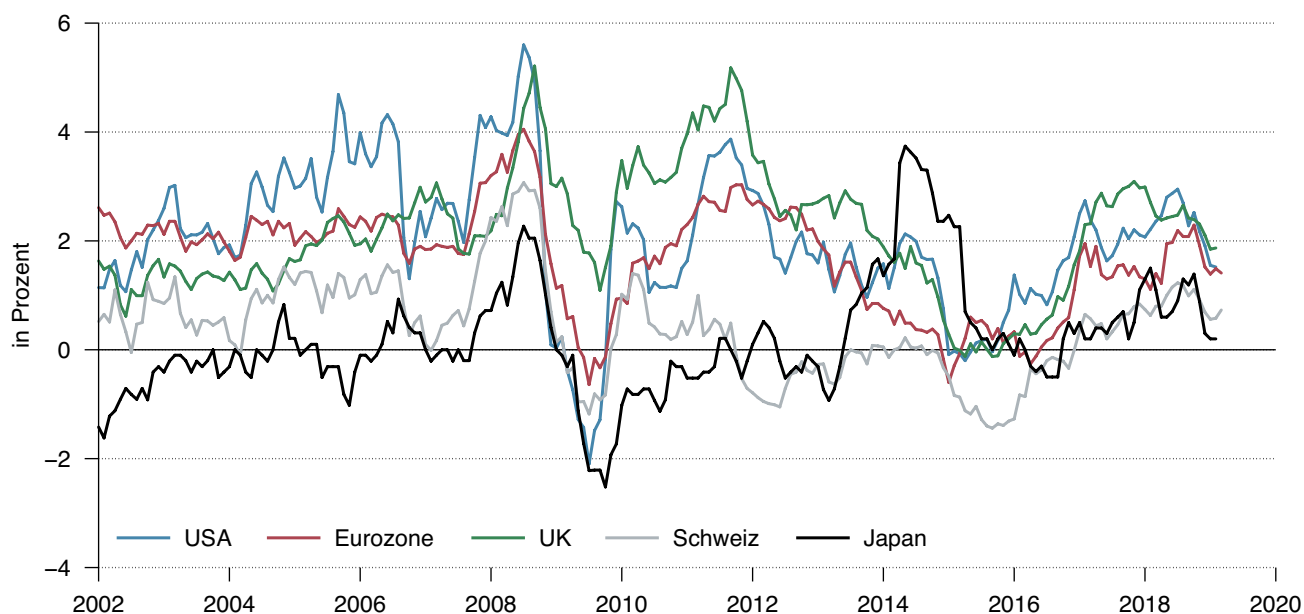
Überblick

	Ø 10 Jahre ¹	Inflation ²				Kerninflation ³			
		12/2018	1/2019	2/2019	3/2019	12/2018	1/2019	2/2019	3/2019
USA	1.6	1.9	1.6	1.5	–	2.2	2.2	2.1	–
Eurozone	1.3	1.5	1.4	1.5	1.4	0.9	1.1	1.0	0.8
Deutschland	1.2	1.6	1.4	1.5	1.3	1.3	1.3	1.4	–
Frankreich	1.0	1.6	1.2	1.3	1.1	0.7	0.7	0.7	–
Italien	1.2	1.1	0.9	1.0	1.0	0.6	0.5	0.4	0.5
Spanien	1.2	1.2	1.0	1.1	1.3	0.9	0.8	0.7	–
Grossbritannien	2.2	2.1	1.8	1.9	–	1.9	1.9	1.8	–
Schweiz	0.0	0.7	0.6	0.6	0.7	0.3	0.5	0.4	0.5
Japan	0.3	0.3	0.2	0.2	–	0.3	0.4	0.4	–
Kanada	1.6	2.0	1.4	1.5	–	1.7	1.5	1.5	–
Australien	2.1	1.8	–	–	–	1.6	–	–	–
Brasilien	5.9	3.8	3.8	3.9	–	3.3	3.7	3.8	–
Russland	7.4	4.3	5.0	5.2	5.2	3.7	4.1	4.4	4.6
Indien	7.1	2.1	2.0	2.6	–	–	–	–	–
China	2.3	1.9	1.7	1.5	1.5	1.8	1.9	1.8	–
Industrienationen ⁴	1.4	1.6	1.4	1.4	1.3	1.5	1.6	1.5	1.4
Schwellenländer ⁴	4.3	2.3	2.2	2.3	2.3	2.2	2.4	2.3	2.3
Welt ⁴	2.7	2.0	1.8	1.8	1.8	1.6	1.7	1.6	1.6

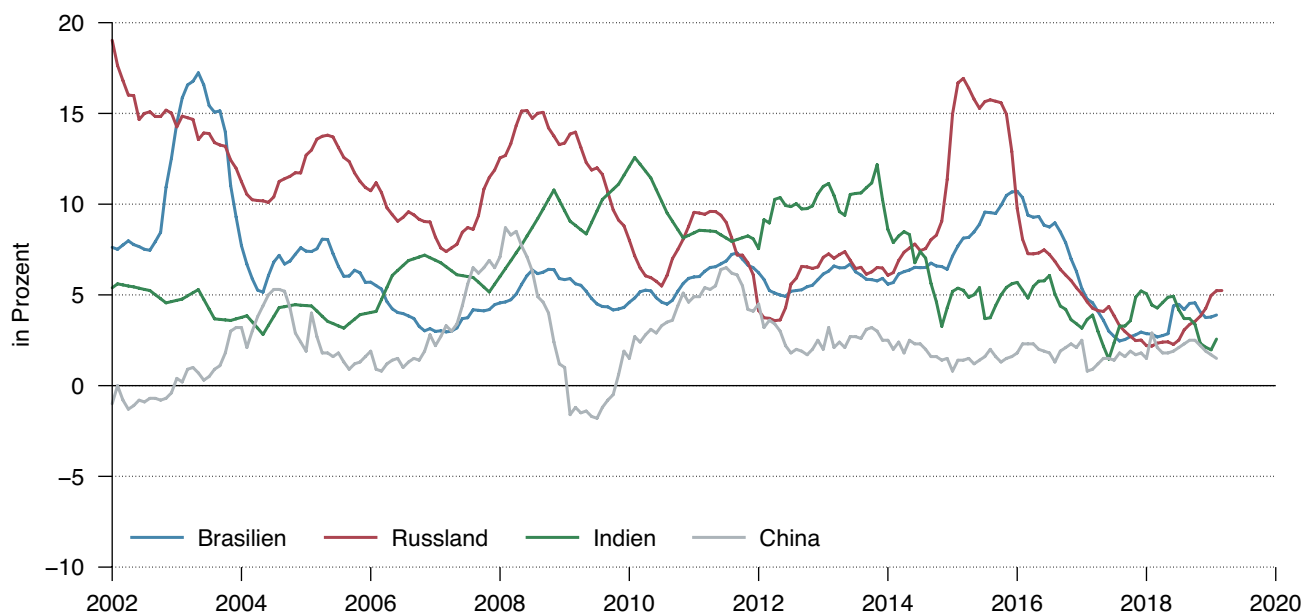
¹ Durchschnittliche Jahresteuierung der Konsumentenpreise in Prozent.
² Veränderung der Konsumentenpreise gegenüber dem Vorjahresmonat in Prozent.
³ Zur Berechnung der Kerninflationsrate werden sehr schwankungsanfällige Preiskomponenten wie Energie- und gewisse Lebensmittelpreise aus dem Warenkorb ausgeklammert;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

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Konsumentenpreisinflation Industrienationen



Konsumentenpreisinflation Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

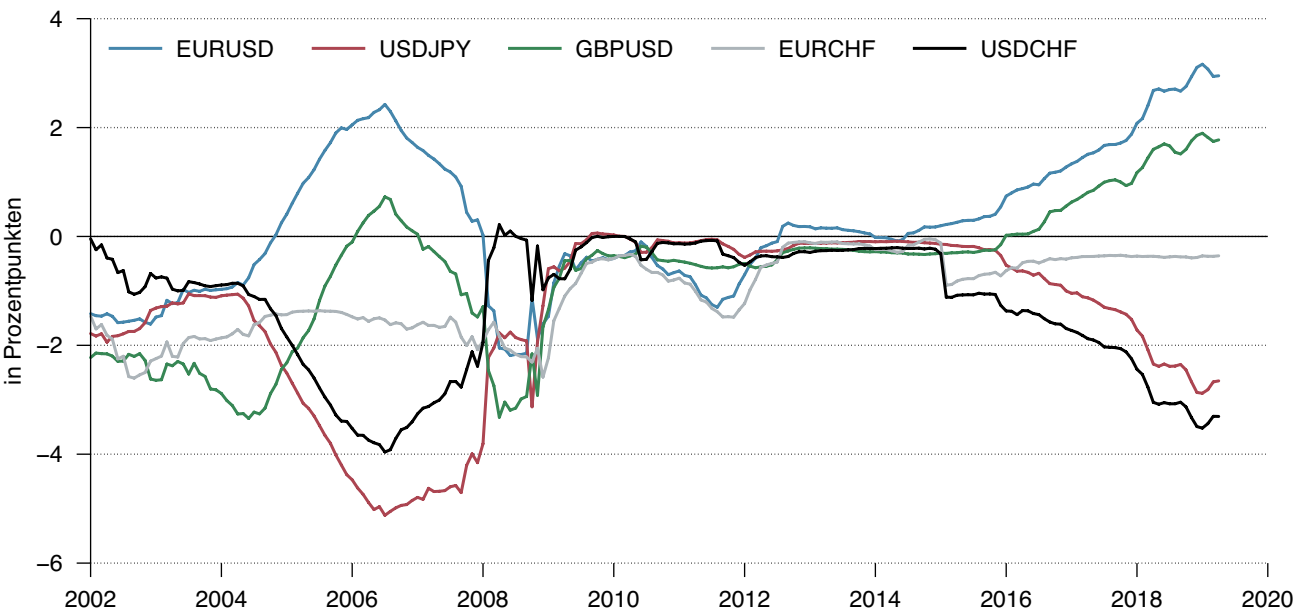
Zinsumfeld

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	1.122	2.93	2.69	1.31	0.49	2.91	2.95	1.60	0.66
USDJPY	111.8	-2.65	-2.37	-1.09	-0.61	-2.66	-2.59	-1.41	-0.88
GBPUSD	1.301	1.77	1.58	0.55	0.08	1.67	1.67	0.65	0.11
EURCHF	1.123	-0.38	-0.38	-0.43	-0.49	-0.34	-0.28	-0.42	-0.59
USDCHF	1.000	-3.31	-3.07	-1.74	-0.98	-3.25	-3.23	-2.02	-1.25
GBPCHF	1.301	-1.53	-1.49	-1.19	-0.90	-1.58	-1.56	-1.36	-1.14
CHFJPY	111.7	0.65	0.70	0.65	0.37	0.59	0.64	0.60	0.37
AUDUSD	0.710	1.15	0.84	-0.67	-1.98	1.49	1.15	-0.16	-1.44
USDCAD	1.337	-0.57	-0.60	0.17	0.45	-0.50	-0.60	-0.07	0.23
USDSEK	9.288	-2.62	-2.76	-1.39	-0.19	-2.50	-2.93	-1.59	-0.37
USDRUB	65.3	5.31	4.16	8.75	7.61	5.20	3.54	8.22	7.27
USDBRL	3.862	13.54	13.54	11.97	9.83	3.76	3.59	9.10	9.15
USDCNY	6.719	0.17	1.99	2.69	3.06	0.31	1.90	2.39	2.68
USDTRY	5.614	23.66	11.81	12.50	10.24	22.97	12.53	12.42	10.31
USDINR	69.23	7.47	7.47	8.28	7.88	3.72	4.47	5.92	6.00

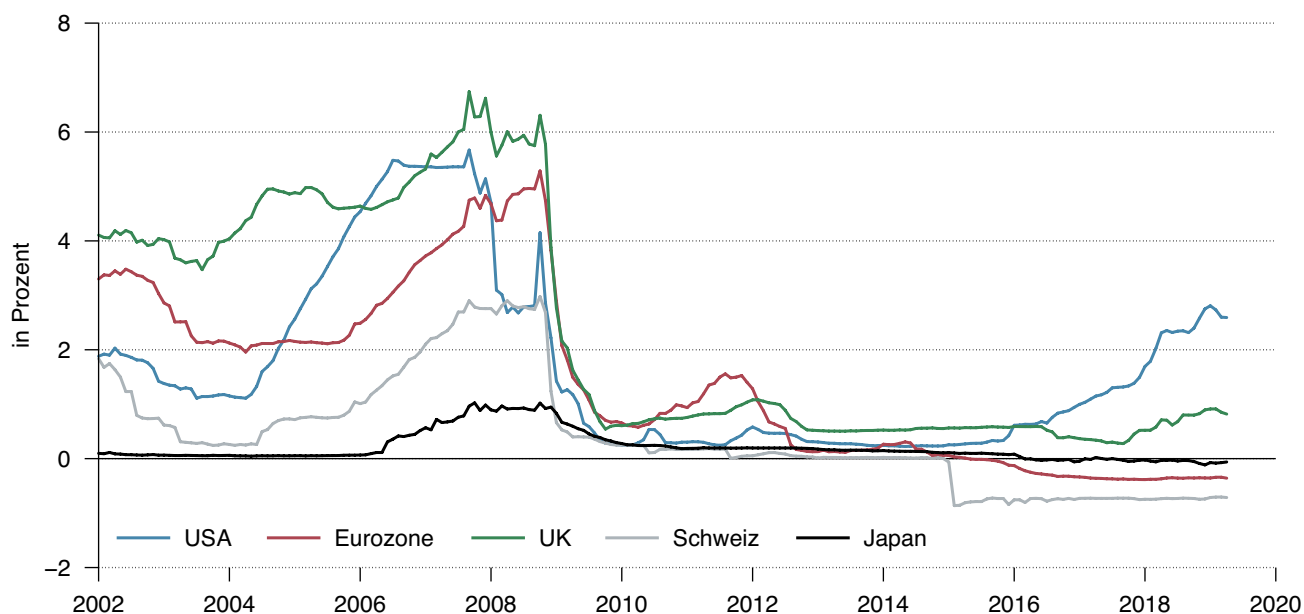
¹ Zinsen im zweiten Währungsraum abzgl. Zinsen im ersten Währungsraum; z.B. US-Dollar-Zinsen abzgl. Euro-Zinsen für EURUSD.

Zinsdifferenz

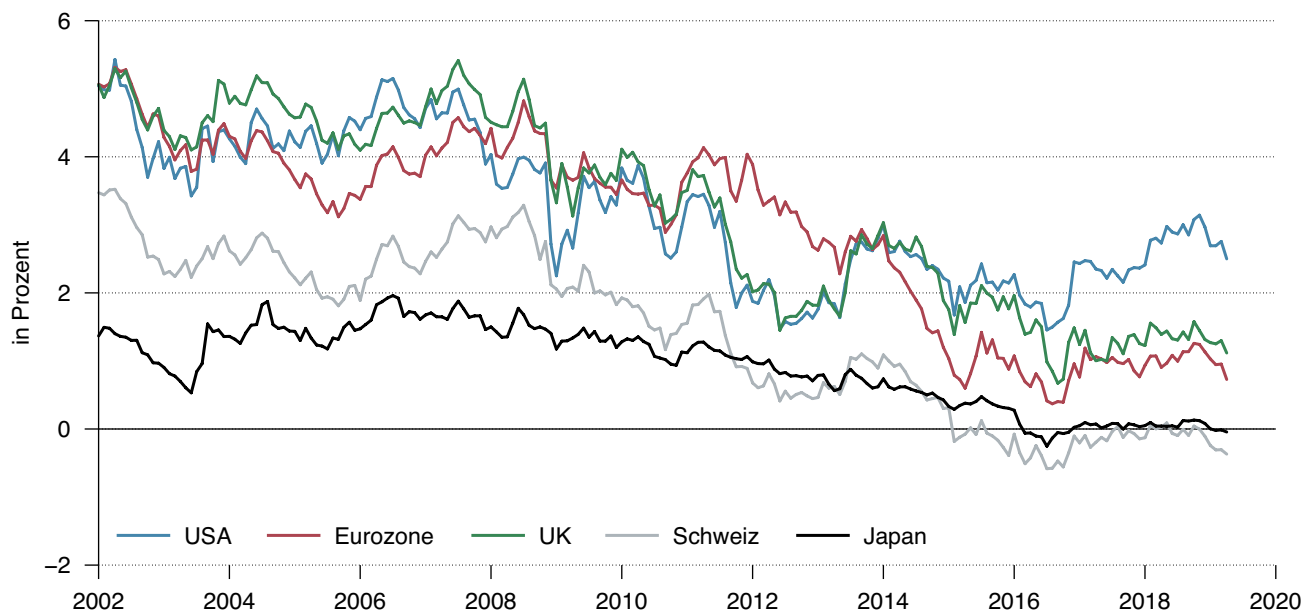


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Dreimonats-Liborsätze



Zehnjährige Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Währungsmärkte

Die Volatilität an den internationalen Devisenmärkten blieb im vergangenen Monat niedrig. Der Schweizer Franken entwickelte sich dabei vergleichsweise stark, wenn auch die Wertveränderungen insgesamt nur gering ausfielen. So tendierte die Schweizer Währung gegenüber dem US-Dollar seitwärts. Zum Euro resultierte immerhin ein Plus von 1.4 Prozent. Etwas deutlicher fielen die Gewinne des Frankens gegenüber den Schwellenländern aus. Gemäss unseren Kaufkraftparitätsschätzungen ist die Schweizer Devise gegenüber einer Reihe von Schwellenlandwährungen wieder knapp überbewertet. Dazu beigetragen haben im vergangenen Monat unter anderem die Verluste des brasilianischen Reals, der türkischen Lira und des argentinischen Pesos.

Derweil stabil entwickelte sich im März die chinesische Währung. Gegenüber dem US-Dollar legte der Renminbi im vergangenen Monat nur geringfügig zu. Inwieweit das unterdessen angelaufene Stimuluspaket seitens der chinesischen Behörden die gewünschten Wachstumseffekte bringen wird, dürfte sich nicht zuletzt auch in der Währungsentwicklung widerspiegeln. Wertet der Renminbi in den kommenden Monaten deutlich ab, wäre das ein Zeichen, dass chinesische Anleger die von den Behörden verhängten Kapitalverkehrskontrollen umgehen können und so die durch das Stimuluspaket freigesetzte Liquidität nicht wie gewünscht ihren Weg in die Realwirtschaft findet.

Performance und Bewertung

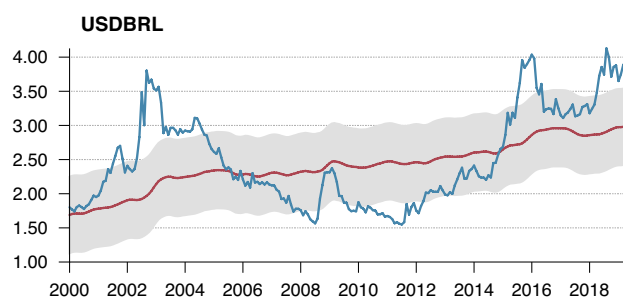
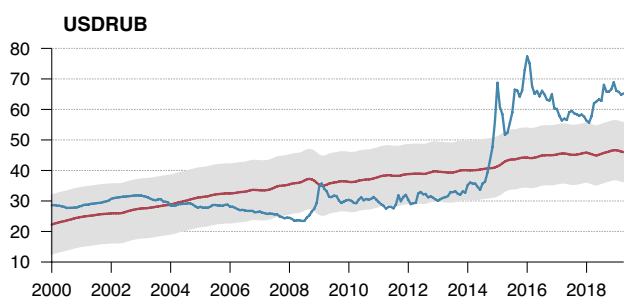
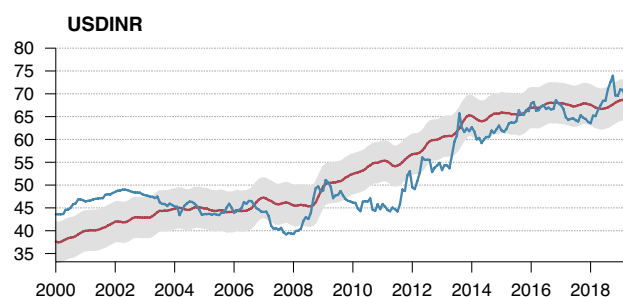
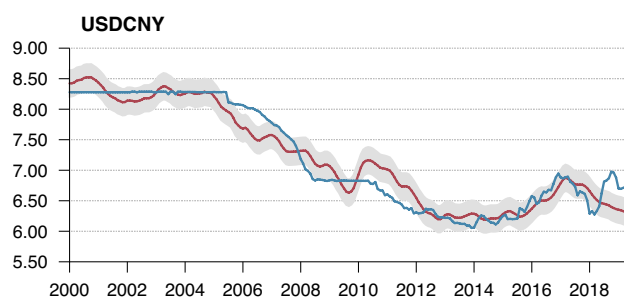
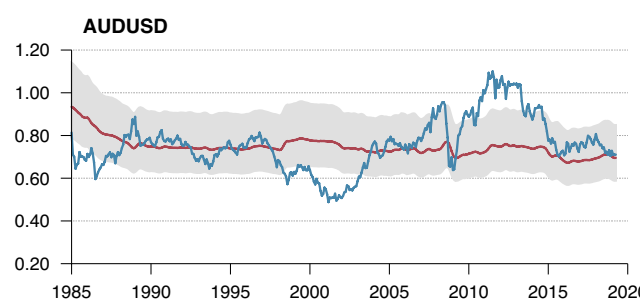
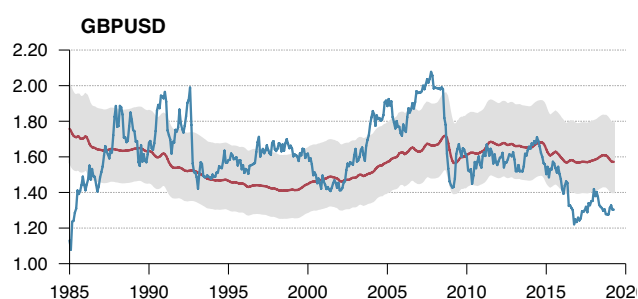
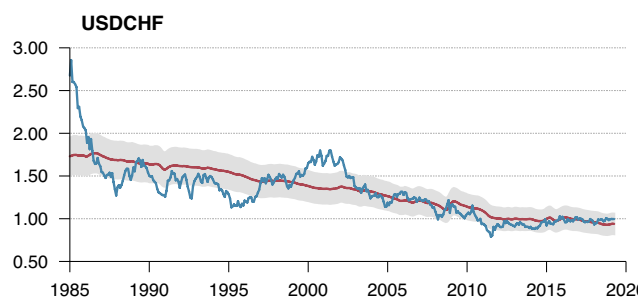
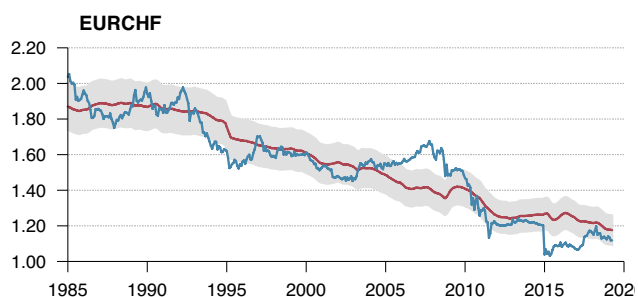
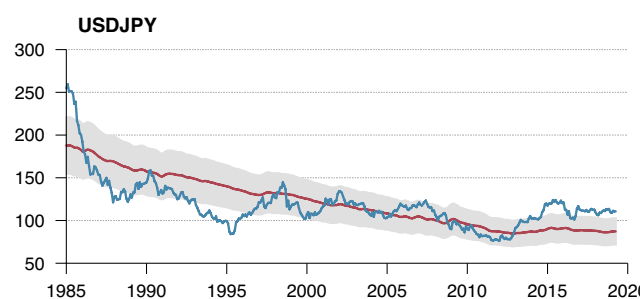
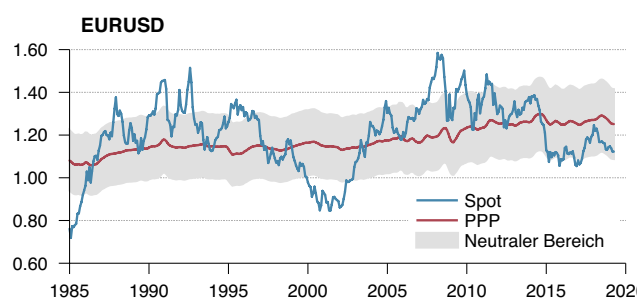
	Aktueller Wechselkurs	Performance ¹				Kaufkraftparität ²		
		YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre	PPP	Neutraler Bereich	Abweichung ³
EURUSD	1.122	-1.8	-1.6	-8.2	-18.0	1.25	1.09 - 1.41	-10.3
USDJPY	111.8	1.9	3.3	4.0	7.9	87.2	71.9 - 102.5	28.1
GBPUSD	1.301	2.2	2.3	-7.0	-21.6	1.57	1.4 - 1.79	-17.2
EURCHF	1.123	-0.4	-0.2	-4.7	-8.2	1.18	1.09 - 1.26	-4.5
USDCHF	1.000	1.5	1.5	3.9	12.0	0.94	0.82 - 1.06	6.5
GBPCHF	1.301	3.7	3.8	-3.5	-12.2	1.48	1.27 - 1.68	-11.9
CHFJPY	111.7	0.4	1.9	0.1	-3.6	92.8	78.5 - 107.1	-20.9
AUDUSD	0.710	0.9	0.0	-7.6	-23.6	0.70	0.59 - 0.85	2.2
USDCAD	1.337	-2.1	-0.1	4.5	21.9	1.21	1.11 - 1.31	10.7
USDSEK	9.288	4.8	3.9	10.1	41.8	7.68	6.63 - 8.73	21.0
USD RUB	65.3	-5.9	-3.6	13.1	85.0	46.0	36.5 - 55.5	41.9
USDBRL	3.862	-0.4	3.8	16.0	72.4	2.99	2.43 - 3.54	29.4
USDCNY	6.719	-2.1	-2.1	6.6	8.1	6.32	6.11 - 6.53	6.3
USDTRY	5.614	5.5	4.8	38.8	166.0	4.00	3.62 - 4.38	40.3
USDINR	69.23	-0.8	-0.7	6.5	15.0	68.5	64.2 - 72.7	1.1

¹ Performance in Prozent für den jeweiligen Zeitraum.

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

³ Abweichung des aktuellen Wechselkurses von der Kaufkraftparität in Prozent.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

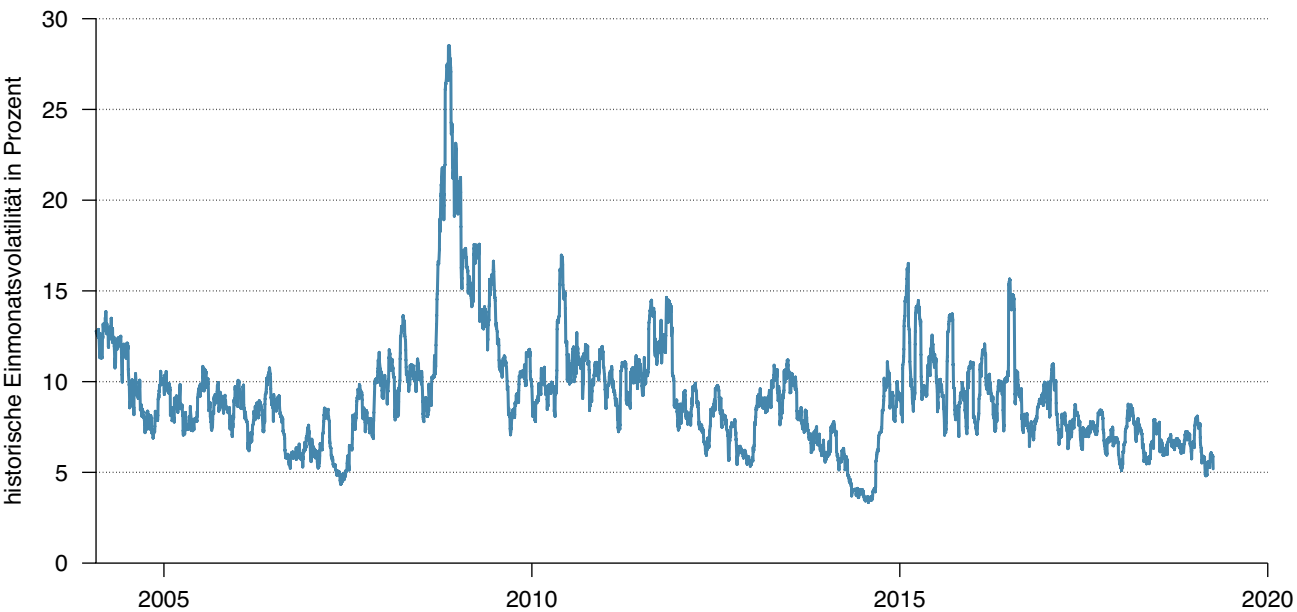
Währungsvolatilität

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	1.122	5.6	5.3	8.4	9.7	6.7	6.3	8.6	10.2
USDJPY	111.8	5.5	5.6	9.0	10.1	6.3	6.8	9.5	10.9
GBPUSD	1.301	9.5	9.6	9.0	9.4	8.5	8.9	9.3	10.0
EURCHF	1.123	4.1	4.3	6.0	6.3	5.0	5.1	6.5	6.9
USDCHF	1.000	5.3	4.9	8.3	9.7	5.9	6.1	8.8	10.3
GBPCHF	1.301	9.1	9.2	9.1	9.5	8.0	8.6	9.4	10.1
CHFJPY	111.7	5.8	5.4	8.9	10.7	6.5	6.5	9.6	11.5
AUDUSD	0.710	8.0	7.5	9.7	11.3	8.4	8.3	10.3	12.0
USDCAD	1.337	5.7	5.5	7.9	8.9	6.6	6.1	8.2	9.4
USDSEK	9.288	8.3	7.8	9.7	11.6	9.3	8.6	10.0	12.1
USDRUB	65.3	8.7	11.1	17.1	14.4	13.0	12.5	17.2	15.2
USDBRL	3.862	13.3	13.8	15.7	14.9	15.5	13.9	15.9	15.6
USDCNY	6.719	3.6	4.4	4.4	3.3	4.2	5.0	5.2	4.5
USDTRY	5.614	17.8	23.2	14.4	13.2	28.9	24.2	15.3	14.4
USDINR	69.23	5.6	8.0	6.8	8.7	6.5	7.3	8.0	9.7

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

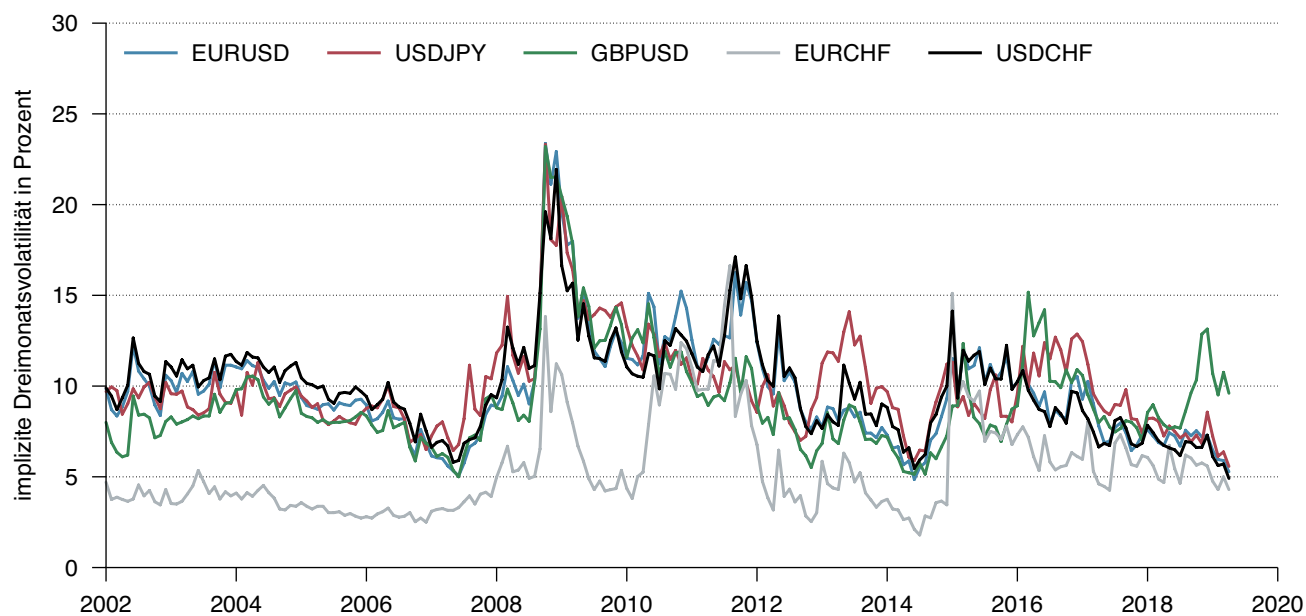
QCAM-Volatilitätsindikator³



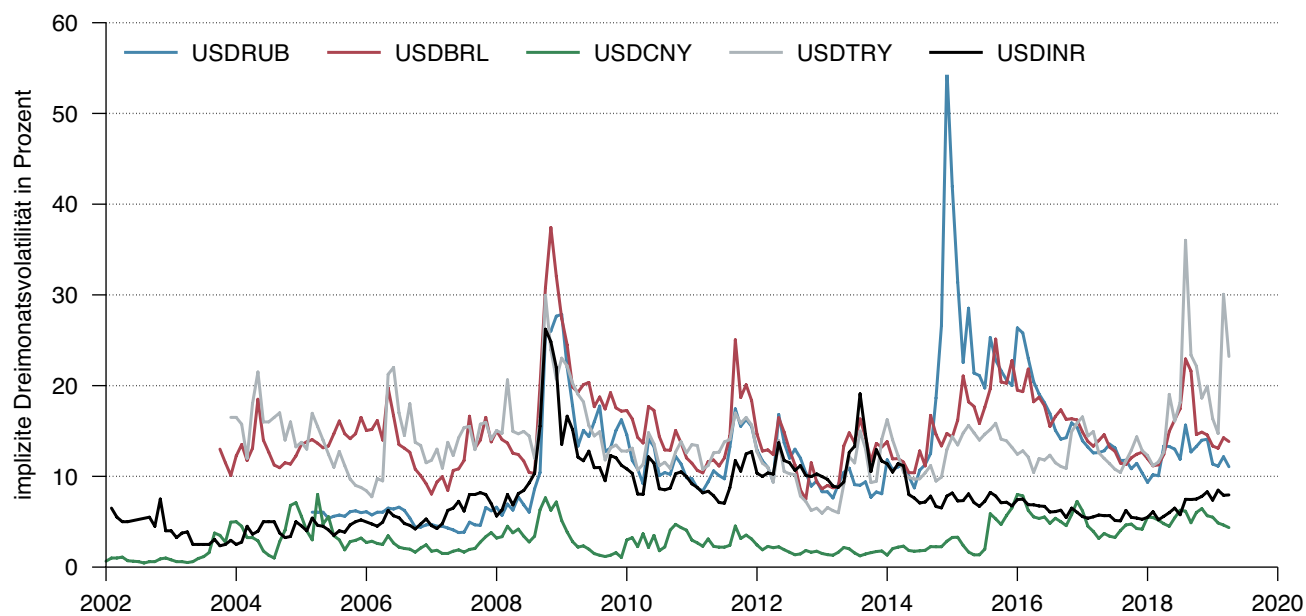
³ Der Volatilitätsindikator von QCAM bildet die Volatilität an den globalen Währungsmärkten ab; für die Berechnung wird die historische Volatilität der wichtigsten Währungspaare verwendet und mithilfe des Handelsvolumens der jeweiligen Währungspaare gewichtet.

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

Volatilität Hauptwährungen



Volatilität Schwellenlandwährungen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

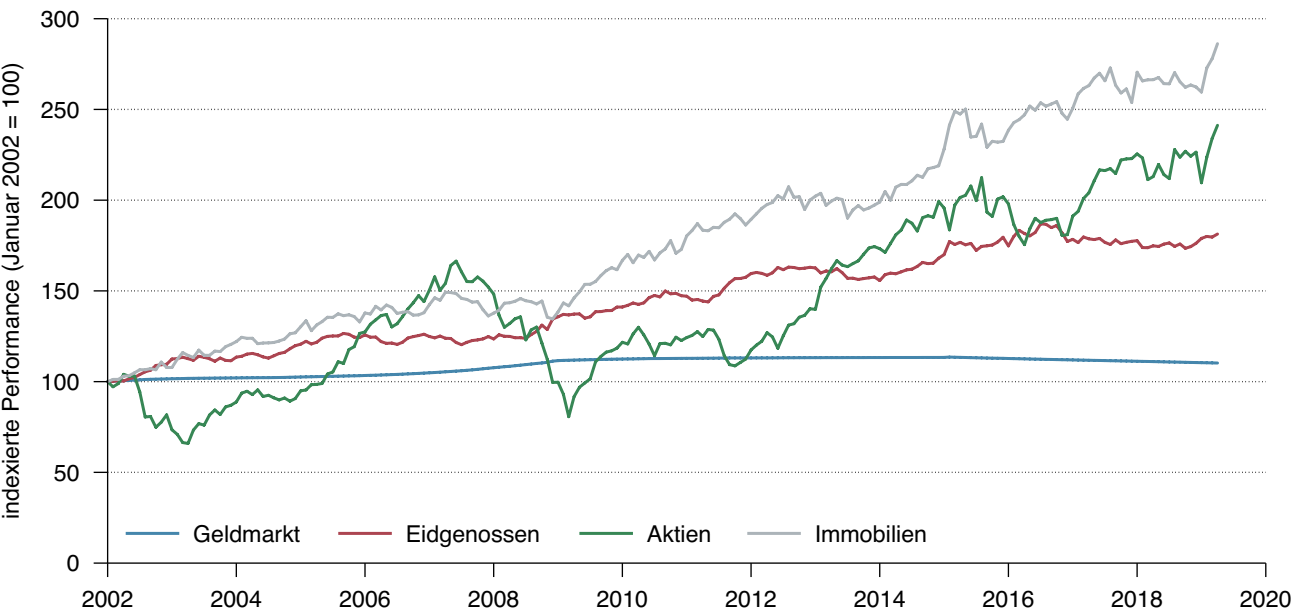
Finanzmarktumfeld

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	1.3	1.1	3.6	13.4	1.3	1.1	3.6	13.4
Unternehmensanleihen CHF	1.7	1.5	2.2	10.5	1.7	1.5	2.2	10.5
Aktien Schweiz (SMI)	15.1	12.7	13.1	32.3	15.1	12.7	13.1	32.3
Aktien Europa (Stoxx600)	16.1	14.1	7.0	35.3	15.6	13.9	2.0	24.1
Aktien UK (Ftse100)	12.2	10.4	8.0	35.3	16.3	14.5	4.3	18.8
Aktien Japan (Topix)	10.1	11.8	-3.5	48.6	9.6	9.7	-3.6	54.2
Aktien USA (S&P 500)	16.0	14.8	10.8	71.9	14.3	13.2	6.7	53.6
Aktien Schwellenländer	12.8	12.9	-4.3	24.1	11.2	11.3	-7.9	10.9
Aktien Welt (MSCI World)	15.0	13.7	6.0	45.4	13.3	12.1	2.1	29.9
Immobilien Schweiz	10.3	8.0	7.4	37.5	10.3	8.0	7.4	37.5
Immobilien Global	14.4	14.3	14.0	40.5	12.7	12.7	9.8	25.5
Rohstoffe	7.4	5.2	-5.5	-38.9	5.8	3.6	-9.0	-45.4
Rohöl (Brent)	31.5	22.8	2.3	-34.4	29.6	21.0	-1.5	-41.4
Gold	0.9	0.7	-2.5	-1.0	-0.6	-0.7	-6.1	-11.6

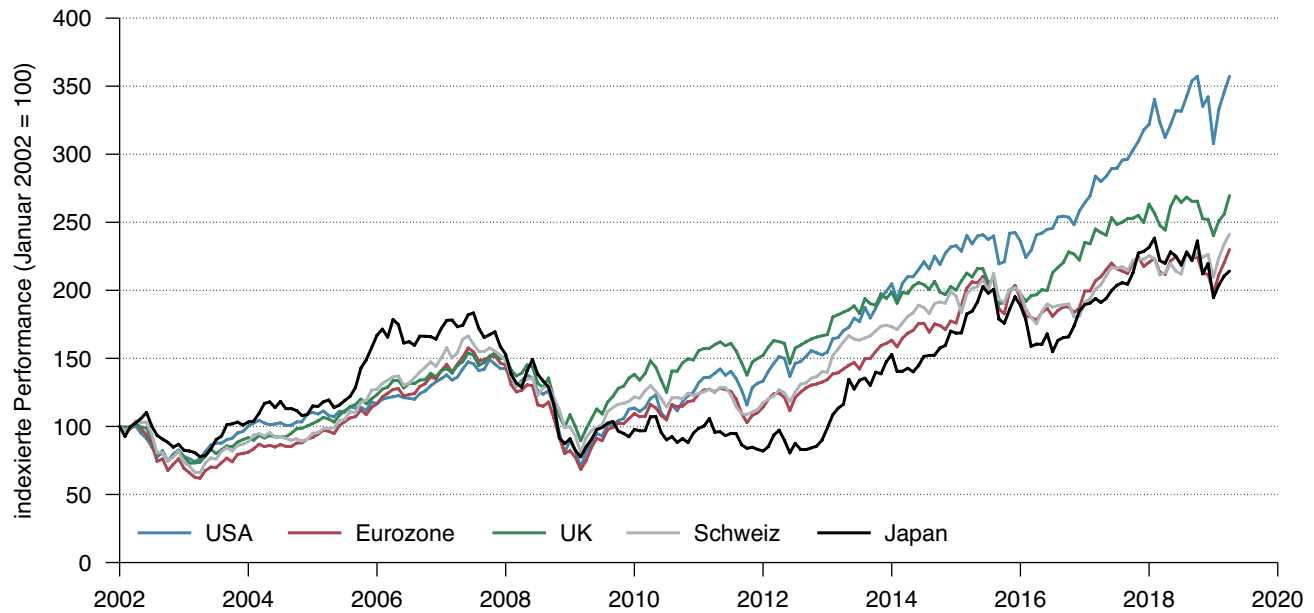
¹ Performance in Prozent für den jeweiligen Zeitraum.

Performance Schweizer Finanzanlagen

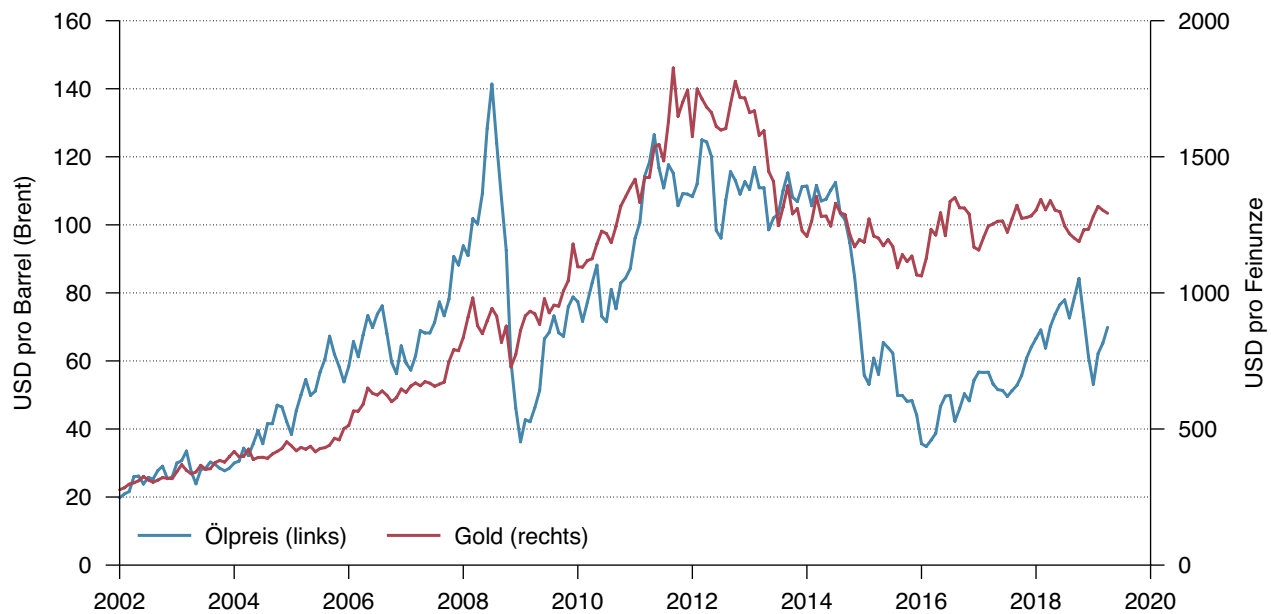


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Performance ausgewählter Aktienmärkte (in Lokalwährung)



Performance ausgewählter Rohstoffpreise



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Die Zahl des Monats

50.8 Punkte

In China stieg der PMI für die verarbeitende Industrie im März von 49.9 auf 50.8 Punkte. Damit liegt er erstmals seit Monaten wieder über der 50er-Marke. Eine Schwalbe macht aber noch keinen Sommer. Es ist zu früh, um auf der Basis eines einzigen Indikators Schlüsse über den weiteren Wirtschaftsverlauf zu ziehen. Vielleicht ist der Anstieg des PMI aber bereits eine erste Reaktion auf die Stimulusmassnahmen der Regierung.

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 eingestufteten 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.

