

NOVEMBER 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

Volatilität in Schwellenländern

**Seite 3** Die Makroperspektive

US-Konjunktur hat ihren  
Höhepunkt überschritten

**Seite 5** Was die Währungsmärkte bewegt

Schwellenlandwährungen  
stark unterbewertet



QCAM Currency Asset Management AG  
Guthirtstrasse 4  
6300 Zug  
Schweiz



Wellershoff & Partners Ltd.  
Zürichbergstrasse 38  
8044 Zürich  
Schweiz

Wellershoff & Partners Ltd. ist strategischer Research-Partner der QCAM Currency Asset Management AG. Die Zusammenarbeit umfasst den regelmässigen Austausch über Entwicklungen in der Weltwirtschaft und an den Finanzmärkten sowie deren Auswirkungen auf die Währungsmärkte. Ausserdem steht Wellershoff & Partners Ltd. der QCAM Currency Asset Management AG für ausgewählte Anlässe sowie Kundenmeetings zur Verfügung.

#### Impressum

Redaktion, Inhalt, Konzeption und Gestaltung:

QCAM Currency Asset Management AG, Zug, und Wellershoff & Partners Ltd., Zürich

Redaktionsschluss: 14. November 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

# Volatilität in Schwellenländern



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

---

**Oktober war für den Markt schwierig, aber einige Währungen aus Schwellenländern (EM) haben sich gut geschlagen. Das hat jedoch nicht gereicht, um die früheren Verluste auszugleichen, und gesicherte Investoren schnitten besser ab. Währungsabsicherung und ein «Dynamic Overlay» können gegen die wohl anhaltende Volatilität Abhilfe schaffen.**

---

Eine Neueinschätzung der US-Geldpolitik und andere Risiken, wie der amerikanisch-chinesische Handelsstreit und der italienische Haushaltskonflikt, übten im letzten Monat Druck auf die Märkte aus. Die Aktienmärkte litten darunter am meisten, während der US-Dollar dank seiner guten Wirtschaftsleistung weiter aufwertete. Die Märkte haben sich in den letzten beiden Wochen wieder etwas stabilisiert, trotzdem ist davon auszugehen, dass die Volatilität eines Tages wieder kommt.

## **Einige EM-Währungen haben zuletzt aufgeholt ...**

EM-Währungen haben sich im Schnitt besser geschlagen. Der J.P. Morgan EM effektive Wechselkurs gewann gegenüber dem USD mehr als 1 Prozent im Oktober. Allerdings waren die Gewinne nicht gleich verteilt. Die grossen Gewinner waren der brasilianische Real (+8.8 Prozent) und die türkische Lira (+8.7 Prozent). Der BRL wurde von der Hoffnung angefeuert, dass der neue Präsident Bolsonaro die Wirtschaft in Schwung bringt, während die TRY von einem riesen Schwenk der Leistungsbilanz von einem Defizit in einen Überschuss profitierte. Viele andere Währungen wie der chinesische Yuan, die indische Rupie und der südafrikanische Rand fielen dagegen im Oktober.

## **... aber der Trend zeigt nicht nach oben**

Seit Anfang des Jahres sind die EM-Währungen zusammen dennoch etwa 15 Prozent schwächer gegenüber dem USD. Die Schwäche der EM-Währungen ist nach 2-jähriger Pause eine Fortsetzung des Trends seit 2011. Es gibt viele wirtschaftliche, finanzielle und politische Gründe für die EM-Währungsschwäche. Auffällig ist die Verbindung mit der Erosion der Leistungsbilanzen (siehe Grafik). Nach dem Vorkrisenhöhenflug ist die EM-Leistungsbilanz wieder bei Null. Das ist nicht unbedingt nur schlecht und hat viel mit der Reduzierung des chinesischen Überschusses zu tun. Aber es gibt immer mehr Länder, die teilweise sehr grosse Defizite haben. Diese Entwicklung wird sich dank stagnierender Globalisierung und wachsendem Protektionismus nicht bald ändern.

### Besser sicher

Einige EM Währungen sind billig (siehe Seite 5) und haben Aufholpotenzial, aber Investoren sollten besser ihre Währungsrisiken absichern. Zum Beispiel haben Anleger im *J.P. Morgan EM Government Bond Index (JPM EM GBI)* ungesichert 9.1 Prozent in USD verloren, aber nur 0.1 Prozent gesichert. Natürlich ist 2018 extrem. Über die letzten 10 Jahre waren ungesicherte und gesicherte Erträge im JPM EM GBI etwa gleich (jeweils 3.4 und 3.5 Prozent auf Jahresbasis), aber die Volatilität von gesicherten Erträgen war nur 2.9 gegenüber 11.8 Prozent von ungesicherten Erträgen. Beim MSCI EM Aktienindex lagen die gesicherten Erträge über die letzten 10 Jahre bei 5.8 gegenüber 5.4 Prozent für ungesicherte Erträge und einer Volatilität von 15.1 gegenüber 21.3 Prozent

### Dynamic Overlay

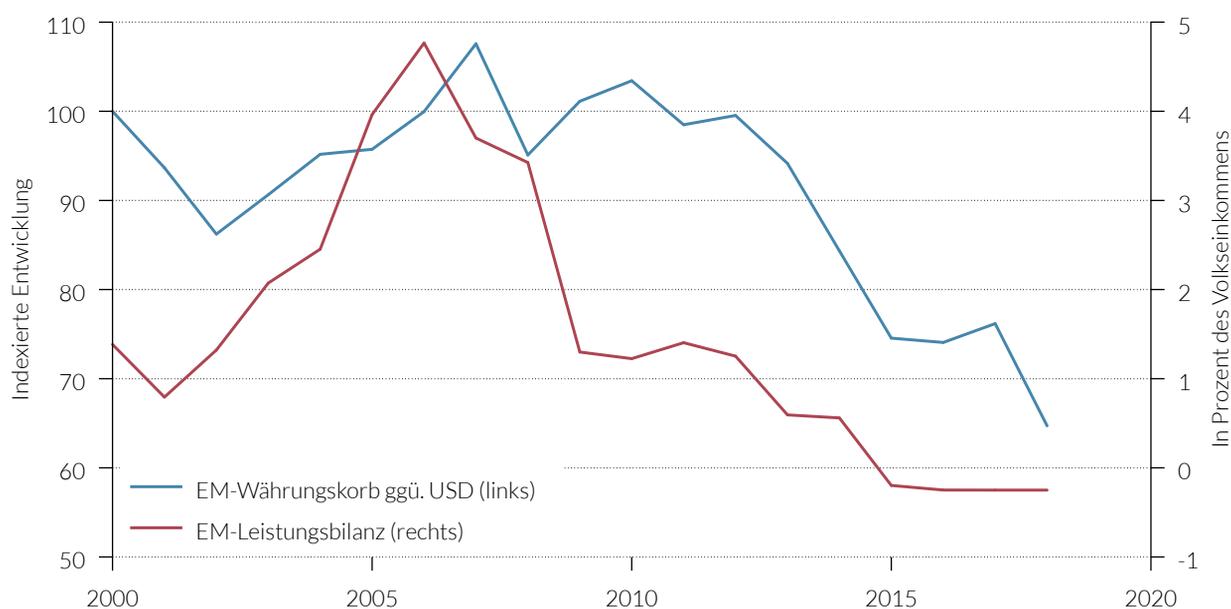
In einigen Fällen kann man mit einem «Dynamic Overlay» noch mehr erreichen. Bei QCAM nutzen wir technische

Strategien wie Momentum, die bei EM-Währungen gut wegen ihrer Trendeigenschaften funktionieren. Auch Makrostrategien sind hilfreich. Zum Beispiel hätte eine Strategie basierend auf historischen IWF-Vorhersagerevisionen sehr gute absolute und risikoadjustierte Erträge in den letzten 10 Jahren für den MSCI Brasilien und den JPM GBI Brasilien produziert (siehe Tabelle). Absichern und *Dynamic Overlay* helfen dabei, die EM-Währungsvolatilität ohne zu grosse Ertragsopfer zu reduzieren, auch weil die EM-Währungsmärkte viel liquider geworden sind.

### Aktien und Anleihe Investitionen in Brasilien im Back-Testing über die letzten 10 Jahre

Prozent p.a. in USD	MSCI		JPM GBI	
	Ertrag	Volatilität	Ertrag	Volatilität
<b>Nicht gesichert</b>	-1.5	33.0	5.3	18.6
<b>Gesichert</b>	-0.2	20.8	4.5	5.5
<b>Makrostrategie</b>	2.9	22.8	8.0	8.9

### EM-Wechselkurs und -Leistungsbilanz



Quelle: IWF, J.P. Morgan, QCAM Currency Asset Management

Die Makroperspektive

# US-Konjunktur hat ihren Höhepunkt überschritten

---

**Die amerikanische Wirtschaft ist weiterhin mit hohem Tempo unterwegs. Ihren Höhepunkt scheint sie aber überschritten zu haben. Insbesondere Zahlen aus dem Immobilienmarkt haben jüngst enttäuscht. Auch in der Eurozone fallen die Wachstumszahlen tiefer aus. Die vorlaufenden Indikatoren deuten aber kurzfristig weiterhin auf Wachstum über Potenzial.**

---

Noch ein halbes Jahr muss die US-Wirtschaft wachsen, um den längsten Aufschwung ihrer Geschichte zu verzeichnen. Im Sommer 2019 würde der Aufschwung gemäss Definition des *National Bureau of Economic Research* 10 Jahre alt werden und damit die bisher längste Expansion der 1990er-Jahre übertreffen. Die Indikatoren deuten darauf hin, dass dieser Rekord tatsächlich erreicht werden kann. Eine Rezession ist in der kurzen Frist nicht in Sicht.

Rückblickend zeigte die erste Schätzung des Wirtschaftswachstums für das 3. Quartal 2018 mit auf das Jahr hochgerechneten 3.5 Prozent ebenfalls noch eine hohe Dynamik. Für das Jahr 2019 muss aber mit tieferen Wachstumsraten gerechnet werden. Der auslaufende Stimulus des Steuerpakets, steigende Zinsen und volatilere Finanzmärkte sorgen für Gegenwind. Beunruhigend ist auch der Rückgang der Investitionen im 3. Quartal des laufenden Jahres. Investitionen ausserhalb des Immobiliensektors wuchsen mit dem tiefsten Wert seit 2 Jahren. Angesichts der hohen Unternehmensgewinne und des vorhandenen Optimismus ist dies erstaunlich. Die Unternehmen scheinen optimistisch, aber offenbar gleichzeitig auch vorsichtig zu sein.

## **Der amerikanische Immobilienmarkt als Frühindikator**

Das Wachstum der Wohnbauinvestitionen verzeichnete im 3. Quartal gar einen klar negativen Wert. Der Immobiliensektor hat sich in der Vergangenheit als guter Indikator eines Abschwungs erwiesen. Wenn die Zahl der neu gestarteten Bauprojekte oder verkauften Häuser sich mit einer bestimmten Dynamik reduzierte, war das Ende des Aufschwungs nicht allzu weit entfernt. Diese zwei Kennzahlen haben sich in den letzten Monaten enttäuschend entwickelt. Eigentlich sollte der boomende Arbeitsmarkt und die damit verbundene Arbeitsplatzsicherheit für Nachfrage nach Häusern sorgen. Doch die höheren Hypothekenzinsen und die höheren Häuserpreise machen den Bau oder Kauf eines Hauses weniger erschwinglich. Auch die Steuerreform mag einen Teil zur schwächeren Entwicklung beigetragen haben. Das Abziehen von Hypothekenzinsen wurde mit der Reform weniger attraktiv, was die Gesamtrechnung für potenzielle Hauskäufer teurer macht.

Entwicklungen im Immobiliensektor sind gute Vorlaufindikatoren, da sich eine geringere Dynamik am Immobilienmarkt einerseits direkt auf andere Bereiche der Wirtschaft auswirken und damit über den Immobiliensektor hinaus für eine Abschwächung sorgen kann. Beispielsweise leidet typischerweise der Konsum darunter, wenn sich die Häuserpreise negativ entwickeln. Andererseits ist der Immobilienmarkt ein guter Frühindikator, weil dessen verlangsamte Entwicklung im Immobiliensektor als erstes aufzeigt, dass erhöhte Zinsen die Wirtschaftsdynamik bremsen.

Eine Abschwächung der Wirtschaftsdynamik aufgrund der höheren Zinsen ist ja gerade das Ziel der *Federal Reserve*,

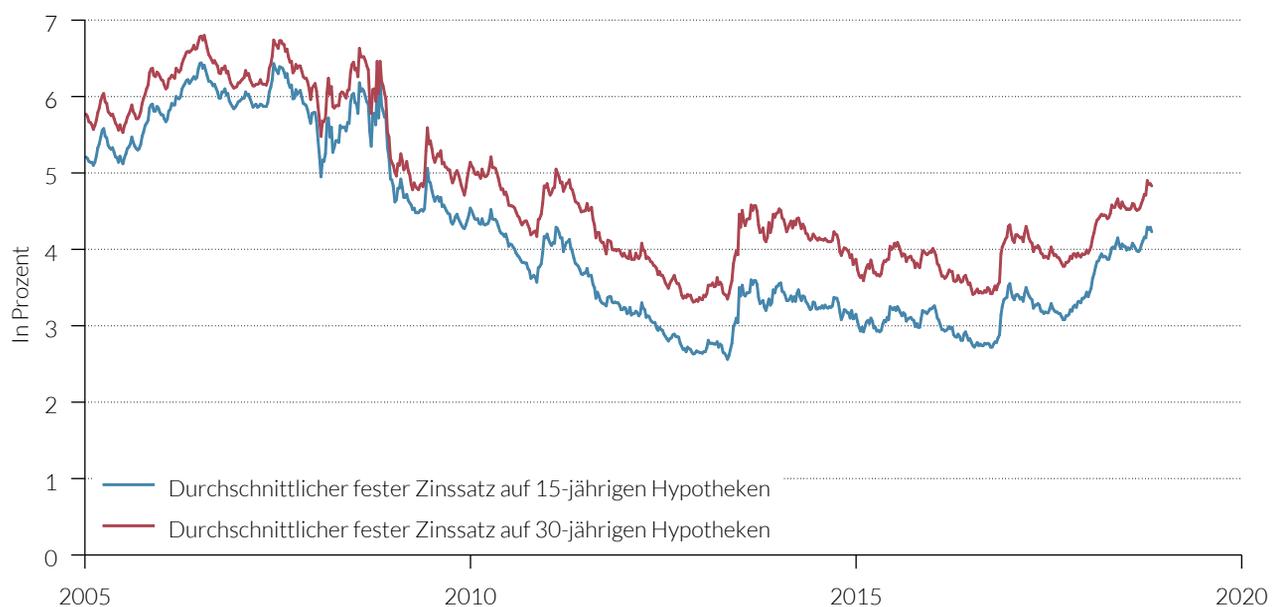
um die Inflationsraten im Griff zu halten. Die Zinsen befinden sich historisch gesehen aber noch nicht auf sehr hohen Niveaus (siehe Abbildung). Im Gegensatz zum Vorfeld der letzten Krise sind am amerikanischen Immobilien- und Hypothekarmarkt gleichzeitig auch deutlich weniger Übertreibungen zu beobachten. Die Häuserpreise und das Hypothekenvolumen liegen, wenn man sie mit dem Einkommen vergleicht, auf deutlich tieferen Niveaus. Auch bleibt die Kreditvergabe vorsichtig. Die Zahl der vergebenen Kredite an Personen mit tieferer Kreditwürdigkeit hat nicht zugenommen. Das Platzen einer Blase, wie es vor der letzten Krise zu beobachten war, ist heute also weniger wahrscheinlich.

von Sonderfaktoren. So lief die Produktion in der deutschen Autoindustrie enttäuschend, weil ein neuer Testzyklus zu Verzögerungen in der Auslieferung von Autos führte. Zweitens sind auch positive Entwicklungen zu beobachten. So zeigt die spanische Wirtschaft weiterhin robustes Wachstum und deren Vorlaufindikatoren stoppten ihren Rückgang. Drittens befinden sich die vorlaufenden Indikatoren aller Eurozonenländer immer noch auf Niveaus, die auf Wachstumsraten über dem jeweiligen Potenzial hindeuten.

### Tieferes Wachstum in der Eurozone

In der Eurozone hat sich die Verlangsamung des Wirtschaftswachstums fortgesetzt. Die erste Schätzung für das Wachstum im dritten Quartal fiel mit 0.2 Prozent im Quartalsvergleich tief aus. In Pessimismus fallen sollte man aber nicht. Erstens waren die letzten Monate geprägt

### Zinsen auf amerikanischen Hypotheken steigen



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Was die Währungsmärkte bewegt

# Schwellenlandwährungen stark unterbewertet

---

**Auch wenn sich die grösseren, frei gehandelten Schwellenlandwährungen in den letzten Monaten etwas erholen konnten, weisen sie immer noch eine Unterbewertung relativ zum US-Dollar auf. Der chinesische Renminbi befindet sich mittlerweile in unbekanntem Gewässern.**

---

Die Schwellenländer unterscheiden sich in ihrem Handel (es gibt beispielsweise Energieimporteure und Energieexporteure) und im Ausmass der Kapitalkontrollen (das heisst, welche Anlagen nur der lokalen Bevölkerung zugänglich sind und welche auch den ausländischen Investoren). Es lohnt sich diese Unterschiede im Hinterkopf zu behalten, wenn sich manche Schwellenlandwährungen scheinbar unerklärlich weit weg von ihrer fundamentalen Kaufkraftparität bewegen.

## Der Einfluss ausländischer Investoren

Angesichts der stetig wachsenden Relevanz der Schwellenländer an den Obligationenmärkten gilt es bei der Beurteilung der Währung einer aufstrebenden Wirtschaft zum Beispiel zu berücksichtigen, wie viele der in Lokalwährung ausgegebenen Staatsanleihen ausländischen Anlegern gehören. So wurden am Ende des ersten Quartals 2018 46 Prozent der südafrikanischen Staatsanleihen in Lokalwährungen von Gläubigern ausserhalb Südafrikas gehalten. In Indien waren es zum selben Zeitpunkt bloss 4.5 und in China nur 2.6 Prozent. Folglich überrascht es wenig, dass der südafrikanische Rand bisher stärker mit globaler Risikoaversion zusammenhing als der chinesische Renminbi.

Gemäss einem breiteren Korb aus Schwellenlandwährungen, der die liquidesten Staatsanleihen in Lokalwährung reflektiert (nämlich jene aus Brasilien, Indonesien, Polen, Mexiko, Südafrika, Thailand, Russland, Kolumbien, der Türkei, Malaysia, Ungarn und Peru), sind Schwellenlandwährungen derzeit so stark unterbewertet wie noch nie seit der Jahrtausendwende (siehe Abbildung). Der Hintergrund dieser Entwicklung ist bekannt: steigende Zinsen in den USA und eine schrumpfende Bilanz der *Federal Reserve*.

Die Abbildung zeigt jedoch auch, dass sich die Schwellenlandwährungen zu stark und zu schnell abgewertet haben. Ende September betrug die Lücke zwischen der Kaufkraftparität und dem tatsächlichen Kurs 25 Prozent. Damit waren die Devisen dem US-Dollar gegenüber also um ein ganzes Viertel unterbewertet. Wenig überraschend wertete das Aggregat im letzten Monat um etwa 4 Prozent auf. Trotzdem bleibt eine Bewertungslücke von über einem Fünftel.

Diese Bewertungslücke schliesst sich aber nicht nur wegen den jüngsten Aufwertungen der Schwellenlandwährungen, sondern auch aufgrund Anpassungen der Kaufkraftparität. Aufgrund höherer Inflation (nicht zuletzt dank der momentanen Unterbewertung) dürfte sich diese weiter abschwächen. Besonders in der Türkei muss man mit einer starken Anpassung der Metrik rechnen. Dort waren die Konsumentenpreise im Oktober um 25 Prozent im Jahresvergleich gestiegen

## Indische Rupie passt sich an

Zu Beginn des Jahres war oft zu hören, dass die indische Rupie «zu stark» war. Tatsächlich handelte sie damals ge-

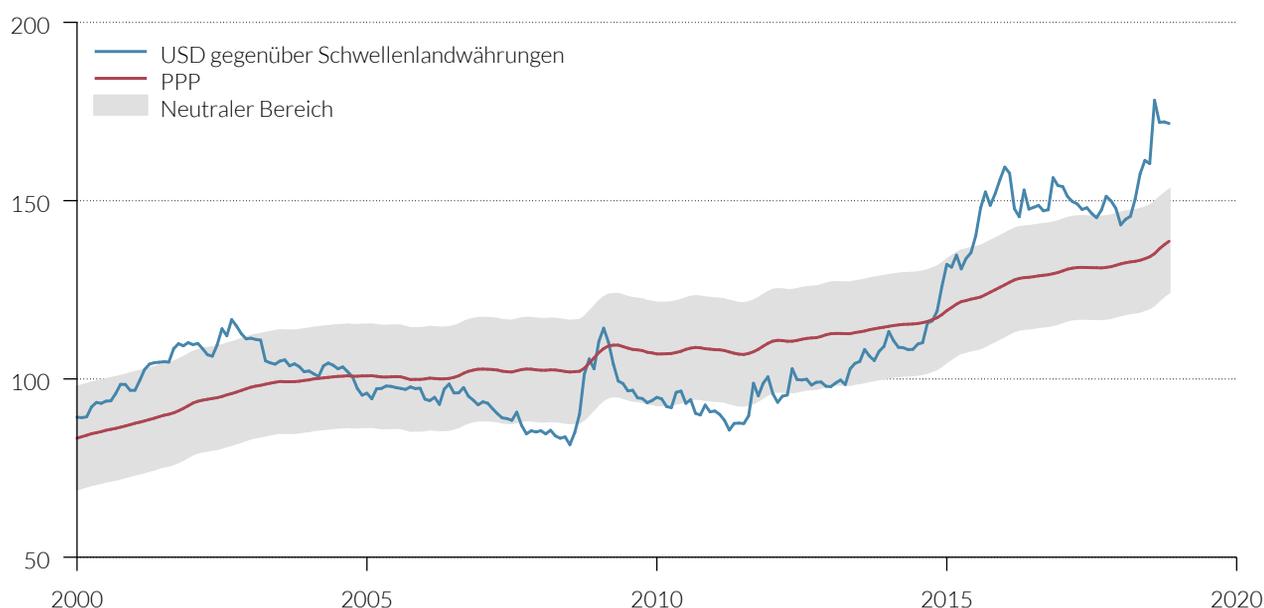
mäss unseren Schätzungen klar über ihrer Kaufkraftparität. Doch dieser Überbewertung wurde im Verlaufe des Jahres ein Ende gesetzt. Von Januar bis Ende Oktober verlor die Rupie knapp 15 Prozent an Wert gegenüber dem US-Dollar. Damit hat sich das Blatt zu einer 11-prozentigen Unterbewertung gewendet. Das hört sich nach viel an, liegt aber historisch gesehen in einem wenig aussergewöhnlichen Bereich. Kein Grund also, die Rupie zu kaufen.

### Der Renminbi darf weiter frei handeln

Während sich die Finanzmarktpresse darauf fixiert hat, dass ein Fallen des Renminbis unter 7 ein signifikantes Ereignis wäre, ist dieser nominale Wert aus volkswirtschaftlicher Sicht irrelevant. Viel wichtiger ist unserer Meinung nach die Zahl 6.40 – dort lag die Kaufkraftparität des Renminbis gegenüber dem US-Dollar Ende Oktober. Damit war der Renminbi um 9 Prozent unterbewertet. Diese Abweichung von der Kaufkraftparität ist aus zweierlei Gründen bemerkenswert. Erstens ist der Ren-

minbi ihr 18 Jahre lang äusserst nahe gefolgt und zweitens liegt die chinesische Valuta damit zum ersten Mal seit 2010 auf der schwächeren Seite ihrer Kaufkraft. Anders ausgedrückt hat die Währung bisher dafür gesorgt, dass die Inflation in China zurückgebunden wurde. Nun übernimmt die Devisen aber eine neue Rolle: in Zeiten von anhaltender Dollar-Stärke und dem Handelsstreit mit den USA wirkt sie als Stossdämpfer für die Wirtschaft. Die neue Schwäche des Renminbis entspricht einer expansiveren chinesischen Geldpolitik und hilft Exporteuren. Damit die Importeure jedoch nicht zu kurz kommen, hat die chinesische Regierung versprochen, dass eine Reihe von Tarifen und Steuern gesenkt werden soll. Es scheint, als würde das Reich der Mitte die Gelegenheit nutzen, um einige, neue wirtschaftsfördernde Methoden auszutesten. Im Gegensatz zu den letzten 18 Jahren ist die Zukunft des Renminbis zum ersten Mal völlig unklar.

### Schwellenlandwährungen auf 18-Jahre-Tief



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

## Konjunkturklima

Gemäss einer ersten Schätzung ist die amerikanische Volkswirtschaft im dritten Quartal auf das Jahr hochgerechnet um 3.5 Prozent nach 4.2 Prozent im zweiten Quartal gewachsen. Als wichtigste Wachstumsstütze erwies sich der private Konsum. Sowohl bei den Gütern als auch bei den Dienstleistungen verbesserten sich die Zahlen gegenüber dem zweiten Quartal nochmals leicht, was den privaten Konsum insgesamt um erfreuliche 4 Prozent ansteigen liess. Insgesamt schwach fielen dagegen die Zahlen zu den Investitionen und zum Aussenhandel aus. Beide verzeichneten im Vorquartalsvergleich einen Rückgang.

Die Wirtschaft im europäischen Währungsraum ist gemäss einer ersten Schnellschätzung mit 0.2 Prozent zum Vorquartal so langsam gewachsen wie seit vier Jahren nicht mehr. Vor dem Hintergrund der schwachen Wachstumswachstumzahlen beruhigen dürfte der Blick auf unseren vorlaufenden Wachstumsindikator. Der schwächere Wachstumstrend ist zwar mittlerweile klar in den Daten ersichtlich, akute Alarmzeichen für die europäische Konjunktur bleiben aber weiterhin aus. Für das Schlussquartal 2018 bleiben wir deshalb und aufgrund der weiterhin positiven Stimmungswerte optimistisch gestimmt.

### Überblick

	Trend- wachstum <sup>1</sup>	Reales BIP-Wachstum <sup>2</sup>				W&P-Konjunkturklimaindikatoren <sup>3</sup>			
		Q4/2017	Q1/2018	Q2/2018	Q3/2018	7/2018	8/2018	9/2018	10/2018
<b>USA</b>	1.7	2.5	2.6	2.9	3.0	3.4	4.1	4.3	3.9
<b>Eurozone</b>	1.0	2.7	2.4	2.2	1.7	3.1	3.0	2.9	2.8
Deutschland	1.4	2.8	2.0	2.0	1.2	3.5	3.5	3.5	3.3
Frankreich	0.7	2.8	2.1	1.7	1.5	2.3	2.2	2.0	1.8
Italien	0.2	1.6	1.3	1.2	0.8	1.6	1.5	1.5	1.4
Spanien	1.6	3.1	2.8	2.5	2.5	2.7	2.6	2.4	2.7
<b>Grossbritannien</b>	1.8	1.4	1.1	1.2	1.5	2.6	2.8	2.6	2.7
<b>Schweiz</b>	1.5	2.5	2.9	3.4	-	2.7	2.6	2.6	2.4
<b>Japan</b>	0.4	2.0	1.1	1.4	0.4	2.6	2.6	2.6	2.5
<b>Kanada</b>	1.6	3.0	2.3	1.9	-	1.7	1.5	1.7	1.7
<b>Australien</b>	2.4	2.4	3.2	3.4	-	3.3	3.2	3.0	3.1
<b>Brasilien</b>	1.4	2.1	1.2	1.0	-	-0.2	-0.4	0.1	-
<b>Russland</b>	0.1	0.9	1.3	1.9	1.3	-1.8	-1.1	0.0	1.2
<b>Indien</b>	7.7	7.0	7.7	8.2	-	6.7	6.6	6.7	6.7
<b>China</b>	7.4	6.8	6.8	6.7	6.5	6.9	6.7	6.4	6.5
<b>Industrienationen<sup>4</sup></b>	1.4	2.4	2.3	2.5	2.4	3.4	3.7	3.7	3.5
<b>Schwellenländer<sup>4</sup></b>	6.0	5.5	5.7	5.6	5.5	5.0	4.8	4.7	4.8
<b>Welt<sup>4</sup></b>	3.5	4.0	4.0	4.1	4.0	4.3	4.3	4.3	4.2

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

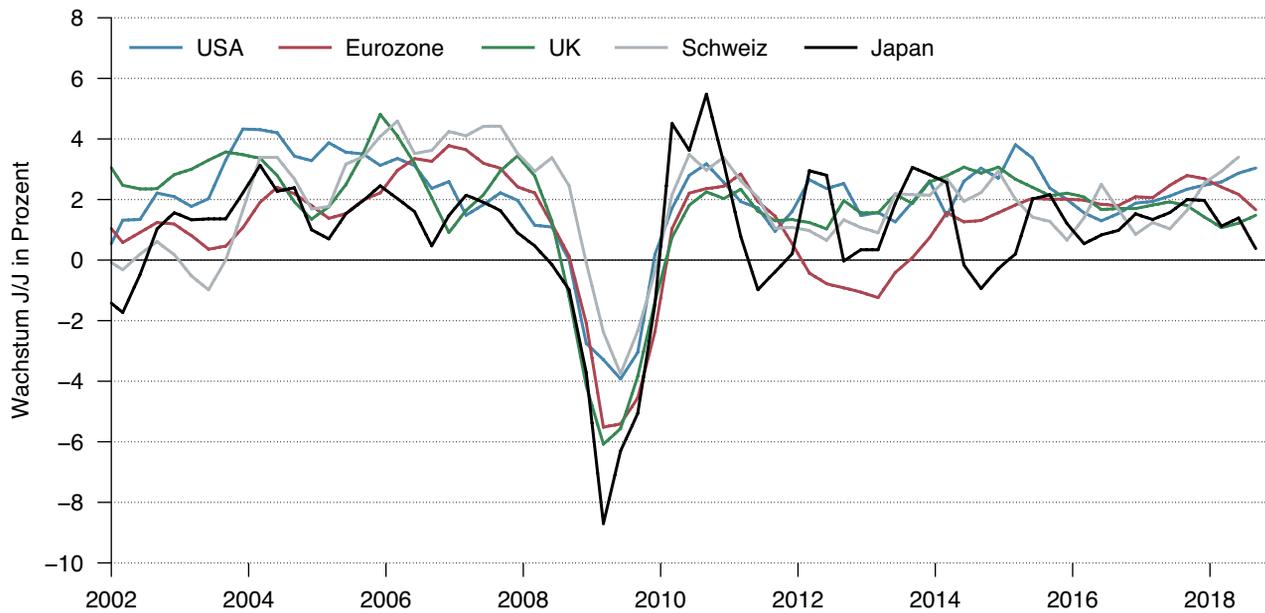
<sup>2</sup> Veränderung des realen BIP gegenüber dem Vorjahresquartal in Prozent.

<sup>3</sup> 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.

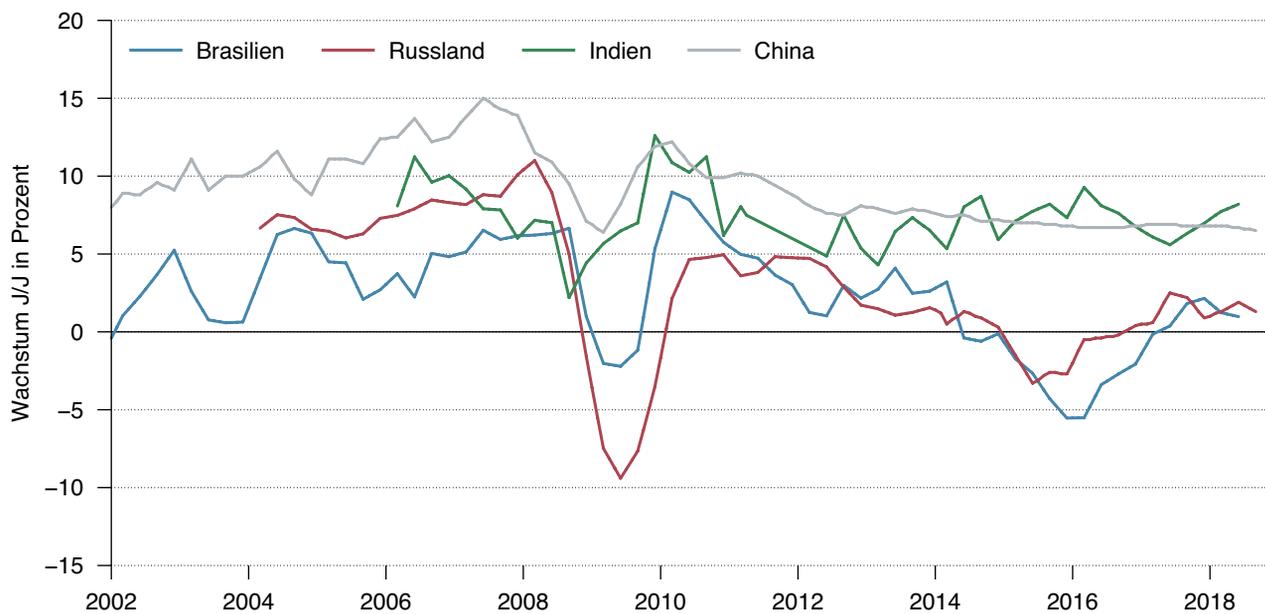
<sup>4</sup> Die Aggregate werden anhand von nominalen BIP-Gewichten und Kaufkraftparitätskursen berechnet.

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

### Wirtschaftswachstum Industrienationen



### Wirtschaftswachstum Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

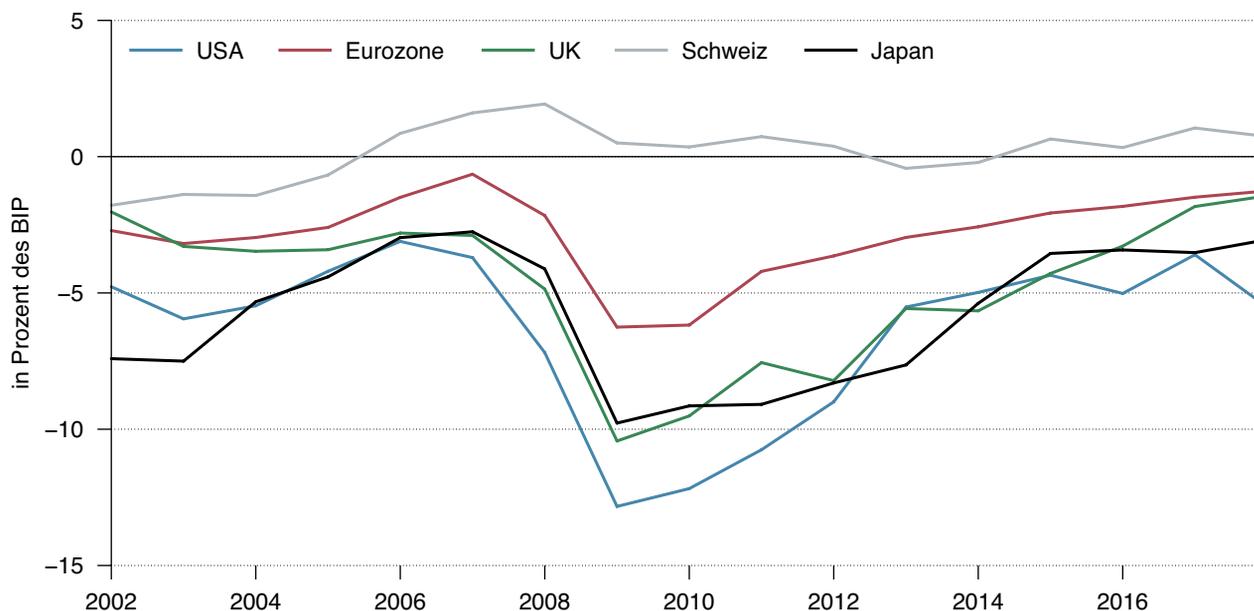
## Wirtschaftsindikatoren

### Ausgewählte Kennzahlen

	Anteil am Welt-BIP <sup>1</sup>		Leistungsbilanz <sup>2</sup>		Staatsverschuldung <sup>2</sup>		Budgetdefizit <sup>2</sup>		Arbeitslosenquote <sup>3</sup>	
	Ø 5 Jahre	Aktuell	Ø 5 Jahre	Aktuell	Ø 5 Jahre	Aktuell	Ø 5 Jahre	Aktuell	Ø 5 Jahre	Aktuell
<b>USA</b>	23.5	24.2	-2.3	-2.8	105.5	107.1	-4.7	-5.5	5.6	3.7
<b>Eurozone</b>	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	8.0	8.3	78.8	68.4	0.7	1.5	6.4	5.1
Frankreich	3.4	3.3	-0.6	-0.5	119.2	122.0	-3.5	-2.3	9.7	8.7
Italien	2.6	2.5	1.9	2.2	155.0	153.0	-2.7	-1.8	11.9	10.0
Spanien	1.7	1.7	1.5	1.7	114.4	113.5	-5.2	-2.4	21.9	14.9
<b>Grossbritannien</b>	3.6	3.3	-5.2	-3.1	113.4	116.8	-4.1	-1.4	5.4	2.7
<b>Schweiz</b>	0.9	0.8	10.0	10.7	42.8	40.8	0.3	0.7	3.2	2.4
<b>Japan</b>	6.3	6.0	2.5	3.7	218.9	225.5	-4.7	-3.0	3.4	2.3
<b>Kanada</b>	2.2	2.0	-3.1	-3.0	88.4	87.3	-0.7	-1.2	6.8	5.8
<b>Australien</b>	1.8	1.7	-3.4	-2.8	36.8	40.5	-2.6	-1.4	5.8	5.0
<b>China</b>	14.2	15.9	1.9	0.7	41.8	50.1	-2.4	-4.1	4.0	-
<b>Brasilien</b>	2.7	2.3	-2.5	-1.3	71.5	88.4	-7.1	-8.6	9.3	11.9
<b>Indien</b>	2.8	3.2	-1.3	-3.0	69.4	69.6	-7.1	-6.6	-	-
<b>Russland</b>	2.2	1.9	2.7	6.2	15.4	15.3	-2.1	1.6	5.4	4.5

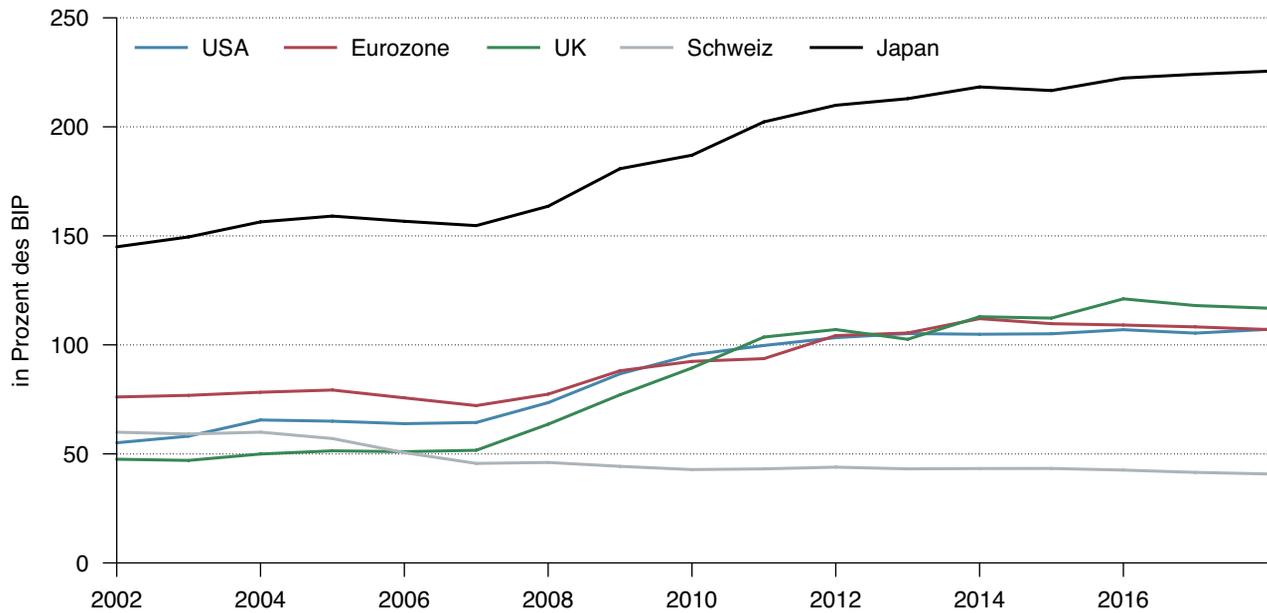
<sup>1</sup> In Prozent; Berechnung anhand von Marktwechsellkursen. <sup>2</sup> In Prozent vom nominalen BIP. <sup>3</sup> In Prozent.

### Budgetdefizit Industrienationen

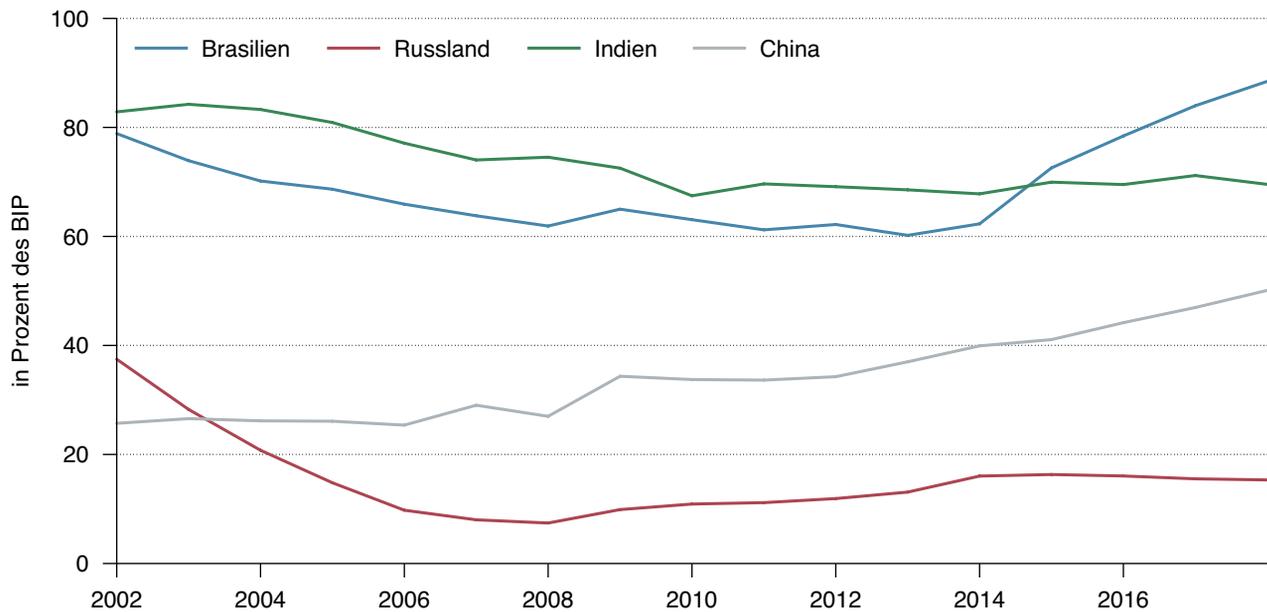


Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

### Staatsverschuldung Industrienationen



### Staatsverschuldung Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

## Inflation

In Japan kam die Teuerungsrate im September auf 1.2 Prozent zu liegen. Damit hat sich der leicht stärkere Trend bei den Konsumentenpreisen aus den letzten Monaten bestätigt. Aufwind erhält die Inflation aktuell aber in erster Linie nur von den Ölpreisen, die seit Jahresbeginn deutlich gestiegen sind. Lläuft der Basiseffekt in den kommenden Monaten aus, wird die zugrundeliegende Teuerungsdynamik wieder verstärkt zum Tragen kommen. Diese bleibt in Japan trotz ultra-expansiver Geld- und Fiskalpolitik weiter schwach. Bezeichnend dafür ist die Entwicklung der Kerninflation, die sich noch immer bei Werten um 0.5 Prozent bewegt.

Ähnlich zu Japan bleibt auch in der Schweiz das Preiswachstum verhalten. Für Oktober resultierte eine Teuerungsrate von 1.1 Prozent. Die Kerninflation lag mit 0.4 Prozent nochmals klar tiefer. Im Gegensatz zu ihrem japanischen Pendant, spielt der Schweizer Notenbank der relativ schwache Preisdruck in die Hände. Sie richtet ihre Geldpolitik weiterhin primär am Wechselkurs zum Euro aus. Da die Europäische Zentralbank ihrerseits einen ersten Zinsschritt nicht vor Ende 2019 vornehmen will, bietet das schwache heimische Inflationsniveau den Schweizer Währungshütern den nötigen Handlungsspielraum, um an ihrer expansiven Geldpolitik festzuhalten.

### Überblick

	Ø 10 Jahre <sup>1</sup>	Inflation <sup>2</sup>				Kerninflation <sup>3</sup>			
		7/2018	8/2018	9/2018	10/2018	7/2018	8/2018	9/2018	10/2018
<b>USA</b>	1.5	3.0	2.7	2.3	-	2.4	2.2	2.2	-
<b>Eurozone</b>	1.2	2.1	2.0	2.1	2.2	1.1	0.9	0.9	1.1
<b>Deutschland</b>	1.2	2.0	2.0	2.3	2.5	1.5	1.5	1.6	1.8
<b>Frankreich</b>	1.0	2.3	2.3	2.2	2.2	-	-	-	-
<b>Italien</b>	1.2	1.5	1.6	1.4	1.6	0.7	0.8	0.7	0.8
<b>Spanien</b>	1.1	2.3	2.2	2.3	2.3	0.9	0.8	0.8	1.0
<b>Grossbritannien</b>	2.3	2.5	2.7	2.4	-	1.9	2.1	1.9	-
<b>Schweiz</b>	-0.1	1.2	1.2	1.0	1.1	0.5	0.5	0.4	0.4
<b>Japan</b>	0.3	0.9	1.3	1.2	-	0.3	0.4	0.3	-
<b>Kanada</b>	1.6	3.0	2.8	2.2	-	1.6	1.7	1.5	-
<b>Australien</b>	2.2	2.0	2.0	1.9	-	1.6	1.4	1.2	-
<b>Brasilien</b>	6.0	4.5	4.2	4.5	4.6	3.6	3.6	3.8	3.6
<b>Russland</b>	7.7	2.5	3.1	3.4	3.6	2.4	2.6	2.8	3.1
<b>Indien</b>	7.4	4.2	3.7	3.7	3.3	-	-	-	-
<b>China</b>	2.2	2.1	2.3	2.5	1.5	1.9	2.0	1.7	1.8
<b>Industrienationen<sup>4</sup></b>	1.3	2.4	2.3	2.1	2.1	1.6	1.5	1.5	1.5
<b>Schwellenländer<sup>4</sup></b>	4.4	2.8	2.9	3.0	3.0	2.1	2.2	2.0	2.1
<b>Welt<sup>4</sup></b>	2.7	2.6	2.6	2.6	2.6	1.6	1.6	1.5	1.6

<sup>1</sup> Durchschnittliche Jahreststeuerung der Konsumentenpreise in Prozent.

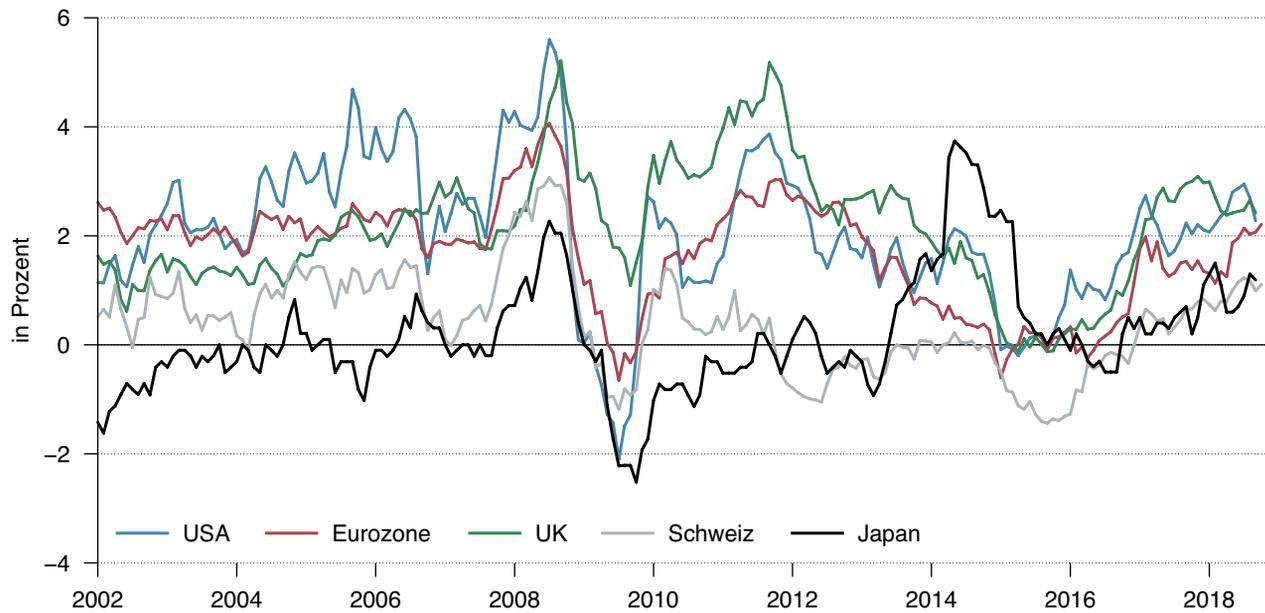
<sup>2</sup> Veränderung der Konsumentenpreise gegenüber dem Vorjahresmonat in Prozent.

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

<sup>4</sup> 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

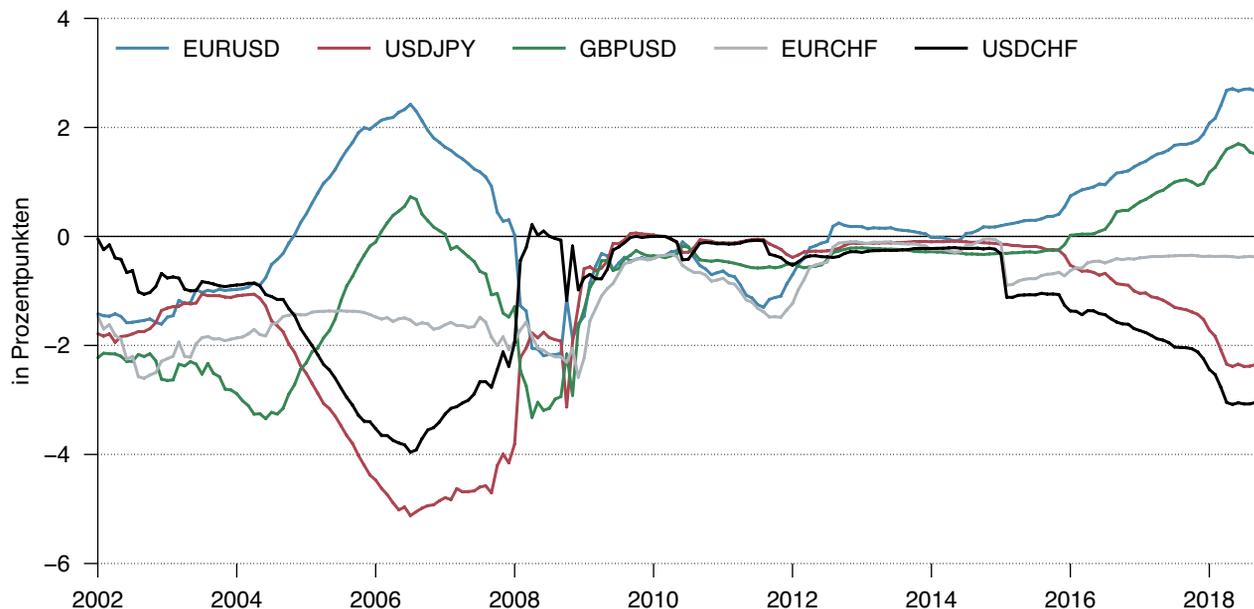
## Zinsumfeld

### Zinsdifferenz im Vergleich

	Aktueller Wechselkurs	Zinsdifferenz 3 Monate <sup>1</sup>				Zinsdifferenz 12 Monate <sup>1</sup>			
		Aktuell	vor 1 Jahr	Ø 5 Jahre	Ø 10 Jahre	Aktuell	vor 1 Jahr	Ø 5 Jahre	Ø 10 Jahre
EURUSD	1.128	2.96	1.80	1.06	0.33	3.30	2.16	1.35	0.52
USDJPY	113.9	-2.71	-1.46	-0.88	-0.53	-3.01	-1.78	-1.20	-0.81
GBPUSD	1.300	1.74	0.89	0.38	-0.03	1.99	1.12	0.48	0.01
EURCHF	1.138	-0.40	-0.36	-0.42	-0.54	-0.37	-0.26	-0.41	-0.63
USDCHF	1.009	-3.36	-2.16	-1.48	-0.88	-3.67	-2.42	-1.77	-1.15
GBPCHF	1.311	-1.62	-1.27	-1.10	-0.91	-1.68	-1.31	-1.29	-1.14
CHFJPY	112.9	0.65	0.70	0.61	0.35	0.66	0.64	0.57	0.34
AUDUSD	0.721	1.11	-0.08	-0.95	-2.09	1.59	0.32	-0.44	-1.52
USDCAD	1.324	-0.41	-0.02	0.29	0.46	-0.57	-0.09	0.05	0.22
USDSEK	9.064	-3.05	-2.09	-1.12	-0.05	-3.19	-2.18	-1.31	-0.25
USD RUB	68.1	4.94	6.18	8.93	7.99	5.07	5.76	8.37	8.01
USDBRL	3.802	4.88	6.45	11.81	10.33	3.70	5.15	9.63	9.40
USDCNY	6.953	0.39	3.12	3.08	3.07	0.42	2.59	2.70	2.68
USDTRY	5.508	22.69	12.29	11.52	9.89	23.21	12.55	11.47	10.01
USDINR	72.66	7.47	7.47	8.47	7.83	4.21	4.44	6.25	5.93

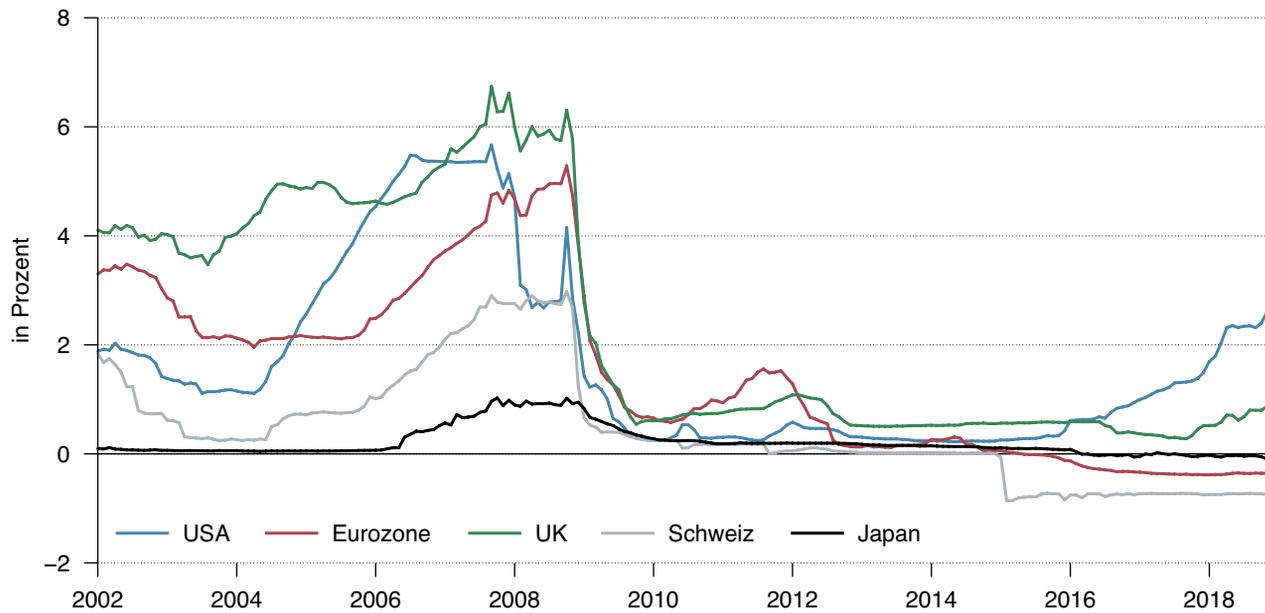
<sup>1</sup> Zinsen im zweiten Währungsraum abzgl. Zinsen im ersten Währungsraum; z.B. US-Dollar-Zinsen abzgl. Euro-Zinsen für EURUSD.

### Zinsdifferenz

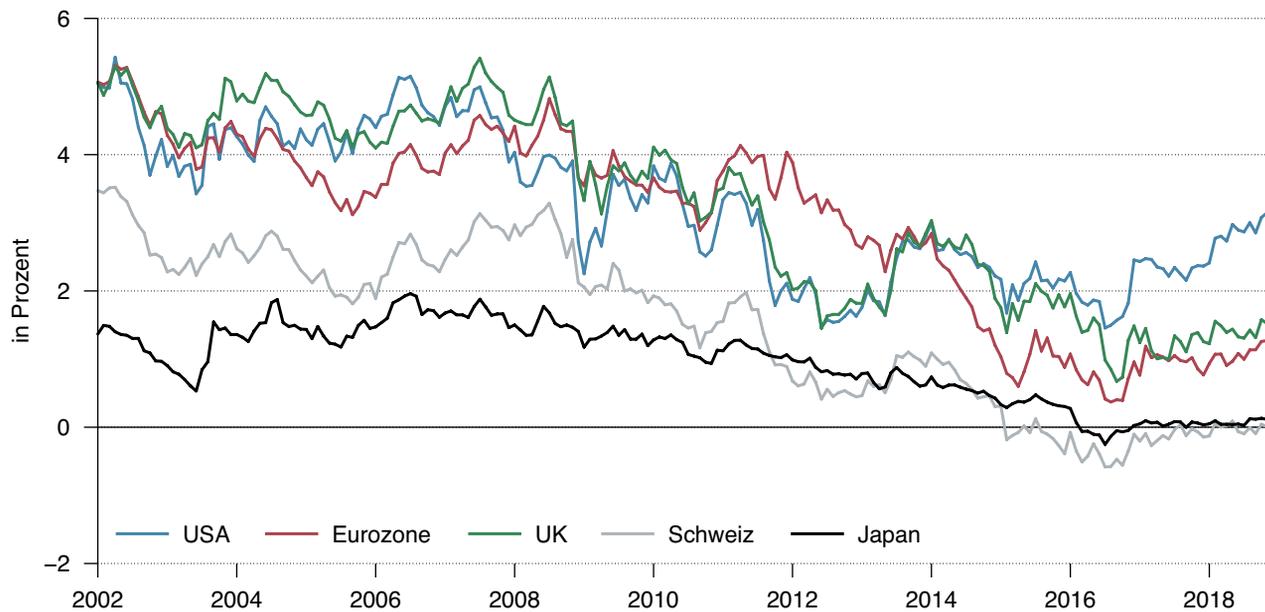


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

### Dreimonats-Liborsätze



### Zehnjährige Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

## Währungsmärkte

Trotz erhöhter Unsicherheiten an den Finanzmärkten hat sich der Schweizer Franken im vergangenen Monat relativ schwach entwickelt. Die traditionell starke «Safe Haven»-Funktion der Schweizer Währung scheint damit für einmal ausgeblieben zu sein. Mit 3.5 Prozent vergleichsweise deutlich fielen die Verluste gegenüber dem japanischen Yen aus. Zum US-Dollar verbuchte die Schweizer Währung immerhin ein Minus von 2.5 Prozent. Nur leicht fiel der Kursverlust gegenüber dem Euro aus. Zulegen konnte der Franken einzig gegenüber dem kanadischen Dollar und der norwegischen Krone.

Die Entwicklung des chinesischen Renminbis wird seit Beginn des Handelsstreits mit den USA an den internationalen Devisenmärkten besonders genau ver-

folgt. Seit Jahresbeginn hat sich die chinesische Währung gegenüber dem US-Dollar bereits um rund 7 Prozent abgewertet. Die Trump-Administration hat China deshalb schon vorgeworfen, den Wechselkurs als Werkzeug gegen die amerikanischen Handelschranken einzusetzen. Bis anhin scheint die chinesische Regierung aber weitgehend auf eine künstliche Abwertung verzichtet zu haben. So dürfte die Ursache für den schwächeren Renminbi vielmehr an Problemen wie beispielsweise dem langsameren chinesischen Wachstumstempo oder den steigenden Zinsen im Dollar-Raum liegen.

### Performance und Bewertung

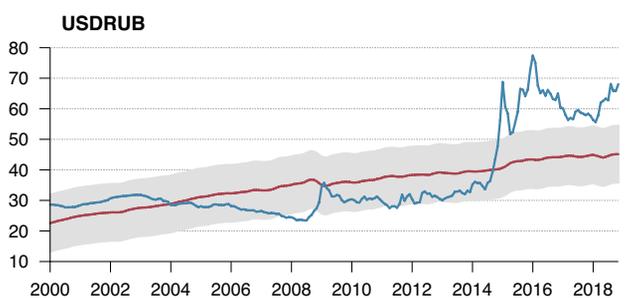
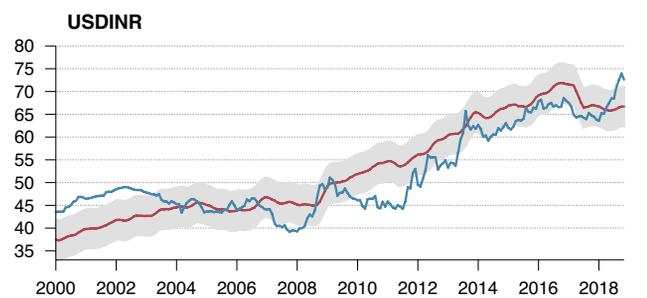
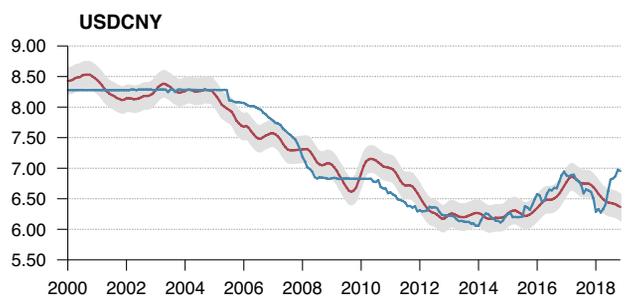
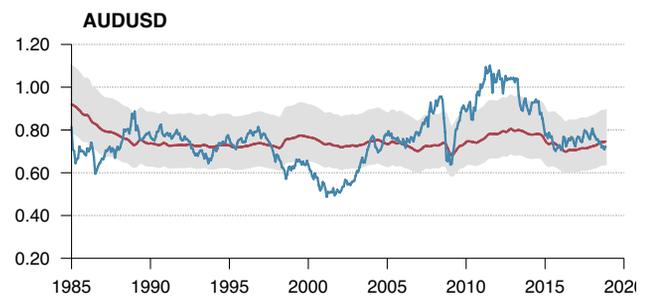
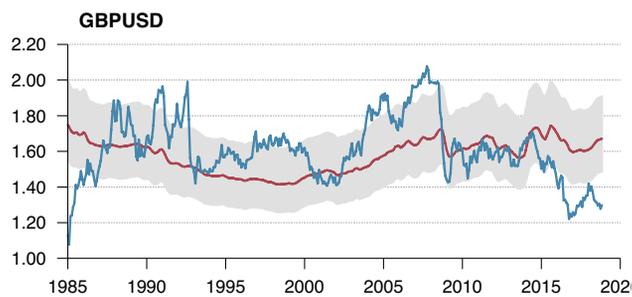
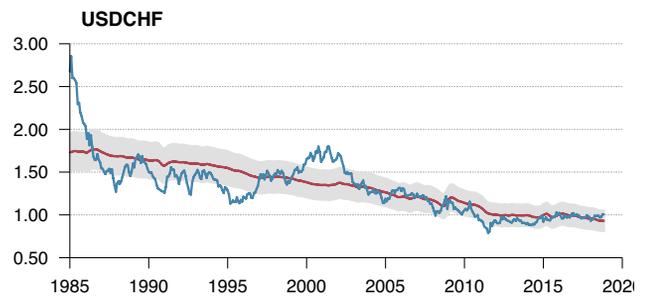
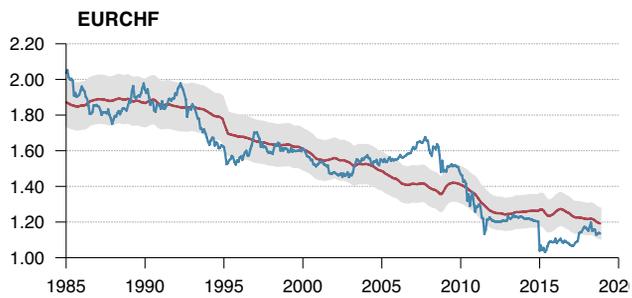
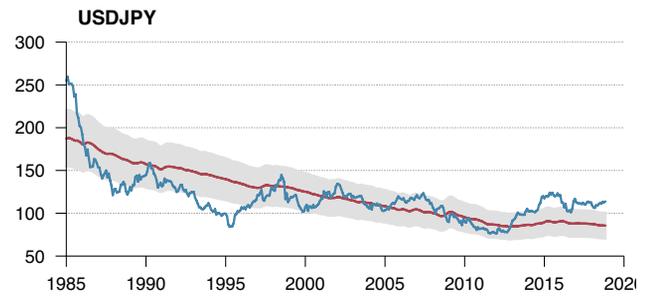
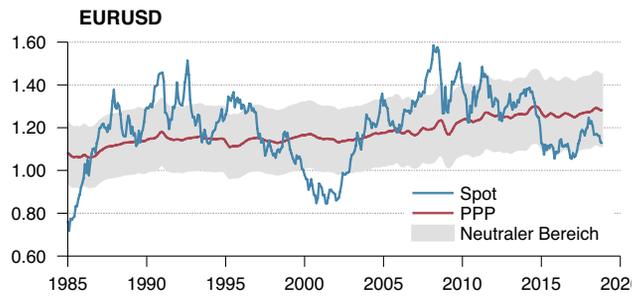
	Aktueller Wechselkurs	Performance <sup>1</sup>				Kaufkraftparität <sup>2</sup>		
		YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre	PPP	Neutraler Bereich	Abweichung <sup>3</sup>
EURUSD	1.128	-6.1	-0.3	-3.3	-15.8	1.28	1.11 - 1.45	-12.0
USDJPY	113.9	1.1	3.1	0.4	14.6	85.5	70.5 - 100.5	33.2
GBPUSD	1.300	-3.9	2.6	-0.9	-18.7	1.67	1.49 - 1.91	-22.2
EURCHF	1.138	-2.7	1.2	-2.0	-7.6	1.19	1.11 - 1.28	-4.5
USDCHF	1.009	3.5	1.5	1.3	9.8	0.93	0.81 - 1.05	8.5
GBPCHF	1.311	-0.5	4.1	0.5	-10.8	1.55	1.34 - 1.77	-15.6
CHFJPY	112.9	-2.3	1.6	-1.0	4.4	91.9	77.7 - 106.2	22.8
AUDUSD	0.721	-7.8	-0.2	-5.6	-22.5	0.75	0.64 - 0.89	-3.4
USDCAD	1.324	5.7	0.6	4.1	26.4	1.19	1.09 - 1.29	11.5
USDSEK	9.064	10.7	-1.7	8.0	35.5	7.44	6.43 - 8.45	21.8
USD RUB	68.1	18.2	0.9	14.5	107.5	45.1	35.9 - 54.4	50.7
USDBRL	3.802	14.6	-3.1	15.7	63.5	2.91	2.36 - 3.46	30.5
USDCNY	6.953	6.8	0.7	4.7	14.1	6.37	6.16 - 6.57	9.2
USDTRY	5.508	45.3	-8.9	42.1	168.6	3.90	3.55 - 4.26	41.1
USDINR	72.66	13.8	4.0	11.1	14.5	66.7	62.4 - 71	8.9

<sup>1</sup> Performance in Prozent für den jeweiligen Zeitraum.

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> Abweichung des aktuellen Wechselkurses von der Kaufkraftparität in Prozent.

Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

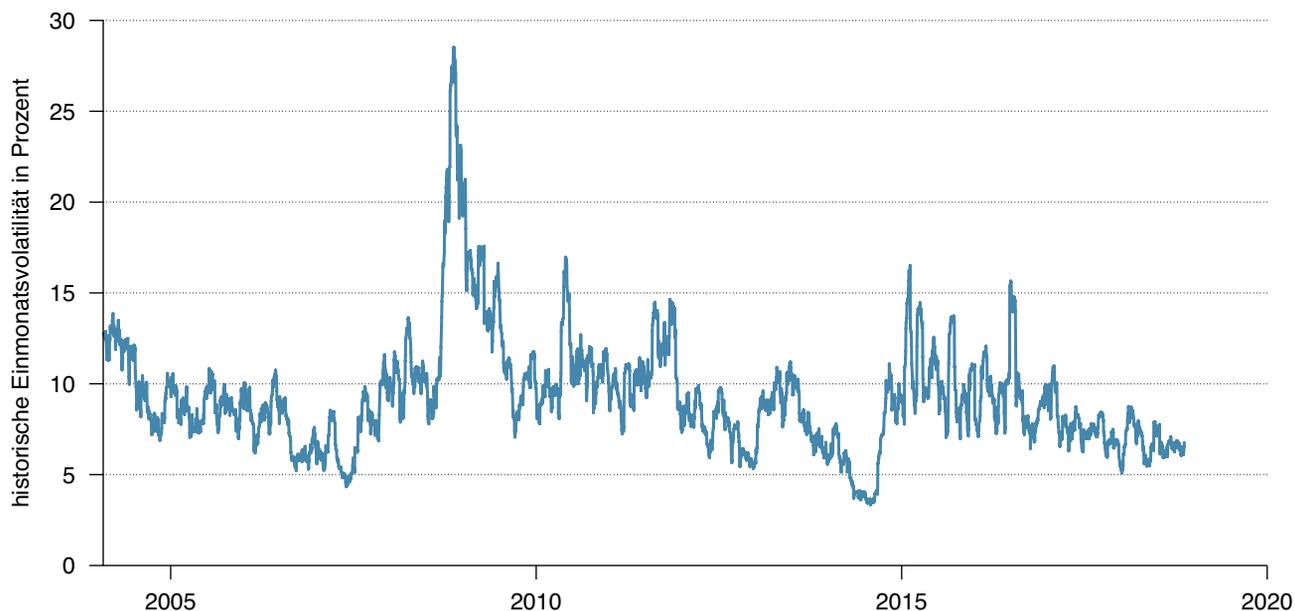
## Währungsvervolatilität

### Volatilität im Vergleich

	Aktueller Wechselkurs	Volatilität 3 Monate <sup>1</sup>				Volatilität 12 Monate <sup>1</sup>			
		Historisch	Implizit	Ø 5 Jahre <sup>2</sup>	Ø 10 Jahre <sup>2</sup>	Historisch	Implizit	Ø 5 Jahre <sup>2</sup>	Ø 10 Jahre <sup>2</sup>
EURUSD	1.128	6.7	7.8	8.4	10.2	7.0	7.9	8.6	10.6
USDJPY	113.9	5.6	7.1	9.2	10.5	6.7	8.1	9.7	11.2
GBPUSD	1.300	8.0	11.4	8.6	9.8	7.8	10.2	9.0	10.3
EURCHF	1.138	5.3	5.5	5.8	6.5	5.3	6.1	6.4	7.0
USDCHF	1.009	5.7	6.8	8.5	10.1	6.5	7.4	9.0	10.6
GBPCHF	1.311	7.5	10.4	8.8	9.9	7.3	9.5	9.2	10.5
CHFJPY	112.9	6.3	7.3	9.1	11.3	6.6	7.9	9.8	12.0
AUDUSD	0.721	8.3	8.9	9.8	11.9	8.2	9.5	10.4	12.5
USDCAD	1.324	6.5	6.8	7.9	9.4	7.2	7.4	8.2	9.9
USDSEK	9.064	8.9	9.6	9.7	12.2	9.3	9.9	10.1	12.5
USDRUB	68.1	11.7	14.2	16.8	14.8	12.7	14.3	17.0	15.8
USDBRL	3.802	19.0	14.6	15.6	15.5	14.6	14.8	15.8	16.1
USDCNY	6.953	3.8	6.0	4.1	3.3	4.2	6.4	5.0	4.7
USDTRY	5.508	30.5	20.1	13.9	13.4	27.1	21.6	14.8	14.5
USDINR	72.66	7.5	7.8	7.1	9.1	5.6	8.0	8.3	10.2

<sup>1</sup> Jeweils annualisierte Volatilität in Prozent. <sup>2</sup> Jeweils Durchschnitt der impliziten Volatilität.

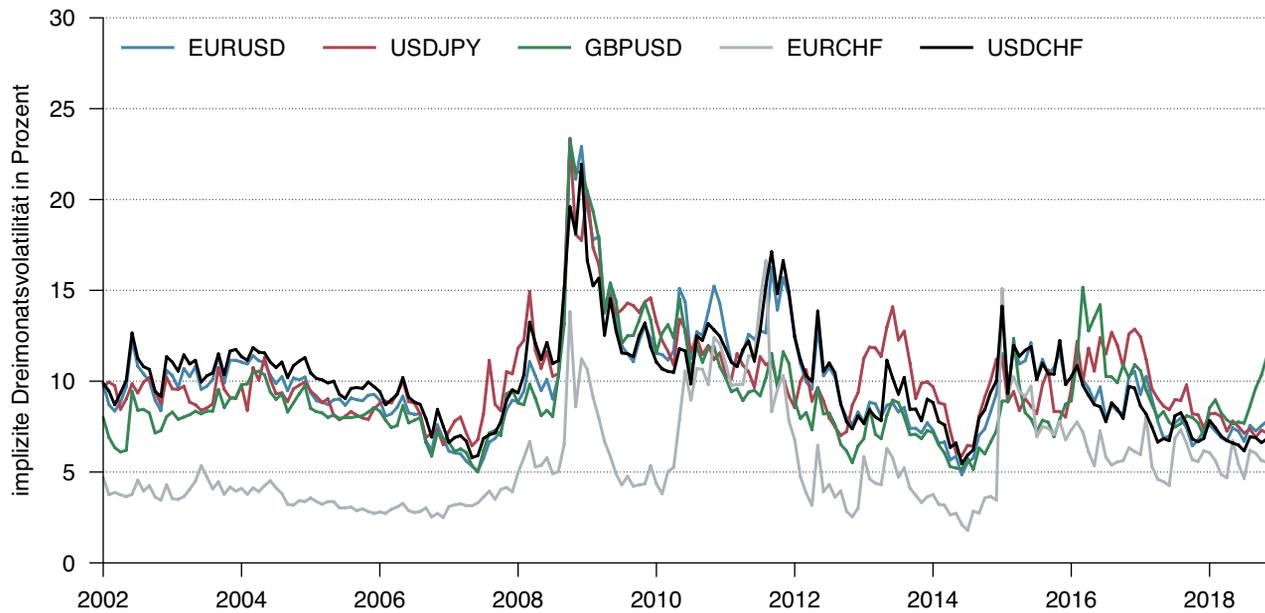
### QCAM-Volatilitätsindikator<sup>3</sup>



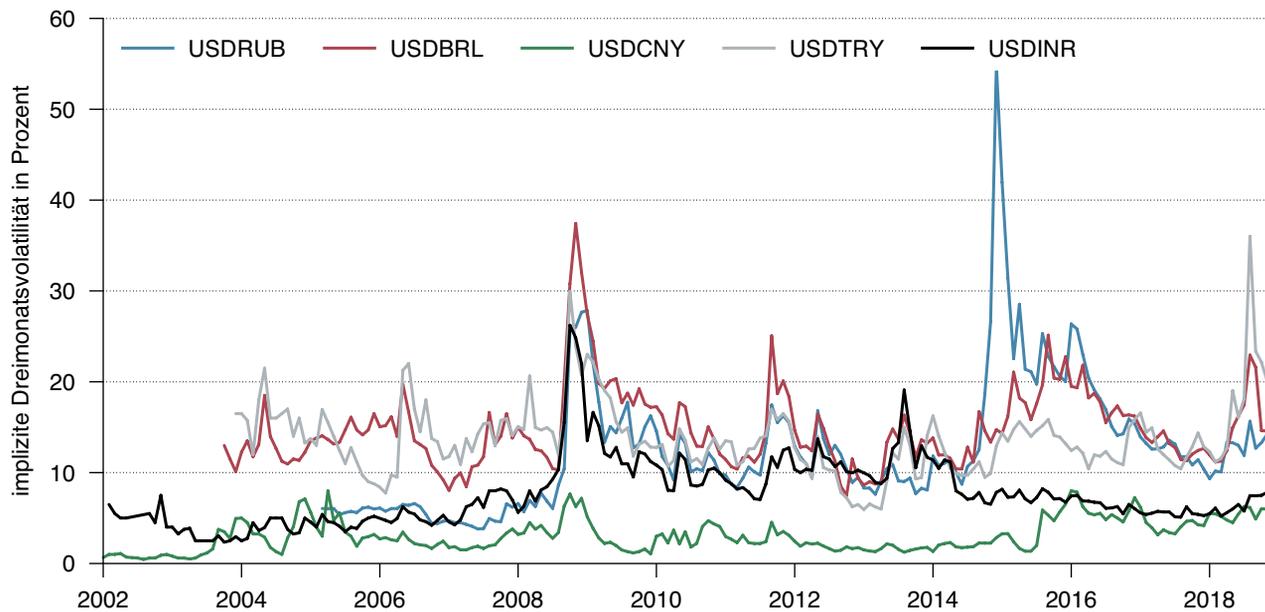
<sup>3</sup> Der Volatilitätsindikator von QCAM bildet die Volatilität an den globalen Währungsmärkten ab; für die Berechnung wird die historische Volatilität der wichtigsten Währungspaare verwendet und mithilfe des Handelsvolumens der jeweiligen Währungspaare gewichtet.

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

### Volatilität Hauptwährungen



### Volatilität Schwellenlandwährungen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

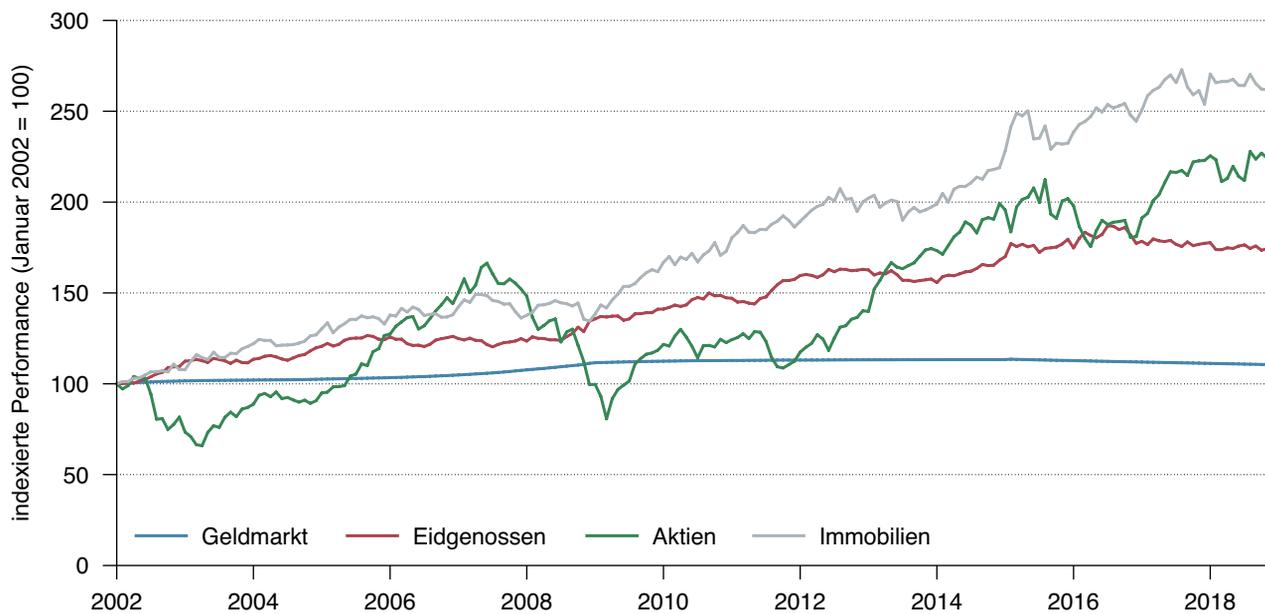
## Finanzmarktumfeld

### Performancevergleich

	Performance in Lokalwährung bzw. US-Dollar <sup>1</sup>				Performance in Schweizer Franken <sup>1</sup>			
	YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre	YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre
Geldmarkt CHF	-0.6	-0.2	-0.7	-2.4	-0.6	-0.2	-0.7	-2.4
Eidgenossen CHF	-1.9	-1.2	-1.3	11.0	-1.9	-1.2	-1.3	11.0
Unternehmensanleihen CHF	-1.2	-0.7	-1.0	9.4	-1.2	-0.7	-1.0	9.4
Aktien Schweiz (SMI)	-0.6	1.1	1.8	27.8	-0.6	1.1	1.8	27.8
Aktien Europa (Stoxx600)	-3.3	-3.7	-2.4	33.3	-6.0	-2.5	-4.3	23.1
Aktien UK (Ftse100)	-4.8	-5.2	-0.9	28.0	-5.3	-1.3	-0.5	13.9
Aktien Japan (Topix)	-8.1	-2.7	-6.2	49.1	-5.9	-4.3	-5.3	44.1
Aktien USA (S&P 500)	3.5	-3.0	7.4	68.4	0.0	-4.4	5.9	52.9
Aktien Schwellenländer	-14.5	-5.1	-11.6	11.5	-17.4	-6.5	-12.8	1.2
Aktien Welt (MSCI World)	-1.5	-3.7	2.0	42.3	-4.9	-5.1	0.6	29.1
Immobilien Schweiz	-3.2	-2.3	2.5	33.1	-3.2	-2.3	2.5	33.1
Immobilien Global	-0.1	-0.5	1.6	32.7	-3.5	-2.0	0.3	20.4
Rohstoffe	-6.5	0.3	-5.5	-33.1	-9.7	-1.1	-6.7	-39.3
Rohöl (Brent)	0.4	-5.0	5.3	-38.5	-3.0	-6.4	3.9	-44.2
Gold	-7.6	2.1	-5.8	-6.6	-10.8	0.6	-7.1	-15.3

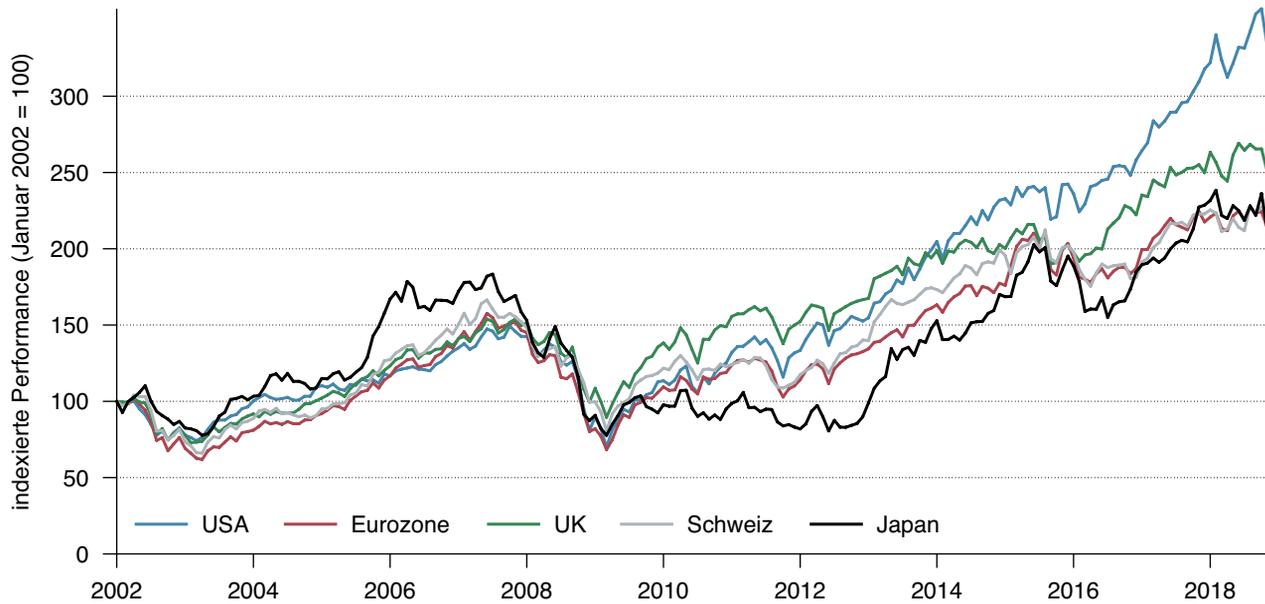
<sup>1</sup> Performance in Prozent für den jeweiligen Zeitraum.

### Performance Schweizer Finanzanlagen

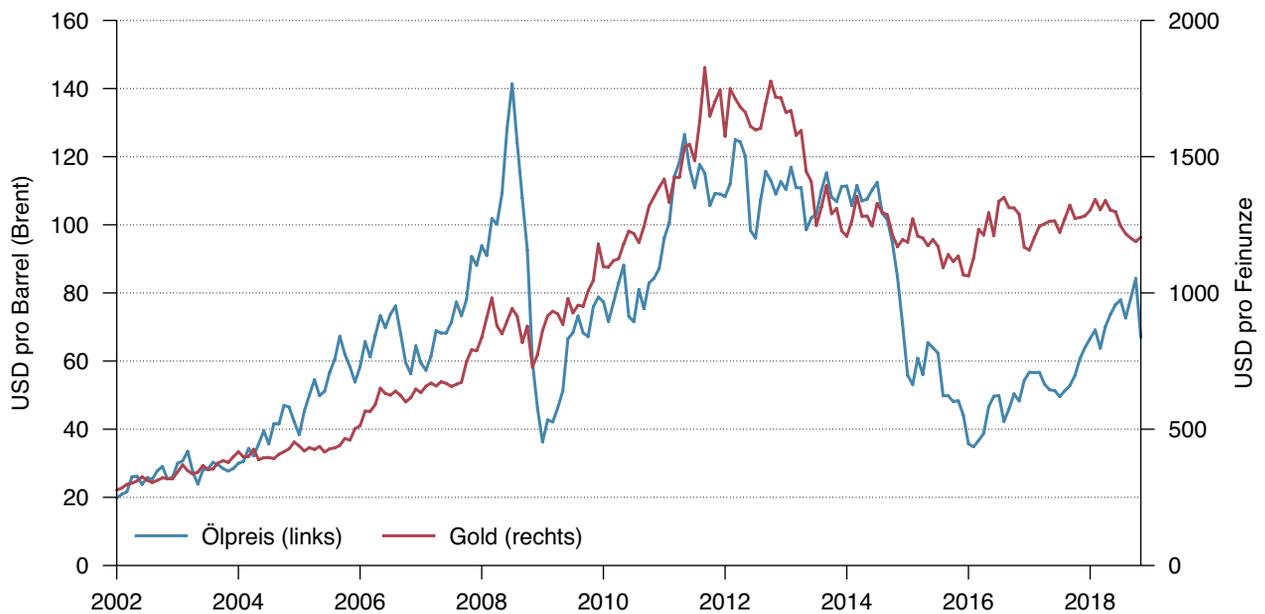


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

**Performance ausgewählter Aktienmärkte (in Lokalwährung)**



**Performance ausgewählter Rohstoffpreise**



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Die Zahl des Monats

## 2.4 Prozent

Bei 2.4 Prozent des Volkseinkommens liegt Italiens geplante Staatsdefizit für 2019. Da sich die vorherige Regierung zum Defizitabbau verpflichtet hatte, hat die EU-Kommission das italienische Budget zurückgewiesen. Die EU ist aber in einer Zwickmühle. Verhängt sie eine Busse, wird sich die Stimmung in Italien noch stärker gegen die EU wenden. Verzichtet sie auf Sanktionen, besteht die Gefahr, dass sich auch andere Länder nicht mehr an den Stabilitäts- und Wachstumspakt halten.

### Rechtliche Hinweise

Diese Publikation wurde in Zusammenarbeit von QCAM Currency Asset Management AG und Wellerhoff & 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 Wellerhoff & 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.

