

MÄRZ 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
Fed-Politikwechsel
und der Dollar

Seite 3 Die Makroperspektive
Aussenhandel stützt
Schweizer Wirtschaft

Seite 5 Was die Währungsmärkte bewegt
Spreu und Weizen
in Schwellenländern



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. März 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

Fed-Politikwechsel und der Dollar



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

Das Protokoll der letzten FOMC-Sitzung hat den Politikwechsel der *Federal Reserve (Fed)* zu mehr Geduld bestätigt. Bisher hat der USD darauf nicht stark reagiert. Das könnte sich ändern, falls die *Fed* ihre Inflationspolitik neu ausrichtet.

Das Protokoll der Januar-Sitzung des FOMC hat den Politikwechsel der amerikanischen Notenbank bestätigt. Eine Rezession ist noch immer nicht sehr wahrscheinlich, aber die jüngsten Zahlen haben Volkswirte bewegt, ihre Wachstumsprognosen deutlich nach unten zu revidieren. Die Wachstumsprognosen der FOMC-Mitglieder in der kommenden März-Sitzung werden wahrscheinlich auch tiefer ausfallen. Vor diesem Hintergrund und aufgrund anhaltender Unsicherheiten scheint das Pausieren der *Fed* gerechtfertigt.

Interessanterweise zeigt das Protokoll, dass mehrere FOMC-Mitglieder Zinsanhebungen später im Jahr noch

für angebracht halten, während eine Mehrheit die Beendigung der Bilanznormalisierung noch vor Jahresende befürwortet. Der Wechsel zu einer vorsichtigeren Geldpolitik begünstigt «Carry-Trades» in Schwellenländern mit höheren Zinsen, da es das Zinsrisiko auf der Finanzierungsseite reduziert. Das bedeutet aber keine Schwäche des USD gegenüber den anderen Industrieländern, da der USD in dieser Gruppe selber höhere Zinsen hat. Die letzte FOMC-Sitzung hat gezeigt, dass die *Fed* noch weit von einer Zinssenkung entfernt ist, während andere Zentralbanken ebenfalls die Zügel lockern.

Die *Fed* könnte das Inflationsziel ändern

Der Politikwechsel der *Fed* war, was Jerome Powell vernünftiges Risikomanagement in Zeiten erhöhter Unsicherheit nannte. Es mag aber auch ein Zeichen sein, dass die *Fed* ihre Reaktionsfunktion neu ausrichtet und insbesondere ein Überschiessen des Inflationsziels tolerieren könnte. Das mag nicht nur im Moment gelegen kommen und der *Fed* mehr Flexibilität geben, um auf Konjunkturschwankungen zu reagieren, sondern könnte auch helfen, die Inflationserwartungen im Markt mittel- bis langfristig zu binden.

Die Inflationserwartungen im Markt sind prozyklisch und bewegen sich mit der Konjunktur und den Zinsen auf und ab. Da im nächsten Lockerungszyklus die Zinsen wahrscheinlich wieder gegen Null fallen werden, wird die *Fed* sich schwer tun, die nominalen Zinsen genug zu senken, um den Effekt der fallenden Inflationserwartungen auf die realen Zinsen zu kompensieren. Ein stabiles Inflationsziel über längere Zeit, zum Beispiel ein gleitender

Durchschnitt, mit Über- und Unterschreitungen würde mehr Flexibilität erzeugen, die Inflationserwartungen stabilisieren und dadurch die Zinspolitik an der Nullgrenze effektiver machen.

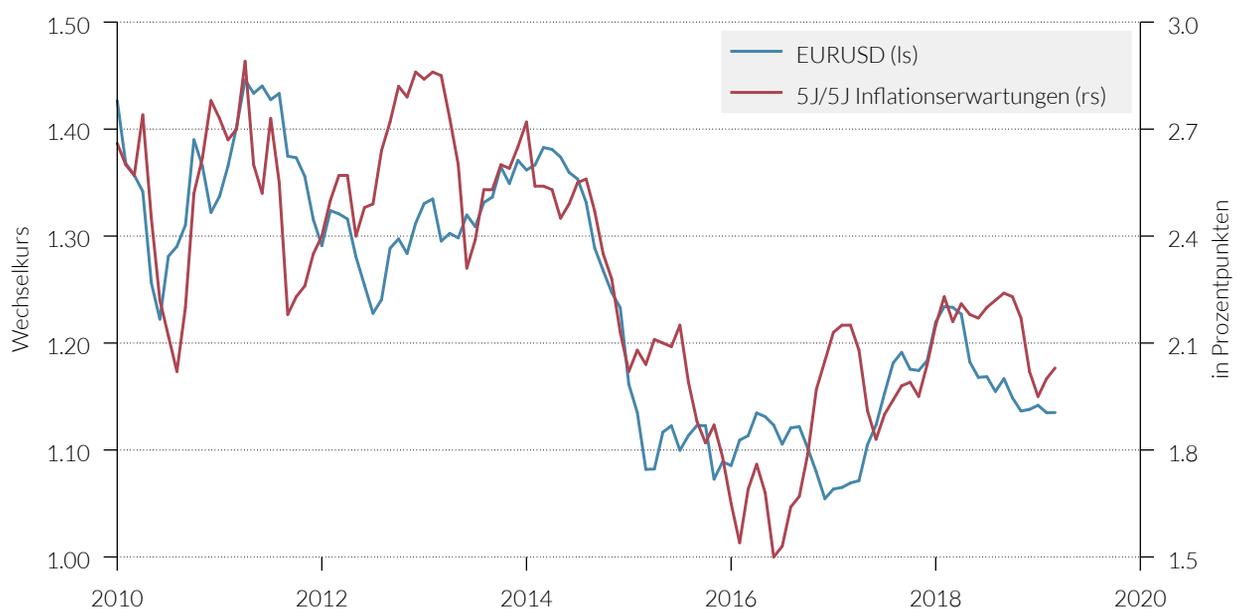
Möglicher Effekt auf den Dollar

Ob überhaupt und wie die *Fed* ihr Inflationsziel ändern wird, wird sich bei der Strategiekonferenz im Juni herausstellen. Was wäre der Effekt auf den USD, wenn die *Fed* zu einem durchschnittlichen Inflationsziel mit Phasen der Über- und Unterschreitung wechseln würde? Es gibt zwei mögliche Effekte: erstens einen anhaltenden Trendeffekt und zweitens einen einmaligen Anpassungseffekt.

Ein Effekt auf den USD-Trend würde nur eintreten, wenn die *Fed* über einen Konjunkturzyklus höher als geplante Inflation zulassen würde. Das würde die Kaufkraft des USD und auf die Dauer den Wechselkurs selber schwächen. Wir würden das nicht erwarten, aber Politikfehler lassen sich nicht ausschliessen.

Ein einmaliger Anpassungseffekt erscheint dagegen wahrscheinlicher, da die Inflationserwartungen im Markt sich um etwa 25 bis 50 Basispunkte erhöhen müssten, um mit dem Inflationsziel konform zu gehen. Basierend auf der Beziehung zwischen dem USD-Wechselkurs und Inflationserwartungen im Markt schätzen wir, dass diese Anpassung isoliert den USD-Index um 4 bis 8 Prozent und den USD gegenüber dem EUR um 5 bis 10 Prozent abwerten könnte. In Realität könnte der Effekt kleiner oder gar null sein, wenn andere Zentralbanken ihre Politik ähnlich ändern. Der USD könnte auch einen Glaubwürdigkeitsbonus bekommen, wenn das Ergebnis eine effektivere Geldpolitik ist.

EURUSD und marktbasierete US-Inflationserwartungen



Quelle: St. Louis Federal Reserve, QCAM Currency Asset Management

Die Makroperspektive

Aussenhandel stützt Schweizer Wirtschaft

Auch wenn die Wachstumszahlen weltweit tiefer ausfallen, bleibt die Gefahr einer Rezession kurzfristig gering. Die Schweizer Aussenwirtschaft trotz der weltweiten Schwäche der Handelszahlen. Hingegen schwächt die Schweizer Binnenwirtschaft. Tiefe Zinsen und ein ausgezeichneter Arbeitsmarkt wirken aber weiterhin unterstützend.

Die jüngsten Zahlen bestätigen unser Bild der konjunkturellen Entwicklung der Weltwirtschaft. Gleich hohe Wachstumsraten wie noch in 2017 und zu Anfang 2018 sind in den Industrieländern nicht mehr zu erwarten, ein Konjunkturreinbruch ist aber auch nicht in Sicht. In China bestätigt sich, dass die chinesischen Behörden einerseits für die Bekämpfung der aktuellen Wachstumsschwäche ihre Bemühungen in der Finanzmarktstabilität aus den vergangenen Jahren nicht rückgängig machen wollen. Andererseits muss die Wirksamkeit der tatsächlich umgesetzten Massnahmen sich erst noch zeigen. Gleichzeitig reagieren die Zentralbanken weltweit auf die sinkenden Inflationszahlen und ihre Wachstumsaussichten bleiben sehr vorsichtig. Ihre Geldpolitik dürfte daher weiterhin unterstützend bleiben.

Der Einfluss von China und Deutschland auf die Schweiz

Welche Folgen hat die momentane konjunkturelle Lage der Weltwirtschaft auf die Schweiz? Die Schweizer Wirtschaft hat ein zweigeteiltes Jahr hinter sich. Nach ausserordentlich starken Zahlen zu Beginn des Jahres wies sie in der zweiten Hälfte insgesamt ein negatives Wachstum aus. Für das gesamte Jahr lag dieses noch bei 2.5 Prozent

und damit deutlich über Trend. Die Jahreswachstumsraten werden aufgrund der schwachen Quartale aber deutlich sinken (vgl. Abbildung).

Woran lag der Einbruch? Ein vermeintlicher Faktor ist die Schwäche Chinas. In der Schweiz machen die Warenexporte nach China rund 1.75 Prozent des gesamten BIP aus. Das nominale Exportwachstum nach China lag 2018 bei rund 7 Prozent. Im Jahr 2017 wuchsen die Exporte nach China noch mit rund 16 Prozent. Ohne Beachtung der Importe und unter der Annahme konstanter Exportpreise führte dieser Rückgang zu einer Abschwächung des BIP-Wachstums von weniger als 0.2 Prozentpunkten. Die Wachstumsflaute Chinas ist daher nicht ohne Folgen für das Wachstum in der Schweiz, aber sie sorgt auch nicht für einen dramatischen Rückgang. Für grössere Auswirkungen müsste das Wirtschaftswachstum in China stärker zurückgehen, was gleichzeitig wohl auch weltweit zu Unsicherheit bei Unternehmen und Verbrauchern führen würde. Trotz unserer Skepsis gegenüber der Wirksamkeit der von den chinesischen Behörden ergriffenen Massnahmen ist derzeit aber kein solches Szenario zu erwarten.

Zum anderen ist die Schwäche der Nachbarländer, und vor allem jene Deutschlands, zu beachten. Insbesondere im dritten Quartal war der Einfluss auf die Schweizer Industrie deutlich sichtbar. Im Gegensatz zur Entwicklung in Deutschland erholte sich das hiesige verarbeitende Gewerbe im vierten Quartal aber relativ stark. Auch die Warenexporte vermochten nach zwischenzeitlichen Schwächeanzeichen zu Jahresende wieder robust zuzulegen. Die positive Exportentwicklung ist vor allem auf die Che-

mie- und Pharmaindustrie zurückzuführen, die ein weiteres Mal erfreuliche Wachstumswahlen ausweisen konnte.

Schwächelnde Binnenkonjunktur

Für die Schwäche im vierten Quartal war darum nicht die Aussenwirtschaft, sondern die Binnenkonjunktur verantwortlich. So fielen die Ausrüstungsinvestitionen enttäuschend aus, auch wenn diese von den traditionell volatilen F&E-Entwicklungen negativ beeinflusst wurden. Die Bauinvestitionen lieferten trotz der nach wie vor niedrigen Zinsen einen erneut schwachen Wert ab. Auch der Konsum bleibt trotz des sehr gut ausgelasteten Arbeitsmarktes gedämpft. Schliesslich waren die Importzahlen im vierten Quartal niedrig, was ebenfalls auf eine eher schwache Entwicklung der Binnennachfrage hindeutet.

Ausblick bleibt solide

Im Widerspruch zum weltweiten Trend bleibt damit der Aussenhandel die treibende Kraft in der Schweiz, dies dank den wenig konjunktursensitiven chemischen und

pharmazeutischen Exporten. Auch die Binnenwirtschaft sollte keine weiteren negativen Überraschungen bereithalten. Da vorderhand tiefe Inflationsraten zu erwarten sind, wird die Geldpolitik weiterhin unterstützend bleiben, auch wenn Zinsschritte der SNB vor der EZB aufgrund der Nebenkosten der Negativzinsen nicht ausgeschlossen werden können. Die Quartalswachstumsraten sollten also solide ausfallen. Trotzdem werden die Wachstumsraten im Jahresvergleich nach dem insgesamt negativen Wachstum im zweiten Halbjahr 2018 weiter sinken. Dies allein ist aber vorerst kein Grund zur Sorge.

Schweizer Konjunkturaussichten bleiben solide



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Was die Währungsmärkte bewegt

Spreu und Weizen in Schwellenländern

Im Vergleich zum US-Dollar bleiben viele Schwellenlandwährungen günstig. Trotz vereinzelter Kursgewinnen deutet unser Bewertungsmodell für viele dieser Währungen auf weiteres Aufwertungspotenzial gegenüber dem Dollar hin. Bei der Betrachtung von einzelnen Schwellenlandwährungen gilt es allerdings die fundamentalen Einzigartigkeiten der einzelnen Wirtschaften zu beachten.

Schwellenlandwährungen sind so vielfältig und unterschiedlich wie die Länder, aus denen sie stammen. Sei es in Bezug auf Währungskontrollen, die Unabhängigkeit der Zentralbank oder die Leistungsbilanz: von Währung zu Währung sieht das Bild ganz anders aus. Dank diesen Unterschieden lassen sich einige Mutmassungen darüber anstellen, wie diese unterschiedlichen Devisen auf Veränderungen an den Finanzmärkten wohl reagieren würden.

Regelmässige Leser des *FX Monthly* wissen, dass wir die Bewertung von Währungen anhand der Kaufkraftparität bemessen. Diese Metrik bietet ein praktisches Instrument um zu beurteilen, ob ein Wechselkurs Auf- oder Abwertungspotenzial hat. Das garantiert selbstverständlich keine sofortige Kursbewegung, langfristig gesehen steigt aber die Wahrscheinlichkeit, dass sich ein Währungspaar wieder zurück in Richtung Kaufkraftparität bewegt. Doch bei Schwellenlandwährungen müssen immer auch die Eigenheiten der einzelnen Währungen beachtet werden. Folglich beleuchten wir in dieser Ausgabe zwei bekannte, aber sehr unterschiedliche Schwellenlandwährungen: den chinesischen Renminbi und die türkische Lira.

Renminbi nahe seinem handelsgewichteten Marktwert

Im Vergleich zu anderen Währungen aus Schwellenländern weist der chinesische Renminbi seit vielen Jahren ein seltenes Merkmal auf: eine niedrigere Produzentenpreis-inflation als die des Dollars. Zwischen 2010 und 2019 stieg der US-Produzentenpreisindex um 15.9 Prozent, während dieselben Preise in China mit nur 6.5 Prozent nicht halb so stark anstiegen. Die Theorie besagt, dass sich in so einer Situation die Währung mit der tieferen Inflation gegenüber der anderen aufwerten sollte, und genau das ist passiert. USDCNY startete im Januar 2010 bei 6.83 und notierte Anfang März 2019 bei rund 6.73. Doch selbst mit 6.73 pro Dollar war der Renminbi relativ günstig, lag doch unsere Schätzung der Kaufkraftparität für diesen Wechselkurs Ende Februar 2019 bei 6.34 mit einer neutralen Bandbreite von 6.13 bis 6.55. Für die chinesische Valuta bleibt damit also noch etwas Luft nach oben, wenn auch nicht besonders viel.

Betrachtet man den Renminbi allerdings aus einer handelsgewichteten Perspektive, d.h. unter Berücksichtigung der wichtigsten Handelspartner Chinas, erscheint die Währung sogar leicht überbewertet. So sind der japanische Yen und eine Reihe von Schwellenlandwährungen dem Renminbi gegenüber als unterbewertet einzustufen. Das macht eine Abschwächung über diese Wechselkurspaare hinweg etwas wahrscheinlicher (siehe Grafik).

Die leichte Unterbewertung gegenüber dem Dollar und die leichte Überbewertung im Durchschnitt gegenüber den restlichen Währungen streichen sich insgesamt heraus. Das bedeutet, dass der Renminbi aus Sicht der Kaufkraftparität in etwa fair bewertet ist und nur exter-

ne Schocks, wie einst die Dotcom-Blase oder die Finanzkrise, Anlass zu grossen Engagements für oder gegen die chinesische Währung geben würden.

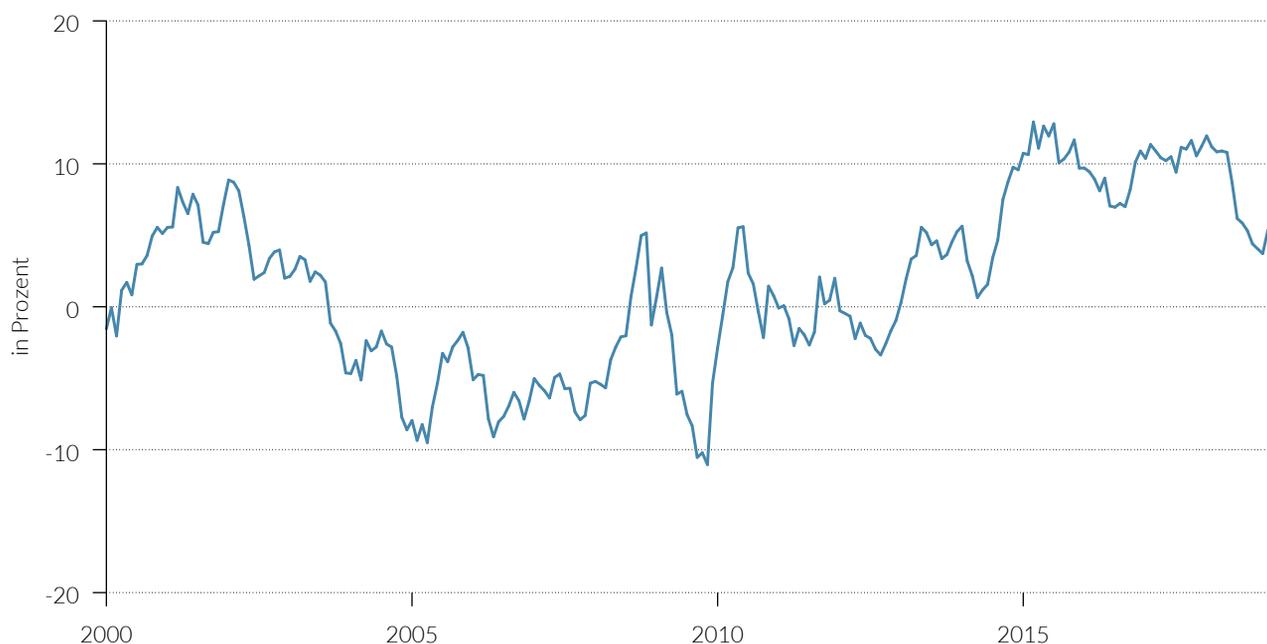
Strukturell gesehen dürfte sich für den Renminbi demnächst einiges ändern. In den letzten zwei Jahrzehnten setzte China noch Kapitalkontrollen ein, um extreme Abweichungen seiner Währung vom handelsgewichteten fairen Wechselkurs zu begrenzen. Da China sich nun mehr und mehr dem Aussenhandel und ausländischen Investitionen öffnet, ist es wahrscheinlich, dass sich dieses relativ enge Band um die Kaufkraftparität beginnt zu lockern. Die Ankündigung im März, dass MSCI die Aufnahme weiterer chinesischer Aktien in seinen globalen Aktienindex vorverlegt hat, zeigt wie schwierig es wäre, diese Öffnung wieder umzukehren. Die Kontrolle von ausländischem Kapital in Zeiten von Kapitalabflüssen wäre zwar möglich, würde den Wunsch Chinas nach einer stärkeren Integration in die globalen Finanzmärkte aber gefährden. Es ist zu bezweifeln, ob die Chinesen bereit wären diesen hohen Preis zu zahlen.

Türkische Lira: günstig, aber gefährlich

Die Lira hat eine bemerkenswerte Kehrtwende in ihrer Leistungsbilanzsituation hinter sich. Der Wechsel von einem äusserst gefährlichen Defizit von knapp 8 Prozent des BIP auf einen nur knapp positiven Überschuss hat zwar dazu beigetragen, die türkische Lira aus ihren extrem schwachen Niveaus zu retten. Wir halten diesen Leistungsbilanzüberschuss jedoch nicht für nachhaltig. Der extrem hohe Einlagenzins von 24 Prozent hat ebenfalls dazu beigetragen, den Wertverfall zu stoppen. Doch auch das ist unserer Meinung nach wenig nachhaltig.

Für die Türkei und ihre Währung sind letztendlich die Bilanzen von Unternehmen, die durch eine weitere signifikante Abwertung der Währung stark beeinträchtigt würden, die Hauptrisiken. Damit hätte die Währungskrise noch mehr realwirtschaftliche Konsequenzen. Folglich meinen wir, dass auch wenn die Lira in Hinblick auf die Kaufkraftparität gegenüber dem Dollar, Euro und Franken unterbewertet ist, sie verwundbar bleibt und unter Druck kommen wird, wenn die globale Risikoaversion zunimmt.

Chinesischer Renminbi auf der starken Seite seiner handelsgewichteten Kaufkraftparität



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Konjunkturklima

Der Shutdown der US-Regierung ist für den Moment beendet und die Wachstumswahlen zum letzten Quartal sind publiziert. Dessen zu Folge hat die amerikanische Wirtschaft zu Jahresende hin an Schwung verloren, sich jedoch besser gehalten als erwartet. Vor allem der starke Rückgang der Einzelhandelsumsätze im Dezember liess etwas Zweifel zur Nachfrage seitens der US-Haushalte aufkommen. Beispielsweise nahm die regionale Notenbank von Atlanta die schwachen Verkaufszahlen zum Anlass, ihre Wachstumsschätzung für das Schlussquartal um mehr als 1 Prozentpunkt zu senken. In den tatsächlichen Wachstumswahlen materialisierte sich die

Nachfrageschwäche vom Dezember jedoch nur bedingt. Zwar konnte der Privatkonsum nicht mehr an die starken Vorquartale anknüpfen, expandierte mit einem Quartalswachstum von 2.8 Prozent gleichwohl robust.

Nach einem negativen Wachstum im Vorquartal erholte sich die Schweizer Wirtschaft zum Jahresende. Dabei überraschte die gegenläufige Entwicklung einzelner Sektoren. Trotz schwächerer globaler Wachstumsdynamik entwickelten sich die Schweizer Exporte mit 6.2 Prozent Quartalswachstum stark. Importe und Privatkonsum blieben dagegen hinter den Erwartungen zurück, was auf eine schwächere Inlandsnachfrage hindeutet.

Überblick

	Trend- wachstum ¹	Reales BIP-Wachstum ²				W&P-Konjunkturklimaindikatoren ³			
		Q1/2018	Q2/2018	Q3/2018	Q4/2018	11/2018	12/2018	1/2019	2/2019
USA	1.7	2.6	2.9	3.0	3.1	3.9	3.1	3.1	3.3
Eurozone	1.0	2.4	2.1	1.6	1.1	2.7	2.4	2.3	2.3
Deutschland	1.4	2.0	2.0	1.2	0.6	3.3	2.9	2.8	2.8
Frankreich	0.7	2.2	1.7	1.3	0.9	1.7	1.4	1.5	1.4
Italien	0.2	1.4	1.1	0.6	0.0	1.1	1.0	0.8	0.6
Spanien	1.6	2.8	2.5	2.4	2.4	2.7	2.3	2.3	2.3
Grossbritannien	1.8	1.3	1.5	1.6	1.3	2.3	2.3	2.1	1.6
Schweiz	1.5	3.0	3.4	2.4	1.4	2.5	2.3	2.1	2.1
Japan	0.4	1.4	1.4	0.2	0.3	2.5	2.5	2.4	2.4
Kanada	1.6	2.2	1.7	1.9	1.6	1.8	0.6	0.9	1.0
Australien	2.4	3.1	3.1	2.7	2.3	2.9	2.8	2.7	2.6
Brasilien	1.4	1.2	0.9	1.3	1.1	2.8	3.2	3.1	-
Russland	0.1	1.3	1.9	1.5	-	2.4	1.6	0.8	0.1
Indien	7.7	7.7	8.0	7.0	6.6	7.0	6.9	6.9	6.9
China	7.4	6.8	6.7	6.5	6.4	6.5	6.2	5.5	6.3
Industrienationen⁴	1.4	2.3	2.5	2.1	2.0	3.4	2.9	2.8	2.8
Schwellenländer⁴	6.0	5.7	5.6	5.2	4.8	5.0	4.8	4.5	5.0
Welt⁴	3.5	4.0	4.1	3.7	3.5	4.3	3.9	3.6	4.0

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

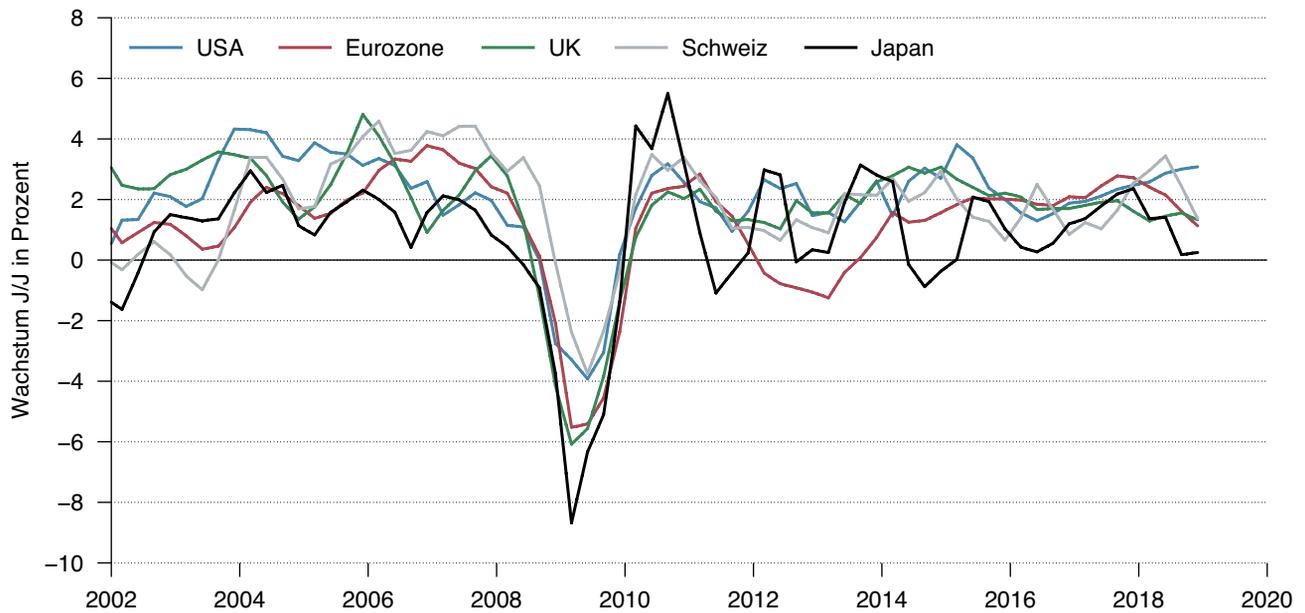
² Veränderung des realen BIP gegenüber dem Vorjahresquartal in Prozent.

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

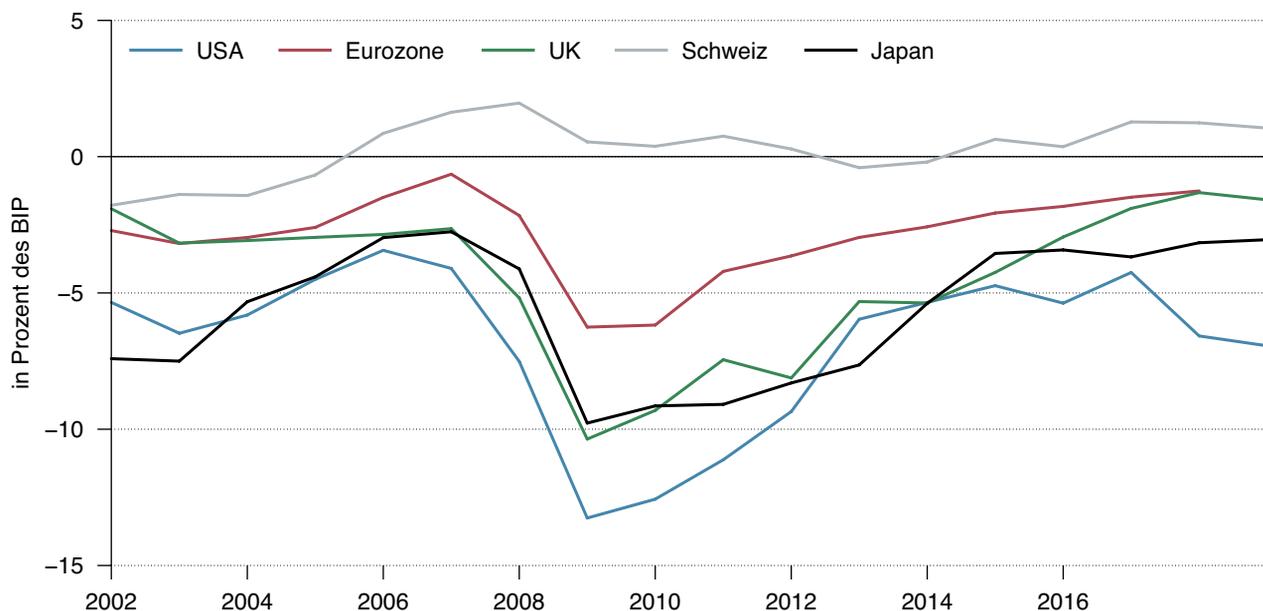
Wirtschaftsindikatoren

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	5.0
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	14.1
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	3.1	2.5
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	12.0
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

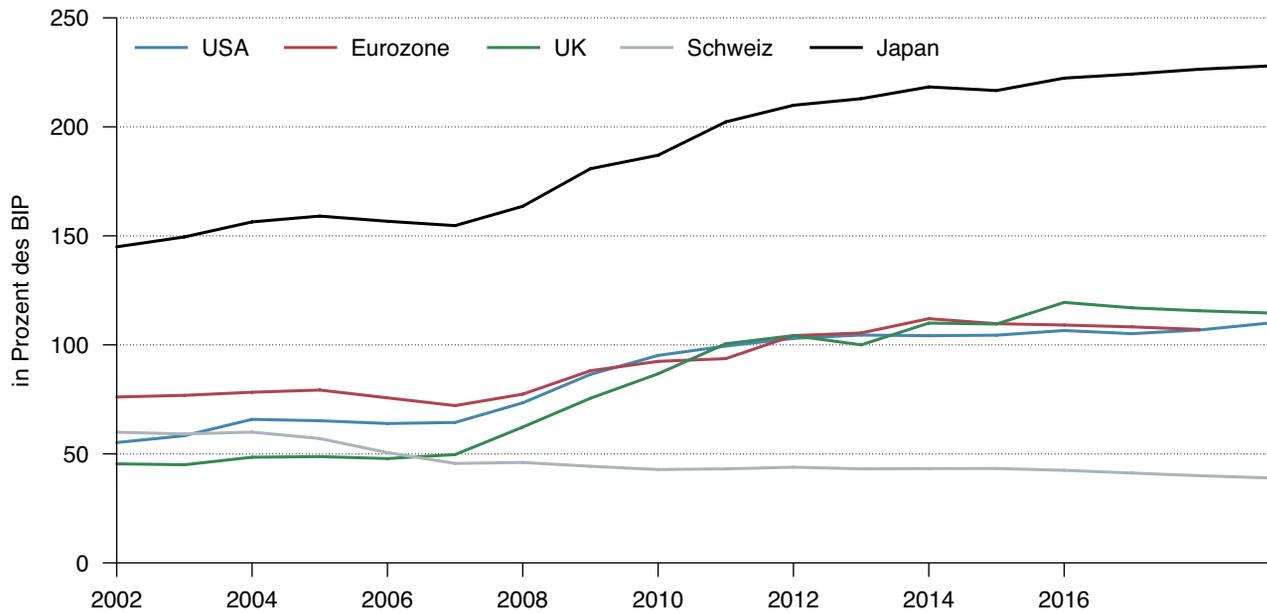
¹ In Prozent; Berechnung anhand von Marktwechsellkursen. ² In Prozent vom nominalen BIP. ³ In Prozent.

Budgetdefizit Industrienationen

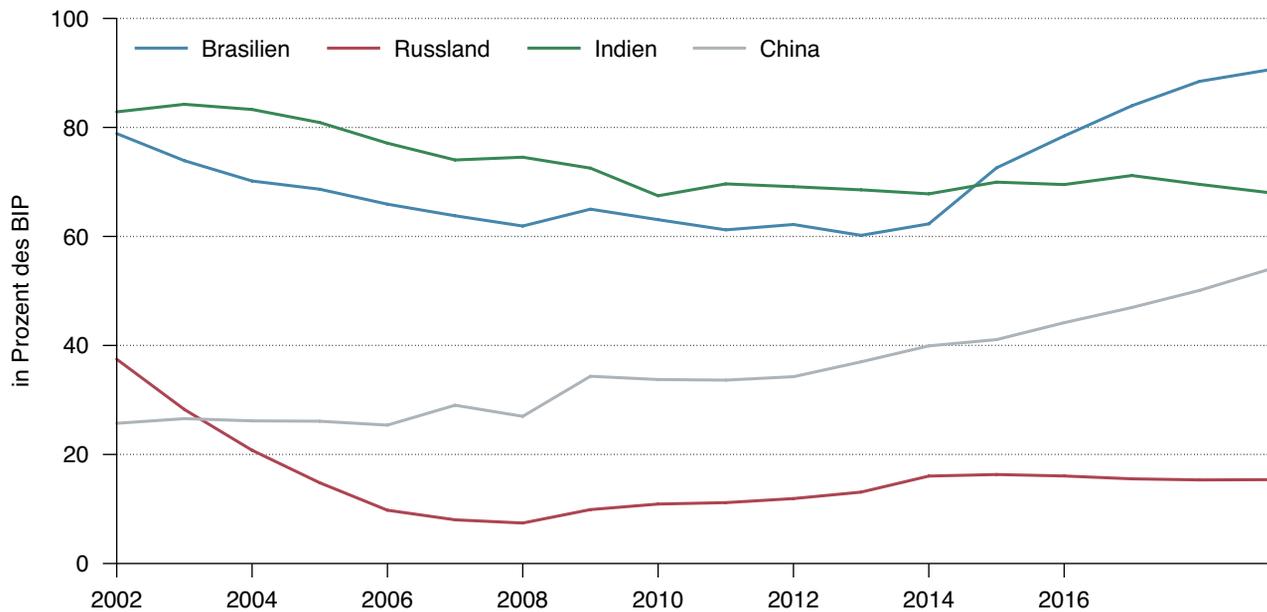


Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Staatsverschuldung Industrienationen



Staatsverschuldung Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Inflation

Auch zu Beginn des neuen Jahres bleiben in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften Überraschungen an der Inflationsfront aus. In den USA liegt die Teuerung mittlerweile unterhalb der Kernrate. In der Eurozone hat sich das Verbraucherpreiswachstum nach dem zuletzt deutlichen Rückgang im Februar bei 1.5 Prozent stabilisiert. Die europäische Zentralbank hat in ihrer jüngsten Sitzung beschlossen, die auslaufenden billigen Langfristkredite an europäische Banken ein weiteres Mal zu erneuern und den erstmöglichen Termin für einen Zinsanstieg im Euroraum auf das nächste Jahr zu verschieben. Die Notenbanker erhoffen sich davon robuste Wachstums-

raten und eine graduelle Annäherung der Teuerungsdynamik an die angestrebte 2-Prozent-Marke.

Eine Fortsetzung der ultra-expansiven Geldpolitik in der Eurozone macht den Ausstieg aus dem Negativzins für die Schweizerische Nationalbank nicht einfacher. Inflationssseitig bleibt der Druck auf die Nationalbank zwar weiterhin gering. Die Teuerung kam im Februar bei 0.6 Prozent zu liegen und die Kernrate notierte mit 0.4 Prozent nochmals etwas tiefer. Konjunkturell scheint die Schweiz ihren Höhepunkt aber überschritten zu haben. Will sich die SNB vor dem nächsten Abschwung noch ein Zins-Polster zulegen, müsste sie sich also sputen.

Überblick

	Ø 10 Jahre ¹	Inflation ²				Kerninflation ³			
		11/2018	12/2018	1/2019	2/2019	11/2018	12/2018	1/2019	2/2019
USA	1.6	2.2	1.9	1.6	-	2.2	2.2	2.2	-
Eurozone	1.3	1.9	1.5	1.4	1.5	0.9	0.9	1.1	1.0
Deutschland	1.2	2.1	1.6	1.4	1.6	1.4	1.3	1.3	-
Frankreich	1.0	1.9	1.6	1.2	1.3	0.7	0.7	0.7	-
Italien	1.2	1.6	1.1	0.9	1.1	0.7	0.6	0.5	0.5
Spanien	1.1	1.7	1.2	1.0	1.1	0.9	0.9	0.8	-
Grossbritannien	2.2	2.3	2.1	1.8	-	1.8	1.9	1.9	-
Schweiz	-0.1	0.9	0.7	0.6	0.6	0.2	0.3	0.5	0.4
Japan	0.3	0.9	0.3	0.2	-	0.3	0.3	0.4	-
Kanada	1.6	1.7	2.0	1.4	-	1.5	1.7	1.5	-
Australien	2.1	1.8	1.8	-	-	1.5	1.6	-	-
Brasilien	5.9	4.1	3.8	3.8	-	3.2	3.3	3.7	-
Russland	7.4	3.8	4.3	5.0	5.2	3.4	3.7	4.1	4.4
Indien	7.2	2.3	2.1	2.0	-	-	-	-	-
China	2.3	2.2	1.9	1.7	1.5	1.8	1.8	1.9	1.8
Industrienationen⁴	1.4	1.9	1.6	1.3	1.4	1.5	1.5	1.6	1.5
Schwellenländer⁴	4.4	2.5	2.3	2.3	2.2	2.1	2.2	2.4	2.3
Welt⁴	2.7	2.2	2.0	1.8	1.8	1.6	1.6	1.7	1.7

¹ Durchschnittliche Jahresteuerung der Konsumentenpreise in Prozent.

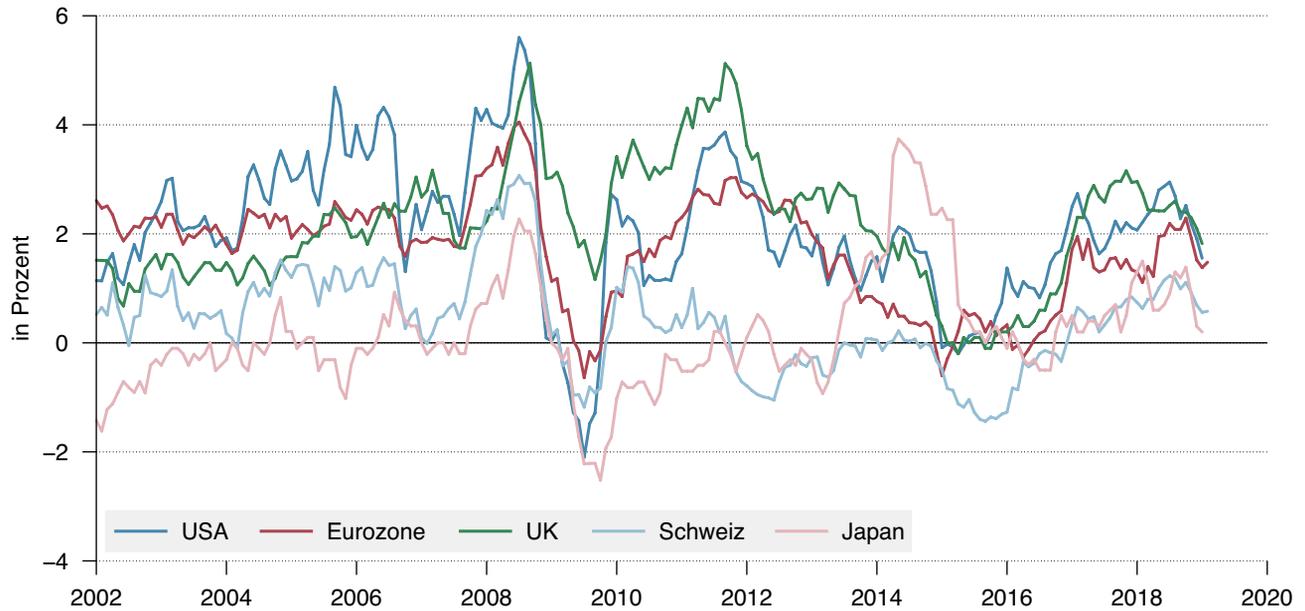
² Veränderung der Konsumentenpreise gegenüber dem Vorjahresmonat in Prozent.

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

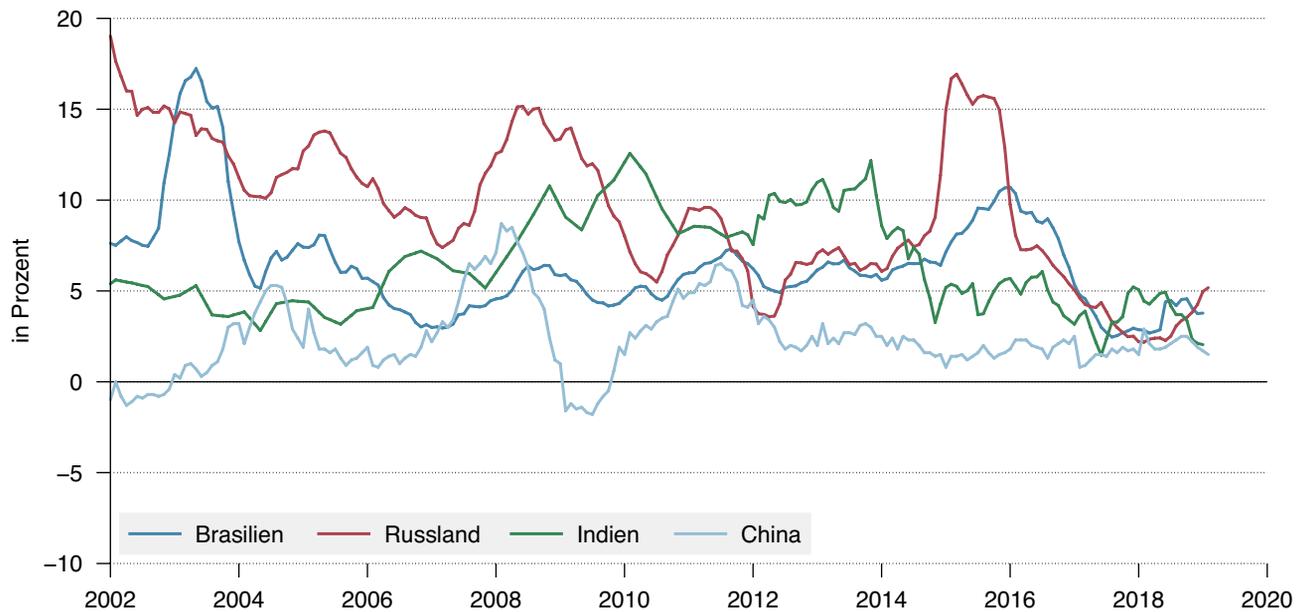
⁴ Die Aggregate werden anhand von nominalen BIP-Gewichten und Kaufkraftparitätskursen geschätzt.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Konsumentenpreisinfation Industrienationen



Konsumentenpreisinfation Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

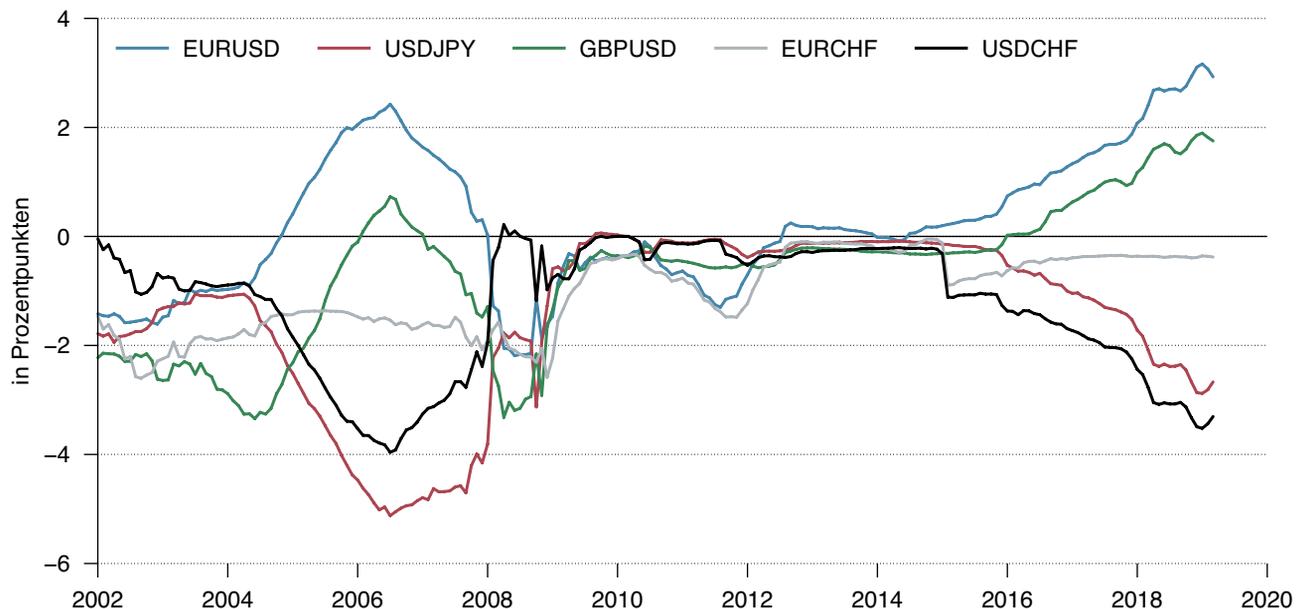
Zinsumfeld

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	1.123	2.93	2.46	1.26	0.47	3.02	2.79	1.55	0.64
USDJPY	111.1	-2.67	-2.15	-1.05	-0.60	-2.76	-2.43	-1.37	-0.87
GBPUSD	1.302	1.75	1.49	0.51	0.06	1.75	1.63	0.62	0.09
EURCHF	1.132	-0.37	-0.37	-0.43	-0.49	-0.35	-0.28	-0.42	-0.59
USDCHF	1.008	-3.30	-2.83	-1.69	-0.96	-3.37	-3.07	-1.97	-1.23
GBPCHF	1.312	-1.55	-1.34	-1.17	-0.90	-1.63	-1.45	-1.35	-1.14
CHFJPY	110.3	0.63	0.69	0.64	0.37	0.62	0.64	0.60	0.37
AUDUSD	0.704	1.14	0.59	-0.73	-2.00	1.56	0.98	-0.22	-1.46
USDCAD	1.344	-0.55	-0.40	0.19	0.45	-0.55	-0.50	-0.05	0.22
USDSEK	9.454	-2.72	-2.54	-1.34	-0.17	-2.58	-2.79	-1.54	-0.35
USD RUB	66.5	5.20	4.06	8.80	7.70	5.09	3.66	8.27	7.37
USDBRL	3.860	13.54	13.54	11.93	9.83	3.88	3.87	9.22	9.20
USDCNY	6.727	0.16	2.65	2.77	3.06	0.19	2.20	2.45	2.68
USDTRY	5.442	21.37	11.87	12.33	10.14	20.78	12.42	12.26	10.23
USDINR	70.13	7.47	7.47	8.34	7.86	3.69	4.47	5.97	5.98

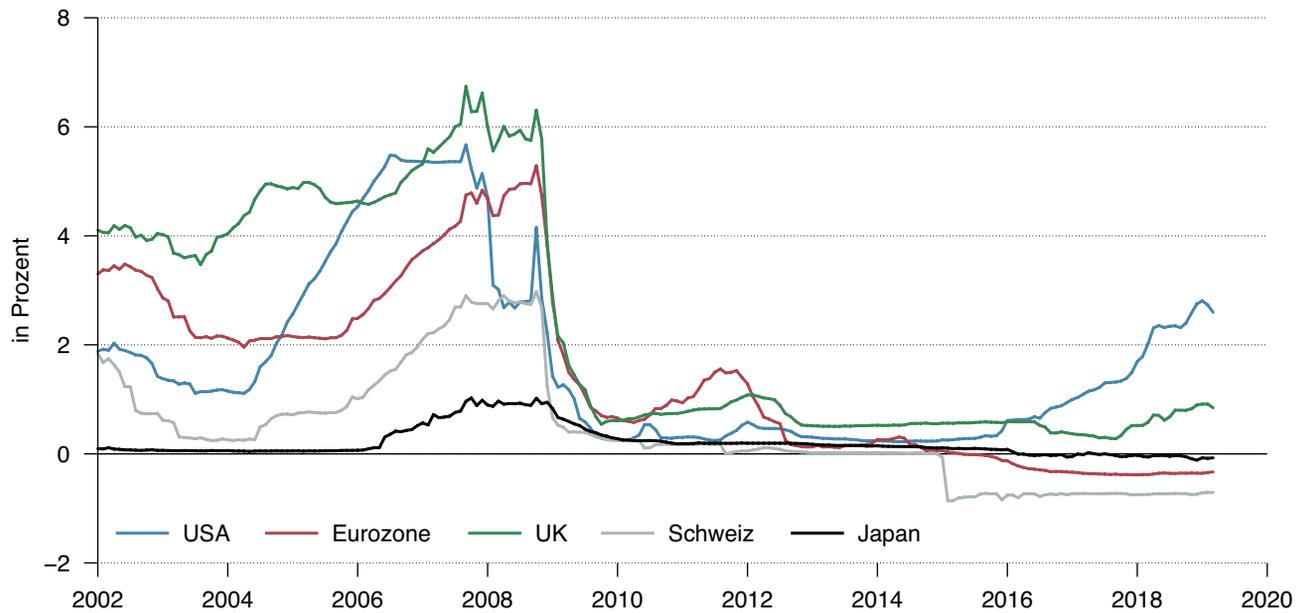
¹ Zinsen im zweiten Währungsraum abzgl. Zinsen im ersten Währungsraum; z.B. US-Dollar-Zinsen abzgl. Euro-Zinsen für EURUSD.

Zinsdifferenz

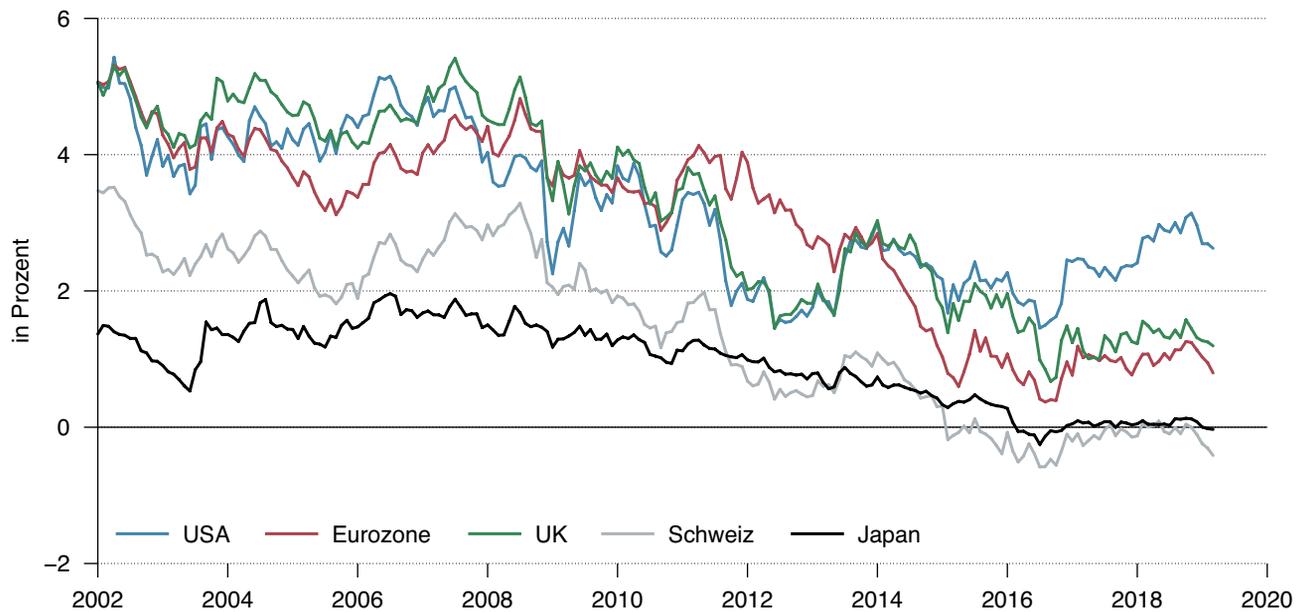


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Dreimonats-Liborsätze



Zehnjährige Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Währungsmärkte

Im Einklang mit den Aktienmärkten blieben auch die Bewegungen an den Devisenmärkten im Februar gering. Stark entwickelte sich im letzten Monat das Pfund. Auf handelsgewichteter Basis konnte die britische Währung um 1.9 Prozent zulegen. Dem Sterling Aufwind dürften Spekulationen zu einer Verschiebung des *Brexit*-Datums gegeben haben. Zu den Gewinnern im Februar darf auch der Franken gezählt werden. Zum Euro resultierte ein leichtes Plus von 0.4 Prozent. Gegenüber dem japanischen Yen verzeichnete die Schweizer Währung einen Zuwachs von 1.8 Prozent. Mit Blick auf unsere Kaufkraftparitätsschätzungen bestehen weiterhin signifikante Unterbewertungen gegenüber dem Franken im Yen, der norwegischen und der schwedischen Krone.

Weiter unter besonderer Beobachtung an den internationalen Devisenmärkten steht der chinesische Renminbi. Chinas Regierung wird nachgesagt, dass sie die Währung als Druckmittel im Handelsstreit mit der amerikanischen Regierung einsetzen. Betrachtet man den Kursverlauf des Renminbis, ist eine gewisse Gleichläufigkeit zwischen Wechselkurs und Stand der Verhandlungen nicht abzustreiten. Da passt es ins Bild, dass auf das Ausbleiben einer Einigung bei den jüngsten Gesprächen eine Aufwertung des Renminbis folgte.

Performance und Bewertung

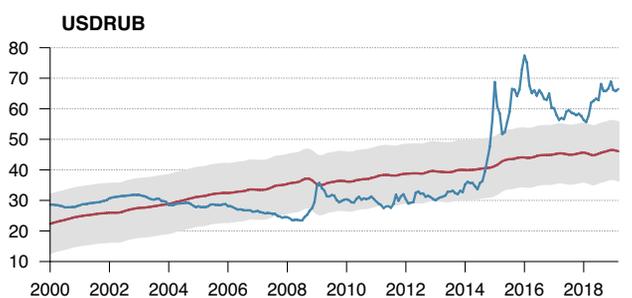
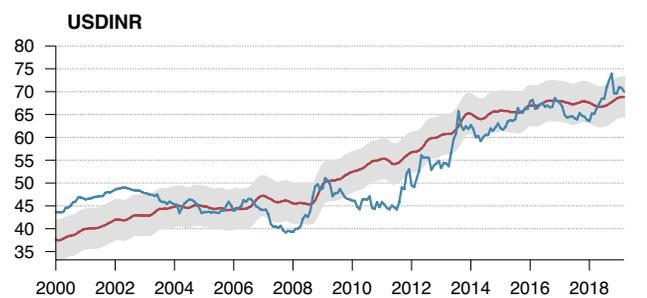
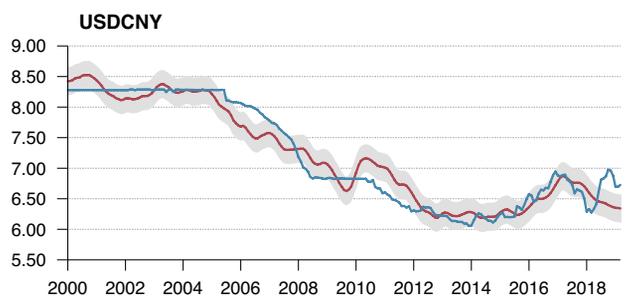
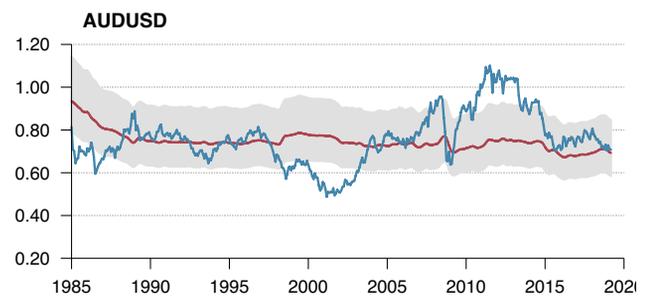
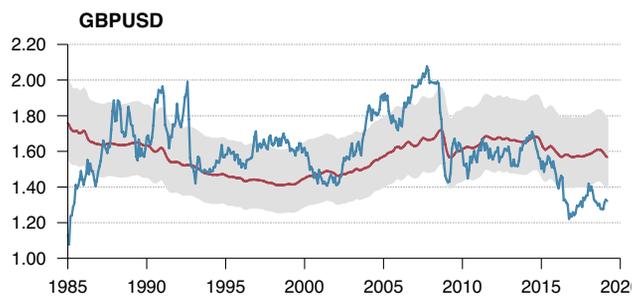
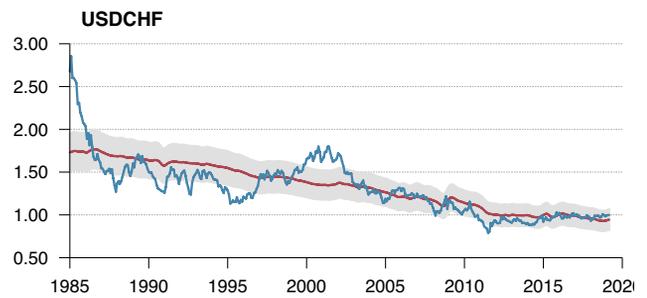
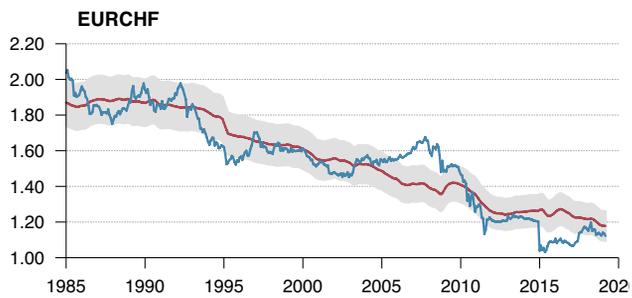
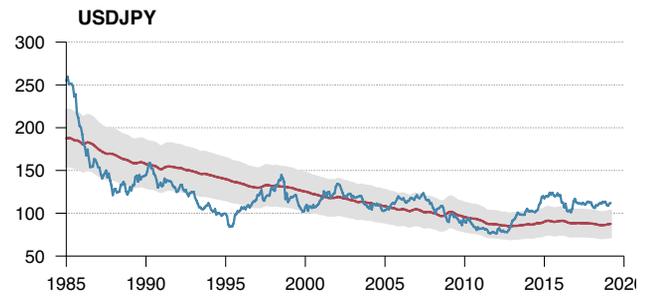
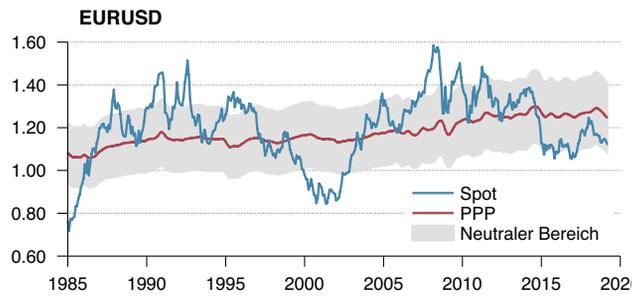
	Aktueller Wechselkurs	Performance ¹				Kaufkraftparität ²		
		YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre	PPP	Neutraler Bereich	Abweichung ³
EURUSD	1.123	-1.7	-1.4	-8.9	-19.0	1.25	1.09 - 1.41	-10.0
USDJPY	111.1	1.3	-1.4	4.8	7.6	87.5	72.2 - 102.8	27.0
GBPUSD	1.302	2.2	2.0	-5.9	-22.2	1.57	1.4 - 1.78	-17.0
EURCHF	1.132	0.5	0.2	-3.2	-7.1	1.18	1.1 - 1.26	-3.9
USDCHF	1.008	2.2	1.6	6.2	14.6	0.94	0.83 - 1.06	6.7
GBPCHF	1.312	4.5	3.7	0.0	-10.8	1.48	1.28 - 1.68	-11.4
CHFJPY	110.3	-0.9	-2.9	-1.4	-6.2	92.7	78.4 - 106.9	-16.0
AUDUSD	0.704	0.0	-2.5	-9.5	-22.5	0.69	0.59 - 0.85	1.7
USDCAD	1.344	-1.6	1.1	3.8	21.4	1.21	1.11 - 1.31	11.0
USDSEK	9.454	6.6	4.8	14.3	47.9	7.65	6.6 - 8.7	23.6
USD RUB	66.5	-4.2	0.4	16.5	82.3	46.1	36.6 - 55.5	44.2
USDBRL	3.860	-0.4	-0.1	18.2	64.9	2.97	2.41 - 3.52	30.0
USDCNY	6.727	-2.0	-2.2	6.2	9.8	6.34	6.13 - 6.55	6.1
USDTRY	5.442	2.3	2.9	42.3	146.8	3.97	3.59 - 4.35	37.1
USDINR	70.13	0.5	-0.9	7.8	14.8	68.8	64.6 - 73.1	1.9

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 \pm 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

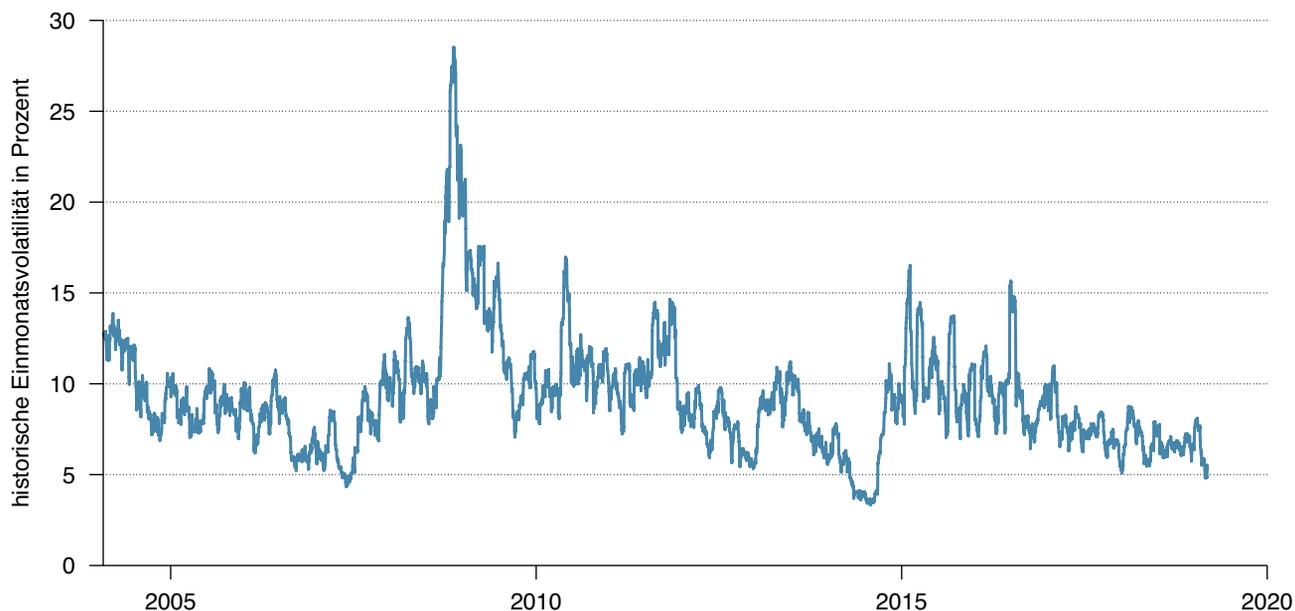
Währungsvervolatilität

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	1.123	6.1	6.1	8.4	9.8	6.8	7.0	8.6	10.3
USDJPY	111.1	7.3	6.1	9.1	10.2	6.4	7.3	9.5	10.9
GBPUSD	1.302	8.7	10.7	8.9	9.5	8.1	9.7	9.2	10.1
EURCHF	1.132	4.6	4.5	5.9	6.3	5.0	5.3	6.5	6.9
USDCHE	1.008	6.0	5.7	8.4	9.8	6.0	6.8	8.9	10.3
GBPCHF	1.312	8.4	10.2	9.1	9.6	7.5	9.3	9.4	10.2
CHFJPY	110.3	7.5	6.0	9.0	10.8	6.6	7.1	9.7	11.6
AUDUSD	0.704	8.9	8.4	9.7	11.4	8.5	9.1	10.3	12.1
USDCAD	1.344	5.9	6.0	7.9	9.0	6.8	6.8	8.2	9.5
USDSEK	9.454	9.0	8.1	9.7	11.7	9.3	8.9	10.1	12.2
USDRUB	66.5	9.7	11.2	17.1	14.4	13.0	12.7	17.2	15.3
USDBRL	3.860	12.4	13.5	15.7	14.9	15.2	14.3	15.9	15.6
USDCNY	6.727	3.8	4.8	4.4	3.3	4.2	5.5	5.2	4.5
USDTRY	5.442	16.1	16.0	14.2	13.2	28.1	17.9	15.2	14.4
USDINR	70.13	6.3	8.0	6.8	8.8	6.4	7.4	8.0	9.8

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

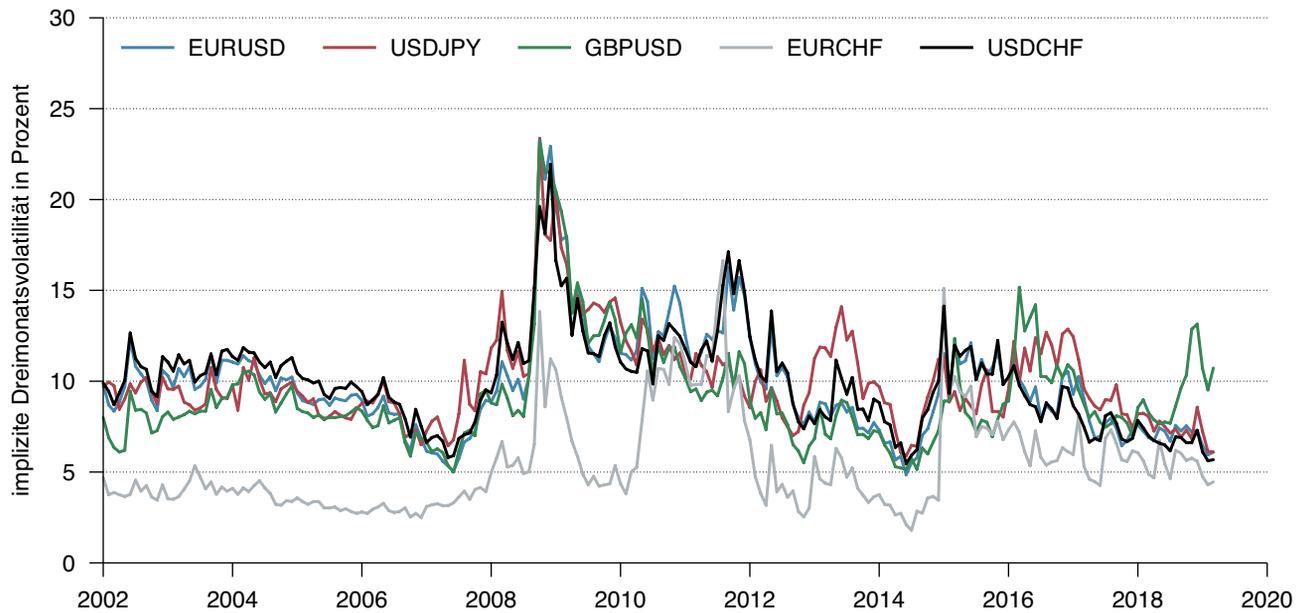
QCAM-Volatilitätsindikator³



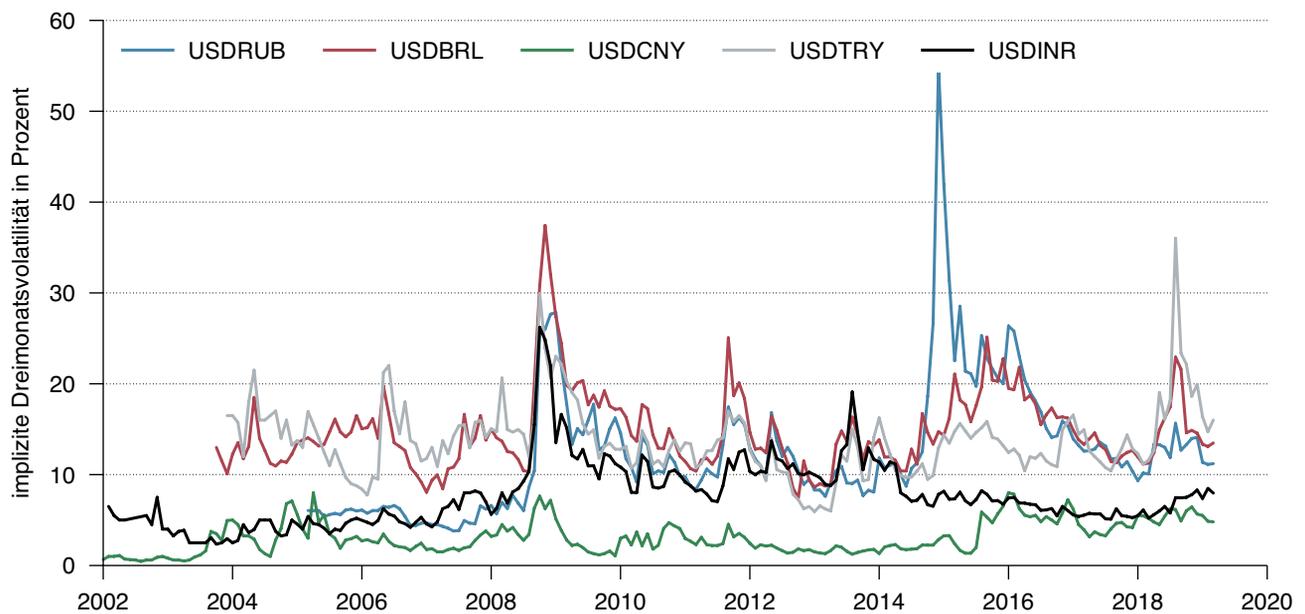
³ Der Volatilitätsindikator von QCAM bildet die Volatilität an den globalen Währungsmärkten ab; für die Berechnung wird die historische Volatilität der wichtigsten Währungspaare verwendet und mithilfe des Handelsvolumens der jeweiligen Währungspaare gewichtet.

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

Volatilität Hauptwährungen



Volatilität Schwellenlandwährungen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

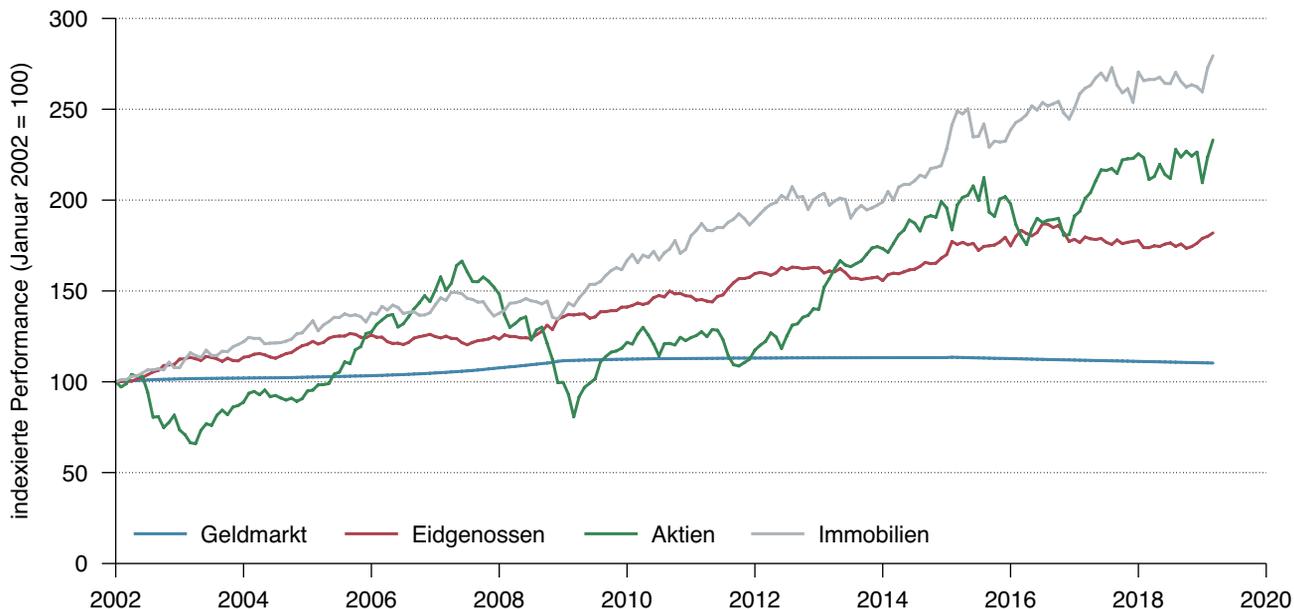
Finanzmarktumfeld

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	1.7	2.9	4.8	14.8	1.7	2.9	4.8	14.8
Unternehmensanleihen CHF	1.2	1.9	2.4	10.9	1.2	1.9	2.4	10.9
Aktien Schweiz (SMI)	11.2	7.2	8.3	30.1	11.2	7.2	8.3	30.1
Aktien Europa (Stoxx600)	10.3	8.0	2.0	31.4	10.9	8.2	-1.3	22.1
Aktien UK (Ftse100)	6.6	6.0	2.9	28.9	11.4	9.9	2.9	15.0
Aktien Japan (Topix)	5.3	-2.8	-6.0	41.1	6.3	0.2	-4.7	50.3
Aktien USA (S&P 500)	9.9	4.7	2.2	61.9	7.5	3.1	-3.8	41.2
Aktien Schwellenländer	6.9	5.5	-11.3	22.2	4.6	3.9	-16.5	6.6
Aktien Welt (MSCI World)	9.4	5.0	-1.0	38.3	7.0	3.3	-6.8	20.7
Immobilien Schweiz	7.7	7.5	5.8	39.3	7.7	7.5	5.8	39.3
Immobilien Global	10.3	3.6	11.5	37.1	8.0	2.0	5.0	19.6
Rohstoffe	4.9	-3.6	-8.1	-40.9	2.6	-5.1	-13.5	-48.4
Rohöl (Brent)	23.8	4.5	2.7	-39.6	21.1	2.9	-3.3	-47.3
Gold	1.3	4.2	-1.8	-2.8	-0.9	2.6	-7.5	-15.2

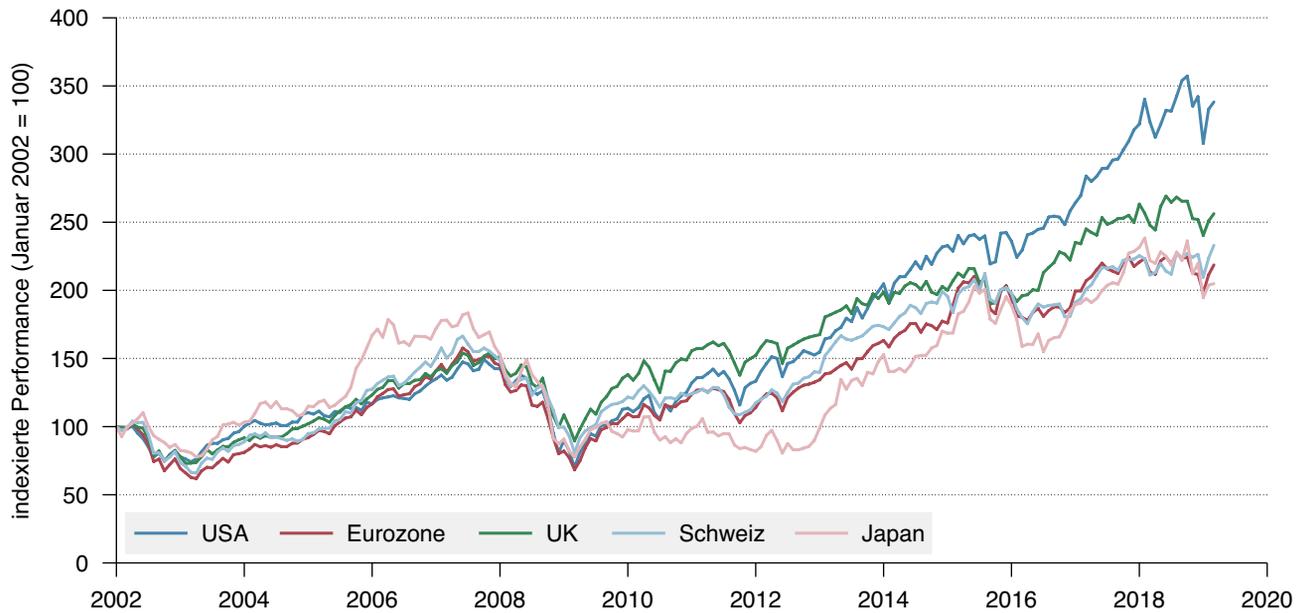
¹ Performance in Prozent für den jeweiligen Zeitraum.

Performance Schweizer Finanzanlagen

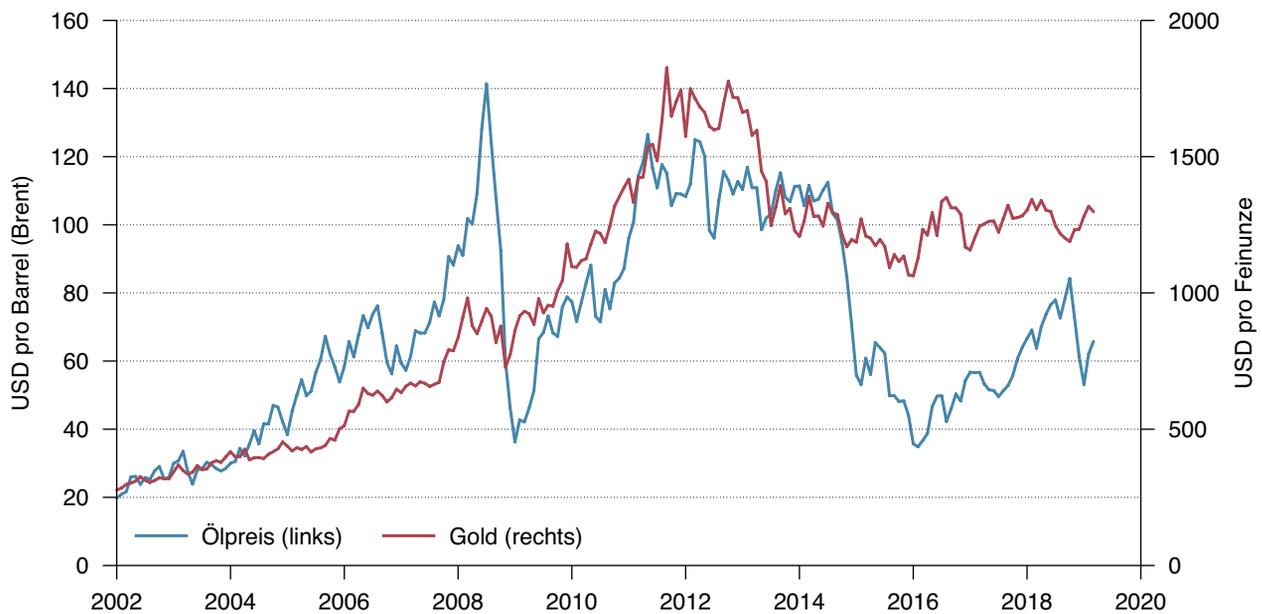


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Performance ausgewählter Aktienmärkte (in Lokalwährung)



Performance ausgewählter Rohstoffpreise



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Die Zahl des Monats

2.3 Prozent

Überraschend stark wuchs 2018 die russische Wirtschaft. Mit einem Anstieg von 2.3 Prozent des BIP lag ihr Wachstum erstmals seit 2012 wieder über 2 Prozent. Präsident Putin nutzte dies gleich aus, um in seiner Rede zur Lage der Nation eine Reihe von sozialen Wohltaten anzukündigen. Ob er damit aber das bröckelnde Vertrauen der russischen Bevölkerung zurückgewinnen kann, darf bezweifelt werden.

Rechtliche Hinweise

Diese Publikation wurde in Zusammenarbeit von QCAM Currency Asset Management AG und Wellershoff & Partners Ltd. erstellt. Die hierin enthaltenen Analysen basieren auf zahlreichen Annahmen. Unterschiedliche Annahmen könnten zu materiell unterschiedlichen Ergebnissen führen. Alle in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus als zuverlässig und glaubwürdig eingestuft Quellen. Trotzdem lehnen wir jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab. Alle Informationen und Meinungen sind nur zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Dieses Dokument darf nur im Rahmen der vertraglichen Vereinbarung reproduziert und vervielfältigt werden. Weder QCAM Currency Asset Management AG noch Wellershoff & Partners Ltd. sind haftbar für jegliche Ansprüche oder Klagen von Dritten, die aus dem Gebrauch oder der Verteilung dieser Publikation resultieren. Die Verteilung dieser Publikation darf nur im Rahmen der dafür geltenden Gesetzgebung stattfinden.

