

OKTOBER 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

Das italienische Problem
bleibt

Seite 3 Die Makroperspektive

Hochkonjunktur trifft
auf expansive SNB

Seite 5 Was die Währungsmärkte bewegt

Über den Index
hinausschauen



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: 10. Oktober 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

Das italienische Problem bleibt



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

Die Finanzmärkte haben überrascht auf die italienischen Defizitpläne reagiert, nachdem sie sich zuvor von den Beschwichtigungen der Regierung einlullen liessen. Wahrscheinlich kann die Regierung die Märkte nicht nochmal beschwichtigen, aber sie versucht es dennoch.

Im Juni haben wir im *FX Monthly* gewarnt, dass Italien ein strukturelles Wachstums- und Schuldentragfähigkeitsproblem hat, das nur durch weitreichende Reformen und nicht die Agenda der neuen Regierung gelöst werden kann. Ja, die Prioritäten der 5-Sternebewegung und der Liga Nord laufen Gefahr, das Problem noch schlimmer zu machen. Das ursprüngliche Defizitziel von 2.4 Prozent des BIP für 2019-21 hat die Märkte schockiert. Um die Stimmung sowie die Ratingagenturen und die EU Kommission zu beruhigen, hat die Regierung das Defizitziel

für 2020 und 2021 auf 2.1 respektive 1.8 Prozent des BIP gesenkt. Wir meinen jedoch, dass die neuen Defizitziele nicht glaubwürdig sind und der Markt misstrauisch bleiben wird.

- Erstens gab es keine Erklärung wie etwa Ausgabenkürzungen für die reduzierten Defizite.
- Zweitens geht die Regierung davon aus, dass die Zusatzausgaben das Wachstum anfeuern und damit indirekt das Defizit begrenzen werden. Das erscheint unwahrscheinlich, da die neuen Massnahmen hauptsächlich aus Transferzahlungen (Frührente und Basis Einkommen) und weniger aus Steuererleichterungen und Investitionen bestehen. Auch ist das Wachstum im ersten Halbjahr bereits unter 1.0 Prozent gerutscht und Konjunkturindikatoren zeigen weiter auf Abschwung.
- Drittens verfehlen italienische Haushalte andauernd ihre Defizitziele (siehe Graphik). Der Fehler liegt im Schnitt bei 0.5 Prozent des BIP im ersten Jahr und 1.0 Prozent im zweiten Jahr. Auffällig in diesem Haushaltsentwurf sind die eher geringen Zahlen für die zusätzlichen Transferleistungen – Markteinschätzungen liegen bei etwa dem Doppelten.

Marktzugang wird eng

Wir glauben, dass das Defizit für 2019 am Ende etwa 1 Prozentpunkt höher ausfallen wird und womöglich 4 Prozent des BIP erreichen könnte. Im Gegensatz zum Haushaltsplan würde die Schuldenquote dann steigen und nicht fallen. Das sollte spätestens dann auffallen, wenn die Re-

gierung versucht zusätzliche Schulden aufzunehmen. Italiens Haushalt hat besondere Saisonbewegungen. Die Einnahmen fallen deutlich unter die Ausgaben im ersten Halbjahr, aber die Dynamik dreht sich teilweise im zweiten Halbjahr. Zur Zeit hat die Regierung keinen besonderen Finanzierungsbedarf, aber das wird sich Anfang 2019 abrupt ändern.

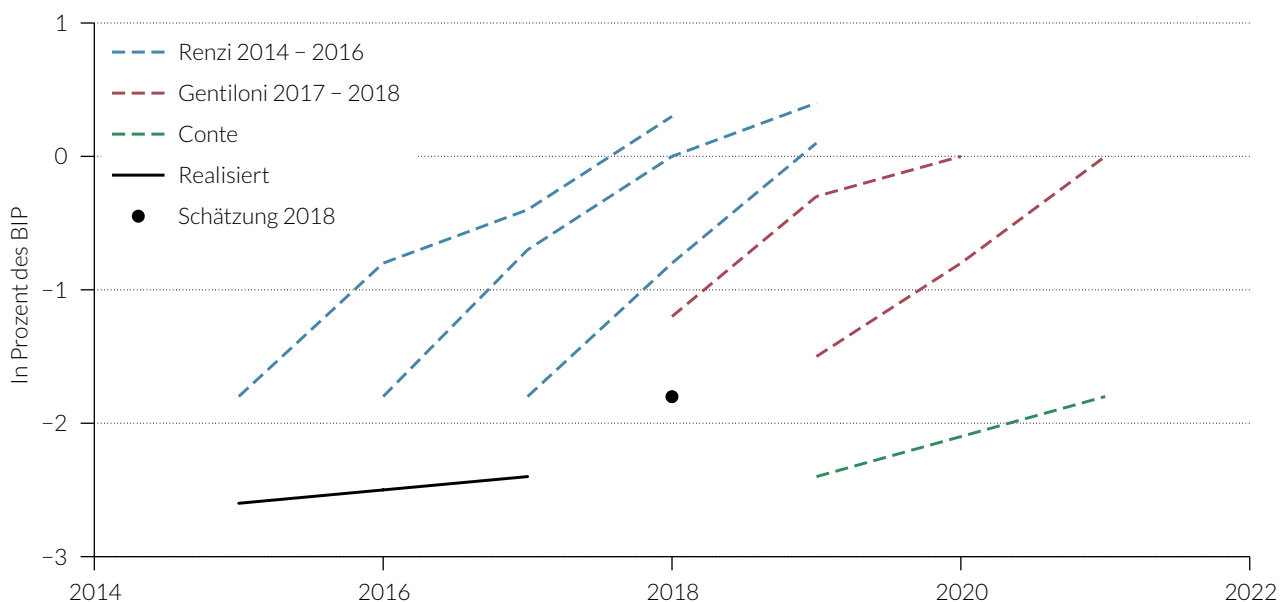
Und das wird zu einem Zeitpunkt passieren, an dem die EZB keine neuen Staatsanleihen mehr kaufen wird. Zwischen 2015 und 2017 hat die EZB zweimal so viele italienische Staatsanleihen gekauft wie die Neuverschuldung der Regierung. Dieses Jahr ist es schon deutlich weniger und 2019 wird es null sein. Einige hoffen, dass die italienischen Banken das Loch stopfen werden. Diese halten aber schon viele Staatsanleihen, ihre Überschussreserven bei der Bank von Italien sind bereits stark geschrumpft und ihre Kapitalbasis ist strapaziert. Die Banken benötigen zusätzliche Liquidität, um die Staatsschulden zu absorbieren, wie das in der Krise 2011/12

der Fall war, als die EZB zwei LTROs von insgesamt über 1000 Milliarden Euro an den Markt brachte. Das erscheint zur Zeit unwahrscheinlich. Die EZB wird nur helfen, wenn der Euro zusammenzubrechen droht und dann mit Bedingungen.

Eine Quelle anhaltender Euro-Instabilität

Wir befürchten, dass die Spannungen um Italien weiter steigen werden. Die Frage ist nur wie bald. Das heisst aber nicht, dass der letzte Akt naht. Zu viel steht für Italien und die Euro-Gruppe auf dem Spiel. Wahrscheinlicher sind wiederkehrende Eskalationen mit Kompromisslösungen, um einen Euro-Austritt und/oder Bankrott Italiens zu vermeiden, aber keine weitreichenden Reformen die zu einer anhaltenden Schulden Tragfähigkeit führen. Auch wenn es zu keinem Bruch kommt, wird Italien auf lange Sicht ein Problem bleiben. Für den Euro könnte das zu einem Handicap werden ähnlich wie das Doppeldefizit für den Dollar.

Italienisches Haushaltsdefizit: Entwürfe und Ergebnisse



Quelle: Wirtschafts- und Finanzministerium und Entwürfe der jeweiligen Regierungen, QCAM Currency Asset Management

Die Makroperspektive

Hochkonjunktur trifft auf expansive SNB

Die Schweizer Wirtschaft ist in voller Fahrt. Insbesondere die hiesige Industrie profitiert von der guten Lage der Weltwirtschaft. Trotz sinkender Kosten-Nutzen-Bilanz des Negativzinses bleibt die Schweizerische Nationalbank (SNB) aber sehr vorsichtig und vermeidet weiterhin jegliche Andeutung einer geldpolitischen Normalisierung.

Die Weltwirtschaft ist weiterhin mit zügigem Tempo unterwegs. Weder Turbulenzen in einzelnen Schwellenländern, noch der von den USA gesuchte Handelsstreit, noch die Unsicherheiten rund um den *Brexit* haben bisher zu relevanten Bremsspuren geführt. Die vorlaufenden Indikatoren sind zwar leicht gesunken, deuten aber immer noch Wachstum auf hohen Niveaus an.

Von der guten Weltkonjunktur profitiert auch die Schweiz. Ihrer Wirtschaft geht es ausgezeichnet. Gemäss den revidierten Zahlen des Bundesamtes für Statistik wuchs die Schweizer Volkswirtschaft bereits im Jahr 2017 mit 1.6 statt den bisher geschätzten 1.1 Prozent. Im ersten Halbjahr 2018 beschleunigte sich dieses Wachstum weiter. Mit 1.0 und 0.7 Prozent wurden aussergewöhnlich hohe Quartalswachstumsraten verzeichnet. Im Vergleich zum Vorjahr wuchs die Wirtschaft im 2. Quartal um 3.4 Prozent. Insbesondere für die Schweizer Industrie ist die gute Auslandsnachfrage von grossem Nutzen.

Kleinere Schwankungen des Wechselkurses ohne Auswirkungen

Angesichts der weiterhin sehr expansiven Geldpolitik und dem guten globalen Umfeld spricht nichts gegen ein wei-

teres Wachstum deutlich über Trend. Gleich hohe Zahlen wie im ersten Halbjahr sind gemäss den vorlaufenden Indikatoren aber nicht zu erwarten (vgl. Abbildung). So haben sich beispielsweise die Exporte im Sommer auf hohem Niveau stabilisiert. Zusätzlich kann sich der politisch heisse Herbst in Europa mit dem ungewissen Ausgang der Verhandlungen zum italienischen Staatshaushalt und dem *Brexit* auf den Frankenkurs auswirken. Der Einfluss des Wechselkurses auf die Wirtschaftsentwicklung darf allerdings nicht überschätzt werden. Schwankungen im Rahmen von einigen Prozenten, wie sie in den letzten Monaten zu beobachten waren, schlagen bei Schweizer Unternehmen nur bis zur Marge und nicht der Produktion durch. Die allermeisten Unternehmen sind so aufgestellt, dass sie auch mit Euro-Franken-Kursen unter 1.10 leben können.

Die SNB bleibt expansiv

Trotz der sehr positiven Entwicklungen der Wirtschaft macht die SNB keine Anstalten, an ihrer geldpolitischen Ausrichtung etwas zu ändern. Sie lässt den Negativzins auf den Guthaben, die Banken bei ihr halten, unangetastet. Auch ist sie weiterhin bemüht, mit ihrer Kommunikation den Franken zu schwächen. Sie stellt darum die gute Lage der Schweizer Wirtschaft bewusst unter den Scheffel. Eigentlich kann bei aller Schätzunsicherheit konstatiert werden, dass die Produktionslücke geschlossen und vermutlich sogar positiv ist. Auf dem Arbeitsmarkt herrscht schon seit längerer Zeit Vollbeschäftigung. Im August lag die saisonadjustierte Arbeitslosenquote bei 2.6 Prozent. Nicht nur auf dem Immobilienmarkt, sondern

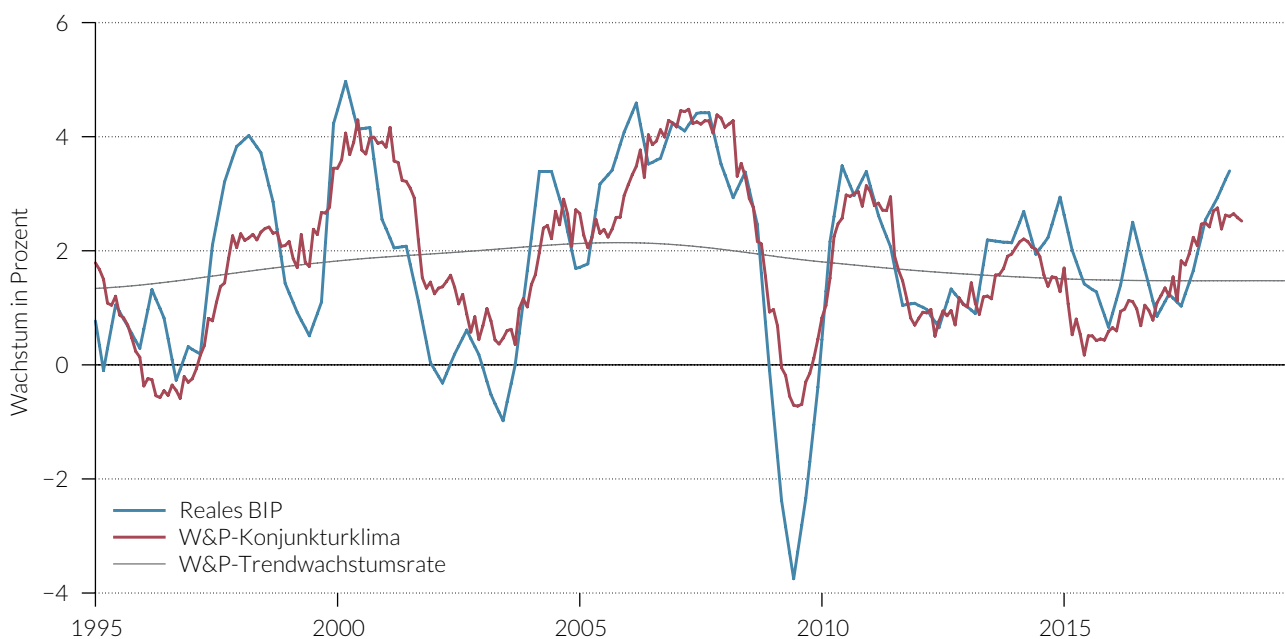
auch in anderen Teilen der Wirtschaft sollten Überhitzungserscheinungen damit zum Thema werden. Wie wir aus den Entwicklungen anderer Länder wissen, reagiert die Inflation in diesem Zyklus aber nicht sehr sensitiv auf ausgelastete Kapazitäten. Zusätzlich wird die jüngste Aufwertung des Frankens Abwärtsdruck auf die Inflation ausüben. Dementsprechend revidierte die SNB auch ihre bedingte Inflationsprognose im September in der mittleren Frist nach unten. Aufgrund der Inflationsentwicklung wird die SNB vermutlich also nicht allzu schnell die Zinsen anheben müssen.

Renditeigenschaften die Gefahr einer Korrektur besteht. Sie regt deshalb weitere Regulierungen in diesem Bereich an. Helfen würden aber auch steigende Zinsen, um Anlagen ausserhalb des Immobiliensektors attraktiver zu machen. Auch die von Rentabilitätsproblemen geplagte, systemrelevante *PostFinance* würde von solchen steigenden Zinsen profitieren. Eine Erlaubnis zur Hypothekervergabe, wie vom Bundesrat vorgeschlagen, hätte dann weniger Dringlichkeit und müsste nicht im Umfeld eines bereits erhitzten Immobilienmarktes erfolgen.

Der Nutzen des Negativzinses sinkt

Eher scheint es realistisch, dass sie auf die sinkende Kosten-Nutzen-Bilanz der Negativzinsen reagieren wird. Der Nutzen verschwindet immer mehr. Die Wirtschaft kann mit den aktuellen Wechselkursniveaus offensichtlich sehr gut umgehen. Die Kosten für Banken, Finanzstabilität, Sparer und Vorsorgesystem bleiben aber weiterhin vorhanden. Die SNB betont selber, dass insbesondere bei

Hochkonjunktur in der Schweiz



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Was die Währungsmärkte bewegt

Über den Index hinausschauen

Der anhaltende Druck auf Schwellenlandwährungen hat die altbekannte Diskussion über die fundamentale Stabilität der aufstrebenden Wirtschaften wieder angefeuert. Letztendlich sind mit schwachen Währungen netto Kapitalausflüsse assoziiert. Doch wir finden, dass obwohl die momentane Schwäche der meisten Schwellenlandwährungen teilweise gerechtfertigt ist, die meisten Sorgen übertrieben und temporär sind.

Ein wichtiger Bestandteil der derzeitigen Schwächephase von Schwellenlandwährungen ist von zyklischer Natur. Während die USA den Schwellenländern nach der Finanzkrise konjunkturell hinterher hinkten, haben die Amerikaner sie mittlerweile überholt und wachsen nun deutlich über Trend. Gründe für diesen Wachstumsschub sind wohl in der immer noch lockeren Geldpolitik der *Fed*, den jüngsten Steuersenkungen und dem einhergehenden fiskalen Stimulus zu finden. Im Gegensatz dazu hat sich die Wirtschaftsdynamik in den Schwellenländern jüngst verlangsamt. Diese wachsen derzeit etwa auf Trend. Darüber hinaus kriegen jene Schwellenländer, welche von der Finanzierung durch Fremdkapital abhängig sind, nun mit steigenden US-Zinsen Gegenwind. Sowohl das Wachstumsdifferenzial als auch die amerikanische Zinsentwicklung machen den Schwellenländern nun schon seit einiger Zeit zu schaffen.

Den langfristigen Trend nicht vergessen

Doch auch wenn sie für den Moment etwas schwächer dastehen, sollte man die längerfristige Entwicklung nicht

aus den Augen verlieren. Wie die Grafik zeigt, ist der Anteil der Schwellenländer am weltweiten Volkseinkommen von 14 Billionen USD im Jahr 2006 auf 32 Billionen USD 2017 gestiegen. Das entspricht einer Veränderung von 27 auf 40 Prozent. Trotz einer der schwersten globalen Rezessionen konnten die Schwellenländer ihren Anteil an der Weltwirtschaftsleistung um ganze 13 Prozentpunkte steigern.

In dieser Hinsicht war für sie die Finanzkrise also nicht völlig schlecht. Relativ gesehen schnitten die Schwellenländer sogar ziemlich gut ab. Man darf die momentane Schwächephase ihrer Währungen also ruhig in Verhältnis zur langsamen Erholung in den USA setzen, welche nun stark an Schwung gewonnen haben.

Vielfältiges Universum, künstliche Zusammensetzung

Wir wissen, dass Schwellenländer aus vielen, sehr unterschiedlichen Ländern bestehen, von denen manche hohe Sparquoten und Leistungsbilanzüberschüsse haben und andere tiefe Sparquoten und chronische Leistungsbilanzdefizite. Wirtschaften, die eher in erstere Gruppe passen, können in unsicheren Finanzmärkten von ihrem angesparten Kapital zehren und sind dementsprechend resistenter. Länder, die in die zweite Gruppe fallen, haben es da schon schwerer. Zu ihnen gehören von den grösseren, liquideren Märkten Brasilien, Indien, Indonesien, Mexiko, Südafrika und die Türkei.

Der künstliche Zusammenhang zwischen diesen Wirtschaften wird derzeit durch das vermehrte Interesse an passiven, indexorientierten Produkten verstärkt. Fundamental gesehen besteht jedoch kein offensichtlicher

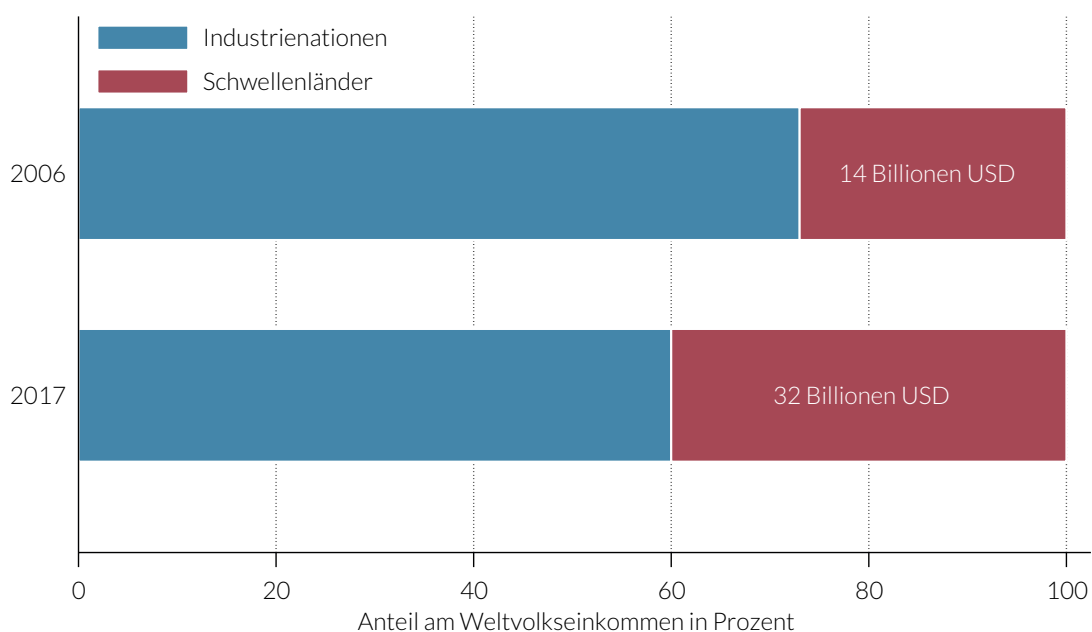
Grund, warum die Schwäche des argentinischen Pesos auf die türkische Lira, dann auf den russischen Rubel und noch auf den südafrikanischen Rand überspringen sollte. Doch wenn die meisten Anleger die gleichen Währungen in ihren Benchmarks halten, wird es Zeiten geben, in denen die liquidesten Währungen schwer getroffen werden. Wer es sich also leisten kann von solch herkömmlichen Vergleichsindizes abzuweichen, sollte dies durchaus in Betracht ziehen.

al besitzen. In einer vorherigen Ausgabe des *FX Monthly* haben wir eine ähnliche Entwicklung bei der türkischen Lira festgestellt. Natürlich hat sich auch die makroökonomische Situation in der Türkei verschlechtert. Unter Zinsen, die dermassen hoch sind, wird die Wirtschaft leiden. Gleichzeitig sind sie allerdings unerlässlich, um die türkische Währung wieder näher an ihre Kaufkraftparität zu bringen.

Zeiten ändern sich

Während schwächere Währungen natürlich ein Anzeichen von netto Kapitalabflüssen sind, sollte man im Hinterkopf behalten, dass sie (langfristig gesehen) der Zahlungsbilanz einer Wirtschaft helfen. Wir sollten also erwarten, dass jene Währungen, die relativ zu ihrer Kaufkraftparität stark unterbewertet sind, heute weniger Abwertungsrisiko mit sich tragen als zu Zeiten, in denen sie noch näher ihrer Kaufkraftparität handelten. Im Umkehrschluss bedeutet das also, dass sie mehr Gewinnpotenzi-

Das Gewicht der Schwellenländer am Weltvolkseinkommen steigt



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Konjunkturklima

Auch im zweiten Halbjahr bleibt in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften das konjunkturelle Bild soweit positiv. So verbesserte sich die Lage an den nationalen Arbeitsmärkten in den letzten Monaten weiter, wobei neben erfreulichen Zahlen zur Beschäftigung auch vermehrt Anzeichen stärkeren Lohndrucks zu beobachten waren. Auf Seite der Unternehmen erhöhte sich die Auslastung der Produktionskapazitäten erneut. Gestützt wurde die Investitionskonjunktur von den anhaltend günstigen Finanzierungsbedingungen, welche die Unternehmen nach wie vor zu Investitionen animiert.

Der konjunkturelle Ausblick für die nächsten Quartale wird derweil von Unsicherheiten begleitet. Risiken sind vor allem im Aussenhandel zu verorten, der in einzelnen Volkswirtschaften für einen schwachen Wirtschaftsgang in der Industrie sorgt. Noch immer scheint eine Lösung im Handelsstreit zwischen China und Amerika in weiter Ferne zu sein, was mittlerweile zusehends auf das globale Exportklima drückt. Darüber hinaus besitzen der nahende *Brexit* und die Budgetverhandlungen in Italien noch das Potenzial, deutliche konjunkturelle Brems Spuren zu hinterlassen. Spürbar negative Effekte auf die Stimmungsdaten sind aber vorerst keine erkennbar.

Überblick

	Trend- wachstum ¹	Reales BIP-Wachstum ²				W&P-Konjunkturklimaindikatoren ³			
		Q4/2017	Q1/2018	Q2/2018	Q3/2018	6/2018	7/2018	8/2018	9/2018
USA	1.7	2.5	2.6	2.9	-	4.0	3.4	4.1	4.3
Eurozone	1.0	2.7	2.4	2.1	-	3.1	3.1	3.0	2.9
Deutschland	1.4	2.8	2.0	2.0	-	3.4	3.6	3.6	3.5
Frankreich	0.7	2.8	2.2	1.7	-	2.3	2.3	2.2	2.0
Italien	0.2	1.6	1.3	1.2	-	1.7	1.7	1.5	1.5
Spanien	1.6	3.1	2.8	2.5	-	3.0	2.7	2.6	2.4
Grossbritannien	1.8	1.4	1.1	1.2	-	2.5	2.7	2.8	2.6
Schweiz	1.5	2.5	2.9	3.4	-	2.6	2.6	2.6	2.5
Japan	0.4	2.0	1.1	1.3	-	2.7	2.7	2.7	2.6
Kanada	1.6	3.0	2.3	1.9	-	1.7	1.7	1.5	1.7
Australien	2.4	2.4	3.2	3.4	-	3.3	3.3	3.2	3.0
Brasilien	1.4	2.1	1.2	1.0	-	0.2	0.6	0.9	0.8
Russland	0.1	0.9	1.3	1.9	-	-0.5	-1.9	-1.1	-0.1
Indien	7.7	7.0	7.7	8.2	-	6.8	6.7	6.6	6.7
China	7.4	6.8	6.8	6.7	-	7.0	6.9	6.8	6.4
Industrienationen⁴	1.4	2.4	2.2	2.4	-	3.7	3.4	3.7	3.8
Schwellenländer⁴	6.0	5.5	5.7	5.6	-	5.2	5.0	4.9	4.8
Welt⁴	3.5	4.0	4.0	4.1	-	4.6	4.3	4.4	4.3

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

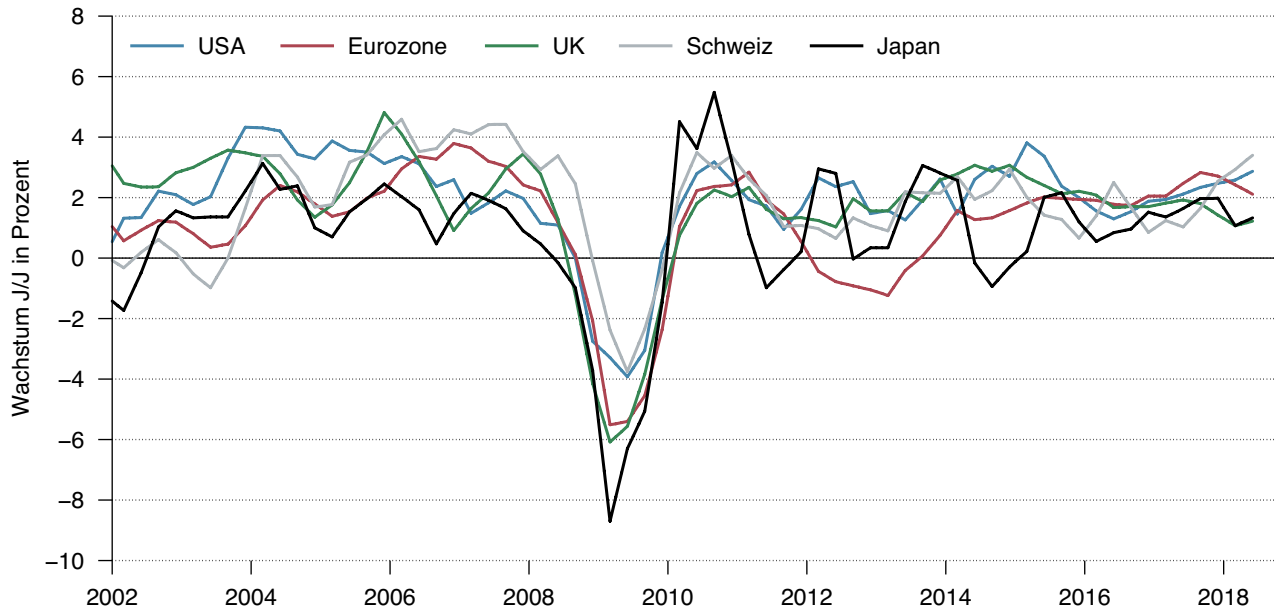
² Veränderung des realen BIP gegenüber dem Vorjahresquartal in Prozent.

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.

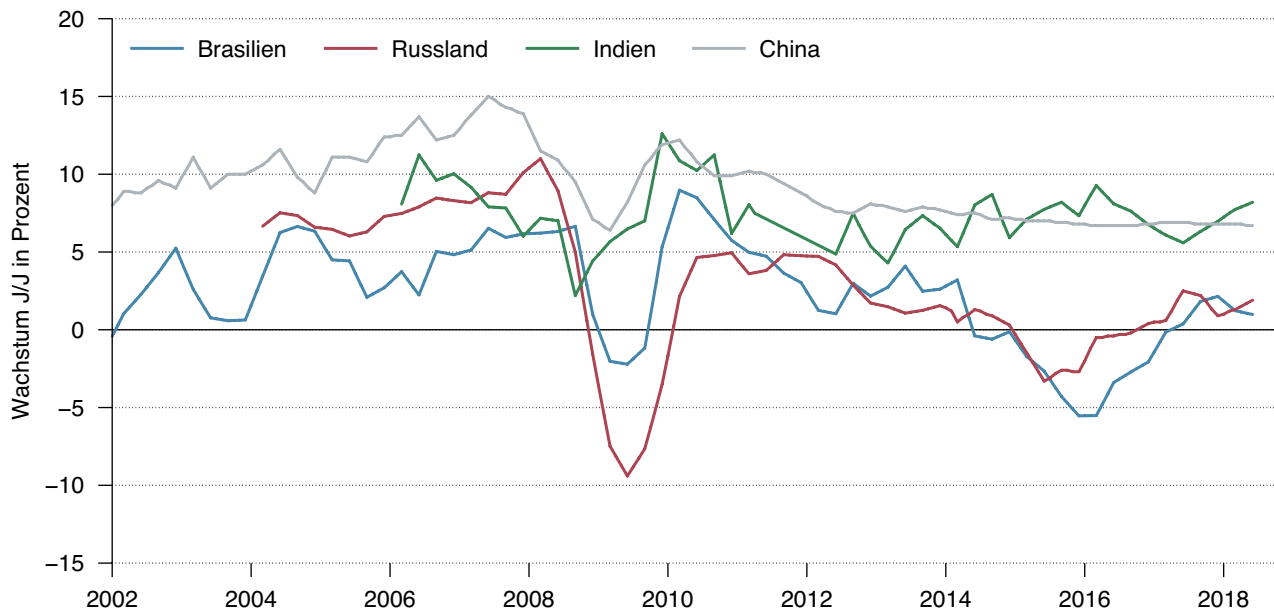
⁴ Die Aggregate werden anhand von nominalen BIP-Gewichten und Kaufkraftparitätskursen berechnet.

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

Wirtschaftswachstum Industrienationen



Wirtschaftswachstum Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

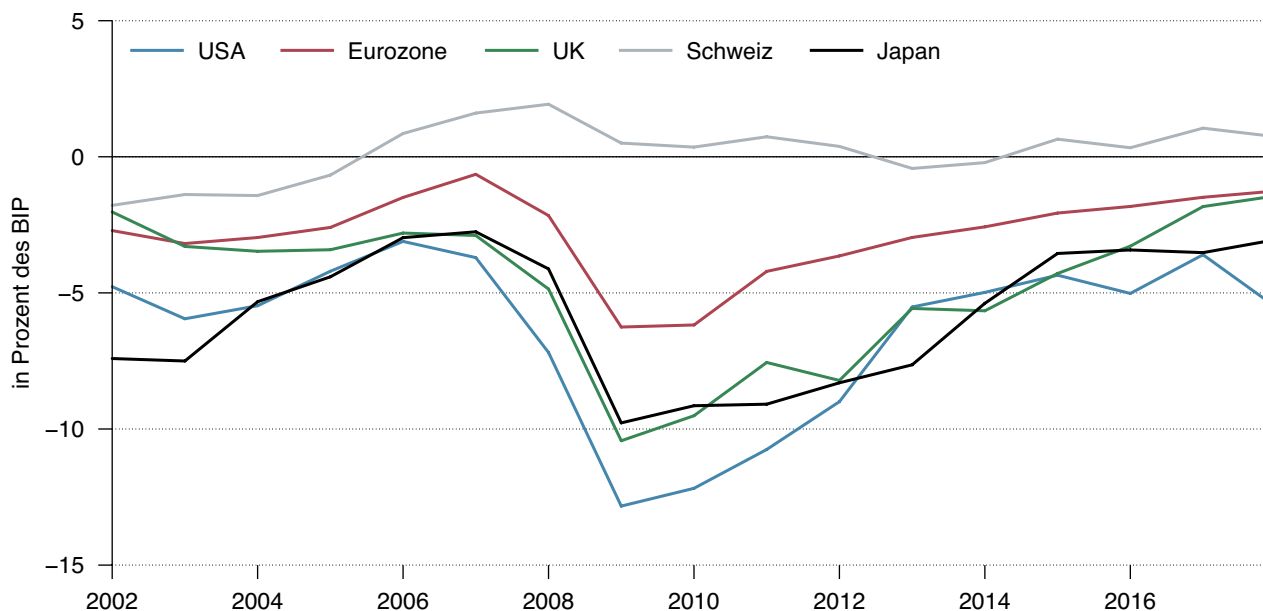
Wirtschaftsindikatoren

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	-2.3	-2.8	105.5	107.1	-4.7	-5.5	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	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	10.8
Spanien	1.7	1.7	1.5	1.7	114.4	113.5	-5.2	-2.4	21.9	15.2
Grossbritannien	3.6	3.3	-5.2	-3.1	113.4	116.8	-4.1	-1.4	5.4	2.6
Schweiz	0.9	0.8	10.0	10.7	42.8	40.8	0.3	0.7	3.2	2.4
Japan	6.3	6.0	2.5	3.7	218.9	225.5	-4.7	-3.0	3.4	2.4
Kanada	2.2	2.0	-3.1	-3.0	88.4	87.3	-0.7	-1.2	6.8	5.9
Australien	1.8	1.7	-3.4	-2.8	36.8	40.5	-2.6	-1.4	5.8	5.3
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	12.1
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	4.6

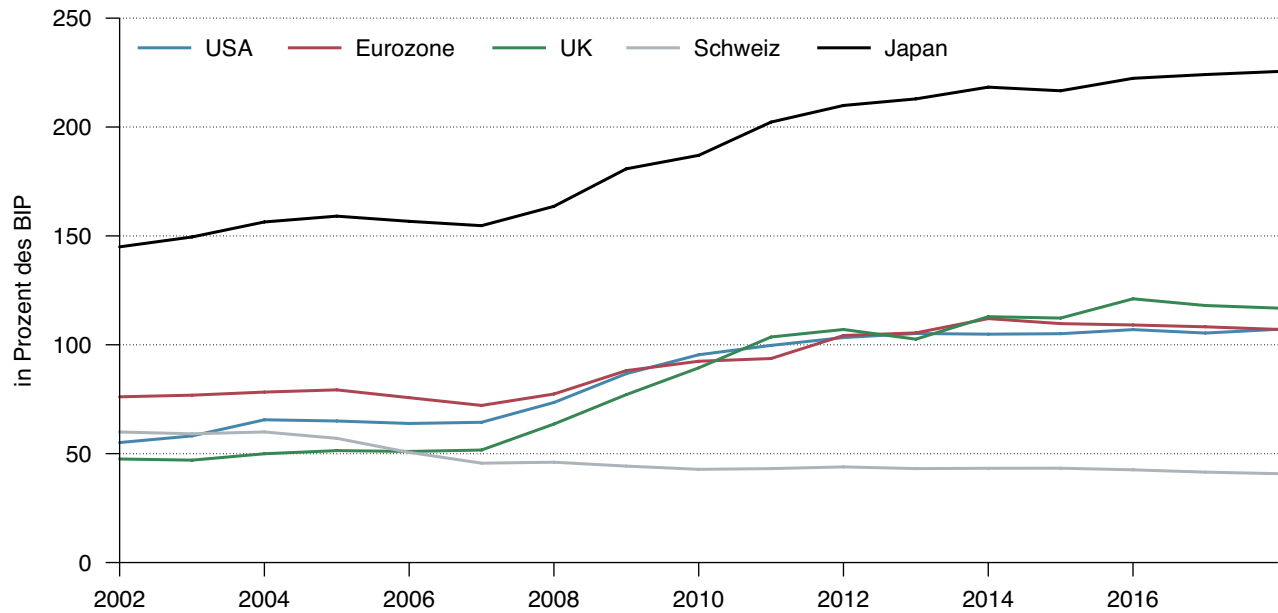
¹ In Prozent; Berechnung anhand von Marktwechsellkursen. ² In Prozent vom nominalen BIP. ³ In Prozent.

Budgetdefizit Industrienationen

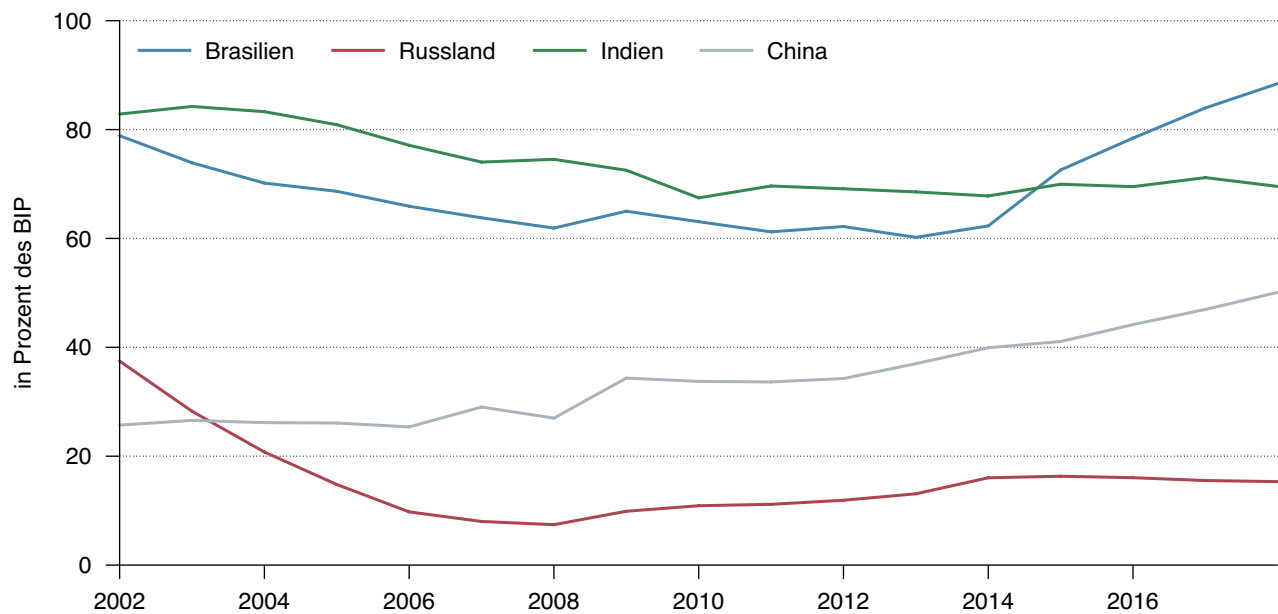


Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Staatsverschuldung Industrienationen



Staatsverschuldung Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Inflation

Grosse Überraschungen an der Inflationsfront bleiben in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften weiterhin aus. In den USA hat die Teuerung gemessen an dem von der Fed bevorzugten Konsumdeflator mittlerweile das angestrebte 2-Prozent-Ziel erreicht. Die amerikanische Notenbank hat deshalb ihren Leitzins in ihrer jüngsten Sitzung von September erwartungsgemäss um weitere 0.25 Prozentpunkte angehoben. Die Währungshüter bleiben so ihrem Versprechen einer graduellen Normalisierung der Geldpolitik treu.

In Grossbritannien bewegt sich derweil die Inflation weiter oberhalb der Zielmarke der *Bank of England* (BoE).

Mit 2.7 Prozent im Jahresvergleich hat sich die Teuerung im August gar wieder etwas beschleunigt, nachdem in den vorangegangenen Monaten dort noch ein fallender Trend zu beobachten war. Der stärkere Preisdruck von August wird voraussichtlich aber nur von vorübergehender Natur sein, da es doch sehr volatile Güter waren, die für zusätzlichen Preisauftrieb gesorgt haben. Dies dürfte vor allem auch der BoE in die Hände spielen. Bevor nicht eine definitive Entscheidung zu der zukünftigen Ausgestaltung der Handelsbeziehungen zwischen Grossbritannien und der EU steht, wird diese eine weitere Zinserhöhung möglichst umgehen wollen.

Überblick

	Ø 10 Jahre ¹	Inflation ²				Kerninflation ³			
		6/2018	7/2018	8/2018	9/2018	6/2018	7/2018	8/2018	9/2018
USA	1.5	2.9	3.0	2.7	-	2.3	2.4	2.2	-
Eurozone	1.3	2.0	2.1	2.0	2.1	0.9	1.1	1.0	0.9
Deutschland	1.2	2.1	2.0	2.0	2.3	1.7	1.5	1.5	1.7
Frankreich	1.0	2.0	2.3	2.3	2.2	-	-	-	-
Italien	1.2	1.3	1.5	1.6	1.5	0.8	0.7	0.8	0.8
Spanien	1.2	2.3	2.3	2.2	2.1	1.0	0.9	0.8	-
Grossbritannien	2.3	2.4	2.5	2.7	-	1.9	1.9	2.1	-
Schweiz	0.0	1.1	1.2	1.2	1.0	0.5	0.5	0.5	0.4
Japan	0.3	0.7	0.9	1.3	-	0.2	0.3	0.4	-
Kanada	1.6	2.5	3.0	2.8	-	1.3	1.6	1.7	-
Australien	2.2	2.1	-	-	-	1.8	-	-	-
Brasilien	6.0	4.4	4.5	4.2	4.5	3.3	3.6	3.6	-
Russland	7.8	2.3	2.5	3.1	3.4	2.3	2.4	2.6	2.8
Indien	7.5	4.9	4.2	3.7	-	-	-	-	-
China	2.3	1.9	2.1	2.3	1.5	1.9	1.9	2.0	-
Industrienationen⁴	1.4	2.3	2.4	2.3	2.3	1.5	1.6	1.6	1.6
Schwellenländer⁴	4.5	2.9	2.8	2.9	2.9	2.1	2.1	2.2	2.3
Welt⁴	2.7	2.6	2.6	2.6	2.6	1.6	1.7	1.7	1.7

¹ Durchschnittliche Jahresteuierung der Konsumentenpreise in Prozent.

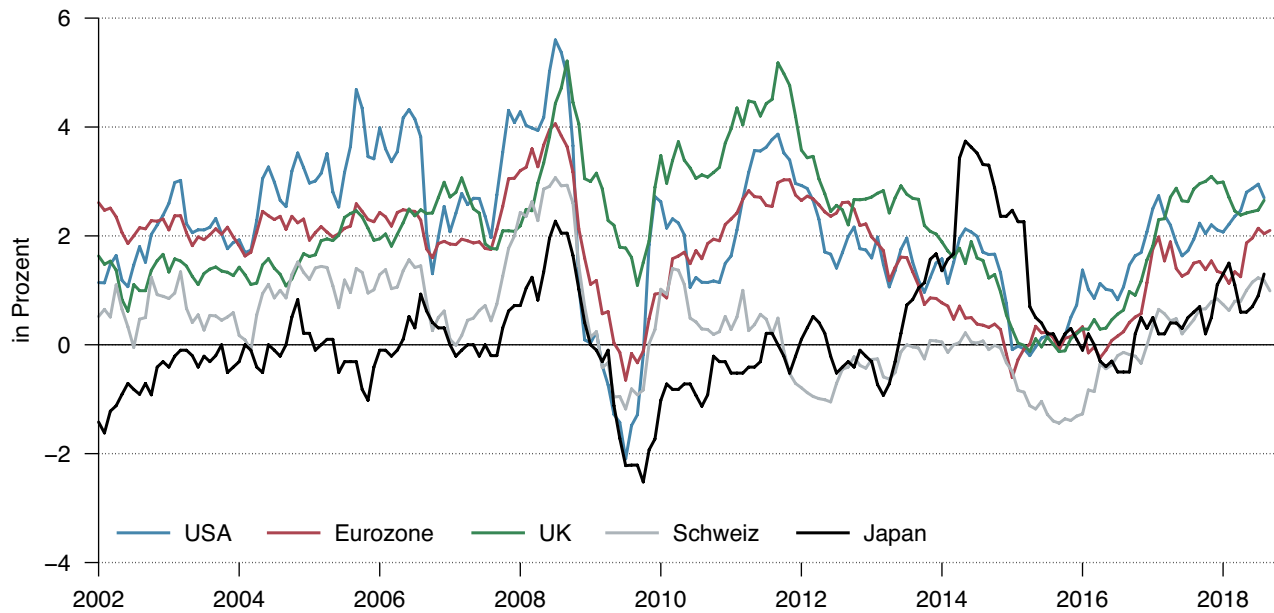
² Veränderung der Konsumentenpreise gegenüber dem Vorjahresmonat in Prozent.

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

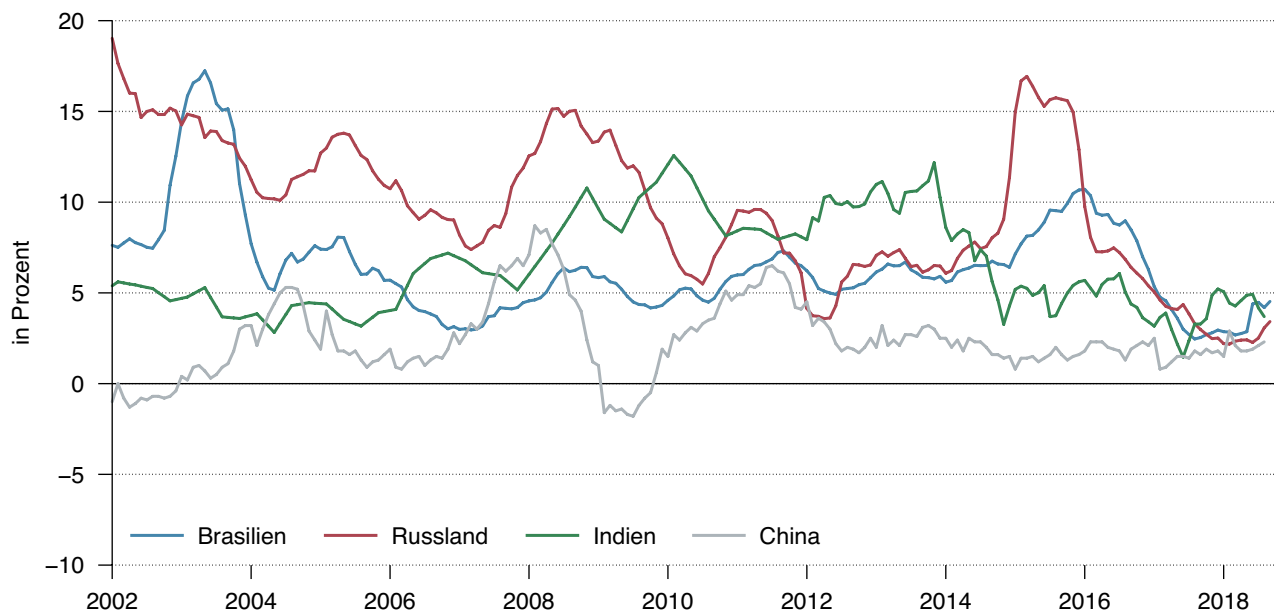
⁴ Die Aggregate werden anhand von nominalen BIP-Gewichten und Kaufkraftparitätskursen geschätzt.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Konsumentenpreisinfation Industrienationen



Konsumentenpreisinfation Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

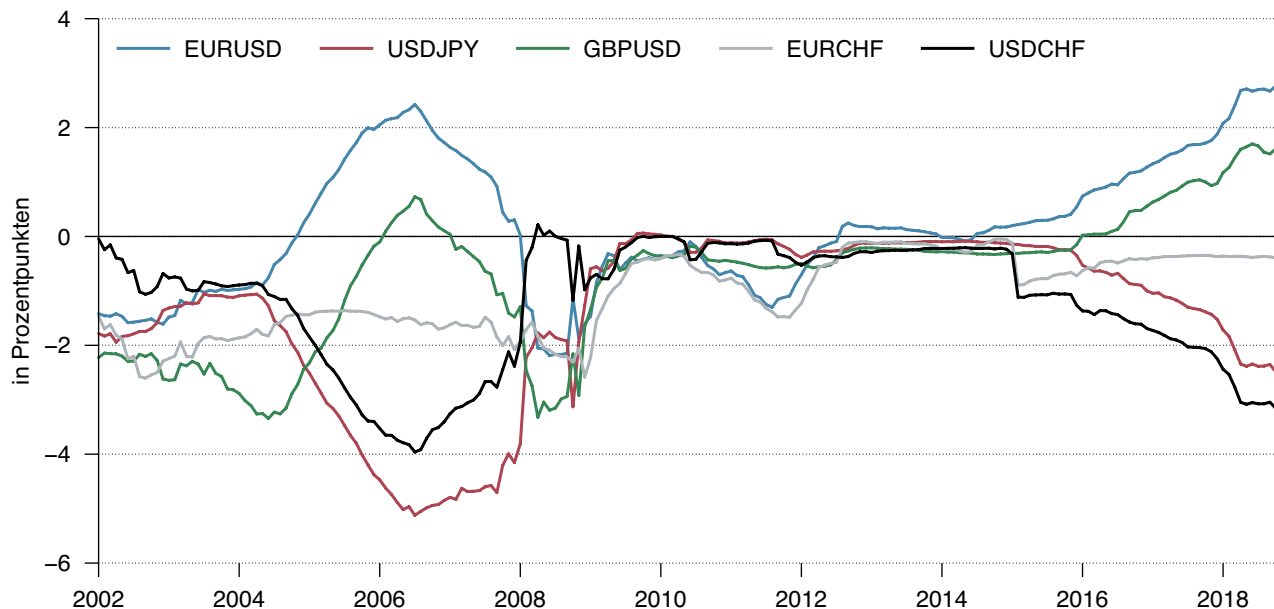
Zinsumfeld

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	1.147	2.75	1.74	1.01	0.29	3.16	2.06	1.29	0.47
USDJPY	113.2	-2.49	-1.40	-0.83	-0.53	-2.82	-1.70	-1.15	-0.80
GBPUSD	1.309	1.61	0.99	0.34	-0.07	1.87	1.07	0.44	-0.03
EURCHF	1.140	-0.40	-0.34	-0.41	-0.56	-0.32	-0.26	-0.41	-0.65
USDCHF	0.994	-3.16	-2.08	-1.42	-0.85	-3.49	-2.32	-1.70	-1.12
GBPCHF	1.301	-1.54	-1.09	-1.08	-0.92	-1.62	-1.25	-1.27	-1.15
CHFJPY	113.9	0.67	0.68	0.59	0.32	0.67	0.61	0.56	0.32
AUDUSD	0.708	0.91	-0.15	-1.02	-2.12	1.42	0.21	-0.51	-1.55
USDCAD	1.297	-0.34	0.06	0.32	0.46	-0.48	0.04	0.07	0.23
USDSEK	9.127	-2.85	-1.93	-1.04	-0.01	-3.10	-2.08	-1.23	-0.21
USDRUB	66.6	4.29	6.49	8.98	8.25	4.99	5.94	8.40	8.14
USDBRL	3.742	4.88	6.45	11.75	10.34	4.56	5.31	9.74	9.46
USDCNY	6.924	0.42	3.00	3.16	3.07	0.55	2.60	2.77	2.69
USDTRY	6.128	26.45	11.80	11.19	9.81	27.20	11.52	11.13	9.94
USDINR	74.36	7.47	7.47	8.50	7.84	4.56	4.44	6.33	5.93

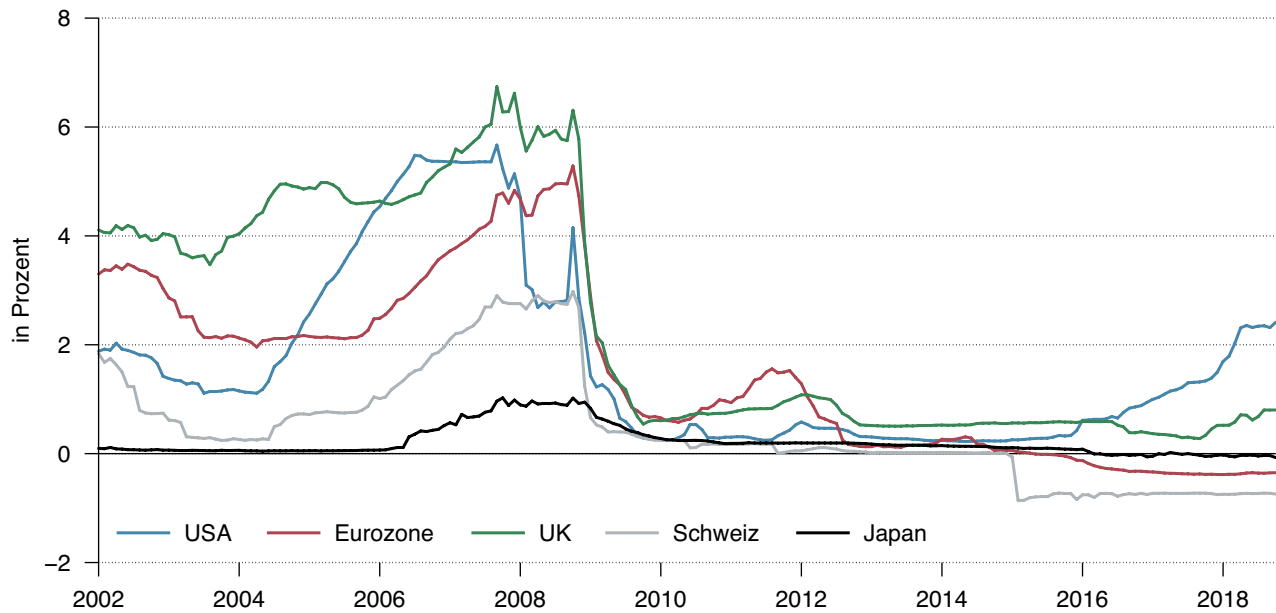
¹ Zinsen im zweiten Währungsraum abzgl. Zinsen im ersten Währungsraum; z.B. US-Dollar-Zinsen abzgl. Euro-Zinsen für EURUSD.

Zinsdifferenz

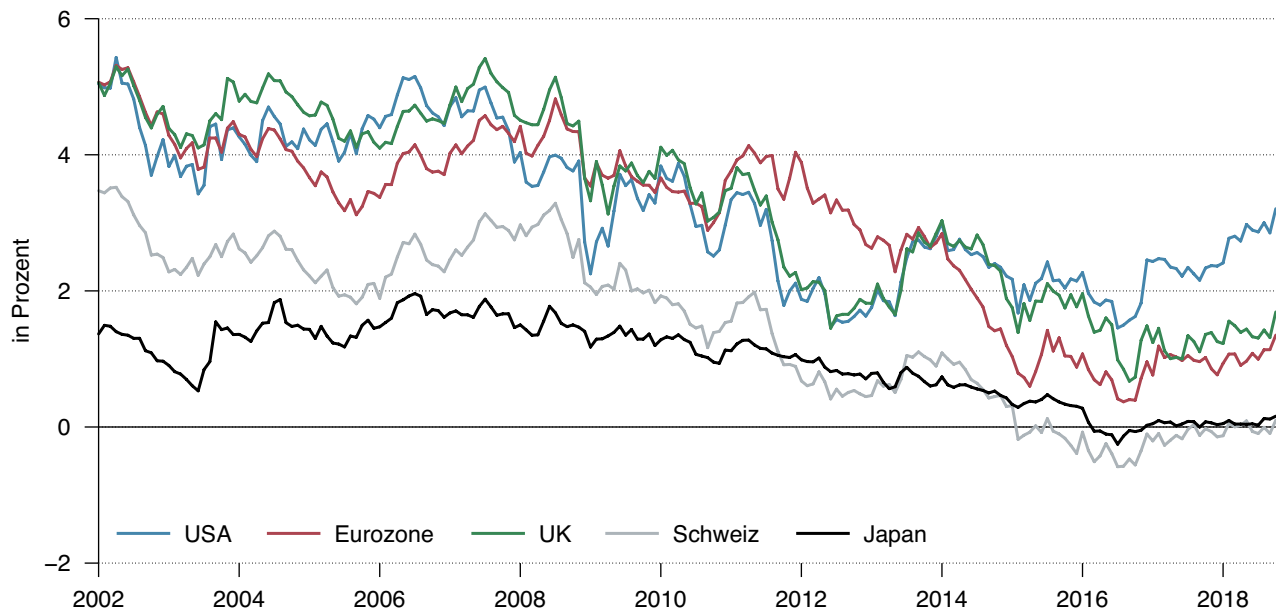


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Dreimonats-Liborsätze



Zehnjährige Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Währungsmärkte

Der Schweizer Franken hat sich im vergangenen Monat relativ schwach entwickelt. Besonders deutlich fielen die Verluste gegenüber der norwegischen und schwedischen Krone aus, gegenüber denen die Schweizer Währung fast 4 Prozent an Wert verlor. Zwar informierten mit der *Riksbank* und der *Norges Bank* gleich beide Notenbanken im September über ihre Geldpolitik, die Gründe für die jüngste Stärke der nordischen Währungen dürften aber woanders liegen. Insbesondere vom Entscheid und den Prognosen der schwedischen Währungshüter scheinen die Märkte enttäuscht worden zu sein, verlor doch die schwedische Krone im Anschluss an die Sitzung kurzzeitig an Wert.

Mit Blick auf Schwellenlandwährungen konnten gegen Ende Monat Anzeichen einer leichten Erholung beobachtet werden. Die Verluste seit Jahresbeginn fallen dennoch deutlich aus. Eine verhältnismässig leichte Abwertung zu beklagen haben die russische und südafrikanische Währung, die beide seit Januar gegenüber dem US-Dollar rund 12 Prozent im Minus stehen. Schon ausgeprägter fallen die Verluste beim brasilianischen Real aus, der sich gegenüber dem *greenback* um etwa 18 Prozent abgewertet hat. Mehr als 54 Prozent des Werts zum Dollar hat die argentinische Währung eingebüsst, die in der jüngsten Staatschuldenkrise stark unter Druck kam.

Performance und Bewertung

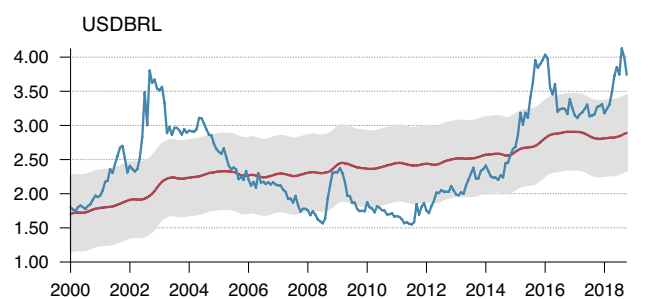
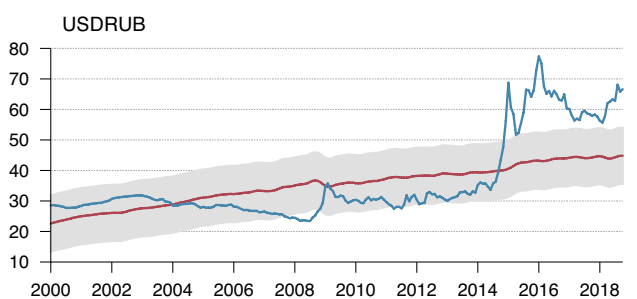
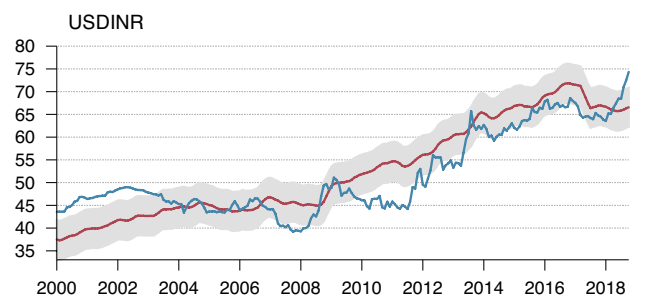
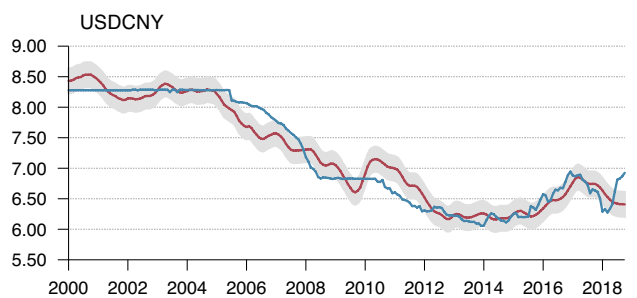
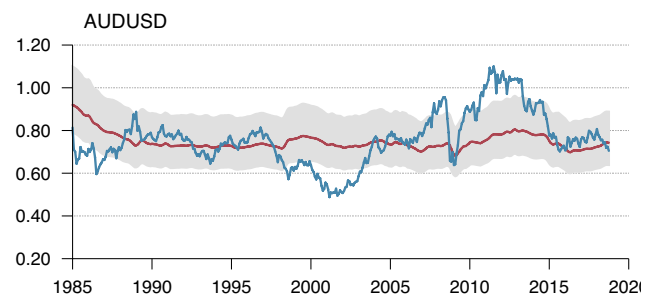
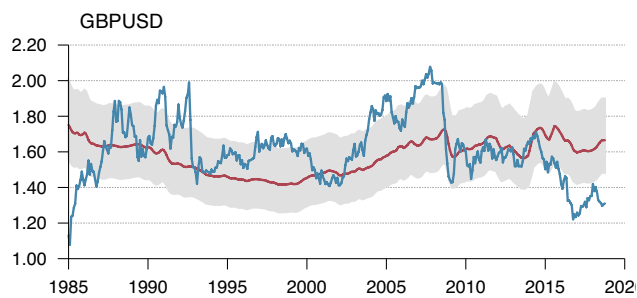
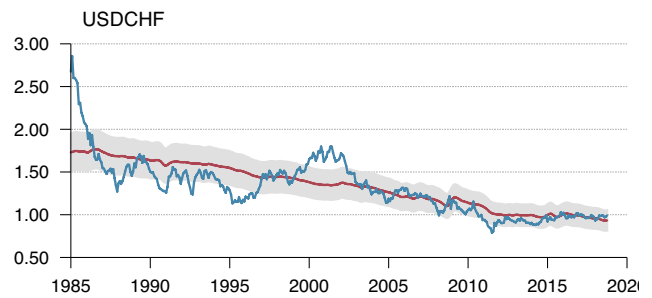
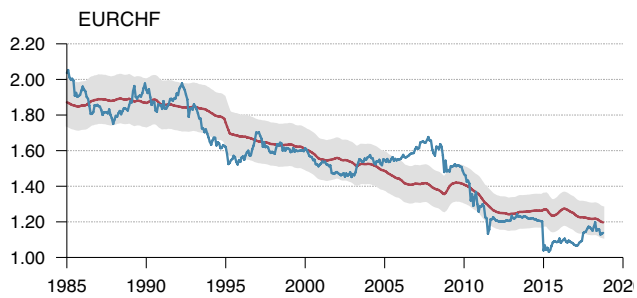
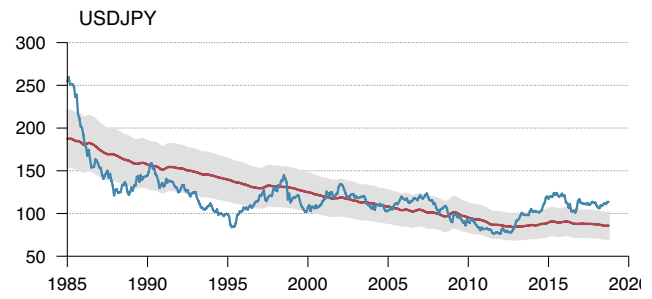
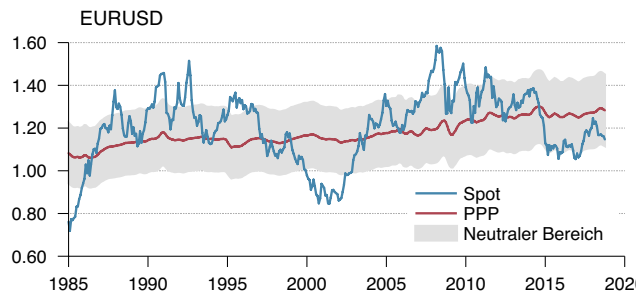
	Aktueller Wechselkurs	Performance ¹				Kaufkraftparität ²		
		YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre	PPP	Neutraler Bereich	Abweichung ³
EURUSD	1.147	-4.5	-2.1	-2.3	-15.1	1.28	1.12 - 1.45	-10.6
USDJPY	113.2	0.5	1.7	0.4	16.4	85.9	70.9 - 100.9	31.7
GBPUSD	1.309	-3.2	-1.2	-0.3	-17.8	1.66	1.48 - 1.9	-21.4
EURCHF	1.140	-2.6	-2.1	-0.9	-7.3	1.20	1.11 - 1.28	-4.8
USDCHF	0.994	2.0	0.1	1.4	9.2	0.93	0.82 - 1.05	6.5
GBPCHF	1.301	-1.3	-1.1	1.1	-10.3	1.55	1.34 - 1.77	-16.2
CHFJPY	113.9	-1.5	1.6	-1.0	6.6	92.1	77.8 - 106.3	23.7
AUDUSD	0.708	-9.5	-4.5	-8.8	-25.1	0.74	0.64 - 0.89	-4.8
USDCAD	1.297	3.5	-1.2	3.3	24.7	1.19	1.09 - 1.29	8.8
USDSEK	9.127	11.5	4.1	12.4	41.2	7.40	6.39 - 8.41	23.3
USD RUB	66.6	15.7	7.8	14.0	105.9	44.8	35.6 - 54	48.6
USDBRL	3.742	12.8	-2.7	17.7	69.5	2.89	2.34 - 3.44	29.5
USDCNY	6.924	6.3	3.9	4.5	13.1	6.41	6.21 - 6.61	8.1
USDTRY	6.128	61.6	27.3	64.1	208.7	3.75	3.4 - 4.11	63.3
USDINR	74.36	16.5	8.1	13.7	20.1	66.5	62.3 - 70.8	11.7

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

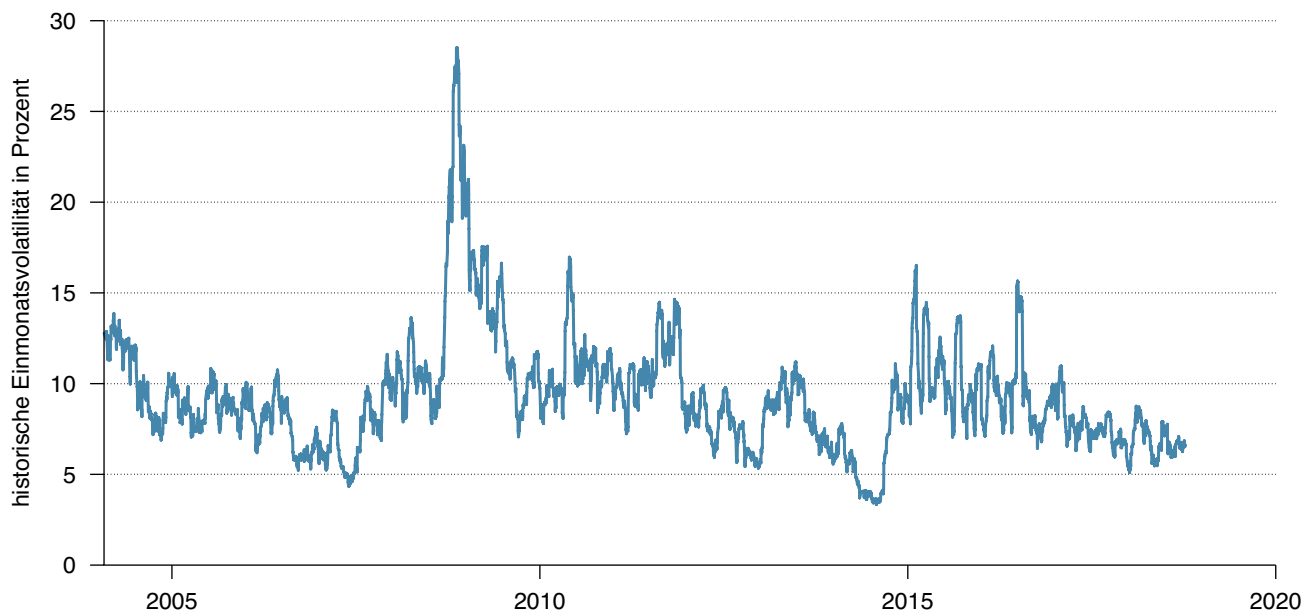
Währungsvervolatilität

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	1.147	6.7	7.5	8.4	10.3	6.9	7.8	8.6	10.7
USDJPY	113.2	5.7	7.2	9.3	10.7	6.8	8.2	9.7	11.2
GBPUSD	1.309	7.5	9.6	8.6	9.9	7.8	9.7	9.0	10.4
EURCHF	1.140	5.2	5.9	5.8	6.5	5.4	6.3	6.4	7.0
USDCHF	0.994	5.5	6.5	8.5	10.2	6.6	7.3	9.0	10.7
GBPCHF	1.301	6.9	9.0	8.8	10.0	7.4	9.4	9.2	10.6
CHFJPY	113.9	6.0	7.2	9.2	11.4	6.5	8.0	9.9	12.1
AUDUSD	0.708	8.3	8.6	9.8	12.1	8.1	9.5	10.4	12.6
USDCAD	1.297	6.6	6.9	7.9	9.5	7.2	7.4	8.2	9.9
USDSEK	9.127	8.8	9.5	9.7	12.3	9.2	10.0	10.1	12.6
USDRUB	66.6	13.0	13.6	16.7	14.9	12.7	14.2	16.9	15.9
USDBRL	3.742	18.3	17.7	15.5	15.7	14.3	15.8	15.8	16.2
USDCNY	6.924	5.1	6.0	4.1	3.3	4.2	6.1	4.9	4.7
USDTRY	6.128	44.8	25.6	13.6	13.4	26.5	26.1	14.6	14.5
USDINR	74.36	7.0	8.3	7.1	9.3	5.2	8.6	8.4	10.3

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

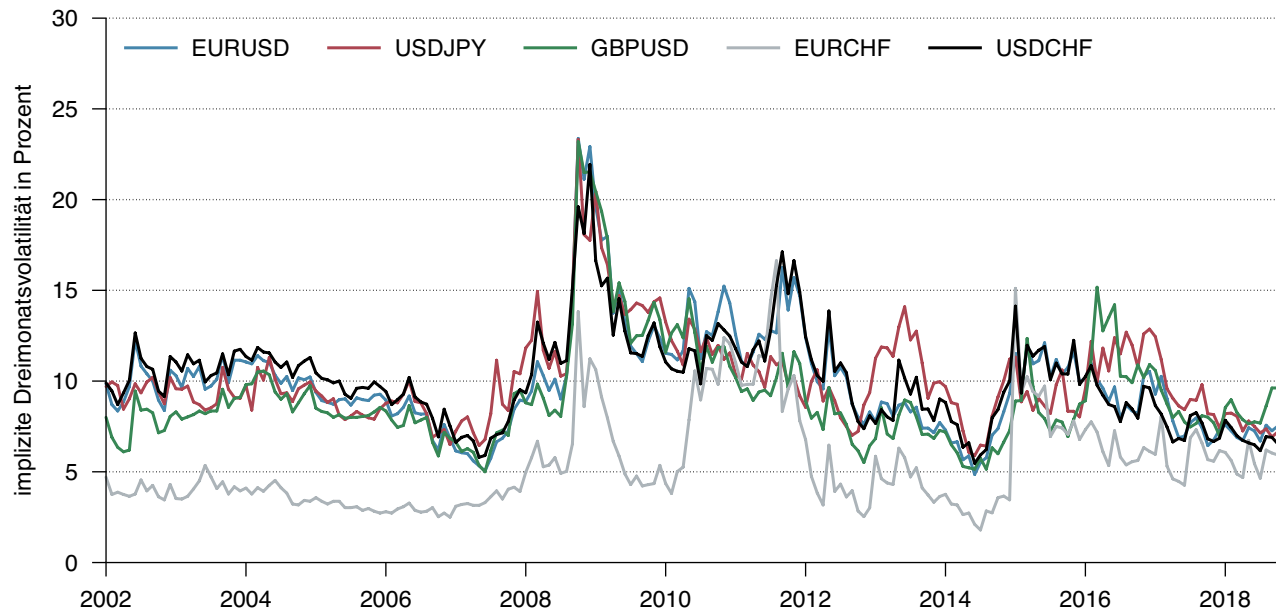
QCAM-Volatilitätsindikator³



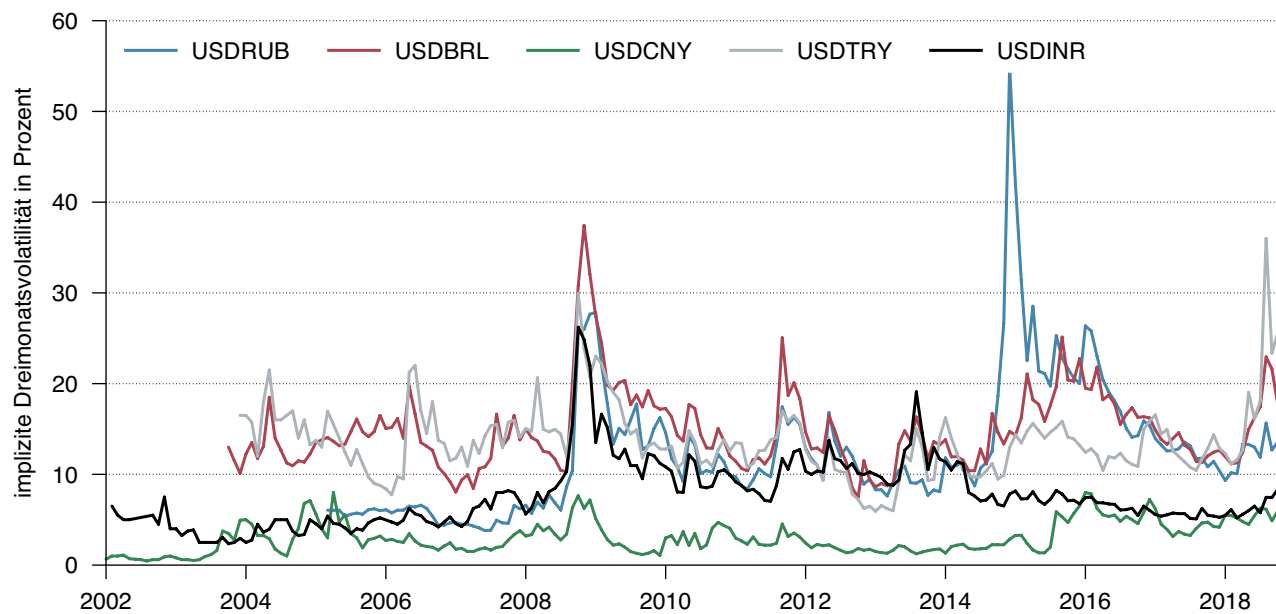
³ Der Volatilitätsindikator von QCAM bildet die Volatilität an den globalen Währungsmärkten ab; für die Berechnung wird die historische Volatilität der wichtigsten Währungspaare verwendet und mithilfe des Handelsvolumens der jeweiligen Währungspaare gewichtet.

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

Volatilität Hauptwährungen



Volatilität Schwellenlandwährungen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

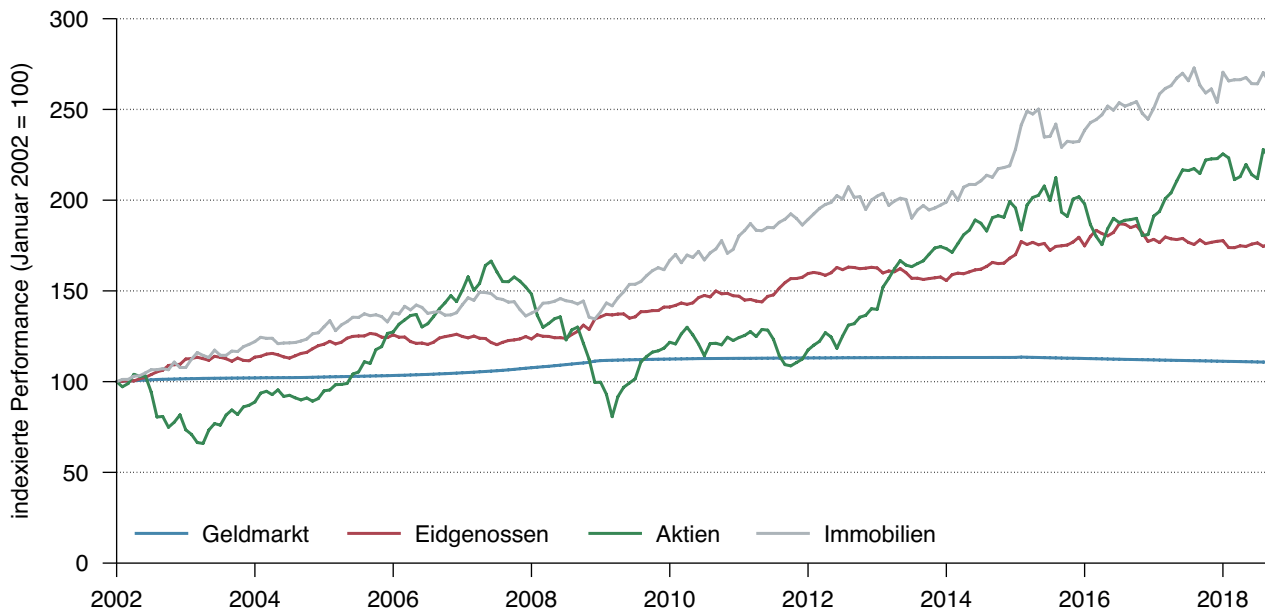
Finanzmarktumfeld

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	-0.5	-0.2	-0.7	-2.3	-0.5	-0.2	-0.7	-2.3
Eidgenossen CHF	-2.9	-1.7	-2.2	10.1	-2.9	-1.7	-2.2	10.1
Unternehmensanleihen CHF	-1.6	-0.9	-1.3	9.3	-1.6	-0.9	-1.3	9.3
Aktien Schweiz (SMI)	-1.1	3.3	0.2	34.4	-1.1	3.3	0.2	34.4
Aktien Europa (Stoxx600)	-1.2	-1.8	-1.1	41.8	-3.8	-3.8	-2.0	31.2
Aktien UK (Ftse100)	-2.6	-3.6	0.4	36.3	-3.8	-4.7	1.6	22.0
Aktien Japan (Topix)	-1.2	4.3	6.6	65.8	0.3	2.7	7.7	56.8
Aktien USA (S&P 500)	9.4	4.3	15.4	88.6	7.2	4.2	13.7	72.9
Aktien Schwellenländer	-12.1	-6.0	-7.2	12.3	-13.8	-6.1	-8.5	2.9
Aktien Welt (MSCI World)	3.7	1.6	8.8	56.7	1.7	1.5	7.3	43.6
Immobilien Schweiz	-4.7	-2.4	-0.9	32.3	-4.7	-2.4	-0.9	32.3
Immobilien Global	-1.5	-2.5	1.8	30.8	-3.4	-2.6	0.4	19.9
Rohstoffe	-1.1	4.5	3.8	-31.9	-3.0	4.4	2.3	-37.6
Rohöl (Brent)	27.3	10.6	52.5	-23.9	24.8	10.5	50.4	-30.3
Gold	-8.8	-4.7	-7.3	-8.6	-10.6	-4.8	-8.6	-16.3

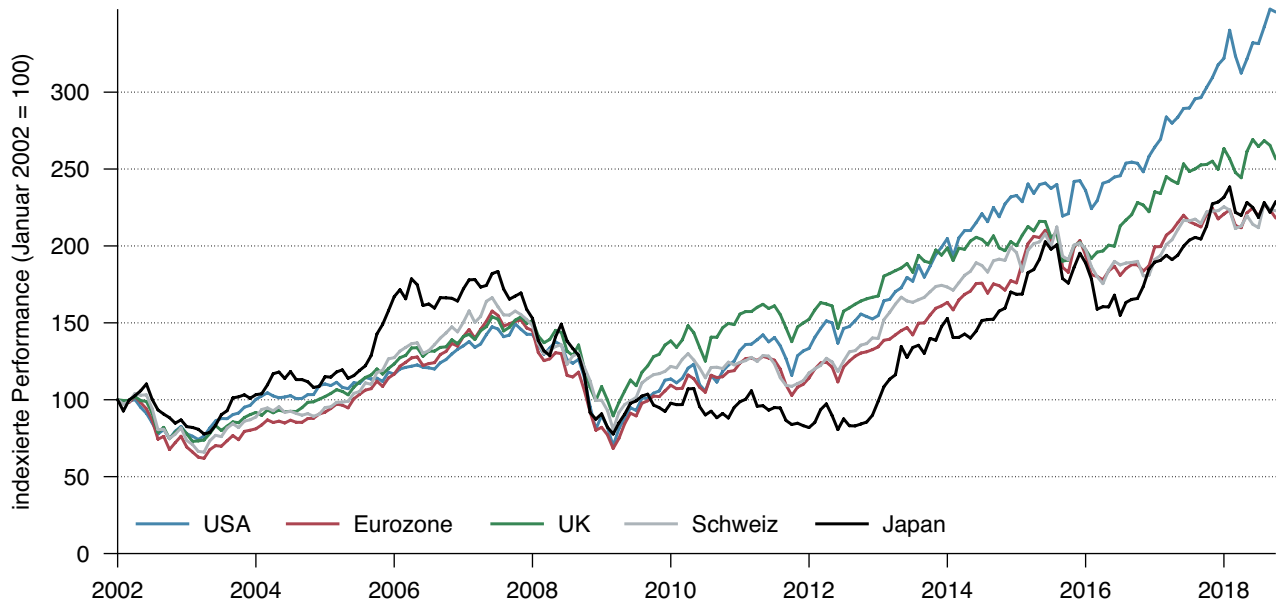
¹ Performance in Prozent für den jeweiligen Zeitraum.

Performance Schweizer Finanzanlagen

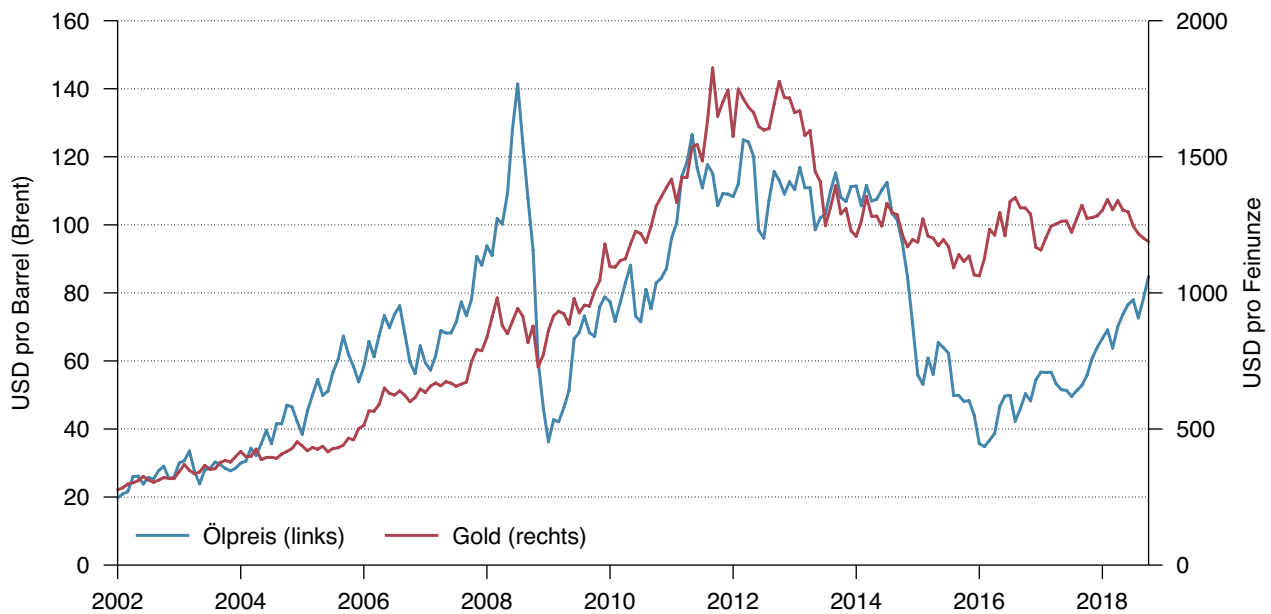


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Performance ausgewählter Aktienmärkte (in Lokalwährung)



Performance ausgewählter Rohstoffpreise

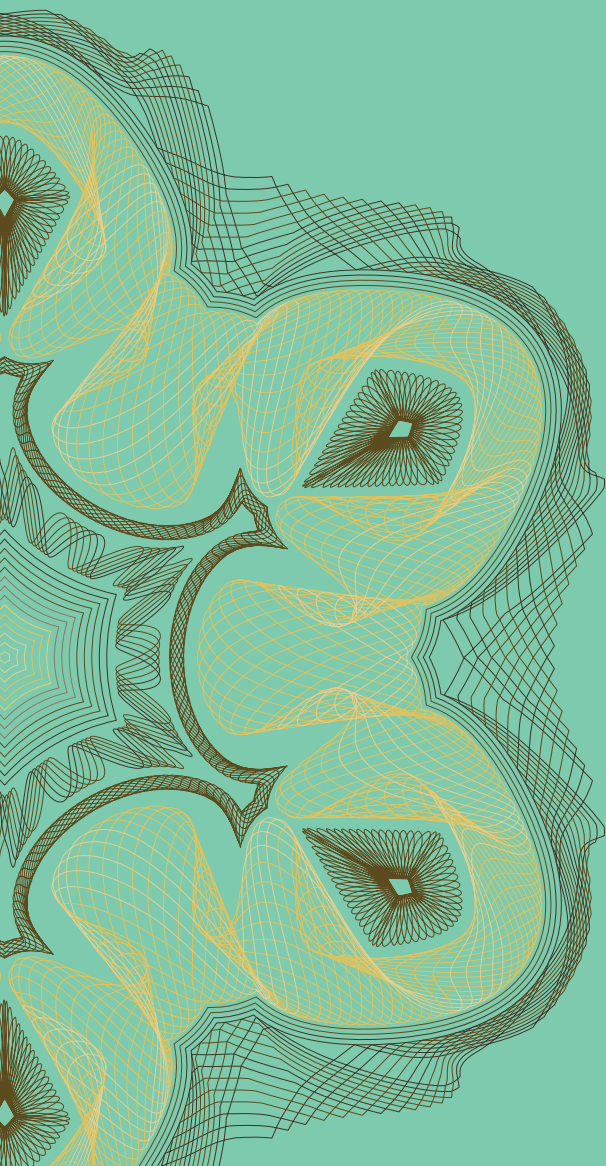


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Die Zahl des Monats

39.50 USDARS

Argentinien hat es bisher nicht geschafft, aus der Krise herauszukommen. Der Peso ist seit anfangs des Jahres gegenüber dem US-Dollar um über 50 Prozent gefallen. Die Zentralbank tut alles um den Währungszerfall zu stoppen, kämpft dabei aber gegen eine Inflation von über 30 Prozent. Kommt hinzu, dass der Zentralbankpräsident nach kurzen drei Monaten im Amt das Handtuch bereits geworfen hat und zurückgetreten ist.



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.