

DEZEMBER 2018

FX MONTHLY

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

Seite 1 QCAM Insight

2019: Unausgeschöpfte
Potenziale nutzen

Seite 3 Die Makroperspektive

Die Debatte um den neutralen
Zinssatz in den USA

Seite 5 Was die Währungsmärkte bewegt

Ein Ausblick für
den Euro



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: 13. Dezember 2018

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

2019: Unausgeschöpfte Potenziale nutzen



Thomas Suter, CEO
QCAM Currency Asset Management AG

Vor einem Jahr blickte der Grossteil der Investoren optimistisch auf 2018. Zu optimistisch?

Die Finanzmärkte haben ein ziemlich durchwachsenes Jahr hinter sich. Insbesondere Aktien blieben hinter den Erwartungen zurück. Während der amerikanische S&P 500 praktisch unverändert ist, mussten die anderen führenden Börsenindizes zumeist erhebliche Verluste verzeichnen. Gründe für die enttäuschende Entwicklung an den Aktienmärkten gibt es zu Genüge. Protektionistische Massnahmen wie die von der Trump-Administration erhobenen Strafzölle sind Gift für die Stimmung unter den Marktteilnehmern. Dazu reihen sich die politischen Probleme in Italien und jüngst in Frankreich ein, der sich verschärfende Russland-Ukraine-Konflikt und die geopolitische Unsicherheit, die nach wie vor von Nordkorea ausgeht. Und dann ist da noch der *Brexit* – er hängt wie

ein Damoklesschwert über der Weltwirtschaft. Nicht zuletzt haben auch ein steigendes Zinsumfeld und eine globale Wachstumsabschwächung zu der enttäuschenden Wertentwicklung geführt.

Angetrieben von der US-Wirtschaft war die globale Konjunktur doch sehr vielversprechend?

In der Tat war die amerikanische Wirtschaft lange Zeit mit hohem Tempo unterwegs. Für 2018 wird das Wachstum wohl bei stolzen 3 Prozent liegen. Ihren Zenit scheint sie aber überschritten zu haben. Insbesondere für das kommende Jahr muss mit tieferen, jedoch immer noch soliden Wachstumsraten gerechnet werden. Der auslaufende Stimulus des Steuerpakets, steigende Zinsen und volatilere Finanzmärkte sorgen für erheblichen Gegenwind. Ebenfalls beunruhigend ist der Rückgang der Investitionen im dritten Quartal. Aber auch in der Eurozone fallen die Wachstumszahlen tiefer aus.

Ist angesichts dieser zunehmenden Unsicherheiten wieder eine Flucht in den Schweizer Franken zu erwarten?

Erstaunlicherweise hat sich der Schweizer Franken trotz erhöhter Unsicherheiten an den Finanzmärkten jüngst relativ schwach entwickelt und wurde von den Investoren noch nicht als «Safe Haven» gesucht. Nicht auszuschliessen ist jedoch, dass der Franken angesichts der in Europa grassierenden Vertrauenskrise wieder einem erneuten Aufwertungstrend unterworfen sein könnte, dem die SNB wohl nicht tatenlos zusehen würde.

Wie können sich Investoren gegenüber diesen wachsenden Unsicherheiten an den Währungsmärkten wappnen?

Angesichts rekordhoher Absicherungskosten – die Kosten sind aus Schweizer Franken Sicht aktuell sogar höher als vor der Finanzkrise – stehen institutionelle Investoren vor einer fundamentalen Herausforderung: Sollen sie ihre Anlagen weiter gegen Wechselkursschwankungen absichern und, wenn ja, wie ist mit den hohen Absicherungskosten umzugehen? Eine Lösung bietet ein dynamisches *Currency Overlay*, bei dem einerseits das Währungsrisiko abgesichert wird und gleichzeitig eine zusätzliche Rendite auf dem zugrundeliegenden Währungsrisiko angestrebt wird. Hierbei wird eine Bandbreite um die strategische Absicherungsquote festgesetzt und der zuständige Overlay-Manager setzt eine aktive Währungsstrategie in den vorgegebenen Risiko-Rahmenbedingungen um. Bei QCAM bieten wir unseren Kunden diesbezüglich eine massgeschneiderte Lösung an. Nach einer detaillierten Risiko-Analyse erfolgt die Umsetzung der gewählten Strategie, die laufend über ein Monitoring die Einhaltung von spezifischen Risikoparametern berücksichtigt. Im Reporting erhalten Kunden auf ihre Bedürfnisse zugeschnittene Performance-Auswertungen.

Ist das Halten von grossen Cash-Beständen eine empfehlenswerte Strategie in diesem Umfeld?

In der Tat verfügen vor allem institutionelle Investoren aufgrund vermeintlich mangelnder Alternativen über teilweise grosse Devisen-Cashbestände, die bei Banken zu wenig attraktiven Konditionen ihr Dasein fristen. Diese Strategie mag dem Investor ein Gefühl der Sicherheit vermitteln, die Opportunitätskosten sind jedoch hoch, da gerade in Zeiten von negativen Realzinsen die Inflation Jahr für Jahr den Wert des Geldes schmälert. Mit dem *Optimized Liquidity Management* von QCAM können diese Renditepotenziale systematisch ausgeschöpft werden, ohne dabei die Kreditrisiken zu erhöhen. In einem Multibanken-Umfeld zielt die Strategie auf den Erhalt von Kapital und die Steigerung der Erträge ab. Das Portfolio-Management nutzt die Ineffizienzen bei Währun-

gen, Devisentermingeschäften oder auf dem Geldmarkt strategisch aus.

QCAM ist in Zug, dem «Crypto Valley» der Schweiz domiziliert. Ihre Einschätzung?

Vor ein paar Monaten nahm ich an einem mit internationalen Währungsexperten besetzten Roundtable zum Thema «Currency Trading & Crypto Currencies» teil. Auch die Branchenkollegen begegnen den Kryptowährungen generell mit Respekt aber auch mit einer Portion Skepsis. Ich persönlich stelle ein grosses Fragezeichen, ob Kryptowährungen überhaupt als Währungen bezeichnet werden können. Bei traditionellen Währungen wissen wir, dass ein Land oder ein Wirtschaftsblock mit einem Bruttosozialprodukt und gegenseitigen Verflechtungen dahintersteht. Bei Kryptowährungen stellt sich diesbezüglich zumeist ernsthaft die Frage nach deren effektivem Wert umso mehr.

Ihre Zielsetzungen für 2019?

Wir planen, unsere Position als Währungsspezialist in der Vermögensverwaltung weiter auszubauen. Dabei handeln wir gemäss unseren Werten «unabhängig», «transparent» und «integer» immer im besten Interesse unserer Kunden. Das sehen wir als unsere USP. Zum Jahresausklang will ich im Namen des gesamten QCAM-Teams unseren Kunden und Geschäftspartnern für das Vertrauen herzlich danken und ein friedliches Weihnachtsfest und einen erfolgreichen Start ins neue Jahr wünschen.

Die Makroperspektive

Die Debatte um den neutralen Zinssatz in den USA

Die amerikanische Zentralbank (*Fed*) diskutiert über das mögliche Ende des Zinserhöhungszyklus. Einige ihrer Vertreter sehen den sogenannten neutralen Zinssatz schon bald erreicht. Falls das Wachstum weiter deutlich über dem Potenzial verweilt, wird mittelfristig aber zusätzlicher Inflationsdruck entstehen und die *Fed* zu weiteren Zinserhöhungen bewegen.

Als neutraler Zinssatz wird derjenige Zinssatz bezeichnet, bei dem die Geldpolitik die Wirtschaftsaktivität weder stimuliert noch bremst und die Inflation stabil ist. Die Finanzmärkte stellen sich derzeit die Frage, auf welchem Niveau die amerikanische Notenbank *Federal Reserve* diesen Zinssatz aktuell verortet. Je nach Einschätzung wird die *Fed* die Zinserhöhungen weiterführen oder schon bald beenden.

Eigentlich hat der Präsident der *Fed*, Jerome Powell, in seiner Rede in Jackson Hole Ende August betont, dass es kaum möglich ist, diesen Wert anhand aktueller Daten zu schätzen. In der Vergangenheit hat sich immer wieder gezeigt, dass aktuelle Schätzungen deutlich von nachträglichen Berechnungen abweichen können. Eine Zentralbank kann aber trotzdem kaum darauf verzichten, gewisse Annahmen dazu zu treffen.

Fed-Vertreter äusserten sich jüngst dahingehend, dass die aktuellen Leitzinsen nicht mehr weit vom geschätzten neutralen Zinssatz entfernt sind. Falls dem tatsächlich so ist, würde die Geldpolitik die Wirtschaftsaktivität bald nicht mehr unterstützen. Da gleichzeitig auch der fiskalpolitische Stimulus ausläuft, müsste sich in einem Gleichgewicht folglich das Wachstum der amerikanischen Wirt-

schaft ihrem Potenzial angleichen. Ansonsten würde gemäss Theorie die Inflation ansteigen – und die *Federal Reserve* die Zinsen doch weiter anheben.

Wachstumspotenzial ist in den USA relativ tief

Wie gross ist dieses Potenzialwachstum? Als Potenzialwachstum wird eine normale Auslastung der Produktionskapazitäten bezeichnet. Eine Berechnung des Potenzialwachstums basiert auf Annahmen zur Entwicklung von Kapital und Arbeit sowie der Produktivität, welche wiederum vom technologischen Fortschritt abhängig ist.

Das Potenzialwachstum liegt in den USA tiefer, als allgemein bekannt ist. In unseren Berechnungen kommen wir auf ein Potenzialwachstum von etwa 2 Prozent pro Jahr. Die Wachstumswahlen des laufenden Jahres befinden sich deutlich über dieser Zahl. Für das Jahr 2018 kann mit etwa 3 Prozent Wachstum gerechnet werden.

Verschiedene Gründe sorgen für das tiefe Potenzialwachstum. Erstens liegt die Sparquote in den USA relativ tief. Eine tiefe Sparquote bedeutet wenig Investitionen. Zweitens ist der Kapitalstock hoch, was eine grossen Abschreibungsbedarf impliziert. In der Kombination folgt daraus, dass der Aufbau von zusätzlichem Kapital eher bescheiden ausfällt. Investitionen werden eher in den Ersatz bestehender Kapazitäten fliessen als in kapazitätsvergrössernde Projekte. Drittens deuten die demographischen Entwicklungen darauf hin, dass die Zahl der verfügbaren Arbeitskräfte weniger wachsen wird als noch in vergangenen Jahrzehnten. Die eher einwanderungskritische Haltung eines grösseren Teils der Bevölkerung hilft nicht dabei, diesen Rückgang durch Einwanderung wettzumachen.

Wird das tiefere Wachstum akzeptiert?

Falls der neutrale Zinssatz tatsächlich erreicht wäre, müsste das Wachstum also bald unter 2 Prozent fallen. Mindestens zwei Faktoren sprechen dagegen. Erstens zeigen die vorlaufenden Indikatoren vorderhand deutlich höhere Wachstumsraten an. So weisen sowohl Unternehmen als auch Konsumenten weiterhin sehr hohe Stimmungswerte auf. Zweitens stellt sich die Frage, ob eine amerikanische Regierung sich mit solchen, vergleichsweise tiefen Wachstumszahlen zufrieden stellen würde. Bei der aktuellen Regierung lässt sich dies vermutlich verneinen. Eher scheint alles unternommen zu werden, um das Wachstum zu erhöhen.

weiter zunehmen. Die *Federal Reserve* wird darauf reagieren müssen. Jerome Powell hat diesbezüglich betont, dass die Entscheidung datenabhängig gefällt werden.

Kurzfristig werden dank den tieferen Ölpreisen die Gesamtinflationen in den nächsten Monaten sinken. Der Druck für weitere Zinserhöhungen wird also tief sein. Wenn nach dieser Phase die Inflation sich aber erhöht, besteht bei einem abwartenden Vorgehen die Gefahr, dass die *Federal Reserve* ihre Zinsen spät und dafür rasch weiter anheben muss.

Inflationsrisiken bestehen weiterhin

Falls aber die Wirtschaft noch länger über ihrem Potenzial wächst – sei es, weil der neutrale Zinssatz doch höher liegt als angenommen oder weil beispielsweise die gute Stimmung von Unternehmen und Konsumenten das Wachstum in die Höhe treiben – könnte der Preisdruck

Die US-Wirtschaft befindet sich noch im Boom



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Was die Währungsmärkte bewegt

Ein Ausblick für den Euro

Im Verlauf des Jahres hat sich der Euro von seiner starken Position Anfang Jahr auf ein eher durchwachsendes Niveau abgeschwächt. Dabei steht er fundamental relativ gut da. Wir wagen einen mittelfristigen Ausblick für den Euro und fragen uns, wohin sich die europäische Gemeinschaftswährung in Zukunft bewegen könnte.

Am 01. Januar 2019 wird der Euro zwanzig Jahre alt. Grund genug also, um den Euro genauer unter die Lupe zu nehmen. Bei der Einführung des Euro schätzten wir seine Kaufkraftparität gegenüber dem Dollar auf 1.14, fast zwanzig Jahre später steht unsere Schätzung bei 1.28. So gesehen hat der Dollar gegenüber dem Euro etwa 12 Prozent seines Wertes verloren. Auf das einzelne Jahr heruntergerechnet sind dies rund 0.6 Prozent. Das reflektiert natürlich in erster Linie das Inflationsdifferenzial zwischen den zwei Währungsräumen. Die Eurozone konnte ihre Inflation besser im Griff halten als die USA. Welche Erwartungen dürfen wir an den Euro in Zukunft haben?

Wirtschaftlich muss man sich um den Euro wenig Sorgen machen

Zur langfristigen Beurteilung wichtig ist die Leistungsbilanz. Es ist bemerkenswert, dass die Eurozone hier seit 2003 einen Überschuss von über 2.3 Billionen Dollar aufläuft, was etwa einem Prozent ihres durchschnittlichen BIP entspricht. Im Gegensatz dazu weisen die USA über denselben Zeitraum ein Leistungsbilanzdefizit von 8.3 Billionen Dollar aus. Das entspricht 3.5 Prozent des

durchschnittlichen BIP. Für die USA bringt das Defizit einen nicht unbedeutenden Nachteil mit sich. Sie müssen die Finanzierung des Defizits zu jedem Zeitpunkt sicherstellen. Darüber hinaus ist der Dollar vergleichsweise stärker gegenüber den Launen ausländischer Gläubiger exponiert. Besonders im Krisenfall kann das schnell zu Problemen führen, da Investoren typischerweise besonderes Augenmerk auf die Leistungsbilanz legen. Die Eurozone kann umgekehrt von ihrem Überschuss profitieren. Der Währungsraum darf auf die Erträge aus den Auslandsinvestitionen zählen. Für den Krisenfall steht der Euro fundamental somit stärker da.

Politisch gesehen ist es nicht ganz so einfach

Wenn über die langfristige Perspektive der Euro gesprochen wird, muss aber auch die Politik erwähnt werden. Immer wieder wird die Zukunft des Euro in Frage gestellt. Die Schuldensituationen in verschiedenen Ländern und die sich auf sehr hohen Niveaus befindenden TARGET2-Salden sind nur zwei der Themen, die viel zu diskutieren geben.

Dass der Euro keinen Währungsraum bildet, wie er im Lehrbuch steht, war schon vor seiner Einführung klar. Doch der politische Wille, ihn in seiner heutigen Form weiter bestehen zu lassen, scheint bei den Mitgliedsstaaten sehr gross zu sein. Dementsprechend darf auch damit gerechnet werden, dass die nötigen Massnahmen ergriffen werden, um sein Fortbestehen sicherzustellen. Zusätzlich gilt auch, dass im Vergleich zur USA sich die Eurozone als Gesamtes betreffend Schuldensituation nicht verstecken muss.

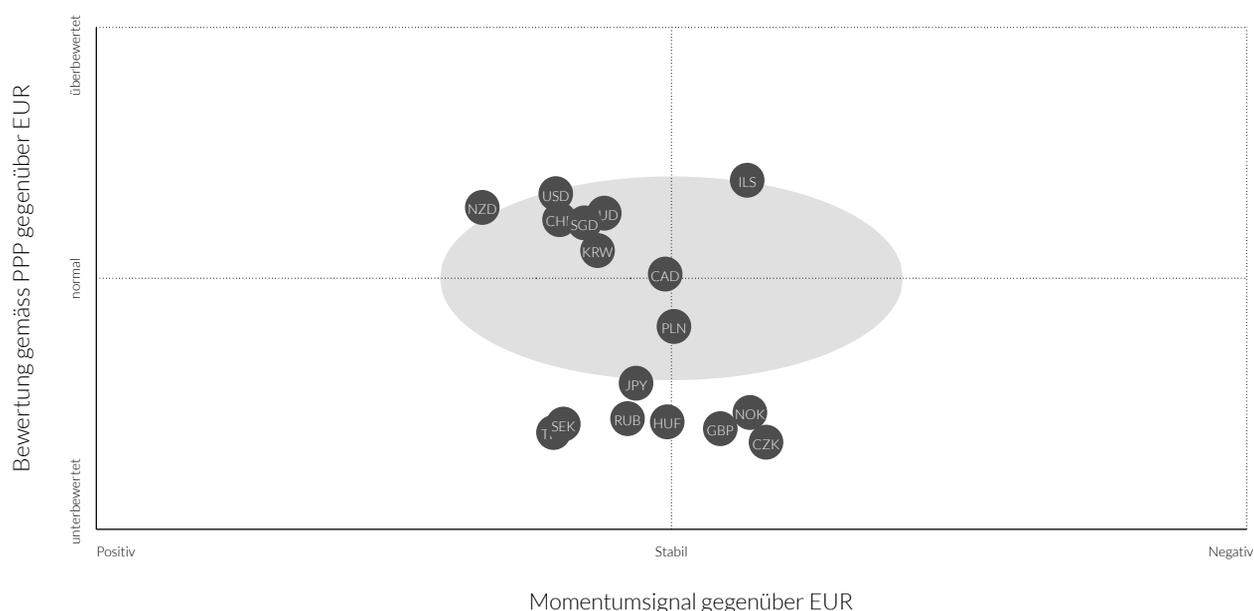
Und kurzfristig?

Kurzfristig gesehen dürfte sich der Euro allerdings weiterhin im Mittelfeld bewegen, obwohl er fundamental gut dasteht. Die Kaufkraftparität ist vor allem bei starken Über- oder Unterbewertungen hilfreich, um einen Ausblick auf die kurzfristige Entwicklung des Euros zu wagen. Die Abweichung von der Kaufkraftparität zum Dollar zeigt, dass Ende November der Euro um knapp 11 Prozent unterbewertet war. Damit lag er aber noch nicht ausserhalb üblicher Schwankungen.

Die Grafik zeigt, dass der Euro auch gegenüber dem Renminbi und einigen anderen asiatischen Währungen relativ günstig zu haben ist. Gleichzeitig war der Euro aber gegenüber den meisten europäischen Währungen überbewertet. Die hohe Bewertung relativ zu den europäischen Währungen kann zumindest teilweise durch die fundamental attraktiven Charakteristiken des Euros gerechtfertigt werden. Doch die starke Unterbewertung gegenüber dem Dollar beispielsweise zeigt, dass kurzfristig nicht nur die zugrundeliegenden Eigenschaften einer

Währung wichtig sind. So dürften politische Spannungen und dadurch wieder aufkommende Euro-Skepsis dazu führen, dass sich der Euro trotz seiner soliden Währungsgrundlage nicht allzu bald aufwerten wird.

Mittelmässige Bewertung des Euros könnte sich fortsetzen



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Konjunkturklima

Im europäischen Währungsraum ist die Konjunktur im dritten Quartal ins Stottern geraten. Für den Zeitraum zwischen Juli und September resultierte ein Wachstum von 0.2 Prozent. Das sind 0.2 Prozentpunkte weniger als noch in den beiden Vorquartalen. Mittlerweile sind auch Detaildaten auf Länderebene verfügbar. Sie zeigen, dass vor allem das negative Wachstum der deutschen Volkswirtschaft die europäische Konjunktur im dritten Quartal verlangsamte. Ein neuer Abgas-Prüfstand hat in der für Deutschland so wichtigen Automobilindustrie für Probleme gesorgt. Der Aussenhandel ist deshalb unerwartet tief ausgefallen.

Auch in Japan ist der Konjunkturmotor jüngst ins Stottern geraten. Für das dritte Quartal resultierte im Quartalsvergleich ein negatives Wachstum von -0.3 Prozent. Sand ins Getriebe streuten insbesondere Naturkatastrophen, von denen Japan im vergangenen Quartal gleich mehrere zu bewältigen hatte. Für das Schlussquartal deuten die jüngsten Datenveröffentlichungen auf eine konjunkturelle Erholung hin. Die Industrieproduktion hat im Oktober beispielsweise um starke 2.6 Prozent zulegen können. Auch die realen Exporte verzeichneten nach dem deutlichen Rückgang im Vormonat einen erfreulichen Zugang von 6.2 Prozent.

Überblick

	Trend- wachstum ¹	Reales BIP-Wachstum ²				W&P-Konjunkturklimaindikatoren ³			
		Q4/2017	Q1/2018	Q2/2018	Q3/2018	8/2018	9/2018	10/2018	11/2018
USA	1.7	2.5	2.6	2.9	3.0	4.1	4.3	3.9	4.0
Eurozone	1.0	2.7	2.4	2.2	1.6	3.0	2.9	2.7	2.7
Deutschland	1.4	2.8	2.0	2.0	1.2	3.5	3.5	3.3	3.4
Frankreich	0.7	2.8	2.2	1.6	1.4	2.2	2.0	1.8	1.8
Italien	0.2	1.6	1.4	1.2	0.7	1.5	1.5	1.4	1.2
Spanien	1.6	3.1	2.8	2.5	2.5	2.6	2.4	2.7	2.7
Grossbritannien	1.8	1.4	1.1	1.2	1.5	2.8	2.6	2.7	2.3
Schweiz	1.5	2.5	2.9	3.5	2.4	2.6	2.6	2.2	2.5
Japan	0.4	2.4	1.2	1.4	0.1	2.6	2.6	2.5	2.5
Kanada	1.6	2.9	2.3	1.9	2.1	1.5	1.7	1.8	1.8
Australien	2.4	2.4	3.0	3.1	2.8	3.1	3.0	3.1	3.0
Brasilien	1.4	2.2	1.3	0.9	1.3	-0.3	0.2	2.7	-
Russland	0.1	0.9	1.3	1.9	1.5	-1.1	0.0	1.2	2.4
Indien	7.7	7.0	7.7	8.2	7.1	6.7	6.7	6.8	6.8
China	7.4	6.8	6.8	6.7	6.5	6.7	6.4	6.5	6.5
Industrienationen⁴	1.4	2.5	2.3	2.4	2.2	3.7	3.7	3.5	3.5
Schwellenländer⁴	6.0	5.5	5.7	5.6	5.2	4.8	4.7	4.8	5.1
Welt⁴	3.5	4.1	4.0	4.1	3.8	4.3	4.3	4.2	4.4

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

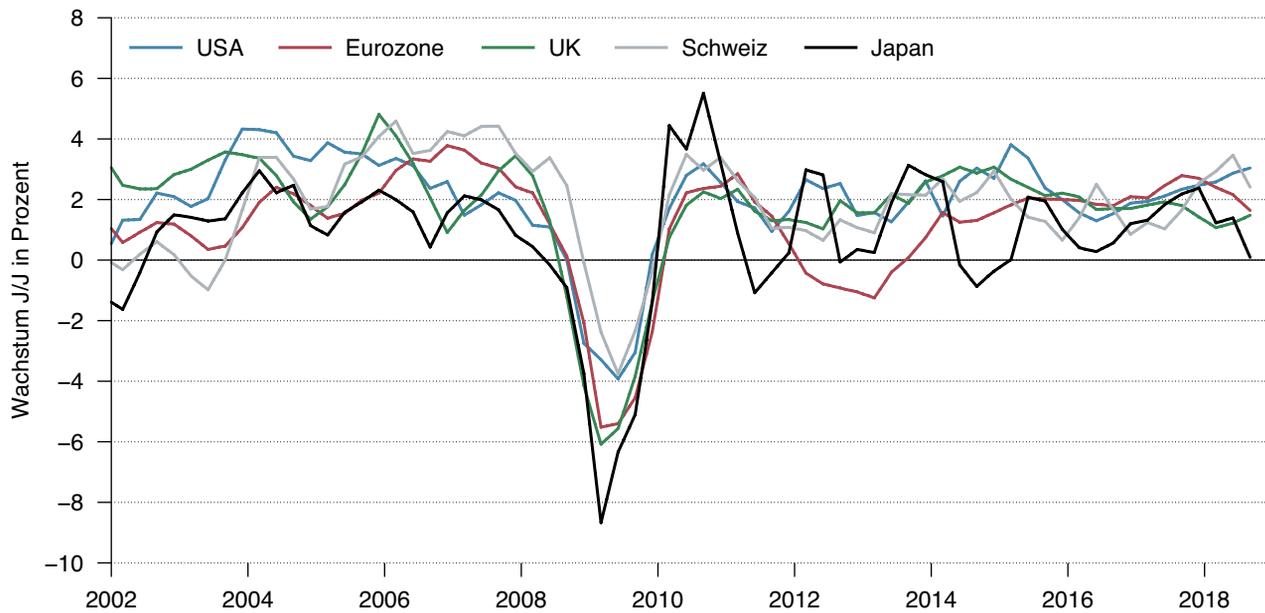
² Veränderung des realen BIP gegenüber dem Vorjahresquartal in Prozent.

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.

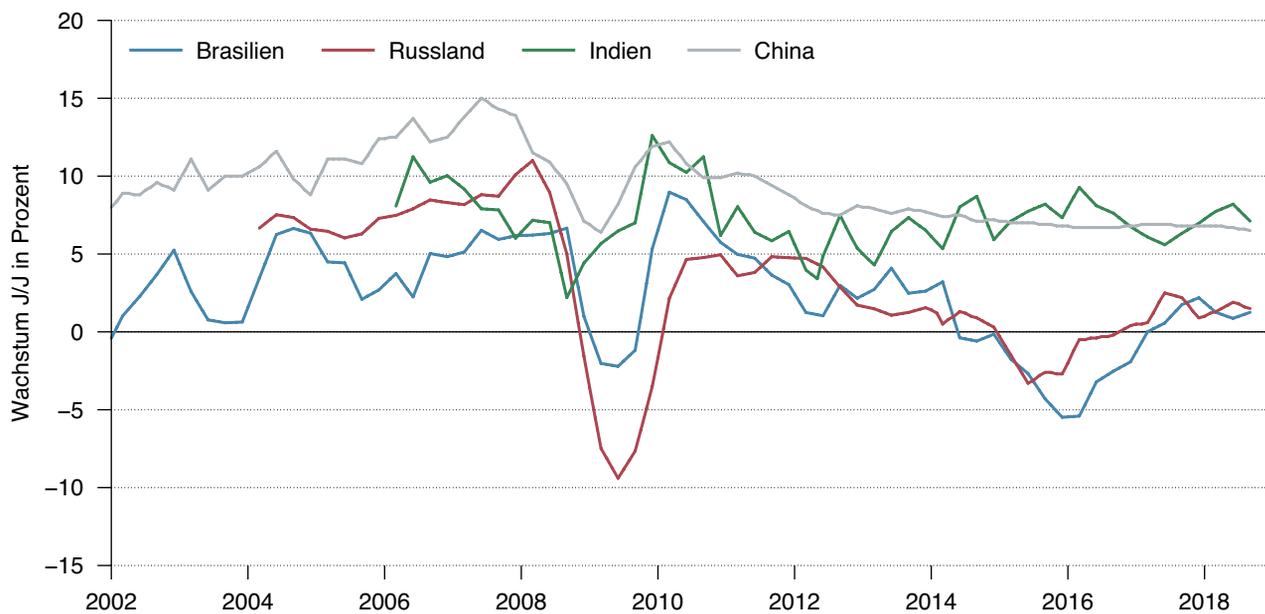
⁴ Die Aggregate werden anhand von nominalen BIP-Gewichten und Kaufkraftparitätskursen berechnet.

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

Wirtschaftswachstum Industrienationen



Wirtschaftswachstum Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

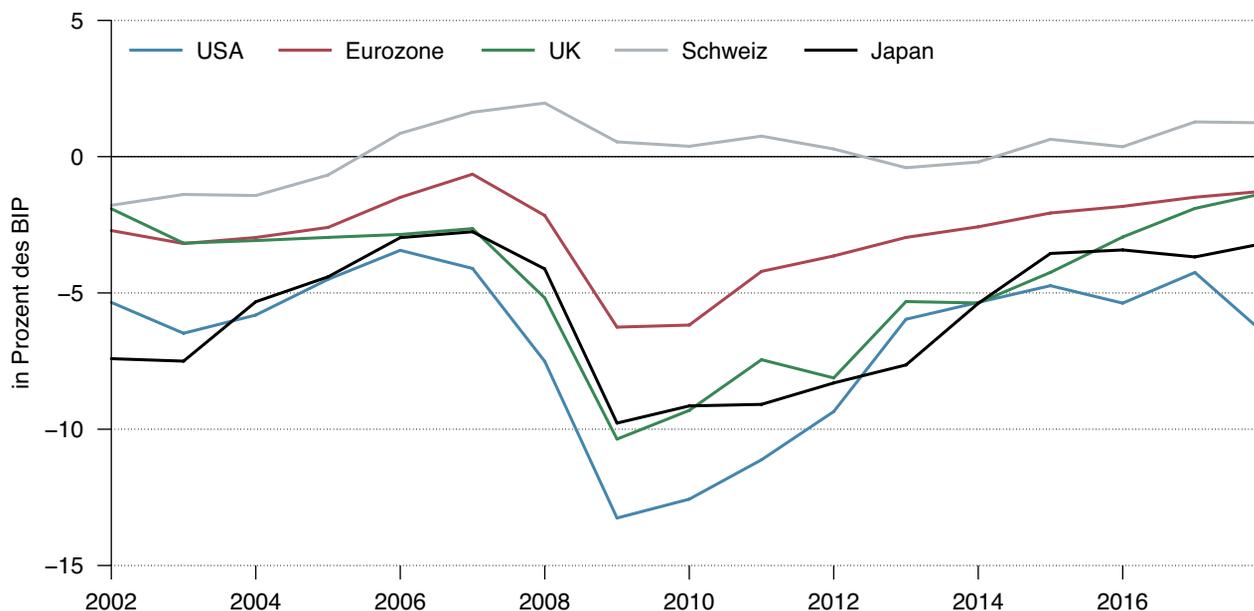
Wirtschaftsindikatoren

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	23.5	24.2	-2.2	-2.4	105.0	106.8	-5.1	-6.6	5.6	3.7
Eurozone	16.3	16.2	3.6	4.0	108.9	107.1	-2.2	-1.3	10.7	8.1
Deutschland	4.7	4.7	7.9	7.7	78.6	68.1	0.6	1.6	6.4	5.0
Frankreich	3.4	3.3	-0.6	-0.4	120.6	125.0	-3.6	-2.7	9.8	8.8
Italien	2.6	2.5	1.9	2.5	155.0	153.3	-2.7	-1.8	11.9	10.3
Spanien	1.7	1.7	1.6	1.0	114.3	114.6	-5.2	-2.7	21.9	14.8
Grossbritannien	3.6	3.3	-4.8	-3.4	111.2	115.6	-4.0	-1.3	5.4	2.8
Schweiz	0.9	0.8	10.1	11.1	42.7	40.0	0.3	1.2	3.2	2.5
Japan	6.3	6.0	2.5	3.3	218.9	226.4	-4.7	-3.2	3.4	2.4
Kanada	2.2	2.0	-3.1	-3.0	88.4	87.3	-0.7	-1.2	6.8	5.6
Australien	1.8	1.7	-3.4	-2.8	36.8	40.5	-2.6	-1.4	5.8	5.0
China	14.2	15.9	1.9	0.7	41.8	50.1	-2.4	-4.1	4.0	-
Brasilien	2.7	2.3	-2.5	-1.3	71.5	88.4	-7.1	-8.6	9.3	11.7
Indien	2.8	3.2	-1.3	-3.0	69.4	69.6	-7.1	-6.6	-	-
Russland	2.2	1.9	2.7	6.2	15.4	15.3	-2.1	1.6	5.4	4.7

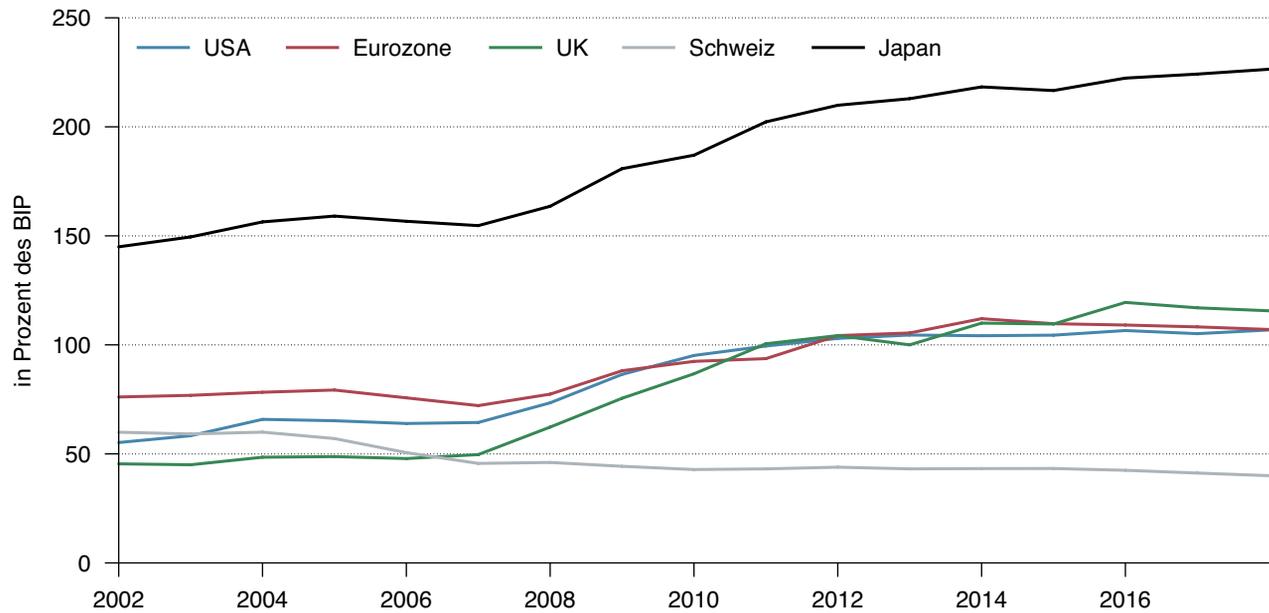
¹ In Prozent; Berechnung anhand von Marktwechsellkursen. ² In Prozent vom nominalen BIP. ³ In Prozent.

Budgetdefizit Industrienationen

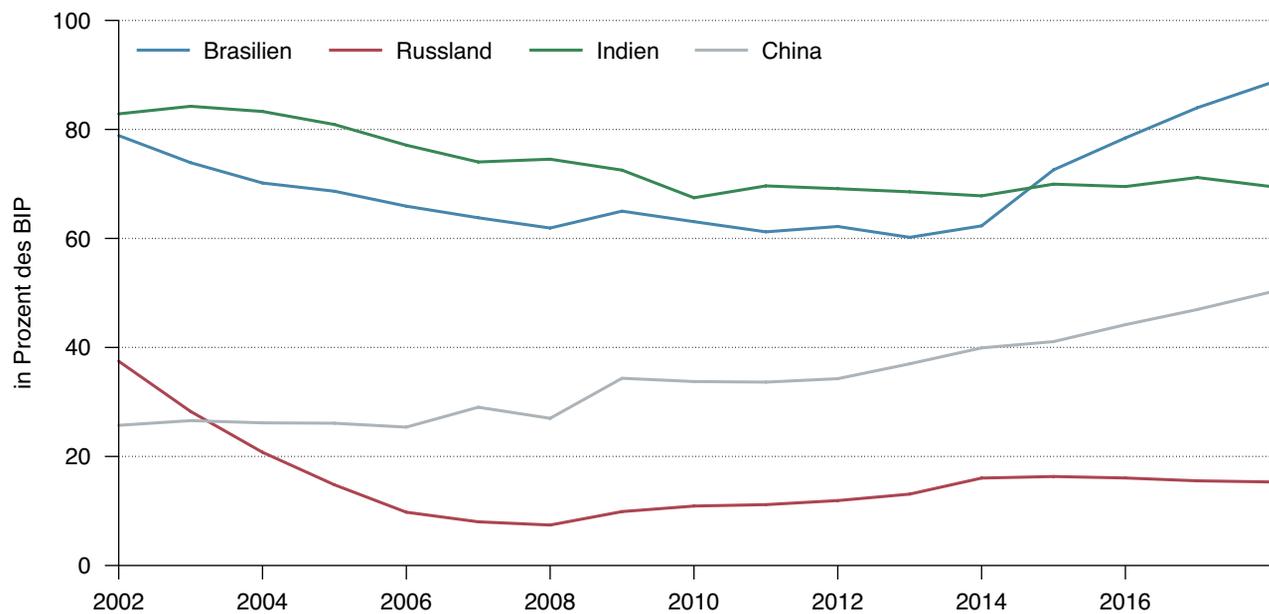


Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Staatsverschuldung Industrienationen



Staatsverschuldung Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Inflation

Die auslaufenden Basiseffekte aus dem Ölpreis lassen die Inflationsraten in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften wieder etwas tiefer ausfallen. In den USA kam die Teuerung gemessen an den persönlichen Haushaltsausgaben im Oktober bereits zum zweiten Monat in Folge auf 2 Prozent zu liegen. Das verschafft der amerikanischen Zentralbank (Fed) inflationsseitig wieder etwas grösseren Spielraum. Inwieweit sie diesen für eine künftig langsamere Straffung der Geldpolitik nutzen wird, bleibt abzuwarten. Zumindest einige Marktteilnehmer glauben bei der Fed jüngst eine subtile Veränderung der Tonlage herauszuhören. Für Aufsehen gesorgt haben vor

allem Aussagen des neuen Vizepräsidenten, Richard Clarida, wonach die US-Zinsen unterdessen nahe dem inflationsneutralen Niveau liegen würden.

An Dynamik verloren hat die Teuerung auch in der Eurozone. Im November legten die Konsumentenpreise im Vorjahresvergleich noch um 2 Prozent zu. Ein guter Teil der europäischen Teuerung ist noch immer dem Ölpreis zuzuschreiben. Bezeichnend dafür ist die weiterhin schwache Kerninflation, die im November auf 1 Prozent zu liegen kam. Die EZB hat kürzlich signalisiert, dass sich die Kernteuerung womöglich langsamer Richtung Zielmarke bewegen wird als zuvor von ihr angenommen.

Überblick

	Ø 10 Jahre ¹	Inflation ²				Kerninflation ³			
		8/2018	9/2018	10/2018	11/2018	8/2018	9/2018	10/2018	11/2018
USA	1.5	2.7	2.3	2.5	2.2	2.2	2.2	2.1	2.2
Eurozone	1.2	2.0	2.1	2.2	2.0	0.9	0.9	1.1	1.0
Deutschland	1.2	2.0	2.3	2.5	2.3	1.5	1.6	1.8	1.5
Frankreich	1.0	2.3	2.2	2.2	1.9	-	-	-	-
Italien	1.2	1.6	1.4	1.6	1.7	0.8	0.7	0.7	0.9
Spanien	1.1	2.2	2.3	2.3	1.7	0.8	0.8	1.0	-
Grossbritannien	2.3	2.7	2.4	2.4	-	2.1	1.9	1.9	-
Schweiz	-0.1	1.2	1.0	1.1	0.9	0.5	0.4	0.4	0.2
Japan	0.3	1.3	1.2	1.4	-	0.4	0.3	0.4	-
Kanada	1.6	2.8	2.2	2.4	-	1.7	1.5	1.6	-
Australien	2.2	2.0	1.9	-	-	1.4	1.2	-	-
Brasilien	6.0	4.2	4.5	4.6	4.1	3.6	3.8	3.6	3.2
Russland	7.7	3.1	3.4	3.5	3.8	2.6	2.8	3.1	3.4
Indien	7.3	3.7	3.7	3.4	2.3	-	-	-	-
China	2.2	2.3	2.5	2.5	1.5	2.0	1.7	1.8	1.8
Industrienationen⁴	1.3	2.3	2.1	2.2	2.0	1.5	1.5	1.5	1.5
Schwellenländer⁴	4.4	2.9	3.0	3.0	2.5	2.2	2.0	2.1	2.1
Welt⁴	2.7	2.6	2.6	2.6	2.3	1.6	1.5	1.6	1.6

¹ Durchschnittliche Jahresteuierung der Konsumentenpreise in Prozent.

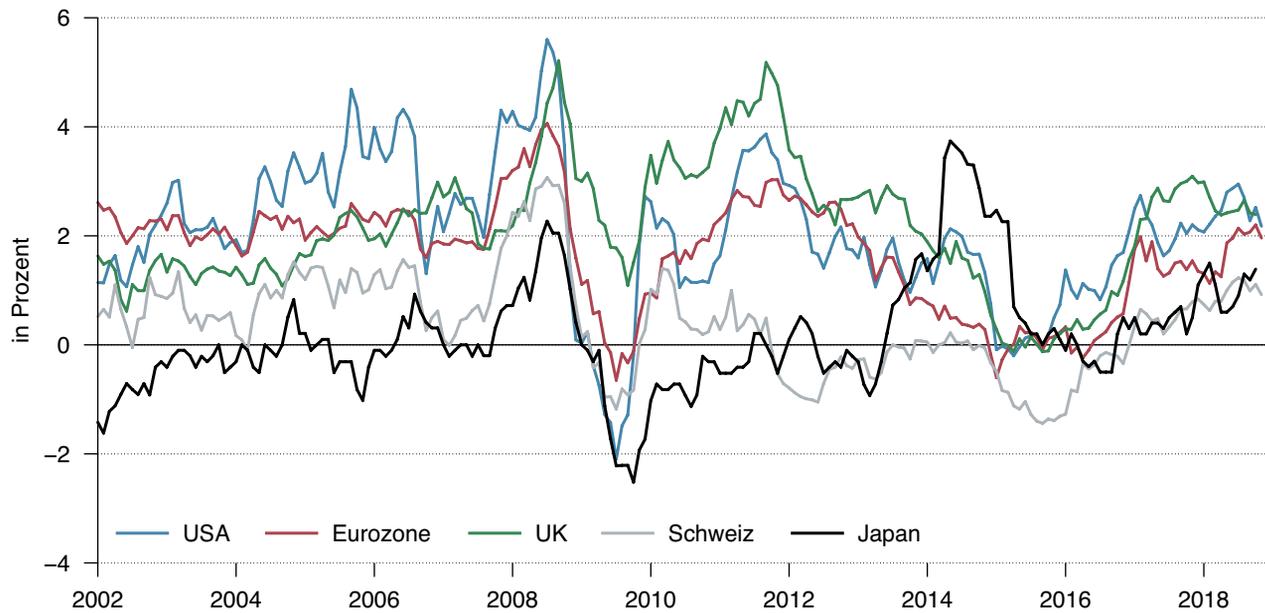
² Veränderung der Konsumentenpreise gegenüber dem Vorjahresmonat in Prozent.

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

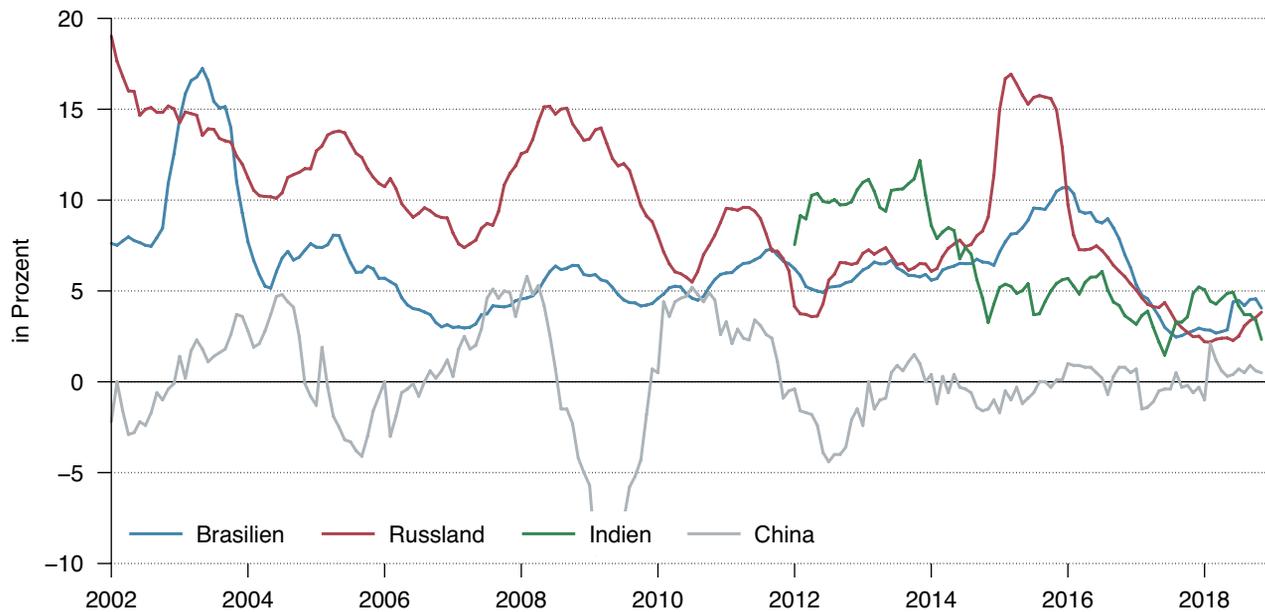
⁴ Die Aggregate werden anhand von nominalen BIP-Gewichten und Kaufkraftparitätskursen geschätzt.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Konsumentenpreisinfation Industrienationen



Konsumentenpreisinfation Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

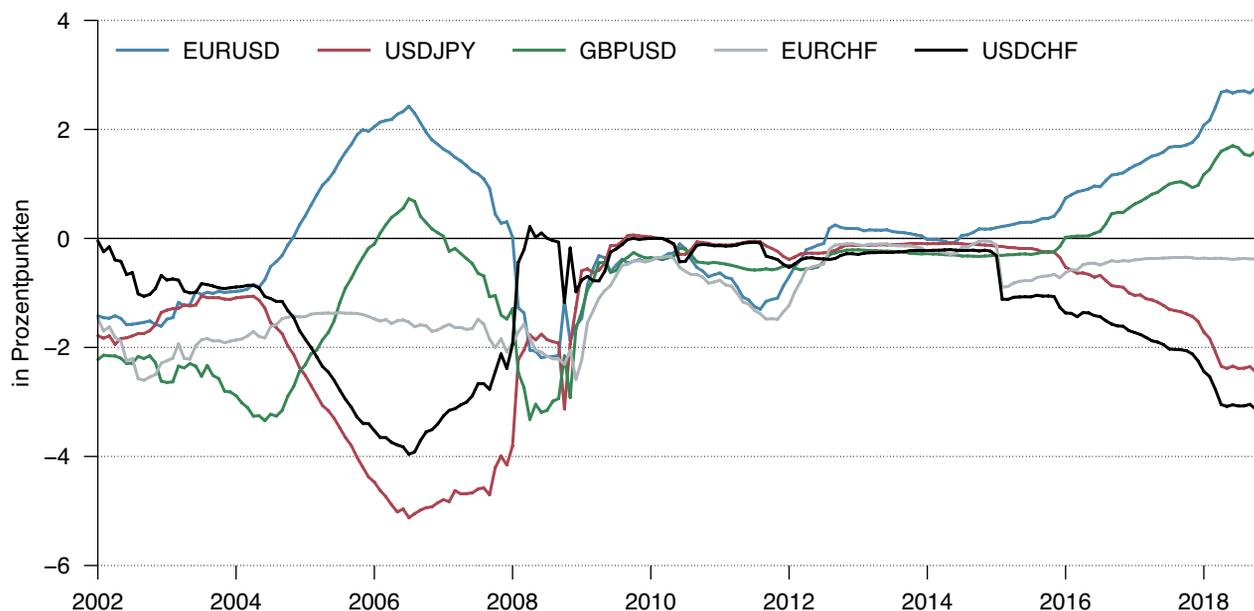
Zinsumfeld

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	1.137	3.13	1.98	1.11	0.37	3.25	2.30	1.41	0.55
USDJPY	113.2	-2.89	-1.61	-0.92	-0.54	-2.98	-1.93	-1.25	-0.82
GBPUSD	1.266	1.88	1.07	0.41	0.00	1.94	1.27	0.52	0.04
EURCHF	1.128	-0.39	-0.36	-0.42	-0.53	-0.37	-0.26	-0.42	-0.62
USDCHF	0.992	-3.52	-2.34	-1.53	-0.90	-3.62	-2.57	-1.82	-1.18
GBPCHF	1.256	-1.64	-1.27	-1.12	-0.90	-1.67	-1.30	-1.30	-1.14
CHFJPY	114.1	0.63	0.73	0.61	0.35	0.63	0.63	0.58	0.35
AUDUSD	0.723	1.28	0.09	-0.90	-2.07	1.60	0.48	-0.39	-1.51
USDCAD	1.333	-0.51	-0.14	0.27	0.45	-0.54	-0.18	0.02	0.22
USDSEK	9.090	-3.08	-2.14	-1.18	-0.09	-2.98	-2.27	-1.37	-0.29
USDRUB	66.3	4.25	5.61	8.89	7.89	4.96	5.06	8.34	7.80
USDBRL	3.844	4.88	6.45	11.86	10.32	4.19	4.71	9.53	9.35
USDCNY	6.889	0.37	3.22	3.00	3.06	0.43	2.63	2.64	2.67
USDTRY	5.335	21.79	12.83	11.77	9.95	21.46	12.91	11.72	10.05
USDINR	71.96	7.47	7.47	8.45	7.82	3.95	4.44	6.17	5.93

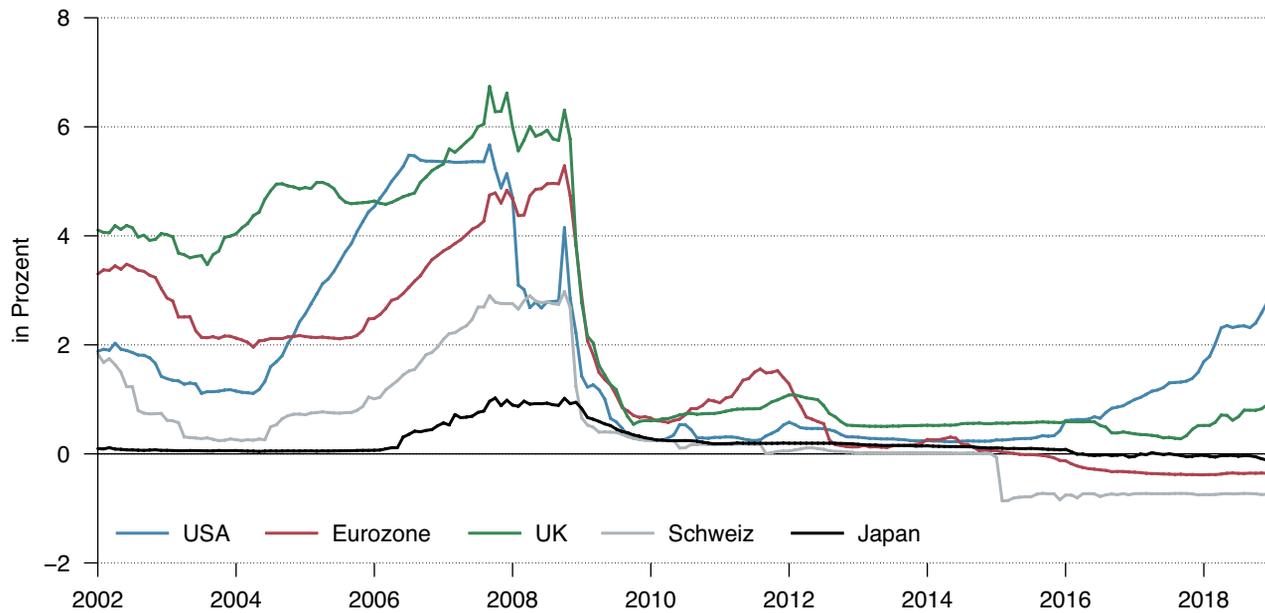
¹ Zinsen im zweiten Währungsraum abzgl. Zinsen im ersten Währungsraum; z.B. US-Dollar-Zinsen abzgl. Euro-Zinsen für EURUSD.

Zinsdifferenz

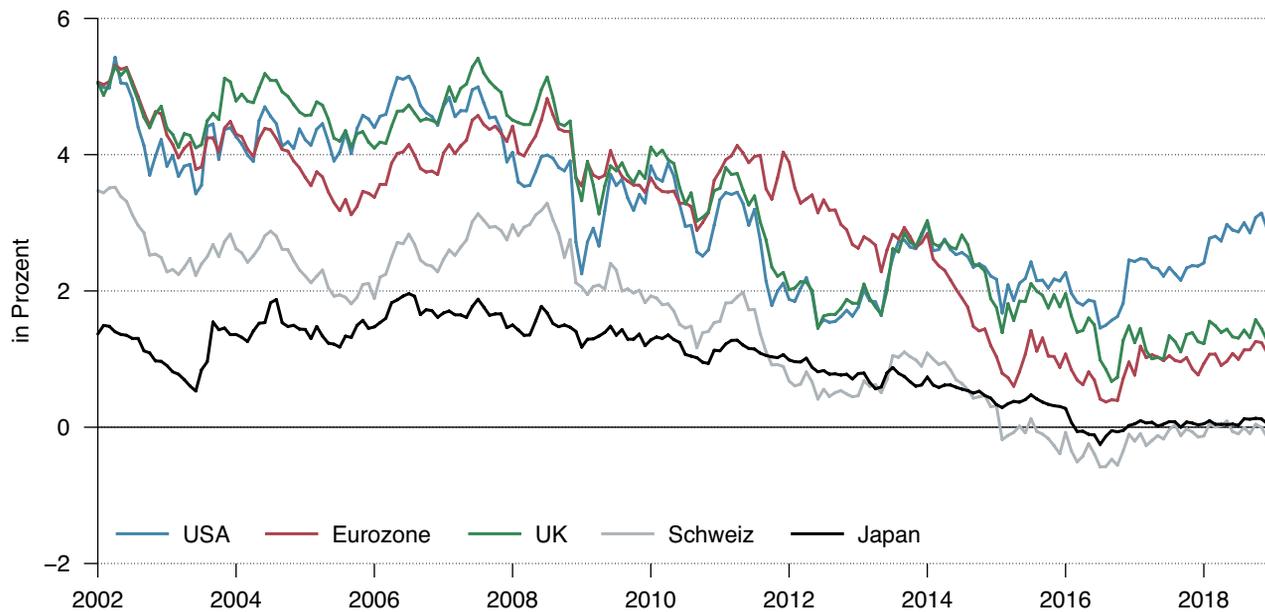


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Dreimonats-Liborsätze



Zehnjährige Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Währungsmärkte

Trotz schwächeren Aktienmärkten blieb die Volatilität bei den wichtigen Devisenkursen im vergangenen Monat niedrig. Relativ stark entwickelte sich der Schweizer Franken. Mit 3.5 Prozent konnte der Franken zur norwegischen Krone, die im vergangenen Monat unter dem sinkenden Ölpreis litt, ein sattes Plus verbuchen. Zum Euro legte der Franken um rund 1.2 Prozent zu. Gegenüber dem US-Dollar resultierte immerhin ein Gewinn von 0.4 Prozent.

Jüngst Anzeichen für eine Erholung sind bei den Währungen einzelner Schwellenländer auszumachen. Im Aufwind befindet sich beispielsweise der brasilianische Real. Mit der Wahl des Populisten Jair Bolsonaro scheint auch das Vertrauen der Finanzmärkte und Un-

ternehmen zumindest vorübergehend wieder gestiegen zu sein. An Boden gut machen konnte im November auch der arg gebeutelte argentinische Peso. Die Wirtschaftsaussichten bleiben für das hochverschuldete Land aber weiterhin äusserst schlecht. Damit einhergehend wird auch die argentinische Währung wohl schwach bleiben. Zum Dollar an Wert verloren hat im November wieder die türkische Lira. Die türkische Währung bleibt damit volatil. Seit Jahresanfang belaufen sich die Verluste gegenüber dem Dollar auf rund 40 Prozent.

Performance und Bewertung

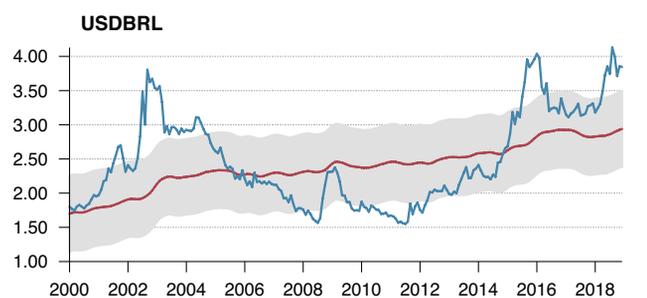
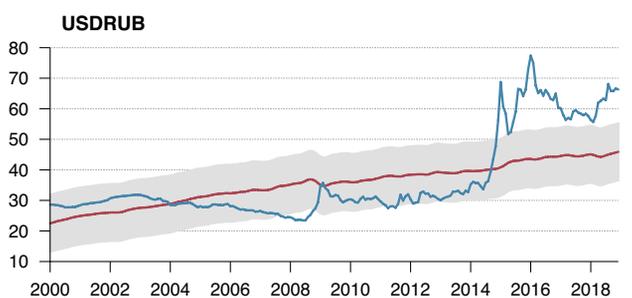
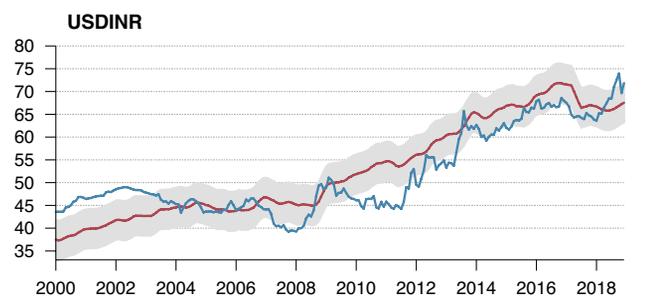
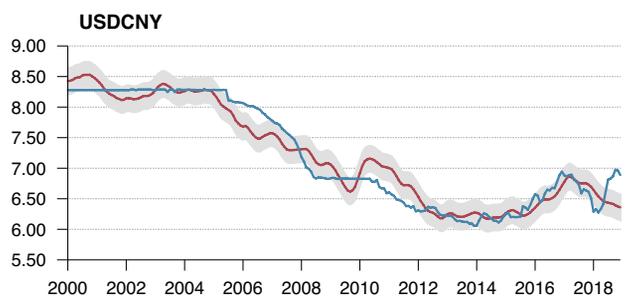
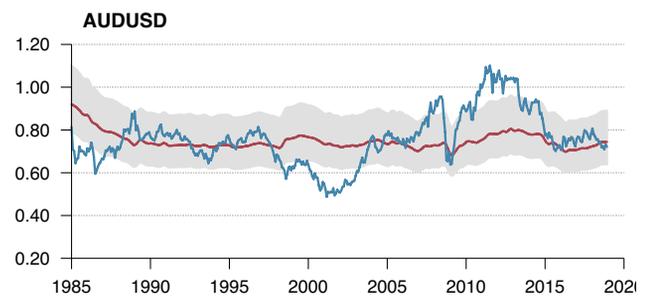
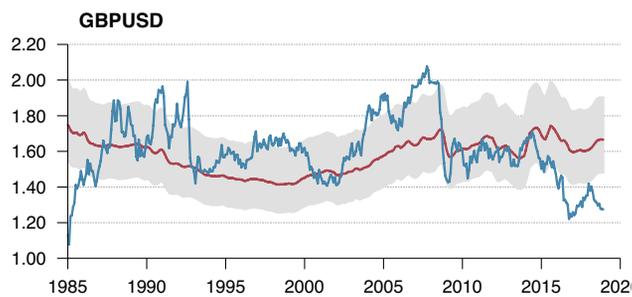
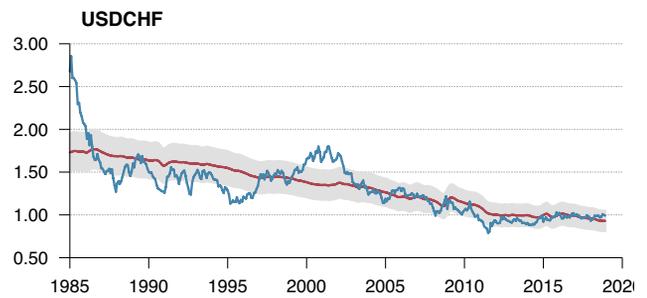
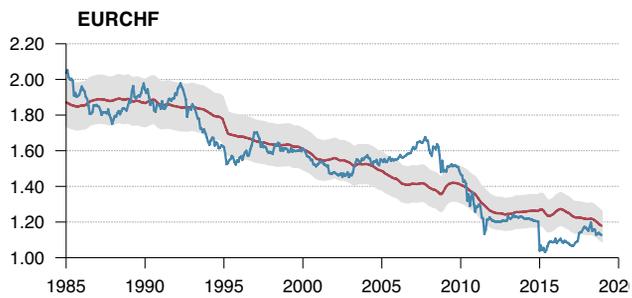
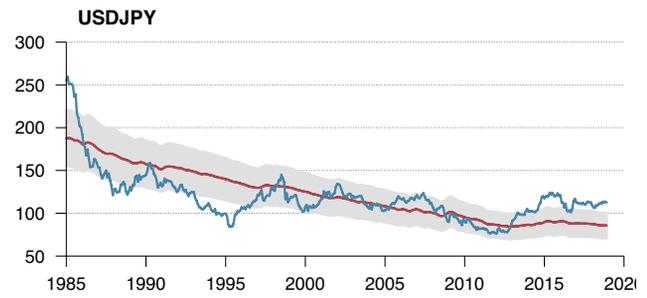
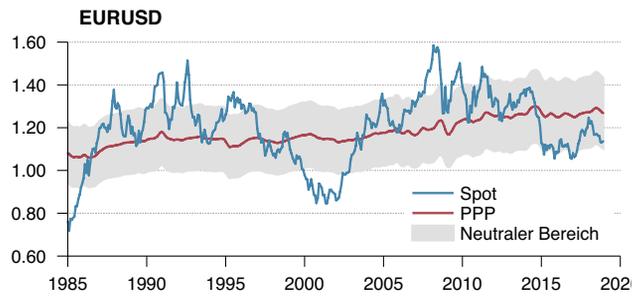
	Aktueller Wechselkurs	Performance ¹				Kaufkraftparität ²		
		YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre	PPP	Neutraler Bereich	Abweichung ³
EURUSD	1.137	-5.3	-2.6	-3.1	-17.4	1.27	1.1 - 1.43	-10.4
USDJPY	113.2	0.5	1.2	-0.4	9.9	85.8	70.7 - 100.8	32.0
GBPUSD	1.266	-6.4	-3.3	-5.0	-22.5	1.67	1.48 - 1.9	-24.0
EURCHF	1.128	-3.6	-0.2	-3.1	-7.8	1.18	1.1 - 1.26	-4.3
USDCHF	0.992	1.8	2.5	-0.1	11.5	0.93	0.81 - 1.05	6.7
GBPCHF	1.256	-4.7	-0.9	-5.0	-13.5	1.55	1.33 - 1.76	-18.9
CHFJPY	114.1	-1.3	-1.3	-0.4	-1.5	92.3	78 - 106.6	23.7
AUDUSD	0.723	-7.6	0.6	-4.3	-19.1	0.74	0.64 - 0.89	-2.9
USDCAD	1.333	6.4	2.5	3.5	25.3	1.19	1.09 - 1.29	11.9
USDSEK	9.090	11.0	1.4	7.6	37.9	7.46	6.45 - 8.48	21.8
USD RUB	66.3	15.2	-3.2	12.0	102.4	45.9	36.6 - 55.2	44.5
USDBRL	3.844	15.9	-7.9	15.5	63.7	2.94	2.39 - 3.49	30.8
USDCNY	6.889	5.8	0.6	4.0	13.5	6.36	6.15 - 6.57	8.3
USDTRY	5.335	40.7	-13.7	38.6	161.0	3.97	3.61 - 4.33	34.3
USDINR	71.96	12.7	-0.3	11.7	16.6	67.5	63.3 - 71.8	6.5

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: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

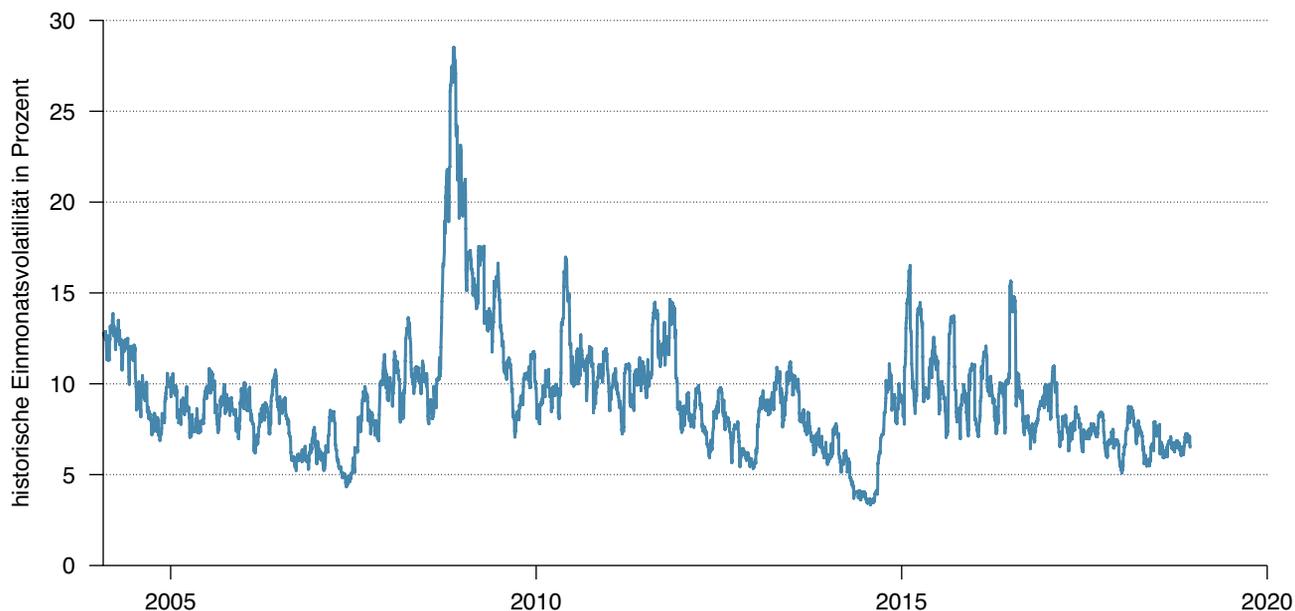
Währungsvervolatilität

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	1.137	6.9	7.1	8.4	10.1	7.1	7.5	8.6	10.6
USDJPY	113.2	5.6	6.7	9.2	10.4	6.5	7.8	9.6	11.1
GBPUSD	1.266	8.9	13.3	8.7	9.7	8.1	11.8	9.1	10.3
EURCHF	1.128	5.1	5.6	5.9	6.4	5.3	6.3	6.5	7.0
USDCHF	0.992	6.0	6.6	8.5	10.0	6.5	7.3	9.0	10.5
GBPCHF	1.256	8.1	12.0	8.9	9.9	7.4	11.1	9.3	10.4
CHFJPY	114.1	6.3	6.8	9.1	11.2	6.6	7.6	9.8	11.9
AUDUSD	0.723	8.6	9.0	9.8	11.7	8.4	9.6	10.4	12.4
USDCAD	1.333	6.6	6.8	7.9	9.3	7.2	7.4	8.2	9.8
USDSEK	9.090	9.0	9.0	9.7	12.1	9.3	9.6	10.1	12.4
USDRUB	66.3	10.9	13.4	16.9	14.7	12.9	14.1	17.1	15.7
USDBRL	3.844	17.7	14.8	15.6	15.3	14.9	14.8	15.9	15.9
USDCNY	6.889	3.5	6.1	4.2	3.3	4.3	6.3	5.0	4.6
USDTRY	5.335	23.6	20.3	14.0	13.3	27.4	21.2	15.0	14.5
USDINR	71.96	8.2	8.0	7.0	9.0	6.0	8.3	8.2	10.1

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

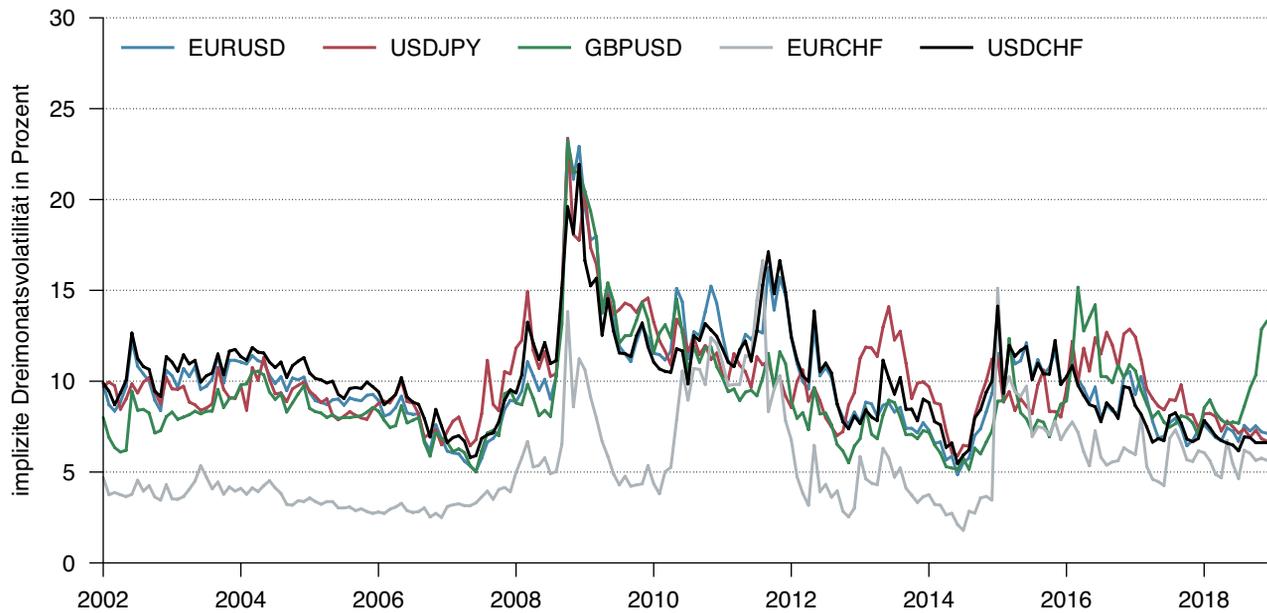
QCAM-Volatilitätsindikator³



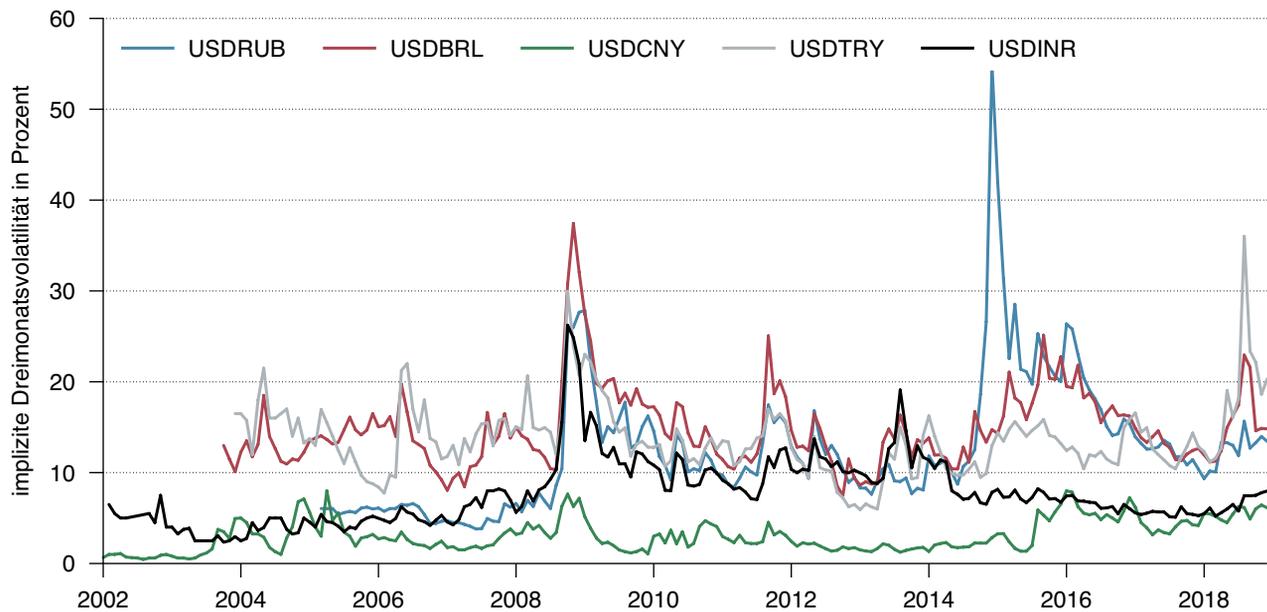
³ Der Volatilitätsindikator von QCAM bildet die Volatilität an den globalen Währungsmärkten ab; für die Berechnung wird die historische Volatilität der wichtigsten Währungspaare verwendet und mithilfe des Handelsvolumens der jeweiligen Währungspaare gewichtet.

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

Volatilität Hauptwährungen



Volatilität Schwellenlandwährungen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

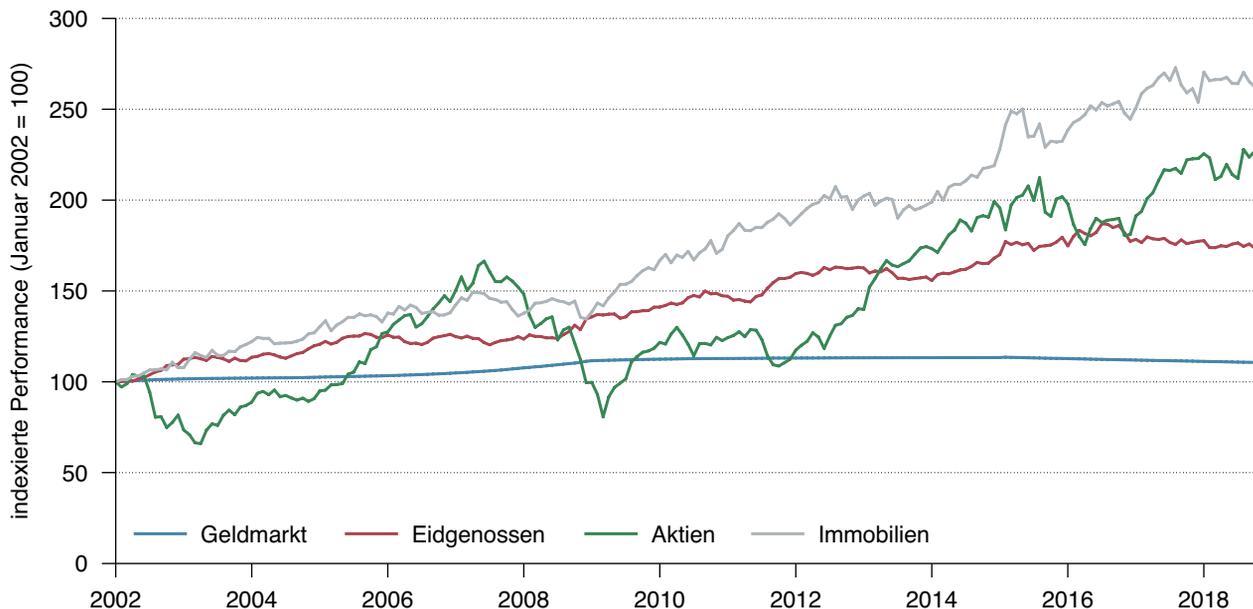
Finanzmarktumfeld

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	-0.7	-0.2	-0.7	-2.5	-0.7	-0.2	-0.7	-2.5
Eidgenossen CHF	-0.4	1.4	-0.7	12.8	-0.4	1.4	-0.7	12.8
Unternehmensanleihen CHF	-0.6	0.2	-0.8	10.2	-0.6	0.2	-0.8	10.2
Aktien Schweiz (SMI)	-2.3	-1.0	-2.1	33.2	-2.3	-1.0	-2.1	33.2
Aktien Europa (Stoxx600)	-7.0	-6.7	-7.5	33.3	-10.4	-6.9	-10.5	22.9
Aktien UK (Ftse100)	-6.8	-4.8	-4.4	29.5	-11.2	-5.6	-9.1	12.2
Aktien Japan (Topix)	-9.8	-5.3	-9.6	43.8	-8.6	-4.1	-9.2	45.9
Aktien USA (S&P 500)	1.0	-8.3	1.5	65.5	-0.8	-10.5	1.5	48.6
Aktien Schwellenländer	-13.3	-3.5	-9.5	13.2	-14.9	-5.9	-9.5	1.6
Aktien Welt (MSCI World)	-3.8	-8.2	-2.8	40.9	-5.5	-10.4	-2.8	26.5
Immobilien Schweiz	-4.1	-1.9	1.4	32.3	-4.1	-1.9	1.4	32.3
Immobilien Global	0.0	-1.5	1.1	39.1	-1.8	-4.0	1.1	24.9
Rohstoffe	-6.8	-0.6	-1.5	-34.8	-8.4	-3.1	-1.4	-41.5
Rohöl (Brent)	-8.1	-21.7	-4.3	-43.5	-9.7	-23.7	-4.3	-49.2
Gold	-4.4	3.6	0.7	0.8	-6.1	1.1	0.7	-9.5

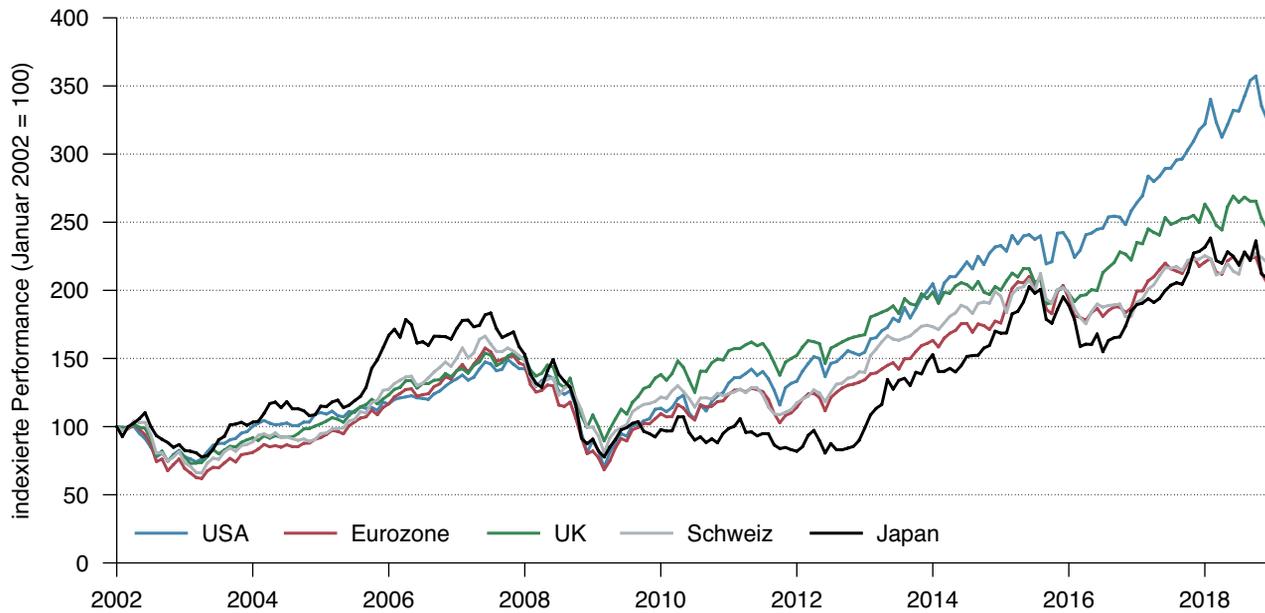
¹ Performance in Prozent für den jeweiligen Zeitraum.

Performance Schweizer Finanzanlagen

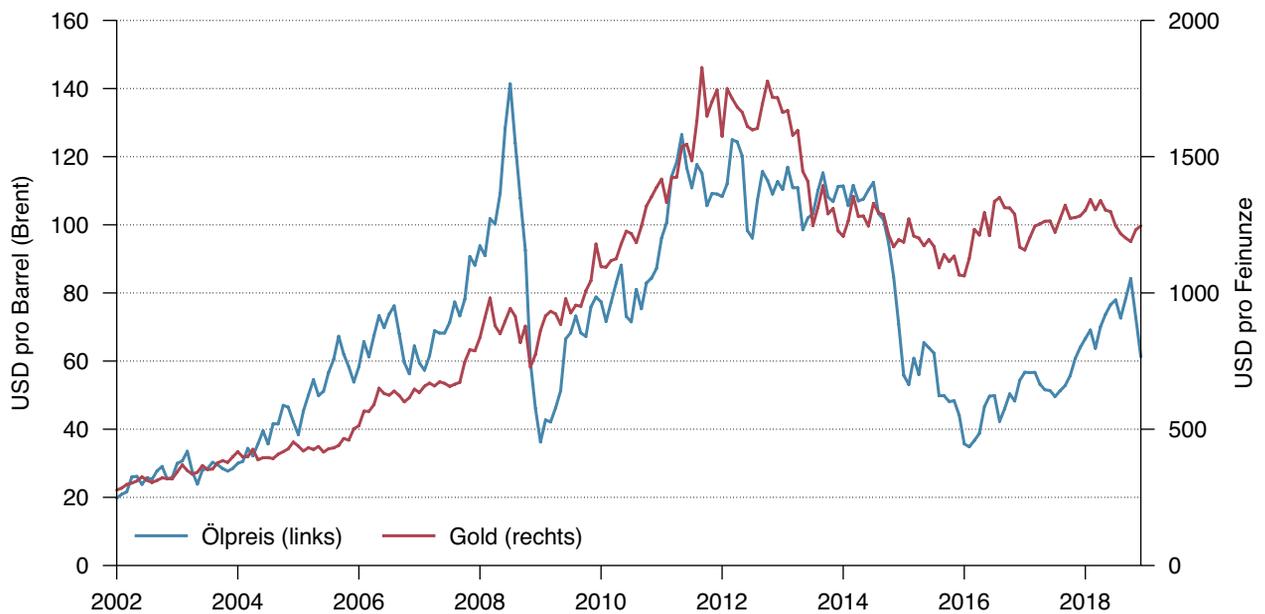


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Performance ausgewählter Aktienmärkte (in Lokalwährung)



Performance ausgewählter Rohstoffpreise



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Die Zahl des Monats

90 Tage

90 Tage lang wollen die USA zuwarten, bis sie die Zölle für chinesische Güter im Wert von 200 Milliarden Dollar auf 25 Prozent erhöhen. Dafür stimmte China zu, eine «bedeutende Menge» von Landwirtschafts-, Energie- und Industriegütern zu kaufen. Beide Parteien wollen Gespräche aufnehmen, um das Problem des Diebstahls von geistigem Eigentum und erzwungenen Technologietransfers zu lösen. Ob China hierbei aber zu nennenswerten Kompromissen bereit sein wird, ist sehr zweifelhaft.

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.

