QCAM®
Currency
Asset
Management

NOVEMBER 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
Jetzt Dollar verkaufen?

Seite 3 Die Makroperspektive
Schwache Investitionen in den USA – so what?

Seite 5 Was die Währungsmärkte bewegt
Signale vom handels-gewichteten Dollar

www.q-cam.com

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: 11. November 2019
FX Monthly erscheint monatlich in deutscher und englischer Sprache.

FX Monthly
November 2019

Inhalt

QCAM Insight	Seite 1
Die Makroperspektive	Seite 3
Was die Währungsmärkte bewegt	Seite 5
Konjunkturklima	Seite 7
Inflation und Zinsumfeld	Seite 11
Währungsmärkte	Seite 15
Finanzmarktumfeld	Seite 19
Die Zahl des Monats	Seite 21

QCAM®
Currency
Asset
Management

QCAM Insight

Jetzt Dollar verkaufen?

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

Es gibt erste Anzeichen, dass der globale Abschwung zu Ende geht. Die Finanzmärkte feiern diese gute Nachricht bereits. Aber ist die aktuelle Entwicklung tatsächlich eine Wiederholung von 2016 oder folgt der Stabilisierung eher eine Phase der Stagnation? Wenn dem Abschwung kein überzeugender Aufschwung folgt, dann könnte die Euphorie an den Märkten bald verschwinden und es wäre voreilig, den USD zu verkaufen.

Drei Entwicklungen haben die Finanzmärkte in den letzten Wochen beflügelt: das Vermeiden eines harten Brexit am 31. Oktober, die Wiederaufnahme von Handelsgesprächen zwischen den USA und China sowie bessere Wirtschaftszahlen, insbesonders die Stabilisierung der globalen Geschäftsstimmung und solide Wachstums- und Arbeitsmarktzahlen aus den USA. Der S&P-500-Index kletterte daraufhin seit Anfang Oktober knapp 7% und erreichte einen neuen Höchststand.

Die Finanzmärkte hoffen, dass dies ein Wendepunkt ist, dem wie in 2016 ein Aufschwung folgt. Eine globale Wirtschaftsbelebung wird als negativ für den USD betrachtet, da er Investoren in risikoreichere und zyklischere Währungen treibt. Wir glauben dagegen, dass es zu früh ist, den USD zu verkaufen. Erstens sind die Unsicherheiten nicht aus der Welt geschaffen. Zweitens ist die Situation anders als in 2016; auch wenn eine globale Rezession vermieden wird, ist ein solider Aufschwung nicht garantiert. Drittens ist der USD-Wechselkurs nicht einfach eine Umkehrfunktion der Weltkonjunktur.

Die Unsicherheit ist nicht verschwunden

Die Nachrichten zum Brexit und den Handelsgesprächen zwischen den USA und China sind zweifellos gut, aber sie sind keine Entwarnung. Der harte Brexit wurde vorläufig vermieden, aber das endgültige Brexit-Ergebnis bleibt unklar und könnte immer noch negative Auswirkungen mit sich bringen. Die Handelsgespräche zwischen den USA und China können schnell wieder an taktischen Manövern von Präsident Trump oder chinesischer Unnachgiebigkeit scheitern. Ausserdem haben sich neue Unruheherde um die ganze Welt entwickelt, die schnell eskalieren können.

Ende 2019 ist nicht Anfang 2016

Der Umschwung in 2016 folgte einem Abschwung, der hauptsächlich durch Konjunktursorgen in China und den Effekten fallender Ölpreise verursacht worden war. Das Blatt drehte sich schnell mit der Überwindung dieser Sorgen. Eine Wiederholung dieses Musters ist möglich, aber in unserer Meinung nicht sehr wahrscheinlich. Ja, eine

Rezession ist weniger wahrscheinlich, aber was folgt ist eher eine Periode der Wachstumsstagnation.

Mehr als drei Jahre sind seit dem Umschwung Anfang 2016 vergangen. Das ist viel im Leben eines Konjunkturzyklus, besonders wenn er wie jetzt schon alt ist. Die nachlassenden Konjunkturkräfte sind besonders auffällig im Unternehmenssektor, der gegen schwächelnde Gewinne kämpft. Auch ist der bereits verübte Schaden an der Globalisierung zu gross, als dass Handel und Investitionen schnell wieder anspringen könnten, selbst wenn es zu einem Handelsabkommen zwischen den USA und China kommt. Zuletzt scheinen die Konjunkturmaßnahmen in China nur auszureichen, um eine kontrollierte Abschwächung des Wachstums zu garantieren und nicht mehr.

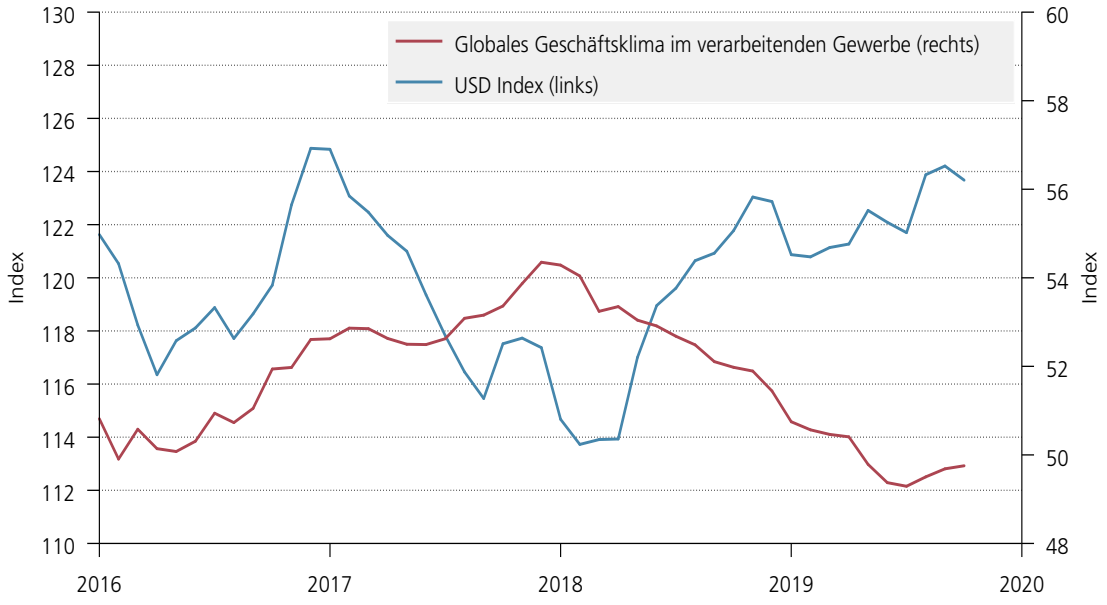
Den USD bewegt mehr als nur die Weltkonjunktur

Es gibt zweifellos eine inverse Beziehung zwischen dem USD und der Weltkonjunktur: der USD tut sich schwer, wenn die Weltkonjunktur brummt und umgekehrt. Aber diese Beziehung ist nicht linear und kann gleichzeitig von anderen Faktoren überschattet werden.

In 2016 verging fast ein Jahr, bis der USD fiel (vgl. Abbildung). Ja, er gewann sogar erstmal dank dem Brexit-Referendum und der Wahl von Donald Trump. Das Blatt wendete sich erst 2017 mit der Wahl von Emmanuel Macron und dem gleichzeitigen Wirtschaftsboom in der Eurozone.

Damit der USD wirklich fallen kann, muss eine andere Währung oder Währungsgruppe glänzen. Der EUR wird diese Rolle so schnell nicht übernehmen, besonders solange Deutschland stagniert. Unsere beste Vermutung ist daher eine USD-Seitwärtsbewegung mit Risiken auf beiden Seiten. Wirklich gute Nachrichten aus Europa und/oder eine politische Krise in den USA sind die Hauptrisiken für den USD. Auf der anderen Seite könnten eine schnellere Konjunkturerholung in den USA und Erwartungen geldpolitischer Straffung den USD auch wieder beflügeln.

USD Index und globales Geschäftsklima im verarbeitenden Gewerbe
Index auf beiden Skalen



Quelle: JP Morgan und QCAM

QCAM®
Currency
Asset
Management

Die Makroperspektive

Schwache Investitionen in den USA – so what?

Weltweit halten sich die Wachstumsraten wacker. Dies gilt auch für die USA. Die Investitionstätigkeit bleibt dort aber das Sorgenkind. Auf eine schwache Investitionstätigkeit folgt häufig ein Rückgang in anderen Bereichen einer Volkswirtschaft und damit eine Rezession. Es kann aber weiterhin darauf gehofft werden, dass es dieses Mal (noch) nicht soweit kommt.

Die ersten Schätzungen für das Wirtschaftswachstum im 3. Quartal zeigen, dass die Welt trotz schwächerem Wachstum noch ein gutes Stück von einer globalen Rezession entfernt ist. In China meldeten die Behörden mit 6.0% zwar das tiefste Wachstum seit Anfang der 1990er-Jahre. Darin spiegelt sich aber hauptsächlich die Bereitschaft der chinesischen Regierung, tiefere Trendwachstumsraten zu akzeptieren. Konjunkturell zeigten sich nämlich zuletzt einige Hoffnungsschimmer. Insbesondere kleinere, exportorientierte Unternehmen zeigen sich wieder etwas optimistischer.

Die Eurozone profitierte im 3. Quartal davon, dass Länder wie Frankreich und Spanien weiterhin stabiles Wachstum ausweisen. Diese sind weniger von der weltweiten Industrie- und Handelsschwäche betroffen als Deutschland. Mit 1.1% im Jahresvergleich wies die Eurozone im 3. Quartal ein solides Wachstum aus. Ausblickend muss aber festgestellt werden, dass die vorlaufenden Indikatoren für Spanien sich deutlich verschlechtert haben. Nur noch Frankreich scheint als Wachstumslokomotive übrig zu bleiben.

In den USA wiederum bestätigte sich, dass die Konsumenten weiterhin in Kauflaune sind. Das annualisierte Quartalswachstum von 1.9% wurde hauptsächlich von ihnen getragen. Zu einem kleineren Teil half auch der Immobilienmarkt. Dieser trug zum ersten Mal seit dem Ende 2017 wieder positiv zum Wirtschaftswachstum bei. Die seit Ende des letzten Jahres stark gefallenenen Zinsen wirken sich in einer erhöhten Hypothekarkreditvergabe aus. Schliesslich waren auch erhöhte Staatsausgaben für das Wirtschaftswachstum im 3. Quartal verantwortlich.

Steuerreform mit wenig Auswirkungen

Schlecht sieht es hingegen auf der Seite der Investitionen der Unternehmen aus. Diese fielen diesen Sommer so tief aus wie zuletzt Ende 2015. Darin zeigt sich zum einen die Verunsicherung, welche die von der US-Regierung angezettelten Handelsstreitigkeiten bei den Unternehmen verursacht haben. Seien es angedrohte oder implementierte Zölle oder die Risiken, dass Lieferketten angepasst werden müssen: Es scheint für Unternehmen rational, vorläufig mit Investitionen abzuwarten. Die jüngst beruhigenden Signale der verschiedenen Konfliktparteien reduzieren diese Unsicherheiten tendenziell. Es stellt sich aber die Frage, ob nicht doch zuviel Geschirr zerschlagen wurde und ob die Unsicherheiten in Bezug auf die zukünftigen Entwicklung der Globalisierung aus den Köpfen der Unternehmer tatsächlich verschwinden können.

Zum anderen zeigen die schlechten Investitionsdaten auch, dass die Auswirkungen der Steuerreform der US-Regierung kaum mehr sichtbar sind. Es war für Ökonomen schon von Anfang keine Überraschung, dass die Steuerreform nur wenig Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum zeigt. Stimulusmassnahmen spät

in einem Wirtschaftszyklus sorgen für Verdrängungseffekte, nicht für erhöhtes Wachstum.

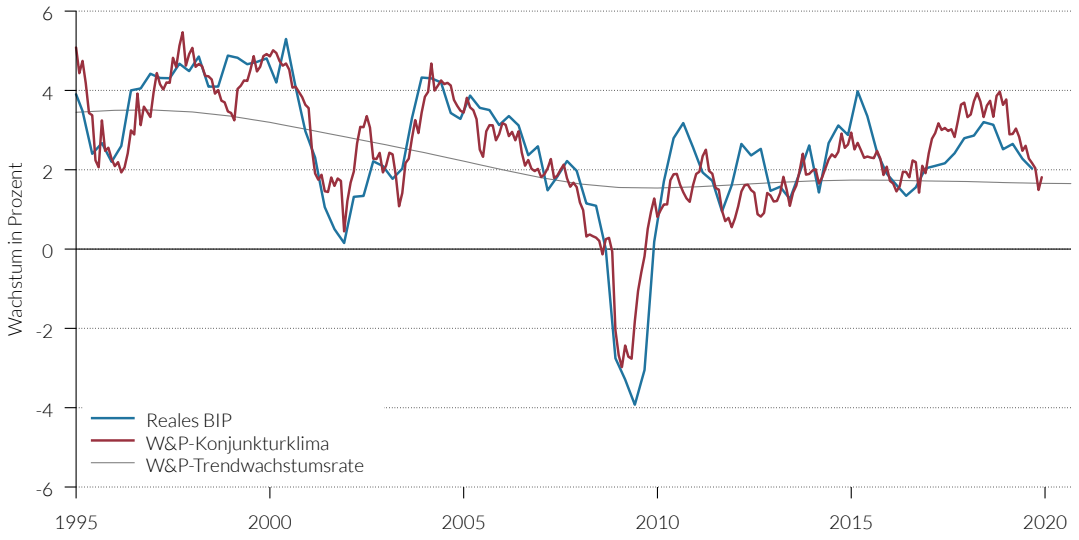
Schwache Investitionen deuten auf eine Rezession...

Was sagen die schwachen Investionen über die Rezessionsgefahren aus? Unternehmen realisieren im Normalfall zuerst, dass eine wirtschaftliche Schwäche ansteht. Die Konsumenten sind erst dann betroffen, wenn die Unternehmen Stellen abbauen müssen – also, wenn die Rezession bereits da ist. Rezessionsprognosemodelle basierend auf Investitionen zeigen tatsächlich deutlich erhöhte Werte an. Nicht nur sind die tatsächlichen Investitionen gesunken, auch die Unternehmensgewinne sind nicht mehr gewachsen – es ist also weniger Geld für Investionen vorhanden. Zusätzlich verbleibt auch die Stimmung der Unternehmen weiterhin auf eher tiefem Niveau, auch wenn sich der ISM Manufacturing im Oktober stabilisiert hat.

... diese folgt aber nicht zwingend

Schwache Investitionen sind aber kein zwingendes Argument, dass eine Rezession ansteht. In anderen Worten, auch wenn die Unternehmensinvestitionen schwächeln, muss daraus nicht zwingend eine Abwärtsspirale folgen, welche die Konsumenten mitzieht. Die Investitionsschwäche im Jahr 2015 war genauso ein Fall. Auch wenn die Steuerreform nur beschränkten Einfluss auf das tatsächliche Wirtschaftswachstum aufwies, stieg die Stimmung von Unternehmen und Konsumenten Ende 2016 nach der Wahl des US-Präsidenten deutlich an. Auch in der aktuellen Situation ist eine Verbesserung der Stimmung der Unternehmen denkbar. Wenn sich die verschiedenen politischen Unsicherheiten tatsächlich reduzieren würden, ist ein Szenario durchaus realistisch, indem sich die Investitionen wieder erholen, ohne dass vorher die Konsumenten von der Schwäche angesteckt wurden.

Aktuelle Wachstumsraten in den USA nahe des Trend



Quelle: Refinitiv, Wellershoff & Partners

QCAM®
Currency
Asset
Management

Was die Währungsmärkte bewegt

Signale vom handels-gewichteten Dollar

Der US-Dollar bleibt sehr hoch bewertet. Im Verhältnis zu den Währungen seiner wichtigsten Handelspartner ist der Dollar 15% zu stark. Ein Blick zurück bis in die frühen 1970er-Jahre deutet darauf hin, dass diese Überbewertung nun schon vergleichsweise lange andauert. Es ist also damit zu rechnen, dass diese Phase zu Ende geht – wann dies geschieht, sagen uns die Daten aber nicht.

Wechselkursbewegungen können nicht zuverlässig in jedem Detail prognostiziert werden - insbesondere nicht die Punktprognosen für einen bestimmten Zeitpunkt. Auch ist der Zusammenhang zwischen Zinsänderungen und nachhaltigen Wechselkursverschiebungen nur sehr vage – auch wenn diese Zinssätze dessen ungeachtet oft als Grund für den Kauf oder Verkauf einer Währung genannt werden.

Waren brauchen einen Preis.....

Stärker beeinflusst wird der Wert einer Währung von der Notwendigkeit, dass der Wechselkurs die unterschiedlichen Veränderungen der inländischen und der ausländischen Preise ausgleichen muss – in anderen Worten, er muss sich den Änderungen der Kaufkraftparität anpassen. In diese Gleichung gehen viele Faktoren ein, darunter die Kosten, die lokale Produzenten für die Inputs bezahlen müssen. Damit eingeschlossen sind auch die Kosten für die Kreditaufnahme. Die Zinsen finden so ihren Weg in die Berechnung, aber eben auch viele andere Faktoren.

...und der Preis der Ware zählt

Diese Zusammenhänge gelten auch für den US-Dollar und die US-Wirtschaft, obwohl diese einen grossen Heimatmarkt aufweist. Die Grafik zeigt die Abweichung des US-Dollars von der bilateralen Kaufkraftparität der USA zu ihren wichtigsten Handelspartnern seit Anfang der 1970er-Jahre, als das Bretton-Woods-Übereinkommen über feste Wechselkurse zusammenbrach.

Aus der Grafik geht hervor, dass es längere Zeiträume gegeben hat, in denen der Dollar im Vergleich zu den Währungen seiner wichtigsten Handelspartner günstig war – zum Beispiel in den 1970er- und den 1990er-Jahren, aber auch zu gewissen Zeitpunkten zwischen 2004 und 2012. Diese Unterbewertung wurde aber nie grösser als rund 12 Prozent. In verschiedenen Phasen war der US-Dollar aber auch stark, am stärksten in den 1980er-Jahren, als der US-Dollar eine Überbewertung von mehr als 30 Prozent aufwies. Solche Extreme der Überbewertung können aber nicht lange anhalten. Damals begann der US-Kongress nach Wegen zu suchen, wie man «unfairen» Aussenhandelspraktiken entgegenwirken kann. Dabei wird deutlich, dass Politik und Handel immer eng miteinander verbunden waren – auch und gerade in den USA, trotz ihres grossen Heimatmarkts. Politiker müssen immer auf Beschwerden von Unternehmen und Wählern in ihren Wahlkreisen reagieren. Die aktuelle Stärke des Dollars – 15 Prozent handelsgewichtete Überbewertung – hält dieses Thema darum auf der Tagesordnung.

Extreme Über- und Unterbewertungen sind in der Regel nicht nachhaltig

Die Grafik zeigt damit auch, dass extreme Über- und Unterbewertungen in der Regel nicht nachhaltig sind und dass die Korrekturen schnell und deutlich erfolgen können. Der

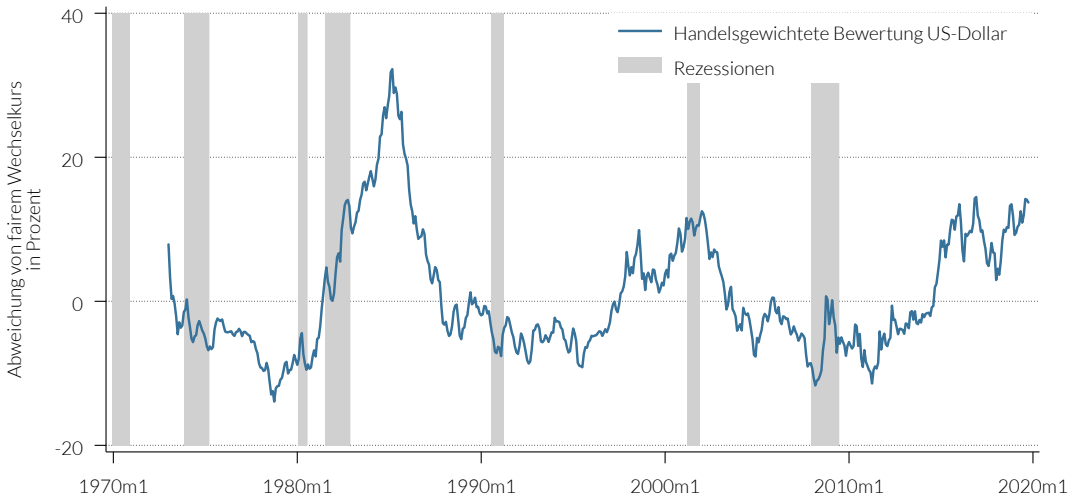
Dollar weist derzeit die stärkste Überbewertung seit Ende der 1980er-Jahre auf. Gleichzeitig ist die aktuelle Überbewertung bereits fast ein halbes Jahrzehnt alt. Das sollte uns zu denken geben. Aber obwohl eine Korrektur fällig sein könnte, können wir nicht wissen, wann sie stattfinden wird. Auch sind starke Bewegungen möglich, ohne dass sich schliesslich an der Überbewertung viel ändert. Dies geschah das letzte Mal in 2017 und 2018, als eine plötzliche Korrektur zu einem faireren Wert von einer ebenso schnellen Rückkehr zur ursprünglichen Überbewertung gefolgt wurde.

Auch Zölle sind ein Faktor

Zusätzlich stellt sich auch in der aktuellen Situation die Frage, wie stark die Behörden eingreifen werden. Damit sind nicht nur Zentralbanken mit Deviseninterventionen oder einem Quantitative Easing gemeint, sondern auch Regierungen, die Zölle erheben können. Wenn Präsident Trump bestimmte importierte Waren als zu billig erachtet, besteht eine Möglichkeit, einen Einfuhrzoll zu erheben, die Produkte damit zu verteuern und den Preisnachteil der USA auszugleichen. Aus den Lehrbüchern wissen wir, dass solche Strafzölle eine Wirtschaft auf lange Sicht wettbewerbsunfähiger machen und letztendlich zu einer schwächeren Währung führen werden. Aber die langfristigen Auswirkungen schlechter politischer Entscheidungen scheinen in Washington heutzutage nicht mehr auf der politischen Tagesordnung zu stehen.

Der Preis der handelbaren Waren ist entscheidend für den US-Dollar

Abweichung des US-Dollars von seiner bilateralen Kaufkraftparität im Verhältnis zu den wichtigsten US-Handelspartnern



Quelle: Refinitiv, Wellershoff & Partners

Konjunkturklima

Die bisher publizierten Schätzungen für das Wirtschaftswachstum im dritten Quartal fielen solid aus. Auch wenn die Wachstumsraten zuletzt gefallen sind, liegen sie mehrheitlich in der Nähe des Trendwachstums, also dem langfristig nachhaltigen Wachstum. Dies gilt auch für die USA, wo dank den Konsumenten das Wachstum mit 1.9% (im annualisierten Quartalswachstum) vermutlich sogar leicht über Trend ausgefallen ist. In der Eurozone liegt der Trend – hauptsächlich aufgrund des tieferen Bevölkerungswachstums – tiefer. Mit einem Wachstum vom 1.1% im dritten Quartal (im Jahresvergleich) liegt das Wachstum auch auf dieser Seite des Atlantiks nahe dem Trend.

Die vorlaufenden Indikatoren wecken derweil Hoffnung auf eine Stabilisierung. Während in der Eurozone die Stimmung ihren Abwärtstrend fortsetzt, geschieht dies weiterhin sehr sachte und auf relativ hohem Niveau. Der Rückgang der Industriestimmung in den USA ging in den vergangenen Monaten deutlich schneller vonstatten, sie scheint nun aber Boden gefunden haben. Auch in China deuten die letzten Daten aus der Industrie auf eine Erholung. In Grossbritannien schliesslich konnte der freie Fall der Stimmungsindikatoren zumindest gebremst werden. Die wirtschaftlichen Aussichten bleiben aber – trotz weiterer Verschiebung des Brexits – kurzfristig nicht rosig.

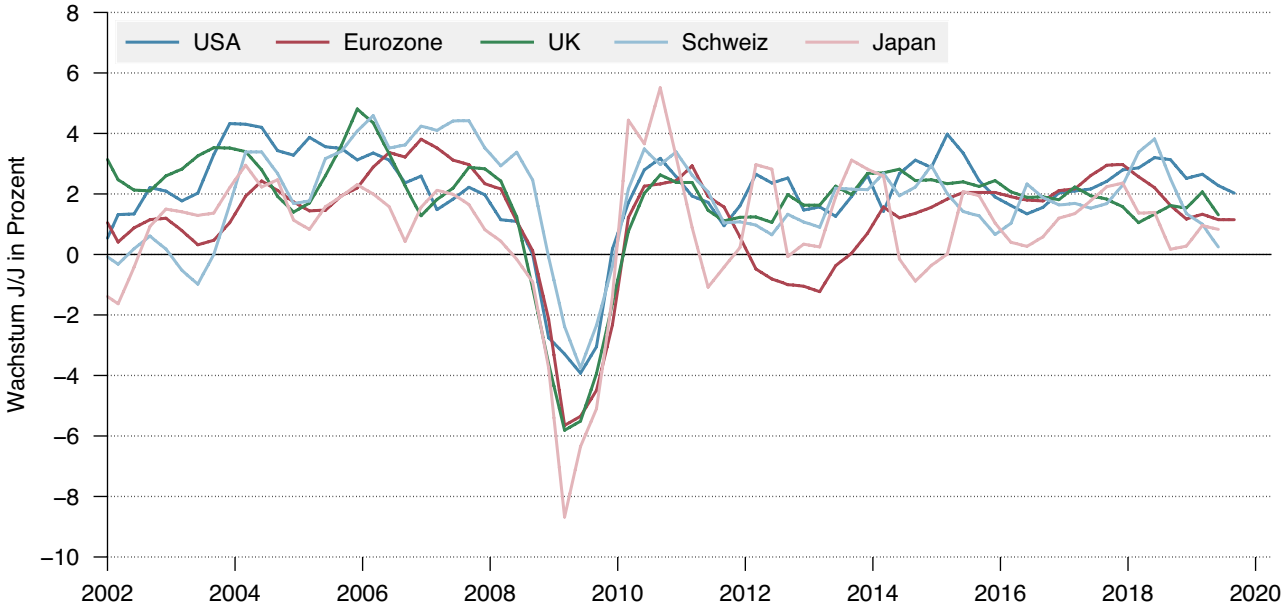
Überblick

	Trend-wachstum[1]	Reales BIP-Wachstum[2]				W&P-Konjunkturklimaindikatoren[3]			
		Q4/2018	Q1/2019	Q2/2019	Q3/2019	7/2019	8/2019	9/2019	10/2019
USA	1.7	2.5	2.7	2.3	2.0	2.2	2.0	1.5	1.8
Eurozone	1.0	1.2	1.3	1.1	1.1	1.6	1.7	1.4	1.3
Deutschland	1.4	0.6	0.9	0.4	–	1.4	1.4	1.2	1.2
Frankreich	0.7	1.2	1.3	1.4	1.3	1.5	1.5	1.4	1.4
Italien	0.2	-0.1	0.0	0.1	0.3	0.2	0.1	0.0	0.0
Spanien	1.6	2.1	2.2	2.0	2.0	1.8	2.0	1.6	1.2
Grossbritannien	1.8	1.5	2.1	1.3	–	0.9	0.7	0.3	0.5
Schweiz	1.5	1.4	1.0	0.3	–	1.2	1.5	0.9	1.2
Japan	0.4	0.3	1.0	0.8	–	1.7	1.7	1.6	1.6
Kanada	1.6	1.6	1.4	1.6	–	1.6	1.8	1.3	1.4
Australien	2.4	2.2	1.7	1.4	–	2.3	2.3	2.4	2.5
Brasilien	1.4	1.1	0.5	1.0	–	1.7	1.8	1.7	–
Russland	0.1	2.7	0.5	0.9	–	-0.4	-0.5	-3.2	-2.3
Indien	7.7	6.6	5.8	5.0	–	5.7	5.5	5.4	5.2
China	7.4	6.4	6.4	6.2	6.0	6.2	6.3	6.5	6.6
Industrienationen[4]	1.4	1.9	2.0	1.6	1.5	1.8	1.8	1.4	1.5
Schwellenländer[4]	6.0	4.9	4.5	4.4	4.3	4.6	4.6	4.7	4.7
Welt[4]	3.5	3.5	3.3	3.1	3.0	3.2	3.1	3.0	3.1

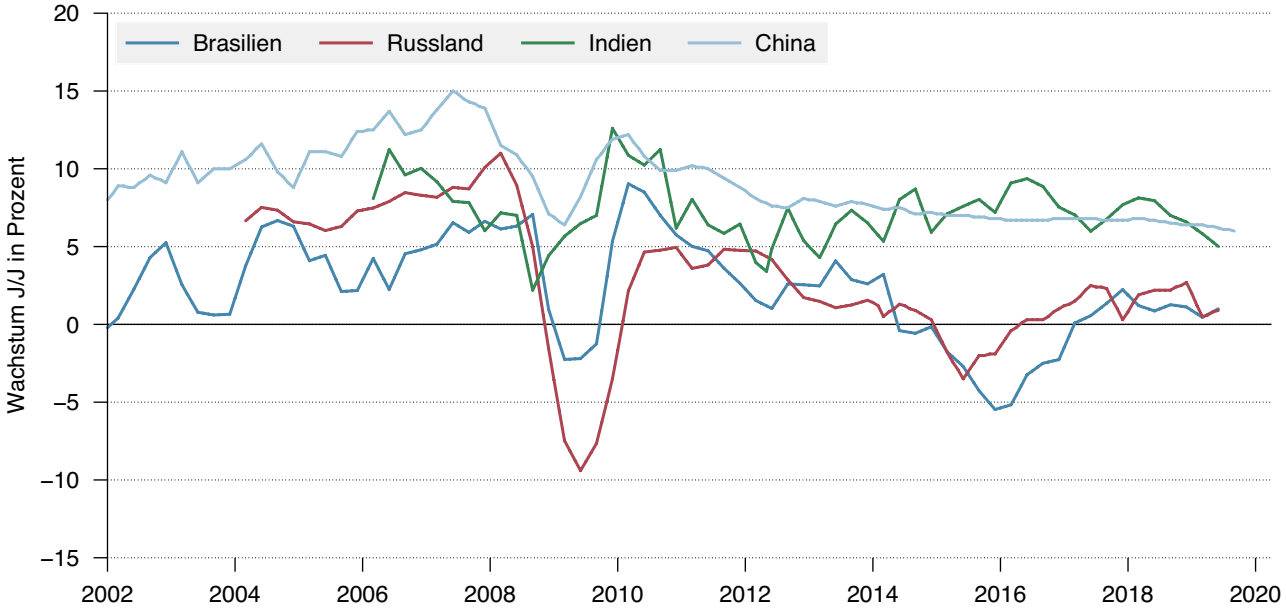
[1] Aktuelle Trendwachstumsrate des realen BIP in Prozent pro Jahr gemäss Trendwachstumsmodell von Wellershoff & Partners.
[2] Veränderung des realen BIP gegenüber dem Vorjahresquartal in Prozent.
[3] Die Konjunkturklimaindikatoren von Wellershoff & Partners haben einen Vorlauf auf die offiziellen BIP-Wachstumsraten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

Wirtschaftswachstum Industrienationen



Wirtschaftswachstum Schwellenländer



Quelle: Refinitiv, Wellershoff & Partners

QCAM®
Currency
Asset
Management

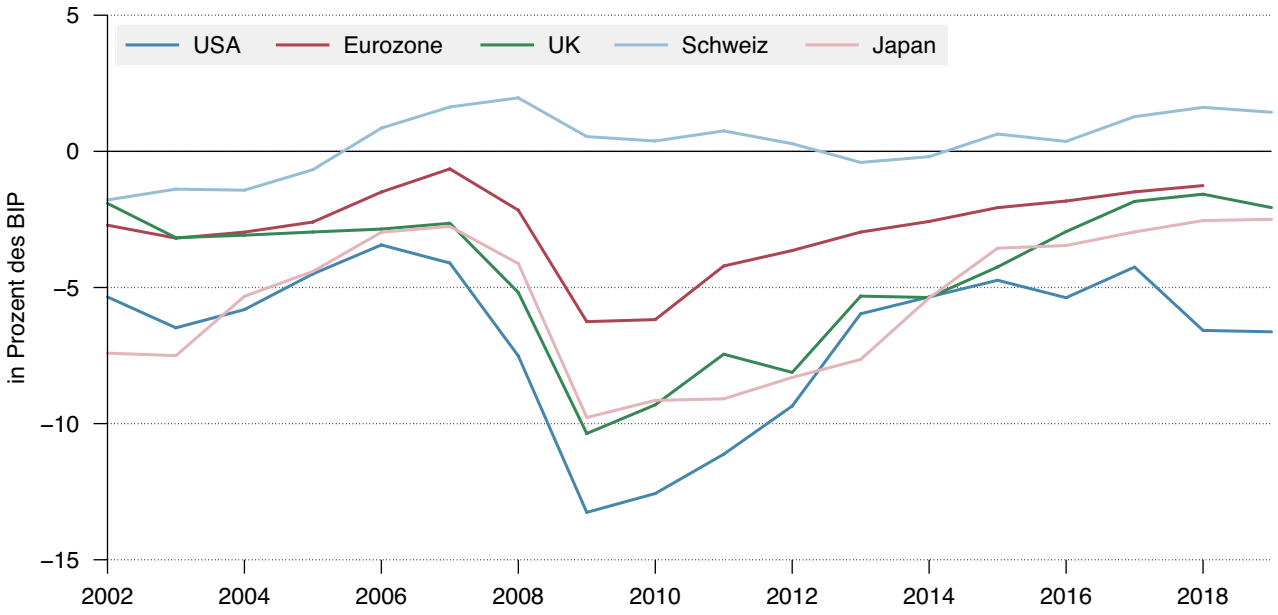
Wirtschaftsindikatoren

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	24.8	-2.3	-2.4	105.7	110.3	-5.3	-6.6	4.9	3.6
Eurozone	16.1	15.4	3.8	–	109.2	–	-1.8	–	10.0	7.5
Deutschland	4.6	4.5	7.9	7.3	76.2	66.5	1.0	0.9	6.0	5.0
Frankreich	3.3	3.1	-0.6	0.0	121.8	124.1	-3.3	-3.2	9.5	8.2
Italien	2.5	2.3	2.3	2.6	155.5	151.0	-2.5	-2.4	11.6	9.8
Spanien	1.7	1.6	1.5	0.8	115.9	113.0	-4.3	-2.0	19.7	14.2
Grossbritannien	3.6	3.2	-4.5	-5.6	113.7	112.4	-3.2	-2.1	4.7	3.3
Schweiz	0.9	0.8	9.2	9.6	42.7	40.3	0.7	1.4	3.1	2.2
Japan	6.1	6.0	3.1	3.0	220.8	225.6	-3.6	-2.5	3.1	2.4
Kanada	2.1	2.0	-2.9	-1.9	89.8	87.5	-0.2	-0.7	6.6	5.5
Australien	1.7	1.6	-3.1	-0.3	38.9	41.8	-2.1	-0.7	5.7	5.2
China	14.8	16.3	1.7	1.0	44.5	55.6	-3.2	-6.1	4.0	–
Brasilien	2.5	2.1	-1.9	-1.2	77.0	91.6	-8.1	-7.5	10.3	11.8
Indien	3.0	3.4	-1.4	-2.0	67.8	69.0	-7.0	-7.5	–	–
Russland	2.0	1.9	3.7	5.7	15.7	16.5	-1.3	1.0	5.3	4.5

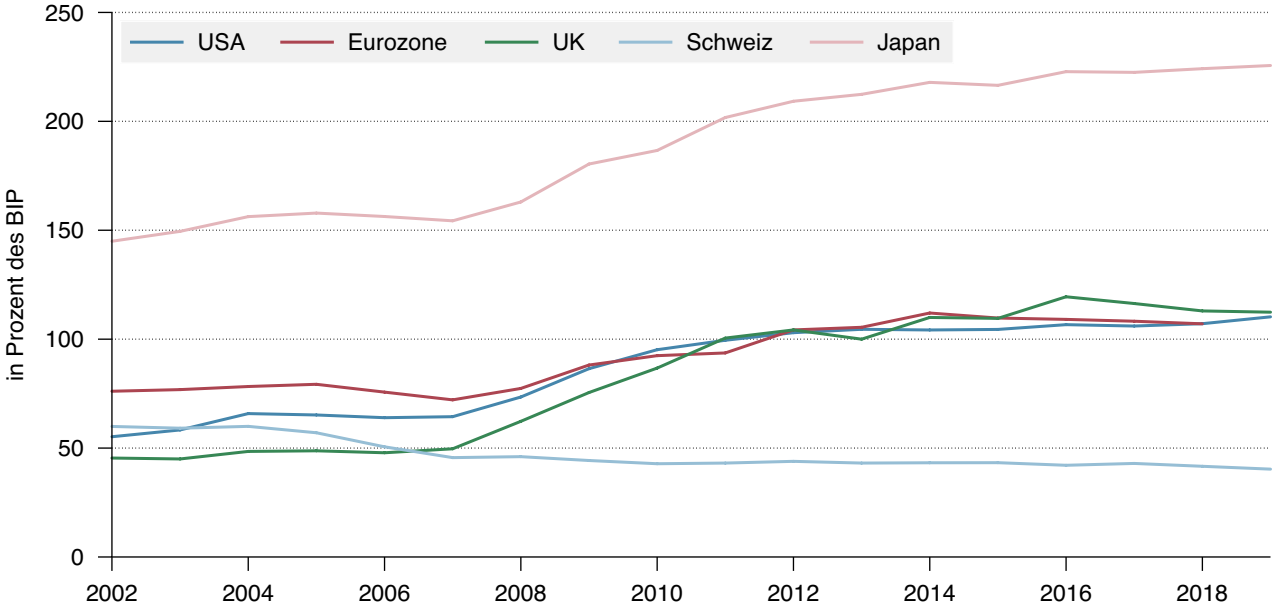
[1] In Prozent; Berechnung anhand von Marktwechselkursen. [2] In Prozent vom nominalen BIP. [3] In Prozent.

Budgetdefizit Industrienationen

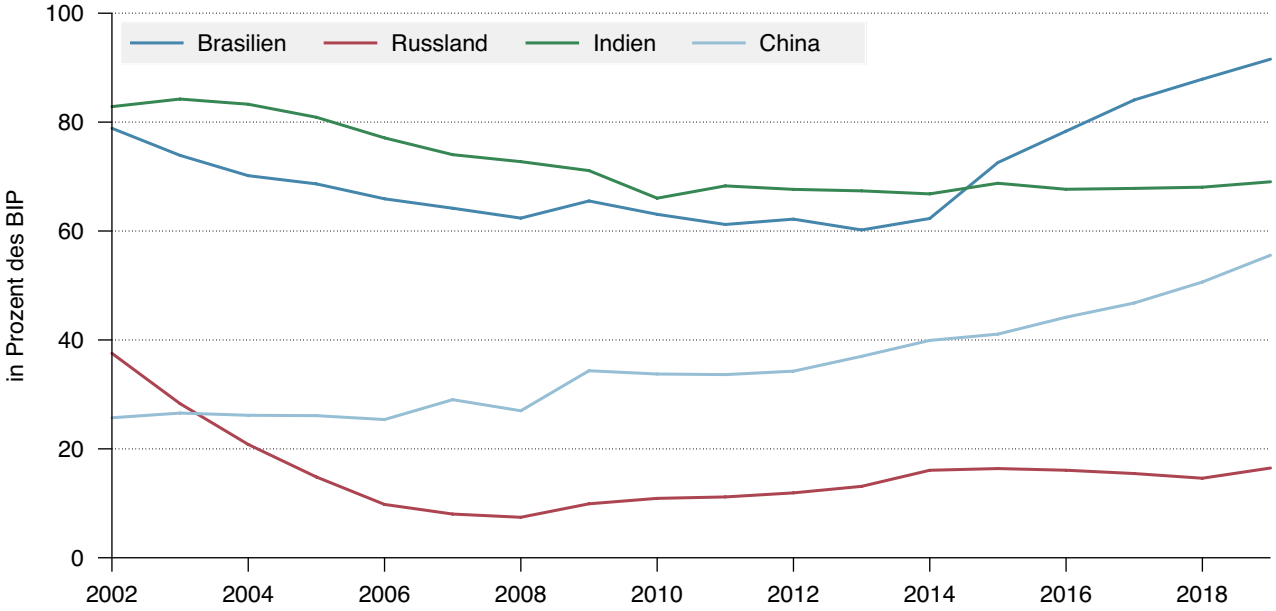


Quelle: Refinitiv, Wellershoff & Partners

Staatsverschuldung Industrienationen



Staatsverschuldung Schwellenländer



Quelle: Refinitiv, Wellershoff & Partners

Inflation

Weltweit bleiben die Inflationsraten auf bescheidenem Niveau. In der Schweiz fiel diese im Oktober sogar wieder in den negativen Bereich. Gegenüber dem Vormonat nahmen die Konsumentenpreise um 0.2% ab, im Jahresvergleich um 0.3%. Die Kerninflation, welche frische und saisonale Produkte sowie Energie und Treibstoffe ausschliesst, lag mit einem Plus von 0.2% gegenüber dem Vorjahr zwar noch leicht im Plus. Sie befindet sich aber nur noch knapp im Band, dass die Schweizerische Nationalbank (SNB) mit ihrer Geldpolitik anstrebt. Viele Möglichkeiten, um auf die Preise Einfluss zu nehmen, hat die SNB allerdings nicht mehr, auch wenn deren Vertreter nicht müde werden zu betonen, dass weitere Senkungen der Zinsen noch möglich sind. Kurzfristig würde die SNB bei Bedarf aber eher auf weitere Deviseninterventionen setzen um eine Währungsaufwertung und nochmals tiefere Inflation zu vermeiden.

Auch in der Eurozone gab die Teuerung im Oktober auf ein Drei-Jahres-Tief nach. Sie fiel auf einen Wert von 0.7% gegenüber dem Vorjahr. Hauptursache für die tiefe Inflation waren die Energiepreise, welche um 3.2% im Jahresvergleich fielen. Aber auch die Kerninflation betrug weiterhin nur 1.1% und lag damit deutlich tiefer als von der Europäischen Zentralbank (EZB) angestrebt.

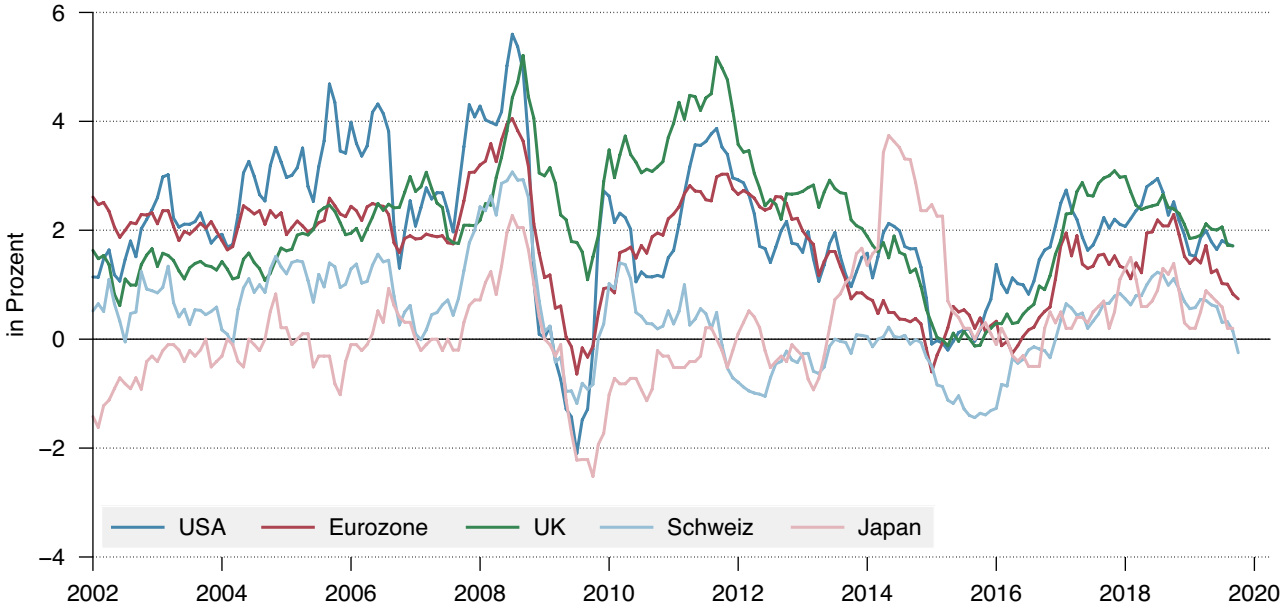
Überblick

	Ø 10 Jahre[1]	Inflation[2]				Kerninflation[3]			
		7/2019	8/2019	9/2019	10/2019	7/2019	8/2019	9/2019	10/2019
USA	1.8	1.8	1.8	1.7	–	2.2	2.4	2.4	–
Eurozone	1.3	1.0	1.0	0.8	0.7	0.9	0.9	1.0	1.1
Deutschland	1.3	1.7	1.4	1.2	1.1	1.5	1.4	1.4	–
Frankreich	1.1	1.1	1.0	0.9	0.7	0.9	0.7	0.9	–
Italien	1.2	0.4	0.4	0.3	0.3	0.5	0.5	0.6	0.8
Spanien	1.2	0.5	0.3	0.1	0.2	0.9	0.9	1.0	–
Grossbritannien	2.3	2.1	1.7	1.7	–	1.9	1.5	1.7	–
Schweiz	0.0	0.3	0.3	0.2	-0.3	0.4	0.4	0.4	0.2
Japan	0.4	0.6	0.2	0.2	–	0.6	0.5	0.6	–
Kanada	1.7	2.0	1.9	1.9	–	2.0	1.9	1.9	–
Australien	2.1	1.6	1.6	1.7	–	1.6	1.8	1.9	–
Brasilien	5.8	3.2	3.4	2.9	2.5	3.3	3.4	–	–
Russland	7.0	4.6	4.3	4.0	3.7	4.5	4.3	4.0	3.7
Indien	6.8	3.2	3.3	4.0	–	–	–	–	–
China	2.5	2.8	2.8	3.0	1.5	1.6	1.5	1.5	1.5
Industrienationen[4]	1.5	–	–	–	–	–	–	–	–
Schwellenländer[4]	4.3	3.1	3.1	3.3	3.7	2.1	2.0	2.0	2.0
Welt[4]	2.8	–	–	–	–	–	–	–	–

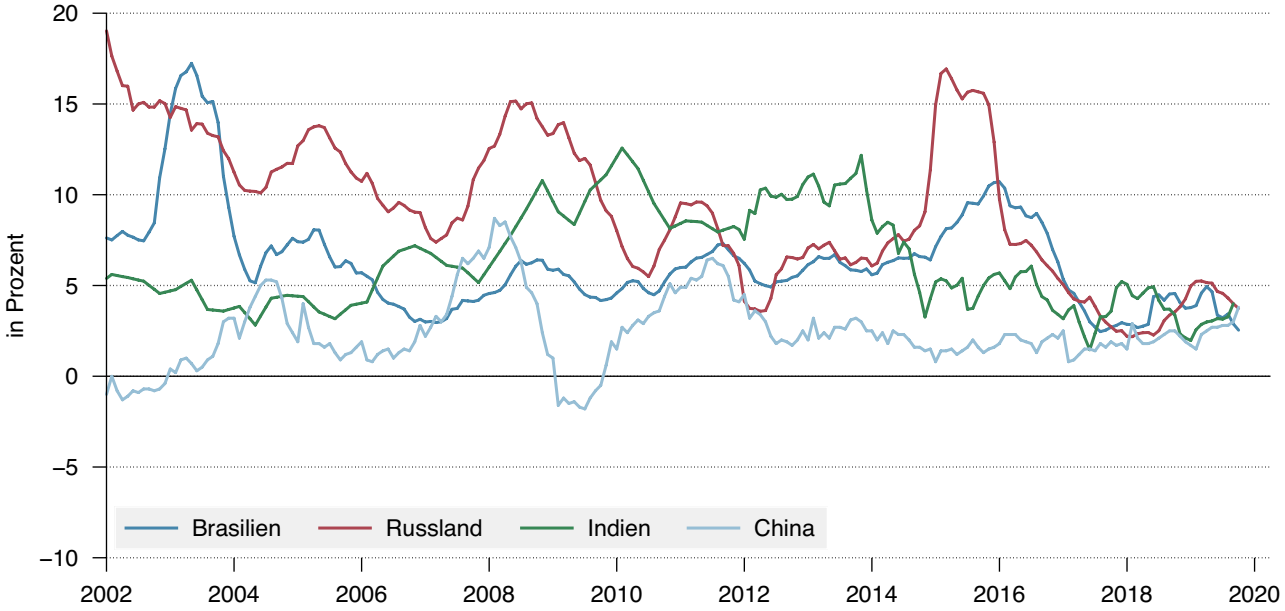
[1] Durchschnittliche Jahresteuerung der Konsumentenpreise in Prozent.
[2] Veränderung der Konsumentenpreise gegenüber dem Vorjahresmonat in Prozent.
[3] Zur Berechnung der Kerninflationsrate werden sehr schwankungsanfällige Preiskomponenten wie Energie- und gewisse Lebensmittelpreise aus dem Warenkorb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

Quelle: Refinitiv, Wellershoff & Partners

Konsumentenpreisinflation Industrienationen



Konsumentenpreisinflation Schwellenländer



Quelle: Refinitiv, Wellershoff & Partners

QCAM®
Currency
Asset
Management

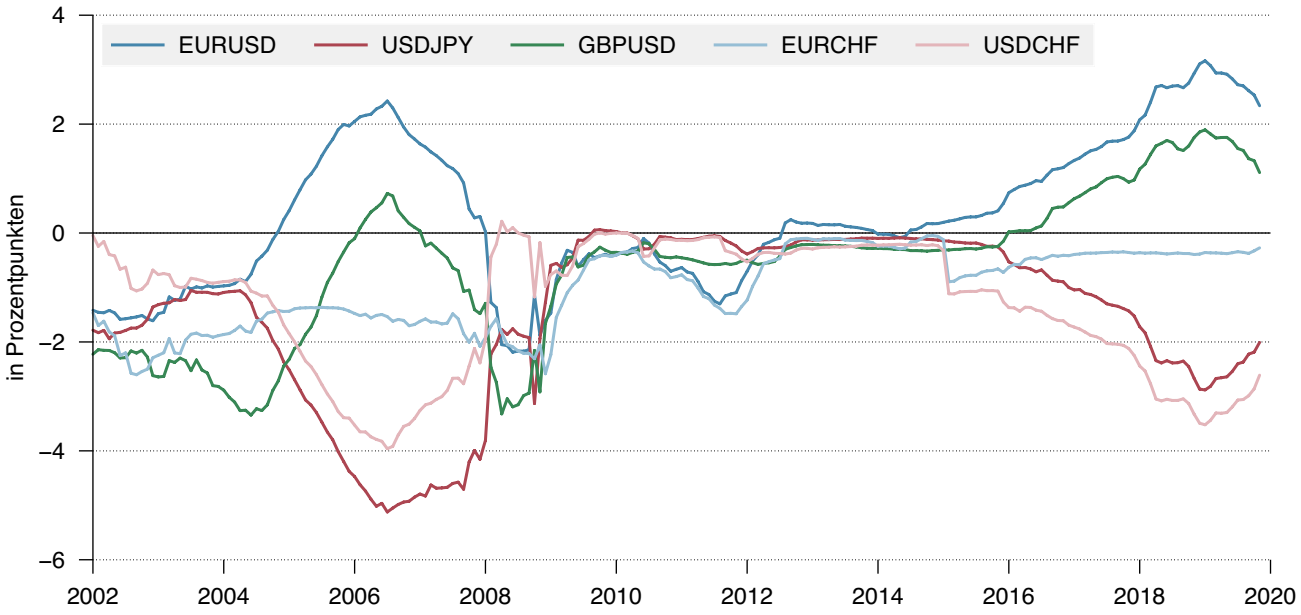
Zinsumfeld

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	1.102	2.48	2.95	1.60	0.66	2.23	3.31	1.87	0.79
USDJPY	109.1	-2.14	-2.72	-1.34	-0.73	-1.85	-3.02	-1.64	-0.96
GBPUSD	1.279	1.27	1.75	0.75	0.19	0.96	1.98	0.86	0.18
EURCHF	1.099	-0.33	-0.42	-0.46	-0.48	-0.26	-0.37	-0.43	-0.57
USDCHF	0.997	-2.81	-3.37	-2.06	-1.14	-2.49	-3.68	-2.30	-1.36
GBPCHF	1.275	-1.54	-1.61	-1.30	-0.95	-1.53	-1.70	-1.45	-1.19
CHFJPY	109.5	0.67	0.64	0.71	0.40	0.64	0.65	0.66	0.40
AUDUSD	0.686	1.39	1.12	-0.28	-1.78	1.38	1.59	0.22	-1.26
USDCAD	1.322	-0.06	-0.41	0.01	0.44	0.21	-0.57	-0.19	0.26
USDSEK	9.704	-2.15	-3.05	-1.70	-0.32	-1.82	-3.20	-1.87	-0.46
USDRUB	63.8	5.02	4.83	8.33	7.32	4.95	4.96	7.80	7.00
USDBRL	4.137	13.54	13.54	13.03	9.86	2.91	3.72	8.30	8.84
USDCNY	6.988	0.64	0.38	2.23	3.06	1.02	0.41	1.98	2.72
USDTRY	5.764	13.30	22.69	13.51	10.78	13.08	23.15	13.44	10.82
USDINR	71.27	4.05	4.96	5.89	7.10	3.62	4.20	5.15	5.96

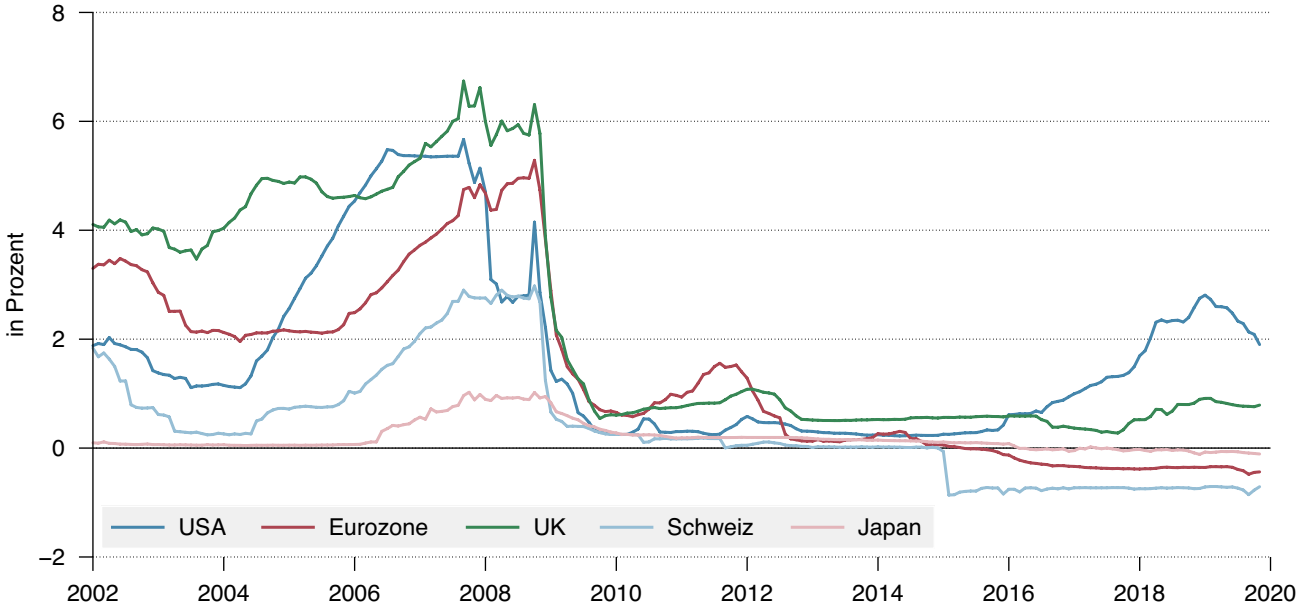
[1] Zinsen im zweiten Währungsraum abzgl. Zinsen im ersten Währungsraum; z.B. US-Dollar-Zinsen abzgl. Euro-Zinsen für EURUSD.

Zinsdifferenz

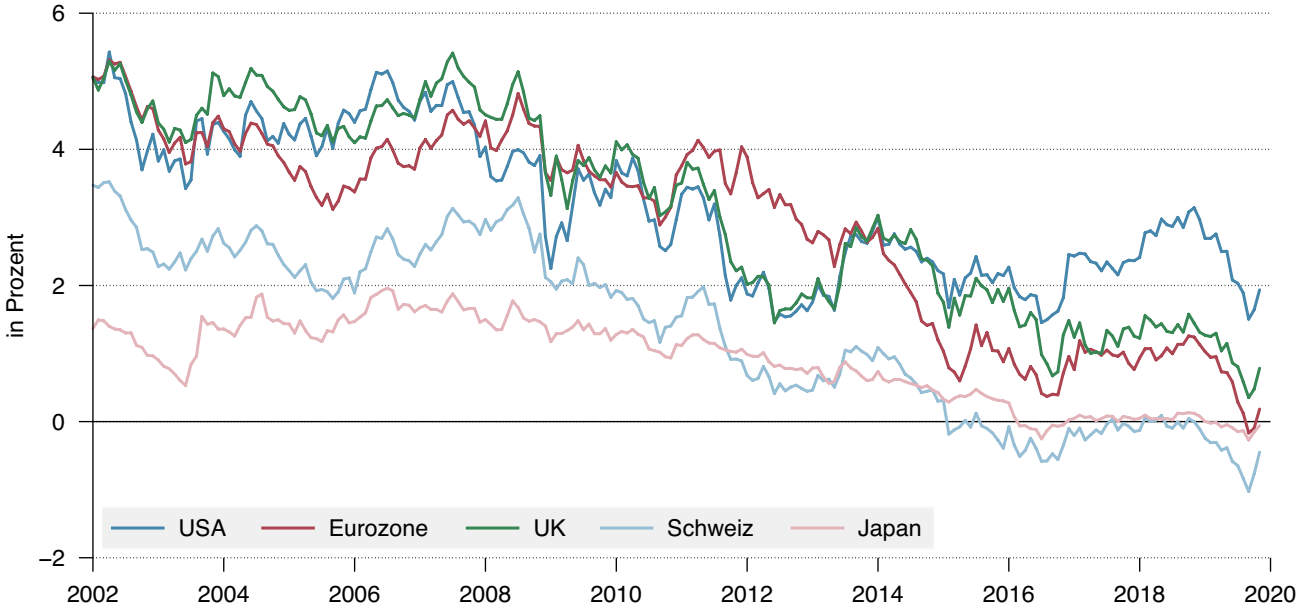


Quelle: Bloomberg, Refinitiv, Wellershoff & Partners

Dreimonats-Liborsätze



Zehnjährige Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg, Refinitiv, Wellershoff & Partners

Währungsmärkte

An den Währungsmärkten blieb es im Verlauf des Monats Oktober weiterhin ruhig. Zwar kam es wiederum zu keinem Handelsabkommen zwischen den USA und China. Die optimistischen Signale beider Parteien trugen aber dazu bei, dass die Anleger sich zuversichtlich zeigten. Die Nachfrage nach «sicheren Häfen» blieb damit gering. Der Franken notierte zum Euro in einem engen Schwankungsbereich zwischen 1.10 und 1.11, zum Dollar leicht unter der Parität. Auch ein harter Brexit wurde bisher vermieden, was das britische Pfund weiterhin unterstütze. Ministerpräsident Johnson konnte zwar seinen Plan, Grossbritannien am 31. Oktober aus der EU zu führen, nicht verwirklichen. Das neue Austrittsdatum ist nun Ende Januar 2020. Vorher finden aber am 12. Dezember Neuwahlen statt.

Wie erwartet hat in Argentinien der Oppositionskandidat Alberto Fernandez die Präsidentschaftswahlen klar gewonnen. Damit muss Vorgänger Mauricio Macri, der mit einem wirtschaftsliberalen Kurs versuchte, das Land zu stabilisieren und die Inflation von über 50% zu bekämpfen, sein Amt räumen. Als Reaktion auf die Wahl gab der argentinische Peso weiter an Terrain preis, auch wenn die Zentralbank die Kapitalverkehrskontrollen kurz nach den Wahlen nochmals verschärfte.

Performance und Bewertung

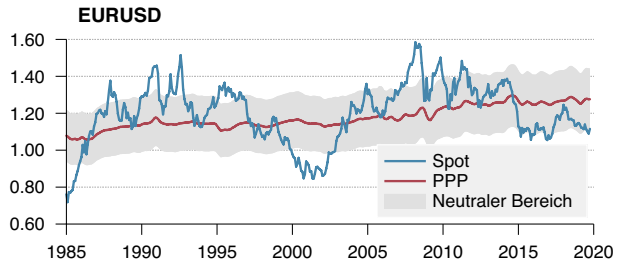
	Aktueller Wechselkurs	Performance[1]				Kaufkraftparität[2]		
		YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre	PPP	Neutraler Bereich	Abweichung[3]
EURUSD	1.102	-13.3	-1.6	-3.5	-11.2	1.28	1.11 - 1.44	-13.6
USDJPY	109.1	5.5	3.3	-4.1	-5.1	86.7	71.3 - 102	26.0
GBPUSD	1.279	-19.6	5.9	-2.5	-19.2	1.56	1.39 - 1.78	-18.2
EURCHF	1.099	-16.3	0.7	-4.1	-8.7	1.19	1.1 - 1.27	-7.5
USDCHF	0.997	-3.5	2.3	-0.6	2.8	0.93	0.81 - 1.05	7.1
GBPCHF	1.275	-23.0	8.4	-3.1	-17.0	1.45	1.25 - 1.66	-12.3
CHFJPY	109.5	8.5	0.9	-3.5	-7.7	93.1	78.8 - 107.5	17.6
AUDUSD	0.686	-18.2	0.9	-5.9	-20.3	0.69	0.59 - 0.85	-1.2
USDCAD	1.322	14.7	-0.2	0.9	16.4	1.20	1.1 - 1.3	9.8
USDSEK	9.704	28.7	1.6	8.2	30.4	7.67	6.6 - 8.74	26.5
USDRUB	63.8	56.9	-2.5	-4.0	36.2	46.8	37.1 - 56.5	36.4
USDBRL	4.137	64.7	5.0	10.4	61.8	3.10	2.53 - 3.67	33.4
USDCNY	6.988	2.2	-0.9	0.9	14.1	6.28	6.04 - 6.52	11.3
USDTRY	5.764	143.9	4.7	5.7	155.2	4.23	3.8 - 4.66	36.3
USDINR	71.27	30.2	0.7	-2.5	15.6	69.2	64.9 - 73.4	3.1

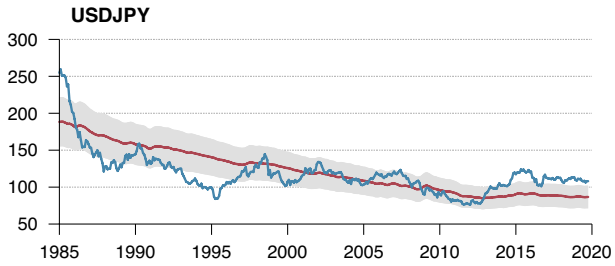
[1] Performance in Prozent für den jeweiligen Zeitraum.

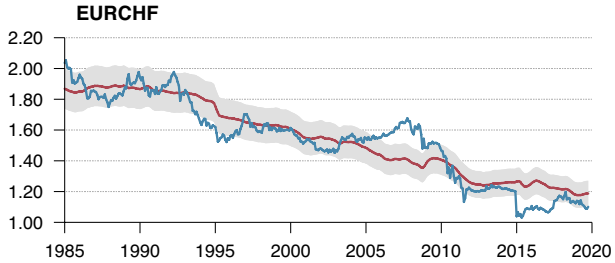
[2] Die Kaufkraftparität (engl. *purchasing power parity*, oder PPP) wird anhand der relativen Inflationsentwicklung in zwei Währungsräumen geschätzt; der neutrale Bereich bestimmt sich aus ± einer Standardabweichung der historischen Schwankungsbreite um den PPP-Wert.

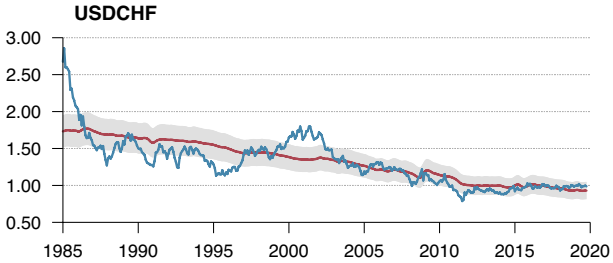
[3] Abweichung des aktuellen Wechselkurses von der Kaufkraftparität in Prozent.

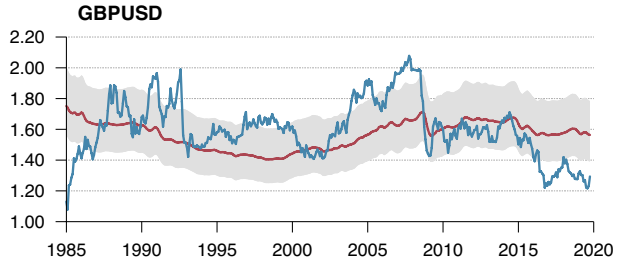
Quelle: Refinitiv, Wellershoff & Partners

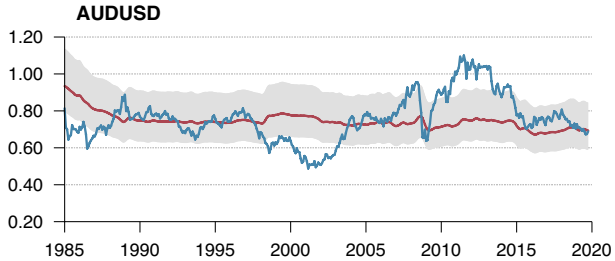


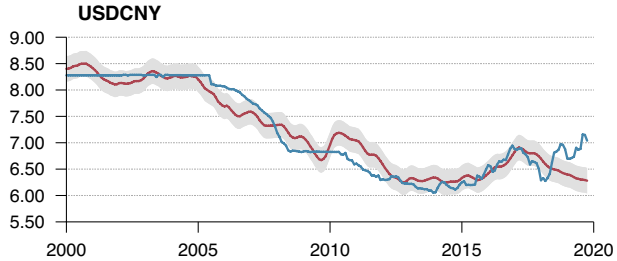


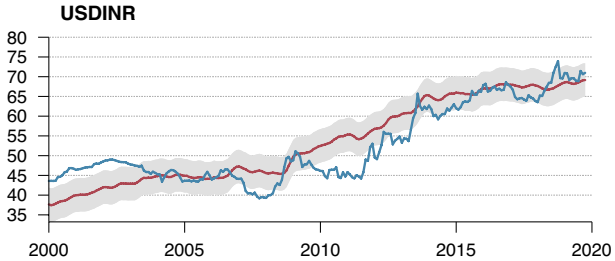


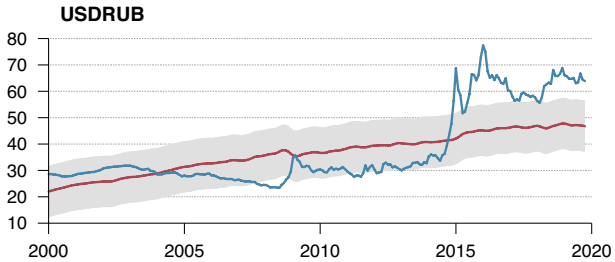


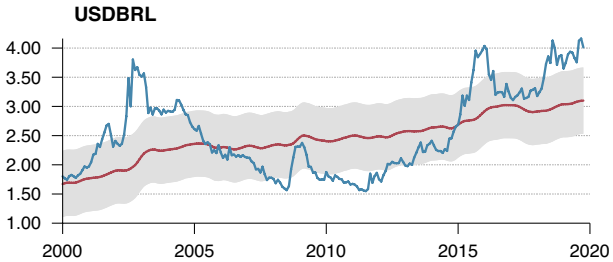












Quelle: Refinitiv, Wellershoff & Partners

QCAM®
Currency
Asset
Management

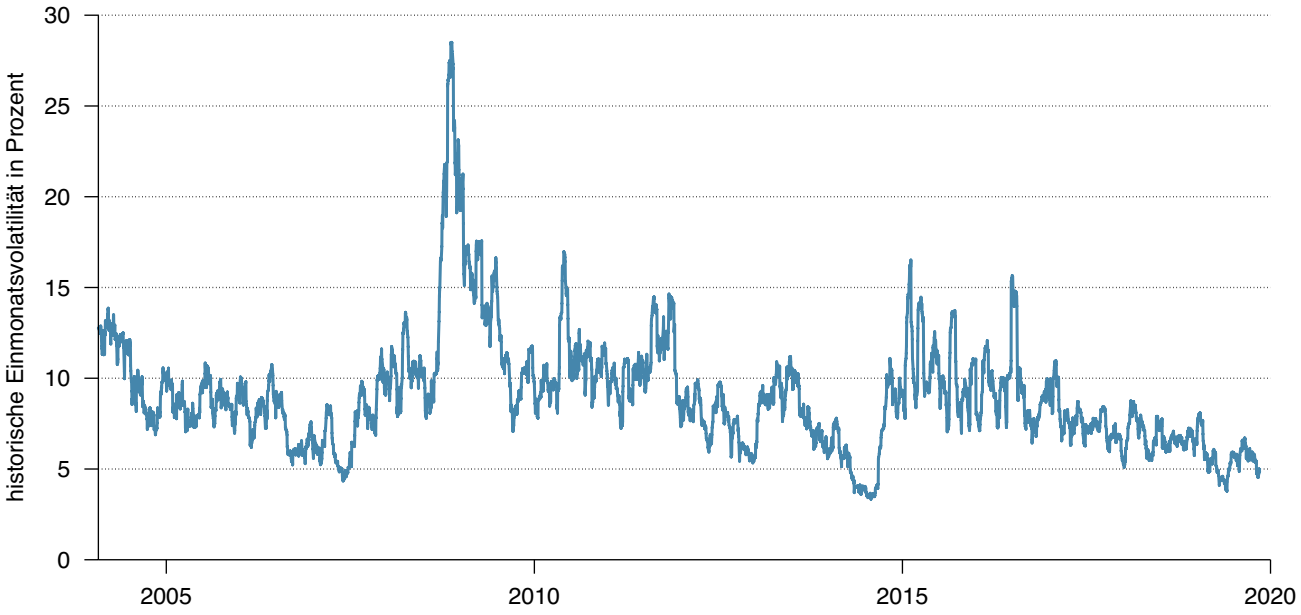
Währungsvolatilität

Volatilität im Vergleich

	Aktueller Wechsel-kurs	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	1.102	5.2	5.0	8.3	9.3	5.6	5.9	8.5	9.8
USDJPY	109.1	6.3	5.8	9.0	9.6	6.2	7.0	9.3	10.4
GBPUSD	1.279	9.1	9.7	9.4	9.2	8.5	8.7	9.6	9.7
EURCHF	1.099	5.0	4.2	6.2	6.3	4.5	4.7	6.7	6.9
USDCHF	0.997	6.0	5.0	8.2	9.3	5.8	6.1	8.7	9.9
GBPCHF	1.275	9.9	9.5	9.5	9.4	8.6	8.4	9.6	9.9
CHFJPY	109.5	5.6	5.0	8.8	10.2	6.0	5.9	9.4	11.1
AUDUSD	0.686	6.7	6.6	9.7	10.7	7.7	7.6	10.2	11.5
USDCAD	1.322	4.8	4.8	7.8	8.3	5.5	5.6	8.1	8.9
USDSEK	9.704	8.0	7.6	9.7	11.0	8.1	8.4	10.0	11.5
USDRUB	63.8	8.4	8.6	16.8	14.0	9.1	10.5	17.1	14.8
USDBRL	4.137	13.1	12.4	15.7	14.5	12.8	12.7	15.9	15.2
USDCNY	6.988	3.6	4.7	4.8	3.5	3.8	5.0	5.6	4.4
USDTRY	5.764	21.5	11.8	15.3	13.4	19.3	16.0	16.4	14.7
USDINR	71.27	5.4	5.5	6.6	8.4	6.2	6.4	7.7	9.4

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

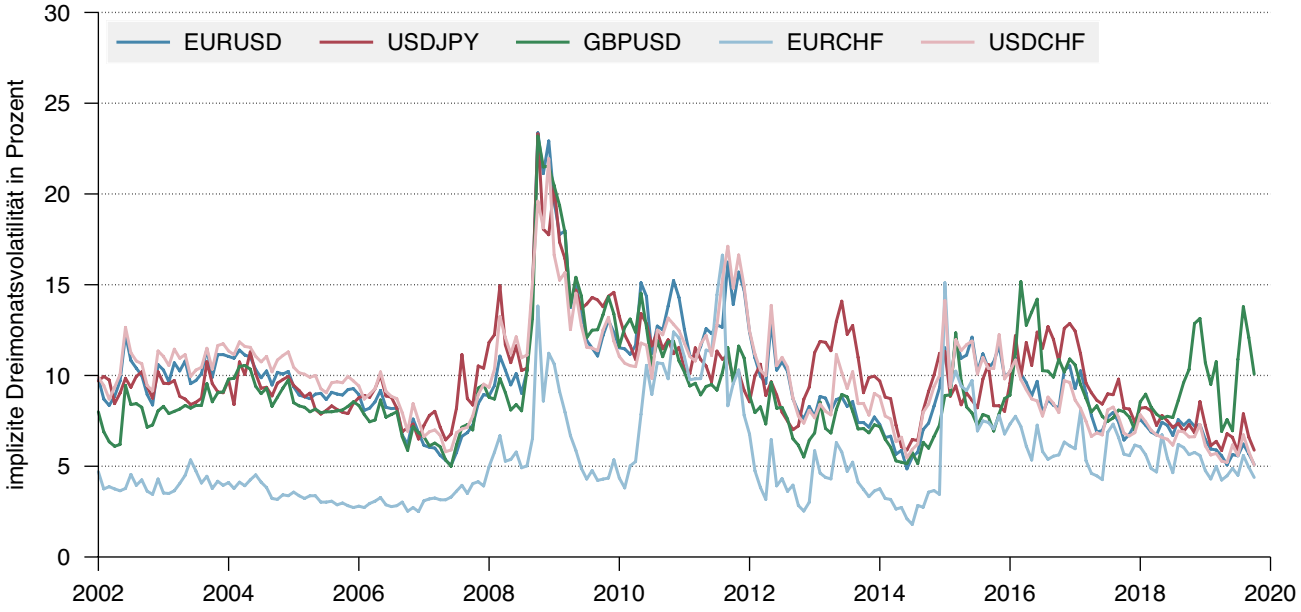
QCAM-Volatilitätsindikator[3]



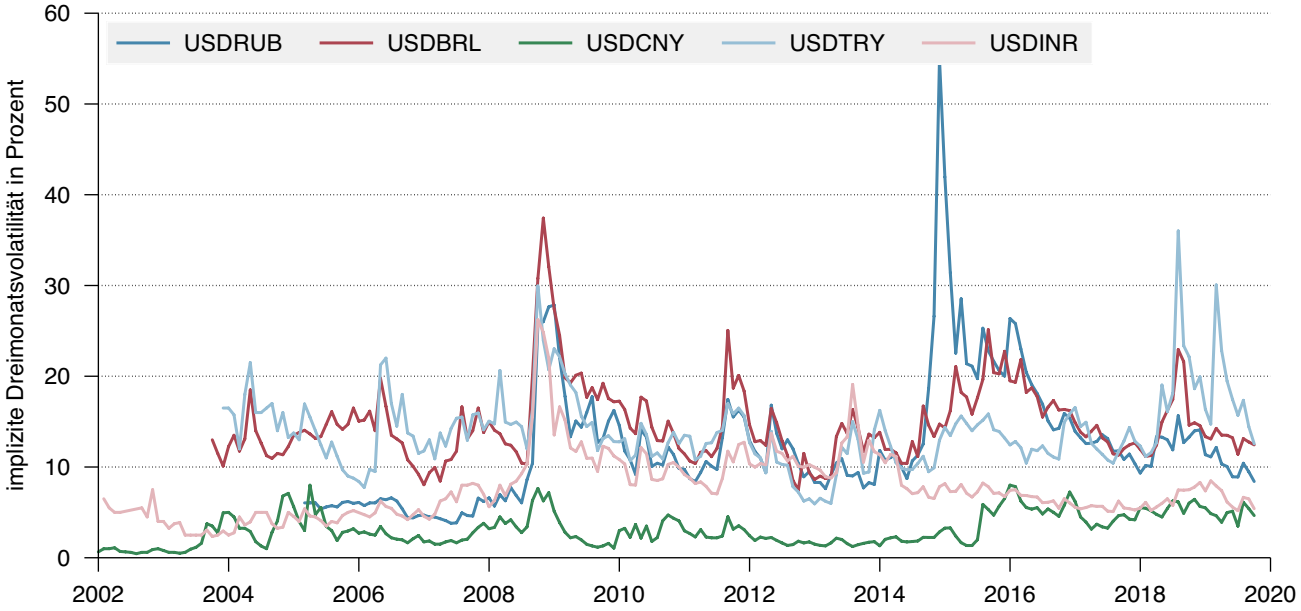
[3] Der Volatilitätsindikator von QCAM bildet die Volatilität an den globalen Währungsmärkten ab; für die Berechnung wird die historische Volatilität der wichtigsten Währungspaare verwendet und mithilfe des Handelsvolumens der jeweiligen Währungspaare gewichtet.

Quelle: Bloomberg, Refinitiv, QCAM Currency Asset Management, Wellershoff & Partners

Volatilität Hauptwährungen



Volatilität Schwellenlandwährungen



Quelle: Bloomberg, Refinitiv, Wellershoff & Partners

QCAM®
Currency
Asset
Management

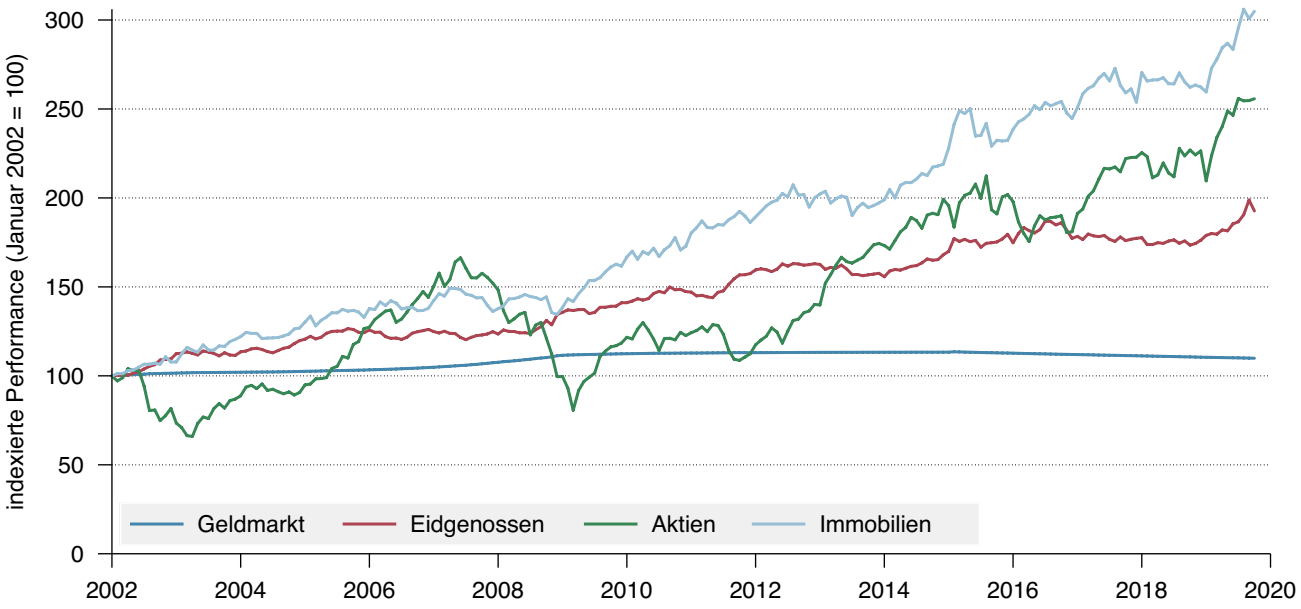
Finanzmarktumfeld

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	-2.3	-0.2	-0.7	-3.1	-2.3	-0.2	-0.7	-3.1
Eidgenossen CHF	10.7	-5.7	6.2	11.4	10.7	-5.7	6.2	11.4
Unternehmensanleihen CHF	8.9	-3.0	4.0	7.9	8.9	-3.0	4.0	7.9
Aktien Schweiz (SMI)	50.3	5.9	17.1	38.0	50.3	5.9	17.1	38.0
Aktien Europa (Stoxx600)	45.0	9.6	14.5	43.2	36.4	10.3	9.8	30.7
Aktien UK (Ftse100)	36.3	2.5	7.9	37.2	24.3	11.1	4.5	13.9
Aktien Japan (Topix)	48.5	14.4	3.9	39.2	45.3	13.3	7.7	50.8
Aktien USA (S&P 500)	74.1	6.5	12.5	68.7	68.3	4.1	13.1	64.1
Aktien Schwellenländer	22.5	9.2	10.4	23.8	17.8	6.7	11.1	20.4
Aktien Welt (MSCI World)	55.6	6.9	11.8	50.7	50.1	4.4	12.5	46.5
Immobilien Schweiz	35.8	-2.3	16.2	40.6	35.8	-2.3	16.2	40.6
Immobilien Global	44.5	3.5	15.3	38.2	39.3	1.1	16.0	34.4
Rohstoffe	-29.3	3.2	-4.0	-32.1	-32.5	0.8	-3.5	-34.0
Rohöl (Brent)	-22.9	5.5	-13.5	-25.9	-26.6	3.0	-13.0	-27.9
Gold	9.3	-2.4	19.8	25.9	4.7	-4.6	20.5	22.4

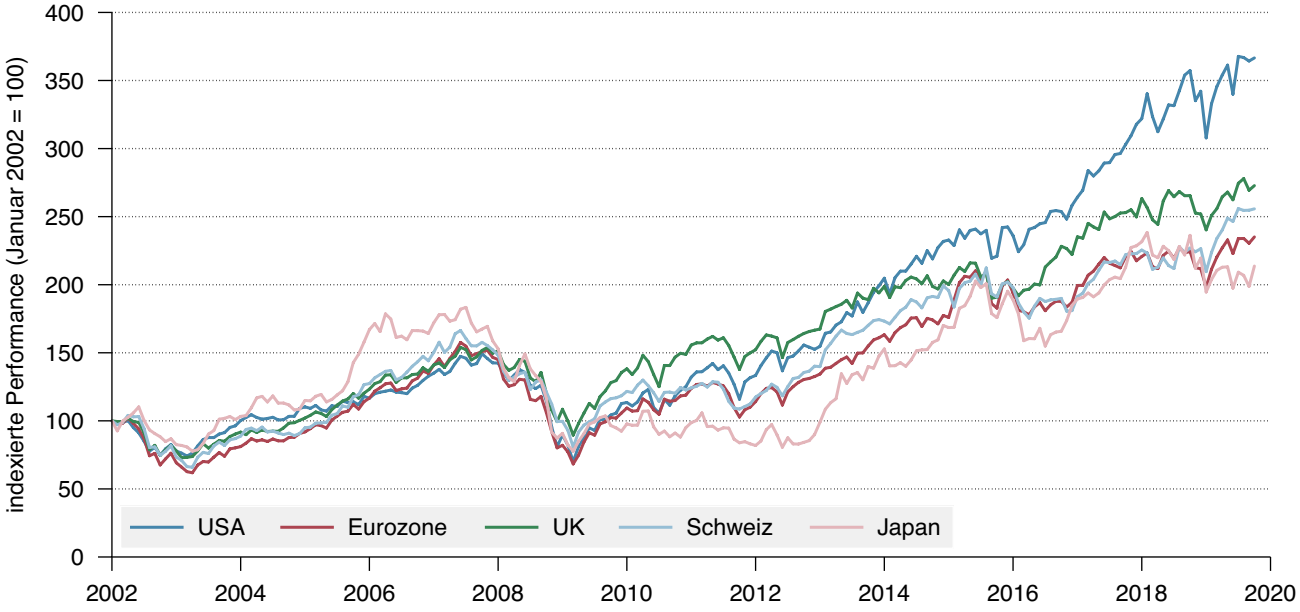
[1] Performance in Prozent für den jeweiligen Zeitraum.

Performance Schweizer Finanzanlagen

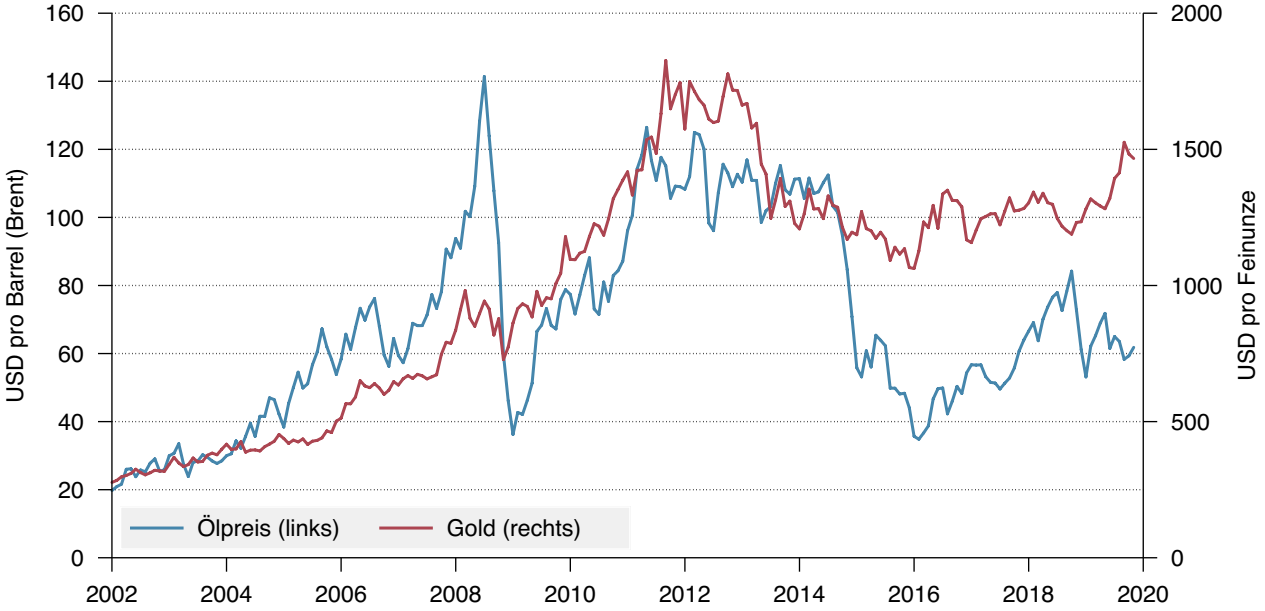


Quelle: Bloomberg, Refinitiv, Wellershoff & Partners

Performance ausgewählter Aktienmärkte (in Lokalwährung)



Performance ausgewählter Rohstoffpreise



Quelle: Bloomberg, Refinitiv, Wellershoff & Partners

QCAM®
Currency
Asset
Management

Die Zahl des Monats

S&P-500-Index bei (fast) 3100 Punkten

Die Risiken für die Konjunktur haben zugenommen. Bereits zum dritten Mal in Folge hat die amerikanische Notenbank Fed darum die Zinsen um 25 Basispunkte auf das Niveau von 1.5% bis 1.75% gesenkt. Trotzdem erreichen die Börsen neue Höchstwerte – oder gerade wegen der Ankündigung tieferer Zinsen? Die Entspannung beim chinesisch-amerikanischen Handelskonflikt hilft natürlich auch. Ein Risiko für die Konjunktur scheint damit aber aus dem Weg geräumt. Erhöht die Fed folglich schon bald wieder die Zinsen? Wohl kaum.

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 eingestuften 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.