

FEBRUAR 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

Kryptowährungen – Eine
kurze Einführung

Seite 3 Die Makroperspektive

Die Inflation beginnt
Druck zu machen

Seite 5 Was die Währungsmärkte bewegt

Wie, kein «Greenspan-
Put»?



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. Februar 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

Kryptowährungen – Eine kurze Einführung



**Philipp von Stauffenberg, Business Development
QCAM Currency Asset Management AG**

Im Laufe der letzten sechs Monate haben sich Kryptowährungen zu einem der heissest diskutierten Themen der Finanzwelt entwickelt. Nach einem spektakulären Kursanstieg von über 3000 Prozent im letzten Jahr sowie einer heftigen Korrektur von 60 Prozent in den letzten sechs Wochen scheint es, dass dieser noch junge Markt sich einem Grossteil der Spekulanten entledigen konnte, ohne vollkommen von der Bildfläche zu verschwinden.

Unserer Meinung nach ist ein Verständnis dieser neuen Technologien aus zweierlei Gründen wichtig: Einerseits, da wir als Währungsmanager überzeugt sind, dass es wichtig ist auf dem neuesten Stand zu sein, was für die Devisenmärkte relevante Entwicklungen angeht. Andererseits sind die anhaltenden Anstrengungen, dezentrale Registerverfahren in den konventionellen Handel von Finanz-

instrumenten einzubauen, ein zweiter wichtiger Grund die zugrundeliegende Technologien dieses Marktes zu verstehen. Daher werden wir diesen Märkten zukünftig nicht nur folgen, sondern auch regelmässig unsere neuen Erkenntnisse mit Ihnen teilen. In diesem Sinne soll der folgende Artikel als eine erste Einführung in die Ideen hinter Kryptowährungen dienen.

Was sind Kryptowährungen?

Der Begriff Kryptowährungen wird allgemein zur Beschreibung einer Reihe von digitalen Tauschmitteln benutzt, die auf Kryptografie basieren. Die erste Kryptowährung «Bitcoin» wurde 2009 durch eine Person oder Gruppe unter dem Pseudonym Satoshi Nakamoto veröffentlicht. Bitcoin entstand aus der Idee, dass wir heutzutage ein neues, direktes Tauschmittel benötigen, das zwei Parteien erlaubt ohne Betrugsrisiko oder Einbezug eines Intermediärs zu handeln.

Dies soll durch eine Art kryptografischen Arbeitsnachweis erreicht werden, welcher die Sicherheit von Transaktionen gewährleistet und eine dritte, schiedsrichtende Partei überflüssig macht. Dieses Konzept wird auch «mining» genannt und verlangt, dass eine grosse Anzahl sogenannter «miner» unabhängig voneinander zu jeder Zeit eine Kopie des vollständigen Transaktionsregisters (*Blockchain*) führen, alle Transaktionen sammeln, verifizieren und auf Doppelzahlungen kontrollieren. Da diese *Blockchains* sowie alle darin festgehaltenen Transaktionen öffentlich sind und auch noch viele weitere Benutzer der Kryptowährung eine eigene Kopie dieses Registers haben, liegt die Handelsübersicht also ganz bei den Benut-

zern selbst. So entsteht folglich ein höchst dezentralisiertes und somit sicheres, aber vollkommen transparentes Tauschmittel.

Zur Zeit dieses Schreibens zählt *CoinMarketCap.com*, die grösste Datenbank zur Verfolgung von Kryptowährungen, 1527 unterschiedliche Kryptowährungen, wovon 142 eine Marktkapitalisierung von über 100 Millionen US-Dollar aufweisen. Insgesamt kommen alle 1527 Kryptowährungen auf eine akute Kapitalisierung von 418 Milliarden Dollar. Dabei sollte jedoch nicht ausser Acht gelassen werden, dass der Handel mit Kryptowährungen von einigen wenigen dominiert wird (siehe untenstehende Tabelle). Mit Bitcoin als der grössten und ältesten Kryptowährung machen die zehn grössten über 80 Prozent der gesamten Marktkapitalisierung und über 60 Prozent des täglichen Handelsvolumens aus.

Der Markt für Kryptowährungen

Wie in konventionellen Devisenmärkten können Kryptowährungen direkt und durch organisierte Transaktionen gekauft und verkauft werden. Dies geschieht hauptsächlich auf einer Vielzahl digitaler Handelsplätze, welche sich in Liquidität, Angebot, zugrundeliegender Technologie, Kosten, Regulierungen und Grad der Anonymität unterscheiden. Die meisten dieser Handelsplätze bieten zwischen 50 und 100 Währungspaare zum Handel an, wobei aber meistens

nur eins oder zwei davon den Tausch in eine konventionellere Währung ermöglichen. Diese sind meistens der US-Dollar, der koreanische Won oder der japanische Yen.

Ähnlich wie die meisten gewöhnlichen Handelsplätze handelt man dort mit sogenannten öffentlichen «central limit order books» und sieht sich mit Kosten von 0.2 bis 2.0 Prozent pro Transaktion konfrontiert. Bis jetzt hat sich jedoch noch kein primärer Marktplatz für Kryptowährungen entwickelt. Momentan gibt es laut *CoinMarketCap.com* 184, wovon die grössten zehn in letzter Zeit ein tägliches gemeinsames Handelsvolumen von über acht Milliarden Dollar aufweisen. Damit stellen sie etwa 50 Prozent des gesamten täglichen Handelsvolumens von an diesen Märkten gehandelten Kryptowährungen.

Weitere Informationen

Dem interessierten Leser empfehlen wir die ursprünglichen Veröffentlichung «Bitcoin – A Peer-to-Peer Electronic Cash System» von Satoshi Nakamoto. Darin findet sich eine Beschreibung der fundamentalen Ideen von Kryptowährungen. Ausserdem bieten die Websites *CoinMarketCap.com* oder *Blockchain.info* verlässliche Auskunft über aktuelle Wechselkurse, Marktkapitalisierungen und Handelsvolumen. In einem der nächsten *FX Monthlys* werden wir uns den spezifischen Problemen zuwenden, vor welche die *Blockchain*-Technologie den reibungslosen Handel stellt.

Die zehn grössten Kryptowährungen					
Name	Gründung	Market Cap. ¹	zum USD	1 Jahr	1 Monat
Bitcoin	2009	145'713	\$8'641.30	767.39%	-36.30%
Ethereum	2015	82'579	\$846.19	6'484.15%	-35.50%
Ripple	2012	40'515	\$1.04	16'848.74%	-43.74%
Bitcoin Cash	2017	21'045	\$1'240.49	-	-49.88%
Cardano	2017	9'480	\$0.37	-	-54.78%
Litecoin	2011	8'722	\$158.01	4'352.13%	-28.82%
Neo	2014	7'269	\$111.83	-	-27.53%
Stellar	2014	7'053	\$0.38	22'030.99%	-34.51%
EOS	2017	6'032	\$9.05	-	-35.10%
IOTA	2016	4'932	\$1.77	-	-49.19%

¹ Marktkapitalisierung in Mio. US-Dollar

Die zehn grössten Kryptobörsen			
Name	Ort	Titel	Website
OKEx	Hong Kong	431	www.okex.com
Binance	Tokio	267	www.binance.com
Upbit	Südkorea	213	www.upbit.com
Bithumb	Südkorea	12	www.bithumb.com
Bitfinex	Hong Kong	103	www.bitfinex.com
Huobi	Peking	190	www.huobi.com
Kraken	San Francisco	45	www.kraken.com
Bittrex	Seattle	262	www.bittrex.com
GDAX	San Francisco	12	www.gdax.com
HitBTC	Hong Kong	437	www.hitbtc.com

Quelle: *CoinMarketCap.com*, Daten per 11. Februar 2018

Die Makroperspektive

Die Inflation beginnt Druck zu machen

Inflationsbeobachter erkennen in den neuesten Daten des US-Arbeitsmarktes Anzeichen für höhere Inflationsraten, was zur Wiederbelebung der Argumentation mit der Phillips-Kurve geführt hat. Konkret: ein Mangel an Arbeitskräften muss eines Tages zu höheren Preisen führen. Auch in der Schweiz beginnt sich die Teuerung langsam, aber sicher, nach oben zu bewegen, was wiederum dazu führt, dass die Realzinsen dadurch noch negativer werden. Einzig in Europa scheint man noch etwas mehr Zeit zu haben, bevor die Geldpolitik wieder angezogen werden muss.

US-amerikanische Löhne sind mögliche Hinweise

Nach neun Jahren des Aufschwungs hat sich die Produktionslücke in den Vereinigten Staaten ausgehend von einer Reihe von Indikatoren zu schliessen begonnen. Einige davon betreffen den Arbeitsmarkt und so hat die Zahl der ausserlandwirtschaftlichen Beschäftigten im Januar um 200 Tausend zugenommen. Dies steht im Vergleich zum ursprünglichen Wert für Dezember von 148 Tausend Beschäftigten, welcher dann in der Folge jedoch auf 160 Tausend hoch korrigiert wurde. Die US-Volkswirtschaft erschafft momentan also viele neue Arbeitsplätze, was unter Anderem zur tiefsten Arbeitslosenquote seit 2000 von etwa 4 Prozent führt.

Auch das Rätsel, wie die Arbeitslosenquote so tief fallen konnte, ohne gleichzeitig ein erhöhtes Lohnwachstum auszulösen, wurde mit den jüngsten Datenveröffentlichungen gelöst. Der Anstieg des durchschnittlichen Stundenlohns im Vorjahresvergleich wurde im Dezember von

2.5 auf 2.7 Prozent korrigiert. Der Januar konnte mit einer Lohnwachstumsrate von 2.9 Prozent beeindrucken und verzeichnet damit den höchsten Wert in acht Jahren.

Steuersenkungen für Unternehmen sollten ebenfalls helfen

Das Weisse Haus bestätigte sich selbstverständlich sofort selbst, indem es behauptete, dass der Anstieg bei den Löhnen eine direkte Konsequenz der kürzlich verabschiedeten Steuerreform war. Unserer Einschätzung zufolge sind einige wenige Wochen, nachdem der Präsident seinen Stift auf das Papier setzte, eine leicht zu knappe Zeitspanne, um solch eine Behauptung wirklich ernst nehmen zu können. Aus einer volkswirtschaftlichen Perspektive ergeben die Zahlen nämlich durchaus auch ohne Steuerreform Sinn. Vor allem wenn man bedenkt, dass ein gut ausgelasteter Arbeitsmarkt zu höheren Löhnen und folglich höherer Inflation führen sollte. Dass die Zinsen der US-amerikanischen zehnjährigen Staatsanleihen auf die starken Arbeitsmarktdaten hin nach oben schossen, war wohl der Unterschätzung der Inflationszahlen durch den Markt zuzuschreiben. Diese Einstellung scheint sich nun aber geändert zu haben.

Man sollte sich in Erinnerung rufen, dass das *Fed* den Index von persönlichen Konsumausgaben (PCE) und nicht den Konsumentenpreisindex (CPI) zur Beurteilung ihrer Inflationsziele benutzt. Da der PCE anders aufgebaut ist und meist etwa 0.3 Prozentpunkte unter dem CPI liegt, betrug die vom *Fed* beachtete Teuerung im Vorjahresvergleich für Dezember nur 1.7, bzw. 1.5 Prozent gemessen als Kerninflation. Beide Werte liegen noch unter dem Zielwert von

2.0 Prozent und man muss davon ausgehen, dass sich der durch die steigenden Löhne verursachte Druck auf die Preise für den Moment noch nicht auf die für das Fed relevante Statistik auswirken wird. Folglich könnte die US-amerikanische Zentralbank also auch weiterhin die graduelle Straffung der Geldpolitik rechtfertigen.

Europa hinkt hinterher und tiefere Schweizer Zinsen

Die Europäische Zentralbank (EZB) verwendet zwar nicht den PCE, dafür aber den „harmonisierten Index der Konsumentenpreise“ als Mass für ihr Inflationsziel. Dieses liegt offiziell „unter 2 Prozent“, was später leicht als „unter, aber mittelfristig nahe bei 2 Prozent“ präzisiert wurde. Davon ausgehend hat die EZB immer noch einigen Spielraum für eine expansive Geldpolitik. Für den Januar betrug die Gesamtinflation im Vorjahresvergleich 1.3 Prozent, während die Kernrate wie schon seit geraumer Zeit nahe der 1-Prozent-Marke stand.

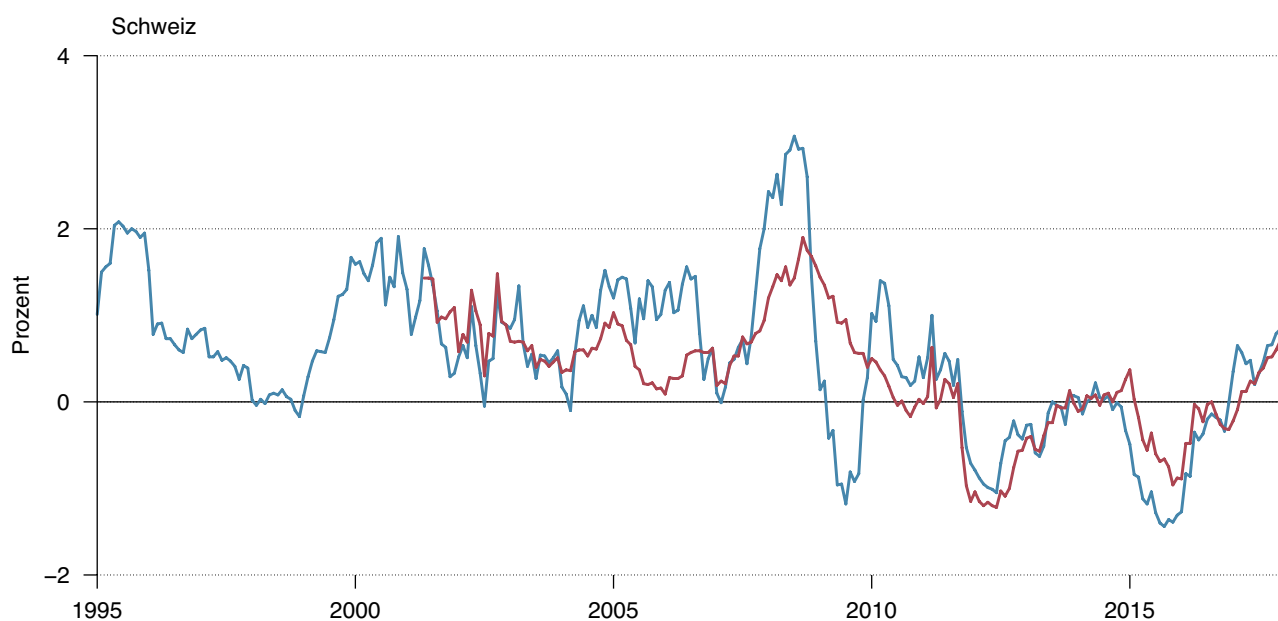
Als direkte Folge der Abschwächung des Schweizer Frankens gegenüber dem Euro hat die Importteuerung

hierzulande eine Wende gemacht. Im Dezember lag sie im Vorjahresvergleich bei 4.6 Prozent und trieb damit die Gesamtinflation näher an die 1-Prozent-Marke. Mit einem gleichbleibenden nominalen Zinsziel von -0.75 Prozent sinkt der Realzins in der Schweiz also noch tiefer. Vor diesem Hintergrund hätte eine Schweizer Nationalbank also jeden Grund um die Zinsen anzuheben, zumindest was die wirtschaftlichen Daten angeht.

China lässt den Renminbi die Inflation dämpfen

Die Schwellenländer sahen in den letzten zwei Jahren eine sich seitwärts bewegende Inflation mit durchschnittlich etwa 4 Prozent im Vorjahresvergleich. Dies ist eine relativ tiefe Zahl für ein Aggregat von Volkswirtschaften, dessen BIP pro Jahr um circa 6 Prozent wächst. Die Verantwortung dafür trägt China als Hauptbestandteil des Index, wo die annualisierte Teuerung im letzten Jahr unter 2 Prozent lag. Allerdings schien dies beabsichtigt gewesen zu sein, da die Volksrepublik ihre Währung gegenüber dem US-Dollar über den gleichen Zeitraum um 10 Prozent aufwerten liess.

Gesamtteuerung und Kerninflation der Konsumentenpreise steigen wieder



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Was die Währungsmärkte bewegt

Wie, kein «Greenspan-Put»?

Die förmliche Volatilitätsexplosion der letzten Wochen war eine Erinnerung daran, dass Zentralbanken nicht den Wetten auf tiefe Volatilitäten oder überhaupt irgendeinem Finanzinstrument dienen. Sie können sich auch um das Meiste, was die Märkte antreibt, gar nicht kümmern. Grosse demografische Veränderungen, Ölpreise, Unternehmenssteuern, Budgetdefizite, präsidiale Tweets oder das Wetter liegen alle ausserhalb der Reichweite der mächtigen Zentralbanker. Auch Währungen werden letztendlich durch Fundamentaldaten und nicht Zinsspielereien getrieben. Für uns in der nüchternen Schweiz also ein Grund mehr einen Blick auf die Mutter aller Währungsindikatoren zu werfen: die Kaufkraftparität.

Bewertungen gegenüber dem Schweizer Franken

Die Abbildung auf der nächsten Seite zeigt wie der Franken gemessen an der Kaufkraftparität (PPP) gegenüber fünfzehn anderen Währungen steht. Während zwar viele unterschiedliche Einflüsse Währungen kurzfristig zu oder von ihrer PPP weg bewegen können, sehen wir diese Art der Messung immer noch als den besten Indikator für die langfristige Richtung eines Wechselkurses an. Ausserdem ist die PPP auch nützlich, um potenzielle Möglichkeiten an den Währungsmärkten zu erkennen, da extreme Abweichungen von derselben sich in der Vergangenheit langfristig immer geschlossen haben.

Der Schweizer Franken scheint gegenüber dem US-Dollar fair bewertet zu sein, da sich der Spot nahe an der von uns gemessenen PPP von 0.955 bewegt. Gegenüber

dem Euro ist der Franken allerdings immer noch um knapp 6 Prozent überbewertet. Angesichts des starken Rückenwinds des europäischen Wirtschaftswachstums ist es nicht unwahrscheinlich, dass der Euro über seine PPP gegenüber dem US-Dollar und dem Franken hinausschiessen wird.

Der Aussie-Dollar zu teuer, der Yen zu günstig

Dank einem stärkeren Wachstum der Rohstoffpreise und der Volkseinkommen in Südostasien konnte der Australische Dollar sich zwar stark aufwerten, ist nun aber gegenüber dem Franken stark überbewertet. Ganz auf der anderen Seite des Spektrums steht der Yen. Die Unterbewertung von 23 Prozent gibt zu denken, auch wenn die *Bank of Japan* mit ihrer expansiven Geldpolitik dafür natürlich ideale Bedingungen schafft.

Ein Beispiel zur Natur der Kaufkraftparität: damit die PPP des Yens sich in Richtung des momentanen Wechselkurses bewegen würde, müssten wir in der Schweiz mehrere Jahre hoher Inflation erfahren. Bei einer jährlichen Inflationsrate von 6 Prozent würde das etwa 4 Jahre dauern, was jedoch durch die momentanen wirtschaftlichen Fundamentaldaten als eher unwahrscheinlich erscheint. Folglich würde es also mehr Sinn ergeben, wenn der Spot sich an die PPP hält, und nicht umgekehrt.

Das Pfund und die zwei Kronen bieten sich an

In Europa sind neben dem Pfund die Norwegische und Schwedische Krone beide gegenüber dem Franken schon seit längerer Zeit um knapp 13 Prozent unterbewertet. Was das britische Pfund anbelangt, so konnte es trotz einer kleineren Erholung die Lücke zwischen sich selbst und

dem Franken noch nicht schliessen. Momentan schätzen wir die PPP für GBPCHF bei 1.54, was einer Unterbewertung von 14 Prozent entspricht. Ein Anleger muss sich jedoch den erhöhten politischen und wirtschaftlichen Unsicherheiten im Vereinigten Königreich bewusst sein, welche gegebenenfalls eine erhöhte Volatilität oder Schlimmeres herbeiführen könnten.

Schwellenländer, eine bunte Mischung

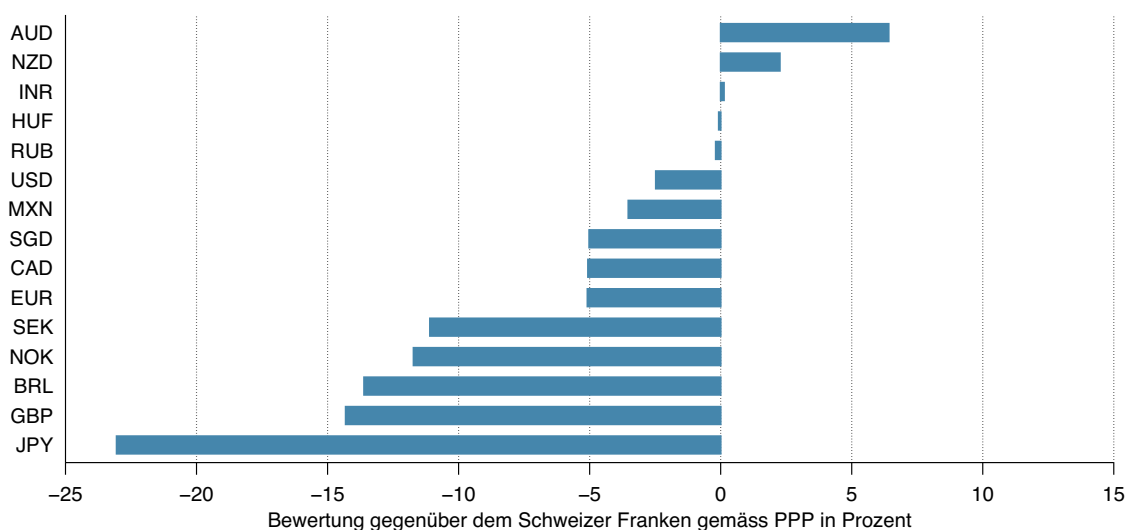
Wie man sieht, gibt es grosse Unterschiede in der Bewertung einzelner Schwellenlandwährungen im Vergleich zum Franken. Auf der etwas stärkeren Seite finden wir die indische Rupie, den ungarischen Forint, den russischen Rubel und den mexikanischen Peso. Diese vier Währungen sind derzeit ausgeglichen bewertet. Ganz im Gegenteil dazu steht der brasilianische Real, welcher 14 Prozent zu günstig ist. Für Anleger, welche beispielsweise in einem Staatsanleihenindex von Schwellenländern in Lokalwährung (GBI-EM) investiert sind, beträgt die gewichtete Un-

terbewertung des Währungskorbs gegenüber dem Franken etwa 9.5 Prozent. Gegenüber dem US-Dollar und dem Euro sind es 8 bzw. 11 Prozent. Langfristig gesehen sind damit die Ertragsaussichten einer solchen Investition attraktiver.

Renminbi hält sich an seine PPPs

Während der Renminbi zwar in der untenstehenden Grafik nicht zu finden ist, wollen wir doch anmerken, dass er gegenüber dem Dollar um 5 Prozent und gegenüber dem Euro um 10 Prozent unterbewertet ist. Im Vergleich zum Franken steht er allerdings 6 Prozent über der PPP, was zwar keiner signifikanten Fehlbewertung entspricht, aber die relative Unterbewertung zu den anderen zwei Währungen etwas relativiert.

15 Währungen gegenüber dem CHF, bewertet gemäss PPP



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Konjunkturklima

Auch zu Beginn des neuen Jahres wächst die Weltwirtschaft kräftig. In den Vereinigten Staaten hat die Kapazitätsauslastung im Januar mit 77.9 Prozent den höchsten Stand seit drei Jahren erreicht. Sowohl die Industrie als auch der Dienstleistungssektor konnten gegenüber dem Vormonat nochmals zulegen. Auch auf Seiten der Konsumenten ist die Stimmung im neuen Jahr weiterhin gut. Dies überrascht nicht, wies der US-Arbeitsmarkt in den letzten Monaten doch eine sehr dynamische Entwicklung auf. Der Optimismus der Konsumenten dürfte sich wie schon im Vorquartal auch im ersten Quartal 2018 in einem hohen Wachstumsbeitrag des Privatkonsums niederschlagen.

Wie in den Vereinigten Staaten ist auch in der Schweiz der Wirtschaftsmotor nach wie vor in vollem Gange. Jedoch verzeichnete der KOF-Konjunkturbarometer im Januar erstmals seit September 2017 einen leichten Rückgang. Auch hat sich die Stimmung der Unternehmen, gemessen am PMI Schweiz, leicht verschlechtert. Nichtsdestotrotz wird die Schweiz voraussichtlich auch 2018 sehr dynamisch wachsen. Dabei dürften nebst der Binnenwirtschaft insbesondere die exportorientierten Branchen bedeutende Wachstumsimpulse liefern, da diese besonders stark von der anhaltend kräftigen Weltkonjunktur profitieren dürften.

Überblick

	Trend- wachstum ¹	Reales BIP-Wachstum ²				W&P-Konjunkturklimaindikatoren ³			
		Q2/2017	Q3/2017	Q4/2017	Q1/2018	10/2017	11/2017	12/2017	1/2018
USA	1.7	2.0	2.2	2.3	2.5	3.6	3.3	3.2	3.6
Eurozone	1.0	2.1	2.4	2.8	2.7	3.1	3.2	3.4	3.3
Deutschland	1.4	2.1	2.3	2.7	2.9	3.7	3.7	3.9	4.0
Frankreich	0.7	1.1	1.9	2.3	2.4	1.8	2.0	2.3	2.0
Italien	0.2	1.3	1.5	1.6	1.6	1.9	1.9	1.9	1.6
Spanien	1.6	3.0	3.1	3.1	-	2.7	2.8	2.7	2.8
Grossbritannien	1.8	2.1	1.9	1.8	1.5	2.6	2.3	2.8	2.7
Schweiz	1.5	0.6	0.5	1.2	-	2.2	2.6	2.6	2.5
Japan	0.4	1.3	1.6	1.9	1.6	2.6	2.7	2.7	2.8
Kanada	1.6	2.3	3.6	3.0	-	0.9	1.0	1.4	1.7
Australien	2.4	1.8	1.9	2.8	-	2.5	2.4	2.5	2.6
Brasilien	1.4	-0.5	0.8	1.4	-	2.1	3.6	3.0	2.3
Russland	0.1	0.5	2.5	1.8	-	2.1	1.8	2.2	2.3
Indien	7.7	6.1	5.7	6.3	-	7.2	7.3	7.6	7.3
China	7.4	6.9	6.9	6.8	6.8	6.8	6.7	6.9	6.9
Industrienationen⁴	1.4	2.2	2.1	2.4	2.4	3.5	3.4	3.4	3.6
Schwellenländer⁴	6.0	5.1	5.3	5.6	5.6	5.3	5.4	5.7	5.6
Welt⁴	3.5	3.7	3.7	4.0	4.1	4.4	4.4	4.7	4.7

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

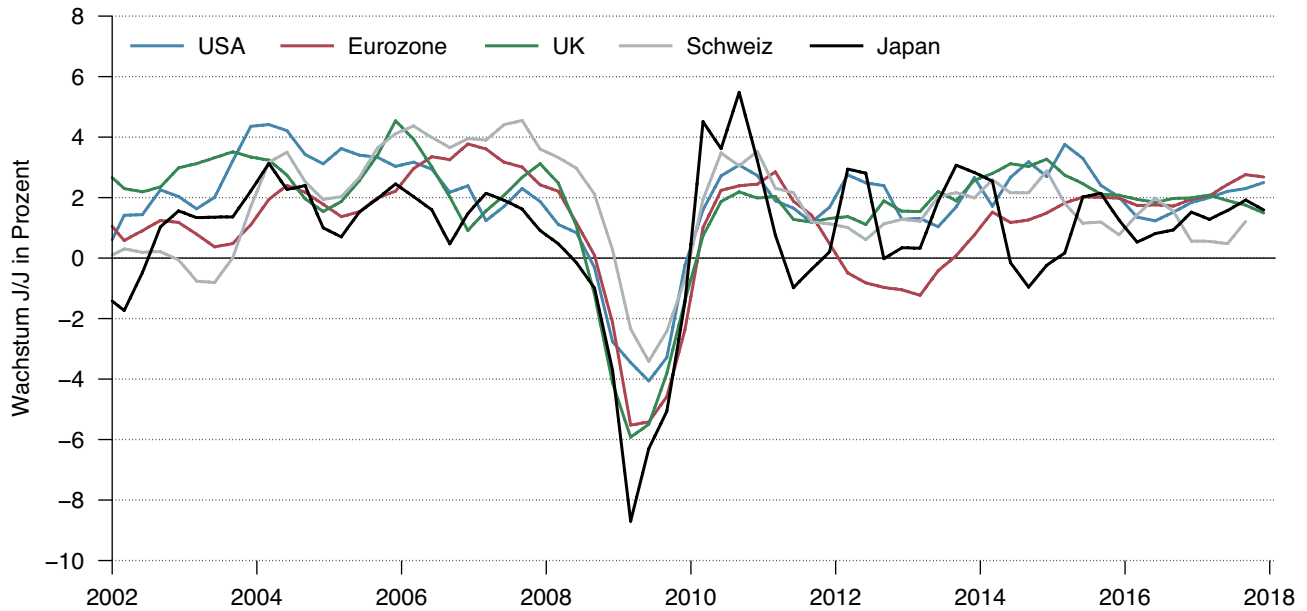
² Veränderung des realen BIP gegenüber dem Vorjahresquartal in Prozent.

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.

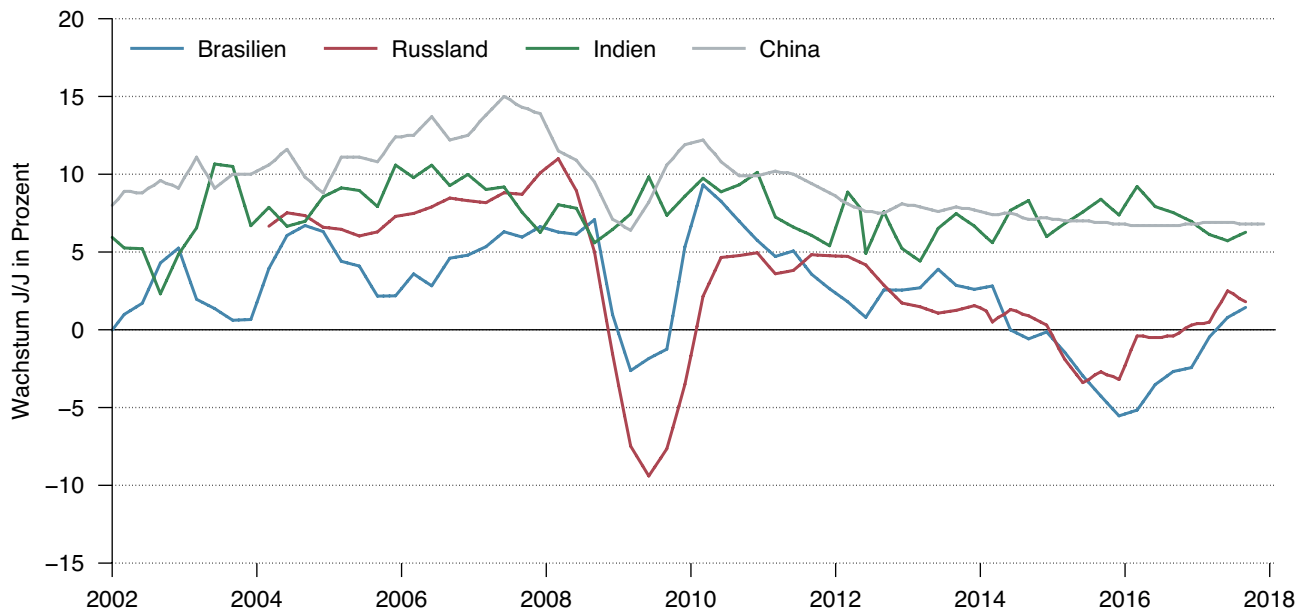
⁴ Die Aggregate werden anhand von nominalen BIP-Gewichten und Kaufkraftparitätskursen berechnet.

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

Wirtschaftswachstum Industrienationen



Wirtschaftswachstum Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

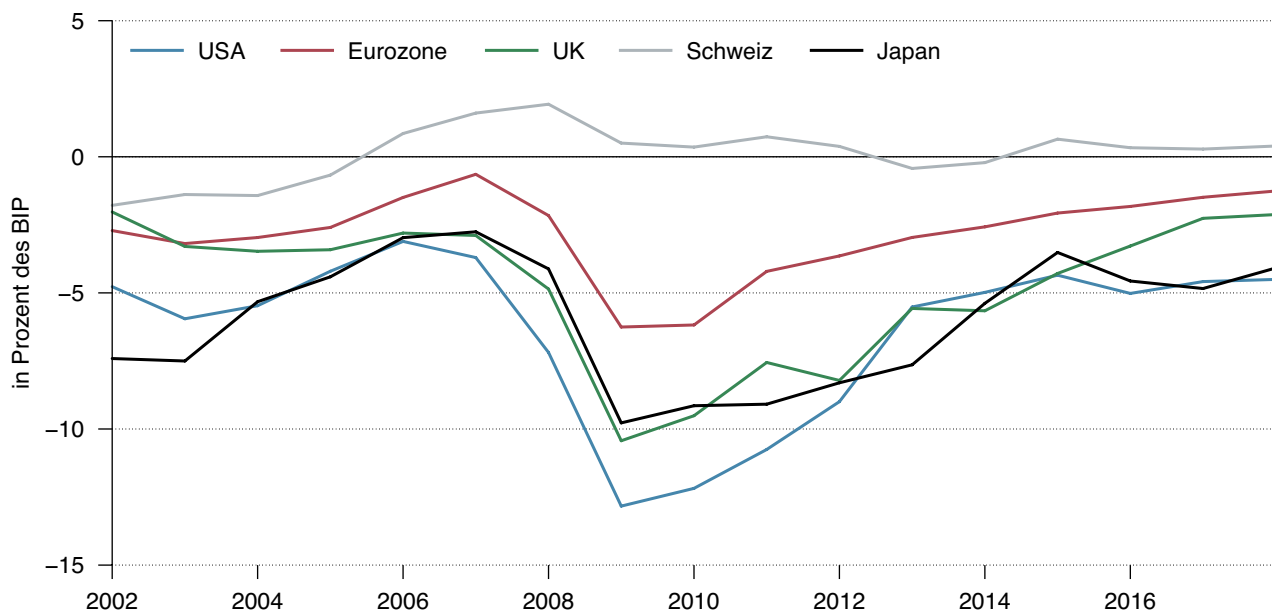
Wirtschaftsindikatoren

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	23.9	-2.3	-2.6	105.4	106.1	-4.9	-4.5	5.6	4.1
Eurozone	16.3	16.0	3.6	4.0	108.9	107.1	-2.2	-1.3	10.7	8.7
Deutschland	4.7	4.7	7.8	8.0	78.8	69.1	0.5	1.5	6.4	5.4
Frankreich	3.4	3.3	-1.0	-1.7	119.7	124.6	-3.6	-2.8	9.9	9.4
Italien	2.6	2.4	2.0	2.9	155.4	155.2	-2.6	-1.6	11.9	10.9
Spanien	1.7	1.7	1.4	1.6	114.8	116.0	-5.2	-2.4	21.9	16.4
Grossbritannien	3.6	3.2	-5.3	-4.4	113.8	120.3	-4.2	-2.1	5.7	2.4
Schweiz	0.9	0.8	10.2	10.7	44.8	43.6	0.1	0.4	3.2	3.3
Japan	6.3	6.0	2.5	3.9	215.6	223.3	-5.2	-4.1	3.4	2.8
Kanada	2.2	2.1	-3.1	-2.9	88.9	87.7	-1.3	-1.8	6.8	5.9
Australien	1.8	1.8	-3.0	-2.4	37.1	42.3	-2.6	-1.8	5.8	5.5
China	14.2	15.5	1.9	1.2	42.0	50.8	-2.4	-3.7	4.0	-
Brasilien	2.8	2.6	-2.7	-1.8	71.3	87.7	-7.4	-9.3	9.3	11.8
Indien	2.8	3.1	-1.2	-1.5	69.0	67.1	-6.8	-6.2	-	-
Russland	2.2	1.8	2.8	3.2	15.5	17.7	-2.3	-1.5	5.4	5.1

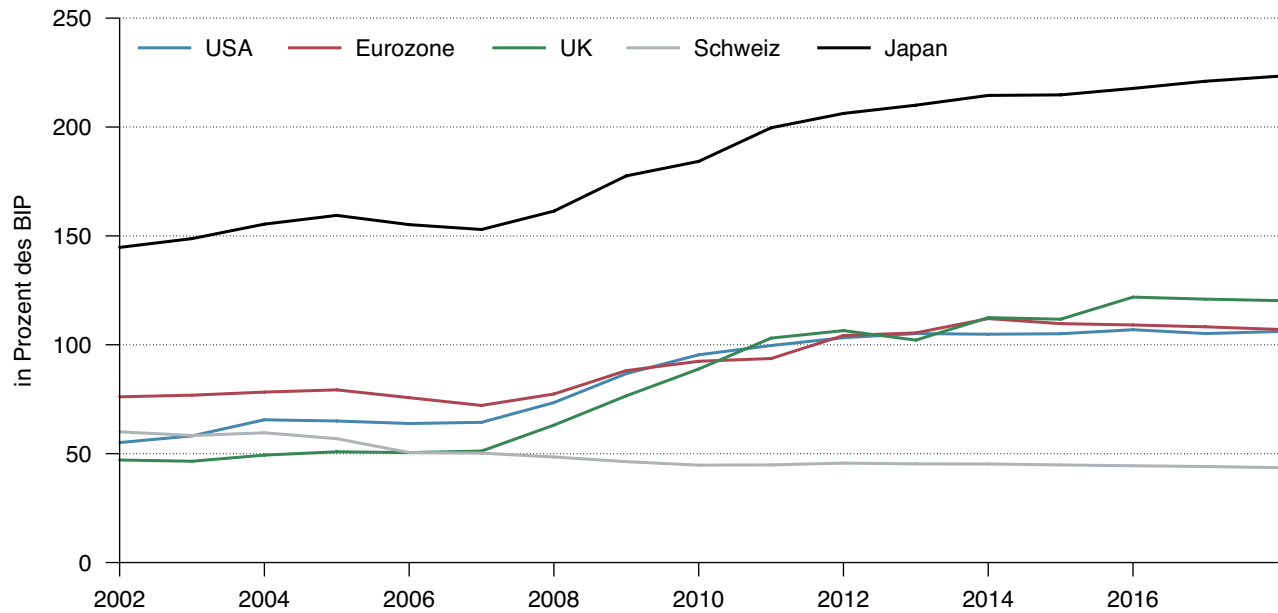
¹ In Prozent; Berechnung anhand von Marktwechsellkursen. ² In Prozent vom nominalen BIP. ³ In Prozent.

Budgetdefizit Industrienationen

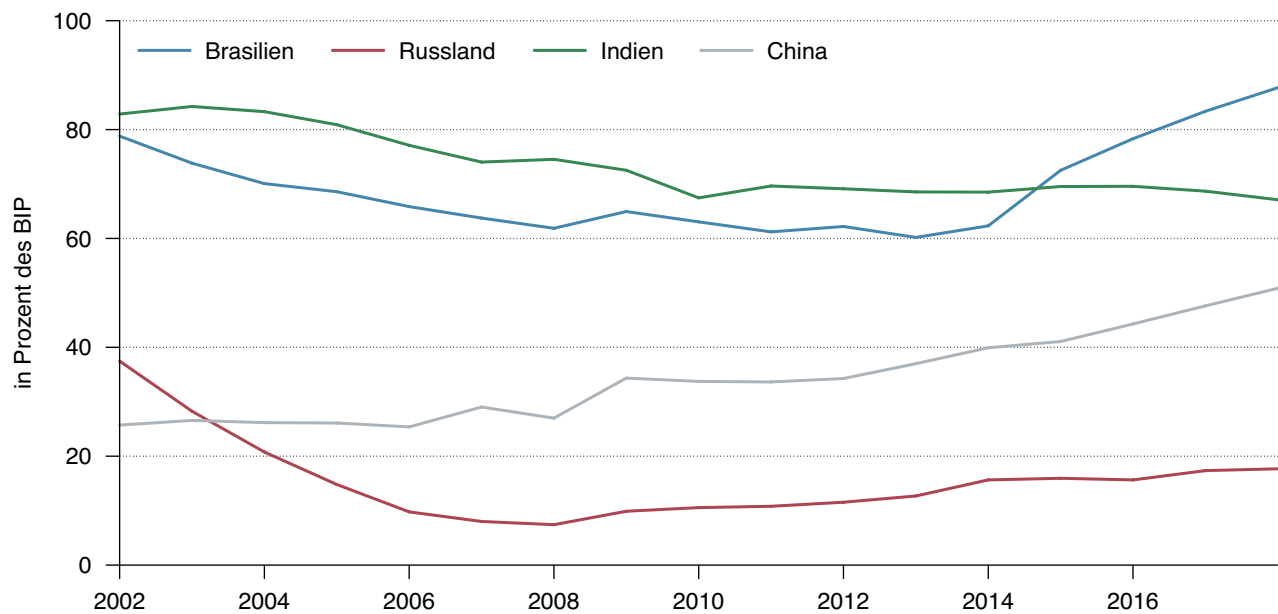


Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Staatsverschuldung Industrienationen



Staatsverschuldung Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Inflation

Die Inflation dürfte im Laufe des Jahres in den meisten Regionen und Ländern leicht aufwärts tendieren. Das ist darauf zurückzuführen, dass sich die Wirtschaft fast überall sehr robust entwickelt und sich damit die Produktionslücke zunehmend schliesst oder bereits geschlossen ist. Dabei wird die Inflation in den Vereinigten Staaten und der Schweiz wohl eher stärker ansteigen als jene in der Eurozone. In den beiden ersteren Ländern liegt die Arbeitslosenquote auf tiefem Niveau und man nähert sich der Vollbeschäftigung. Damit dürften auch hier die Löhne schneller und stärker steigen, als dies in der Eurozone der Fall sein wird.

Obwohles in dieser Hinsicht grosse Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern der Eurozone gibt, lag die Arbeitslosenquote für den gesamten Euroraum im Dezember bei 8.7 Prozent. Dieser relativ hohe Wert zeugt von einer grösseren Zurückhaltung bei den Löhnen, weswegen wir aus dieser Sparte keine inflationären Impulse erwarten. Die Gesamtteuerung im Vorjahresvergleich lag für den Januar bei 1.3 Prozent, nachdem im Dezember noch ein Wert von 1.4 Prozent erzielt worden war. Die Europäische Zentralbank dürfte mit diesem Rückgang kaum zufrieden sein, strebt sie doch eine Inflationsrate von unter, aber nahe 2 Prozent an.

Überblick

	Ø 10 Jahre ¹	Inflation ²				Kerninflation ³			
		10/2017	11/2017	12/2017	1/2018	10/2017	11/2017	12/2017	1/2018
USA	1.7	2.0	2.2	2.1	-	1.8	1.7	1.8	-
Eurozone	1.4	1.4	1.5	1.4	1.3	0.9	0.9	0.9	1.0
Deutschland	1.3	1.6	1.8	1.6	1.6	1.6	1.7	1.6	1.6
Frankreich	1.1	1.1	1.2	1.2	1.4	-	-	-	-
Italien	1.4	1.0	0.9	0.9	0.8	0.5	0.4	0.4	0.6
Spanien	1.3	1.6	1.7	1.1	0.5	0.9	0.8	0.8	-
Grossbritannien	2.4	3.0	3.1	3.0	3.0	2.7	2.7	2.5	2.7
Schweiz	0.1	0.7	0.8	0.8	0.7	0.5	0.6	0.7	0.5
Japan	0.3	0.2	0.5	1.1	-	0.2	0.3	0.4	-
Kanada	1.6	1.4	2.1	1.9	-	0.9	1.3	1.2	-
Australien	2.4	1.9	1.9	1.9	-	1.9	1.9	1.9	-
Brasilien	6.1	2.7	2.8	3.0	2.9	4.0	3.9	3.8	-
Russland	8.6	2.7	2.5	2.5	2.0	2.5	2.3	2.1	1.9
Indien	7.7	3.6	4.9	5.2	5.1	-	-	-	-
China	-0.3	-0.2	-0.6	-0.3	1.5	2.3	2.3	2.2	1.9
Industrienationen⁴	1.5	1.6	1.8	1.8	-	1.3	1.4	1.4	-
Schwellenländer⁴	3.3	1.2	1.3	1.6	-	2.5	2.5	2.4	-
Welt⁴	2.3	1.5	1.6	1.7	-	1.6	1.6	1.6	-

¹ Durchschnittliche Jahrestesuerung der Konsumentenpreise in Prozent.

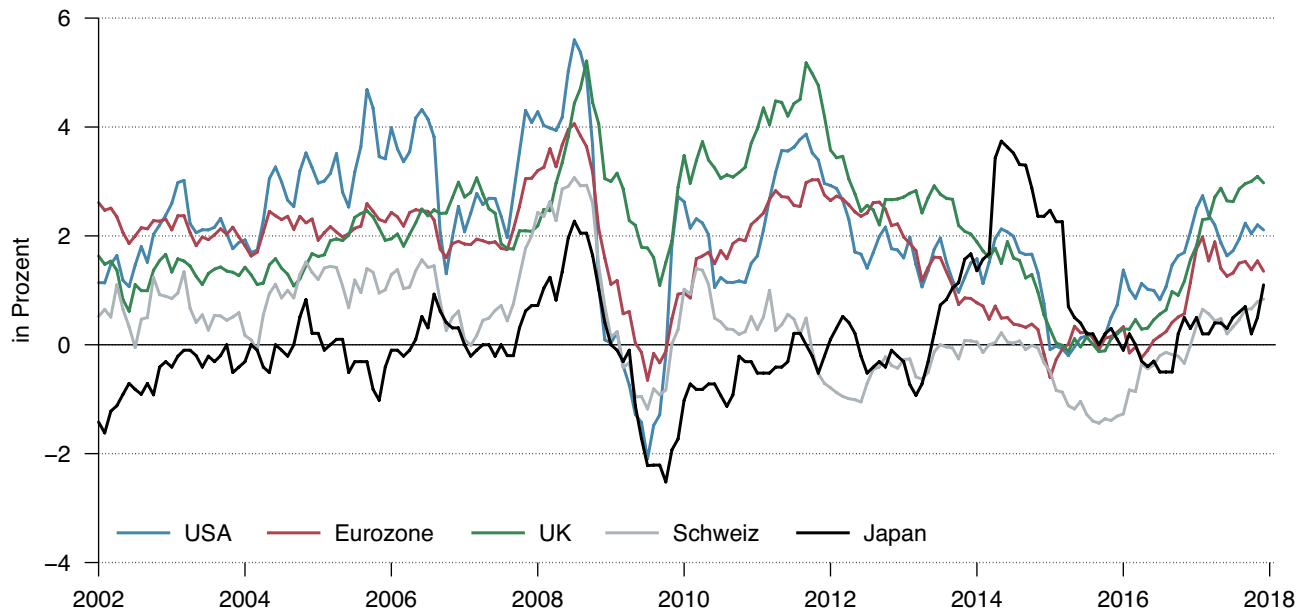
² Veränderung der Konsumentenpreise gegenüber dem Vorjahresmonat in Prozent.

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

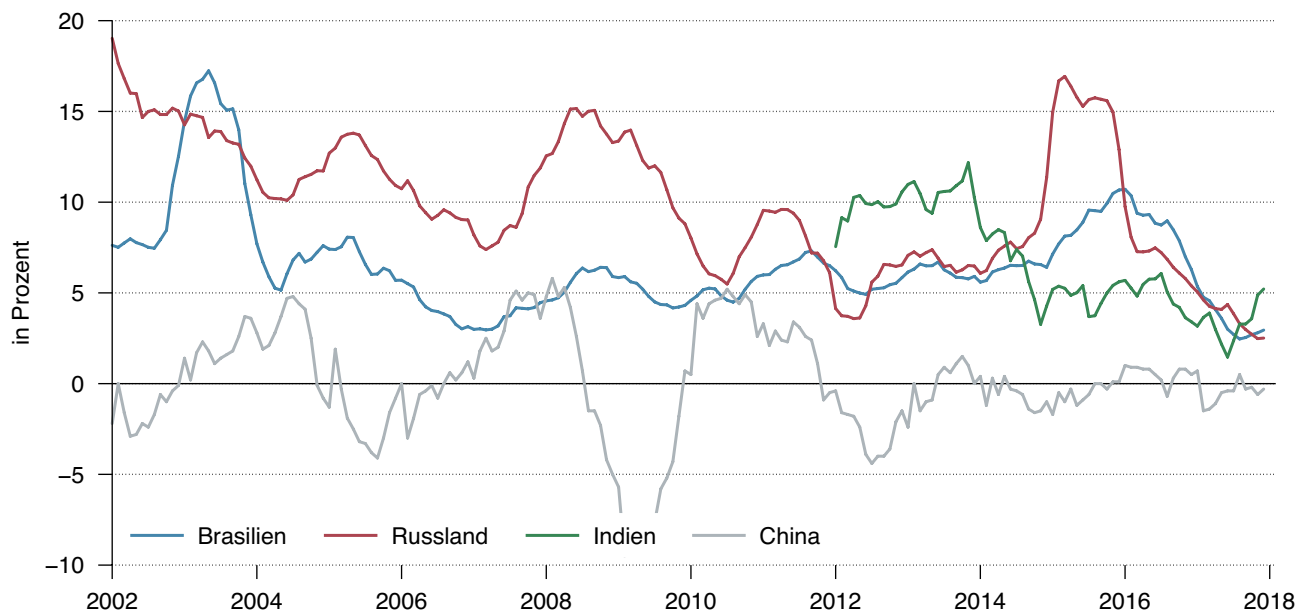
⁴ Die Aggregate werden anhand von nominalen BIP-Gewichten und Kaufkraftparitätskursen geschätzt.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Konsumentenpreisinfation Industrienationen



Konsumentenpreisinfation Schwellenländer



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

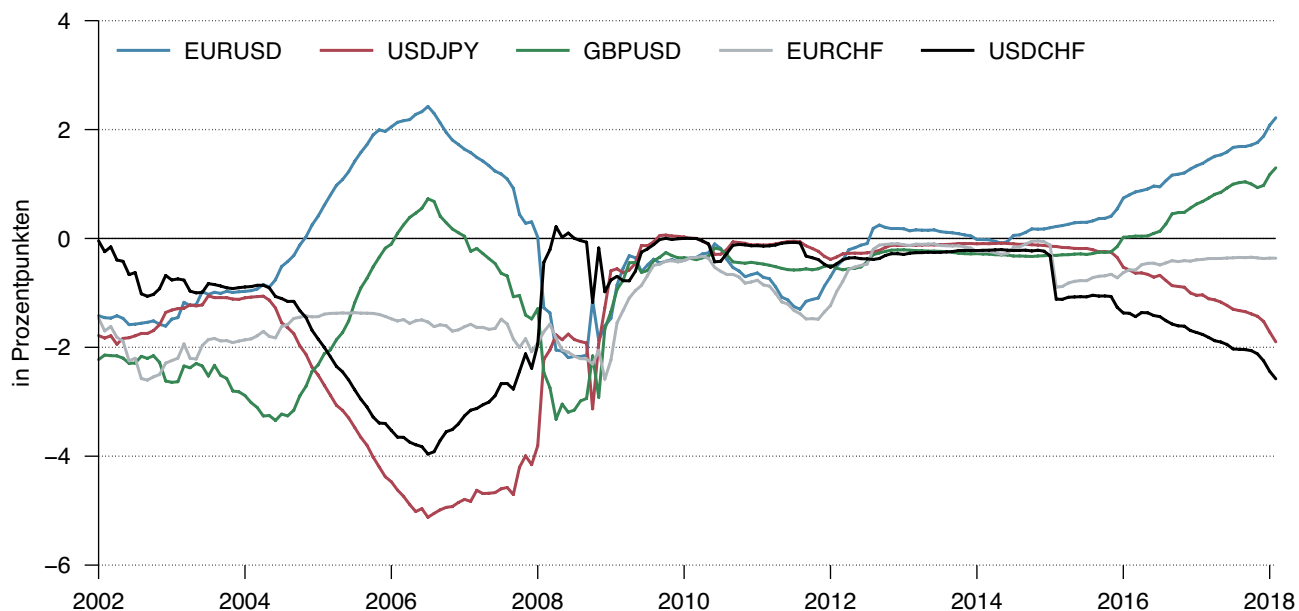
Zinsumfeld

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	1.236	2.21	1.35	0.68	-0.01	2.57	1.82	0.93	0.15
USDJPY	107.5	-1.90	-1.04	-0.54	-0.51	-2.22	-1.58	-0.84	-0.76
GBPUSD	1.388	1.30	0.68	0.10	-0.37	1.46	0.96	0.18	-0.34
EURCHF	1.154	-0.37	-0.41	-0.38	-0.67	-0.28	-0.40	-0.40	-0.76
USDCHF	0.934	-2.58	-1.76	-1.06	-0.66	-2.85	-2.22	-1.33	-0.91
GBPCHF	1.296	-1.28	-1.08	-0.96	-1.03	-1.39	-1.26	-1.15	-1.24
CHFJPY	115.1	0.68	0.72	0.52	0.15	0.64	0.64	0.50	0.14
AUDUSD	0.786	0.33	-0.45	-1.44	-2.45	0.75	0.19	-0.91	-1.89
USDCAD	1.260	-0.17	-0.08	0.51	0.52	-0.28	-0.48	0.26	0.28
USDSEK	8.045	-2.28	-1.64	-0.58	0.29	-2.52	-1.91	-0.74	0.12
USDRUB	57.8	4.77	9.01	9.34	8.27	4.28	7.94	8.76	8.27
USDBRL	3.299	4.88	10.91	11.19	10.29	4.35	8.89	10.24	9.90
USDCNY	6.343	2.86	3.18	3.49	3.07	2.43	2.26	3.06	2.69
USDTRY	3.809	12.10	10.51	9.91	9.73	12.65	10.57	9.74	9.88
USDINR	64.32	7.47	7.47	8.68	7.77	4.47	4.68	6.49	5.90

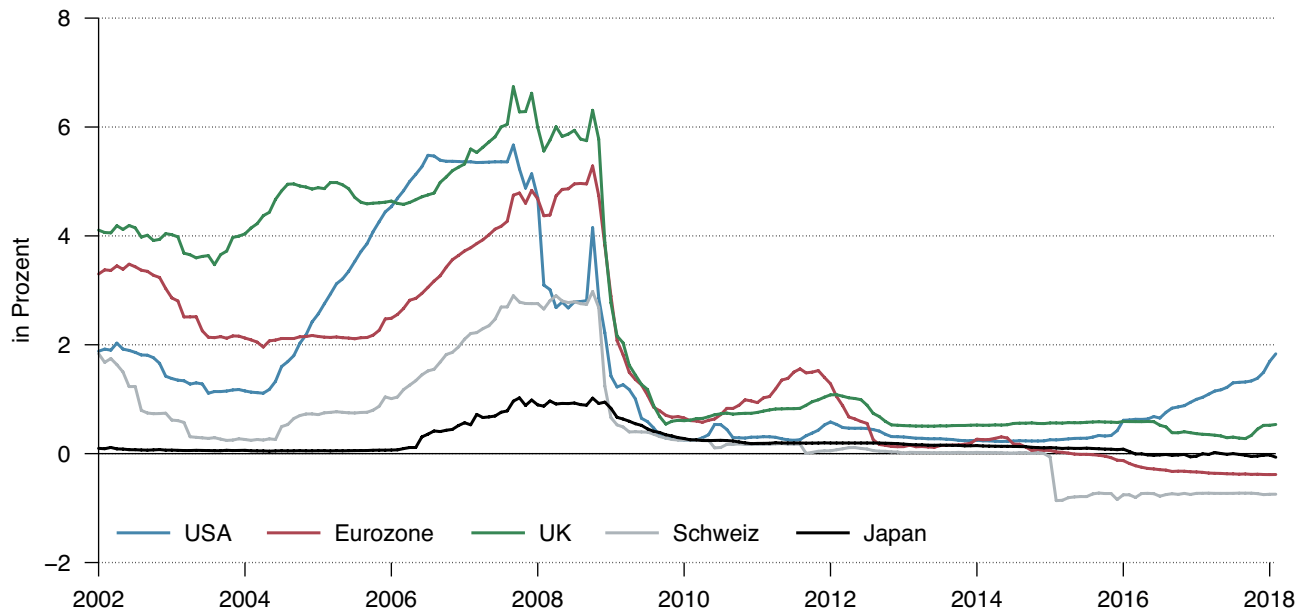
¹ Zinsen im zweiten Währungsraum abzgl. Zinsen im ersten Währungsraum; z.B. US-Dollar-Zinsen abzgl. Euro-Zinsen für EURUSD.

Zinsdifferenz

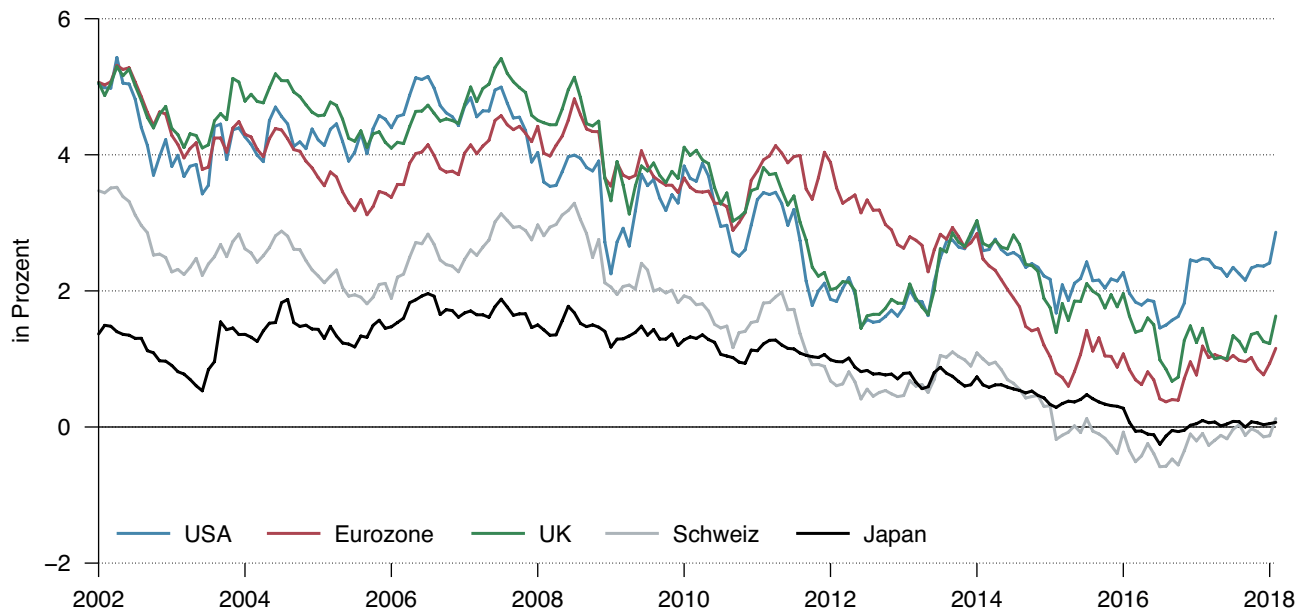


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Dreimonats-Liborsätze



Zehnjährige Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Währungsmärkte

Die Abschwächung des US-Dollars setzte sich zu Beginn des Jahres fort. Die Marktkorrektur und das folgende Hinaufschneiden des Volatilitätsindex (VIX) am 5. Februar führten zwar zur üblichen Flucht in die zehnjährigen US-Staatsanleihen und den US-Dollar. Doch trotz der höheren Zinsen und der Markterwartung, dass das *Fed* diese schneller und stärker anheben wird als die EZB, konnte der Euro sich auch wegen der guten Unternehmensstimmung weiterhin aufwerten. So zeigt der PMI für die Eurozone sehr starke Werte im ersten Quartal 2018 an.

Den Jahren von Unterbewertung des Euros gegenüber dem Dollar könnten damit bald ein Ende gesetzt sein, da der EURUSD sich langsam dem Niveau seiner

Kaufkraftparität (PPP) von 1.28 nähert. Weil man aber in der Vergangenheit die Tendenz, in solch schnellen Bewegung oftmals über die PPP hinauszuschiessen, beobachten konnte, ist es denkbar, dass sich dieser Wechselkurs sogar umdreht und bald der Dollar gegenüber dem Euro unterbewertet ist.

Vergleichsweise starkes Wirtschaftswachstum ist auch einer der Gründe, weswegen einige den Euro benachbarenden Währungen, z.B. CHF, NOK, SEK, sich ihm gegenüber jüngst abgeschwächt haben. Und solange die Wirtschaft fröhlich weiterwächst, geraten so die wohlbekannteren strukturellen Probleme des Euroraumes, die sich in vor allem in Rezessionen zeigen, in Vergessenheit.

Performance und Bewertung

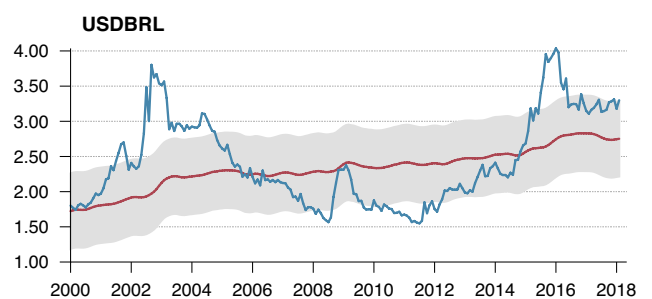
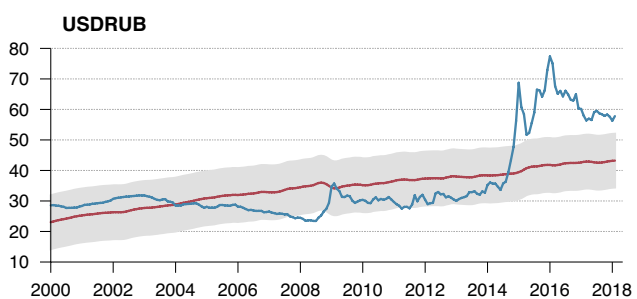
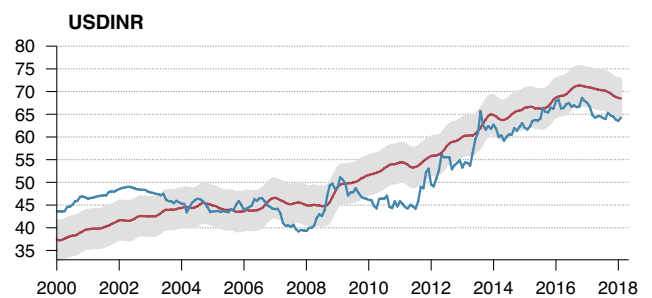
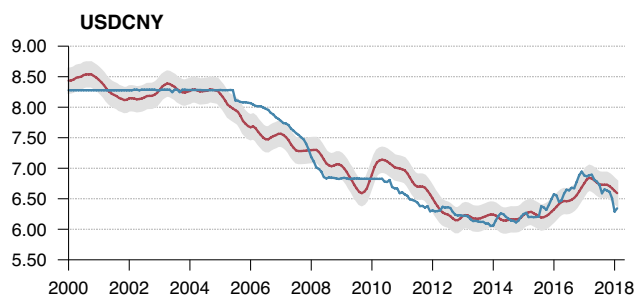
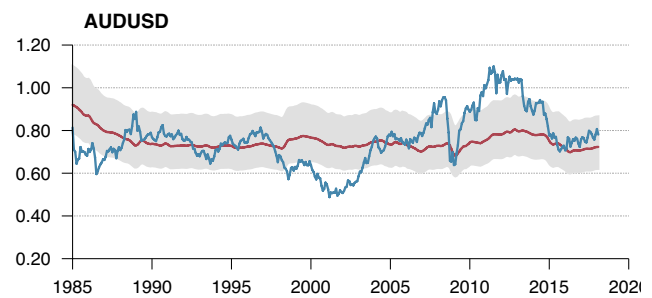
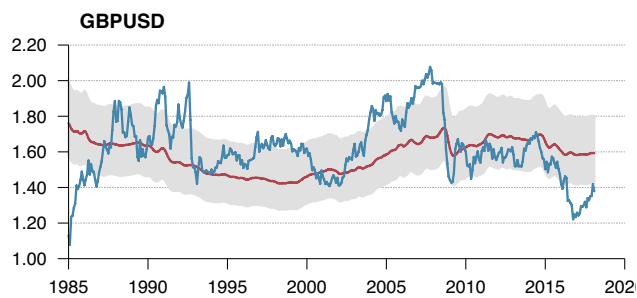
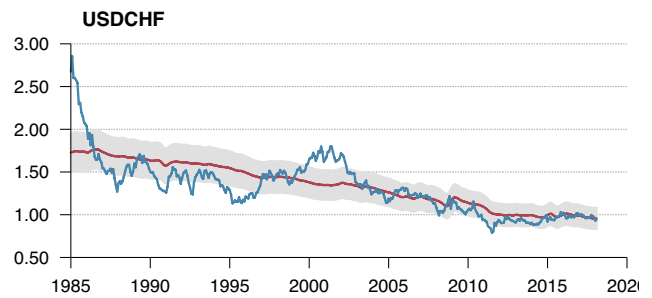
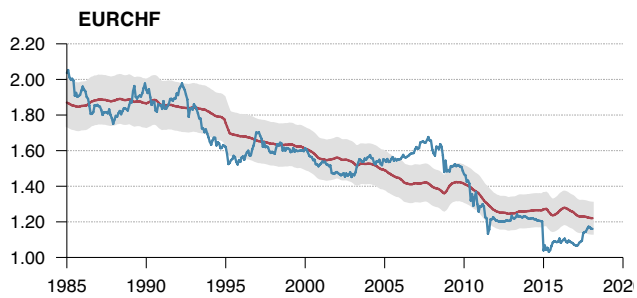
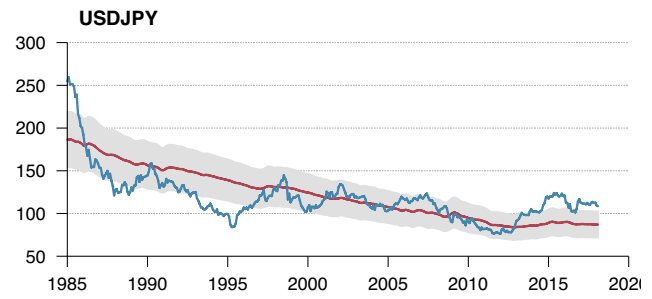
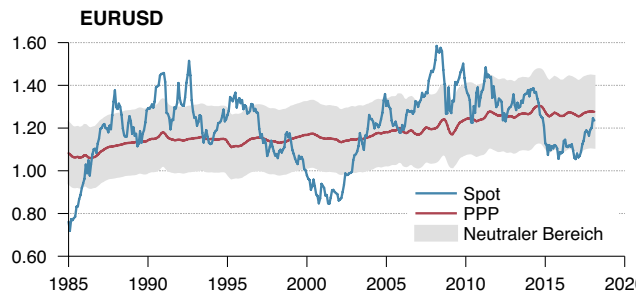
	Aktueller Wechselkurs	Performance ¹				Kaufkraftparität ²		
		YTD	3 Monate	1 Jahr	5 Jahre	PPP	Neutraler Bereich	Abweichung ³
EURUSD	1.236	2.9	4.7	16.5	-8.0	1.28	1.11 - 1.44	-3.2
USDJPY	107.5	-4.6	-4.9	-5.6	15.0	87.1	72.1 - 102.1	23.4
GBPUSD	1.388	2.6	5.4	11.0	-10.7	1.59	1.43 - 1.80	-12.8
EURCHF	1.154	-1.4	-1.2	8.2	-6.6	1.22	1.13 - 1.31	-5.5
USDCHF	0.934	-4.2	-5.7	-7.1	1.6	0.96	0.83 - 1.08	-2.4
GBPCHF	1.296	-1.7	-0.5	3.1	-9.3	1.52	1.31 - 1.73	-14.9
CHFJPY	115.1	-0.4	0.8	1.6	13.2	91.1	77.1 - 105.1	26.4
AUDUSD	0.786	0.5	3.6	2.9	-24.0	0.72	0.62 - 0.87	8.7
USDCAD	1.260	0.6	-1.4	-3.7	25.7	1.21	1.10 - 1.31	4.5
USDSEK	8.045	-1.7	-4.8	-9.9	27.7	7.21	6.24 - 8.18	11.6
USD RUB	57.8	0.4	-4.1	-0.5	92.3	43.2	34.5 - 52.0	33.7
USDBRL	3.299	-0.6	-0.4	5.9	67.7	2.75	2.22 - 3.29	19.9
USDCNY	6.343	-2.6	-4.3	-7.8	1.8	6.59	6.40 - 6.79	-3.8
USDTRY	3.809	0.5	-2.0	3.4	115.6	2.99	2.70 - 3.27	27.6
USDINR	64.32	0.8	-1.4	-4.0	19.6	68.5	64.2 - 72.8	-6.1

¹ Performance in Prozent für den jeweiligen Zeitraum.

² Die Kaufkraftparität (engl. Purchasing Power Parity, 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

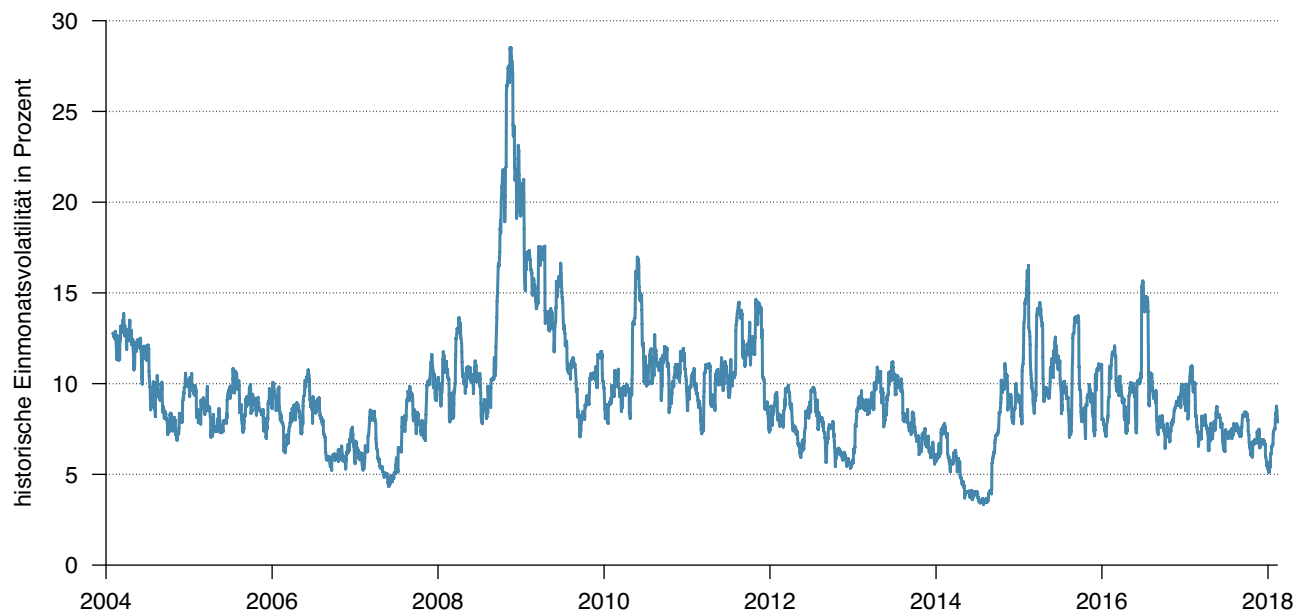
Währungsvervolatilität

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	1.236	7.1	7.7	8.5	10.6	7.0	7.5	8.8	10.9
USDJPY	107.5	7.6	9.5	9.9	10.9	7.9	9.5	10.2	11.4
GBPUSD	1.388	8.4	9.0	8.5	9.9	8.0	8.7	8.9	10.5
EURCHF	1.154	5.8	6.5	5.8	6.5	5.5	6.3	6.3	7.0
USDCHF	0.934	7.6	8.2	8.8	10.6	7.2	8.1	9.3	10.9
GBPCHF	1.296	8.2	8.0	8.8	10.2	8.3	8.1	9.2	10.7
CHFJPY	115.1	6.9	8.1	9.8	11.6	7.3	8.3	10.4	12.2
AUDUSD	0.786	8.0	9.4	10.0	12.4	8.0	9.7	10.5	12.8
USDCAD	1.260	7.7	7.4	7.9	9.7	7.4	7.7	8.2	10.1
USDSEK	8.045	9.2	8.9	9.9	12.5	8.7	9.0	10.3	12.8
USDRUB	57.8	9.1	11.1	16.2	14.6	10.3	11.5	16.5	15.6
USDBRL	3.299	10.9	12.8	15.0	15.5	13.2	14.1	15.4	16.1
USDCNY	6.343	4.2	6.1	3.6	3.2	3.3	6.3	4.5	4.8
USDTRY	3.809	10.9	12.7	12.3	13.2	10.7	14.2	13.5	14.4
USDINR	64.32	4.6	5.7	7.8	9.5	4.0	6.8	9.1	10.5

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

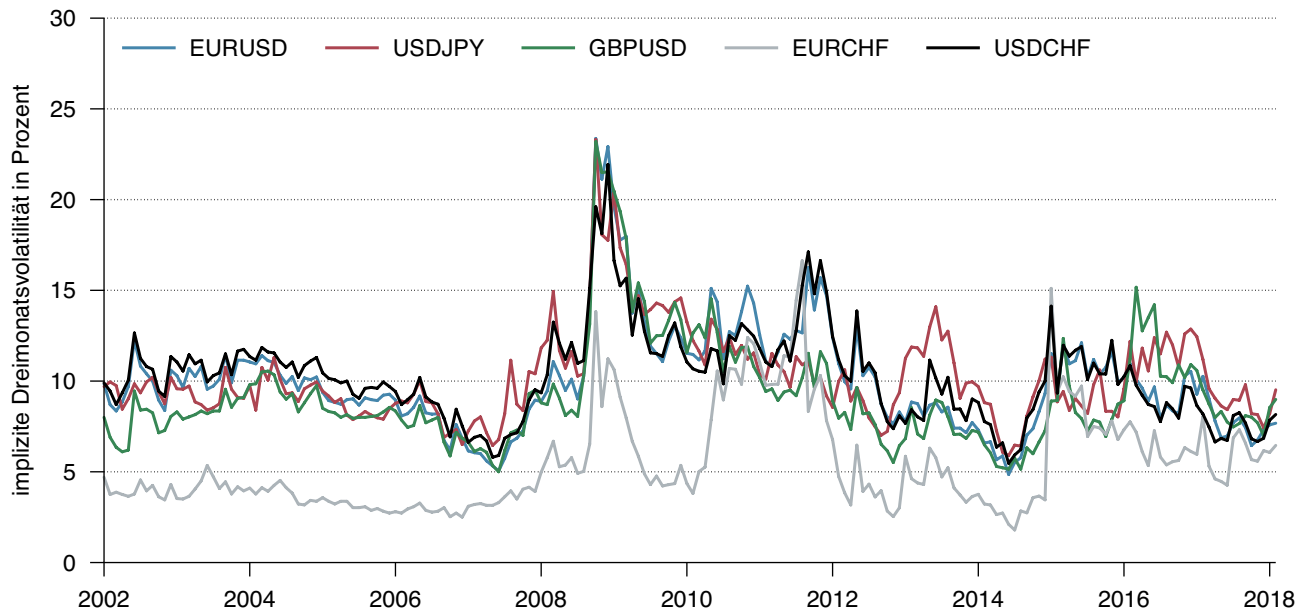
QCAM-Volatilitätsindikator³



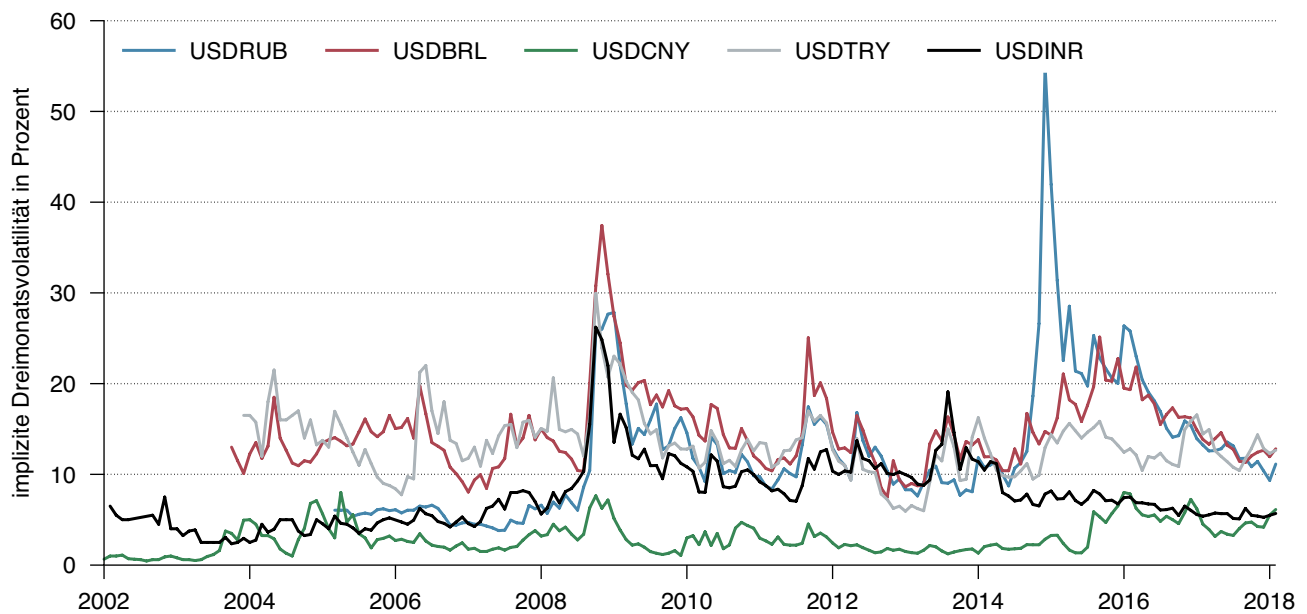
³ Der Volatilitätsindikator von QCAM bildet die Volatilität an den globalen Währungsmärkten ab; für die Berechnung wird die historische Volatilität der wichtigsten Währungspaare verwendet und mithilfe des Handelsvolumens der jeweiligen Währungspaare gewichtet.

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

Volatilität Hauptwährungen



Volatilität Schwellenlandwährungen



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

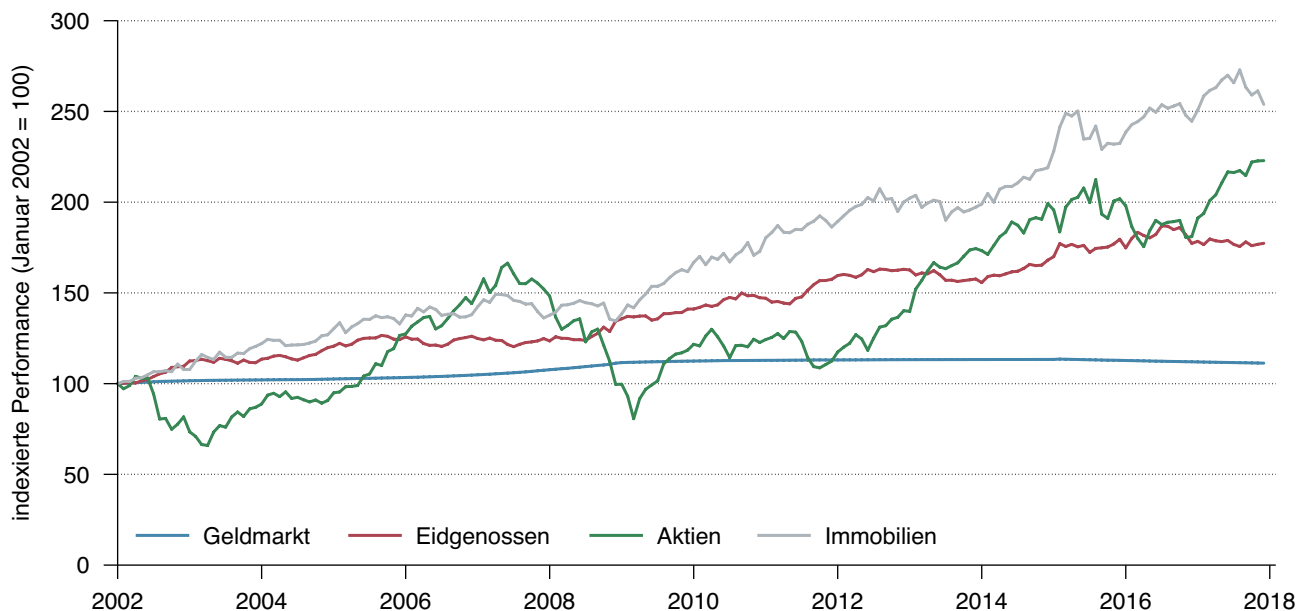
Finanzmarktumfeld

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	-0.1	-0.2	-0.7	-1.8	-0.1	-0.2	-0.7	-1.8
Eidgenossen CHF	-3.2	-2.7	-3.4	7.7	-3.2	-2.7	-3.4	7.7
Unternehmensanleihen CHF	-1.6	-1.5	-1.5	8.7	-1.6	-1.5	-1.5	8.7
Aktien Schweiz (SMI)	-6.7	-3.7	6.8	37.2	-6.7	-3.7	6.8	37.2
Aktien Europa (Stoxx600)	-4.7	-2.7	3.4	51.8	-6.1	-4.1	11.6	41.8
Aktien UK (Ftse100)	-6.7	-2.3	2.4	36.2	-8.1	-2.2	5.9	23.7
Aktien Japan (Topix)	-5.5	-1.4	12.8	99.0	-5.4	-2.1	11.2	75.4
Aktien USA (S&P 500)	-0.2	4.3	16.6	94.2	-4.3	-1.2	8.7	97.0
Aktien Schwellenländer	0.6	5.2	27.7	25.3	-3.6	-0.3	19.0	27.1
Aktien Welt (MSCI World)	-0.9	3.3	16.9	67.1	-5.1	-2.1	9.0	69.5
Immobilien Schweiz	-3.2	2.3	0.2	31.9	-3.2	2.3	0.2	31.9
Immobilien Global	-7.0	-4.6	0.3	26.6	-10.9	-9.6	-6.5	28.4
Rohstoffe	-1.6	0.9	-2.1	-37.8	-5.7	-4.4	-8.7	-36.9
Rohöl (Brent)	-6.6	0.4	11.9	-47.5	-10.4	-4.9	4.3	-46.7
Gold	2.0	4.0	8.7	-18.9	-2.2	-1.4	1.3	-17.7

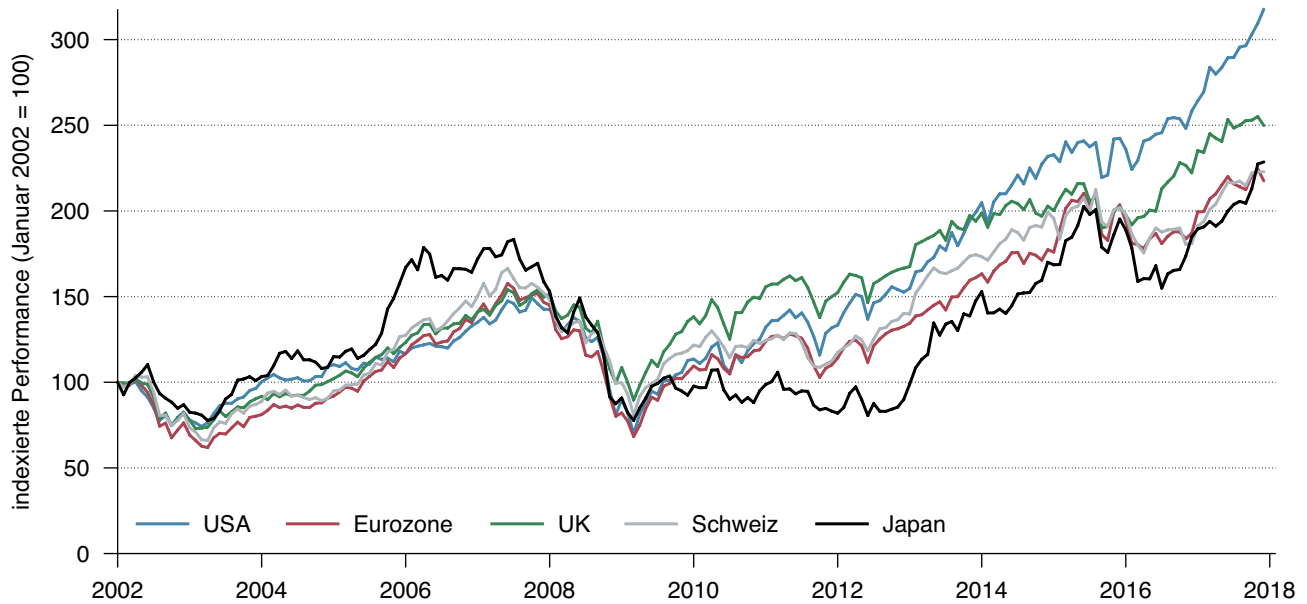
¹ Performance in Prozent für den jeweiligen Zeitraum.

Performance Schweizer Finanzanlagen

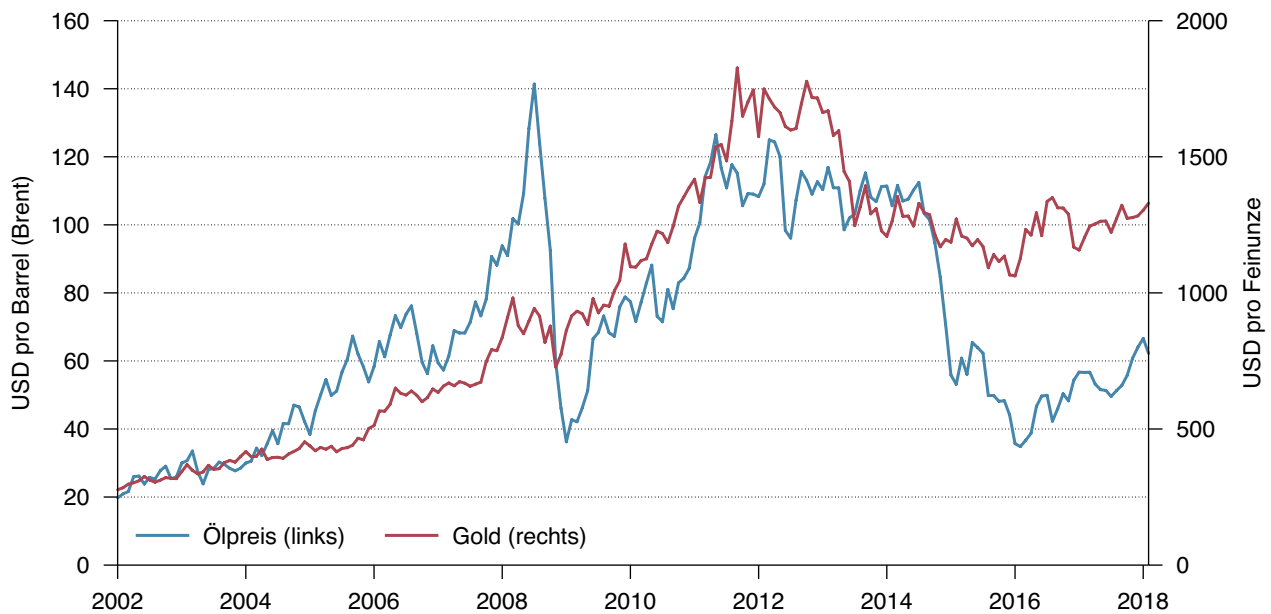


Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Performance ausgewählter Aktienmärkte (in Lokalwährung)



Performance ausgewählter Rohstoffpreise



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Die Zahl des Monats

0.19 Prozent

Auf einen Wert von 0.19 Prozent stieg der Zinssatz der zehnjährigen schweizerischen Bundesanleihen anfangs Februar. Zu Beginn des Jahres lagen die Zinsen auf denselben sogenannten Eidgenossen noch bei -0.095 Prozent und angesichts des schon seit längerem höchst positiven Wirtschaftsausblicks war dieser Anstieg längst überfällig. Vielleicht dürfen wir in diesem Jahr sogar den ersten Zinsschritt der SNB miterleben. Denkbar wäre es, möglich allemal.

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.

