

JANUAR 2019

FX MONTHLY

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

Seite 1 QCAM Insight

Kann der Euro
nochmal glänzen?

Seite 3 Die Makroperspektive

Wissen die Märkte mehr
als die Ökonomen?

Seite 5 Was die Währungsmärkte bewegt

Die fundamentale
Stärke des Yen



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: 14. Januar 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

QCAM Insight

Kann der Euro nochmal glänzen?



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

Wird der EUR nochmal steigen wie in 2017? Vielleicht, aber nicht weil der USD schwächelt. Wahrscheinlicher ist eine Seitwärtsbewegung. Aufgrund der Unsicherheiten ist es besser, auf klare Signale zu warten und nicht auf eine Meinung zu setzen.

Die Meinungen zum EUR sind geteilt. Insgesamt scheint es aber mehr Optimisten als Pessimisten zu geben. Grob vereinfacht basiert der optimistische EUR-Ausblick auf drei Säulen: Vorteilhafte Bewertungen und Marktpositionen, eine starke Leistungsbilanz und nachlassende konjunkturelle und geldpolitische Unterstützung für den USD.

Diese Argumente sind nicht falsch, aber reichen sie für eine EUR-Rallye? Der EUR erscheint unterbewertet (siehe Seite 15) und der Markt ist lang USD und etwas kurz EUR. Bewertungen und Positionen sind aber wohl nicht ausreichend extrem, um von selbst eine Kursänderung zu

bewirken. Günstige Bewertungen und Positionen helfen, wenn andere Faktoren eine Bewegung auslösen.

Die Leistungsbilanz ist ohne Zweifel eine grosse Stütze für den EUR, besonders gegen den USD. Der EUR-Leistungsbilanzüberschuss wächst aber nicht mehr und ist zuletzt sogar etwas geschrumpft, dank des globalen Handelskonflikts und der Probleme im Automobilssektor. Der Überschuss wird wahrscheinlich nicht immer weiter schrumpfen, aber die Spitze liegt eher hinter uns. Ausserdem verpufft der positive Effekt des Überschusses schnell, wenn mehr Kapital die Eurozone verlässt, als Geld über die Leistungsbilanz reinkommt.

Schlechte USD-Nachrichten helfen dem EUR nicht unbedingt

Viele glauben, dass der EUR weniger Kapital verlieren wird, da der USD durch die Abkühlung der Wirtschaft und das Nachgeben der *Fed* unattraktiver wird. Ja, die US-Konjunktur lässt nach, aber von einem hohen Niveau und eine Rezession steht nicht direkt vor der Tür. Der Markt hat seine Erwartungen jedoch schnell geändert und erwartet 2019 nun keine Zinserhöhungen, statt mindestens 50 Basispunkte wie noch vor zwei Monaten. In 2020 sieht er sogar eine leichte Zinssenkung.

Die abrupte Änderung der Konjunktur- und Zinserwartungen plus dem Haushaltskonflikt und die Schliessung des Staatsdienstes haben dem USD klar geschadet, aber der EUR hat wenig davon profitiert. Seit Ende November hat der EUR gegenüber dem USD knapp 2 Prozent gewonnen, der JPY dagegen mehr als 5 Prozent. Der EUR hat seine Position als sicherer Hafen nicht zurück-

gewonnen und leidet weiterhin an seinen eigenen Problemen.

Erstens schwächeln die Produktions- und Konsumzahlen sowie die Geschäftsumfragen in der Eurozone. Zweitens hat der Markt seine Zinserwartungen für die Eurozone ebenfalls zurückgeschraubt und erwartet nun keine Anhebung in 2019 und möglicherweise auch 2020. Drittens hat Europa ungelöste Dauerprobleme. Die Wahrscheinlichkeit von einem *Brexit* ohne "Deal" ist 50/50. Das italienische Haushaltsfiasko wurde unter den Teppich gekehrt, wird aber wieder hochkommen, sobald klar wird, dass das Defizit grösser ist als mit der EU vereinbart. Die anhaltenden Proteste in Frankreich und die verzagende Reaktion der Regierung zeigen, dass auch Macrons Reformen zu versanden drohen.

Der EUR braucht gute Nachrichten um zu glänzen

Schlechte Nachrichten für den USD mögen dem EUR etwas helfen, aber das hält nicht lange an. Um richtig zu

glänzen, braucht der EUR gute Nachrichten wie in 2017. Damals waren es die überraschend positive Konjunktur-entwicklung und der günstige Ausgang der französischen Wahlen, die dem EUR Schwung gegeben haben. Man sollte positive Entwicklungen nicht ausschliessen, aber sie erscheinen im derzeitigen politischen und wirtschaftlichen Umfeld in der Eurozone nicht sehr wahrscheinlich.

Vor diesem Hintergrund halten wir eine Seitwärtsbewegung von EURUSD zwischen 1.12 und 1.17 für die wahrscheinlichste Entwicklung. Es gibt Risiken auf beiden Seiten, aber wir warten lieber auf klare Signale bevor wir uns für eine Richtung entscheiden. Um wieder auf den EUR zu setzen, wollen wir einen Konjunkturaufschwung sehen, besonders in den Geschäftsumfragen, und politische Änderungen, die mehr strukturelle Reformen und Integration in der Eurozone versprechen.

Leistungsbilanzen der USA und Eurozone



Quelle: St. Louis Fed, EZB, QCAM Currency Asset Management

Die Makroperspektive

Wissen die Märkte mehr als die Ökonomen?

Die Märkte sind verunsichert über den weiteren Konjunkturverlauf. Befürchtungen, dass die nächste Rezession in den USA bald anstehen könnte, sorgen für Kursabschläge. Ökonomen blieben bis jetzt zuversichtlich. Schlägt die Unsicherheit an den Märkten nun aber auf die Realwirtschaft um? Vorerst kann immer noch Entwarnung gegeben werden.

Wer hat recht – die Ökonomen oder die Märkte? Die Ökonomen zeigten sich bisher zuversichtlich, was die konjunkturelle Entwicklung der nächsten Quartale angeht – trotz des Wissens darum, dass der Konjunkturzyklus in den USA bereits alt ist. Die Märkte hingegen haben in den letzten Monaten Rezessionserwartungen immer stärker eingepreist.

Konjunkturell läuft es den USA gemäss den verfügbaren Daten und vorlaufenden Indikatoren eigentlich immer noch sehr gut. Der Arbeitsmarkt befindet sich in ausgezeichneter Verfassung. Obwohl die Arbeitslosigkeit auf Tiefstständen liegt, werden weiterhin sehr zahlreich neue Jobs geschaffen. Mehr und mehr zeigt sich diese Entwicklung auch in steigenden Löhnen. Das Lohnwachstum wies zum Ende des Jahres den höchsten Wert seit 2009 auf. Die fallenden Ölpreise sorgen dafür, dass den Arbeitnehmern noch mehr vom Lohnwachstum bleibt. Dementsprechend optimistisch bleiben die Konsumenten. Wer ein Haus kaufen oder bauen will, profitiert zusätzlich davon, dass die im zurückliegenden Jahr lange noch deutlich gestiegenen Hypothekarzinsen unterdessen wieder etwas gefallen sind.

Kratzer im konjunkturellen Ausblick

Unternehmensseitig sind aber auch in den USA erste Kratzer am positiven Konjunkturbild zu beobachten. Die Investitionen hatten bereits im dritten Quartal enttäuscht und widerspiegeln nicht die aussergewöhnlich positive Stimmung der Unternehmen und die dank der Steuerreform satten Gewinne. Eine gewisse Vorsicht war also bereits damals zu konstatieren. Zu Jahresende hat sich nun auch die Stimmung etwas verschlechtert.

Lassen sich die Unternehmen von der schlechten Stimmung an den Finanzmärkten anstecken und stellen sich somit die Rezessionserwartungen an den Märkten als selbsterfüllende Prophezeiung heraus? Ausgeschlossen werden kann dies nicht. Die vorletzte Rezession in den USA im Jahr 2001 wurde durch das Platzen der Dotcom-Blase im Vorjahr mitverursacht. Aus ökonomischer Sicht gibt es zum heutigen Zeitpunkt aber gute Gründe, die gegen eine ähnliche Entwicklung sprechen.

Die aktuelle Situation ist nicht mit 2001 vergleichbar

Erstens hat der Einbruch an den Aktienmärkten bis jetzt noch nicht Ausmasse angenommen, aufgrund derer relevante Vermögenseffekte zu erwarten wären. Zweitens haben sich die Stimmungswerte von aussergewöhnlich hohen Niveaus reduziert. Die Abbildung zeigt, dass das Konjunkturklima in den meisten Industrieländern sich immer noch auf Niveaus befindet, die auf Wachstum über Trend hindeuten. Die aktuelle Lage unterscheidet sich damit auch von derjenigen zu Beginn des Jahrtausends. Die Stimmung der Unternehmen sank damals bereits erheblich, bevor die Aktienmärkte die grössten Verluste zu ver-

zeichnen hatten. Auch der Arbeitsmarkt entwickelte sich bereits im Jahr 2000, also ein Jahr vor Ausbruch der Rezession im März 2001, eher schwach.

Drittens können sich die Finanzmärkte irren. Nicht umsonst wurde der Spruch von Paul Samuelson, Träger des Nobelpreises für Wirtschaftswissenschaften, berühmt, dass der Aktienmarkt neun der letzten fünf Rezessionen vorhergesagt hat. Bekanntes Beispiel ist der Aktieneinbruch von 1987, auf den keine Rezession folgte.

Die Ökonomen tun also gut daran, auf das zu vertrauen, was man in den Daten sehen kann. Die konjunkturellen Frühindikatoren deuten immer noch auf robustes Wachstum hin. Gleichzeitig ist aber mit den Finanzmärkten übereinzustimmen, dass Risiken für einen Ausbruch einer Rezession in der mittleren Frist vorhanden sind – der genaue Zeitpunkt kann aber noch nicht bestimmt werden.

Die Rezession von 2001 blieb lange unentdeckt

Nicht nur die Finanzmärkte, sondern auch die Ökonomen können sich natürlich aber irren. Im November 2000 hat

in den USA nur etwa ein Fünftel der *Blue Chip Forecasters* einen Rezessionsbeginn in den nächsten 12 Monaten vorhergesagt. Auch als die Rezession bereits begonnen hatte, blieb dies im Dunkeln. Noch am 10. September 2001 war nur eine kleine Minderheit (13 Prozent) der Meinung, dass die USA in einer Rezession sei. Dies lag auch daran, dass die ersten offiziellen Schätzungen des Wirtschaftswachstums weit daneben lagen. Anstatt eines annualisierten Wachstums von 2 Prozent, wie es die erste Schätzung vermeldete, zeigten die im Jahr 2002 revidierten Zahlen ein Wachstum von -0.7 Prozent für das erste Quartal 2001 an.

Eigentlich hätten die schlechtere Unternehmensstimmung und der sich stark abschwächende Arbeitsmarkt aber bereits im Jahr 2000 auch aus ökonomischer Sicht brauchbare Hinweise auf die kommende Rezession gegeben. Solche Hinweise sind in der heutigen Situation noch nicht vorhanden.

Globales Konjunkturklima trotz jüngster Abschwächung über Trend



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Was die Währungsmärkte bewegt

Die fundamentale Stärke des Yen

Der Wertsprung des japanischen Yen am ersten Handelstag 2019 hat deutlich an das Argument erinnert, das wir hier schon mehrfach angeführt haben: Letztendlich zählen die Fundamentaldaten. Wir sind der Meinung, dass der Yen gegenüber einer Reihe von Währungen wie dem US-Dollar, dem Euro und dem Schweizer Franken weiterhin günstig ist.

Der japanische Yen stand Ende 2018 bei 109.6 Yen pro US-Dollar. In den frühen Handelsstunden des 2. Januar 2019 gewann die Währung um 4.3 Prozent an Wert und stieg auf 104.8 USDJPY – eine für eine G7-Währung ungewöhnlich schnelle Bewegung. Dies wurde von einigen Marktbeobachtern umgehend als «Flash-Crash» bezeichnet, dabei wäre «Yen-Sprung» wohl ein treffenderer Begriff gewesen.

Obwohl wir nicht vorhersagen können, wie sich ein Währungsspaar an einem bestimmten Tag entwickeln wird, geben uns eine Reihe von Daten Auskunft über sein fundamentales Gleichgewicht. Dieses sollten wir berücksichtigen, wenn wir den Spotpreis beurteilen möchten. Und diese Daten zeigen uns, dass der Yen im Vergleich zum US-Dollar schon lange günstig war und es auch immer noch ist.

Was die ausländischen Investitionen uns sagen

Wie in der Grafik zu sehen ist, befindet sich der Yen in einem langfristigen Aufwertungsstrend gegenüber dem US-Dollar und hat sich von rund 250 im Jahr 1985 auf 110 gegen Ende 2018 hochgekämpft. Dazwischen erreichte der Yen 2011 – nach der Atomkatastrophe von Fukushima – mit 75 sein Allzeithoch. Der Grund, warum die ja-

panische Währung nach der innenpolitischen Katastrophe trotzdem aufwerten konnte, liegt in Japans Nettoauslandsinvestitionsposition. Das Land verfügt über ein Auslandsvermögen von 174 Prozent des BIP und über Auslandsverbindlichkeiten von 112 Prozent, sodass es über eine sehr starke Nettoauslandsinvestitionsposition von insgesamt 62 Prozent des BIP verfügt. Wenn es im Inland mal schief geht und Geld dringend benötigt wird, gibt es viele ausländische Vermögenswerte, die leicht verkauft werden können. Wenn beispielsweise japanische Versicherer einen Teil ihrer US-Wertpapiere verkaufen, führt das letztendlich dazu, dass netto Dollar in Yen umgewandelt werden würden, um das Geld nach Japan zu bringen.

Eine der Hauptgründe für Japans Fähigkeit, ausländische Vermögenswerte zu kaufen, ist die sehr gesunde Leistungsbilanz. Tatsächlich ist der Leistungsbilanzsaldo so stark, dass Japan auf der Beobachtungsliste des US-Finanzministeriums erscheint, auf der Länder als potenzielle «Währungsmanipulatoren» identifiziert werden. In den letzten drei Jahren lag der Leistungsbilanzüberschuss Japans durchschnittlich bei fast 4 Prozent des BIP. Das ist in der Tat eine sehr grosse Zahl, die etwa 180 Milliarden Dollar oder 15 Milliarden Dollar pro Monat entspricht.

Die PPP begünstigt den Yen

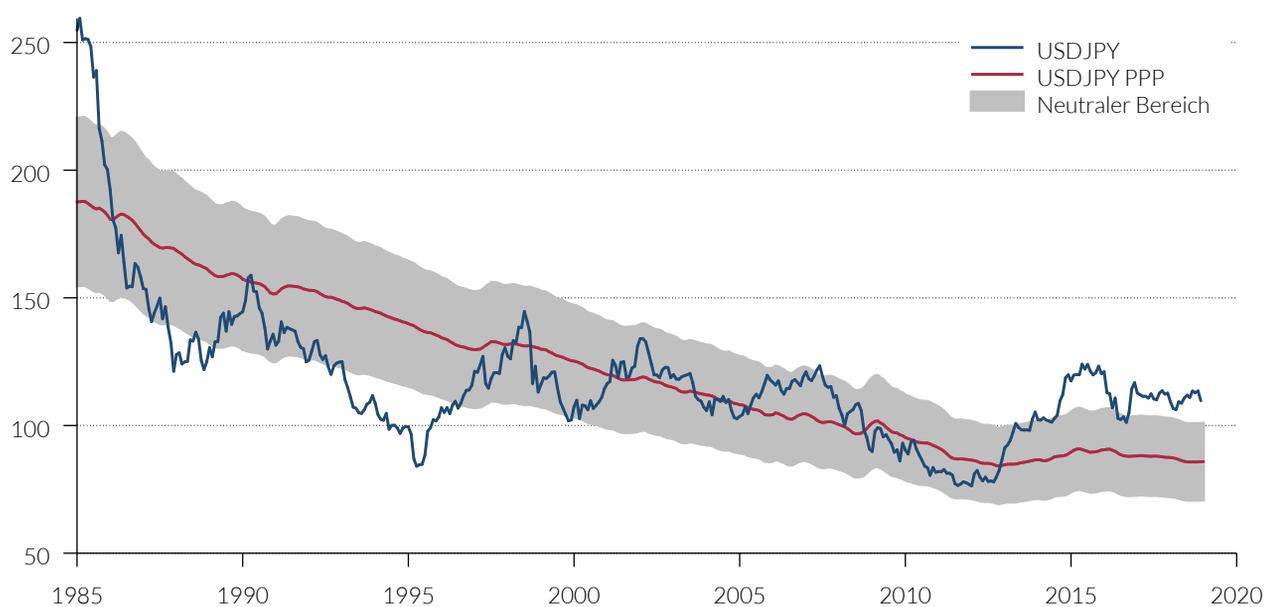
Die Kaufkraftparitätslinie in der Grafik (PPP) zeigt deutlich, dass der Kassakurs eines Tages wieder zu seinem fundamentalen Wert zurückkehrt. Die PPP des Yen gegenüber dem US-Dollar hat sich von 209 im Januar 1980 auf 86 im Dezember 2018 erhöht. Wir schätzen, dass die obe-

ren und unteren Grenzen der neutralen PPP-Bandbreite des Yen bei 100 resp. 70 USDJPY liegen. Das heisst, dass wenn der Yen auf 100 oder sogar 86 steigen würde, er gemäss PPP wieder fair bewertet wäre. Erst ein Kurs unter 70 würde den Yen teuer machen. Diese Zahlen zeigen das Aufwertungspotenzial des USDJPY.

Die Entwicklung der Kaufkraftparität reflektiert im Wesentlichen die Inflationsdifferenz der Produzentenpreise. So gemessen hatte Japan gegenüber den USA auch 2018 die Nase vorn. Obwohl die Grafik keine Nahaufnahme der jüngsten Entwicklungen darstellt, zeigen unsere Berechnungen, dass sich die PPP von USDJPY in den letzten Jahren weiter zugunsten des Yen entwickelt hat: 90.5 im Januar 2016, 88 im Januar 2017, 87.5 im Januar 2018 und heute schätzen wir sie auf 85.8. Damit begünstigen selbst die jüngsten PPP-Entwicklungen weiterhin den Yen. Die Tatsache, dass die *Bank of Japan* im Gegensatz zur *Fed* darum kämpft, ihr Inflationsziel von 2 Prozent zu erreichen, wird dem PPP-Wert des Yens gegenüber dem Dollar weiter Auftrieb verleihen.

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass die Fundamentaldaten in Richtung eines sich deutlich aufwertenden japanischen Yen zeigen. Natürlich heisst das nicht, dass der Yen von heute auf morgen auf seine PPP springt. Aber es erklärt, warum wir von schwachen Handelstagen wie dem 2. Januar nicht überrascht sein sollten. Der Yen hat durchaus das Potenzial, noch stärker zu werden.

USDJPY und seine langfristige Entwicklung



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Konjunkturklima

Die globalen Konjunkturaussichten präsentieren sich zu Beginn des neuen Jahres ungewisser als auch schon. Für Unsicherheit bei der konjunkturellen Grosswetterlage sorgt unter anderem China. Bereits seit Monaten kommen aus der chinesischen Industrie schwache Signale. Aktuell schwierig dürfte sich die Situation besonders für jene Industrieunternehmen gestalten, die von der guten Exportentwicklung im Herbst nicht profitieren konnten und zugleich die mittlerweile geringere Kreditverfügbarkeit zu spüren bekommen. Nebst der Industrie suggerieren aber auch die Daten auf Konsumentenseite wenig Dynamik. Beispielsweise verzeich-

neten die Autoverkäufe im Dezember bereits zum fünften Monat in Folge negatives Wachstum.

Keine Trendwende ist bei der Eurozone zu beobachten. Nachdem sich der Negativtrend bei den Stimungsdaten im November kurzzeitig abgeschwächt hatte, verloren die Frühwarnindikatoren zu Jahresende wieder stärker an Boden. Wenngleich akute konjunkturelle Alarmzeichen für Europa ausbleiben, bereitet uns insbesondere Deutschland aktuell etwas Sorge. Gemäss jüngsten Zahlen zur Industrie scheint die Erholung in der deutschen Autoindustrie kleiner ausgefallen zu sein als erwartet.

Überblick

	Trend- wachstum ¹	Reales BIP-Wachstum ²				W&P-Konjunkturklimaindikatoren ³			
		Q1/2018	Q2/2018	Q3/2018	Q4/2018	9/2018	10/2018	11/2018	12/2018
USA	1.7	2.6	2.9	3.0	-	4.3	3.9	4.0	3.1
Eurozone	1.0	2.4	2.2	1.6	-	2.9	2.7	2.7	2.4
Deutschland	1.4	2.0	2.0	1.2	-	3.5	3.3	3.4	3.0
Frankreich	0.7	2.2	1.7	1.4	-	2.0	1.8	1.8	1.6
Italien	0.2	1.4	1.2	0.7	-	1.5	1.4	1.2	1.0
Spanien	1.6	2.8	2.5	2.4	-	2.4	2.7	2.6	2.2
Grossbritannien	1.8	1.3	1.4	1.5	-	2.6	2.7	2.3	2.3
Schweiz	1.5	2.9	3.5	2.4	-	2.6	2.3	2.5	2.3
Japan	0.4	1.2	1.4	0.1	-	2.6	2.5	2.5	2.5
Kanada	1.6	2.3	1.9	2.1	-	1.7	1.8	1.8	0.6
Australien	2.4	3.0	3.1	2.8	-	3.0	3.1	3.0	2.9
Brasilien	1.4	1.3	0.9	1.3	-	0.2	2.7	2.8	-
Russland	0.1	1.3	1.9	1.5	-	0.0	1.2	2.4	1.6
Indien	7.7	7.7	8.2	7.1	-	6.7	6.8	6.8	6.7
China	7.4	6.8	6.7	6.5	-	6.4	6.5	6.5	6.2
Industrienationen⁴	1.4	2.3	2.4	2.1	-	3.7	3.5	3.5	2.9
Schwellenländer⁴	6.0	5.6	5.6	5.2	-	4.6	4.7	4.9	4.7
Welt⁴	3.5	4.0	4.1	3.7	-	4.2	4.1	4.3	3.8

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

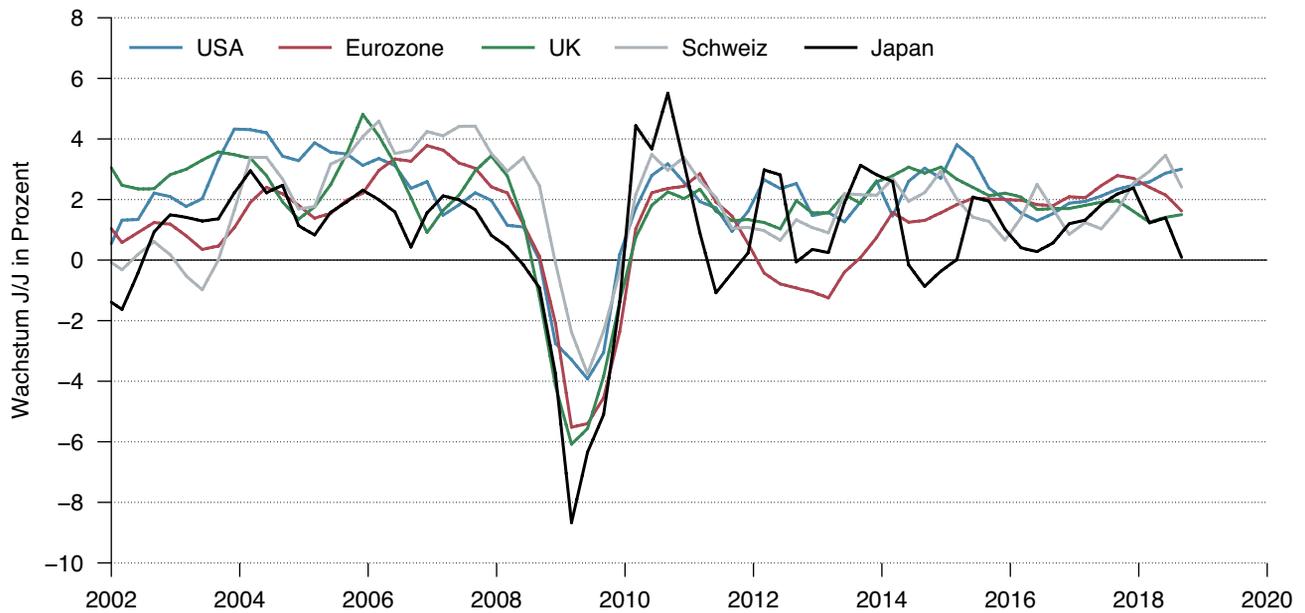
² Veränderung des realen BIP gegenüber dem Vorjahresquartal in Prozent.

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

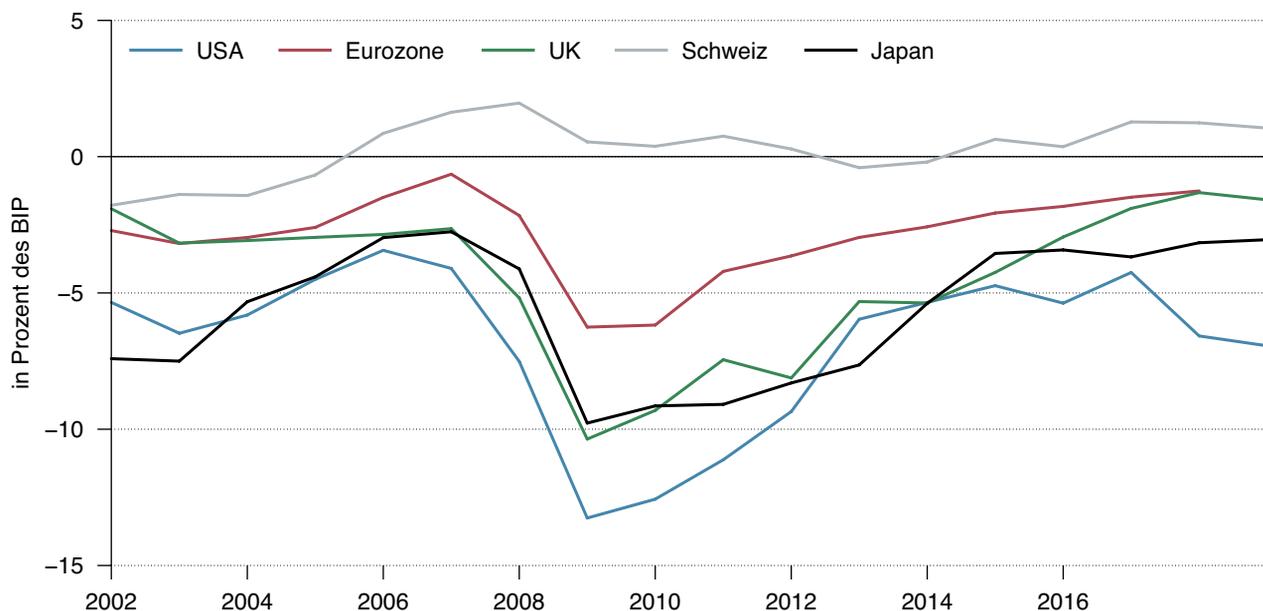
Wirtschaftsindikatoren

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	3.9
Eurozone	16.1	15.9	3.8	-	109.2	-	-1.8	-	10.4	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	11.9	10.3
Spanien	1.7	1.7	1.5	1.0	116.1	113.1	-4.3	-1.8	20.8	14.7
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	2.7
Japan	6.1	5.9	3.0	2.6	221.6	227.9	-3.8	-3.0	3.2	2.5
Kanada	2.1	2.1	-3.0	-2.5	88.7	84.7	-0.7	-1.1	6.6	5.6
Australien	1.7	1.7	-3.3	-3.1	38.8	40.7	-2.3	-1.1	5.9	5.1
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	9.8	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	5.4	4.8

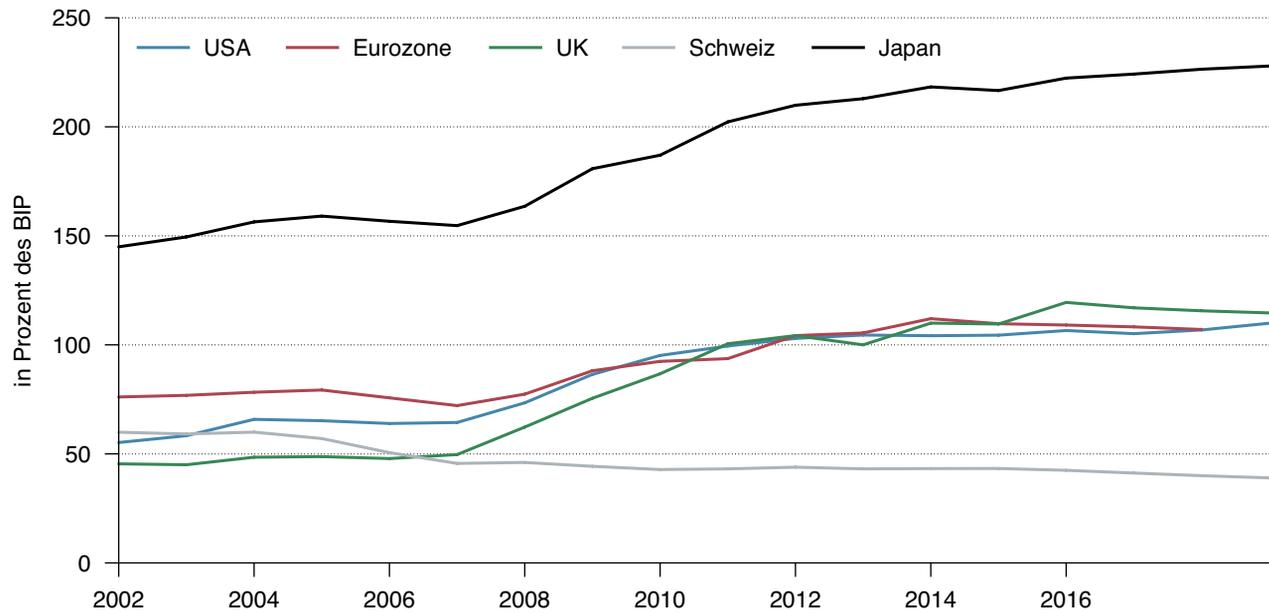
¹ In Prozent; Berechnung anhand von Marktwechsellkursen. ² In Prozent vom nominalen BIP. ³ In Prozent.

Budgetdefizit Industrienationen

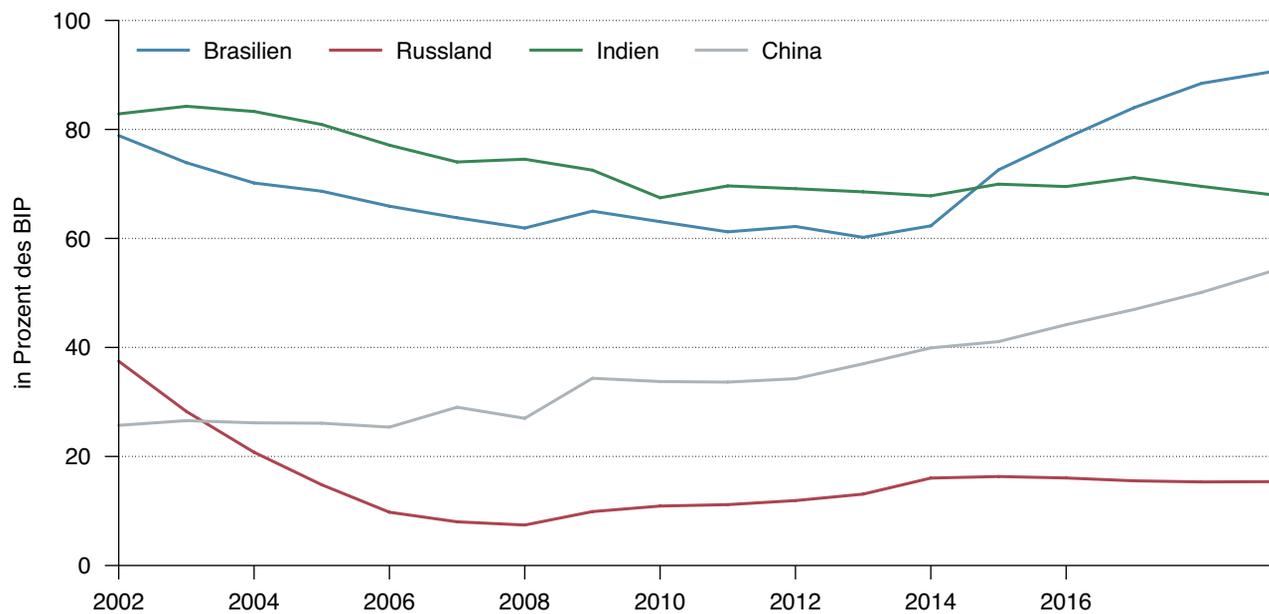


Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Staatsverschuldung Industrienationen



Staatsverschuldung Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Inflation

In der Eurozone hat sich die Teuerung zu Ende des Jahres weiter abgeschwächt. Im Dezember legten die Verbraucherpreise noch um 1.6 Prozent im Vorjahresvergleich zu. Seit mehreren Monaten drücken die auslaufenden Basiseffekte aus den Energiepreisen die europäische Inflation nach unten. Im Dezember verteuerte sich die Sparte Energie nur noch um 5.5 Prozent. Im Vormonat waren es immerhin noch 9.1 Prozent. Die schwächere Teuerungsdynamik lässt Raum zur Spekulation, ob sich die europäische Zentralbank (EZB) im laufenden Jahr überhaupt noch zu einer Zinsanhebung durchringen wird. Klar ist, dass den Währungshütern die

geldpolitische Wende mit anhaltend schwachem Preisdruck im Rücken bedeutend schwerer fallen würde.

Weiteres Zuwarten seitens der EZB erhöht die Chancen, dass die Schweizerische Nationalbank (SNB) die geldpolitische Normalisierung vor derjenigen ihres europäischen Pendanten beginnen wird. Die SNB wird vorderhand aber weiterhin darauf verweisen, dass sie inflationsseitig nicht unter Druck steht, die Zinswende zu wagen. Im Dezember reduzierte sich die Teuerung auf 0.7 Prozent. Die Kerninflationsrate bleibt mit 0.3 Prozent im Jahresvergleich ebenfalls weiterhin tief.

Überblick

	Ø 10 Jahre ¹	Inflation ²				Kerninflation ³			
		9/2018	10/2018	11/2018	12/2018	9/2018	10/2018	11/2018	12/2018
USA	1.6	2.3	2.5	2.2	1.9	2.2	2.1	2.2	2.2
Eurozone	1.2	2.1	2.2	2.0	1.6	0.9	1.1	1.0	1.0
Deutschland	1.2	2.3	2.5	2.3	1.7	1.6	1.8	1.5	-
Frankreich	1.0	2.2	2.2	1.9	1.6	-	-	-	-
Italien	1.2	1.4	1.6	1.6	1.1	0.7	0.7	0.7	0.6
Spanien	1.1	2.3	2.3	1.7	1.2	0.8	1.0	0.9	0.9
Grossbritannien	2.3	2.4	2.4	2.3	-	1.9	1.9	1.8	-
Schweiz	-0.1	1.0	1.1	0.9	0.7	0.4	0.4	0.2	0.3
Japan	0.3	1.2	1.4	0.9	-	0.3	0.4	0.3	-
Kanada	1.6	2.2	2.4	1.7	-	1.5	1.6	1.5	-
Australien	2.2	1.9	-	-	-	1.2	-	-	-
Brasilien	5.9	4.5	4.6	4.1	3.8	3.8	3.6	3.2	-
Russland	7.6	3.4	3.5	3.8	4.2	2.8	3.1	3.4	3.7
Indien	7.3	3.7	3.4	2.3	2.2	-	-	-	-
China	2.2	2.5	2.5	2.2	1.5	1.7	1.8	1.8	1.8
Industrienationen⁴	1.4	2.1	2.2	1.9	1.7	1.5	1.5	1.5	1.5
Schwellenländer⁴	4.4	3.0	3.0	2.5	2.3	2.1	2.1	2.1	2.2
Welt⁴	2.7	2.6	2.6	2.2	2.0	1.5	1.6	1.6	1.6

¹ Durchschnittliche Jahresteuierung der Konsumentenpreise in Prozent.

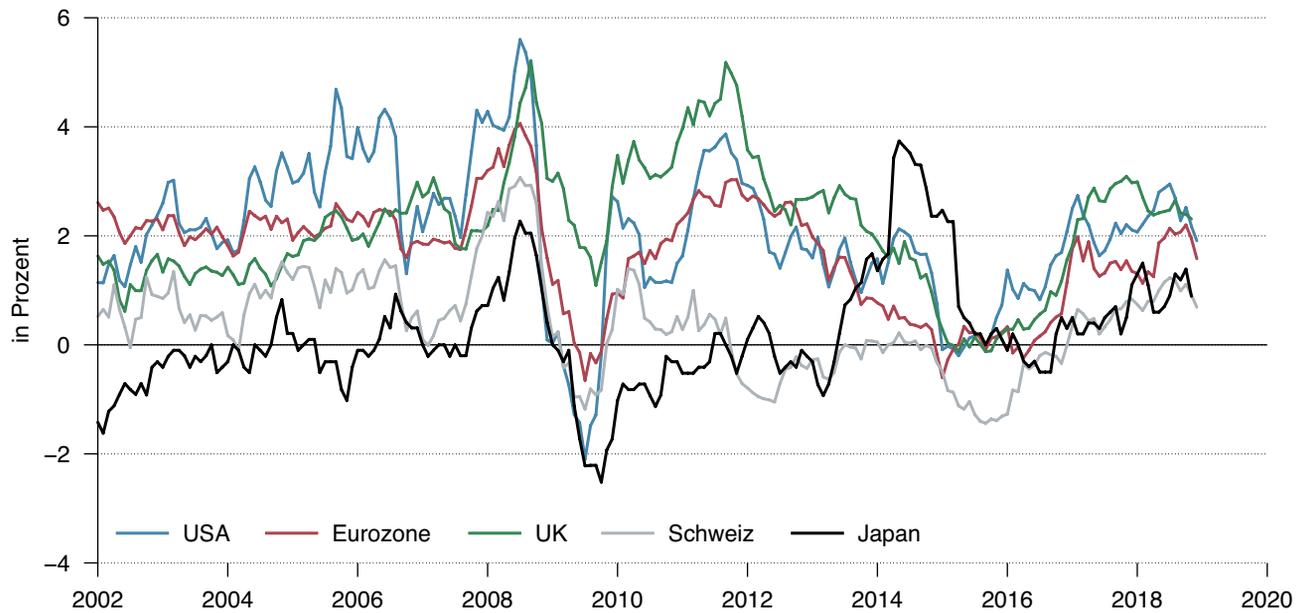
² Veränderung der Konsumentenpreise gegenüber dem Vorjahresmonat in Prozent.

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

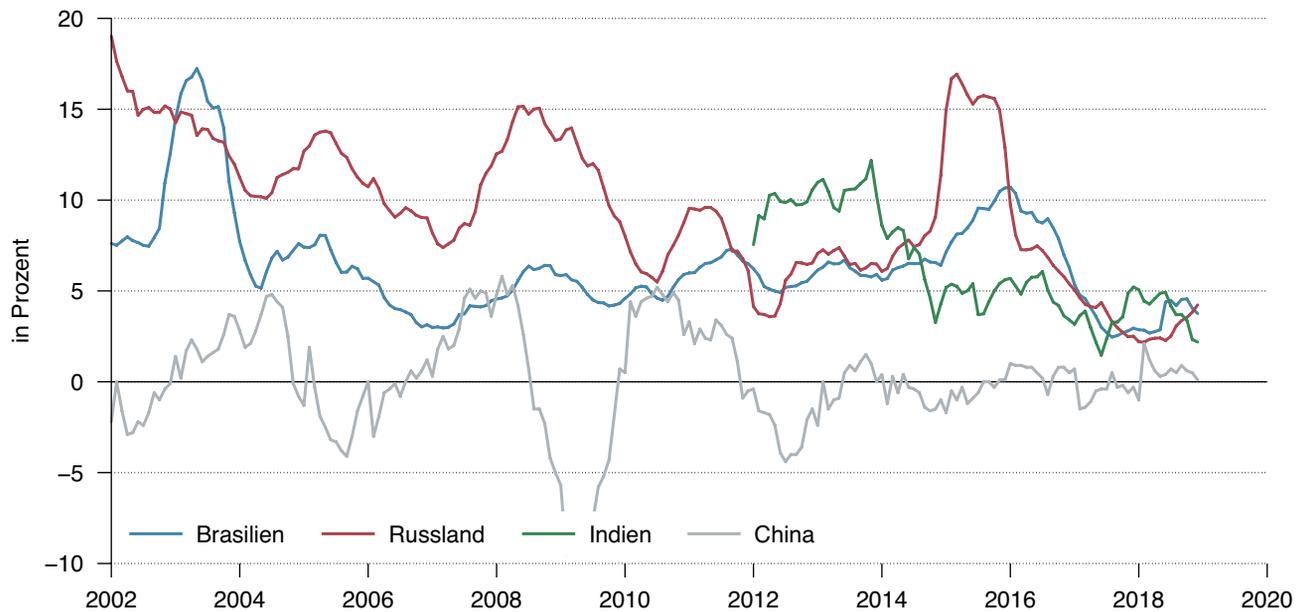
⁴ Die Aggregate werden anhand von nominalen BIP-Gewichten und Kaufkraftparitätskursen geschätzt.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Konsumentenpreisinfation Industrienationen



Konsumentenpreisinfation Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

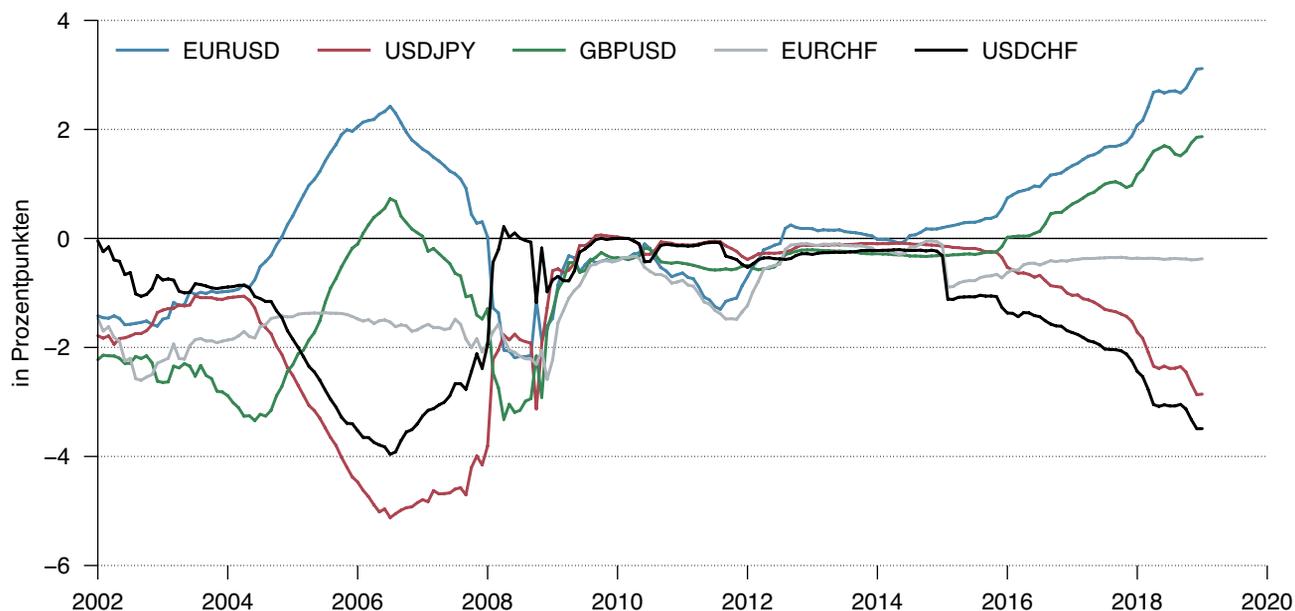
Zinsumfeld

Zinsdifferenz im Vergleich

	Aktueller Wechselkurs	Zinsdifferenz 3 Monate ¹				Zinsdifferenz 12 Monate ¹			
		Aktuell	vor 1 Jahr	Ø 5 Jahre	Ø 10 Jahre	Aktuell	vor 1 Jahr	Ø 5 Jahre	Ø 10 Jahre
EURUSD	1.147	3.14	2.12	1.16	0.41	3.16	2.45	1.46	0.59
USDJPY	108.3	-2.86	-1.76	-0.96	-0.56	-2.91	-2.07	-1.29	-0.84
GBPUSD	1.291	1.87	1.21	0.45	0.02	1.83	1.41	0.55	0.06
EURCHF	1.125	-0.35	-0.35	-0.42	-0.51	-0.36	-0.27	-0.42	-0.61
USDCHF	0.981	-3.49	-2.47	-1.59	-0.92	-3.52	-2.72	-1.87	-1.20
GBPCHF	1.267	-1.62	-1.26	-1.14	-0.90	-1.69	-1.31	-1.32	-1.14
CHFJPY	110.4	0.63	0.71	0.62	0.36	0.61	0.64	0.58	0.36
AUDUSD	0.720	1.29	0.23	-0.84	-2.04	1.57	0.57	-0.33	-1.49
USDCAD	1.326	-0.49	-0.08	0.24	0.45	-0.49	-0.15	0.00	0.22
USDSEK	8.948	-2.89	-2.18	-1.23	-0.12	-2.83	-2.41	-1.43	-0.31
USDRUB	67.0	4.66	5.02	8.86	7.82	4.98	4.71	8.32	7.67
USDBRL	3.716	4.88	6.45	11.91	10.31	3.99	4.66	9.43	9.30
USDCNY	6.758	0.22	2.95	2.92	3.06	0.33	2.54	2.58	2.68
USDTRY	5.483	21.84	12.86	11.98	9.99	21.67	12.93	11.93	10.10
USDINR	70.82	7.47	7.47	8.43	7.83	3.80	4.44	6.08	5.94

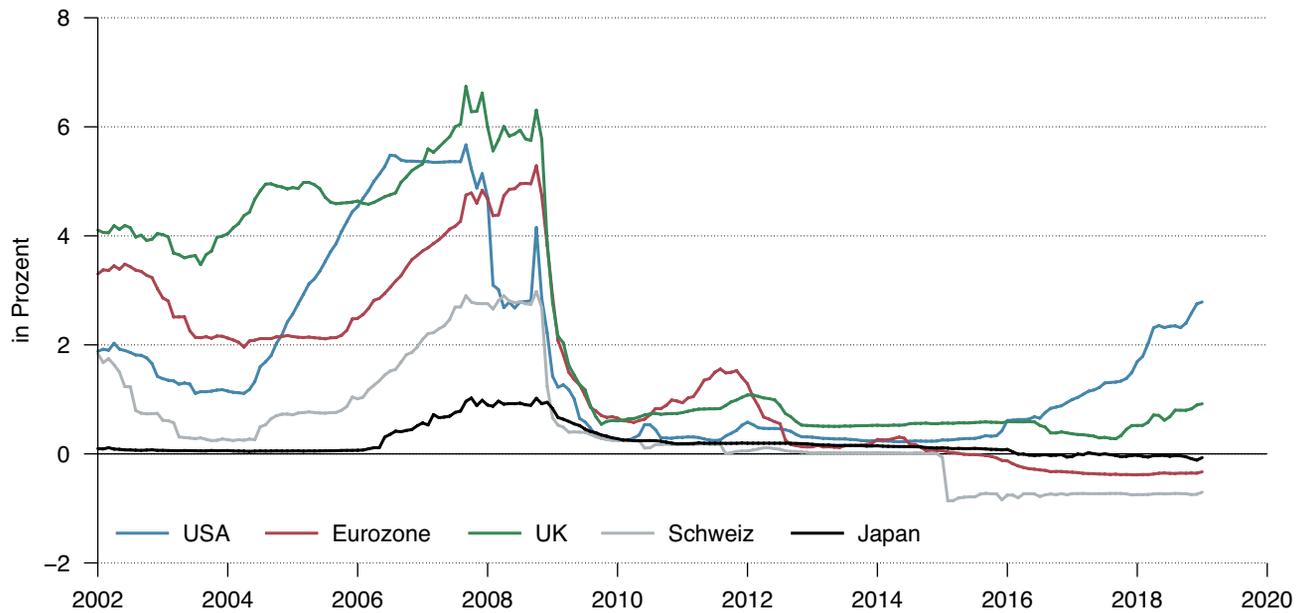
¹ Zinsen im zweiten Währungsraum abzgl. Zinsen im ersten Währungsraum; z.B. US-Dollar-Zinsen abzgl. Euro-Zinsen für EURUSD.

Zinsdifferenz

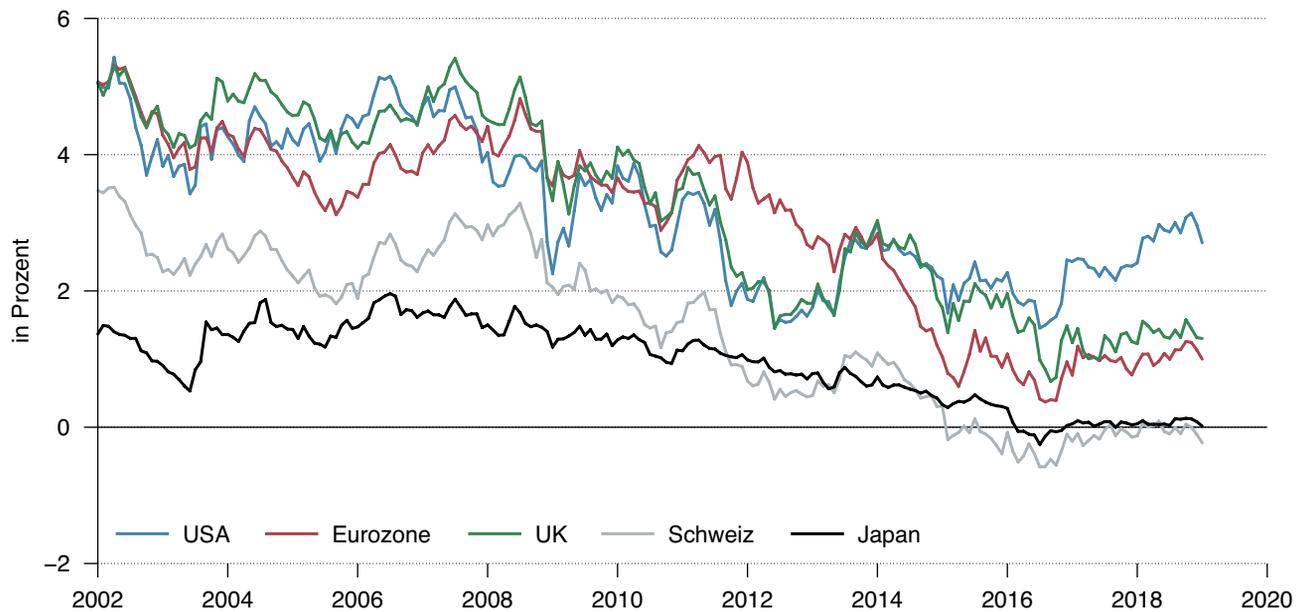


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Dreimonats-Liborsätze



Zehnjährige Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Währungsmärkte

Der US-Dollar hat sich zu Ende des Jahres auf handelsgewichteter Basis wieder leicht abgeschwächt, bleibt gemäss unseren PPP-Schätzungen jedoch nach wie vor um rund 13 Prozent überwertet. Gegenüber dem Schweizer Franken liegt er nahe der Kaufkraftparität. Signifikante Fehlbewertungen zum *Greenback* existieren dagegen noch in der türkischen Lira, dem chinesischen Renminbi und dem britischen Pfund. Auch der brasilianische Real, der mexikanische Peso und der kanadische Dollar sind gemäss denselben Schätzungen im Vergleich zum US-Dollar immer noch günstig.

Stark entwickelte sich im vergangenen Monat der Schweizer Franken. Zum Euro resultierte ein leichtes Plus von 0.5 Prozent. Gegenüber dem US-Dollar legte

die Schweizer Valuta immerhin um rund 1.5 Prozent zu. Mit Blick auf die jüngsten Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten überrascht die Frankenstärke zu Ende des Jahres kaum. Der Franken gilt bei Anlegern als sicherer Hafen, der bei Marktturbulenzen gern und oft gesucht wird. Politische Risiken wie der bevorstehende *Brexit* oder die schwächeren Konjunktursignale aus der Eurozone sorgen beim Franken für weiteres Aufwertungspotenzial in den kommenden Monaten.

Performance und Bewertung

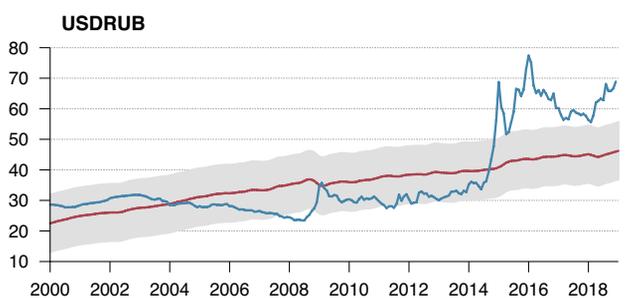
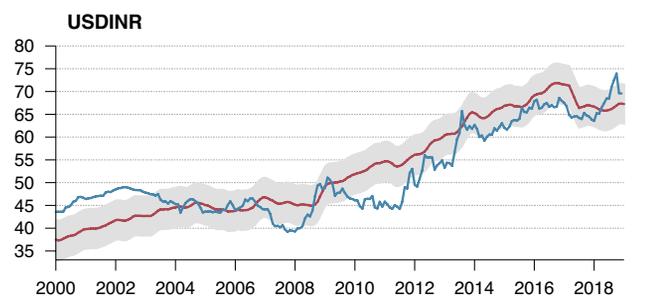
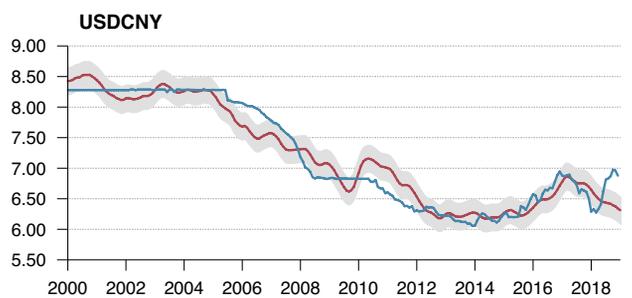
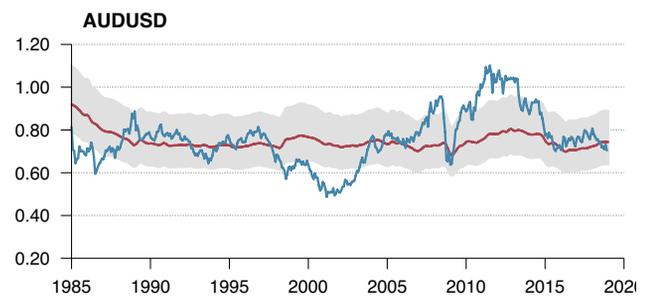
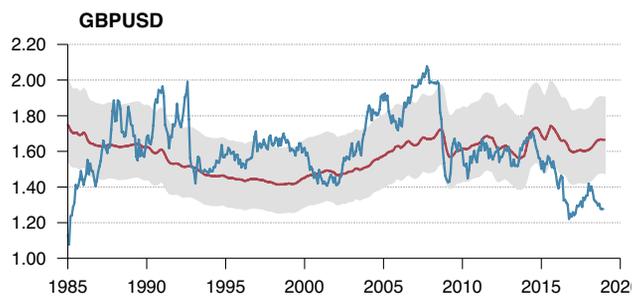
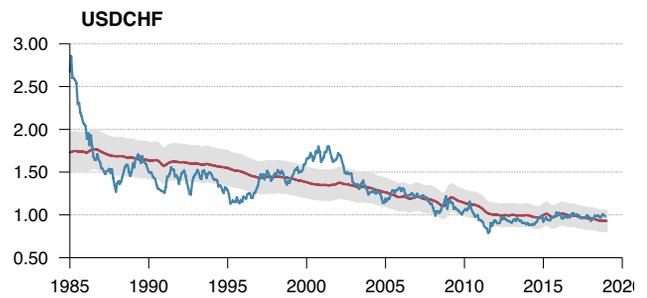
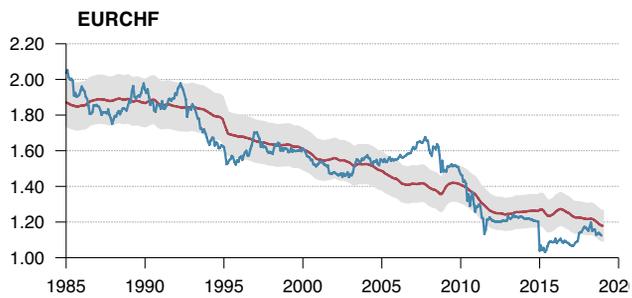
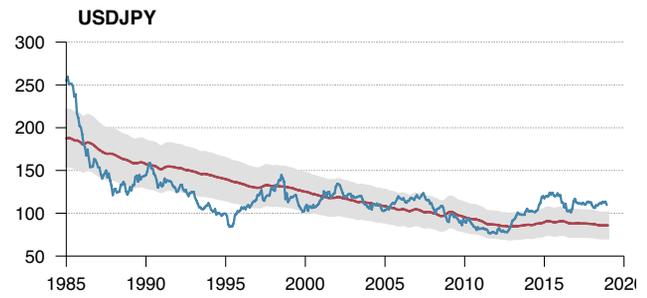
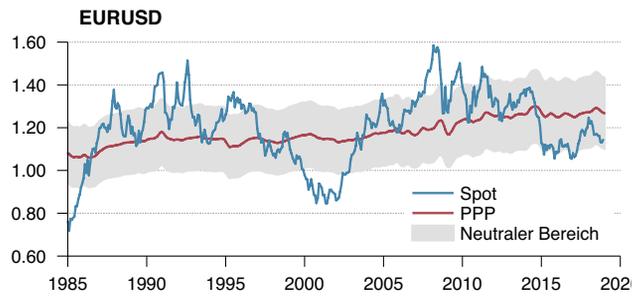
	Aktueller Wechselkurs	Performance ¹				Kaufkraftparität ²		
		YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre	PPP	Neutraler Bereich	Abweichung ³
EURUSD	1.147	0.3	-1.0	-5.6	-16.2	1.27	1.1 - 1.43	-9.5
USDJPY	108.3	-1.3	-3.5	-2.7	4.6	85.8	70.8 - 100.9	26.2
GBPUSD	1.291	1.4	-2.3	-5.7	-21.6	1.66	1.48 - 1.9	-22.4
EURCHF	1.125	-0.2	-1.8	-4.6	-8.8	1.18	1.1 - 1.26	-4.6
USDCHF	0.981	-0.5	-0.9	1.0	8.9	0.93	0.81 - 1.05	5.4
GBPCHF	1.267	0.9	-3.1	-4.7	-14.6	1.55	1.33 - 1.76	-18.2
CHFJPY	110.4	-0.8	-2.6	-3.7	-4.0	92.3	78 - 106.6	19.7
AUDUSD	0.720	2.3	1.0	-8.7	-19.9	0.74	0.64 - 0.89	-3.1
USDCAD	1.326	-2.9	2.5	6.0	21.3	1.19	1.09 - 1.29	11.3
USDSEK	8.948	0.9	0.6	10.4	39.1	7.47	6.45 - 8.48	19.8
USD RUB	67.0	-3.4	2.4	18.4	101.1	46.2	36.9 - 55.5	45.0
USDBRL	3.716	-4.1	0.3	15.6	57.9	2.93	2.38 - 3.48	26.7
USDCNY	6.758	-1.6	-2.3	4.5	11.9	6.31	6.1 - 6.52	7.1
USDTRY	5.483	3.1	-4.6	46.2	151.2	3.92	3.56 - 4.28	39.9
USDINR	70.82	1.4	-3.8	11.3	15.0	67.3	63 - 71.5	5.3

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

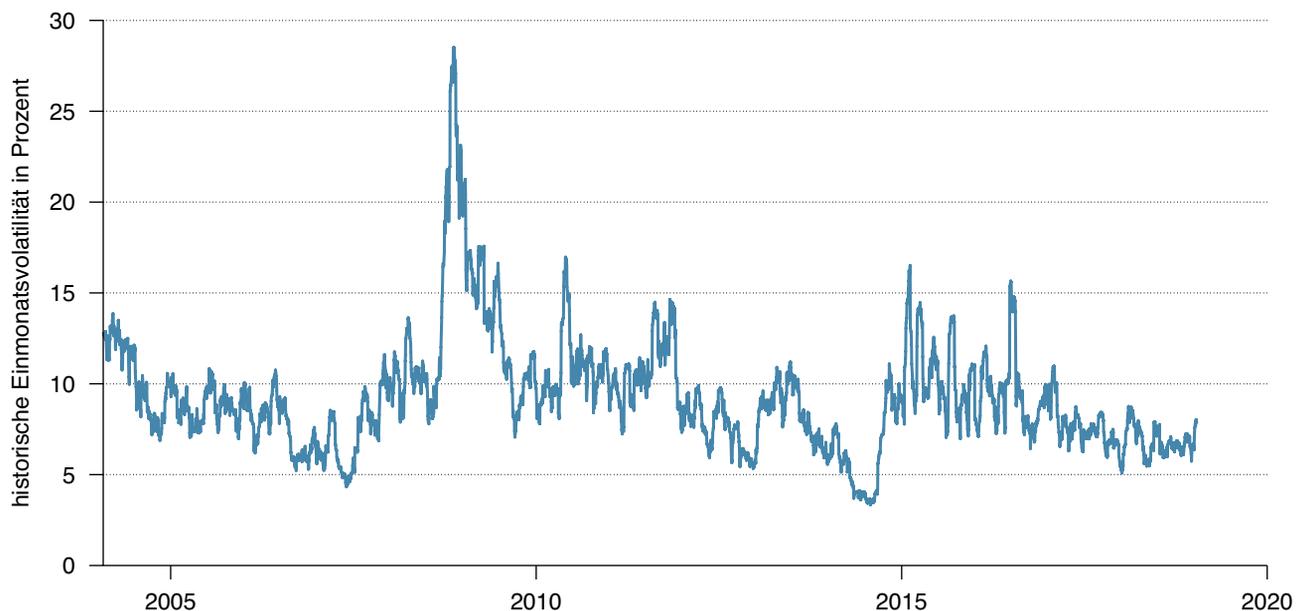
Währungsvervolatilität

Volatilität im Vergleich

	Aktueller Wechselkurs	Volatilität 3 Monate ¹				Volatilität 12 Monate ¹			
		Historisch	Implizit	Ø 5 Jahre ²	Ø 10 Jahre ²	Historisch	Implizit	Ø 5 Jahre ²	Ø 10 Jahre ²
EURUSD	1.147	7.1	6.9	8.4	10.0	7.2	7.4	8.6	10.5
USDJPY	108.3	7.6	8.0	9.1	10.3	7.0	8.5	9.6	11.0
GBPUSD	1.291	9.4	12.2	8.8	9.6	8.4	11.1	9.1	10.2
EURCHF	1.125	4.9	5.4	5.9	6.4	5.3	6.1	6.5	7.0
USDCHF	0.981	6.5	6.8	8.4	9.9	6.6	7.4	8.9	10.4
GBPCHF	1.267	8.6	11.1	9.0	9.8	7.6	10.3	9.3	10.3
CHFJPY	110.4	7.7	7.6	9.1	11.1	7.0	8.0	9.7	11.8
AUDUSD	0.720	9.4	8.9	9.8	11.6	8.7	9.6	10.3	12.3
USDCAD	1.326	6.7	6.8	7.9	9.1	7.0	7.3	8.2	9.7
USDSEK	8.948	9.4	8.9	9.7	11.9	9.5	9.4	10.1	12.3
USDRUB	67.0	11.4	12.8	17.0	14.6	13.2	13.8	17.2	15.6
USDBRL	3.716	14.5	13.9	15.6	15.1	15.2	13.9	15.9	15.8
USDCNY	6.758	3.9	5.4	4.3	3.3	4.3	5.7	5.1	4.5
USDTRY	5.483	21.0	21.5	14.2	13.3	28.1	21.8	15.1	14.5
USDINR	70.82	7.9	8.0	6.9	8.9	6.3	8.6	8.2	9.9

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

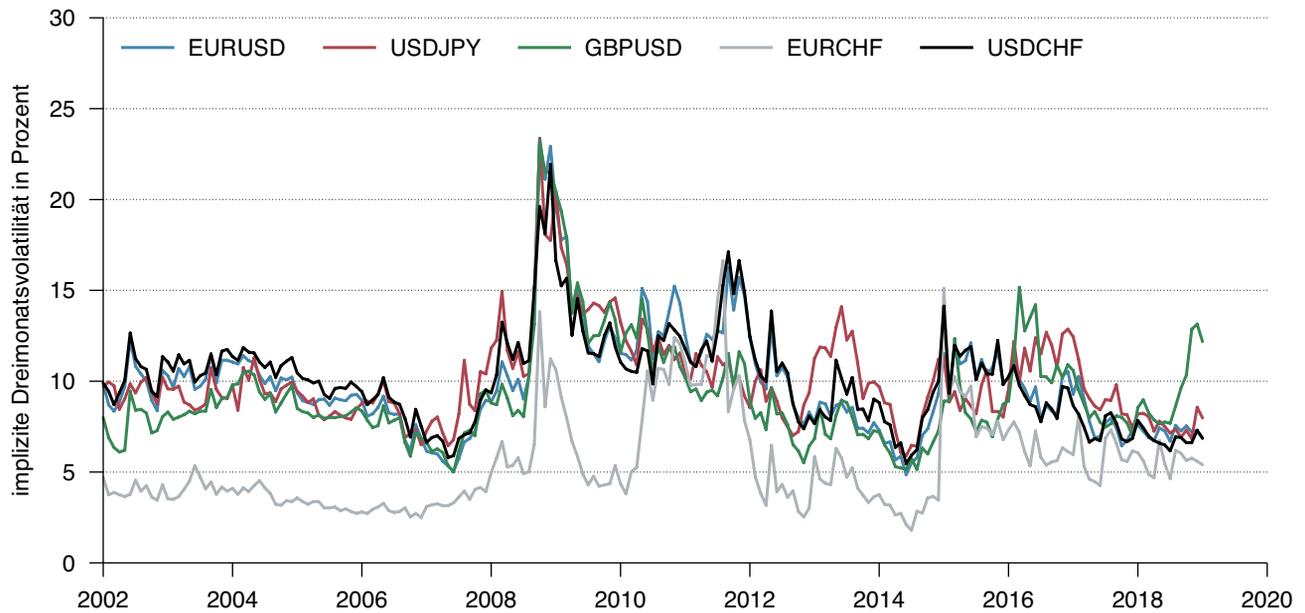
QCAM-Volatilitätsindikator³



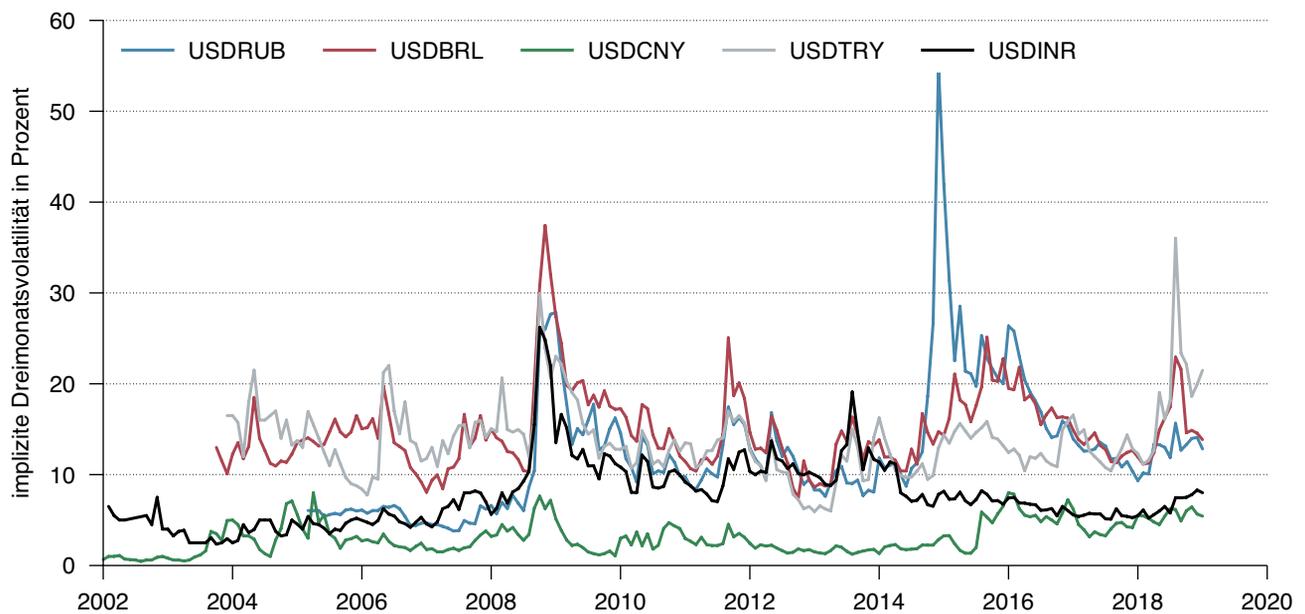
³ Der Volatilitätsindikator von QCAM bildet die Volatilität an den globalen Währungsmärkten ab; für die Berechnung wird die historische Volatilität der wichtigsten Währungspaare verwendet und mithilfe des Handelsvolumens der jeweiligen Währungspaare gewichtet.

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

Volatilität Hauptwährungen



Volatilität Schwellenlandwährungen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

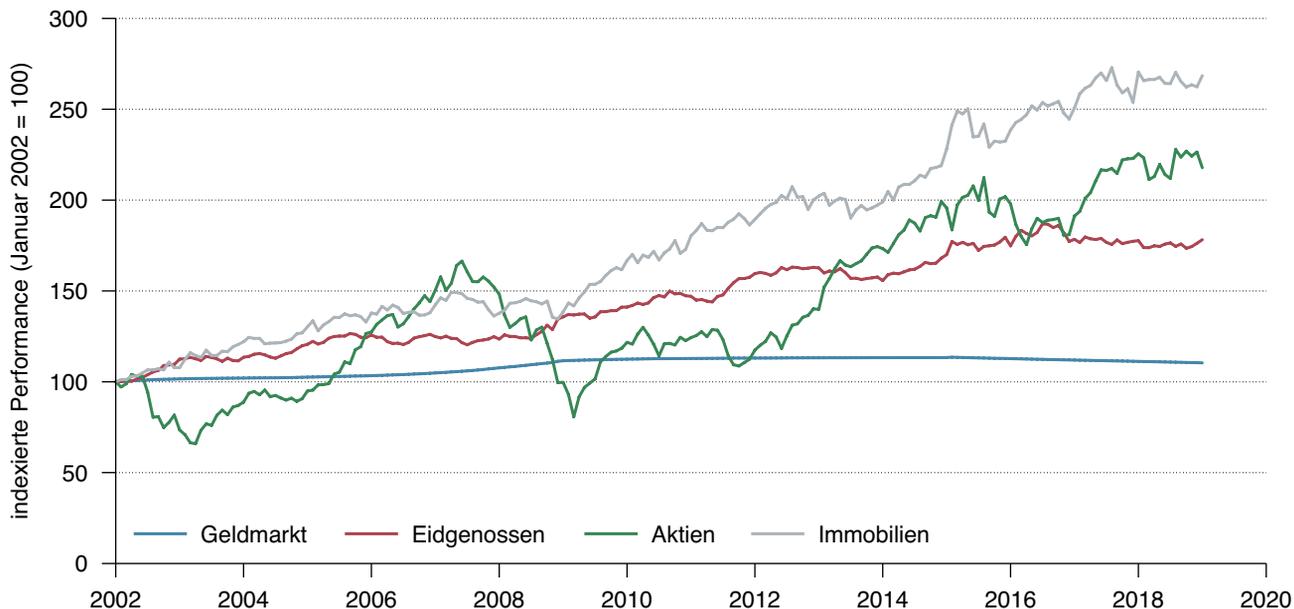
Finanzmarktumfeld

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	0.0	-0.2	-0.7	-2.5	0.0	-0.2	-0.7	-2.5
Eidgenossen CHF	-0.4	3.0	1.5	13.7	-0.4	3.0	1.5	13.7
Unternehmensanleihen CHF	0.0	1.5	0.7	10.8	0.0	1.5	0.7	10.8
Aktien Schweiz (SMI)	3.9	-0.4	-5.1	22.4	3.9	-0.4	-5.1	22.4
Aktien Europa (Stoxx600)	2.9	-4.5	-9.8	22.5	2.8	-6.2	-13.9	11.5
Aktien UK (Ftse100)	1.9	-2.3	-8.1	21.9	2.8	-5.3	-12.4	3.8
Aktien Japan (Topix)	2.4	-9.2	-16.7	31.1	3.2	-6.7	-13.5	36.4
Aktien USA (S&P 500)	3.1	-7.6	-5.5	54.9	3.6	-6.8	-6.4	43.6
Aktien Schwellenländer	2.8	1.3	-15.5	16.5	3.3	2.2	-16.3	8.0
Aktien Welt (MSCI World)	3.5	-6.4	-8.6	33.0	4.0	-5.6	-9.5	23.3
Immobilien Schweiz	3.4	6.2	-0.8	37.8	3.4	6.2	-0.8	37.8
Immobilien Global	4.1	2.5	1.9	33.4	4.6	3.4	0.8	23.7
Rohstoffe	4.2	-8.2	-10.0	-36.0	4.7	-7.4	-10.9	-40.7
Rohöl (Brent)	13.5	-25.3	-12.9	-43.9	14.0	-24.6	-13.8	-48.0
Gold	0.7	5.0	-3.1	4.0	1.2	6.0	-4.1	-3.6

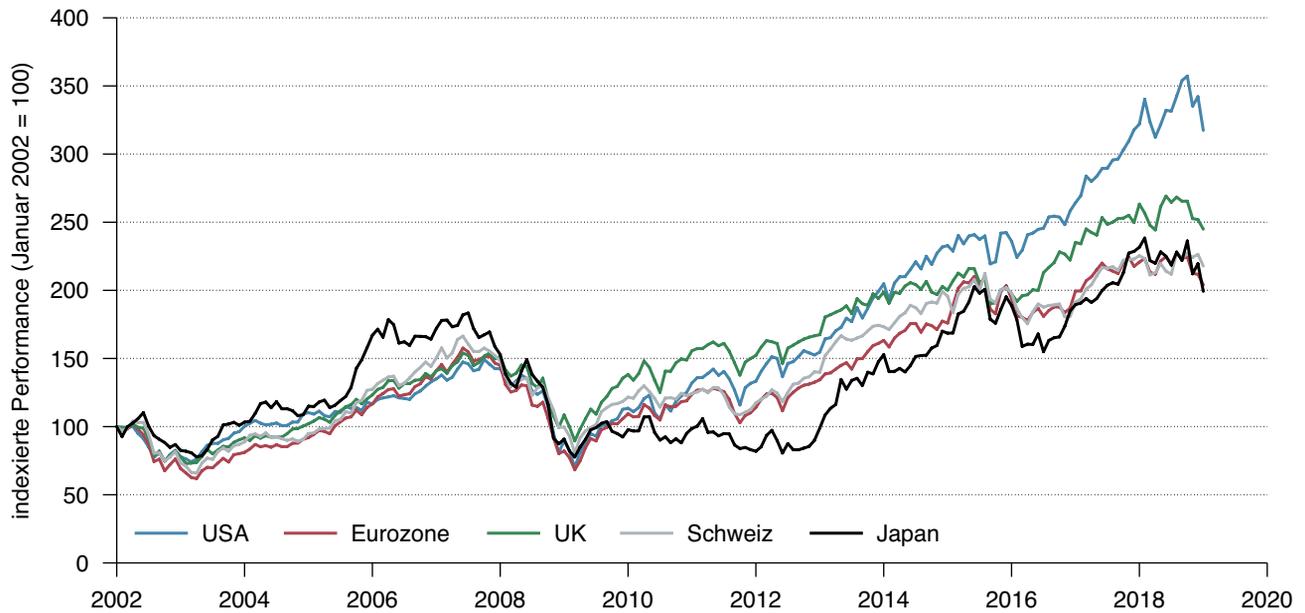
¹ Performance in Prozent für den jeweiligen Zeitraum.

Performance Schweizer Finanzanlagen

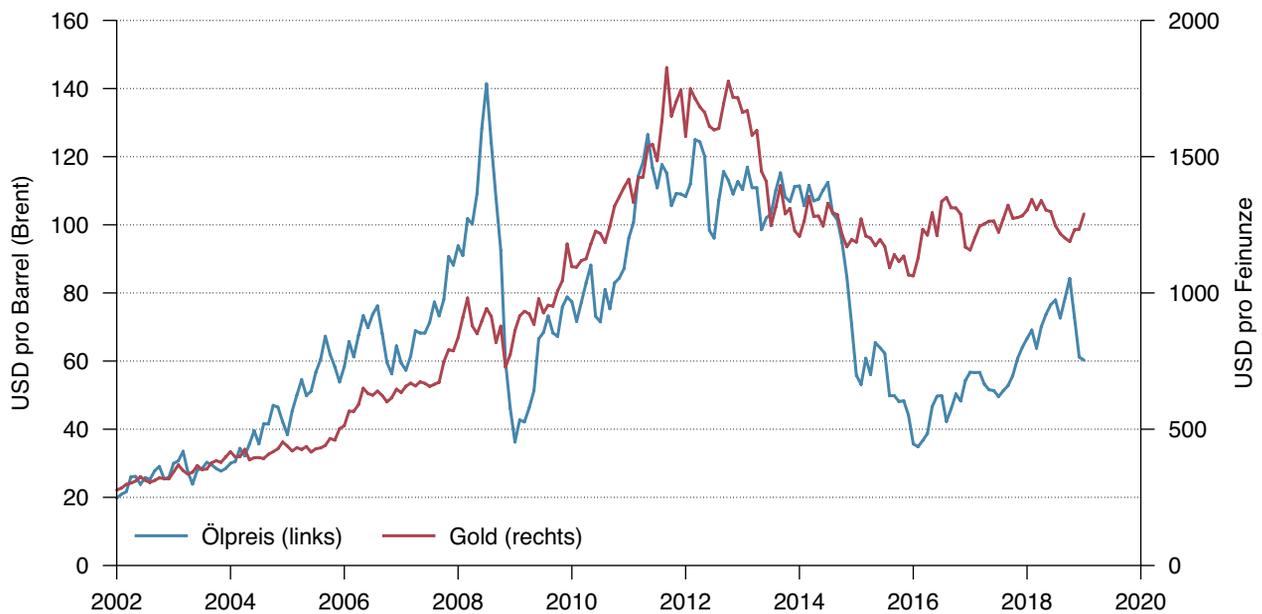


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Performance ausgewählter Aktienmärkte (in Lokalwährung)



Performance ausgewählter Rohstoffpreise



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Die Zahl des Monats

2019

Nach den Turbulenzen an den Finanzmärkten in den letzten Tagen des alten Jahres hat 2019 etwas ruhiger begonnen. Vorerst herrscht eine etwas zuversichtlichere Stimmung. Ob das weiterhin so bleiben wird, ist unklar. Zumindest die Unternehmensgewinne dürften sich im Verlaufe des Jahres etwas normalisieren. Bleibt zu hoffen, dass die Finanzmärkte dieses Mal keine kalten Füße kriegen.

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 eingestuftem 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.

