

Januar 2020

FX MONTHLY

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

Seite 1 QCAM Insight
Themen für 2020

Seite 3 Die Makroperspektive
Rettet China 2020
die Konjunktur?

Seite 5 Was die Währungsmärkte bewegt
Wechselkurse zwischen
kurzfristigen Ereignissen
und langfristigen
Bewertungen



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. Januar 2020

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 Zinsumfeld	Seite 11
Währungsmärkte	Seite 15
Finanzmarktumfeld	Seite 19
Die Zahl des Monats	Seite 21

Themen für 2020



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

2019 war ereignisreich, aber das hat die Währungsmärkte wenig bewegt. Was wird 2020 bringen? Es gibt einige Themen, aber werden sie zum Tragen kommen oder bleiben die Zentralbanken in Kontrolle?

Das Jahr 2019 war voller Drama und Überraschungen. Das Jahr begann nach einem Markteinbruch Ende 2018. Die Gefahr eines harten *Brexits*, der US-chinesische Handelsstreit und die Angst vor einer Rezession haben viel Verunsicherung erzeugt. Am Ende war aber alles nicht so schlimm wie erwartet. Die *US Fed* hat die Zinsen gesenkt und andere Zentralbanken sind gefolgt. Die Rezession blieb aus, der Handelsstreit wurde mit einem Übergangsvertrag temporär beigelegt und das Ergebnis der Wahlen in Grossbritannien hat die *Brexit*-Unsicherheit reduziert.

Vielleicht sind die Währungsmärkte hellsehtig und haben das positive Ende richtig erwartet. Tatsache ist, dass

die Währungsmärkte sich nur wenig bewegt haben. Der USD hat etwas zugelegt, hauptsächlich gegenüber dem EUR und einigen Schwellenländern. Die Frage stellt sich daher, welche Faktoren dies in 2020 ändern könnten.

Thema 1: Reflation

Nach dem globalen Abschwung in 2019 wird dieses Jahr ein Aufschwung erwartet. Zeichen wirtschaftlicher Stabilisierung und sogar Verbesserung sind erkennbar. Reflation gilt als positiv für risikoreichere Währungen und negativ für den USD. Wir halten Reflation für möglich, aber das Ausmass könnte enttäuschen. Insbesondere könnte sich die relative Wirtschaftsleistung anders entwickeln. Wir erwarten keinen Boom in den USA, aber wären nicht überrascht, wenn die USA sich besser entwickeln als andere Wirtschaftsblöcke wie die Euro-Zone.

Thema 2: Politische Risiken

Unserer Meinung nach werden in 2020 nicht die Wirtschaftsnachrichten, sondern politische Ereignisse dominieren. Die grösste Unsicherheit sind wahrscheinlich die Wahlen in den USA; nicht nur weil das Ergebnis und ihre Auswirkungen unklar sind, sondern weil der Wahlkampf selber sehr hässlich werden kann. Wir glauben auch nicht, dass der Handelskonflikt abgeschlossen ist. Die Einigung zwischen den USA und China ist nur eine Zwischenlösung und könnte von Trump jederzeit gebrochen werden. Der Weg zum *Brexit* scheint nun frei, aber die Auswirkungen können noch immer negativ für Grossbritannien und die EU sein. Die Euro-Zone ist auch nicht stabiler geworden. Einige Regierungen

sind angeschlagen und Italien bleibt eine Gefahr für den Euro. Zuletzt gibt es viele Unruheherde in der Welt, die eskalieren können, besonders im Nahen Osten.

Thema 3: Zentralbanken bleiben wachsam

Die Zentralbanken würden 2020 gerne im Hintergrund bleiben. Sie erachten ihr Mandat als erfüllt und blicken positiv nach vorne. Auch ist man sich immer mehr einig, dass Stimulierungsmassnahmen wenig effektiv sind. Dennoch, für den Fall einer akuten Krise, stehen die Zentralbanken als Retter in der Not bereit.

Thema 4: Defizits bleiben relevant

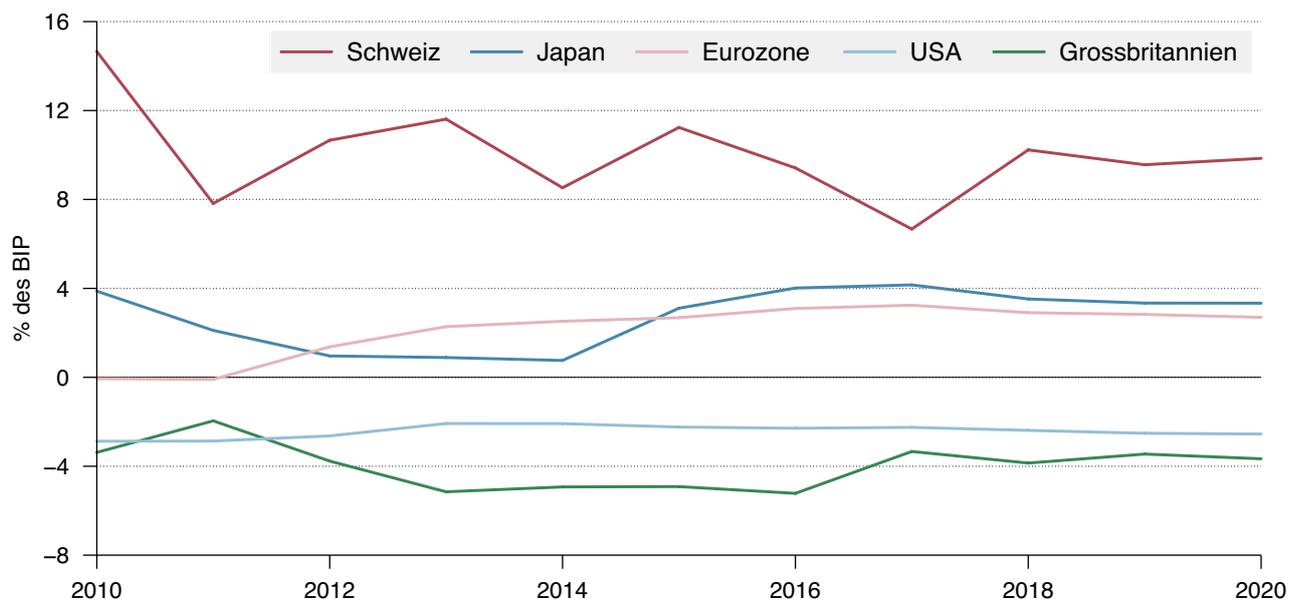
Aussenbilanzen sind wichtige Wechselkursfaktoren. Währungen mit grossen und anhaltenden Leistungsbilanzdefiziten werben meist ab, es sei denn sie können grosse Kapitalzuflüsse anziehen. Dieser Ausgleich ist auch für die grossen Währungen wichtig: Der USD braucht Kapitalzuflüsse um sein Leistungsbilanzdefizit

zu finanzieren, während der EUR und der JPY ihre Leistungsbilanzüberschüsse durch Kapitalexporte ausgleichen müssen. Aufgrund der Grösse und Hartnäckigkeit der Defizite im USD und der Überschüsse im EUR und JPY könnte der USD unter Druck geraten, sollten schlechte Nachrichten das Vertrauen der Anleger erschüttern.

Vorsicht ist besser als Nachsicht

Im Moment sehen wir keinen der genannten Faktoren als massgeblich richtungweisend für die Währungsmärkte in 2020. Sollte jedoch das Vertrauen in die Zentralbanken erschüttert werden, dann ist Aufruhr an den Märkten zu erwarten. Die Achillesferse des USD ist sein Doppeldefizit und seine Überbewertung. Das Hauptrisiko für den EUR liegt in Italien. Das GBP ist eine Defizitwährung wie der USD und trägt noch immer das Risiko eines *Brexit*-Kriseneinbruchs mit sich. Dagegen erscheinen der JPY und der CHF sicherer. Beide sind Überschusswährungen und weisen keine akuten Risikofaktoren auf.

Leistungsbilanzen
% des BIP



Quelle: IWF und QCAM

Die Makroperspektive

Rettet China 2020 die Konjunktur?

2019 war für den globalen Warenhandel ein aussergewöhnliches Jahr. Trotz solidem Wirtschaftswachstum entwickelte sich der Welthandel rückläufig, wie es seit der Jahrtausendwende eigentlich nur während Krisenzeiten der Fall war. Nebst protektionistischen Massnahmen hatte auch die konjunkturelle Verlangsamung in China ihren Anteil am rückläufigen Welthandel. Für Anfang 2020 kann in China mit einer Verbesserung gerechnet werden.

Das Jahr 2020 startet mit einem gemischten Wirtschaftsausblick. Die USA konnten zum Jahresende nochmals mit beeindruckenden Zahlen vom Arbeitsmarkt aufwarten – die Arbeitslosigkeit liegt weiterhin auf einem 50-Jahrestief. Gleichzeitig schauen Unternehmen aus dem Dienstleistungssektor positiv in die Zukunft und im Bausektor läuft es rund. Auf der anderen Seite erreichte der Stimmungsindikator für die Industrie einen neuen Tiefststand wie zuletzt 2009. Die Talsohle scheint für die Industrie also noch nicht durchschritten zu sein. Ähnlich verhält es sich in der Eurozone. Die Indikatoren für die Industrie haben sich hier zwar auf tiefem Niveau stabilisiert, von Optimismus kann jedoch noch keine Rede sein.

Dass die Industrieunternehmen rund um den Globus Trübsal blasen, hängt eng mit der schwachen internationalen Handelsdynamik zusammen, ist es doch vor allem das Exportgeschäft, das den Produzenten Probleme bereitet. Die Kommentatoren waren jeweils rasch darin, die Schuld für diese Entwicklung Präsident Trump und seiner protektionistischen Politik in

die Schuhe zu schieben. Dies ist jedoch nur ein Teil der Erklärung. Ebenso eine Rolle gespielt hat die konjunkturelle Verlangsamung in China, für welche sich der Handelskonflikt nur zum Teil verantwortlich zeichnete. China ist heute mit Abstand die grösste Exportnation weltweit und inzwischen auch der zweitgrösste Importeur nach den USA. Angesichts der Bedeutung Chinas für die globale Konjunktur stellt sich die Frage, wie es der chinesischen Konjunktur aktuell geht. Dazu können zwei Beobachtungen gemacht werden.

Optimismus macht sich breit

Erstens: In China ist jüngst eine positive Dynamik zu beobachten. So hat beispielsweise der *Caixin Manufacturing Index*, der die Stimmung unter kleinen und mittleren Unternehmen erfasst, im November ein neues Dreijahres-Hoch erreicht. Auch im Dezember notierte er nur leicht unterhalb dieses Hochs. Gleichzeitig ist sichtbar, dass die Produktionszahlen in diversen Industriesektoren derzeit im Steigen begriffen sind. Sogar die Import- und Exportzahlen sind dabei, sich zu erholen, sofern die USA ausgeklammert werden. Doch selbst für den Warenhandel zwischen den beiden grössten Volkswirtschaften besteht Aufwärtspotenzial, sollte es am 15. Januar tatsächlich zur Unterzeichnung eines ersten Handelsabkommens kommen, wie dies Trump angekündigt hatte (zu Redaktionsschluss noch nicht bekannt).

Der Bauboom ist vorbei

Zweitens: Das positive Bild für China wird getrübt durch den Bausektor. Die Investitionssumme im Bausektor ist

im Jahresvergleich deutlich zurückgegangen, das Wachstum der Stahlproduktion verlangsamt sich. Dass die Regierung dem Bausektor derzeit nicht unter die Arme greift, hat historische Gründe. China überwand eine Konjunkturschwäche in 2015/16 massgeblich durch grosse Infrastrukturprojekte und eine Lockerung bei der Kreditvergabe, was damals zu einem Bauboom führte. Der Boom wurde jedoch erkauft durch einen massiven Anstieg der Verschuldung. Chinas Verschuldung im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung nähert sich der 300%-Marke, was für ein Schwellenland einen besorgniserregend hohen Wert darstellt.

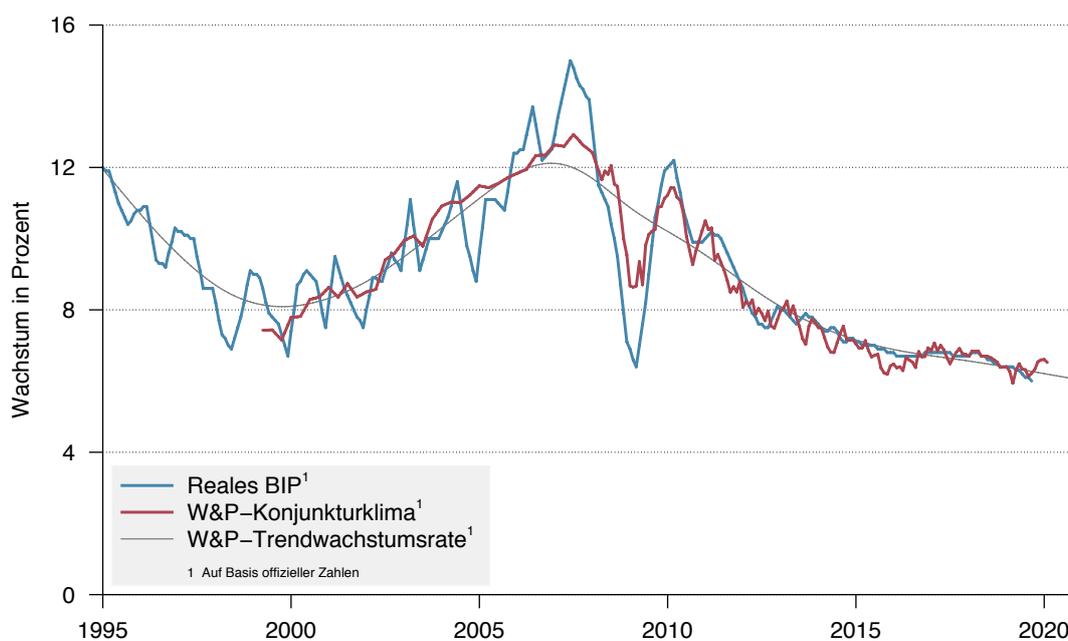
Qualität statt Quantität

Die Regierung ist sich der Risiken bewusst, die mit dieser Verschuldung einhergehen. Aktuelle Stimulierungsmassnahmen der Regierung zielen darauf ab, die Wirtschaftslage zu stabilisieren, ein neuerlicher Bauboom wie 2015 soll jedoch vermieden werden. Während beispielsweise Zentralbanken rund um den Globus die Leitzinsen 2019

spürbar nach unten korrigierten, senkte die chinesische Zentralbank ihren Leitzins für Repo-Geschäfte gerade einmal um -0.05%. Die Regierung zeigt damit auch ihre Bereitschaft, tiefere Wachstumsraten zu akzeptieren zugunsten einer nachhaltigeren Wirtschaftsentwicklung.

Trotz zurückhaltender Regierung und wenig Dynamik im Bausektor kann momentan eine positive Entwicklung in China beobachtet werden. Darum sind die Erwartungen für China in den kommenden Monaten positiv. Damit hebt sich China von den anderen grossen Volkswirtschaften ab, in welchen mit einer verhaltenen Wirtschaftsentwicklung gerechnet werden muss. Die Dynamik in China lässt auch darauf hoffen, dass der Welthandel wieder mehr Schwung gewinnt.

Positive Signale aus China



Quelle: Refinitiv, Wellershoff & Partners

Was die Währungsmärkte bewegt

Wechselkurse zwischen kurzfristigen Ereignissen und langfristigen Bewertungen

Die ersten Wochen der neuen Dekade haben mit einem Stresstest begonnen: eine Eskalation im Streit zwischen Iran und den USA. Die Preise von Öl und Gold stiegen gegenüber dem Dollar, ebenso wie die traditionellen «Safe-Haven»-Währungen. Dies verdeutlicht wieder einmal die Einflussnahme solcher Ereignisse auf die kurzfristige Entwicklung von Wechselkursen. Fundamentaldaten bleiben aber relevant.

Zum Jahresbeginn von 2020 weist der US-Dollar schon im zweiten Monat in Folge leichte Anzeichen von Schwäche auf. Ein Anstieg des Ölpreises, getrieben durch Bedenken auf der Angebotsseite, und ein Anstieg des Goldpreises waren die klassischen Reaktionen als Folge der gestiegenen Unsicherheiten im Mittleren Osten. In Folge werteten vom Öl abhängige Währungen – beispielsweise die norwegische Krone, der brasilianische Real und der russische Rubel – gegenüber dem US-Dollar auf. Im Gegensatz dazu reagierten die Währungen von Ölimporteuren, wie beispielsweise die Indische Rupie und die Türkische Lira, sensibel. Sie schwächten gegenüber dem US-Dollar wie erwartet ab. Es überrascht auch nicht, dass *Safe-Haven*-Währungen in diesem Umfeld aufwerteten. Auch wenn das Aufwertungspotenzial des Schweizer Frankens aufgrund möglicher Interventionen der SNB weiterhin beschränkt ist, konnte dieser im vergangenen Monat gegenüber dem US-Dollar um drei Prozent aufwerten. Der japanische Yen wertete immerhin um ein Prozent auf.

Und wie hat sich in diesem Umfeld der chinesische Renminbi entwickelt? Auch er wertete gegenüber dem US Dollar um fast 1,5 Prozent auf – ähnlich wie der Euro.

Diese unterschiedlichen Kursentwicklungen der einzelnen Währungen sind einmal mehr eine Erinnerung, dass kurzfristige Ereignisse grossen Einfluss auf die Wechselkurse aufweisen können. Die Auswirkungen sind dabei grösser, als die sonst in üblichen Modellen verwendeten Faktoren den Wechselkurs beeinflussen.

Ein Beispiel: Eine Aufwertung des Schweizer Frankens gegenüber dem US-Dollar um drei Prozentpunkte zwischen der ersten Dezemberwoche 2019 und der ersten Januarwoche 2020 gleicht einen negativen Schweizer Franken Kassensatz von -0,75 Prozent mehr als aus. Somit ist offensichtlich, dass ein tiefgehendes Verständnis von Währungskursen nicht nur auf Zinsdifferenzialen basieren kann.

Fundamentaldaten bleiben wichtig

Bisweilen verhalten sich Währungskurse ganz nach Lehrbuch. Zu anderen Zeitpunkten wiederum erscheinen ihre Kursentwicklungen völlig willkürlich. Der Grund hierfür liegt in den Limitationen der Modellierung: Die globalen Märkte sind an einem durchschnittlichen Handelstag viel komplexer, als was von Ökonomen modelliert werden kann. Punktanalysen sind daher nicht von grossem Wert.

Eine viel stärkere Vorhersagekraft weisen Analysen zur Unter- beziehungsweise Überbewertung der Währung in Bezug auf ihre Kaufkraftparität auf. Je grösser die Fehlanpassung, desto grösser die Wahr-

scheinlichkeit, dass der Wechselkurs auf einem langfristig nicht nachhaltigen Niveau liegt. Wie das Sprichwort so schön besagt: Nichts währt ewig. Zwar gibt die Fehlanpassung keine Informationen über den exakten Zeitpunkt einer Anpassung, aber sie gibt Aufschluss über die tendenzielle Richtung der Kursentwicklung.

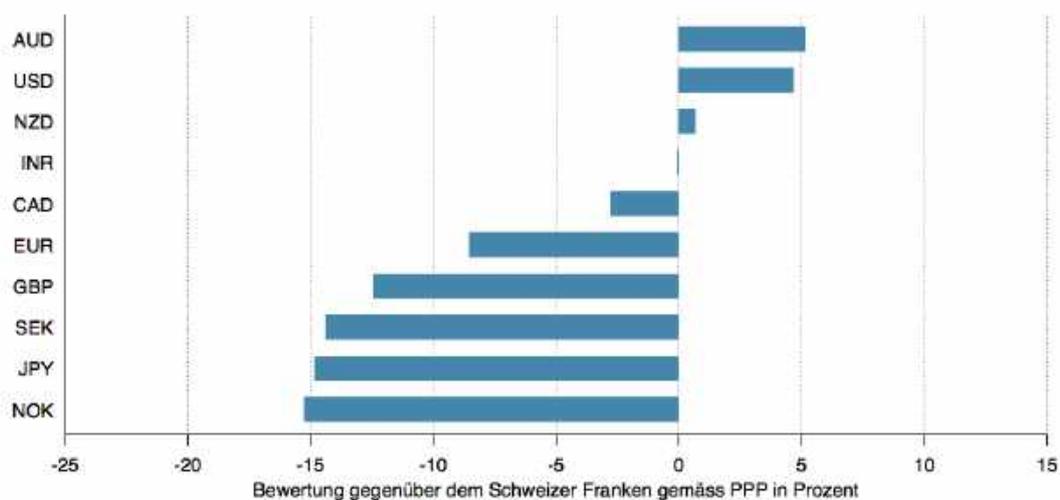
Wie aus der untenstehenden Grafik ersichtlich ist, haben wir zehn Währungen in Bezug auf ihre Bewertung gegenüber dem Schweizer Franken in eine Rangfolge gebracht. Die Grafik basiert auf Monatsdaten per Ende November 2019. Wir sehen, dass der australische Dollar und der US-Dollar gegenüber dem Schweizer Franken zu diesem Zeitpunkt um rund fünf Prozent überbewertet waren. Diese Differenz, betrachtet man die üblichen Kursschwankungen über ein Jahr hinweg, ist fast vernachlässigbar.

Deutlich auffälliger war im Vergleich hierzu die Unterbewertung des japanischen Yen, der norwegischen Krone und der schwedischen Krone gegenüber dem Schweizer Franken (und noch mehr gegenüber dem US-Dollar). Folglich wäre eine Richtungswette auf eine Verringerung der Differenz ein logisch nachvollzieh-

barer Ansatz gewesen. Wir konnten Ende November nicht wissen, dass die norwegische Krone seither in der Tat um fünf Prozent gegenüber dem US-Dollar und um zwei Prozent gegenüber dem Schweizer Franken aufwertete. Diese Entwicklung ist aber konsistent mit einer Entwicklung weg von einer extremen Unterbewertung und hin zu einem faireren Wert.

Welche Aussage lässt sich aus diesem Ranking ableiten? Erstens ist der Schweizer Franken zu Beginn des neuen Jahres gegenüber dem US-Dollar und dem Euro angemessen bewertet, aber gegenüber dem japanischen Yen, der norwegischen Krone, der schwedischen Krone und dem britischen Pfund teuer. Zweitens ist der US-Dollar gegenüber einer Vielzahl an Währungen, darunter auch dem Euro, zu hoch bewertet. Und drittens sind Währungen der Schwellenländer nicht per se «günstig». So scheint beispielsweise die indische Rupie fair bewertet zu sein.

Währungs-Ranking nach Über- oder Unterbewertung gegenüber dem Schweizer Franken



Quelle: Refinitiv, Wellershoff & Partners

Konjunkturklima

Das Jahr 2019 endete aus konjunktureller Sicht mit gemischten Gefühlen: Befürchtungen einer Rezession haben sich nicht bewahrheitet, aber eine wirkliche Erholung war eben auch nicht erkennbar. Die Industrieproduktion ist in vielen grösseren Volkswirtschaften rückläufig. Der amerikanische *PMI Manufacturing* notierte im Dezember nochmals tiefer als im November und liegt mit 47.2 Punkte so tief wie seit zehn Jahren nicht mehr.

Ähnlich ist die Lage in der Eurozone. Hier konnte die Industrieproduktion das ganze Jahr kein positives Wachstum vorweisen. Insbesondere die deutsche Industrie hatte im vergangenen Jahr mit den Widrig-

keiten der weltweit schwachen Nachfrage zu kämpfen. Aber dieses Phänomen ist momentan beinahe überall zu beobachten. So verzeichneten die meisten grossen Volkswirtschaften einen Rückgang der Warenimporte und -exporte.

Weit besser geht es weltweit aber den Konsumenten. Die Zahlen am Arbeitsmarkt fallen sehr gut aus. Damit bleibt auch die Konsumentenstimmung von der verhaltenen Stimmungslage in der Industrie bislang unberührt: das Weihnachtsgeschäft scheint vielerorts hervorragend gelaufen zu sein. Insgesamt kann mit Blick auf 2020 in den entwickelten Volkswirtschaften solide Trendwachstumsraten erwartet werden.

Überblick

	Trendwachstum ¹	Reales BIP-Wachstum ²				W&P-Konjunkturklimaindikatoren ³			
		Q4/2018	Q1/2019	Q2/2019	Q3/2019	9/2019	10/2019	11/2019	12/2019
USA	1.7	2.5	2.7	2.3	2.1	1.5	1.8	1.7	1.8
Eurozone	1.0	1.2	1.4	1.2	1.2	1.4	1.3	1.4	1.4
Deutschland	1.4	0.6	1.0	0.3	0.5	1.2	1.2	1.2	1.3
Frankreich	0.7	1.2	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
Italien	0.2	-0.1	0.0	0.1	0.3	0.0	0.0	0.0	0.2
Spanien	1.6	2.1	2.2	2.0	1.9	1.6	1.2	1.3	1.5
Grossbritannien	1.8	1.4	2.0	1.2	1.1	0.3	0.5	0.5	0.3
Schweiz	1.5	1.4	0.9	0.2	1.1	0.9	1.2	1.0	0.9
Japan	0.4	-0.3	0.8	0.8	1.9	1.7	1.3	1.5	1.4
Kanada	1.6	1.8	1.5	1.9	1.6	1.3	1.4	1.2	1.3
Australien	2.4	2.1	1.7	1.6	1.7	2.4	2.4	2.4	2.3
Brasilien	1.4	1.3	0.6	1.1	1.2	1.8	2.4	3.0	-
Russland	0.1	2.7	0.5	0.9	1.7	-3.1	-2.3	-3.8	-2.0
Indien	7.7	6.6	5.8	5.0	4.6	5.7	5.4	5.5	5.8
China	7.4	6.4	6.4	6.2	6.0	6.5	6.6	6.6	6.5
Industrienationen⁴	1.4	1.8	2.0	1.6	1.9	1.4	1.5	1.5	1.5
Schwellenländer⁴	6.0	4.9	4.5	4.4	4.3	4.6	4.6	4.6	4.7
Welt⁴	3.5	3.4	3.3	3.1	3.2	2.9	3.0	2.9	3.0

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

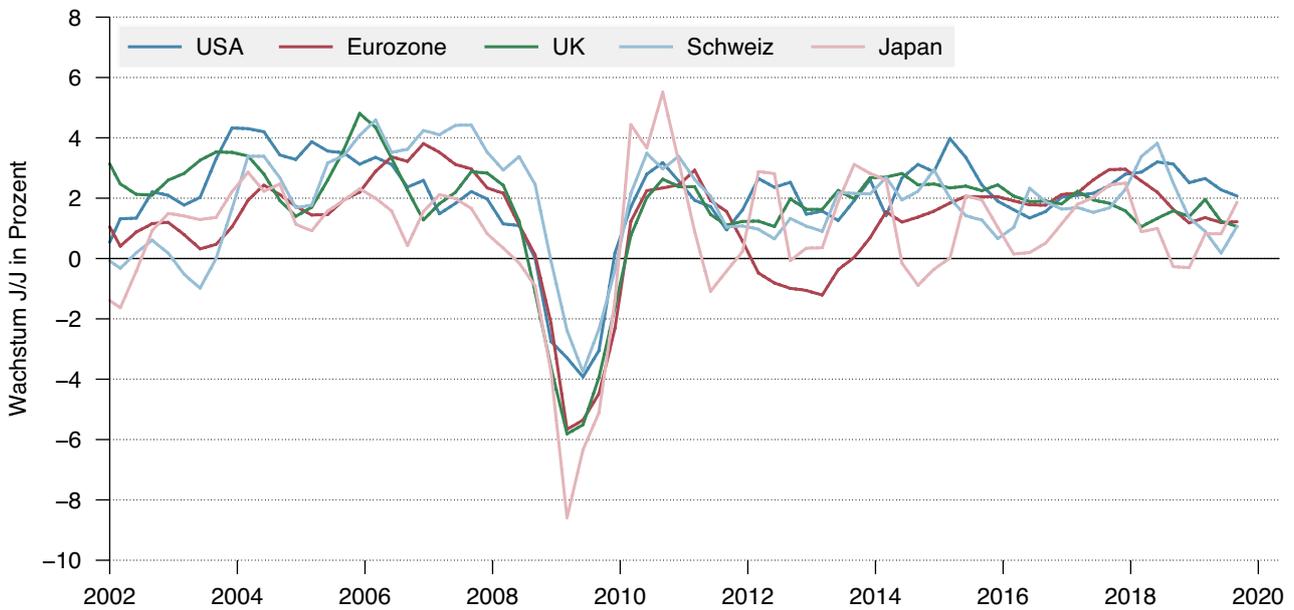
² Veränderung des realen BIP gegenüber dem Vorjahresquartal in Prozent.

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.

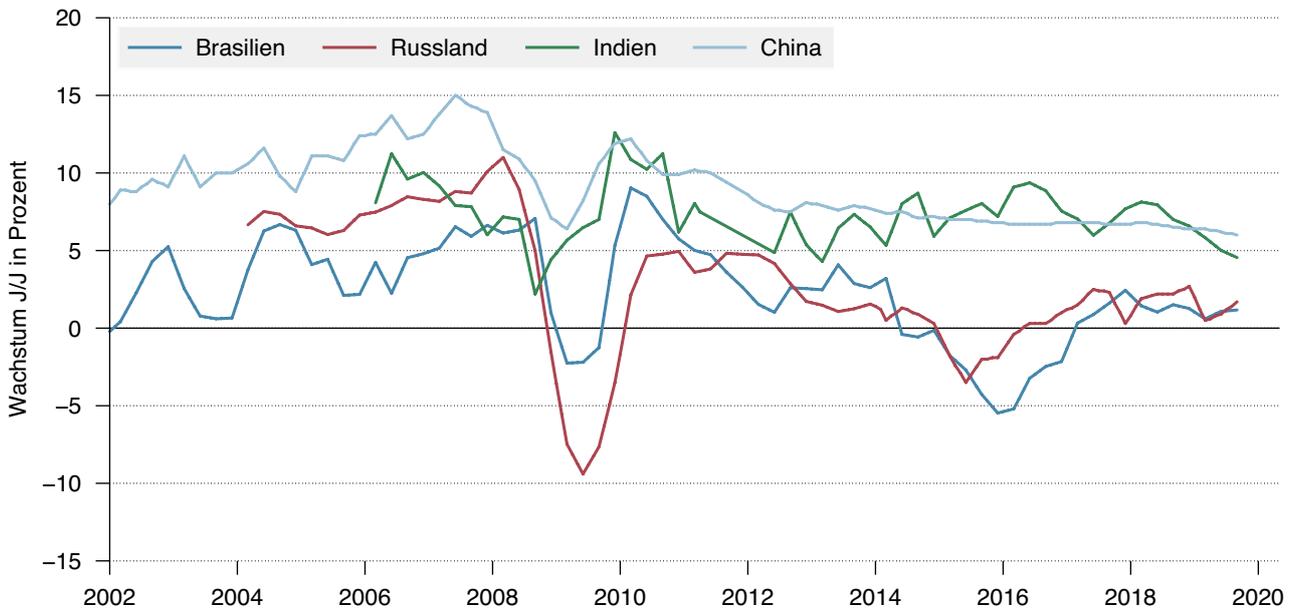
⁴ Die Aggregate werden anhand von nominalen BIP-Gewichten und Kaufkraftparitätskursen berechnet.

Quelle: Europäische Kommission, Penn World Tables, Refinitiv, Wellershoff & Partners

Wirtschaftswachstum Industrienationen



Wirtschaftswachstum Schwellenländer



Quelle: Refinitiv, Wellershoff & Partners

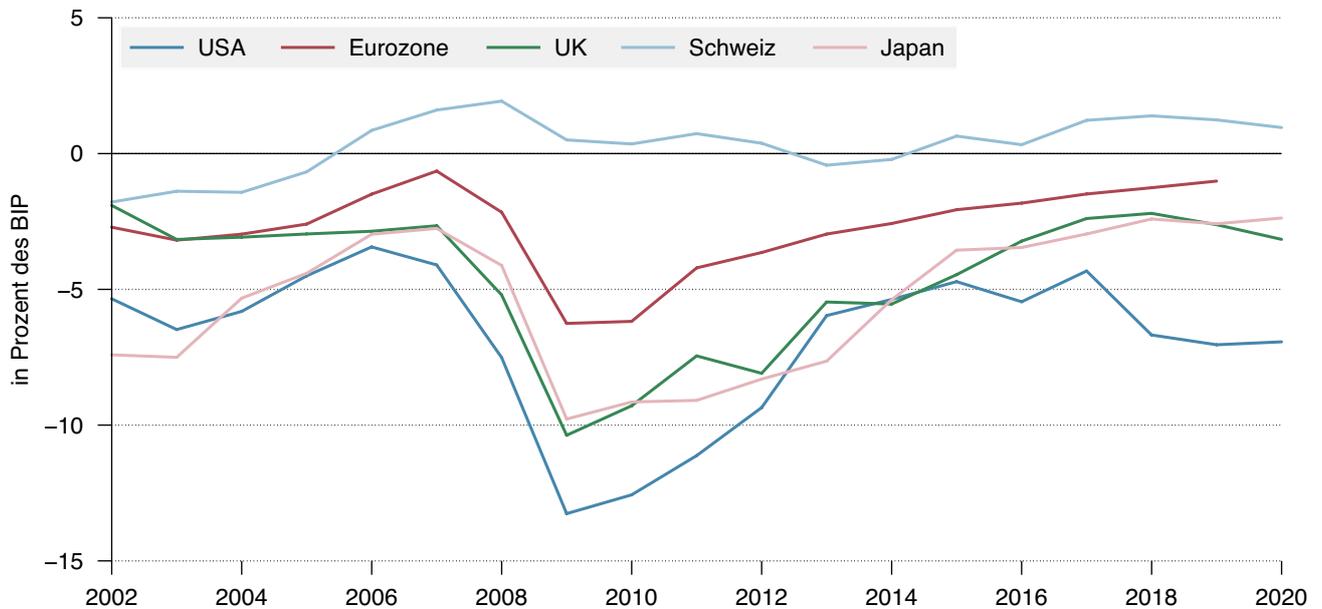
Wirtschaftsindikatoren

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	24.5	24.7	-2.3	-2.5	106.5	111.9	-5.6	-6.9	4.4	3.5
Eurozone	15.7	15.1	-	-	-	-	-	-	9.6	7.5
Deutschland	4.5	4.4	8.0	6.5	74.6	67.5	1.3	0.3	5.7	5.0
Frankreich	3.2	3.1	-0.6	-0.8	122.5	123.7	-3.1	-2.3	9.4	8.3
Italien	2.4	2.2	2.3	2.7	153.3	150.1	-2.3	-2.2	11.4	9.8
Spanien	1.6	1.6	2.3	1.3	115.9	114.0	-3.5	-1.8	18.5	14.1
Grossbritannien	3.4	3.0	-4.5	-3.7	113.0	112.9	-3.0	-3.2	4.5	3.5
Schweiz	0.9	0.8	9.6	10.1	42.1	40.0	1.0	1.0	2.9	2.5
Japan	6.0	6.0	3.7	3.4	222.1	225.2	-3.0	-2.4	2.9	2.2
Kanada	2.0	2.0	-2.8	-1.7	90.1	85.0	-0.4	-0.7	6.3	5.6
Australien	1.7	1.5	-2.6	-1.7	40.5	42.3	-1.7	-0.7	5.7	5.2
China	15.4	16.9	1.5	0.9	47.6	60.9	-4.3	-6.3	4.0	-
Brasilien	2.3	2.1	-1.3	-1.0	82.9	93.9	-8.4	-6.9	11.2	11.2
Indien	3.1	3.5	-1.5	-2.3	68.3	68.5	-7.0	-7.2	-	-
Russland	1.9	1.8	4.3	3.9	15.8	17.7	-0.9	0.1	5.3	4.6

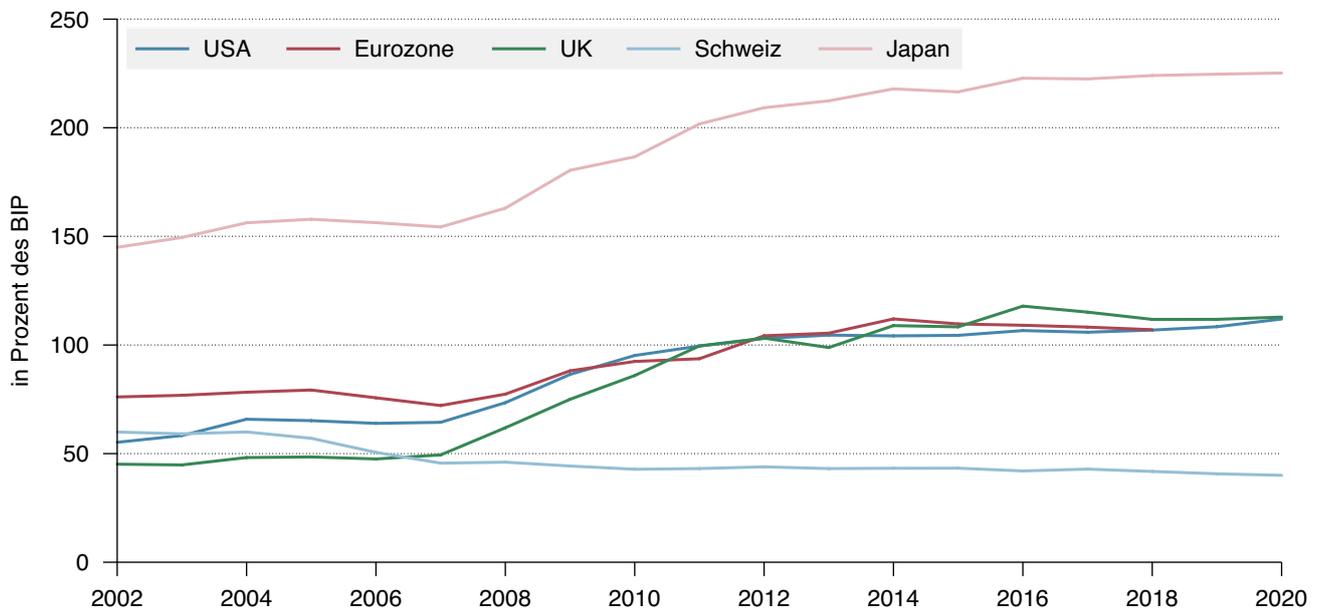
¹ In Prozent; Berechnung anhand von Marktwechsellkursen. ² In Prozent vom nominalen BIP. ³ In Prozent.

Budgetdefizit Industrienationen

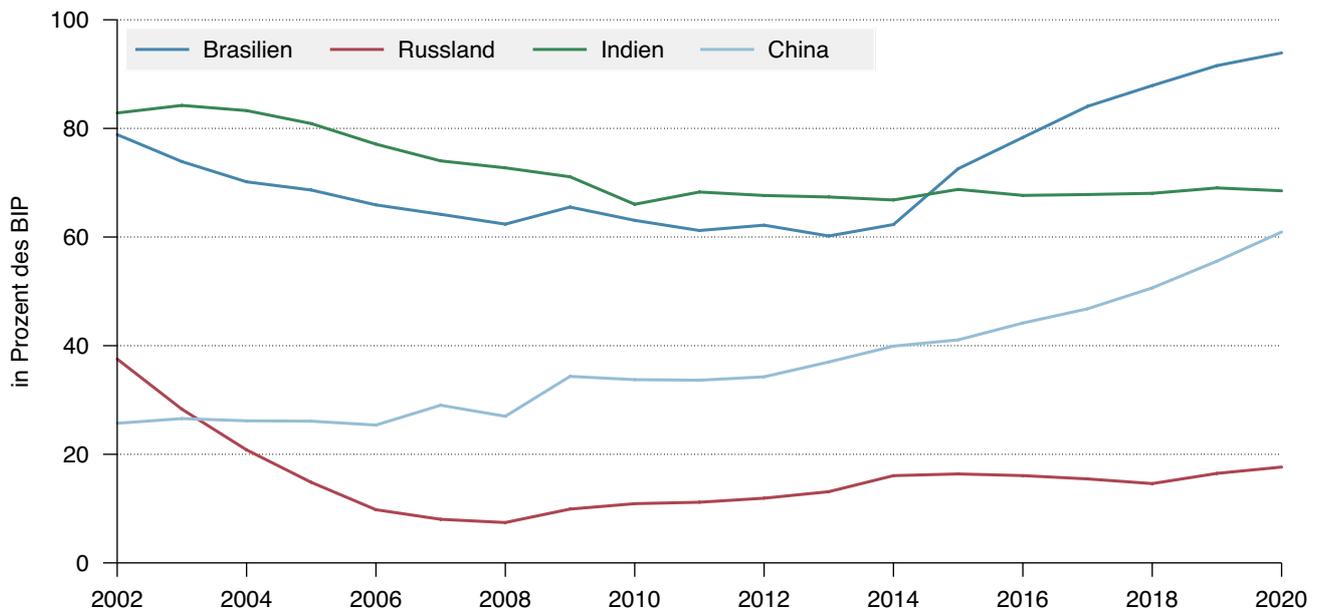


Quelle: Refinitiv, Wellershoff & Partners

Staatsverschuldung Industrienationen



Staatsverschuldung Schwellenländer



Quelle: Refinitiv, Wellershoff & Partners

Inflation

Zum Jahreswechsel hin hat die amerikanische Notenbank *Federal Reserve* aus Angst vor einem erneuten Liquiditätsengpass proaktiv ihren Liquiditätszufuhr erhöht. Die Bilanz erhöhte sich dadurch weiter. Trotz der weltweit sehr expansiven Geldpolitik der Zentralbanken hat sich die Inflation aber auch im vergangenen Jahr überwiegend auf einem stabilen Niveau gehalten.

In der Eurozone stieg die Kerninflation zum Jahresende auf 1.3% und liegt im Vergleich zum Vorjahr somit um 0.4% höher. Dennoch bleibt anzunehmen, dass die Europäische Zentralbank ihre Anlagenkäufe in den kommenden Monaten fortführen wird, denn noch ist sie von ihrem Inflationsziel von 2% ein gutes

Stück entfernt. In der Schweiz hingegen lag die Kerninflation des Francs im Dezember weiterhin konstant bei 0.4%. Im Jahresvergleich verzeichneten Schweizer Konsumgüterpreise einen Anstieg von 0.3%.

Für die kommenden Monate sind noch leicht höhere Inflationswerte zu erwarten. Dies ist zum einen auf einen statistischen Basiseffekt aufgrund der letztjährigen Entwicklung des Ölpreises zurückzuführen. Da sich die politische Eskalation zwischen Iran und den USA bislang nur wenig auf den Ölpreis niedergeschlagen haben, muss vorläufig nicht mit einem zusätzlich Anstieg der Inflationspreise gerechnet werden.

Überblick

	Ø 10 Jahre ¹	Inflation ²				Kerninflation ³			
		9/2019	10/2019	11/2019	12/2019	9/2019	10/2019	11/2019	12/2019
USA	1.8	1.7	1.8	2.1	-	2.4	2.3	2.3	-
Eurozone	1.4	0.8	0.7	1.0	1.3	1.0	1.1	1.3	1.3
Deutschland	1.3	1.2	1.1	1.1	1.5	1.4	1.4	1.5	-
Frankreich	1.1	0.9	0.8	1.0	1.5	0.9	1.0	1.0	-
Italien	1.2	0.3	0.2	0.2	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7
Spanien	1.2	0.1	0.1	0.4	0.8	1.0	1.0	1.0	-
Grossbritannien	2.2	1.7	1.5	1.5	-	1.7	1.7	1.7	-
Schweiz	0.0	0.2	-0.3	-0.1	0.2	0.4	0.2	0.4	0.4
Japan	0.5	0.2	0.2	0.5	-	0.6	0.6	0.8	-
Kanada	1.7	1.9	1.9	2.2	-	1.9	1.9	1.9	-
Australien	2.1	1.7	-	-	-	1.9	-	-	-
Brasilien	5.8	2.9	2.5	3.3	4.3	-	-	-	-
Russland	6.9	4.0	3.8	3.5	3.1	4.0	3.7	3.5	3.1
Indien	6.7	4.0	4.6	5.5	-	-	-	-	-
China	2.6	3.0	3.8	4.5	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4
Industrienationen⁴	1.5	1.2	1.2	1.5	1.6	1.6	1.6	1.7	1.7
Schwellenländer⁴	4.3	3.3	3.9	4.6	4.6	2.0	2.0	1.8	1.8
Welt⁴	2.8	2.3	2.6	3.0	3.1	1.6	1.6	1.6	1.6

¹ Durchschnittliche Jahreststeuerung der Konsumentenpreise in Prozent.

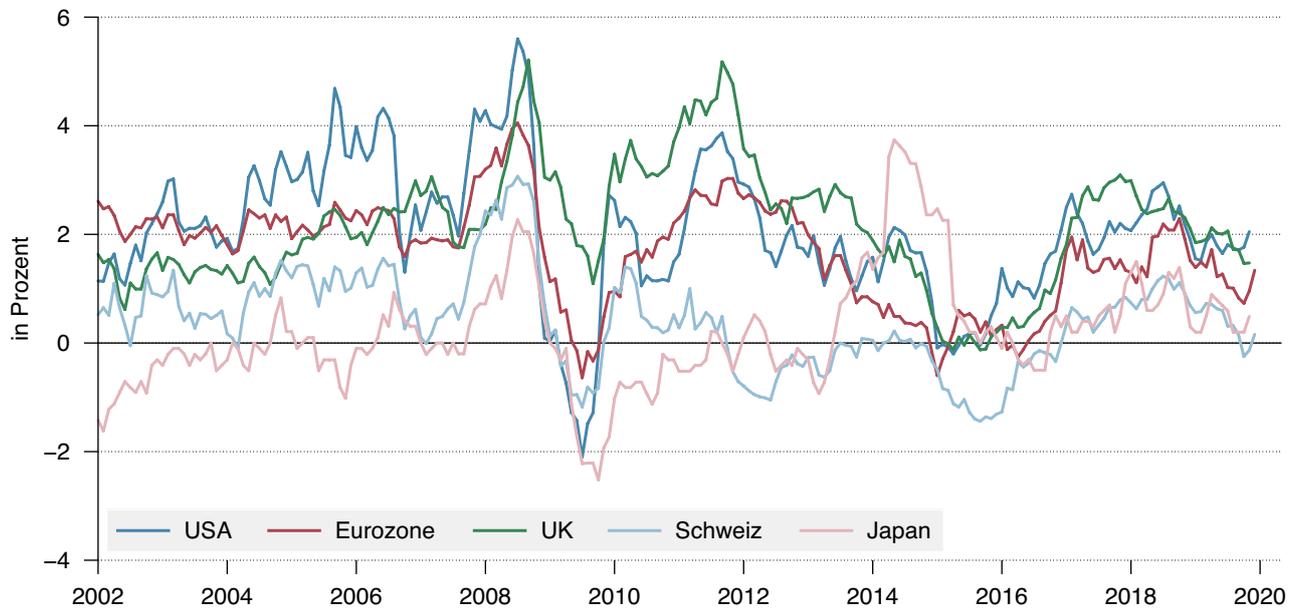
² Veränderung der Konsumentenpreise gegenüber dem Vorjahresmonat in Prozent.

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

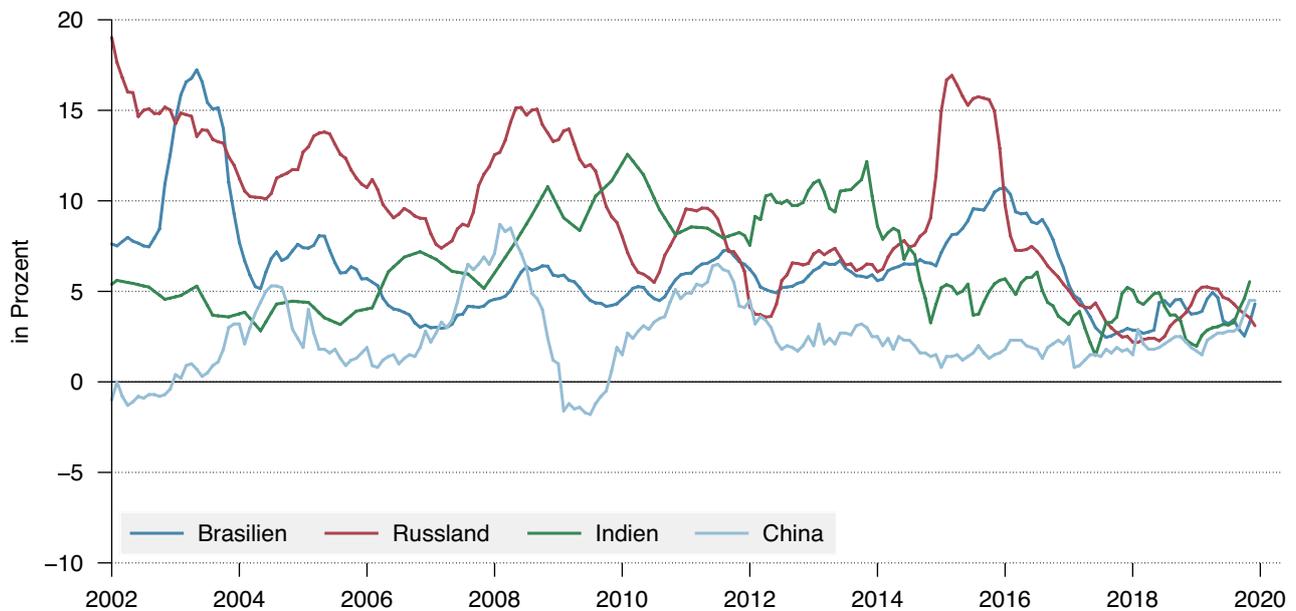
⁴ Die Aggregate werden anhand von nominalen BIP-Gewichten und Kaufkraftparitätskursen geschätzt.

Quelle: Refinitiv, Wellershoff & Partners

Konsumentenpreisinflation Industrienationen



Konsumentenpreisinflation Schwellenländer



Quelle: Refinitiv, Wellershoff & Partners

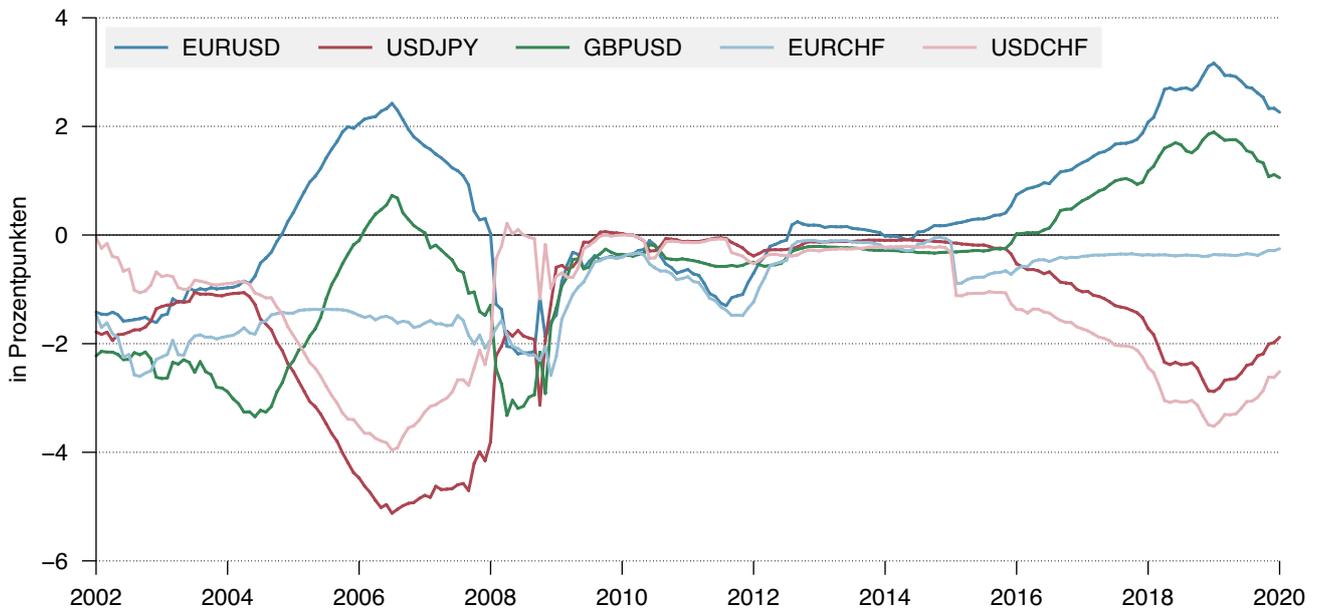
Zinsumfeld

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	1.111	2.26	3.14	1.68	0.72	2.28	3.16	1.94	0.85
USDJPY	109.6	-1.88	-2.86	-1.42	-0.78	-1.85	-2.91	-1.69	-1.00
GBPUSD	1.306	1.06	1.87	0.81	0.22	1.04	1.83	0.90	0.20
EURCHF	1.082	-0.25	-0.35	-0.46	-0.47	-0.17	-0.36	-0.43	-0.56
USDCHF	0.973	-2.51	-3.49	-2.15	-1.20	-2.45	-3.52	-2.37	-1.41
GBPCHF	1.271	-1.46	-1.62	-1.34	-0.98	-1.41	-1.69	-1.47	-1.21
CHFJPY	112.6	0.63	0.63	0.73	0.41	0.60	0.61	0.68	0.41
AUDUSD	0.691	1.18	1.30	-0.14	-1.67	1.42	1.57	0.34	-1.15
USDCAD	1.305	0.22	-0.49	-0.02	0.43	0.16	-0.49	-0.21	0.27
USDSEK	9.497	-1.67	-2.89	-1.77	-0.37	-1.70	-2.83	-1.92	-0.50
USDRUB	61.0	4.36	4.66	7.91	7.24	4.23	4.98	7.42	6.94
USDBRL	4.070	3.73	3.96	8.07	7.89	3.99	4.20	7.78	7.99
USDCNY	6.929	1.03	0.22	2.10	3.03	1.05	0.33	1.86	2.70
USDTRY	5.865	9.29	21.84	13.53	10.86	9.45	21.67	13.46	10.88
USDINR	70.94	3.91	4.80	5.70	7.06	3.72	3.82	5.02	5.99

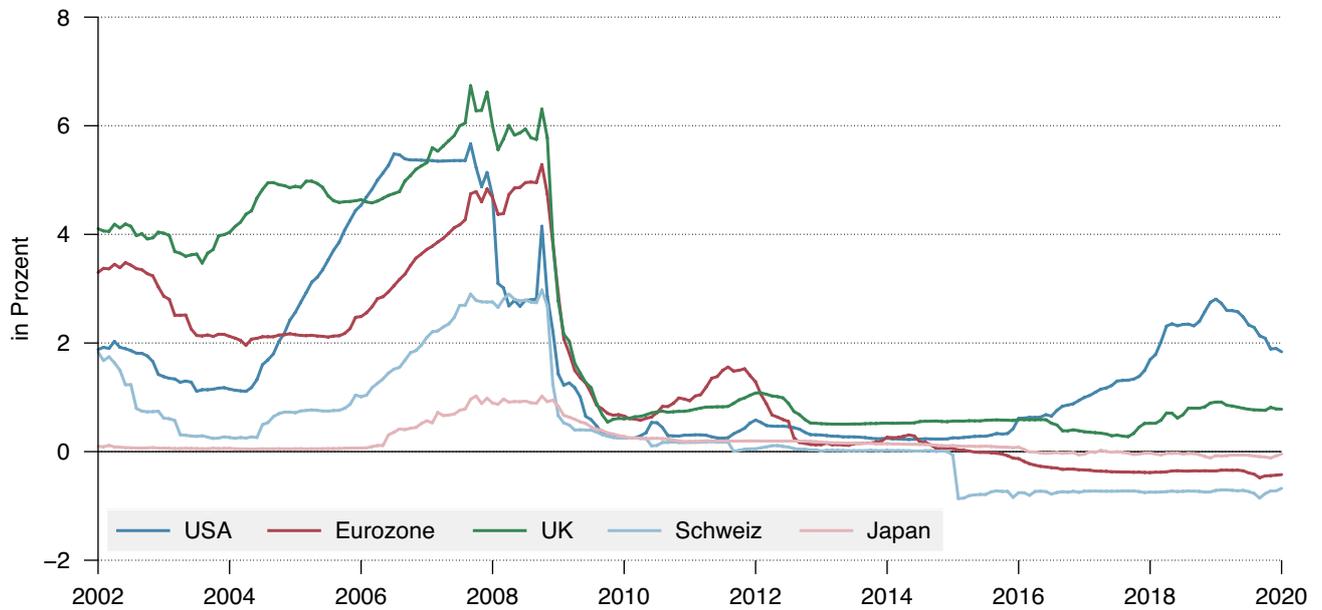
¹ Zinsen im zweiten Währungsraum abzgl. Zinsen im ersten Währungsraum; z.B. US-Dollar-Zinsen abzgl. Euro-Zinsen für EURUSD.

Zinsdifferenz

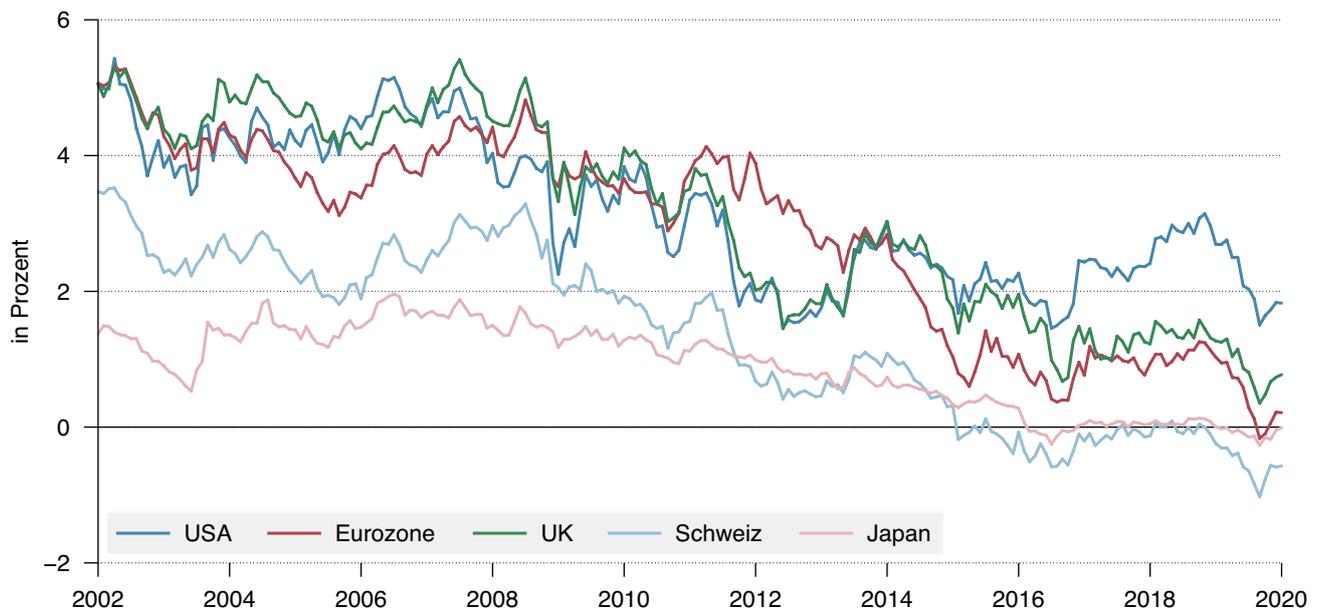


Quelle: Bloomberg, Refinitiv, Wellershoff & Partners

Dreimonats-Liborsätze



Zehnjährige Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg, Refinitiv, Wellershoff & Partners

Währungsmärkte

Die (geo-)politischen Unsicherheiten waren im vergangenen Monat an verschiedenen Stellen spürbar, zum Beispiel beim britischen Pfund. Standen nach der Wahl von Boris Johnson kurzzeitig alle Anzeichen auf Erholungskurs, hat sich dies im weiteren Verlauf des Dezembers wieder geändert. Dies geschah, als Boris Johnson betonte, dass er einen *Hard Brexit* nach Ablauf des Übergangsabkommen weiterhin in Kauf nimmt. Im angespannten Umfeld der Auseinandersetzungen zwischen den USA und dem Iran hat die Nachfrage nach traditionellen *Safe-Haven*-Währungen wieder zugenommen. So wertete der bereits starke Schweizer Franken noch weiter auf. Der japanische Yen konnte ebenfalls gewinnen, wenn auch in einem

geringeren Ausmass. Ebenfalls zu den Gewinnern der letzten Wochen zählten vom Öl abhängige Währungen. Insbesondere die norwegische Krone und der kolumbianische Peso konnten eine Aufwertung verzeichnen.

Bemerkenswert ist schliesslich auch die Aufwertung des chinesischen Renminbis, kann diese doch als aktive Deeskalation im Vorlauf zu den Handelsgesprächen Mitte Januar gesehen werden. An der von den chinesischen Behörden kontrollierten Währung konnte bereits letztes Jahr die Fortschritte in den Verhandlungen abgelesen werden.

Performance und Bewertung

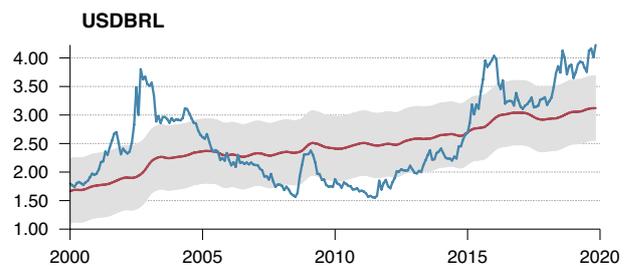
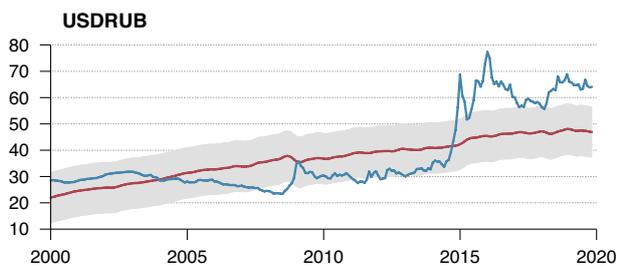
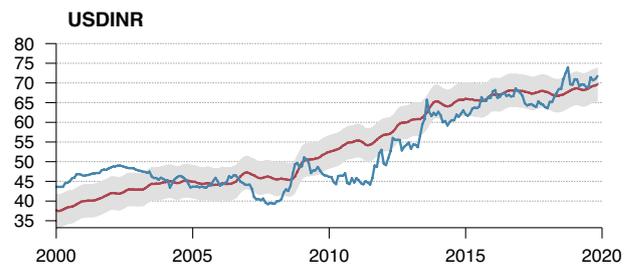
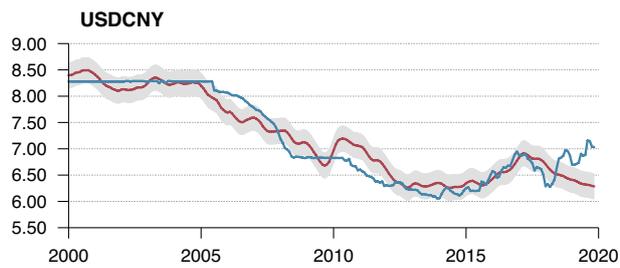
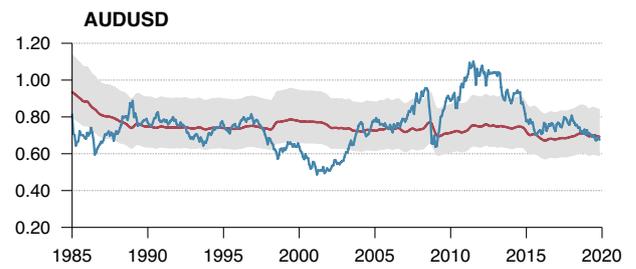
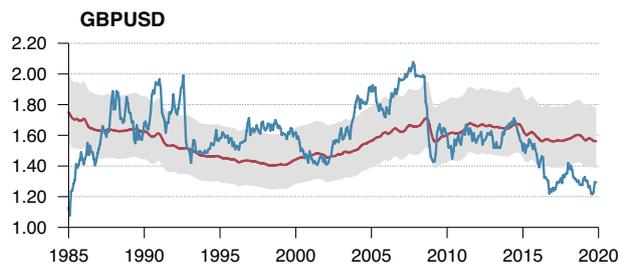
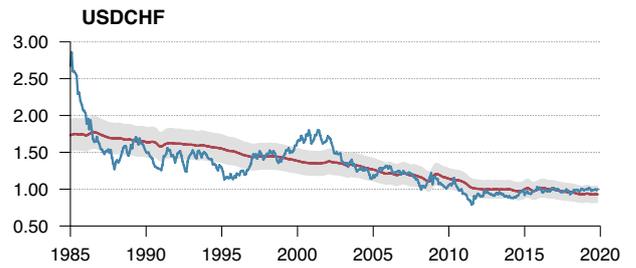
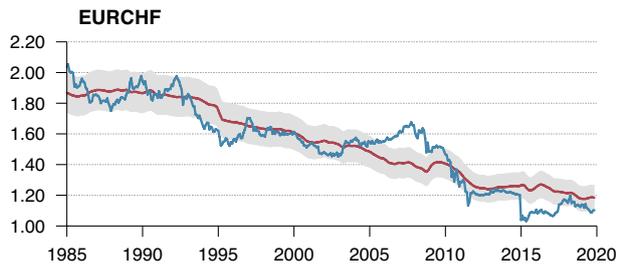
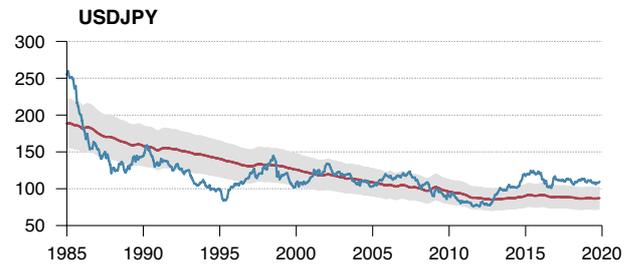
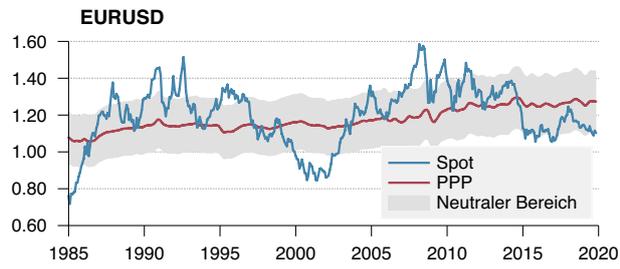
	Aktueller Wechselkurs	Performance ¹				Kaufkraftparität ²		
		YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre	PPP	Neutraler Bereich	Abweichung ³
EURUSD	1.111	-1.0	0.7	-3.5	-6.1	1.27	1.11 - 1.44	-12.6
USDJPY	109.6	0.8	0.9	1.2	-7.8	87.5	72.1 - 103	25.2
GBPUSD	1.306	-1.4	3.0	2.2	-13.8	1.56	1.39 - 1.79	-16.5
EURCHF	1.082	-0.5	-1.8	-4.2	-9.9	1.18	1.1 - 1.26	-8.4
USDCHF	0.973	0.5	-2.5	-0.7	-4.1	0.93	0.81 - 1.04	4.8
GBPCHF	1.271	-0.9	0.4	1.5	-17.3	1.45	1.25 - 1.65	-12.5
CHFJPY	112.6	0.3	3.5	2.0	-3.9	94.3	79.8 - 108.8	19.4
AUDUSD	0.691	-1.8	1.6	-4.0	-15.7	0.69	0.59 - 0.84	-0.3
USDCAD	1.305	0.6	-1.1	-1.3	10.1	1.21	1.1 - 1.31	8.2
USDSEK	9.497	1.4	-3.2	6.9	18.3	7.68	6.6 - 8.75	23.7
USDRUB	61.0	-1.9	-4.9	-9.1	-0.5	46.8	37 - 56.5	30.4
USDBRL	4.070	1.2	-0.9	10.5	54.0	3.12	2.56 - 3.69	30.3
USDCNY	6.929	-0.5	-2.4	2.2	11.6	6.28	6.04 - 6.53	10.3
USDTRY	5.865	-1.4	-0.2	8.6	156.0	4.25	3.82 - 4.68	38.0
USDINR	70.94	-0.6	-0.1	0.7	13.7	69.8	65.6 - 74	1.6

¹ Performance in Prozent für den jeweiligen Zeitraum.

² Die Kaufkraftparität (engl. *purchasing power parity*, oder PPP) wird anhand der relativen Inflationsentwicklung in zwei Währungsräumen geschätzt; der neutrale Bereich bestimmt sich aus \pm 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

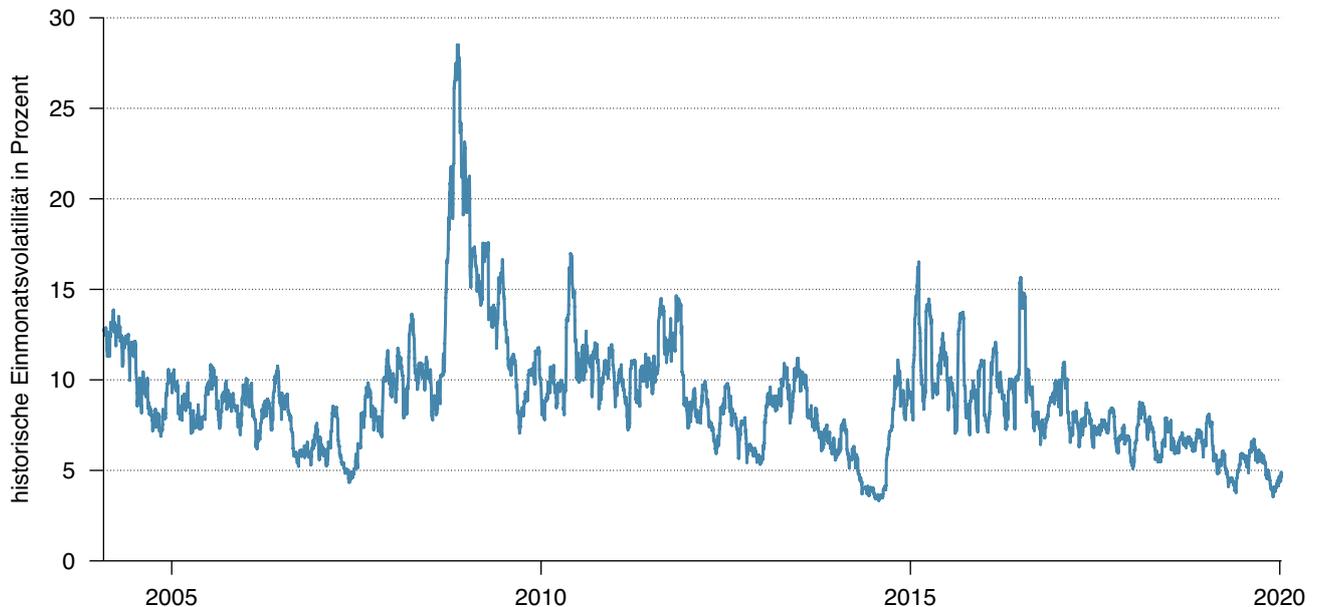
Währungsvolatilität

Volatilität im Vergleich

	Aktueller Wechselkurs	Volatilität 3 Monate ¹				Volatilität 12 Monate ¹			
		Historisch	Implizit	Ø 5 Jahre ²	Ø 10 Jahre ²	Historisch	Implizit	Ø 5 Jahre ²	Ø 10 Jahre ²
EURUSD	1.111	4.3	4.5	8.2	9.1	5.0	5.4	8.4	9.7
USDJPY	109.6	4.3	5.2	8.8	9.5	5.5	6.3	9.2	10.3
GBPUSD	1.306	9.5	6.6	9.5	9.1	8.4	7.1	9.6	9.6
EURCHF	1.082	4.4	4.1	6.2	6.2	4.4	4.6	6.7	6.9
USDCHF	0.973	4.7	4.7	8.0	9.2	5.5	5.7	8.5	9.8
GBPCHF	1.271	9.8	6.6	9.5	9.3	8.6	7.0	9.6	9.8
CHFJPY	112.6	4.5	4.6	8.6	10.1	5.3	5.4	9.2	10.9
AUDUSD	0.691	6.0	6.3	9.5	10.5	6.9	7.1	10.1	11.3
USDCAD	1.305	4.1	4.3	7.7	8.1	5.0	4.8	8.0	8.7
USDSEK	9.497	7.2	6.9	9.6	10.8	7.7	7.6	9.9	11.4
USDRUB	61.0	6.8	8.4	15.7	13.9	8.1	9.7	16.4	14.7
USDBRL	4.070	10.6	10.3	15.6	14.4	12.1	11.0	15.8	15.1
USDCNY	6.929	3.2	4.4	4.8	3.6	3.7	4.7	5.6	4.4
USDTRY	5.865	8.0	11.0	15.3	13.4	16.5	14.9	16.5	14.7
USDINR	70.94	4.0	5.4	6.5	8.3	5.2	5.9	7.6	9.3

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

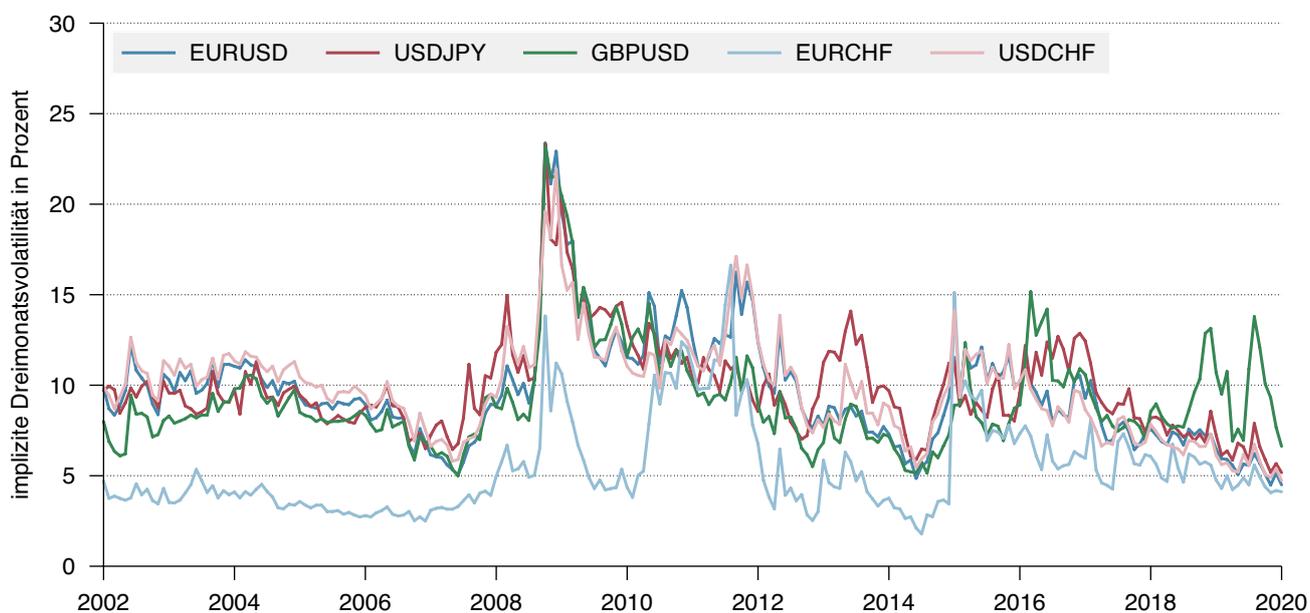
QCAM-Volatilitätsindikator³



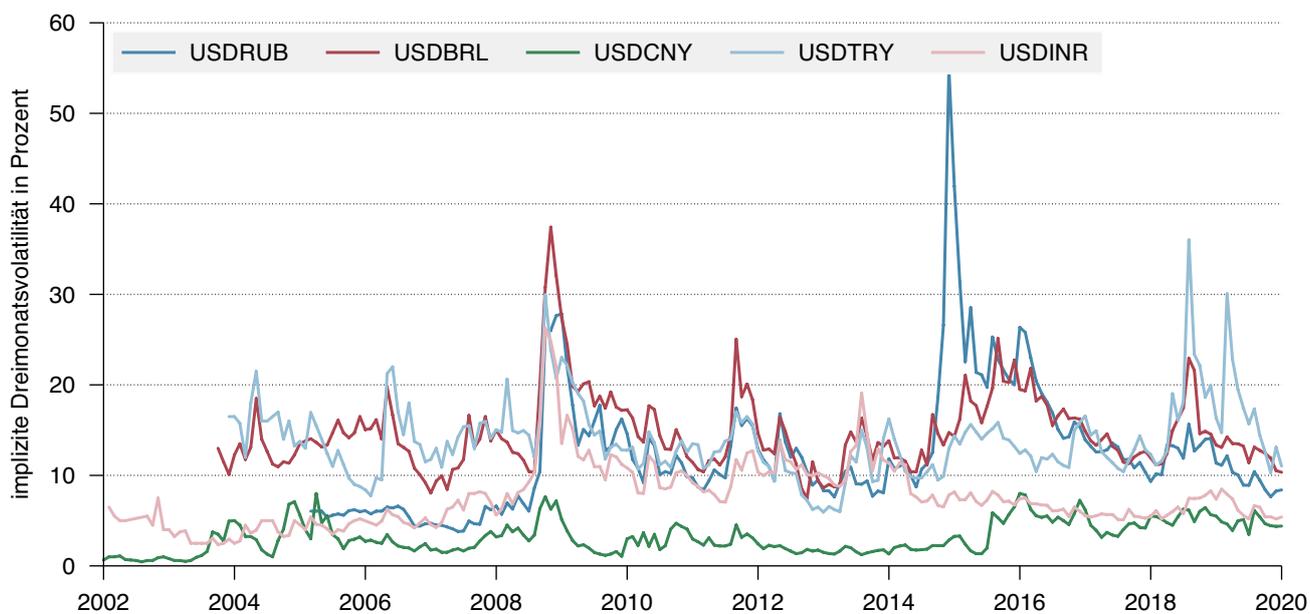
³ Der Volatilitätsindikator von QCAM bildet die Volatilität an den globalen Währungsmärkten ab; für die Berechnung wird die historische Volatilität der wichtigsten Währungspaare verwendet und mithilfe des Handelsvolumens der jeweiligen Währungspaare gewichtet.

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

Volatilität Hauptwährungen



Volatilität Schwellenlandwährungen



Quelle: Bloomberg, Refinitiv, Wellershoff & Partners

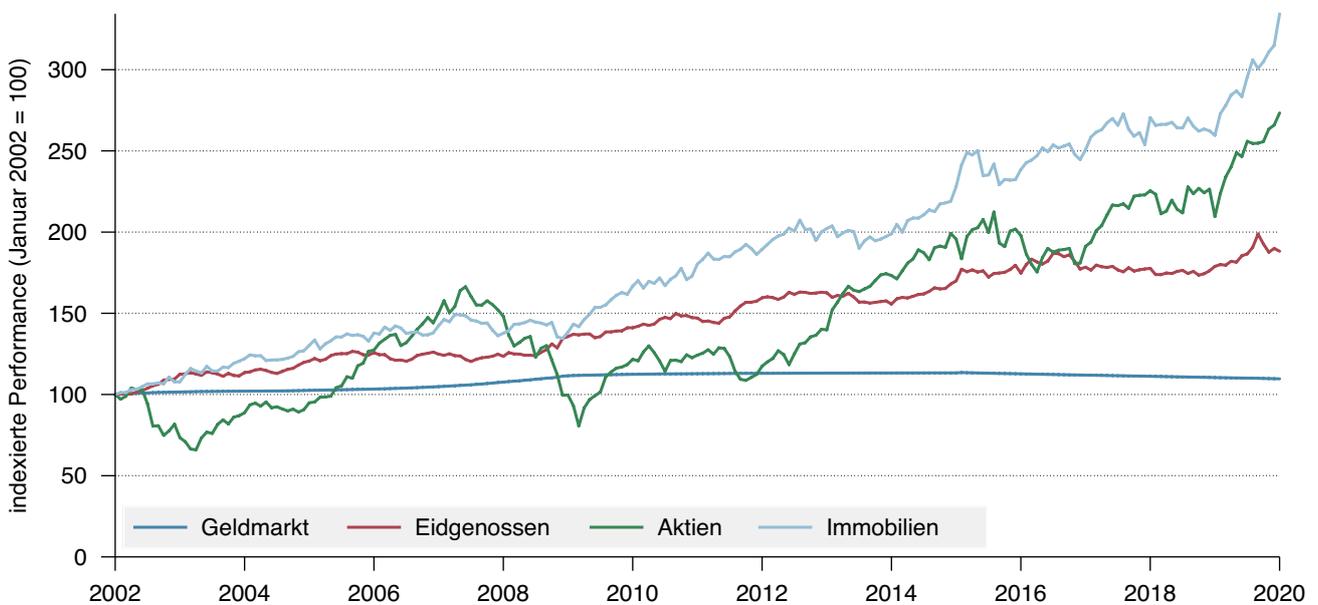
Finanzmarktumfeld

Performancevergleich

	Performance in Lokalwährung bzw. US-Dollar ¹				Performance in Schweizer Franken ¹			
	YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre	YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre
Geldmarkt CHF	0.0	-0.2	-0.7	-3.2	0.0	-0.2	-0.7	-3.2
Eidgenossen CHF	0.7	-1.2	5.5	9.4	0.7	-1.2	5.5	9.4
Unternehmensanleihen CHF	0.3	-0.4	3.4	6.1	0.3	-0.4	3.4	6.1
Aktien Schweiz (SMI)	0.2	6.2	24.9	37.8	0.2	6.2	24.9	37.8
Aktien Europa (Stoxx600)	0.8	7.4	24.5	46.9	0.3	5.4	19.2	32.3
Aktien UK (Ftse100)	0.6	5.4	14.4	43.1	-0.3	5.8	16.1	18.3
Aktien Japan (Topix)	0.8	8.9	16.9	40.1	0.5	5.3	14.6	45.8
Aktien USA (S&P 500)	1.1	10.5	28.3	76.9	0.6	13.3	29.2	84.5
Aktien Schwellenländer	1.7	12.6	16.9	35.4	1.2	15.5	17.8	41.2
Aktien Welt (MSCI World)	0.9	9.6	24.6	60.1	0.4	12.4	25.5	66.9
Immobilien Schweiz	5.6	8.2	26.1	44.4	5.6	8.2	26.1	44.4
Immobilien Global	-0.5	0.1	17.6	32.1	-1.0	2.7	18.4	37.8
Rohstoffe	-0.2	2.4	1.5	-22.1	-0.7	5.0	2.3	-18.8
Rohöl (Brent)	-1.1	8.4	6.7	34.3	-1.6	11.2	7.5	40.0
Gold	2.6	5.2	21.0	28.0	2.1	7.9	21.8	33.4

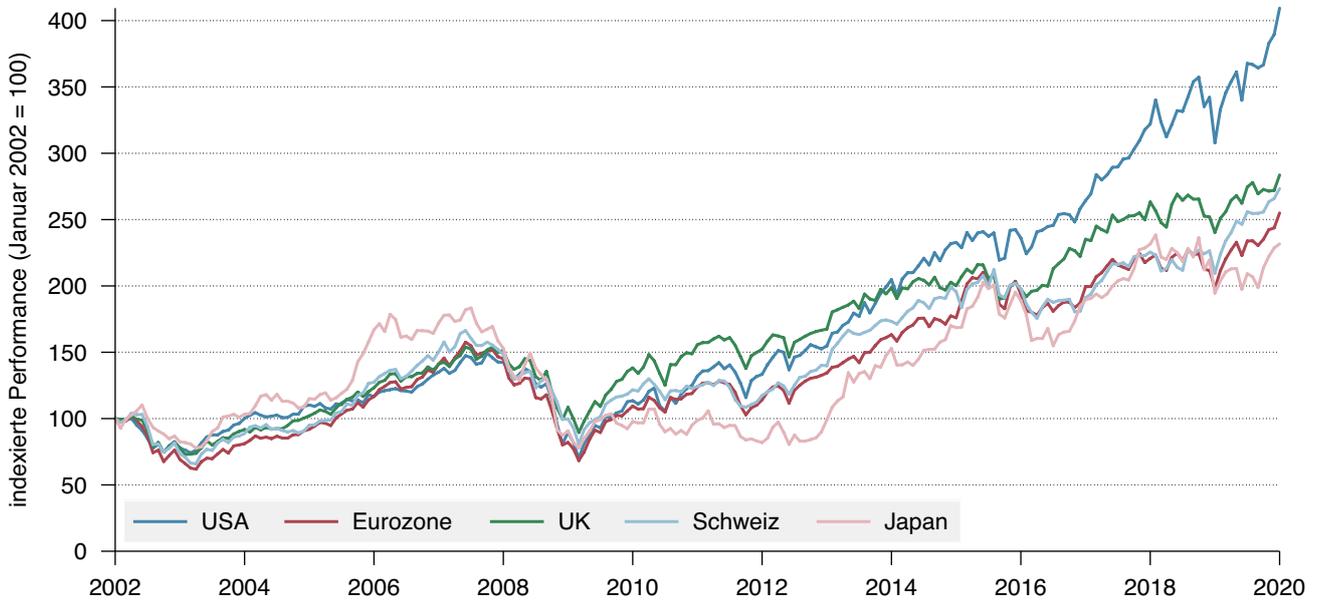
¹ Performance in Prozent für den jeweiligen Zeitraum.

Performance Schweizer Finanzanlagen

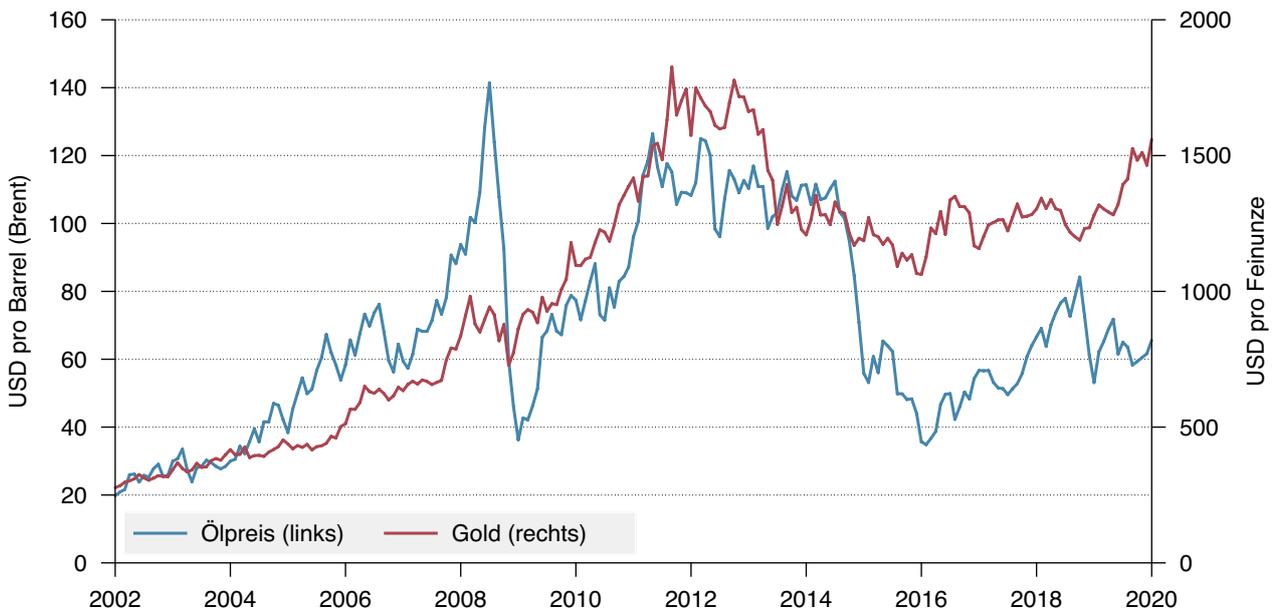


Quelle: Bloomberg, Refinitiv, Wellershoff & Partners

Performance ausgewählter Aktienmärkte (in Lokalwährung)



Performance ausgewählter Rohstoffpreise



Quelle: Bloomberg, Refinitiv, Wellershoff & Partners

Die Zahl des Monats

Preis des Erdöls der Sorte Brent: USD 71.75

Einen deutlichen Sprung auf das Niveau von USD 71.75 pro Barrel machte das Rohöl der Sorte Brent Anfang Januar, als die USA den iranischen General Sulaimani im Irak töteten. Der hohe Preis hielt jedoch nicht lange an. Die Lage am Erdölmarkt entspannte sich überraschend schnell wieder. Sollten allerdings die Spannungen zwischen den USA und dem Iran in den nächsten Wochen wieder weiter ansteigen, wäre das Jahreshöchst des Vorjahres von USD 75.60 bald erreicht.

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.

