

FEBRUAR 2019

FXMONTHLY

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

Seite 1 QCAM Insight

Reicht es dem Pfund
billig zu sein?

Seite 3 Die Makroperspektive

Weiterhin solide Aussichten
für die Weltkonjunktur

Seite 5 Was die Währungsmärkte bewegt

Der Dollar startet
überbewertet ins Jahr



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. Februar 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 Zinsen	Seite 11
Währungsmärkte	Seite 15
Finanzmarktumfeld	Seite 19
Die Zahl des Monats	Seite 21

Reicht es dem Pfund billig zu sein?



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

Das GBP hat sich bisher in diesem Jahr trotz geplatztem «Deal» mit der EU erstaunlich gut geschlagen. Dank der vorherigen Abwertung erscheint das Pfund noch immer billig, aber es hat auch Schwächen, selbst wenn ein harter *Brexit* sich vermeiden lässt.

Wie der *Brexit* endet, bleibt weiter offen. Kurzfristig erscheint es aber zunehmend wahrscheinlich, dass die britische Regierung vor dem 29. März um eine Verlängerung des Artikels 50 bitten wird. Das kann schon diese Woche passieren, wenn das Unterhaus über den überarbeiteten *Brexit*-Vertrag abstimmen soll. Der Widerstand der Parlamentarier gegen Theresa Mays Vorschlag bleibt stark, aber einen harten *Brexit* will die Mehrheit auch nicht riskieren. Da die Zeit abläuft, bleibt nur eine Verlängerung als Zwischenlösung. Die EU wird wahrscheinlich versuchen, die Verlängerung zu begrenzen und andere Bedingungen zu stellen, kann sich aber nicht vollkommen verweigern.

Das wäre erstmal eine Erleichterung und würde das Pfund wahrscheinlich etwas beflügeln. Eine endgültige Lösung zu finden, bliebe aber schwierig und würde wahrscheinlich einen Führungswechsel, Neuwahlen oder ein neues Referendum voraussetzen. Auch die EU müsste vielleicht ihre Position ändern, abhängig von dem Ausgang der Europawahlen im Mai und sonstigen politischen und wirtschaftlichen Entwicklungen. Es gibt viele Möglichkeiten, die alle auf drei alternative Szenarien hinauslaufen: kein *Brexit*, ein geordneter *Brexit* mit Vertrag oder ein harter *Brexit*. Wir glauben die Chancen stehen etwa bei 20/60/20.

Das Pfund ist unterbewertet

Nach unseren Schätzungen ist das Pfund derzeit deutlich unterbewertet, mehr als 20 Prozent (etwa zwei Standardabweichungen) gegenüber dem USD und gut 10 Prozent (etwa eine Standardabweichung) gegenüber dem EUR (siehe auch Seite 15). Es ist schwierig zu sagen, welche Risikoszenarien diese Unterbewertung einschliesst. Wir glauben jedoch, dass kein *Brexit* oder ein *Brexit* mit einem Vertrag Ergebnisse wären, auf die das Pfund positiv reagieren sollte.

Aus unserer Sicht bleiben damit aber immer noch 20 Prozent Risiko für einen harten *Brexit* und das erscheint auch nicht voll eingepreist. Ein harter *Brexit* könnte in der Tat zu einer fundamentalen Neubewertung des Pfunds führen. Das wäre nicht das erste Mal in der Geschichte des Pfunds (man erinnere sich nur an 1992). Ausserdem drohen dem Pfund neben dem harten *Brexit* noch andere Schwierigkeiten.

Mehr Gegenwind

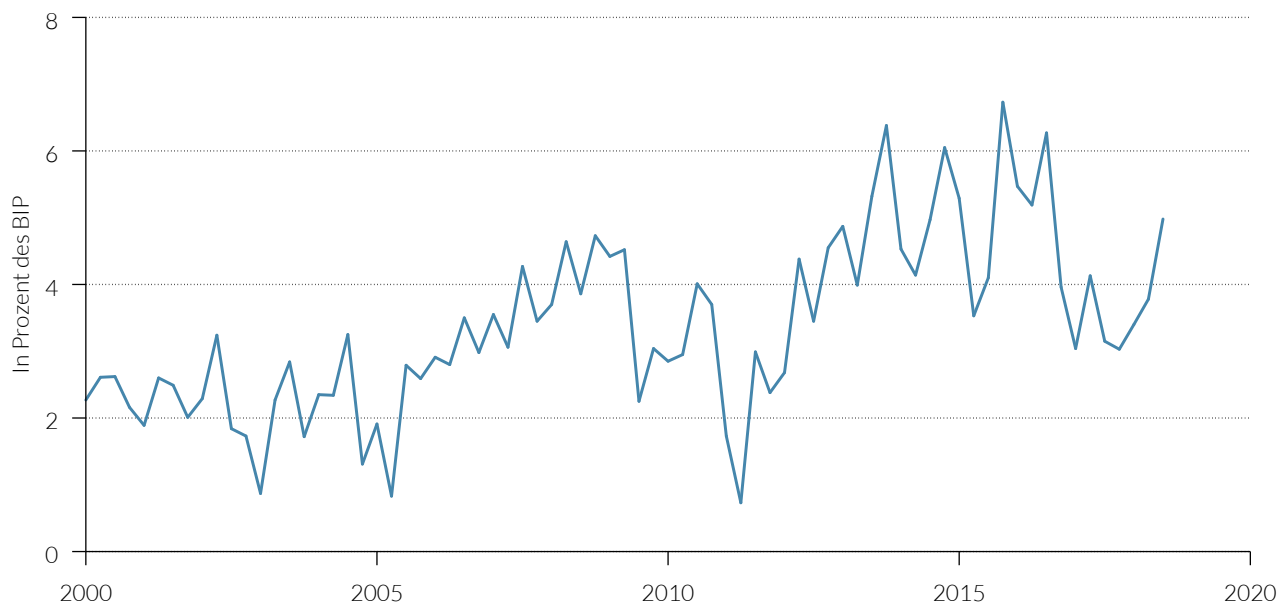
Erstens hat die Unsicherheit über den *Brexit* schon grossen und schwer umkehrbaren Schaden angerichtet. Internationale Firmen haben bereits oder sind im Prozess, zumindest Teile ihrer Operationen von der Insel auf das Festland zu verlagern. Grossbritannien ist dabei, seine einzigartige Brückenkopfposition nach Europa zu verlieren, auch wenn ein harter *Brexit* vermieden werden kann.

Zweitens leidet Grossbritannien unter einem chronischen Leistungsbilanzdefizit, was zuletzt wieder gestiegen ist (siehe Grafik). Um das Defizit zu finanzieren, bedarf es starker Kapitalzuflüsse. Die Brückenkopffunktion hat es in der Vergangenheit leicht gemacht, Kapital anzuziehen. Nun müsste Grossbritannien höhere Zinsen zahlen. Unter Druck hat Grossbritannien meist versucht, höhere Zinsen zu vermeiden, und stattdessen eine schwächere Währung toleriert. Angesichts hoher Schulden hat die Regierung wenig Appetit darauf mehr Zinsen zu bezahlen. Die *Bank of England* hat ihre Zinspläne noch

nicht offiziell geändert, aber sie hat ihre Wachstumserwartungen deutlich nach unten geschraubt, was eine Zinsanhebung unwahrscheinlich macht.

Drittens wird Grossbritannien, egal wie der *Brexit* ausgeht, Europa enger verbunden bleiben als dem Rest der Welt. Das gilt auch für die Verbindung zwischen GBP und EUR. Diese Verbindung wird sich abschwächen aber nicht verschwinden, während Europa andere und grössere Probleme als den *Brexit* hat, zum Beispiel Italien. Die Ironie ist womöglich, dass Grossbritannien und das Pfund trotz Abkopplungsversuchen auch zukünftig unter Europas Problemen leiden werden.

Britisches Leistungsbilanzdefizit



Quelle: UK Office for National Statistics, QCAM Currency Asset Management

Die Makroperspektive

Weiterhin solide Aussichten für die Weltkonjunktur

Die Einschätzung der amerikanischen Wirtschaft wurde jüngst aufgrund der verzögerten Publikation von Daten erschwert. In der Eurozone machen verschiedene Sonderfaktoren eine klare Aussage schwierig. Die verfügbaren Informationen deuten aber darauf hin, dass eine optimistische Sicht weiterhin gerechtfertigt ist. Die Probleme in China bleiben hingegen bestehen.

Vor einem Monat haben wir an dieser Stelle diskutiert, ob die Finanzmärkte oder die Makroökonomien in ihrem Ausblick richtig liegen. Die jüngsten Entwicklungen zeigen, dass sich die Märkte den Makroökonomien angepasst haben und nicht umgekehrt. An den Börsen wird wieder auf eine positivere Wirtschaftsentwicklung gewettet. Die Beurteilung der amerikanischen Wirtschaft erschwert sich dadurch, dass aufgrund der teilweisen Stilllegung der Verwaltung, dem Shutdown, gewisse Daten mit Verspätung publiziert werden.

Die US-Konjunktur läuft trotz Shutdown

Zahlen aus dem US-Arbeitsmarkt deuten weiterhin auf Hochkonjunktur. Gleichzeitig stimmen die vorlaufenden Wachstumsindikatoren mittlerweile ein bisschen vorsichtiger. Die Stimmung der Unternehmen stabilisierte sich zwar im Januar nach dem Rückgang im Vormonat. Nun ist aber auch die Konsumentenstimmung etwas gefallen. Die ausgezeichnete Lage am Arbeitsmarkt macht einen weiteren Rückgang aber unwahrscheinlich. Der Shutdown selber wird seine Spuren in den Wachstumszahlen des ersten Quartals hinterlassen. Ein mittelfris-

tiger Einfluss auf die Wachstumsdynamik ist aber nicht zu erwarten. Gleichzeitig beleuchtet die Episode aber langfristige Risiken für die USA. Erstens ist die Schuldensituation trotz Hochkonjunktur prekär – nur deswegen gibt es ja einen Shutdown. Zweitens zeigte sich von neuem die Schwierigkeit, politische Lösungen zu finden. Auch dies könnte sich langfristig negativ auf die wirtschaftliche Stabilität des Landes auswirken.

Die Zentralbank nutzte den leicht schwächeren Wachstumsausblick, um sich von der grosszügigen Seite zu zeigen. Falls sich diese im Zweifelsfall eher expansive Geldpolitik in höhere Inflation umschlägt, müssten die Zinsschritte dann mit Verspätung und potenziell umso rascher nachgeholt werden.

Moderat positiver Ausblick auch für die Eurozone

In der Eurozone besteht die Schwierigkeit bei der Beurteilung der aktuellen wirtschaftlichen Entwicklungen nicht in den fehlenden Daten, sondern darin, den Einfluss von Sonderfaktoren von zyklischen Entwicklungen zu unterscheiden. Die vorlaufenden Indikatoren deuten für die nächsten Monate weiterhin auf Wachstum über Trend hin. Nach den eher schwach ausgefallenen Zahlen in der zweiten Hälfte des letzten Jahres können wir also mit einer Erholung der Wachstumsraten rechnen. Mit einem möglichen harten *Brexit* steht aber ein nächster möglicher Sonderfaktor vor der Tür.

Probleme in China bleiben bestehen

Weiterhin Sorgen bereitet uns China. Gemäss unserer eigenen Schätzung wächst die Wirtschaft momentan

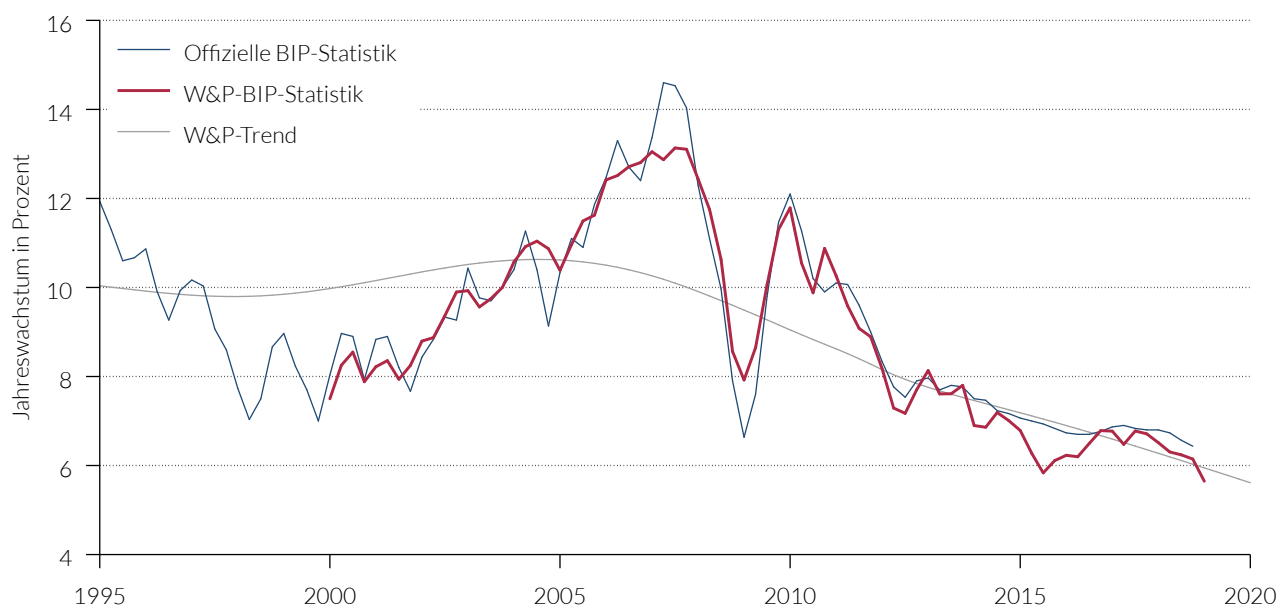
noch mit 5.7 Prozent. Für einen Dämpfer beim Wachstum sorgte dabei vor allem die Industrie. Dies obwohl die vom Export abhängigen Industriesektoren noch von vorgezogener Nachfrage von ausländischen Importeuren profitieren konnten. Gleichzeitig enttäuschte auch der Konsum. Beispielsweise sanken die Autoverkäufe und die Ausgaben für Smartphones.

Die chinesischen Behörden haben verschiedenste Massnahmen ergriffen, um das Wachstum zu unterstützen. So wurde den Lokalregierungen die Erlaubnis erteilt, neue Infrastrukturanleihen herauszugeben. Der Bausektor scheint davon schon zu profitieren. Die Verbräuche von Glas, Zement und Stahl als zuverlässige Leitindikatoren für die Bauaktivität sind jüngst gestiegen. Massnahmen, die auf die Kreditvergabe abzielen, sind aber problematisch. Der Privatsektor und die Lokalregierungen sind durch das kreditgetriebene Wachstum des letzten Jahrzehnts bereits stark verschuldet. Eine weitere Zunahme der Verschuldung würde die Risiken im Finanzsystem nochmals ansteigen lassen. Die

Regierung scheint sich dieser Problematik bewusst zu sein. Sie wird darum die kreditgetriebene Nachfrage wohl nur vorsichtig fördern.

Auch deshalb setzt Peking neuerdings bei den Konsumenten an. Steuersenkungen für Privatpersonen sind bereits in Kraft getreten. Auch Massnahmen zur Unterstützung von Autokäufen sind in der Pipeline. Ob der konsumseitige Stimulus wie gewünscht greifen wird, ist aber zu bezweifeln. Kreditpolitik ist einfacher: Lokalregierungen können zur Umsetzung neuer Bauprojekte besser gezwungen werden als Konsumenten zum Kauf neuer Autos.

Chinas Wirtschaftswachstum nun unter Trend



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Was die Währungsmärkte bewegt

Der Dollar startet überbewertet ins Jahr

Der US-Dollar beginnt 2019 mit einer deutlichen Überbewertung gegenüber den meisten G7-Währungen sowie wichtigen Schwellenlandwährungen. Die Stärke des Dollars liegt nicht nur an der amerikanischen Wirtschaft, sondern auch an Entwicklungen ausserhalb der USA. In der Vergangenheit fanden Phasen von deutlicher Über- oder Unterbewertung immer ein Ende.

Wie in der Grafik zu sehen ist, war der US-Dollar Ende Januar 2019 gegenüber einer Vielzahl von Währungen überbewertet. Er startete im Vergleich zu vielen grossen und kleinen Währungen stark ins Jahr. Nur der thailändische Baht und der israelische Schekel stellen Ausnahmen dar. Diese Währungen sind nach unserer Einschätzung gegenüber dem US-Dollar überbewertet.

Interessanterweise finden sich einige der grössten Überbewertungen des Dollars gegenüber anderen G7-Währungen, wie bspw. dem britischen Pfund oder dem japanischen Yen. Beide notierten rund 20 Prozent unter ihren jeweiligen Kaufkraftparitäten (engl. *purchasing power parity*, oder PPP). Bescheidener war die Überbewertung des Dollars gegenüber dem Euro und dem kanadischen Dollar. Die Überbewertung befindet sich sowohl gegenüber dem EURUSD-Gleichgewichtswert von 1.26 als auch dem USDCAD-Gleichgewichtswert von 1.20 bei etwa 10 Prozent. Gegenüber dem Schweizer Franken handelte der Dollar nur 6 Prozent stärker als unsere PPP-Schätzung von 0.94. Da unser geschätzter neutraler Bereich für das USDCHF-Währungspaar zwischen 1.06 und 0.82 liegt, sehen wir derzeit keine au-

sserordentliche Über- oder Unterbewertung des Dollars gegenüber dem Schweizer Franken.

Schwellenlandwährungen erholen sich

Wie wir bereits öfters erwähnt haben – zum Beispiel in der Ausgabe vom November 2018 – waren Schwellenlandwährungen jüngst ungewöhnlich günstig. Dabei orientierten wir uns an einem breiten Index von Schwellenlandwährungen, der die liquidesten Obligationen in Lokalwährung umfasst. Zu dieser Gruppe gehörten die Anleihen von Ländern wie Brasilien, Indonesien, Polen, Mexiko, Südafrika, Thailand, Russland, Kolumbien, die Türkei, Malaysia, Ungarn und Peru. Seit unserer Einschätzung im November hat dieser Währungskorb eine durchschnittliche Wertsteigerung von 4 Prozent (ohne Carry) erfahren. Einige der Schwellenlandwährungen haben sich stark erholt. So ist beispielsweise der südafrikanische Rand gegenüber dem US-Dollar nun fair bewertet. Allerdings sind die meisten Währungen nach wie vor unterbewertet. Nachdem die Lücke des Währungskorbs zum US-Dollar Ende Oktober 2018 noch -17 Prozent betrug, liegt sie heute bei -12 Prozent.

China und Indien

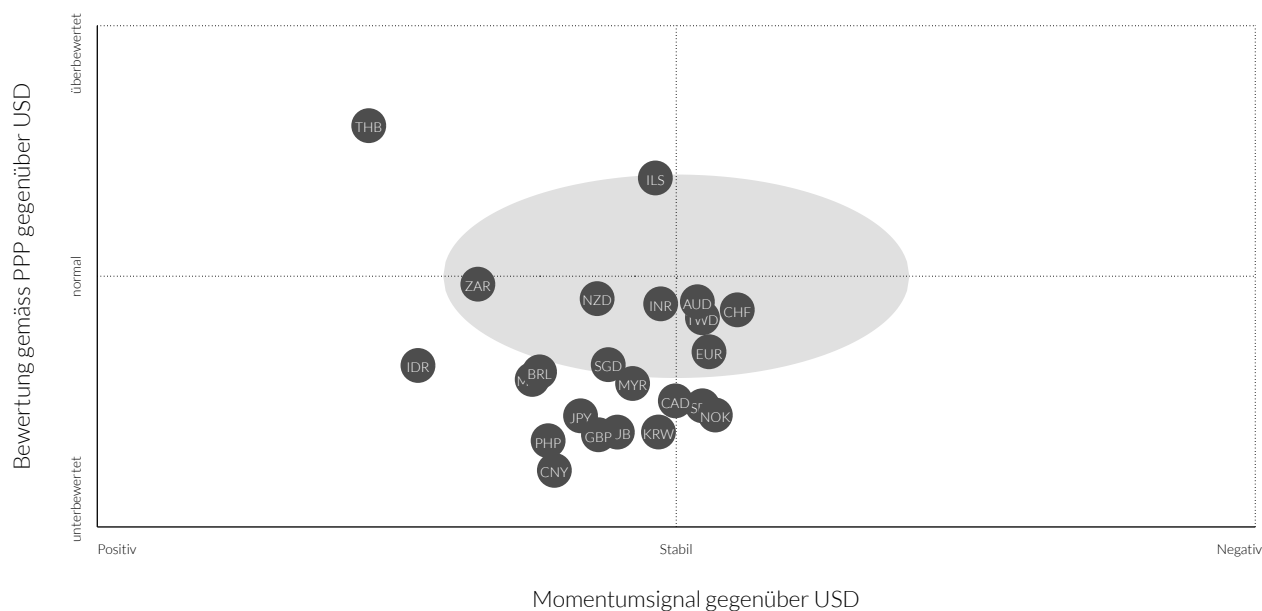
Gemessen an ihrer Bevölkerung sind China und Indien mit jeweils rund 1.4 Milliarden Einwohnern die grössten Volkswirtschaften der Welt. Es ist klar, dass der chinesische Wirtschaftsverlauf globale Auswirkungen hat. Es ist auch klar, dass die wirtschaftliche Relevanz Indiens weiter zunehmen wird, wenn seine Bevölkerung weiter wächst und sein Pro-Kopf-Vermögen steigt. Was die

Währungen angeht, so befindet sich der chinesische Renminbi derzeit in unbekannten Gewässern. Er weicht von einem traditionell sehr schmalen Band um seine PPP gegenüber dem US-Dollar ab. Diese extreme Abweichung von seinem historischen neutralen Bereich um die PPP lässt den CNY wie einen Ausreisser auf unserer Grafik erscheinen. Absolut betrachtet ist die tatsächliche Abweichung von seiner PPP mit rund 5 Prozent relativ gering. Doch auch wenn dies im Vergleich zu anderen Dollar-Wechselkursen als wenig erscheinen mag, stellt es für den chinesischen Renminbi doch eine signifikante Abweichung dar.

Das Währungsregime in Indien unterscheidet sich stark von dem Chinas. Indien lässt den Wechselkurs deutlich freier bewegen, auch wenn Kapitalkontrollen kein Fremdwort sind. Daraus resultiert eine Währung, die über längere Zeiträume von ihrem zentralen Kaufkraftparitätskurs abweicht und oft ausserhalb ihres neutralen Bereichs zu finden ist. Nach einer Phase von erheblicher Überbewertung zeigen unsere Schätzungen,

dass die indische Rupie zum US-Dollar derzeit nahe ihrer PPP liegt. Doch auch hier liegt der US-Dollar vorerst auf der stärkeren Seite.

Bewertung und Momentum: eine Auswahl von Währungen gegenüber dem US-Dollar



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Konjunkturklima

In der Eurozone haben die Stimmungsindikatoren im Januar ein weiteres Mal an Boden verloren. Mit Ausnahme von Spanien vermag aktuell keine der grossen europäischen Volkswirtschaften stimmungsseitig so richtig zu überzeugen. Klar zu den Verlierern der letzten Monate zählt das Vereinigte Königreich, wo sich die andauernde Unsicherheit rund um den *Brexit* unterdessen spürbar in der Laune der Unternehmen und Konsumenten bemerkbar macht. Überraschend wenig Dynamik verspricht auch Deutschland, dessen Industriesektor sich von der Flaute aus dem dritten Quartal nur unvollständig erholt hat.

Im Einklang mit dem europäischen Währungsraum haben sich auch in den USA die Stimmungswerte im Januar leicht eingetrübt. Auf Seite der Industrieunternehmen konnte die Stimmung nach dem deutlichen Rückgang im Dezember zwar wieder zulegen. Gleichzeitig hat aber das Barometer für den Dienstleistungssektor nachgegeben. Zudem zeigten sich die Konsumenten deutlich weniger optimistisch als noch im Vormonat. Mit Blick auf die kommenden Monate bleiben wir positiv eingestellt. Vor allem für die amerikanischen Konsumenten ist das Umfeld weiter günstig. Noch immer gehen vom amerikanischen Arbeitsmarkt äusserst robuste Signale aus.

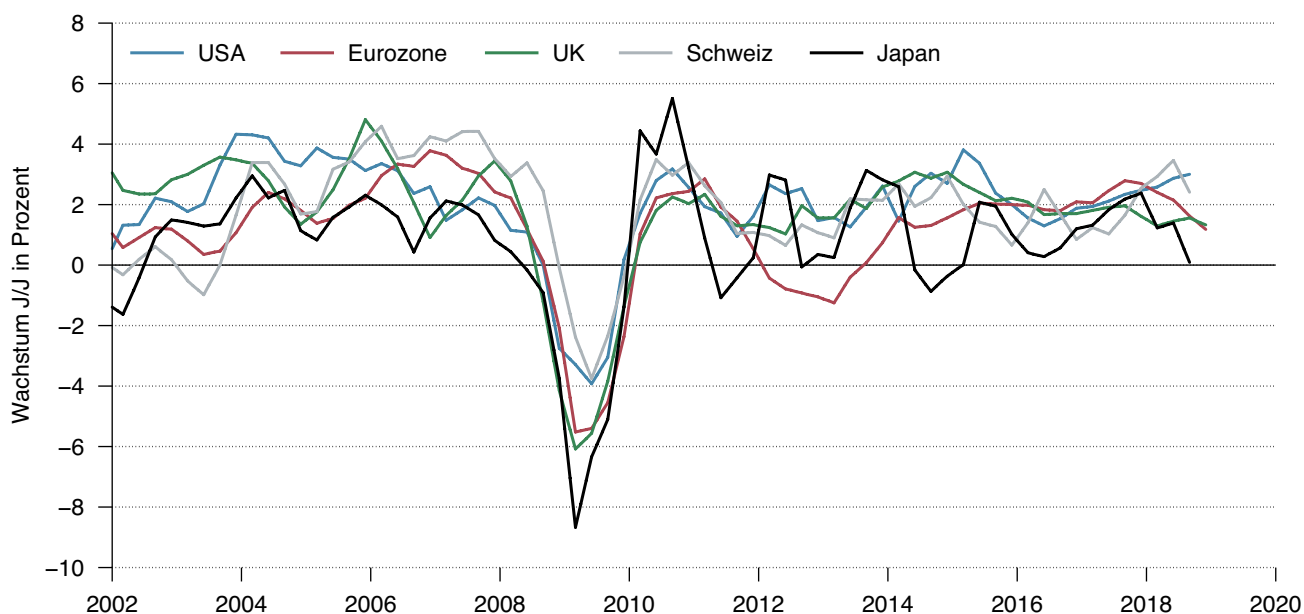
Überblick

	Trend- wachstum ¹	Reales BIP-Wachstum ²				W&P-Konjunkturklimaindikatoren ³			
		Q1/2018	Q2/2018	Q3/2018	Q4/2018	10/2018	11/2018	12/2018	1/2019
USA	1.7	2.6	2.9	3.0	–	3.8	4.0	3.1	3.1
Eurozone	1.0	2.4	2.2	1.6	1.2	2.8	2.7	2.4	2.3
Deutschland	1.4	2.0	2.0	1.2	–	3.3	3.3	3.0	2.8
Frankreich	0.7	2.2	1.7	1.3	0.9	1.6	1.7	1.4	1.5
Italien	0.2	1.4	1.2	0.6	0.1	1.3	1.1	1.0	0.8
Spanien	1.6	2.8	2.5	2.4	2.4	2.7	2.7	2.3	2.3
Grossbritannien	1.8	1.3	1.5	1.6	1.3	2.6	2.3	2.3	2.1
Schweiz	1.5	2.9	3.5	2.4	–	2.2	2.5	2.3	2.1
Japan	0.4	1.2	1.4	0.1	–	2.5	2.5	2.5	2.5
Kanada	1.6	2.3	1.9	2.1	–	1.8	1.8	0.6	0.9
Australien	2.4	3.0	3.1	2.8	–	3.0	3.0	2.9	2.7
Brasilien	1.4	1.3	0.9	1.3	–	2.7	2.8	3.2	–
Russland	0.1	1.3	1.9	1.5	–	1.2	2.4	1.6	0.8
Indien	7.7	7.7	8.2	7.1	–	6.8	6.8	6.7	6.8
China	7.4	6.8	6.7	6.5	6.4	6.4	6.5	6.2	5.5
Industrienationen ⁴	1.4	2.3	2.4	2.1	–	3.4	3.4	2.9	2.8
Schwellenländer ⁴	6.0	5.7	5.6	5.2	–	4.8	5.0	4.7	4.4
Welt ⁴	3.5	4.0	4.1	3.7	–	4.2	4.3	3.9	3.6

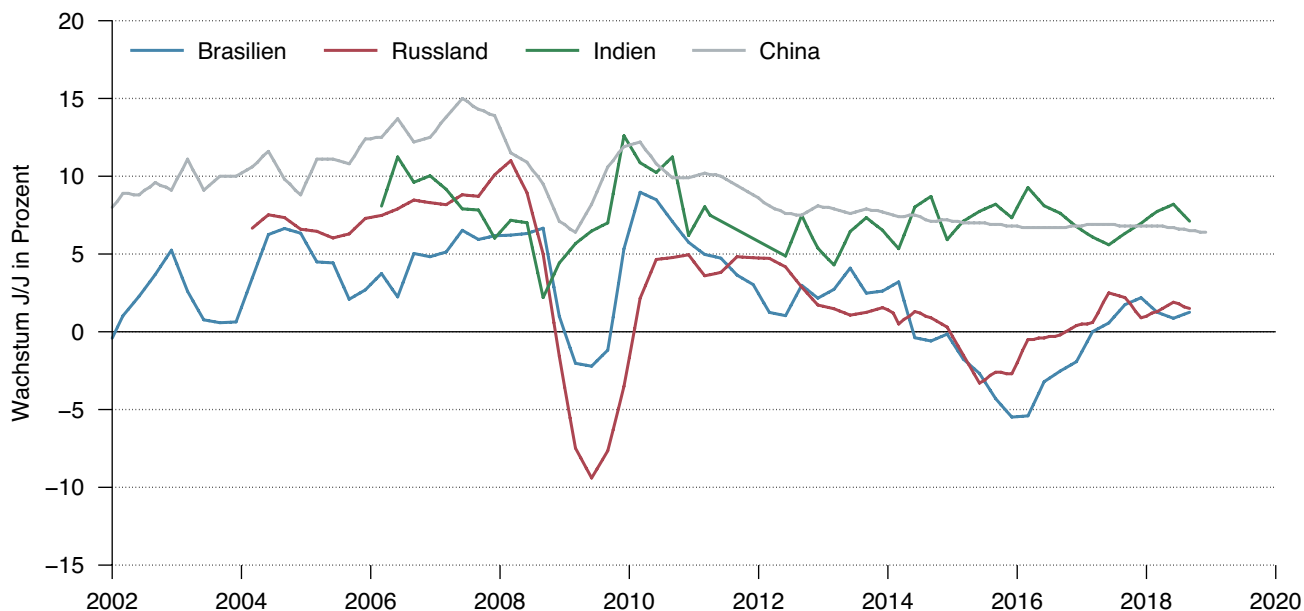
¹ Aktuelle Trendwachstumsrate des realen BIP in Prozent pro Jahr gemäss Trendwachstumsmodell von Wellershoff & Partners.
² Veränderung des realen BIP gegenüber dem Vorjahresquartal in Prozent.
³ Die Konjunkturklimaindikatoren von Wellershoff & Partners haben einen Vorlauf auf die offiziellen BIP-Wachstumsraten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

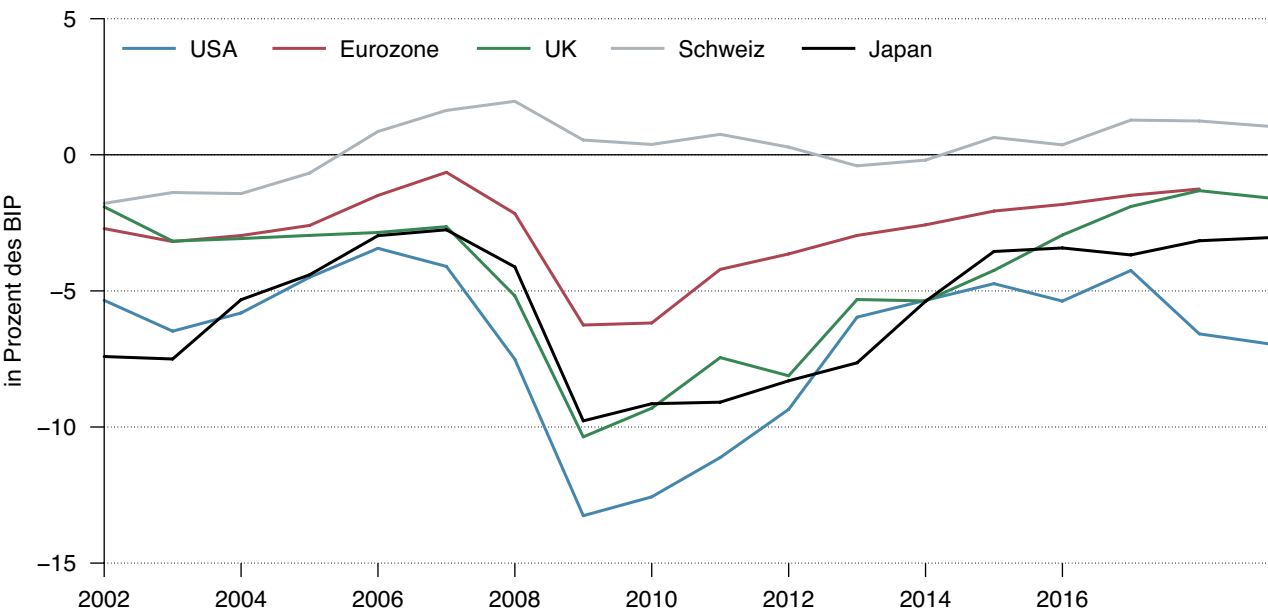
Wirtschaftsindikatoren

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	24.4	-2.3	-2.9	105.4	109.9	-5.3	-6.9	4.9	4.0
Eurozone	16.1	15.9	3.8	-	109.2	-	-1.8	-	10.0	7.9
Deutschland	4.7	4.7	8.1	7.2	75.6	65.8	1.0	1.1	6.0	5.0
Frankreich	3.3	3.2	-0.6	-0.2	123.2	125.5	-3.3	-2.9	9.7	8.8
Italien	2.5	2.4	2.3	2.5	156.6	152.7	-2.5	-2.5	11.6	10.5
Spanien	1.7	1.7	1.5	1.0	116.1	113.1	-4.3	-1.8	19.7	14.3
Grossbritannien	3.6	3.2	-4.4	-3.3	114.3	114.6	-3.2	-1.6	4.9	2.8
Schweiz	0.9	0.8	10.0	10.7	42.0	39.0	0.7	1.0	3.1	2.8
Japan	6.1	5.9	3.0	2.6	221.6	227.9	-3.8	-3.0	3.1	2.4
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	5.0
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	11.6
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	4.8

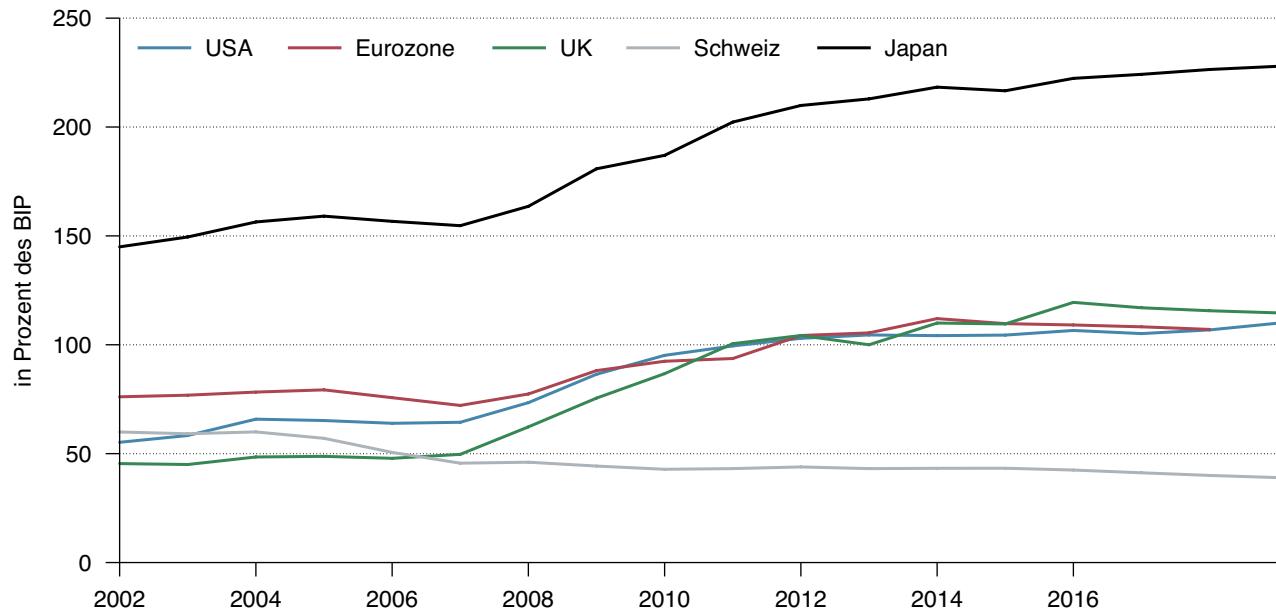
¹ In Prozent; Berechnung anhand von Marktwechsellkursen. ² In Prozent vom nominalen BIP. ³ In Prozent.

Budgetdefizit Industrienationen

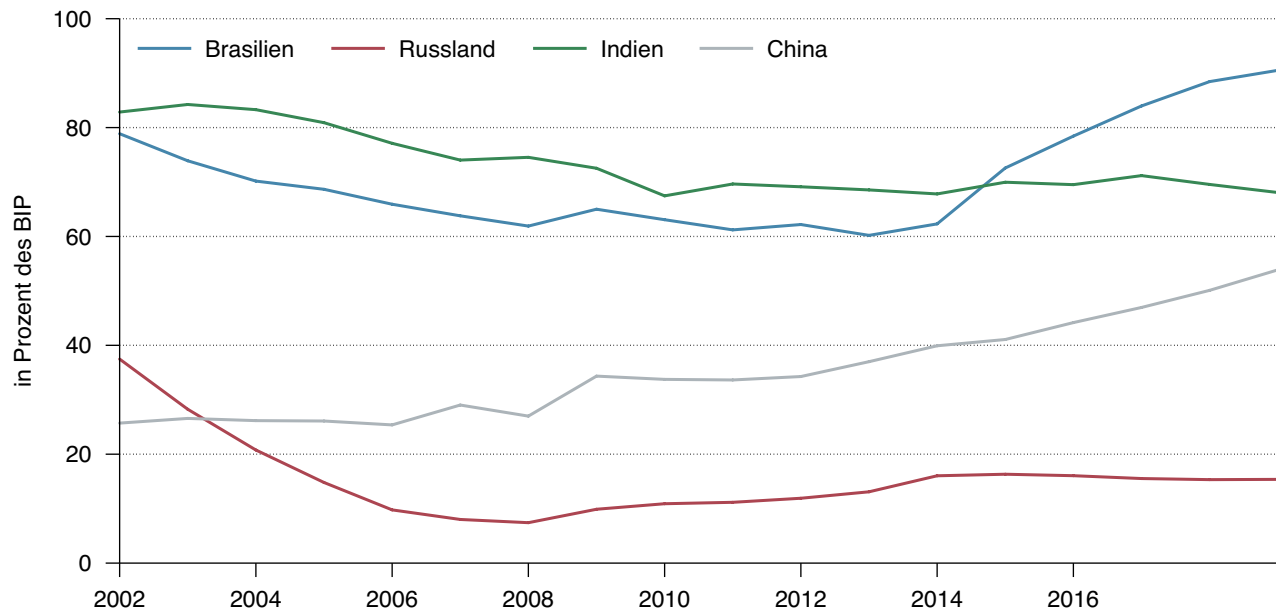


Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Staatsverschuldung Industrienationen



Staatsverschuldung Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Inflation

Die auslaufenden Basiseffekte aus den Ölpreisen haben die Inflationsraten in den vergangenen Monaten Richtung Kernraten bewegen lassen. Besonders deutlich zeigt sich dieser Effekt in Japan, wo die Teuerung binnen weniger Monate von vormals Werten über 1 Prozent nahe an die Nullmarke gesunken ist. Die japanische Zentralbank hat den jüngst fallenden Preisauftrieb zum Anlass genommen, ihre Teuerungsprognose ein weiteres Mal nach unten zu korrigieren. Neu gehen die Währungshüter für das kommende Fiskaljahr 2019 von einer Teuerung zwischen 1.0 und 1.3 Prozent aus. Wenngleich tiefer, dürfte auch diese Prognose noch sehr

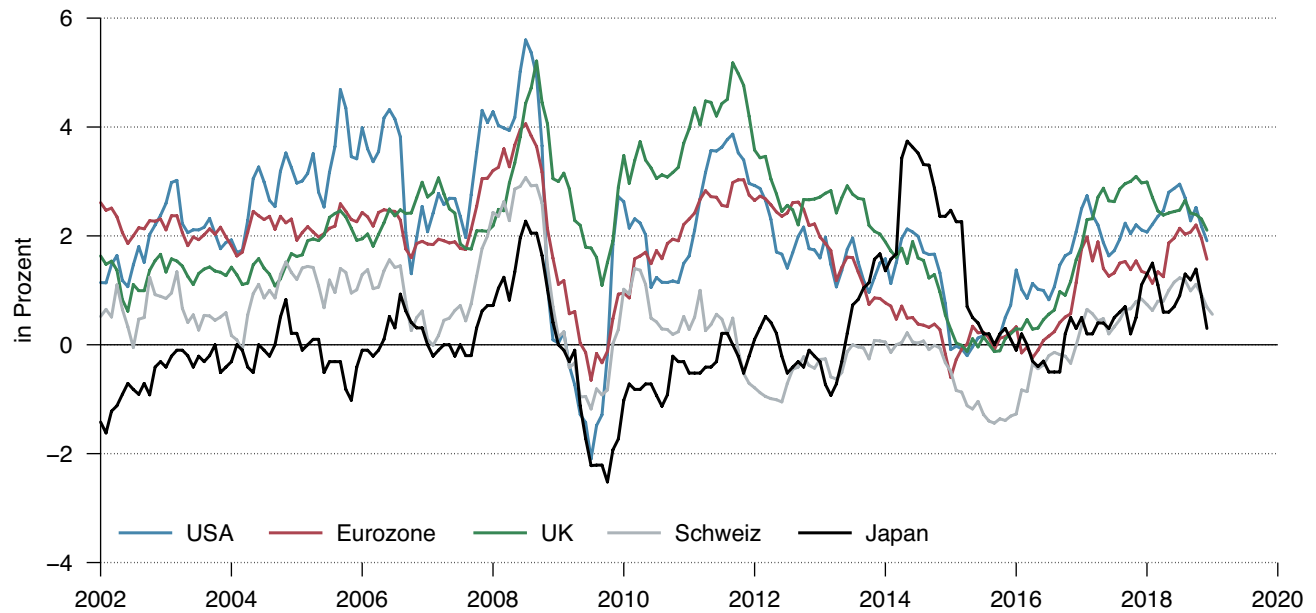
optimistisch formuliert sein. So hat die Konjunktur in den vergangenen Monaten bereits an Fahrt verloren. Darüber hinaus lässt der Verzicht des Arbeitsgeberverbands *Keidanren* auf eine konkrete Empfehlung für die alljährlichen Tarifverhandlungen vermuten, dass ein starker Lohnzuwachs als Teuerungsbeschleuniger für das kommende Fiskaljahr ausbleiben wird.
Ein fallender Inflationstrend ist aktuell auch im Vereinigten Königreich zu beobachten. Mit 2.1 Prozent kam die Inflation im Dezember nur noch knapp über der eigentlichen Zielmarke der britischen Notenbank zu liegen.

	Ø 10 Jahre ¹	Inflation ²				Kerninflation ³			
		10/2018	11/2018	12/2018	1/2019	10/2018	11/2018	12/2018	1/2019
USA	1.6	2.5	2.2	1.9	–	2.1	2.2	2.2	–
Eurozone	1.2	2.2	2.0	1.6	–	1.1	1.0	1.0	–
Deutschland	1.2	2.5	2.3	1.7	–	1.8	1.5	1.4	–
Frankreich	1.0	2.2	1.9	1.6	1.2	–	–	–	–
Italien	1.2	1.6	1.6	1.1	0.9	0.7	0.7	0.6	0.5
Spanien	1.1	2.3	1.7	1.2	1.0	1.0	0.9	0.9	–
Grossbritannien	2.3	2.4	2.3	2.1	–	1.9	1.8	1.9	–
Schweiz	-0.1	1.1	0.9	0.7	0.6	0.4	0.2	0.3	0.5
Japan	0.3	1.4	0.9	0.3	–	0.4	0.3	0.3	–
Kanada	1.6	2.4	1.7	2.0	–	1.6	1.5	1.7	–
Australien	2.1	1.9	1.8	1.8	–	1.4	1.5	1.6	–
Brasilien	5.9	4.6	4.1	3.8	3.8	3.6	3.2	3.3	–
Russland	7.5	3.5	3.8	4.3	4.9	3.1	3.4	3.7	4.1
Indien	7.2	3.4	2.3	2.2	–	–	–	–	–
China	2.3	2.5	2.2	1.9	1.5	1.8	1.8	1.8	–
Industrienationen ⁴	1.4	2.2	1.9	1.6	–	1.5	1.5	1.5	–
Schwellenländer ⁴	4.4	3.0	2.5	2.3	–	2.1	2.1	2.2	–
Welt ⁴	2.7	2.6	2.2	2.0	–	1.6	1.6	1.6	–

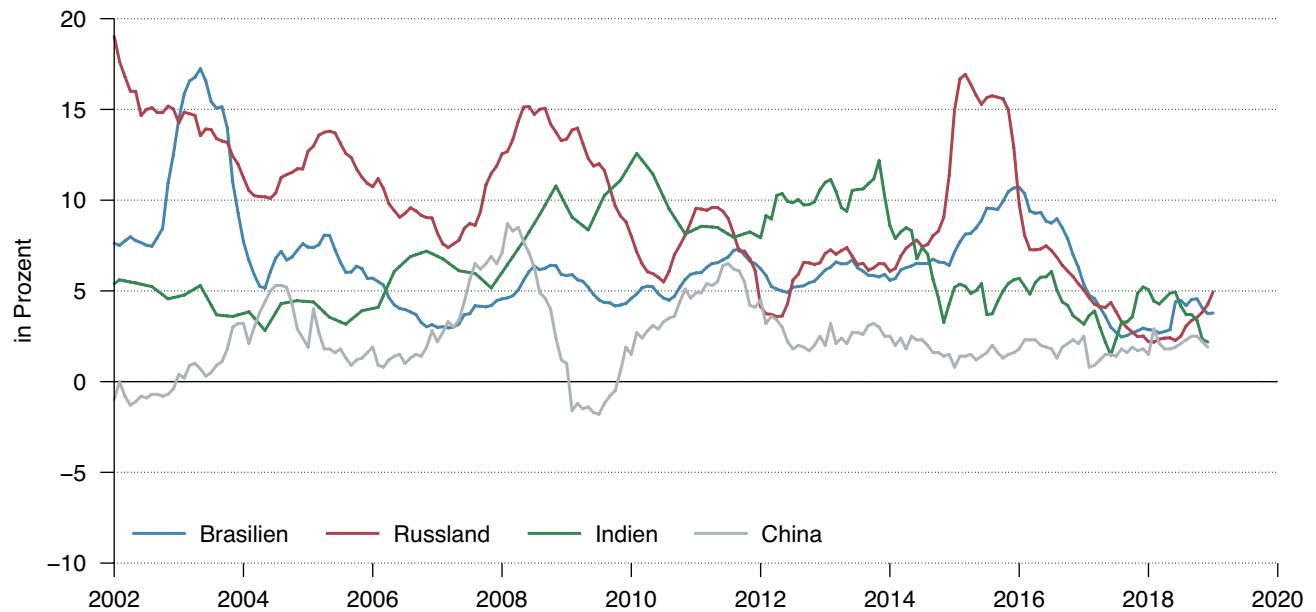
¹ Durchschnittliche Jahresteuierung der Konsumentenpreise in Prozent.
² Veränderung der Konsumentenpreise gegenüber dem Vorjahresmonat in Prozent.
³ Zur Berechnung der Kerninflationsrate werden sehr schwankungsanfällige Preiskomponenten wie Energie- und gewisse Lebensmittelpreise aus dem Warenkorb ausgeklammert; 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

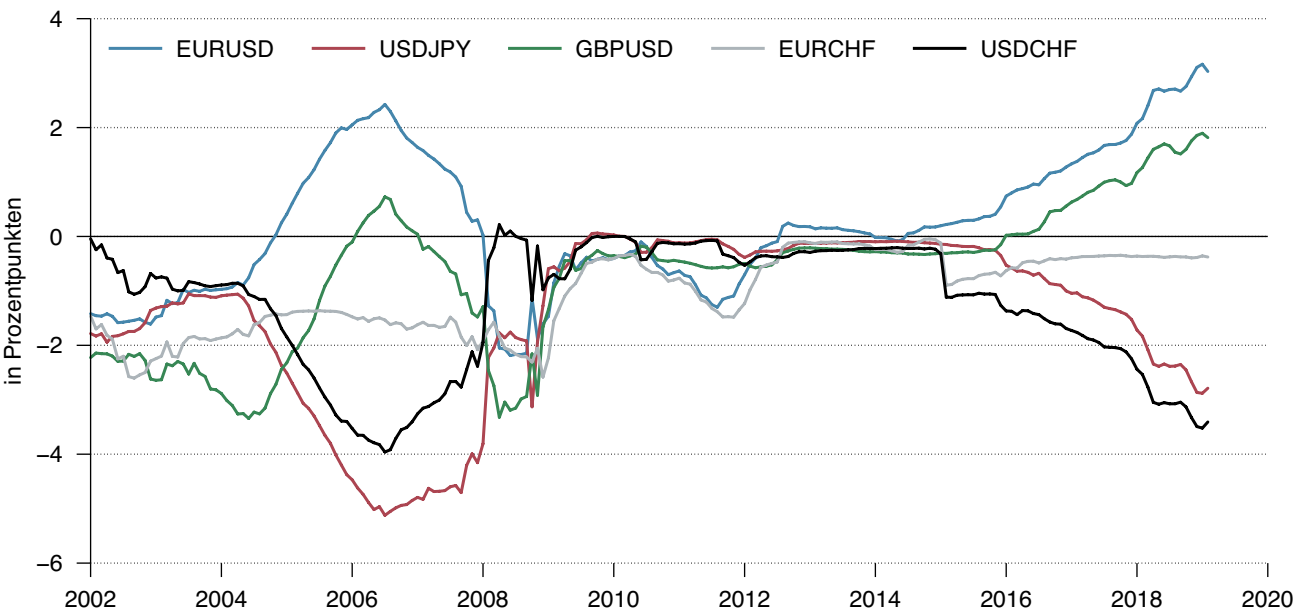
Zinsumfeld

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	1.128	3.02	2.21	1.21	0.44	3.09	2.57	1.51	0.62
USDJPY	110.4	-2.79	-1.90	-1.01	-0.58	-2.84	-2.22	-1.33	-0.86
GBPUSD	1.286	1.82	1.30	0.48	0.04	1.79	1.46	0.59	0.08
EURCHF	1.132	-0.39	-0.37	-0.43	-0.50	-0.36	-0.28	-0.42	-0.60
USDCHF	1.004	-3.41	-2.58	-1.64	-0.94	-3.45	-2.85	-1.92	-1.22
GBPCHF	1.292	-1.59	-1.28	-1.16	-0.90	-1.66	-1.39	-1.33	-1.14
CHFJPY	109.9	0.62	0.68	0.63	0.36	0.62	0.64	0.59	0.36
AUDUSD	0.707	1.21	0.33	-0.78	-2.02	1.56	0.74	-0.27	-1.47
USDCAD	1.331	-0.54	-0.17	0.22	0.45	-0.50	-0.28	-0.02	0.22
USDSEK	9.300	-2.82	-2.28	-1.29	-0.15	-2.85	-2.52	-1.49	-0.34
USDRUB	65.8	4.80	4.77	8.83	7.77	4.86	4.28	8.30	7.52
USDBRL	3.765	13.54	13.54	11.90	9.83	3.87	4.35	9.32	9.25
USDCNY	6.780	0.17	2.86	2.86	3.06	0.28	2.43	2.52	2.68
USDTRY	5.280	21.32	12.10	12.17	10.06	20.91	12.65	12.11	10.16
USDINR	71.16	7.47	7.47	8.40	7.85	3.68	4.47	6.03	5.97

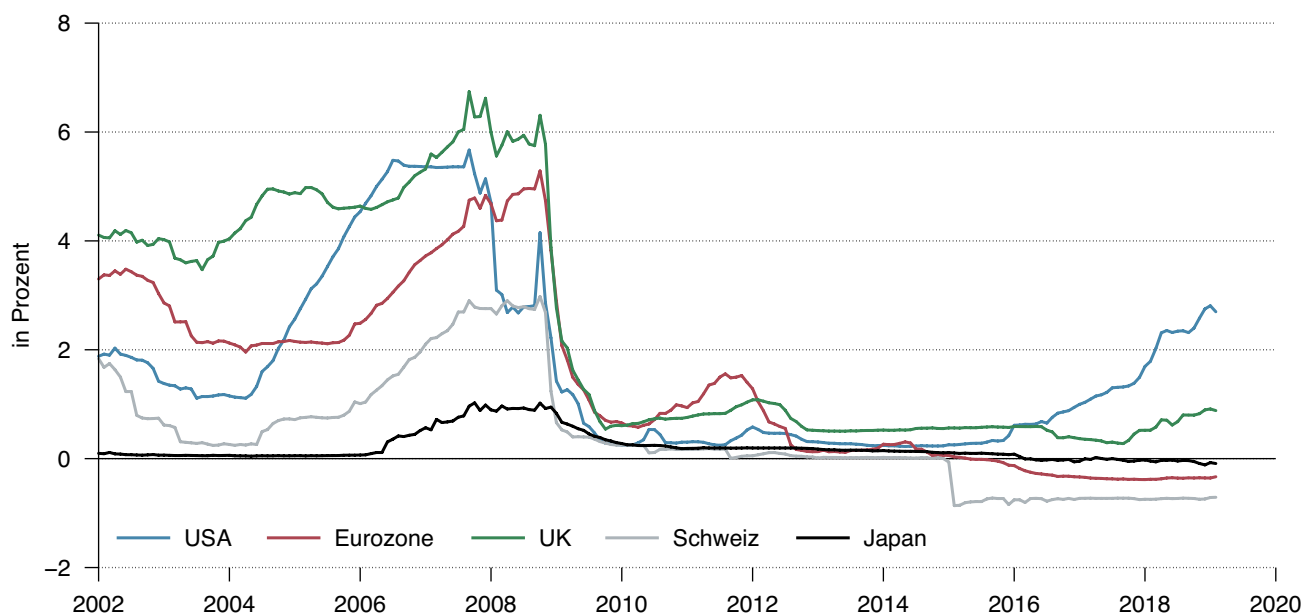
¹ Zinsen im zweiten Währungsraum abzgl. Zinsen im ersten Währungsraum; z.B. US-Dollar-Zinsen abzgl. Euro-Zinsen für EURUSD.

Zinsdifferenz

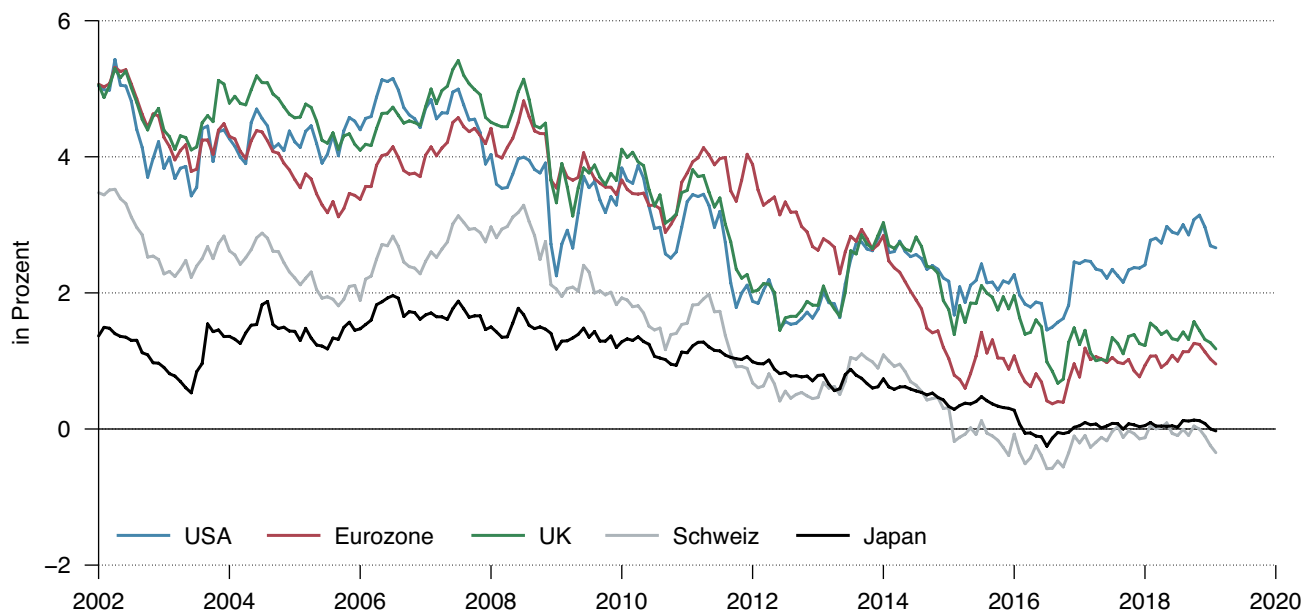


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Dreimonats-Liborsätze



Zehnjährige Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Währungsmärkte

Im Zuge der überaus erfreulichen Entwicklung an den Aktienmärkten ist die Volatilität an den Währungsmärkten im Januar gering geblieben. Zu den grossen Gewinnern im vergangenen Monat darf das Pfund gezählt werden. Trotz der im Zusammenhang mit dem *Brexit* weiter andauernden Unsicherheit konnte die britische Währung zu Jahresanfang spürbar zulegen. Zum Euro resultierte ein Plus von etwas unter 3 Prozent. Gegenüber dem US-Dollar stand Ende Monat ein kräftiger Zuwachs von rund 3.8 Prozent zu Buche. Mit Blick auf unsere PPP-Schätzungen bleibt das Pfund trotz jüngster Stärke weiter unterbewertet.

Der Schweizer Franken hat sich zu Jahresanfang auf handelsgewichteter Basis wieder leicht abgeschwächt.

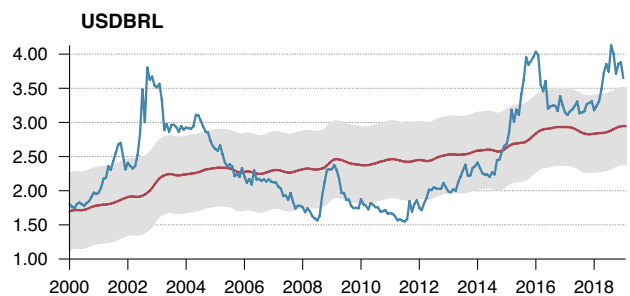
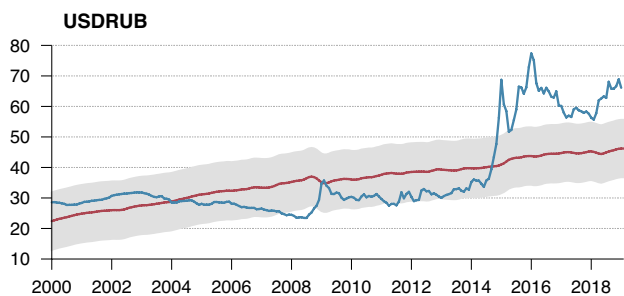
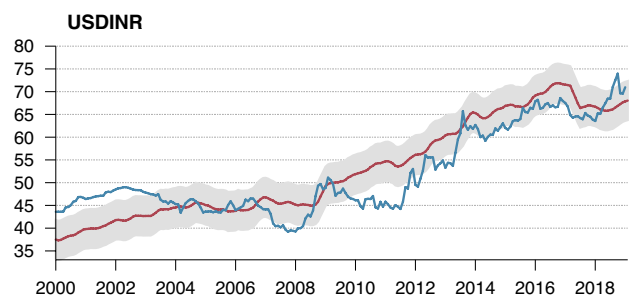
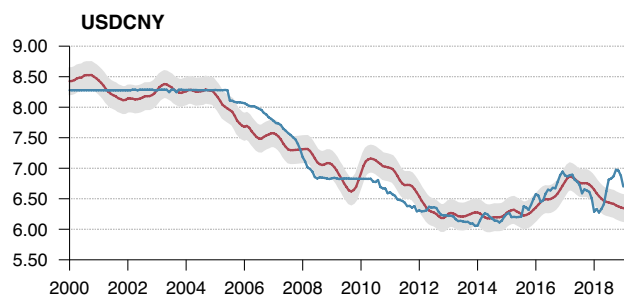
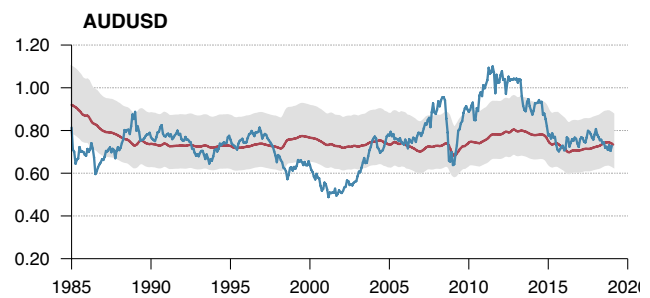
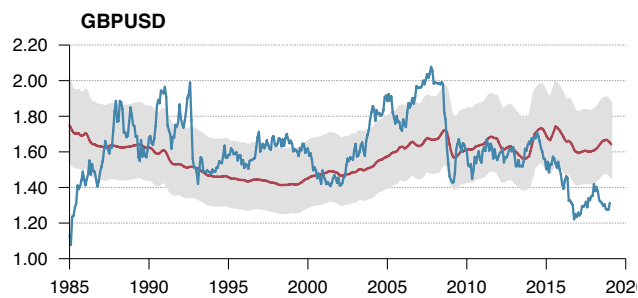
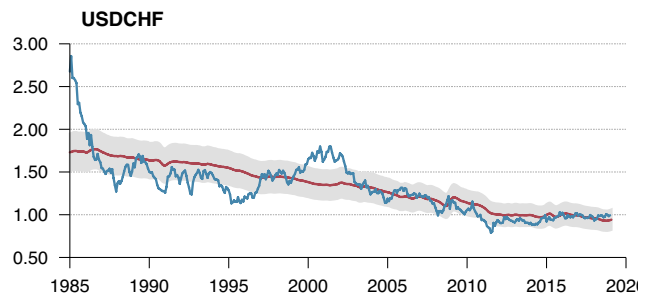
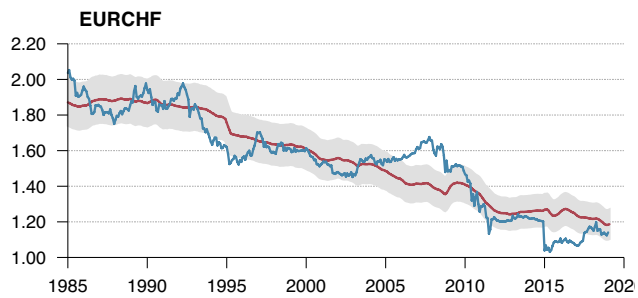
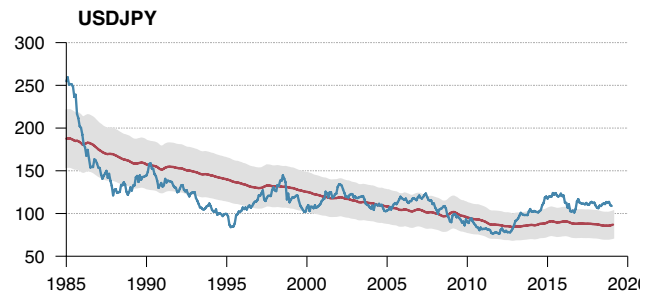
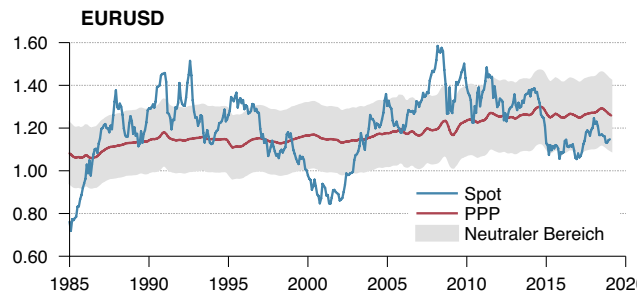
Gemäss unserer PPP-Schätzung ist die Schweizer Valuta damit noch etwa 3 Prozent überwertet. Im vergangenen Monat deutlich an Wert verloren hat der Franken gegenüber dem australischen Dollar, wo ein Minus von über 4.5 Prozent resultierte. Mit rund 4 Prozent spürbare Einbussen musste der Franken auch gegenüber dem britischen Pfund hinnehmen. Zum Dollar und zum Euro resultierte dagegen nur eine kleine Wertminderung. Gegenüber beiden Leitwährungen signalisieren unsere PPP-Schätzungen damit weiterhin einen Franken-Kurs nahe seiner fairen Bewertung.

Performance und Bewertung

	Aktueller Wechselkurs	Performance ¹				Kaufkraftparität ²		
		YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre	PPP	Neutraler Bereich	Abweichung ³
EURUSD	1.128	-1.4	0.0	-7.9	-17.6	1.26	1.09 - 1.42	-10.4
USDJPY	110.4	0.6	-3.1	1.6	7.8	87.0	71.7 - 102.2	26.9
GBPUSD	1.286	1.0	-1.0	-6.8	-22.0	1.64	1.46 - 1.88	-21.7
EURCHF	1.132	0.5	-0.5	-1.7	-7.5	1.19	1.1 - 1.27	-4.6
USDCHF	1.004	1.9	-0.5	6.8	12.2	0.94	0.82 - 1.06	6.5
GBPCHF	1.292	2.9	-1.5	-0.5	-12.4	1.55	1.33 - 1.76	-16.6
CHFJPY	109.9	-1.2	-2.6	-4.9	-3.9	92.3	78 - 106.6	19.1
AUDUSD	0.707	0.4	-2.0	-9.4	-21.8	0.73	0.63 - 0.88	-3.7
USDCAD	1.331	-2.5	0.5	5.5	20.5	1.21	1.11 - 1.31	10.2
USDSEK	9.300	4.9	2.6	15.0	44.7	7.57	6.53 - 8.6	22.9
USD RUB	65.8	-5.1	-3.2	12.9	89.3	46.2	36.8 - 55.5	42.6
USDBRL	3.765	-2.9	-1.0	14.2	56.1	2.95	2.39 - 3.5	27.8
USDCNY	6.780	-1.2	-2.5	7.6	11.9	6.35	6.14 - 6.56	6.8
USDTRY	5.280	-0.7	-4.1	38.0	140.2	3.94	3.57 - 4.3	34.1
USDINR	71.16	1.9	-2.1	10.5	14.3	68.0	63.8 - 72.3	4.6

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

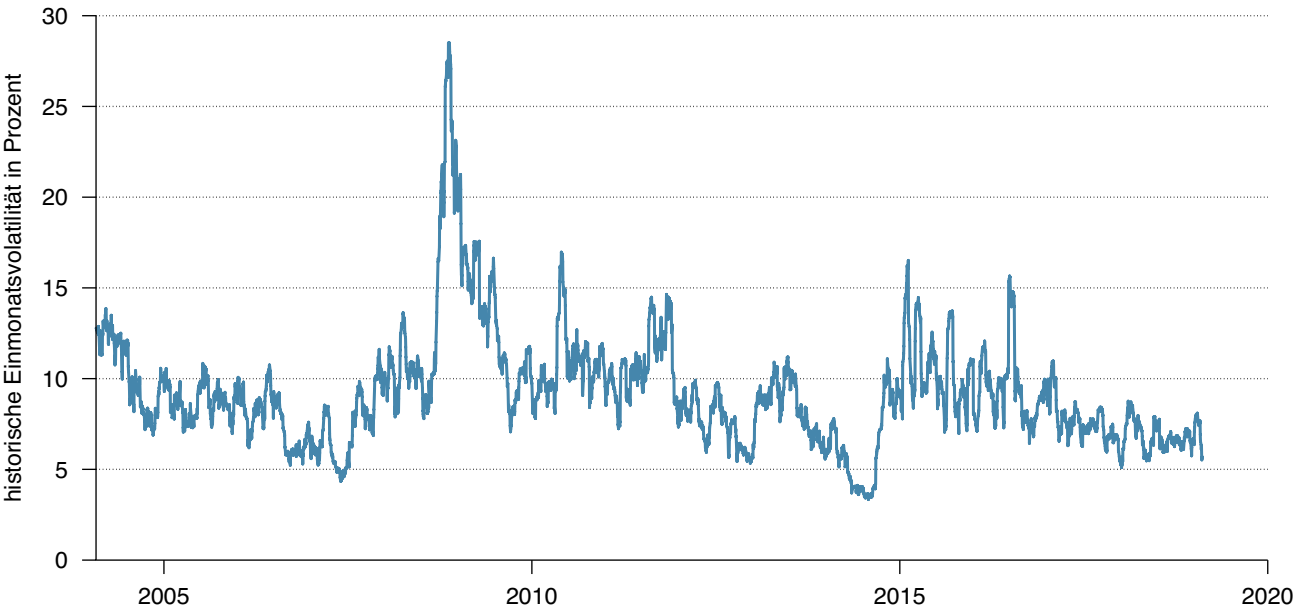
Währungsvolatilität

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	1.128	6.7	6.6	8.4	9.9	6.9	7.3	8.6	10.4
USDJPY	110.4	7.4	6.9	9.1	10.2	6.7	7.9	9.6	11.0
GBPUSD	1.286	9.5	11.7	8.9	9.5	8.1	10.7	9.2	10.1
EURCHF	1.132	4.8	5.0	5.9	6.3	5.1	5.5	6.5	6.9
USDCHF	1.004	6.3	6.1	8.4	9.8	6.2	6.9	8.9	10.4
GBPCHF	1.292	8.9	11.1	9.0	9.7	7.5	10.1	9.4	10.3
CHFJPY	109.9	7.6	6.7	9.0	10.9	6.8	7.5	9.7	11.7
AUDUSD	0.707	9.4	8.8	9.7	11.5	8.6	9.5	10.3	12.2
USDCAD	1.331	6.3	6.6	7.9	9.0	6.9	7.1	8.2	9.6
USDSEK	9.300	8.9	8.2	9.7	11.8	9.3	8.9	10.1	12.2
USDRUB	65.8	11.1	11.3	17.1	14.5	13.1	12.6	17.2	15.4
USDBRL	3.765	13.4	14.0	15.6	15.0	15.1	14.2	15.9	15.7
USDCNY	6.780	3.9	5.4	4.3	3.3	4.2	5.8	5.1	4.5
USDTRY	5.280	18.1	17.1	14.2	13.3	28.1	18.3	15.2	14.5
USDINR	71.16	7.8	7.1	6.9	8.8	6.4	8.2	8.1	9.9

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

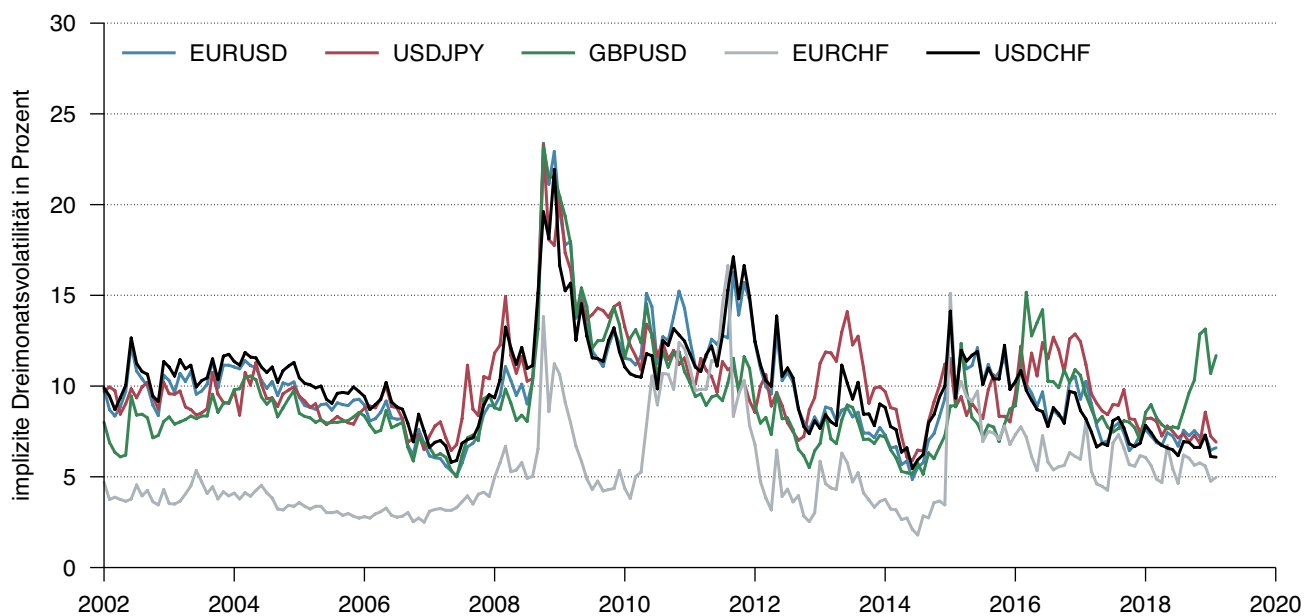
QCAM-Volatilitätsindikator³



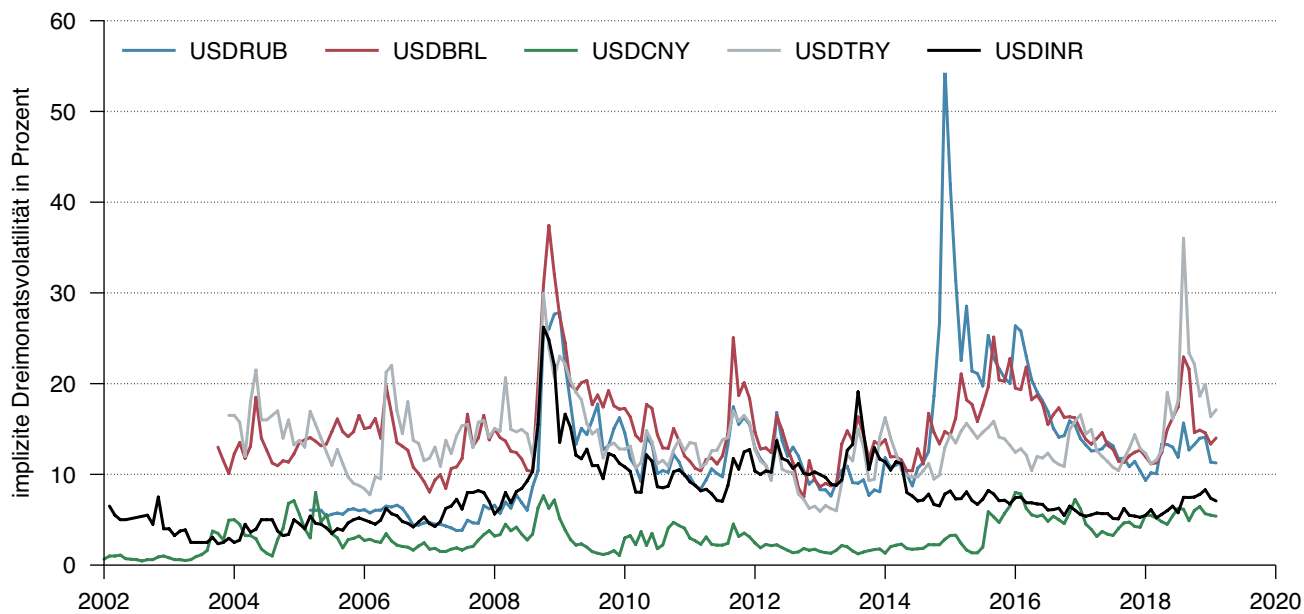
³ Der Volatilitätsindikator von QCAM bildet die Volatilität an den globalen Währungsmärkten ab; für die Berechnung wird die historische Volatilität der wichtigsten Währungspaare verwendet und mithilfe des Handelsvolumens der jeweiligen Währungspaare gewichtet.

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

Volatilität Hauptwährungen



Volatilität Schwellenlandwährungen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

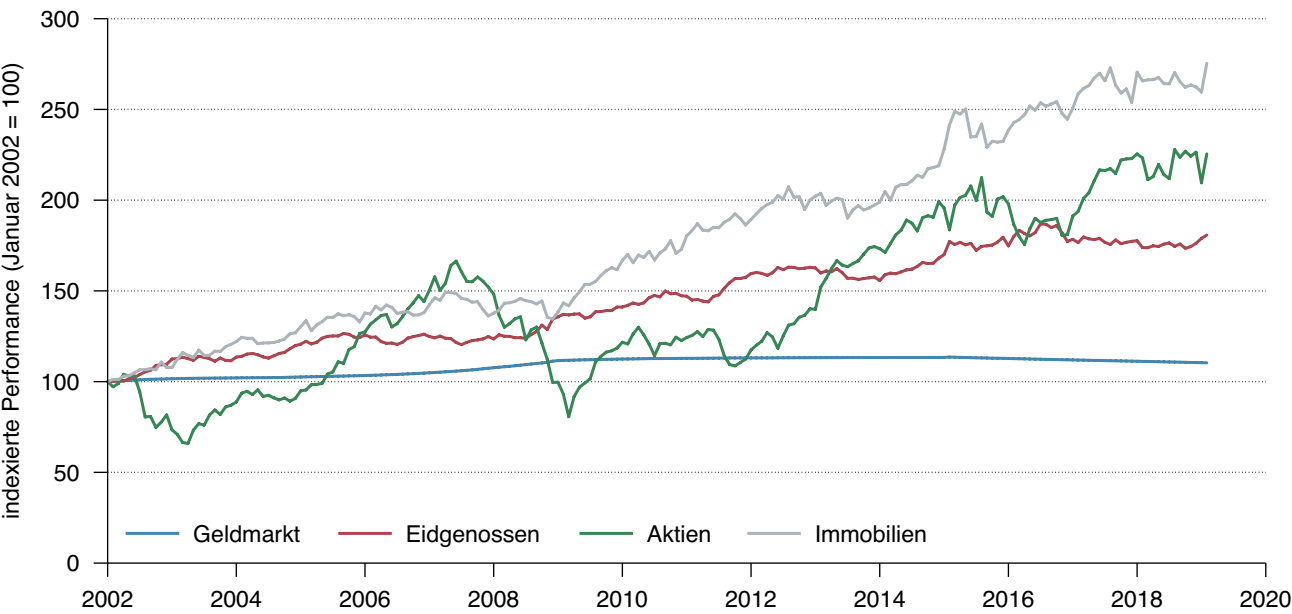
Finanzmarktumfeld

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	-0.1	-0.2	-0.7	-2.6	-0.1	-0.2	-0.7	-2.6
Eidgenossen CHF	1.0	3.7	4.8	14.3	1.0	3.7	4.8	14.3
Unternehmensanleihen CHF	0.8	2.1	2.4	10.6	0.8	2.1	2.4	10.6
Aktien Schweiz (SMI)	7.6	0.6	8.1	27.1	7.6	0.6	8.1	27.1
Aktien Europa (Stoxx600)	7.1	-0.6	1.4	28.3	7.6	-1.1	-0.3	18.6
Aktien UK (Ftse100)	6.0	1.6	4.8	29.3	9.1	0.1	4.3	11.8
Aktien Japan (Topix)	3.0	-5.8	-9.1	40.1	4.3	-3.3	-4.5	45.0
Aktien USA (S&P 500)	8.3	0.1	5.5	65.0	6.3	0.5	-1.2	48.1
Aktien Schwellenländer	7.3	7.7	-6.8	24.5	5.3	8.2	-12.7	11.7
Aktien Welt (MSCI World)	7.5	0.2	1.1	39.8	5.5	0.7	-5.4	25.5
Immobilien Schweiz	6.1	5.2	6.6	35.4	6.1	5.2	6.6	35.4
Immobilien Global	11.0	6.0	14.8	40.4	8.9	6.5	7.5	26.0
Rohstoffe	3.8	-3.4	-7.0	-38.4	1.9	-2.9	-12.9	-44.7
Rohöl (Brent)	15.5	-8.2	-3.2	-43.7	13.4	-7.8	-9.4	-49.4
Gold	2.2	8.7	-0.3	1.3	0.3	9.2	-6.6	-9.1

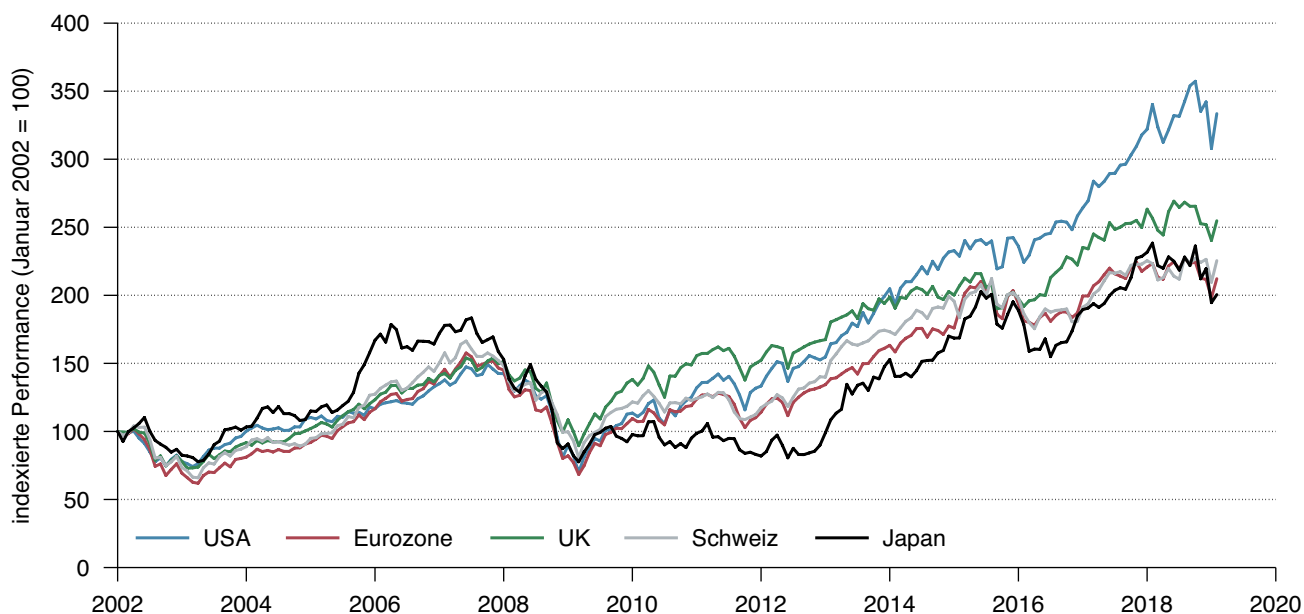
¹ Performance in Prozent für den jeweiligen Zeitraum.

Performance Schweizer Finanzanlagen

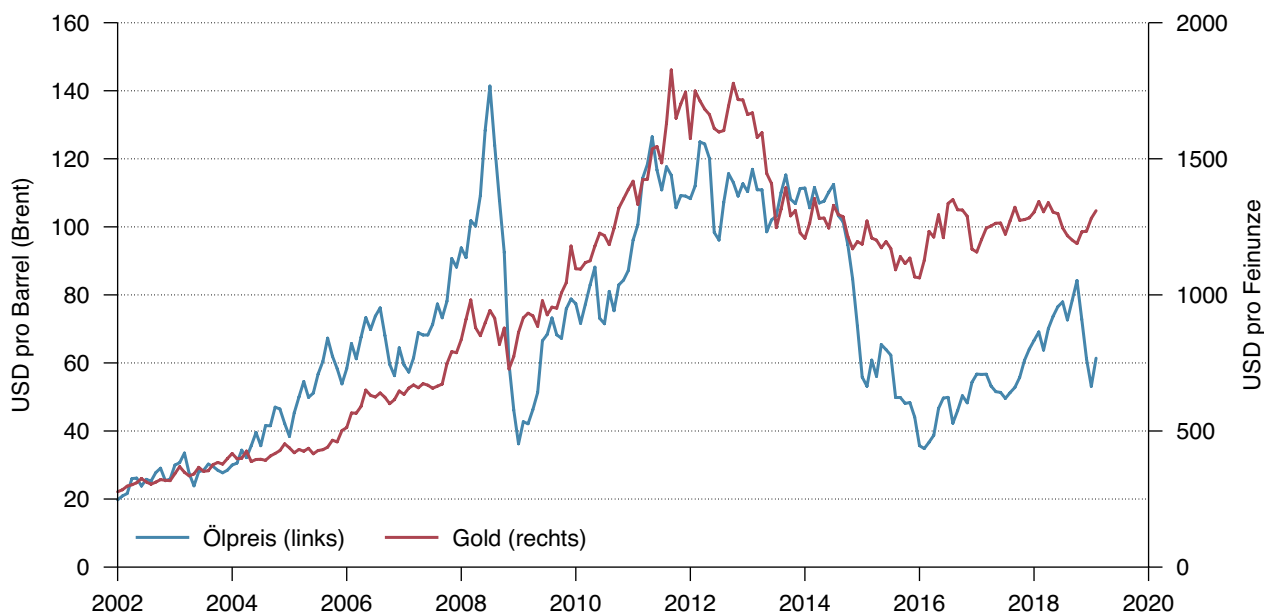


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Performance ausgewählter Aktienmärkte (in Lokalwährung)



Performance ausgewählter Rohstoffpreise



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Die Zahl des Monats

48.3 Punkte

Der PMI der verarbeitenden Industrie in China fiel im Januar nach 49.7 auf 48.3 Punkte zurück. Damit weist er nun zu Beginn von 2019 eindeutig auf eine schrumpfende Industriekonjunktur hin, was die chinesische Wirtschaft auch dieses Jahr weiter abkühlen lassen sollte. Die chinesische Regierung versucht dieser Verlangsamung entgegenzuwirken. Ob sie dies aber im gewünschten Ausmass erreichen wird, bleibt fraglich.

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.

