

ETF Securities – Ausblick April 2016

Politische Fehlentscheidungen der Fed

Der US-Notenbank (Fed) ist ein geldpolitischer Fehler unterlaufen. Nachdem sie zum ersten Mal seit neun Jahren die Zinsen angehoben hatte, stellte sie weitere Anhebungen für 2016 zurück, weil es auf dem Markt zu einer Trotzreaktion gekommen war. Parallel dazu kündigte die Europäische Zentralbank (EZB) eine weitere Lockerung ihrer Geldpolitik an, zu der auch die Ausweitung der Wertpapierarten gehört, die sie auf dem offenen Markt ankaufen kann. Alleinsein ist nicht leicht. Der Fed fällt es vor allem schwer, den Blick auf die Stärke der heimischen Fundamentaldaten zu richten, zum Beispiel den festen Arbeitsmarkt oder den steigenden Inflationsdruck, und sie entfernt sich nur ungern zu weit von den anderen Zentralbanken. Sie hat stattdessen ihre Dotplot-Prognose korrigiert, um anzudeuten, dass sie die Zinsen in diesem Jahr nur zweimal anheben wird (nicht viermal wie im Dezember angedeutet). Unseres Erachtens wird dies nicht ausreichen, den Preisauftrieb zu dämpfen, und eventuell dazu führen, dass die Notenbank zu einem späteren Zeitpunkt im Zyklus aggressiver an der Zinsschraube drehen muss.

Die globale Konjunkturerholung wird den Preisen der industriell genutzten Edelmetalle Silber, Platin und Palladium wohl Rückenwind geben. Zugleich ist es unwahrscheinlich, dass sie das defensivere Gold aus der Bahn werfen wird.

Die Geldpolitik der Notenbanken wird sich nach wie vor stützend auf Gold auswirken. Nach der Schwedischen Reichsbank, der Dänischen Nationalbank, der Schweizerischen Nationalbank und der Bank of Japan verfolgt nun auch die EZB eine Politik der Negativzinsen (NIRP). Sie wird dem Goldpreis nach unserer Auffassung nominal und real zugutekommen.

Obwohl sich die Schwellenmärkte seit einiger Zeit in der Flaute befinden, halten wir den Pessimismus bei Schwellenmarktanleihen für übertrieben. Die Anleger werden unseres Erachtens für die Übernahme der Kreditrisiken in den Schwellenmärkten überkompensiert, und wir meinen, dass hier eine Kaufgelegenheit besteht. Sobald sich die Stimmung zugunsten der Schwellenmärkte dreht, werden ihre Anleihen aufgrund der niedrigen Renditen in den Industrieländern wieder Zuflüsse sehen, die auch die Schwellenmarktwährungen stützen sollten. Schwellenmärkte sind eine heterogene Gruppe. Verglichen mit ihren Pendants in Lateinamerika und Asien haben die Schwellenländer Europas relativ wenig Schulden. Inflationsbereinigt sprechen die Bewertungen für europäische Schwellenmarktwährungen.

Nach der scharfen Korrektur der Aktienmärkte im ersten Quartal 2016 finden wir die Bewertungen in einigen Sektoren überzeugend. Besondere Erwähnung verdienen die Aktien von Cyber-Security-Unternehmen, die sich mit der Sicherheit im Internet befassen.

Die Volatilität ist ein Werkzeug, von dem bei der Entscheidungsfindung bezüglich der Vermögensallokation zu selten Gebrauch gemacht wird. Wir weisen nach, dass im Vergleich zu einem 50/50-Mischportfolio oder zu einem Handelssignal, das auf den relativen Renditen von Aktien und Anleihen basiert, das folgende Verfahren die Renditen steigern kann: Auslösung eines Kaufsignals für Anleihen, wenn die Volatilität von Aktien steigt (und eines Verkaufssignals bei nachlassender Volatilität). Die Volatilität wird in diesem Jahr wohl ein prägender Faktor sein, da die Notenbankpolitik für Unruhe sorgt und die Anleger zur Wachsamkeit zwingt.

James Butterfill

Executive Director - Head of Research & Investment Strategy

Martin Arnold

Director – FX & Macro Strategist

Edith Southammakosane

Director – Multi-Asset Strategist

Nitesh Shah

Director – Commodities Strategist

Morgane Delledonne

Associate Director - Fixed Income Strategist

Aneeka Gupta

Associate – Equity & Commodities Strategist

Inhalt

Big Picture

Die Glaubwürdigkeit der Fed ist in Gefahr	3
Gold sollte vom Negativzinsumfeld profitieren	6
Die Konjunkturerholung dürfte die Goldpreise nicht aus der Bahn werfen.....	8
Der industrielle Aspekt der Edelmetalle	11

Chancen in Schwellenmärkten

Anleger werden von Schwellenmarktspreeds für die Übernahme von Kreditrisiken überkompensiert.....	13
Niedrigzinsumfeld für Schwellenmärkte vorteilhaft.....	16

Neue Wege gehen

Die Anlagechancen des Cyber-Security-Sektors nutzen	19
Aktien/Anleihe-Allokation: Mit Volatilität die Rendite steigern.....	22
Blockchain und Bitcoin: Kompliziertes verständlich gemacht	25

Die Glaubwürdigkeit der Fed ist in Gefahr

Martin Arnold

Director – FX & Macro Strategist

research@etfsecurities.com

Überblick

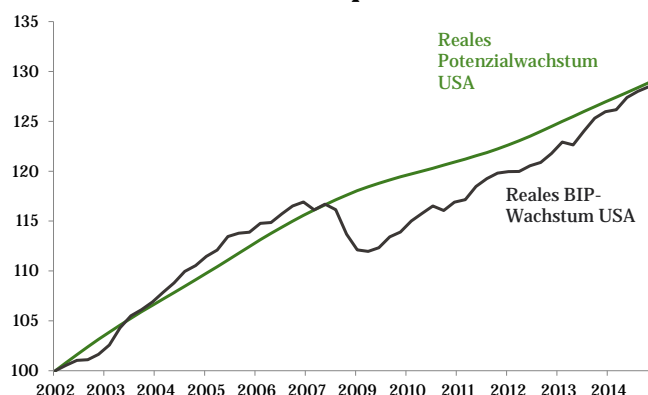
- Die jüngste geldpolitische Unklarheit der US Federal Reserve (Fed) wird der Volatilität des US-Dollar in den kommenden Monaten Auftrieb verleihen.
- Die passive Fed-Politik, die sich auf das Reagieren beschränkt, riskiert ein Überschießen der Inflation und damit einhergehend eine aggressivere geldpolitische Straffung im nächsten Jahr.
- Der Höhenflug des US-Dollar wurde vertagt, da die Unsicherheit über den Zinspfad der Fed anhält.

Dauerschleife in der Geldpolitik

Die Volatilität ist unverändert hoch, da sich die Anleger nach wie vor sorgen, dass die Konjunkturerholung in den USA infolge der Zinsanhebungen entgleisen könnte. Die Gefahr, dass moderate Zinsanhebungen das Wachstum beeinträchtigen könnten, besteht unseres Erachtens nicht. Die Gefahr kommt von Seiten der Fed, die mit ihren Statements keine klare geldpolitische Richtung vorgibt.

Das Trendwachstum des realen BIP zeigt, dass das Tempo, mit dem die US-Wirtschaft wächst, stabil ist. Obwohl der Wachstumspfad des realen BIP nicht so stark wie vor der Krise steigt, sind keine Anzeichen für eine Verlangsamung zu erkennen. Dieser Wachstumspfad rechtfertigt eine straffere Geldpolitik.

Wachstumspfad USA



Quelle: Bloomberg, CBO, ETF Securities

Auch wenn die Finanzlandschaft 2016 von Unsicherheit geprägt sein dürfte, wird sich der Aufschwung in den USA fortsetzen. Allerdings hat es den Anschein, dass die Fed stärker

auf die Volatilität der Vermögenspreise und externe Faktoren reagiert als auf die von ihrem Mandat vorgegebene Vollbeschäftigung und Preisstabilität. Eine größere geldpolitische Unsicherheit könnte die Marktvolatilität nähren und dem Zyklus eine sich selbst erfüllende Prophezeiung bescheren. Infolgedessen wird sich die Volatilität fortsetzen, bis die US-Geldpolitik berechenbarer geworden ist.

Tauben siegen über Falken

Der Offenmarktausschuss ließ die Zinssätze auf seiner Sitzung im März 2016 unverändert – eine allgemein erwartete Entscheidung. Wir meinen aber, dass es sich hierbei um einen Fehler seitens der US-Entscheidungsträger handelt.

Die jüngsten wirtschaftlichen Projektionen, die auf der März-Sitzung des Offenmarktausschusses veröffentlicht wurden, zeigen deutlich, dass der Rat der Gouverneure (Board of Governors) der Fed seit Dezember weniger restriktiv geworden ist. Schätzungen zufolge (Medianwert) werden die Zinsen vom gegenwärtigen Niveau von 0,38% bis Ende 2016 auf 0,9% steigen. Im Dezember war man noch von einem Anstieg auf 1,4% ausgegangen. Der Markt ist sogar noch kurzfristiger als die Fed und preist nur noch eine Zinsanhebung bis Jahresende ein.

Frühere Studien haben gezeigt, dass es hierbei um eine Fehlentwicklung handelt. Der ehemalige Fed-Vorsitzende Bernanke wies etwa darauf hin, dass „Vermögenspreisänderungen die Geldpolitik nur insoweit beeinflussen sollten, wie sie die Inflationsprognose der Notenbank betreffen.“ Laut Offenmarktausschuss jedoch stellen „die globalen wirtschaftlichen und finanziellen Entwicklungen weiterhin Risiken dar.“ Wir sind der Ansicht, dass sich die Fed dem Diktat der Märkte beugt. Dies wird aufgrund schlechter geldpolitischer Maßnahmen unbeabsichtigte Folgen mit sich bringen – der erste Fehler der Fed. Der ehemalige Vorsitzende Bernanke war noch der Meinung, dass die Politik nur dann auf Marktentwicklungen reagieren sollte, wenn die finanzielle Stabilität auf dem Spiel steht.



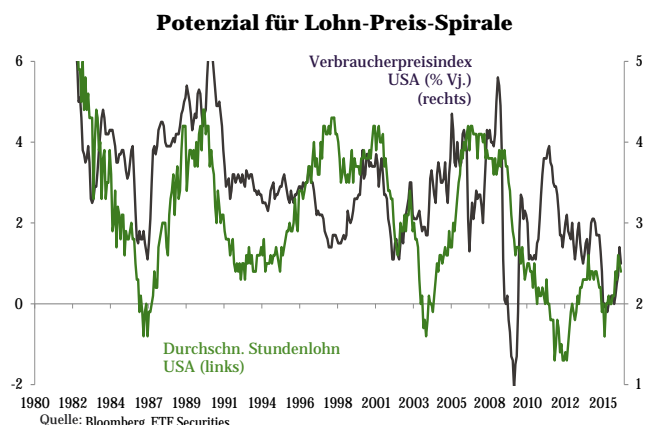
Der Inflationsdruck nimmt zu

Die Fed rechnet bis Jahresende mit einem Anstieg der Inflation von derzeit 1,0% auf 1,6%. Ihr mittelfristiges Inflationsziel beträgt 2,0%. Wenn die Fed die Straffung der Geldpolitik weiter aufschiebt, scheint ein Überschießen der Inflation das wahrscheinlichste Szenario zu sein. Da die Kerninflation schon bei 2,3% steht, wirken ihre Inflationserwartungen, denen zufolge das Zielniveau erst in „zwei oder drei Jahren“ erreicht sein wird, wie reine Spekulation.

Der Fed ist bewusst, dass der US-Arbeitsmarkt Stärke zeigt. Der zunehmend engere Arbeitsmarkt wird wohl die Inflation anheizen. Die inflationsstabile Arbeitslosenquote (NAIRU), ab der die Inflation aufgrund von Lohnerrhöhungen zu steigen beginnt, ist wahrscheinlich schon fast erreicht. Die Arbeitslosenquote (4,7%) steht nach den Projektionen der Fed derzeit am unteren Rand ihrer langfristigen Spanne von 4,7% bis 5,8%.

Die Lohndaten deuten zwar eine Ermäßigung des jährlichen Wachstums auf 2,2% an, doch ist dieser Rückgang auf eine Besonderheit des Kalenders zurückzuführen. Bereinigt liegt die wahre Lohnzuwachsrate wohl eher bei 2,6%. Während die nominelle Lohnentwicklung zu wünschen übrig lässt, steigen die Reallöhne weiterhin solide und stehen im Einklang mit den längerfristigen Durchschnittswerten der Aufschwungsphasen am Arbeitsmarkt.

Die ausbleibenden Lohnsteigerungen gelten allgemein als Grund für den Inflationsoptimismus, der trotz des robusten Arbeitsmarkts vorherrscht. Die Privathaushalte sind aber mit der aktuellen Vergütung zufrieden, weil ihre Finanzen von niedrigen Zinsen und Benzinpreisen gestützt werden. Wenn außerdem die sinkende Inflationsdynamik dafür sorgt, dass das Reallohnwachstum steigt, streben die Privathaushalte wohl kaum nominelle Lohnsteigerungen an, erst recht nicht, wenn der Produktivitätszuwachs gering ist. Doch kann dies nicht lange so bleiben, wenn die Kerninflation anzieht. Die Arbeiter werden nominelle Lohnsteigerungen verlangen, um sich gegen die Erosion ihrer Kaufkraft zur Wehr zu setzen. Dies könnte schließlich eine Lohn-Preis-Spirale in Gang setzen.



Inflationserwartungen steigen wieder



Der Offenmarktausschuss stellt in seiner jüngsten Erklärung sogar fest, dass sich im Vergleich zu den rückläufigen Marktindikatoren „die Umfrageindikatoren für die längerfristigen Inflationserwartungen kaum verändert haben.“ Die Fed-Vorsitzende Yellen erklärte, dass wir infolge der „anhaltenden Verbesserung des Arbeitsmarkts ... einen Anstieg des Inflationsdrucks sehen werden.“ Ohne die geldpolitische Eindämmung des Inflationsdrucks, selbst wenn er nur allmählich zunimmt, drohen die Erwartungen die Bodenhaftung zu verlieren, und das kann nur eine aggressive Zinsanhebung heilen.

Die Glaubwürdigkeit der Fed steht auf dem Spiel

Die Gefahr, dass die Fed mit einer Zinserhöhung zu lange wartet, sorgt für erhöhte Unsicherheit. Die Akteure drehen sich offenbar im Kreis: Die Märkte zittern vor den Entscheidungen der Fed und die Fed wiederum sorgt sich um die Marktvolatilität, das heißt um Fragen, die außerhalb ihres Mandats liegen.

Da der US-Arbeitsmarkt in robuster Verfassung ist, sollte das Hauptaugenmerk der Fed auf dem Inflationsdruck liegen. Hebt die Fed die Zinsen 2016 zu langsam an, gewinnen die Inflationserwartungen an Dynamik. Das einzige Heilmittel wird dann ein aggressiveres Zinsprofil sein.

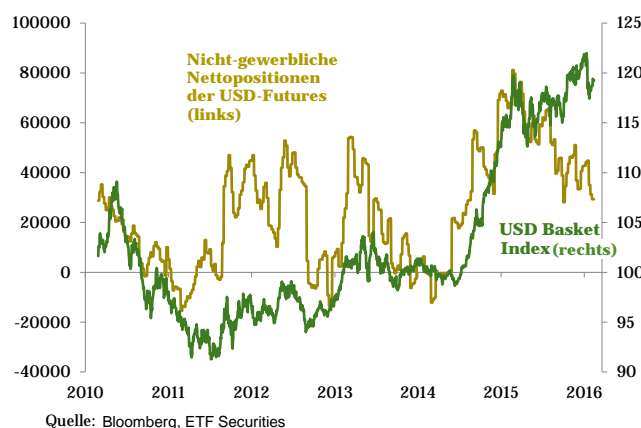
Auch wenn die Fed die Zinsen aufgrund der langsameren

Konjunkturerholung womöglich etwas gemächlicher anheben kann, sollte der Straffungsprozess nicht steckenbleiben und die Tonart eindeutig sein: In der US-Wirtschaft herrscht Vollbeschäftigung, und die Inflationserwartungen müssen unter Kontrolle bleiben. Die Fed muss aktiver agieren, als dies gegenwärtig der Fall ist. In der Vergangenheit zeichnete sie sich durch bloßes Reagieren aus, und in diesem Straffungszyklus scheint es nicht anders zu sein. Mittlerweile steht die Glaubwürdigkeit der Fed auf dem Spiel.

Konsequenzen für den US-Dollar

Der Markt hat für die kommenden drei Monate einen stärkeren US-Dollar eingepreist, doch hat sich diese Position auf den Terminmärkten in den letzten Wochen verkleinert. In der letzten Zeit pendelte der US-Dollar in einer Seitwärtsspanne, und wir rechnen auf kurze Sicht weiter mit Volatilität, bis der Offenmarktausschuss den Zinspfad bekannt gegeben hat.

Positionierung der Anleger



Der US-Dollar wird 2016 sein Hoch erreichen, doch ist jede weitere Schwächeperiode aufgeschoben, da die Fed nicht zur Einhaltung ihres Mandats in der Lage ist.

Gold sollte vom Negativzinsumfeld profitieren

James Butterfill

Executive Director – Head of Research & Investment Strategy

research@etfsecurities.com

Überblick

- Im historischen Vergleich schnitt Gold in einem Umfeld negativer Realzinsen besser ab als in Phasen nicht-negativer Zinsen.
- Unternehmen werden wohl mit Gold versuchen, die mit Negativzinsen verbundene Last zu umgehen.
- Die Politik der Negativzinsen (NIRP) ist bestimmt nicht das letzte Experiment der Zentralbanken.
- Negativzinsen könnten die Terminpreiskurve von Gold umkehren (Backwardation), das zu einem Carry-Trade-Instrument werden könnte.

Kaum Unterschiede zwischen der Politik negativer Zinsen und negativen Realzinsen

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat den Zins auf die Einlagenfazilität auf -0,4% gesenkt. Dass große Banken für ihre Einlagen bei einer Notenbank negative Zinsen erhalten, ist geschichtlich ein einmaliger Vorgang. Blickt man nach Großbritannien, dessen Datenreihen für Termingelder am weitesten zurückreichen, lassen sich Rückschlüsse ziehen, wie Gold in Phasen negativer Zinsen reagiert. Wir sehen keine wesentlichen Unterschiede zwischen den negativen Einlagenzinsen heute und den negativen realen Einlagenzinsen in den Siebziger und in der Phase nach der Kreditkrise. Bei negativer Realverzinsung kommt es in der Regel zur Kapitalflucht in Sachwerte oder Renditeobjekte – beides weiche Formen des Schuldenausfalls, die die Teuerung anfachen, indem sie Konsum und Investitionen ankurbeln, und damit den realen Wert der Schulden mindern.

(Reale) Bankeinlagenzinsen GB



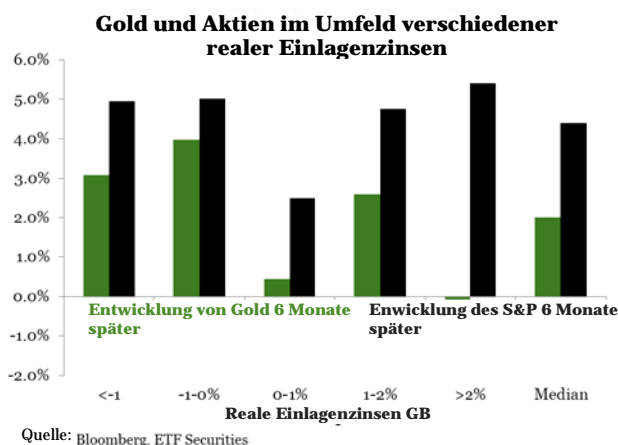
Notenbanken sorgen für negative Realzinsen

Die Notenbanken sind mitschuldig an der von der Zentralregierung gewünschten Inflation. Vasco Cúrdia, der leitende Volkswirt der San Francisco Federal Reserve, behauptet in seinem jüngsten Aufsatz mit dem Titel *Gibt es Argumente für ein Überschießen der Inflation?*, dass die Fed ein Überschießen der Inflation durch niedrige Zinsen gerne zulässt. Da die Kerninflation schneller als die Nominalzinssätze steigt, ist nicht von der Hand zu weisen, dass in den USA eine Politik negativer Realzinsen verfolgt wird. Jedoch kann dies nicht ewig so weitergehen, da es gegen das US-Notenbankgesetz verstößt und die Notenbank beliebiger politischer Einflussnahme aussetzt. Da aber die derzeit geltende Politik Inflations- und Beschäftigungsziele in über einem Jahr ansteuert, kann die Notenbank behaupten, dass sie ihre Geldpolitik locker hält, weil sie Risiken in der Zukunft erkennen kann.

Ganz gleich, ob die Realzinsen (Fed) oder Nominalzinsen (EZB, Schwedische Reichsbank, Dänische Nationalbank, Schweizerische Nationalbank, Bank of Japan) negativ gehalten werden, die Notenbanken der modernen Industrieländer scheinen ihre Probleme mit Negativzinsen lösen zu wollen.

Gold entwickelt sich im Umfeld negativer Realzinsen überdurchschnittlich

Bislang waren die realen Einlagenzinsen der Banken nur zweimal negativ: in den Siebziger und in der Phase nach der Kreditkrise. Ende der 1950er waren die Realzinsen schon einmal leicht negativ, aber damals war der Goldpreis fixiert, sodass wir nur die Daten ab 1968 heranziehen, als der Goldpreis sich freier bewegen konnte. 1968 markiert das Ende des einheitlichen Systems fester Wechselkurse, aber auch den Anfang vom Ende der internationalen Bretton-Woods-Währungsordnung.



An historischen Daten lässt sich ablesen, dass es eine Beziehung zwischen negativen Realzinsen und dem Goldpreis gibt. Das obige Diagramm etwa zeigt die 6-Monats-Entwicklung des mittleren Goldpreises in verschiedenen Realzinsumgebungen. In Zeiten negativer Realzinsen entwickelt sich Gold im Vergleich zu normaleren Phasen eindeutig überdurchschnittlich. Zieht man die Entwicklung des S&P500 zum Vergleich heran, wird deutlich, dass die Realzinsen auf die Entwicklung des Aktienmarkts nur geringen Einfluss haben.



Die unbeabsichtigten Konsequenzen der Negativzinspolitik

Die Negativzinsen der EZB haben diverse unbeabsichtigte Konsequenzen. Laut Bloomberg denken Großanleger, Sparkassen und Pensionsfonds darüber nach, ob es nicht wirtschaftlicher wäre, die Versicherungs- und Logistikkosten für die Verwahrung von Bargeld zu tragen, da die Zinsen auf Übernachteinlagen unter null fallen und die Renditen beeinträchtigen. Entsprechend suchen sie nach Ausweichmöglichkeiten für ihre Überschussliquidität. Die

Münchener Rück zum Beispiel hat ihre Goldbestände aufgestockt.

Die Banken werden wohl ebenfalls unter den Negativzinsen auf die EZB-Einlagenfazilität leiden, obgleich die vorgeschlagenen Langfristkredit-Auktionen (TLTRO II) noch erheblich günstigere Finanzierungsbedingungen als die ursprüngliche TLTRO-Initiative aufweisen. Im Rahmen von TLTRO II erhalten Banken, deren Kreditvergabe über einer bestimmten Benchmark liegt, eine Prämie, die den „Strafzins“ auf ihre Einlagen teilweise ausgleicht. Die Einführung von TLTRO II und der Kauf nicht-finanzieller Unternehmensanleihen durch die EZB beweist, dass die Notenbanken erfreulicherweise weitere alternative Anreize suchen und die Negativzinspolitik nicht unbedingt das letzte Experiment der Zentralbanken ist. Die EZB ist sich der nachteiligen Wirkungen sehr wohl bewusst, die Negativzinsen auf die bereits dürftige Kreditvergabe in Europa haben können.

Die Negativzinspolitik könnte die Terminpreiskurve von Gold umkehren

Zinsen sind ein entscheidender Faktor bei der Preisermittlung eines Rohstoff-Terminkontrakts und bei Anlagen in Total-Return-Futures der Vermögensklasse von entsprechender Bedeutung.

Die Preisfindung für Rohstoff-Terminkontrakte erfolgt auf Basis der Haltekosten, die sich aus den Verwahrungs- und Versicherungskosten sowie den Finanzierungskosten zusammensetzen, die für den Kauf des zugrunde liegenden Rohstoffs anfallen. Infolge der erwarteten niedrigeren und möglicherweise negativen Zinsen gehen die Preise entlang der Terminkurve für Rohstoffe zwangsläufig zurück, da sich die Finanzierung verbilligt. Je tiefer die Zinsen fallen, desto größer ist die Chance, dass sich die Rohstoffkurve umkehrt (Backwardation).

Weil darüber hinaus in einem Negativzinsumfeld das Halten von Bargeld mit Kosten verbunden ist, sollte die steigende Nachfrage nach defensiven oder „monetären Vermögenswerten“ wie Gold die Preise am vorderen Ende der Kurve heben, da die Opportunitätskosten von Bargeldbeständen steigen.

Zusammenfassend ist festzustellen, dass sich Gold in einem Umfeld negativer Realzinsen oder einer Negativzinspolitik im Vergleich zu normalen Phasen wohl überdurchschnittlich entwickeln wird.

Die Konjunkturerholung dürfte die Goldpreise nicht aus der Bahn werfen

Nitesh Shah

Director – Commodities Strategist

research@etfsecurities.com

Überblick

- Der Anstieg der Inflation und die Abschwächung des US-Dollar sind für den Goldpreis positiv. Andererseits könnte sich eine Aufwärtsbewegung des Konjunkturzyklus als Belastung für die Goldpreise erweisen.
- Wenngleich der Konjunkturzyklus unseres Erachtens eine wichtige Triebfeder für die Goldpreise ist, scheint diese Entwicklung jedoch relativ neu zu sein. Setzen sich die alten Beziehungen wieder durch, könnten sich die defensiven Qualitäten von Gold verflüchtigen.
- Nimmt die Fed die Anhebung der Zinsen im Juni 2016 wieder auf, ist Gold mit etwa 1250 USD fair bewertet.
- Wir sind weiterhin der Ansicht, dass der Fed vor unseren Augen ein geldpolitischer Fehler unterläuft, weil sie die Normalisierung der Zinsen zu langsam angeht.

Gold, ein defensiver Wert

In unserem Artikel [Durch geldpolitische Politikfehler entsteht ein gutes Aufwärtspotenzial für Gold¹](#) stellten wir ein Modell vor, das zeigte, dass der Goldpreis positiv mit der Inflation und der Anlegerstimmung für Gold (gemessen anhand der spekulativen Nettoposition) korreliert und negativ mit den langfristigen nominalen Renditen und dem handelsgewichteten US-Dollar. Wir schlagen vor, das Modell durch eine weitere Variable, einen Indikator für den Konjunkturzyklus, zu erweitern. Diese intern entwickelte Kennzahl hat die folgenden Bestandteile²:

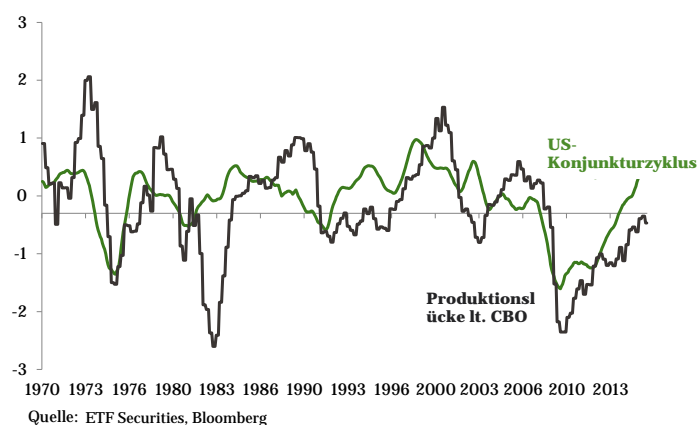
1. US-Haushaltsdefizite
2. Konjunkturelle Frühindikatoren
3. Differenz zwischen Verbraucher- und Erzeugerpreisinflation (stellvertretend für die Gewinnmargen der Unternehmen)

Der Indikator ist in seinem Verhalten mit der Produktionslücke vergleichbar, erfordert aber kein Rätselraten über die Höhe der potenziellen Produktion und ist aktueller als die Produktionslücke, die das Congressional Budget Office veröffentlicht. Obwohl viele Variable des bestehenden Modells

eine gewisse Beziehung zum Konjunkturzyklus aufweisen, werden die Haushaltsdefizite und Unternehmensmargen nicht gut erfasst.

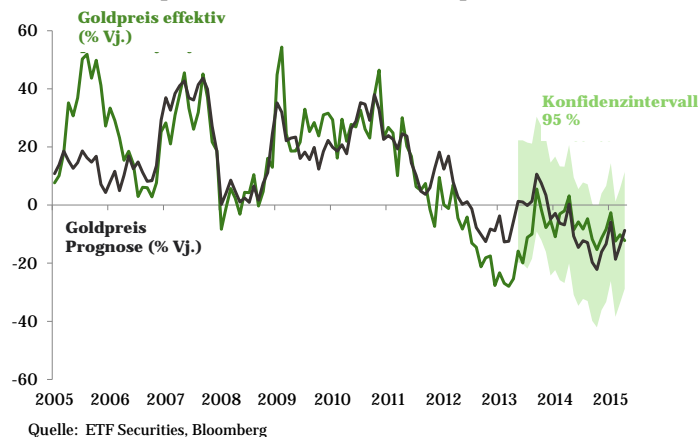
Die Aufnahme dieser neuen Variablen in das Modell verbessert das korrigierte Bestimmtheitsmaß R^2 von 64% auf 68%. Diese statistische Messgröße gibt an, wie nahe die Messdaten an der korrigierten Regressionsgerade liegen.

US-Konjunkturzyklen



Sie ist mit den Goldpreisen negativ korreliert, was den defensiven Qualitäten von Gold entspricht. Sie ist auf dem 1%-Niveau statistisch signifikant, und das verbesserte Modell hat im Rahmen unserer Out-of-Sample-Tests gut funktioniert.

Goldpreismodell im Out-of-Sample-Test



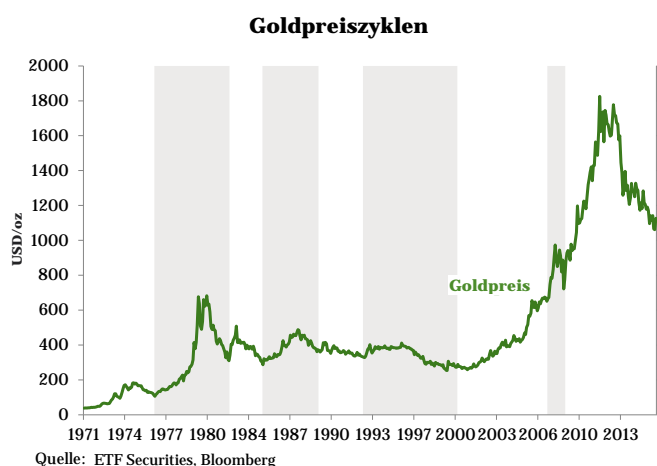
¹ Siehe ETF Securities Ausblick 2016, Vergessen Sie den Hype ... (Dezember 2015)

² Sie wurde mit einem z-Wert um den Median standardisiert, und in das Modell geht eine Differenz zum Vorjahr ein.

Das Modell zeigt an, dass die USA in eine stärkere Phase des Konjunkturzyklus eintreten (d. h. die Produktionslücke ist positiv), was die Goldpreise belasten dürfte. Dennoch sind wir der Meinung, dass andere Komponenten des Modells, die höhere Inflation und der abwertende US-Dollar, zum weiteren Anstieg der Goldpreise führen.

Die bestimmenden Faktoren der Goldzyklen

Bevor wir das Modell um eine neue Variable erweitern, untersuchen wir, wie beständig ihre Relevanz in den letzten Goldpreiszyklen war. Wir sind der festen Überzeugung, dass wir so viele historische Daten wie möglich in das Modell aufnehmen sollten. Damit wir erkennen können, wann es seinen Zweck erfüllt (und wann nicht), haben wir die Zeitreihen geteilt, um dessen Leistungsfähigkeit in den verschiedenen Goldzyklen überprüfen zu können. Die Balken stehen für jeweils separate Goldzyklen (seit 1974).



Wir justieren das Modell dann für jeden Goldpreiszklus und schauen nach, ob die Einflussgrößen statistisch signifikant sind und die erwartete Aussagekraft haben (siehe nachstehende Tabelle).

Auch wenn alle Variablen im letzten Zyklus (2008-2016) relevant sind, war dies in den verschiedenen Goldpreiszyklen recht selten der Fall. Der handelsgewichtete US-Dollar war im

Zeitverlauf tendenziell die beständigste Modellvariable, die nur in zwei der letzten neun Zyklen (1974-1976 und 2007-2008) an Bedeutung einbüßte. In früheren Phasen war die Welt mit dem Untergang des Bretton-Woods-Systems beschäftigt, und die Dollar-Gold-Beziehung hatte sich noch nicht vollständig ausgebildet. In der globalen Finanzkrise 2007-2008 galt der US-Dollar ebenso wie Gold als sicherer Hafen, was die übliche Beziehung aufbrach.

In fünf der letzten neun Zyklen war die Inflation eine wesentliche Variable. In den Jahren zwischen 1982 und 1993, die drei Zyklen umspannten, schaffte es die Inflation nicht in den Rang einer bedeutsamen Variablen mit dem korrekten Vorzeichen. Damals gewöhnten sich die USA an ein Klima geringerer Inflation, und die Goldpreise reagierten auf eine Reihe globaler Schocks.

Die Nominalrenditen waren anscheinend nur in vier der neun letzten Zyklen eine relevante Variable, so für den Großteil der letzten zehn Jahre, zuvor aber nur in den Perioden 1982-1985 und 1993-2001. Die Nominalzinsen waren 1982 wie im jüngsten Zyklus zurückgegangen, wenn auch damals von einem vergleichsweise sehr hohen Niveau.

Die spekulative Position scheint in dem Zeitraum, für den uns Daten vorliegen, in den meisten Zyklen relevant zu sein. 2001-2007 versagten jedoch die meisten Bestandteile des Modells. Die starken Zugewinne Mitte 2006 (z. B. im Juni 2006 52% gegenüber dem Vorjahr) sind schwer zu rechtfertigen und sprechen für eine Blase.

Der Konjunkturindikator war offenbar nur in zwei der letzten neun Zyklen von Bedeutung. Sein Vorzeichen wechselte in vielen Zyklen von positiv zu negativ. Anscheinend gehört er zu den am wenigsten stabilen Modellkomponenten. Aus diesem Grund warnen wir davor, ihr zu viel Bedeutung beizumessen. Tatsächlich hat es den Anschein, als stünde der Zyklusindikator momentan in der Nähe eines Hochs, aber die Goldpreise steigen weiter.

	1974-1976	1976-1982	1982-1985	1985-1989	1989-1993	1993-2001	2001-2007	2007-2008	2008- 2016
US-Dollar	✖	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✖	✓
Inflation	✓	✓	✖	✖	✖	✓	✖	✓	✓
Nominalrenditen	✖	✖	✓	✖	✖	✓	✖	✓	✓
Zyklusindikator	✖	✖	✖	✖	✖	✓	✖	✖	✓
Spekulative Position	–	–	–	–	–	✓	✖	✓	✓
Korr. R ²	67%	68%	73%	79%	17%	71%	23%	92%	82%

- ✓ Mindestens auf dem 10%-Niveau signifikant und der Koeffizient hat das richtige Vorzeichen
- ✖ Nicht mindestens auf dem 10%-Niveau signifikant oder der Koeffizient hat das falsche Vorzeichen
- Nicht verfügbar

Quelle: ETF Securities

Überraschungen bei der Inflation und die Abwertung des US-Dollar halten die Preise hoch

Unter der Annahme, dass die Inflation auf 2% anzieht und der Zyklusindikator um 0,5 Punkte steigt, werden die Goldpreise unserem Modell zufolge wahrscheinlich auf dem aktuellen Niveau von Februar 2017 verharren (sofern der US-Dollar um 5% abwertet und die spekulative Position in der Nähe ihres langfristigen Durchschnitts bleibt)³. Eine schärfere Zunahme der Inflation oder Abwertung des US-Dollar könnte die Preise wesentlich höher katapultieren. Hierbei handelt es sich um wahrscheinliche Ergebnisse, wenn die Fed ihre derzeitige Haltung beibehält. Da sich unser Zyklusindikator nahe seiner Allzeithochs befindet, glauben wir nicht an einen wesentlichen Anstieg der Zykluskomponente, was die Rückgänge beim Goldpreis begrenzt.

Gold lt. Modell (USD/oz), Feb. 2017

		Faktor Konjunkturzyklus								
		-1.00	-0.75	-0.50	-0.25	0.00	0.25	0.50	0.75	1.00
Verbraucherpreisinflation (%)	-2.5	1222	1197	1172	1147	1121	1096	1071	1046	1021
	-1.0	1283	1258	1233	1208	1182	1157	1132	1107	1082
	0.0	1324	1299	1273	1248	1223	1198	1173	1148	1122
	1.0	1364	1339	1314	1289	1264	1239	1213	1188	1163
	1.5	1385	1359	1334	1309	1284	1259	1234	1209	1183
	2.0	1405	1380	1355	1329	1304	1279	1254	1229	1204
	2.5	1425	1400	1375	1350	1325	1299	1274	1249	1224
	3.0	1446	1420	1395	1370	1345	1320	1295	1269	1244
	5.0	1527	1502	1476	1451	1426	1401	1376	1351	1326

³ Das Modell geht von einer 5%-igen Abwertung des US-Dollar, keiner Veränderung der langfristigen nominalen Renditen und einer spekulativen Netto-Longposition am langfristigen Medianwert von 75.000 Kontrakten aus.

Der industrielle Aspekt der Edelmetalle

Nitesh Shah

Director – Commodities Strategist

research@etfsecurities.com

Überblick

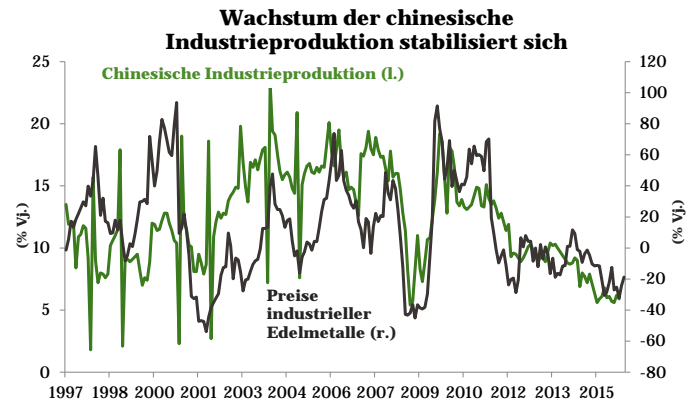
- Die Nachfrage nach Platin, Palladium und Silber wird wohl weiter steigen, da es den Anschein hat, als habe Chinas Industrieproduktion eine Basis gefunden.
- Die Angebotsdefizite werden wohl zunehmen, da die Abwertung des Rand abklingt und die Minenunternehmen ihre Aktivitäten verringern.
- Die Verschärfung der Abgasnormen wird die Nachfrage nach den Metallen der Platingruppe (PGMs) in die Höhe treiben.

Die Erholung hat begonnen

Bei Silber, Platin und Palladium hat die Erholung in diesem Jahr eingesetzt und zu einem Anstieg von jeweils 14%, 11% und 7% geführt (bis 22. März 2016). Die Erholung geht teilweise auf ihre enge Korrelation mit Gold zurück. Seit 1993 korrelieren die Monatsrenditen von Silber und Platin zu 70% und 57% mit Gold. Silber und Platin kommen in der Schmuckindustrie zum Einsatz und dienen in Form von Barren und Münzen Anlagezwecken. Palladium hingegen korreliert viel weniger mit Gold (25% seit 1993), was der Tatsache geschuldet ist, dass es höchst selten als Schmuck oder Anlagegegenstand verwendet wird. Trotzdem kommen Silber zu über der Hälfte und Platin zu fast 70% in industriellen Anwendungen und Autoteilen (Palladium über 90%) zum Einsatz. Die Industrieproduktion ist daher für diese Metalle ein wichtiger Nachfragefaktor. Um sie von Gold zu unterscheiden, das eher wie ein monetärer Vermögenswert funktioniert, bezeichnen wir sie als industrielle Edelmetalle.

Chinas Industrieproduktion hat eine Basis gefunden

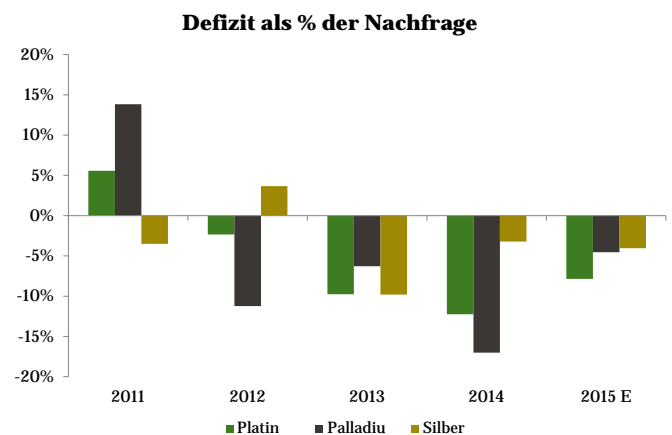
Dass diese Edelmetalle seit 2011 fallen, ist zum Teil eine Folge der nachlassenden Nachfrage Chinas, das sich auf ein langsames Wachstumstempo einstellt. Das Wachstum der chinesischen Nachfrage nach Silber und Platin hat sich in den letzten Jahren abgeschwächt, bleibt aber im Hinblick auf Palladium unverändert stark, das in den Katalysatoren benzinbetriebener Fahrzeuge verwendet wird. Obwohl Chinas Industrieproduktion von ihrem Höchststand von fast 20% Mitte 2010 zurückgefallen ist, hat sie anscheinend eine Basis gefunden und ist in fast jedem Monat des Jahres 2015 im Vorjahresvergleich um 6% gewachsen.



Quelle: ETF Securities, Bloomberg. Industrial precious metals is the average of silver, platinum and palladium

Angebotsdefizite nehmen wahrscheinlich zu

Diese drei Metalle wiesen in den letzten drei Jahren alle ein Angebotsdefizit auf. Diese Defizite werden wahrscheinlich Bestand haben. Südafrika, das 80% des Platins und fast 40% des Palladiums produziert, hat gewöhnlich Probleme mit der Arbeits- und Energiesicherheit. Einige Zeit lang konnte der abwertende südafrikanische Rand seine Bergbauunternehmen von der Preisschwäche des zugrunde liegenden Rohstoffes isolieren. Da jedoch die südafrikanische Reservebank entschlossen ist, die Inflation durch die Anhebung der Zinsen auszumerzen und ihre Währung erneut zu stärken, wird das nicht mehr möglich sein. Die Bergbauunternehmen werden daher wahrscheinlich ihre Aktivitäten weiter einschränken.

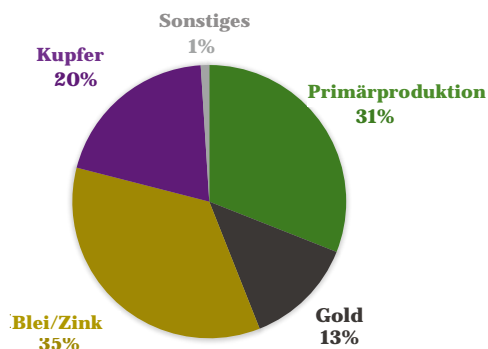


Quelle: ETF Securities, Johnson Matthey, GFMS,

Bei Silber, hauptsächlich ein Nebenprodukt bei der Gewinnung

anderer Metalle, wird die Produktion wahrscheinlich parallel zur Angebotsverringerung der Industriemetalle zurückgehen. Wie wir in [Sentiment turns more positive for industrial metals](#) (März 2016) darlegten, werden einschneidende Investitionskürzungen im Bereich der Industriemetalle 2016 die Produktion von Zink und Kupfer drosseln. Die Erze beider Metalle sind wichtige Silbervorkommen.

Herkunft des Silberangebots



Quelle: ETF Securities, GFMS

Schärfere Abgasnormen treiben die Nachfrage nach Platinmetallen

2015 wurden in Europa schärfere Abgasnormen eingeführt. Generell gibt es in Europa mehr Pkw mit Dieselmotor als mit Ottomotor, wobei Dieselfahrzeuge in ihren Katalysatoren im Vergleich zu Palladium eine höhere Platinbeladung benötigen⁴. Zwar dienen die Katalysatoren nicht in erster Linie der Minderung der NOx-Emissionen (hierfür werden während der Abgasnachbehandlung NOx-Speicherkats für Magermotoren sowie selektive katalytische Reduktionen (SCR) verwendet), doch sorgen Platinmetalle nach Johnson Matthey für eine Optimierung des Prozesses. So stieg die Beladung mit Platinmetallen 2015 aufgrund der neuen Gesetzeslage um 7%. Auch die Platinnachfrage dürfte 2016 aufgrund der im September 2015 eingeführten höheren Beladung in europäischen Pkw steigen.

	Datum der Einführung	Merkmale
Euro-6		Fachgrundnorm
Euro-6a		Freiwillige Phase
Euro-6b	September 2015	Gegenüber Euro-5 für Diesel 56% weniger NOx zulässig. Keine wesentliche Änderung bei Benzin.
Euro-6c	September 2017	Partikelemissionen bei Benzin sollen auf Dieselniveau gesenkt werden. Keine wesentliche Änderung bei Diesel.
Euro-6d	September	Abgasmessungen unter realen

⁴ Die Menge des in Katalysatoren verwendeten Metalls

2017	Fahrbedingungen statt Laborprüfungen. Bei den Grenzwerten bestehen gewisse Spielräume, die sich aus sogenannten „Übereinstimmungsfaktoren“ ergeben, aber nach und nach eingeschränkt werden.
------	--

Quelle: Johnson Matthey, ETF Securities

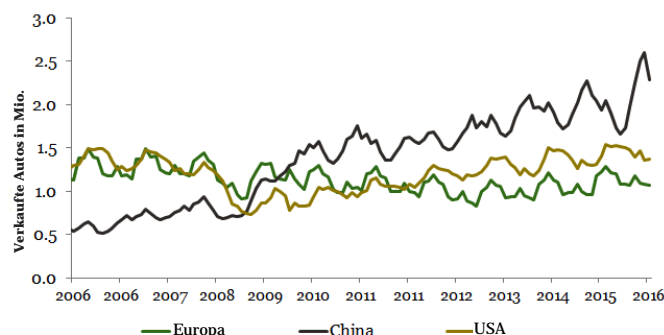
2010 führte Indien zunächst in 14 Bundesstaaten eine der Schadstoffklasse Euro 4 entsprechende Abgasnorm ein, die bis 2017 auf das ganze Land ausgedehnt wird. Der Wunsch nach einer höheren Luftqualität ist allerdings so groß, dass Indien in diesem Jahr beschlossen hat, die Einführung seiner mit Euro-5 vergleichbaren Verordnung zu kassieren und 2020 gleich zur Euro-6-Norm zu wechseln. Was die Emissionsnormen anbelangt, schließt Indien also schnell zu seinen Partnern in den Industrieländern auf. Das verspricht Gutes für die Entwicklung der Platinmetalle, insbesondere da der Autoabsatz in den Schwellenmärkten rapide steigt.

In den USA ist die Verschärfung der Emissionsnormen in ein neues Stadium eingetreten. In Kalifornien und verschiedenen anderen „grünen“ Bundesstaaten werden für die Baujahre 2015 bis 2025 die LEV-III-Vorschriften umgesetzt. Die gesetzlichen Vorgaben der Federal Tier 3 werden zwischen 2017 und 2025 eingeführt. Die beiden Gesetzesvorhaben bewirken, dass die Emissionen der Neuwagenflotte letztlich um 70-80% sinken.

Aufgrund der Dominanz der Ottomotoren in den USA rechnen wir aufgrund der neuen Gesetzeslage insbesondere mit höheren Palladiumbeladungen.

Ungeachtet der saisonalen Schwankungen ist der globale Autoabsatz unverändert stark – ein Trend, der sich fortsetzen dürfte, wenn die Erholung der Weltwirtschaft Fahrt aufnimmt.

Autoabsatz Gleitender 3-Monats-Durchschnitt, Einheiten



Quelle: ETF Securities, Bloomberg

Da die Nachfrage nach industriellen Edelmetallen steigt und das Angebot begrenzt bleibt, wird wohl auch dieses Jahr von einem Angebotsdefizit geprägt sein. Solche Angebotsengpässe wirken sich stützend auf den Preis aus. Die Verschärfung der globalen Abgasnormen wird der Nachfrage nach Platinmetallen im Jahr 2016 und darüber hinaus Auftrieb verleihen.

Anleger werden von Schwellenmarktspreads für die Übernahme von Kreditrisiken überkompensiert

Morgane Delledonne

Associate Director – Fixed Income Strategist

research@etfsecurities.com

Überblick

- Schwellenmarktanleihen bieten eine der besten risikoadjustierten Renditen. Anleger werden unseres Erachtens für die Übernahme der Kredit- und Liquiditätsrisiken von den Spreads überkompensiert.
- Die Haltung der G10-Notenbanken, der zufolge „die Zinsen längere Zeit niedriger bleiben“, sollte die Aufwertung des US-Dollar eindämmen und für einen stetigen Kapitalstrom aus den entwickelten Märkten in die Schwellenmärkte sorgen, da Anleger die Jagd nach Rendite andernorts fortsetzen.
- Insgesamt haben die Schwellenländer ihre Leistungsbilanzen im Allgemeinen bisher gut im Griff und ihre wirtschaftliche und finanzielle Belastbarkeit unter Beweis gestellt.

Externe Faktoren begrenzen den Anstieg der US-Renditen

Die Europäische Zentralbank und die Bank of Japan verfolgen seit Januar dieses Jahres eine zunehmend expansivere Geldpolitik. Zugleich sträubt sich die Fed mehr und mehr gegen eine Anhebung der Zinsen. Die Unterschiede zwischen den G10-Notenbanken werden sich daher in diesem Jahr wahrscheinlich in Grenzen halten. Unseres Erachtens dürfte dies der Flucht-in-die-Qualität in Richtung USA Einhalt gebieten und die Dollar-Aufwertung deckeln. In dem beständigen Umfeld niedriger, wenn nicht negativer Zinsen sind die Anleger gezwungen, die Jagd nach Rendite fortzusetzen und zusätzliche Risiken einzugehen, indem sie unter anderem ihre Anlagen auf risikoreichere Anleiheklassen und Lokalwährungsanleihen ausdehnen und auf ein aktives Management zurückgreifen.

Schwellenländer erwiesen sich insgesamt als belastbar

Seit den frühen Nullerjahren haben die Schwellenländer auf steuerpolitischer, geldpolitischer und politischer Ebene generell eine höhere Disziplin an den Tag gelegt, was zur Zunahme der Währungsreserven und Preisstabilität beitrug. Die Notenbanken gewannen an Glaubwürdigkeit, und viele Schwellenländer erlebten eine Phase des wirtschaftlichen Erfolgs und der finanziellen Stabilität.

Die Krise von 2008, dann die Abkühlung in China und schließlich der sich hinziehende Verfall der Energiepreise drückten auf die Anlegerstimmung, was sich 2015 zum ersten Mal seit einem Jahrzehnt in Netto-Kapitalabflüssen aus den Schwellenmärkten niederschlug. Das plötzliche Ausbleiben der Kapitalzuflüsse wiederum höhle das Wirtschaftswachstum aus, zehrte an den Außenhandelsbilanzen und verschärfte die Ungleichheit unter den Schwellenländern.

	PMI Prod*	Leistungs- bilanz (%BIP)	Schulden (%BIP)	Haushalt (%BIP) **	Inflation über dem Ziel?	Geldpolitik
China	<50	>0	<60	<-3	No	Lockert
Russland	>50	>5	<60	>-3	Yes	Lockert
Indien	>50	<0	>60	<-3	No	Lockert
Südafrika	>50	<0	<60	<-3	No	Strafft
Türkei	>50	<5	<60	>-3	Yes	Abwartend
Brasilien	<50	<5	<60	<-3	Yes	Strafft

Quelle: Bloomberg, ETF Securities (* Ein Wert über (unter) 50 ist eine Expansion (Kontraktion), ** Kriterien des Vertrags von Maastricht⁵: Öffentlicher Schuldenstand unter 60% des BIP, öffentliches Defizit unter 3% des BIP.

Länder mit flexiblen Wechselkursen profitierten von der Abwertung ihrer Währung, da sie ihre Wettbewerbsfähigkeit verbessern und ihre Zahlungsbilanzen anpassen konnten. Der russische Rubel etwa wertete gegenüber dem US-Dollar zwischen August 2014 (USD/RUB 36,1) und seinem Tief im Januar dieses Jahres (USD/RUB 82,9) um 56% ab, was Russland half, seinen Leistungsbilanzüberschuss trotz der gesunkenen Auslandsnachfrage nach Öl und Rohstoffen von 3% des BIP im Jahr 2014 auf 5% im Jahr 2015 zu steigern. Andererseits passten sich die Leistungsbilanzen der Länder, die sich wie China, Indien und Südkorea als Zwischenglieder der globalen Lieferkette positioniert haben, durch die geringere Nachfrage automatisch an. Die Importe von Zwischenprodukten schrumpften parallel zu den Exporten von Fertigwaren (nach der Verarbeitung).

Andere Länder wie Südafrika, die Türkei und Brasilien versäumten es, ihre Außenhandelsbilanzen zu bereinigen. Hier führten entweder Einzelrisiken wie die politische Instabilität oder besondere makroökonomische Ungleichgewichte zu ernststen Kapitalabflüssen, wonach Notenbanken zu einem

⁵ Im Maastricht-Vertrag verpflichteten sich die Mitglieder der Eurozone, „gesunde öffentliche Finanzen“ zu gewährleisten, das heißt, den öffentlichen Schuldenstand auf 60% des BIP und das jährliche öffentliche Defizit auf 3% des BIP zu begrenzen. Wir verwenden die Maastricht-Kriterien als Benchmark für die Haushaltsposition der Schwellenmärkte.

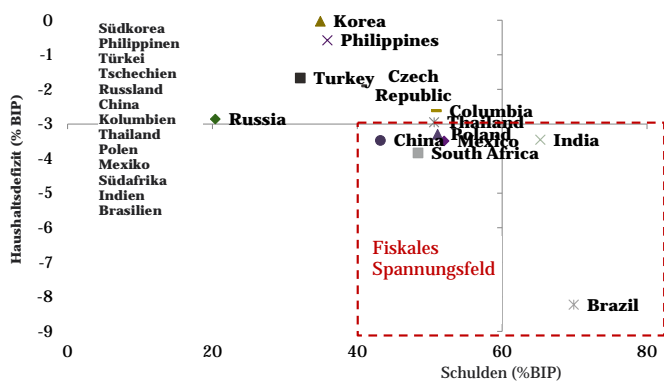
Zinsanstieg gezwungen wurden. Diese Maßnahmen verhinderten die Abwertung der Währung auf ein wettbewerbsfähiges Niveau, und die Sanierung der Außenhandelsbilanzen blieb aus. Insbesondere die Türkei weist das größte Leistungsbilanzdefizit von allen Schwellenländern auf (-6% des BIP im Dezember 2015).

Abgesehen davon haben die Schwellenländer ihre Leistungsbilanzen bisher generell gut im Griff und ihre wirtschaftliche und finanzielle Belastbarkeit unter Beweis gestellt. Unseres Erachtens ist die derzeitige Unbeliebtheit der Schwellenmärkte kein Ausdruck ihrer wirtschaftlichen Fundamentaldaten, sodass hier Möglichkeiten zur Diversifizierung und Chancen auf einen Mehrertrag bestehen.

Gleichwohl haben die langfristigen Herausforderungen zugenommen

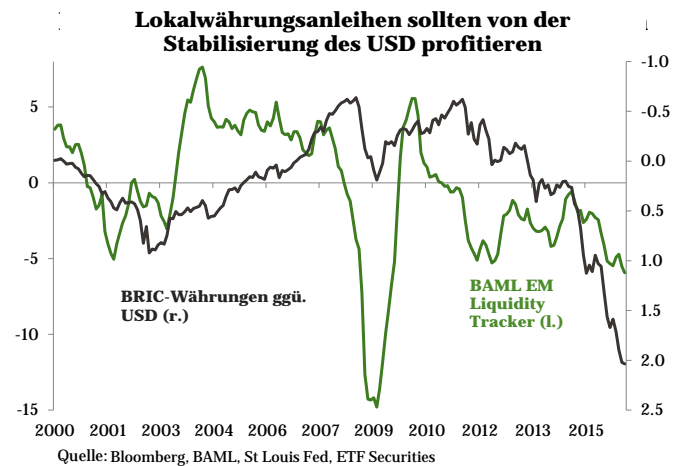
Infolge des geringeren Steueraufkommens wurde ein bedeutender Teil der Staatshaushalte als automatischer Stabilisator eingesetzt, was in manchen Ländern zur erheblichen Verschlechterung der Staatsbilanzen führte. Im Schnitt stieg das Haushaltsdefizit der Schwellenländer um 40% auf -3% des BIP. Die höchsten Haushaltsdefizite und Schulden weisen namentlich Brasilien, Südafrika, China und Indien auf. Siehe unten. Dies sollte jedoch zum gegenwärtigen Zeitpunkt keine allzu große Besorgnis erregen, da es sich eher um ein langfristiges Problem handelt.

Zunehmende fiskalische Ungleichgewichte



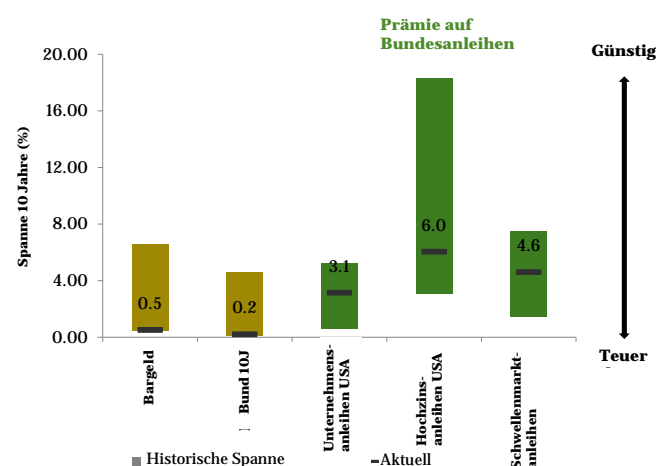
Bewertung der Schwellenmarktanleihen überzeugend

2015 entwickelten sich Schwellenmarktanleihen unterdurchschnittlich, da ihnen die Aufwertung des US-Dollar in der Wahrnehmung der Anleger schadete. Der Rückgang der Schwellenmarktwährungen gegenüber dem US-Dollar war unseres Erachtens ein extremer Ausdruck der Anlegerängste, da nur 40% der ausstehenden Schwellenmarktschulden auf US-Dollar oder Euro lauten.



Lokalwährungsanleihen sollten von der aus unserer Sicht eintretenden Stabilisierung des US-Dollar profitieren, und Anleger sollten sich dadurch bestärkt fühlen, die höhere Verzinsung in den Schwellenmärkten zu nutzen. Am 25. März 2016 betrug die Risikoprämie der Schwellenmarktanleihen gegenüber Bundesanleihen 4,6%, obwohl sie eine geringere Volatilität als US-Hochzinsanleihen aufweisen. Im Gegensatz dazu schwanken die Renditen vieler Geldmärkte knapp über dem Nullpunkt, während sich die Risikoprämien der US-Unternehmensanleihen von Anlagequalität gegenüber Bundesanleihen auf 3,1% belaufen. Unseres Erachtens sind Anlagen in Schwellenmarktanleihen aufgrund der günstig erscheinenden Bewertungen nach wie vor überzeugend. Diese Einschätzung geht mit dem Restrisiko einher, dass die Fed mit einer Zinsanhebung im April einen Marktschock auslösen könnte.

Bewertungsspanne nach Vermögensklasse



Unseres Erachtens wird das Kreditrisiko von Schwellenmarktanleihen zu hoch bewertet

Der fortgesetzte Rückgang der Ölpreise veranlasste Moody's, seit Jahresanfang 13 Staaten und 67 Investment-Grade-Unternehmen in Afrika und dem Nahen Osten abzustufen, und

Die Schwellenmärkte werden in diesem Jahr womöglich von einer weiteren Abstufungswelle erfasst. Besonders gefährdet sind Brasilien, die Türkei, Osteuropa, Afrika und der Nahe Osten. Aber die Rating-Abstufungen betreffen nicht das gesamte Schwellenmarktuniversum, sondern nur bestimmte Länder (die von der Erdölindustrie abhängen). Ferner handelt es sich bei Schwellenmarktanleihen zu 90% um staatliche oder staatsbezogene Schulden. Die Kreditwürdigkeit der Staaten ist unseres Erachtens besser, als gewöhnlich angenommen wird, weshalb der Anstieg der Schwellenmarktsreads übertrieben wirkt.

Wir sind der Überzeugung, dass die Anleger von den Spreads für die Übernahmen der Kreditrisiken überkompensiert werden, insbesondere in den Schwellenländern Asiens, aber auch in Russland, Indien und Südamerika (außer Brasilien).

Niedrigzinsumfeld für Schwellenmärkte vorteilhaft

Martin Arnold

Director – FX & Macro Strategist

research@etfsecurities.com

Überblick

- Wenn sich die Stimmung aufhellt, dürfte das Niedrigzinsumfeld der entwickelten Märkte die Schwellenmarktwährungen zunehmend begünstigen.
- Die Schuldenlast der öffentlichen und privaten Haushalte ist in den Schwellenländern Europas niedriger als in Lateinamerika und Asien
- Die asiatischen Währungen erscheinen auf inflationsbereinigter Basis gegenüber den Schwellenländern Europas oder Lateinamerikas überbewertet.

Die Stimmung dreht

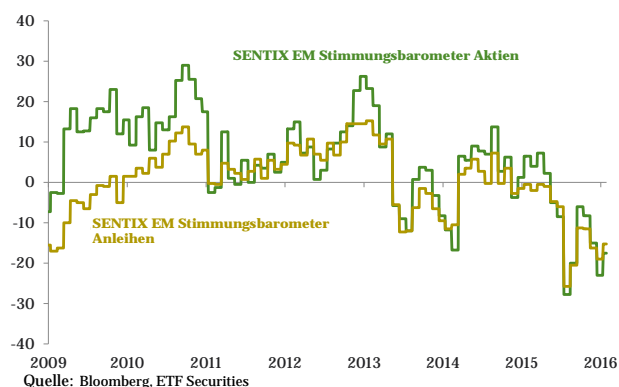
Die Währungskrisen in den Schwellenmärkten waren meist das Ergebnis einer hohen Schuldenlast in Verbindung mit geringen Währungsreserven und Kapitalflucht. In den letzten Jahren hatten es die Schwellenmarktwährungen schwer, vor allem jene, die in einem Umfeld steigender US-Zinsen am stärksten verwundbar waren. Aber abgesehen von einigen Ausnahmen wie Russland, Argentinien und Ungarn blieben die Währungsreserven stabil, sodass 2016 womöglich bessere Zeiten anbrechen.

Im letzten Jahr fiel der JP Morgan EM Currency Index um über 8%. Regional gesehen entwickelten sich die Schwellenländer Asiens 2016 am schlechtesten. Doch rechnen wir aufgrund des steigenden globalen Wachstums damit, dass die Anleger auf der Jagd nach Rendite immer öfter den Weg in Schwellenmarktwerte finden werden.

wenn Befürchtungen bestehen, dass die globale Konjunkturerholung an Fahrt verliert, könnten sich Schwellenmarktwährungen in diesem Jahr deutlich erholen.

Die Anleger bekommen offenbar wieder Appetit auf Schwellenmarktwerte, da die Stimmung bei Aktien ebenso wie bei Anleihen einen Boden auszubilden scheint.

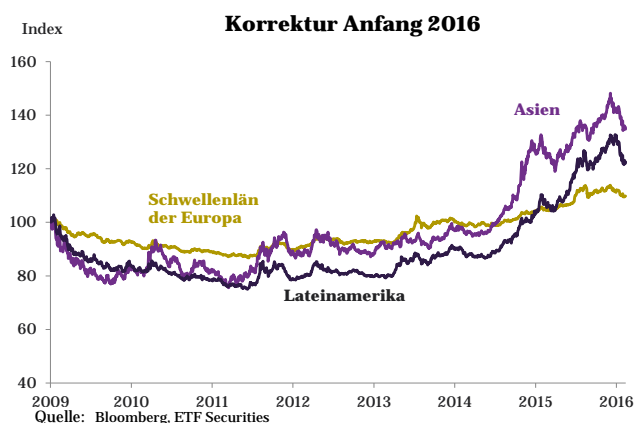
Stimmung der Schwellenmarktanleger



Da die Aktien- und Anleihemärkte der Schwellenmärkte laut dem Institute for International Finance im Januar 2016 den siebten Monat in Folge Abflüsse zu verzeichnen hatten, müssen die Kapitalströme allerdings noch gleichziehen. Sie waren 2015 so schlecht wie seit der Finanzkrise nicht mehr ausgefallen, entwickelten sich aber im Februar 2016 neutral, wobei die Zuflüsse in Schwellenmarktanleihen die Abflüsse aus den Aktienmärkten der Schwellenländer ausglich.

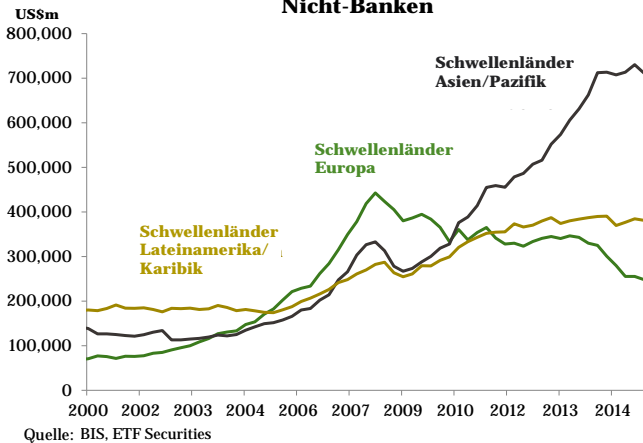
Schuldenstand begünstigt Europa

Die Schwellenmärkte schnitten 2015 unterdurchschnittlich ab, weil die Anleger die Aufwertung des US-Dollar und die damit verbundenen Probleme mit Fremdwährungsanleihen früh erkannten.



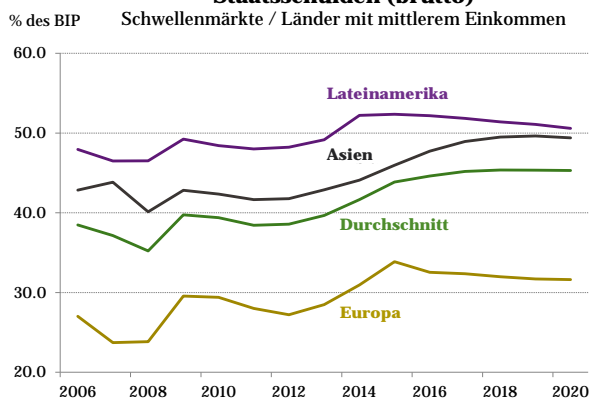
Bei den Schwellenmarktwährungen kam es Anfang 2016 zu einer Korrektur, als die Volatilität nach wie vor hoch war. Auch

Ausländische Forderungen an Nicht-Banken



Da die Fed die Geldpolitik strafft, könnte sich eine zeitweilige US-Dollar-Stärke negativ auf Schwellenländer auswirken, die hohe Schulden in US-Dollar haben. Wir gehen zwar davon aus, dass der US-Dollar im Laufe von 2016 schwach bleiben wird, doch wird es weiterhin wichtig sein, regional zu differenzieren. Die grenzüberschreitenden Forderungen an den privaten Sektor sind am geringsten in den Schwellenländern Europas, die im aktuellen Umfeld das größte Potenzial haben, überdurchschnittlich abzuschneiden.

Staatsschulden (brutto)



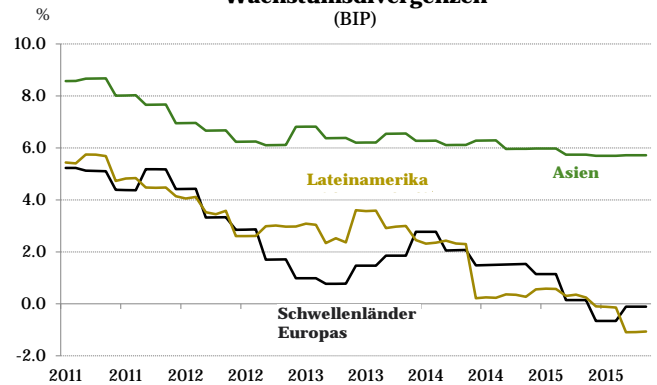
Die Staatsschulden sind hier am geringsten und sollten nicht von Anlagen in den Regionalwährungen abschrecken, wie es in Lateinamerika in den letzten Jahren der Fall war.

Die Jagd nach Wachstum

Angenommen die Anlegergelder fließen vornehmlich in wachstumsstarke Volkswirtschaften mit geringer Inflation, dann scheinen die Währungen der aufstrebenden Länder Asiens am besten aufgestellt zu sein, um sich 2016 stark zu entwickeln.

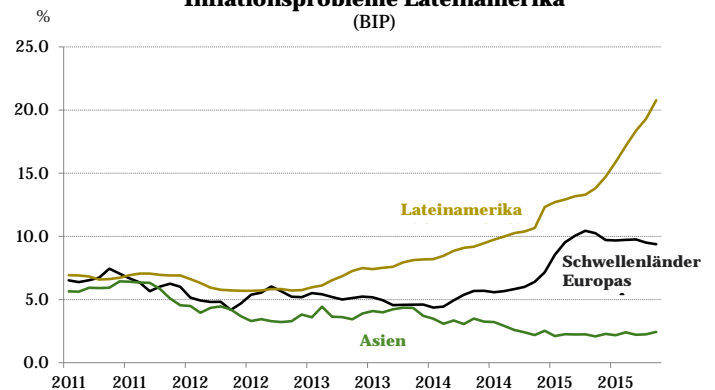
Die Währungen von Ländern, die wie China und Indien ihre Geldpolitik lockern, dürften allerdings auf kurze Sicht weich bleiben. Wegen der robusten Wachstumsraten der Region und der sichtbaren Bereitschaft der Entscheidungsträger, das Wachstum über die öffentlichen Haushalte abzustützen, scheint es, als würden diese Währungen einen Boden finden.

Wachstumsdivergenzen (BIP)



In den Schwellenländern Europas scheint sich die Konjunktur allgemein an einem Wendepunkt zu befinden. Auch die Inflation hat sich in der Region stabilisiert. Erdölexporteure wie Russland hatten es im Zuge des Preisverfalls eindeutig schwer. Die vom Ausland verhängten Sanktionen waren in dieser Situation auch nicht hilfreich, sodass Anleger nicht nur auf die Schulden, sondern auch auf „sonstige staatliche Risiken“ achten müssen.

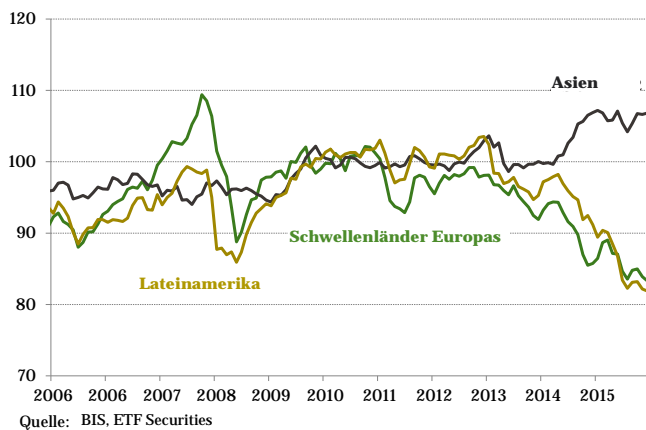
Inflationsprobleme Lateinamerika (BIP)



Einer Faustregel zufolge sollten Anleger jenen Schwellenländern misstrauen, die die Geldpolitik straffen, um sich gegen die Kapitalflucht zu wehren, vor allem wenn der Inflationsdruck gering ist und das Wachstum schwach. Südafrika ist hierfür ein gutes Beispiel. Da der Bergbausektor unter Druck steht, wird wahrscheinlich auch der Rand schwach bleiben. Aber auch Inflationsprobleme, wie sie in Ländern wie Brasilien zu sehen sind, gefährden die Renditen.

Bewertungen auf Mehrjahrestiefs

Reale effektive Wechselkurse der Schwellenmärkte



Inflationsbereinigt sind die Währungen der Schwellenländer Asiens relativ zu den Währungen Lateinamerikas und der Schwellenländer Europas überbewertet. Die soliden Wachstumsaussichten sind, so scheint es, bereits zu einem großen Teil eingepreist. Entsprechend sind wir der Meinung, dass die Bewertungen die Währungen der Schwellenländer Europas begünstigen, zumal auch angesichts der zugrunde liegenden Inflation und der Schulden, mit denen lateinamerikanische Länder konfrontiert sind.

Die Anlagechancen des Cyber-Security-Sektors nutzen

Aneeka Gupta

Associate – Equity & Commodities Strategist

research@etfsecurities.com

Überblick

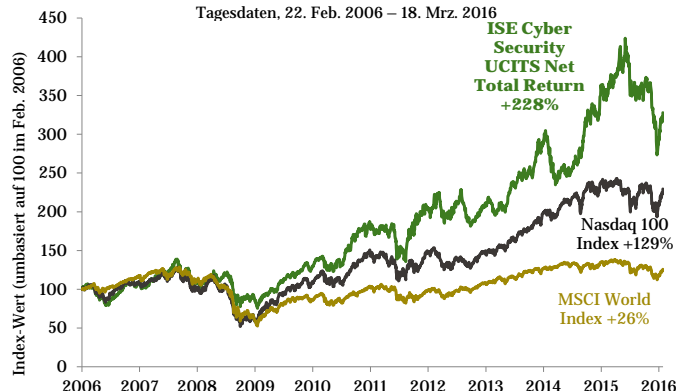
- Aktien von Cyber-Security-Unternehmen sind weniger Volatilität behaftet als Technologiewerte und der breite Aktienmarkt.
- Unternehmen, Regierungen und Privathaushalte investieren zunehmend in die Cybersicherheit. Darüber hinaus erlauben die Aktien dieser Branche eine bessere Diversifizierung der Erträge als der Technologiesektor.
- Die Cybersicherheit hat die Hype-Phase überwunden und befindet sich nun auf dem „Pfad der Erleuchtung“.
- Nach dem jüngsten Kurseinbruch sind Aktien von Cyber-Security-Unternehmen im Vergleich zu Technologieunternehmen attraktiv bewertet.
- Gemessen an der Finanzierungstätigkeit und den Geschäftsabschlüssen war 2015 ein bahnbrechendes Jahr für die Cyber-Security-Branche.

Aktien von Cyber-Security-Unternehmen erzielen langfristig eine Outperformance

Auch Aktien aus der Cyber-Security-Branche litten unter dem Einbruch auf den globalen Aktienmärkten, der Anfang 2006 einsetzte. Die schlechte Stimmung, die der S&P 500 Index verbreitete, sorgte dafür, dass die Titel der Cyber-Security-Unternehmen im bisherigen Jahresverlauf um 8 % verloren und die Korrelation um 11 % auf 0,76 stieg. Werte der Cyber-Security-Branche schnitten deutlich besser ab als Technologietitel (Nasdaq 100) und der MSCI World Index. Seit dem Start des Nasdaq 100 im Jahr 2006 liegen sie um 98 % beziehungsweise 202 % vorn.

Cyber-Security-Aktien ggü. Technologiewerten und weltweiten Aktien

Tagesdaten, 22. Feb. 2006 – 18. Mrz. 2016



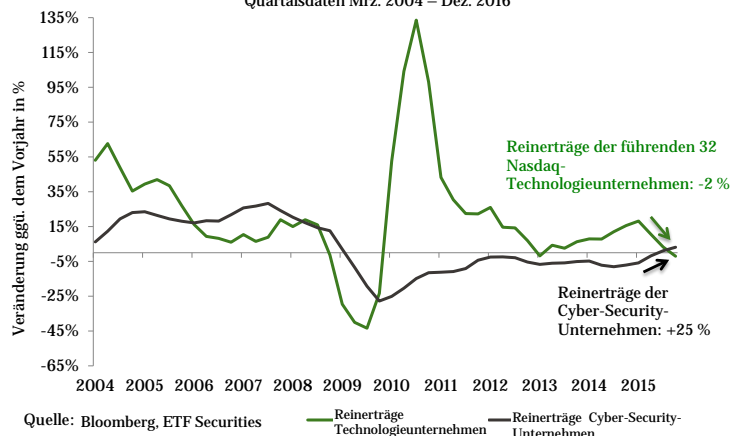
Quelle: Bloomberg, ETF Securities — Cyber security — Nasdaq 100 Index — MSCI World Index

In diesem Zeitraum kam es sowohl zu einer Finanzkrise (2008) als auch zu einem Markteinbruch in China (2015). Dies zeigt, dass Wertpapiere von Cyber-Security-Unternehmen in der digitalisierten Welt von heute widerstandsfähiger sind als der breite Markt. Cyber-Security-Titel erholten sich auch deutlich besser von ihren Tiefständen des Jahres 2016 (+20 %) als der MSCI World (+12 %). Regierungen, Unternehmen und Privatpersonen sind mit einer Flut von Cybergefahren konfrontiert. Infolgedessen steigen die Ausgaben auch für die Internet-Sicherheit. Da die Sicherheitsausgaben unseres Erachtens künftig über den allgemeinen IT-Ausgaben liegen werden, werden auch die Kursunterschiede zunehmen.

Markt für Cybersicherheit blickt in eine ertragreiche Zukunft

Die Unternehmen auf der ganzen Welt müssen sich vor den wirtschaftlichen und operativen Schäden und Reputationsverlusten schützen, die durch Cyberattacken entstehen. Unseres Erachtens ist die Cyber-Security-Branche besser aufgestellt als der allgemeine Technologiesektor. Denn aufgrund der breiten Produktpalette, die für einen großen Kundenstamm attraktiv ist, profitiert dieser Teilsektor von unterschiedlichen Einnahmequellen. Die Störungen der Sicherheit haben seit 2009 mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) von 66 % zugenommen. Da dieser Sektor zudem vielfältige Einnahmemöglichkeiten bietet, zeichnen sich Cyber-Security-Unternehmen durch eine hohe Ertragskraft aus. Im vierten Quartal 2015 sind ihre Reinerträge um 25 % gestiegen. Dagegen verzeichnete der Technologiesektor gegenüber dem Vorjahr einen Verlust von 2 %.

Rentabilität Cyber-Security-Unternehmen ggü. Technologieunternehmen
Quartalsdaten Mrz. 2004 – Dez. 2016

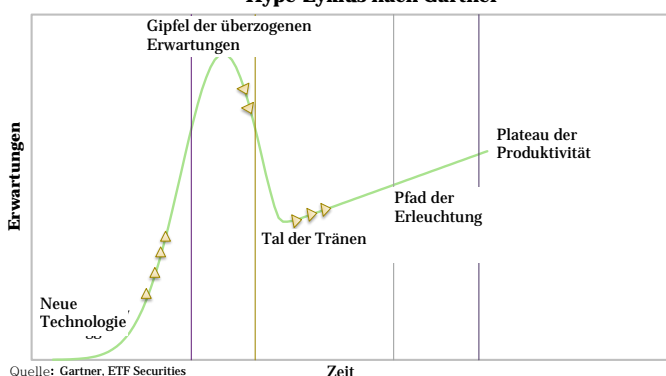


Cybersicherheit hat die Hype-Phase überwunden

Die Internet-Kriminalität dürfte auch die Bereiche Robotik, künstliche Intelligenz, 3-D-Druck und industrielle Biologie erfassen. Das Wachstum des Internets der Dinge (Internet of Things) hat dazu geführt, dass fast jedes Auto, Flugzeug und Haushalts- oder Bürogerät mit dem Internet verbunden werden kann. Dadurch entstehen weitere kritische Sicherheitslücken, die Hacker nutzen können. Der Schutz des Internets der Dinge ist eine komplexe Herausforderung. Unternehmen können sich hierbei nicht auf eine einzige Lösung verlassen, sondern müssen verschiedene Ansätze miteinander kombinieren.

Wir sind der Meinung, dass die Cyber-Security-Branche die Hype-Phase überwunden hat. Der von Gartner geprägte Begriff **Hype-Zyklus** steht dafür, dass neue Technologien zunächst mit überzogenen Erwartungen einhergehen, die dann von der Realität eingeholt werden, das heißt, die Technologie erreicht das Tal der Tränen. Unseres Erachtens passt dieses Konzept auch auf die Bewertungen von Cyberaktien.

Hype-Zyklus nach Gartner

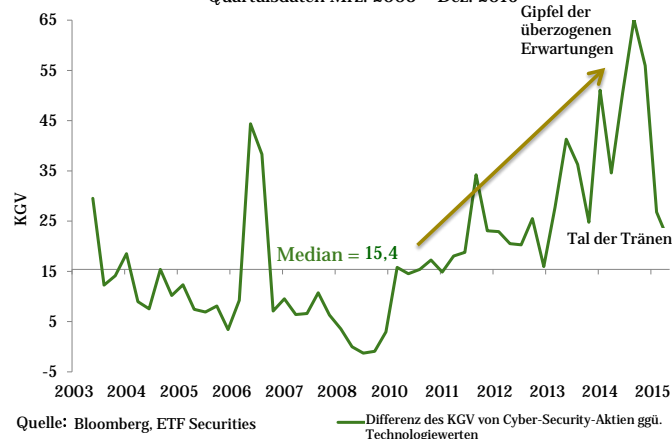


Cyberaktien sind nun attraktiv bewertet

Wir haben die relativen Bewertungen von Cyberaktien und Technologie-Titeln mit dem Hype-Zyklus verglichen und festgestellt, dass die Cyber-Security-Branche im Hinblick auf das Kurs-Gewinn-Verhältnis den Gipfel der überzogenen Erwartungen, der im Juni 2015 beobachtet wurde,

überschritten hat. Während die Bewertungen von Technologieunternehmen stabil in einem Bereich von 17-19x blieben, verließen die Bewertungen von Cyber-Security-Unternehmen ihren Höchststand von 70x und fielen auf 40x. Somit haben ihre historischen Kurs-Gewinn-Verhältnisse Spread-Niveaus erreicht, die zuletzt im Jahr 2013 beobachtet wurden und die sich nun dem langfristigen Medianwert nähern. Unseres Erachtens ist dies ein Signal dafür, dass sich die Bewertungen im Cyber-Security-Sektor momentan im Tal der Tränen befinden.

Spread des KGV von Cyber-Security-Aktien ggü. Technologiewerten
Quartalsdaten Mrz. 2003 – Dez. 2016



Die weltweit wachsende Abhängigkeit von der Cybersicherheit und die höhere Ertragskraft der Branche bringen den Sektor jedoch auf den Pfad der Erleuchtung. Darüber hinaus bieten Aktien von Cyber-Security-Unternehmen gegenüber Technologiewerten ein niedrigeres Beta (0,88). Sie stellen damit ein attraktives Wertangebot dar, das mit einem geringeren Risiko einhergeht.

Cybersicherheit zieht kluge Investoren an

Die zahlreichen Berichte über Datenschutzverletzungen und technische Pannen haben dafür gesorgt, dass die Cyber-Security-Branche intelligente Investoren anzieht. Im Hinblick auf die Finanzierungstätigkeit war 2015 ein bahnbrechendes Jahr für die Branche. So lag das Gesamtvolumen der Geschäftsabschlüsse bei 11,5 Mrd. USD. Zwischen 2011 und 2015 stieg die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (CAGR) eindrucksvoll um 21 %. Nachfolgend einige bemerkenswerte Beispiele für Anlagemöglichkeiten in diverse Startups der Cyber-Security-Branche:

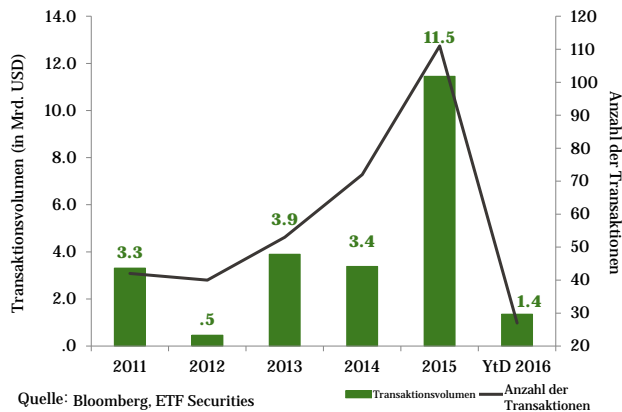
- **Tenable Network Security** ist ein globaler Anbieter fortschrittlicher Cybersicherheit-Software und wird von Insight Venture Partners und Accel Finanzierungsmittel in Höhe von 250 Mio. USD gehalten.
- In einer von **Google Capital**, dem Wachstumsfonds von Google, angeführten Finanzierungsrunde erhielt **CrowdStrike** eine Geldspritze in Höhe von 100 Mio. USD. Das Unternehmen betreibt eine Plattform der nächsten Generation zum Schutz von Endpunkten.

- Insight Venture Partners investiert 84 Mio. USD in **Checkmarx**, einen führenden Anbieter von Lösungen für Software-Sicherheit.

Diese Erfolgsgeschichte dürfte sich 2016 fortsetzen. Im bisherigen Jahresverlauf wurden Transaktionen mit einem Volumen von 1,4 Mrd. USD angekündigt.

Rekordinvestitionen im Bereich Cyber-Security 2015

Jahresdaten, 2011 bis heute



Zusammenfassend ist festzustellen, dass der ideelle Wert der Cybersicherheit nur schwer quantifizierbar ist, da die Bedrohungen durch Cyberattacken in unserer stark vernetzten Welt ohnehin zunehmen. Die Branche für Cybersicherheit hat den allgemeinen Markt langfristig zweifellos übertrifft und ist flexibel genug, um sich nach den massiven Rückschlägen wieder zu erholen. Die aktuellen Bewertungen bieten hinsichtlich des Kurs-Gewinn-Verhältnisses einen attraktiven Einstiegspunkt für Anlagen in diesem Sektor. Wir sind der Ansicht, dass die Cyber-Security-Branche das Tal der Tränen hinter sich gelassen hat. Das ausgesprochen niedrige Beta von 0,88 bietet Anlegern zudem die Möglichkeit, an einem der am schnellsten wachsenden Segmente des Technologiesektors zu partizipieren – und dabei ein vergleichsweise geringes Risiko einzugehen. Die Rekordinvestitionen, die 2015 in die Finanzierungstätigkeit und Geschäftsabschlüsse geflossen sind, machen deutlich, welche Chancen die Cyber-Security-Branche bietet.

Aktien/Anleihe-Allokation: Mit Volatilität die Rendite steigern

Edith Southammakosane
Director - Multi-Asset Strategist
research@etfsecurities.com

Überblick

- Im Rahmen des Fed-Modells werden die Allokationen in Aktien und Anleihen anhand ihrer relativen Bewertung festgelegt. Ihm liegt die Vorstellung zugrunde, dass die Gewinnrenditen von Aktien und die Renditen langfristiger Staatsanleihen gleich sind.
- Verwendet man anstelle der relativen Bewertung die Volatilität, so ergeben sich Renditen und Volatilitäten, die gegenüber dem Fed-Modell und der üblichen 50/50-Benchmark im Vorteil sind.
- Dieses Portfolio ermöglicht ausgewogenere Halteperioden für Aktien und Anleihen, und die Anlageentscheidungen beruhen nicht auf Prognosen sondern auf existierenden Daten.

Das Fed-Modell

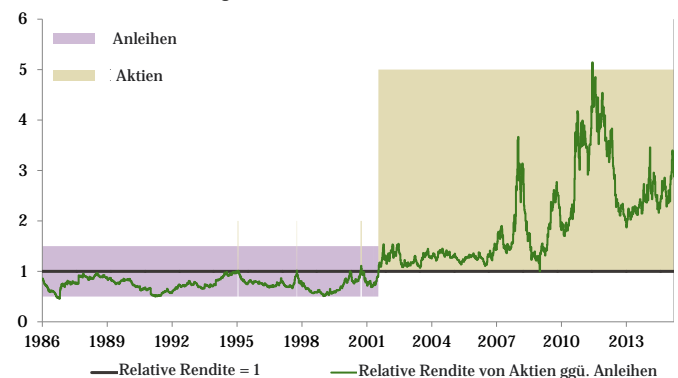
Das 1997 von Ed Yardeni so getaufte Fed-Modell beruht auf dem Grundsatz, dass die Gewinnrenditen des Aktienmarkts den Renditen langfristiger Staatsanleihen entsprechen müssen.

$$\frac{G}{K} = Y$$

Das Fed-Modell besagt, dass Anleger Aktien halten sollten, wenn die Gewinnrenditen des Aktienmarkts über den Renditen langfristiger Staatsanleihen liegen, da sie dann auf relativer Basis günstiger als Anleihen erscheinen (und umgekehrt).

Setzt man diese Strategie mit der Gewinnrendite des S&P 500 und der Rendite der zehnjährigen US-Staatsanleihe um, so fällt auf, dass das Modell Anleihen sehr lange hält (1986 bis 2002), um dann nur einmal in Aktien zu wechseln. Die Aktien hält es dann von 2002 bis heute.

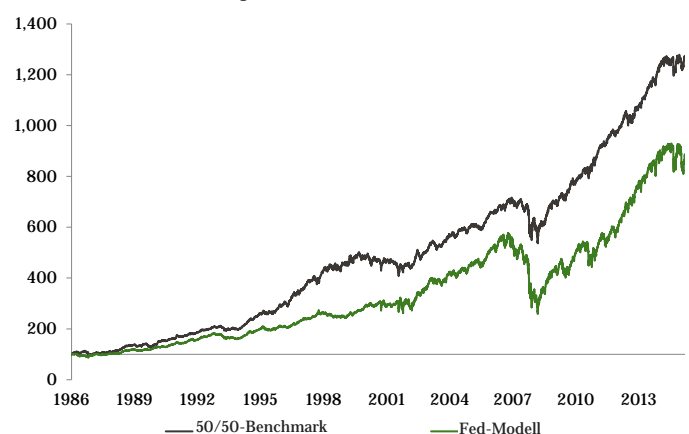
Handelssignal wenn G/K größer oder kleiner der Anleiherendite
Täglich 26. Dez. 1986 – 11. Mrz. 2016



* Wenn der Quotient der Aktiengewinnrendite dividiert durch die Anleiherendite kleiner als 1 ist, kauft das Modell Anleihen, und wenn sie größer als 1 ist, verkauft es Anleihen, um Aktien zu kaufen. Quelle: ETF Securities, Bloomberg

Wir konstruierten als gemischte Benchmark für das Fed-Modell ein Portfolio, das jeweils zur Hälfte aus Aktien und Anleihen bestand, und verglichen dann die Entwicklung des Fed-Modells mit jener der Benchmark. Dass das Fed-Modell um 15% jährlich hinter der Benchmark zurückblieb, überrascht nicht.

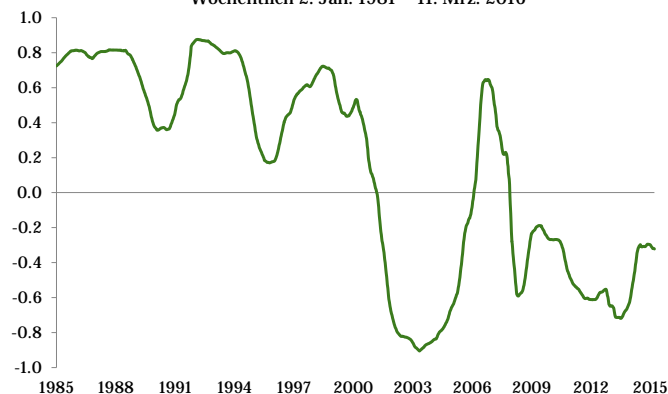
Das Fed-Modell blieb hinter der 50/50-Benchmark um 15 % zurück
Täglich 26. Dez. 1986 – 11. Mrz. 2016



* Stellvertretend für Aktien und Anleihen wurden der S&P 500 Index beziehungsweise der Barclays Capital U.S. 10-20 Year Treasury Bond Index herangezogen. Quelle: ETF Securities, Bloomberg

Die Benchmark erzielte in dem Zeitraum nicht nur eine höhere jährliche Rendite, auch ihre Volatilität war niedriger als beim Fed-Modell (Volatilität 9,6% jährlich i.V.z. 14,5% jährlich beim Fed-Modell).

Gleitende 5-Jahres-Korrelation von G/V und Y
Wöchentlich 2. Jan. 1981 – 11. Mrz. 2016



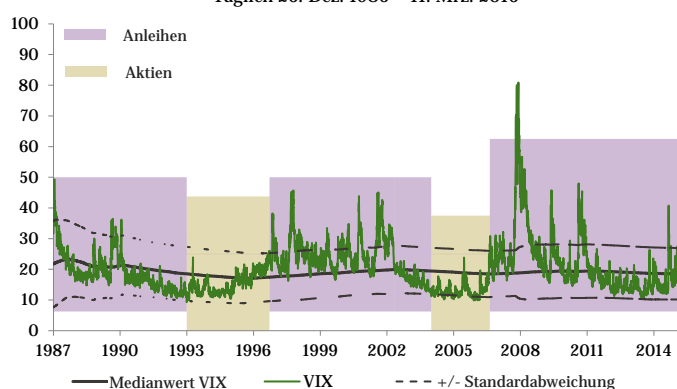
* G/K steht für Gewinn dividiert durch Kurs pro Aktie. Y ist die Rendite der Staatsanleihe.
Quelle: ETF Securities, Bloomberg

Selbst zurück bis 1997, als der Bericht der Fed erschien, konnte das Fed-Modell die gemischte Benchmark nicht schlagen, obwohl bis 2001 eine starke Korrelation zwischen den Gewinnrenditen der Aktien und den Renditen langfristiger Staatsanleihen bestand. Die Idee war zwar interessant, doch funktionierte das Fed-Modell weder *in-sample* noch *out-of-sample*.

Relative Renditen durch Volatilität ersetzen

Eine Strategie kann zwar im Allgemeinen *in-sample* funktionieren, auch wenn sie von zukunftsgerichteten Indikatoren abhängt oder wenn, anders ausgedrückt, der Anleger den Indikatorstand von morgen heute schon kennen muss. Aber es ist wahrscheinlich, dass die Strategie dann den Out-of-Sample-Test nicht besteht. Um den Out-of-Sample-Test zu umgehen, greift man zu einer Strategie, die nicht auf zukunftsgerichteten, sondern nur auf historischen Daten beruht.

Handelssignal wenn VIX oberes/unteres Band durchquert
Täglich 26. Dez. 1986 – 11. Mrz. 2016

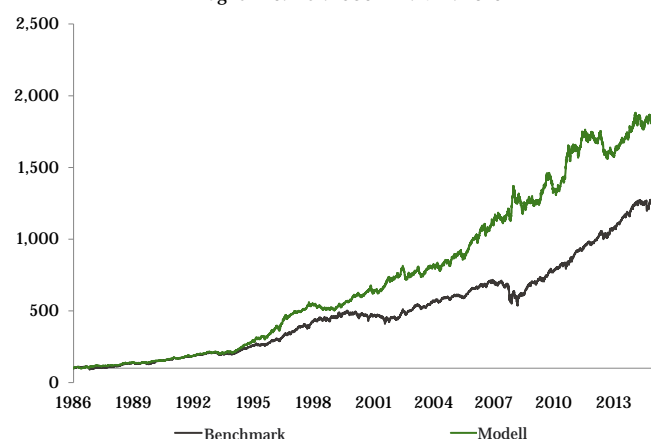


* Stellvertretend für das Aktienmarktrisiko wird der VIX herangezogen. Das obere Band wird errechnet, indem die Standardabweichung zum Medianwert der Volatilität addiert wird, und das untere Band, indem die Standardabweichung von demselben Medianwert abgezogen wird. Quelle: ETF Securities, Bloomberg

Verwendet man die historische Aktienmarktvolatilität (CBOE Volatility Index oder VIX) statt der relativen Bewertung, lässt sich die Strategie sowohl *in-sample* als auch *out-of-sample* validieren. Die Volatilität ist die gebräuchlichste Messgröße für das Marktrisiko und ein wichtiger Indikator bei Anlageentscheidungen. Für unsere Strategie nehmen wir den

Medianwert der Volatilität und wählen das obere und das untere Band so, dass mindestens 80% der Datenpunkte erfasst werden. Wenn die Volatilität des S&P 500 (VIX) das obere Band nach oben durchbricht, kauft und hält das Portfolio Anleihen, bis die Volatilität das untere Band nach unten kreuzt und das Portfolio die Anleihen verkauft, um Aktien zu kaufen (und umgekehrt zur Reduzierung des Handelsumschlags).

Das Modell schlägt die Benchmark um 16,5 %Y
Täglich 26. Dez. 1986 – 11. Mrz. 2016



* Die Benchmark ist ein gemischtes Portfolio, das sich je zur Hälfte aus Aktien und Anleihen zusammensetzt. „Modell“ bezeichnet das Aktien- und Anleiheportfolio, dem die Volatilität zugrunde liegt. Quelle: ETF Securities, Bloomberg

Ein gemäß diesem Volatilitätsmodell seit 1987 geführtes Portfolio hätte die 50/50-Benchmark um 16,5% pro Jahr übertroffen und wäre außerdem etwas weniger volatil gewesen. Das Sharpe-Ratio hätte sich entsprechend gegenüber dem Benchmark-Wert von 0,57 auf 0,76 verbessert.

Vergleich mit dem Fed-Modell

Für das Portfoliomanagement erweist sich die Volatilität als ausgewogener, da das Portfolio erst nach einer bedeutenden Zeitspanne aus dem einen in den anderen Vermögenswert umschichtet. Auf der anderen Seite hielt das Fed-Modell in der 15-jährigen Simulationsperiode nur selten Aktien. Das Halten von Aktien für so kurze Perioden wäre kostspielig gewesen und hätte die Gesamtentwicklung des Portfolios nur wenig beeinflusst.

Hervorzuheben ist außerdem, dass wir den Medianwert anstelle des Durchschnitts des VIX verwendet haben. Damit wollten wir bewusst vermeiden, dass große Schwankungen des VIX die Strategie des Portfolios beeinflussen und letztendlich die Portfolioentwicklung beeinträchtigen.

Vergleicht man unser Portfolio mit der 50/50-Benchmark und dem Fed-Modell, zeigt das Fed-Modell eindeutig Schwächen: eine höhere Volatilität, eine geringere Rendite, lange maximale Verluststrecken und längere Erholungsphasen. Unser Portfolio bietet andererseits gegenüber der 50/50-Benchmark eine höhere Rendite bei einer etwas geringen Volatilität. Es schützt die Anleger ferner besser vor Verlustrisiken, da sich sein maximaler Verlust im Laufe eines einzigen Ereignisses auf -14,3% belief, während die Benchmark -25,2% einbüßte.

Schließlich kehrte das Portfolio in kürzerer Zeit zum früheren Hoch zurück (rund 1,5 Jahre später), während die Benchmark und das Fed-Modell dafür rund 2 Jahre bzw. 3 Jahre benötigten.

	50/50	Portfolio	Fed-Modell
Volatilität	9.6%	9.1%	14.5%
Jährl. Rendite	9.1%	10.6%	7.7%
Max. Verluststrecke	-25.2%	-14.3%	-55.3%
Max. Erholungsphase	2.0	1.6	3.2
Beta	1.00	0.34	1.04
Korrelation mit 50/50	1.00	0.36	0.69
Tracking-Error	0.0%	10.6%	10.6%
Sharpe-Ratio	0.57	0.76	0.28
Information-Ratio		0.14	-0.13

* Tagesdaten vom 26. Dezember 1986 bis 11. März 2016 in USD. Volatilität und Renditen annualisiert. Als die maximale Verluststrecke bezeichnet man den maximalen Verlust vom Hoch- bis zum Tiefpunkt auf Grundlage der vergangenen Portfolioentwicklung. Die maximale Erholungsphase ist die Anzahl der Tage, die zur Erholung vom Tief- zum früheren Hochpunkt benötigt wird. Risikofreier Satz: 3,60% (Cash, simulierte Kombination der IMF UK Deposit Rate und der Libor 1Yr Cash Yield). Quelle: ETF Securities, Bloomberg

In diesem Beitrag zeigten wir, dass Strategien, die auf einfachen Ideen wie der 50/50-Benchmark beruhen oder die die Volatilität als Handelssignal verwenden, im Vergleich zu Modellen, denen Handelssignale mit Verfallsdatum (Prognosen) zugrunde liegen, das Risiko-Rendite-Profil des Portfolios verbessern. Während Modelle wie das Fed-Modell in vielerlei Hinsicht hinter der 50/50-Benchmark zurückbleiben, kann eine Volatilitätsstrategie das Risiko-Rendite-Profil des Portfolios verbessern. Sie hat zwei Vorteile: Erstens beruhen die Anlageentscheidungen auf existierenden Daten statt auf Prognosen, was die Umsetzung der Strategie erleichtert und sehr transparent macht. Zweitens sind die Zahl der Transaktionen und damit auch die Umsetzungskosten sehr gering.

Blockchain und Bitcoin: Kompliziertes verständlich gemacht

Edith Southammakosane
Director - Multi-Asset Strategist
research@etfsecurities.com

Überblick

- „Konzeptuell attraktiv, aber schwer zu fassen oder zu erklären“⁶. Genau dies ist der Zweck dieses zweiseitigen Beitrags: etwas Licht in das Bitcoin/Blockchain-Dickicht zu bringen.
- Obwohl die digitale Währung Bitcoin an Popularität verliert, schickt sich die ihr zugrunde liegende Blockchain-Technologie an, die Finanzindustrie von Grund auf zu umzugestalten.
- Sobald das Thema allgemein bekannter wird, dürften die Fintech-Unternehmen, die Blockchain-Systeme entwickeln, von der explodierenden Nachfrage nach dem verteilten Journal profitieren.

Hintergrund und Begrifflichkeit

Fintech ist die allgemeine Bezeichnung für jede Technologie, die in der Finanzindustrie Anwendung findet – von den elektronischen Handelsplattformen über digitale Brieftaschen wie Apple Pay bis hin zu dezentralen Zahlungssystemen wie Bitcoin.

Bei den Bitcoins, die 2008 von Satoshi Nakamoto erfunden wurden, handelt es sich um eine *Kryptowährung*, die allein auf Mathematik beruht. Bitcoins werden genauso wie gegenständliche Geldmünzen und Geldscheine verwendet, nur dass sie in einer digitalen Welt namens *Blockchain* umlaufen und Transaktionen mit ihnen ausschließlich online abgewickelt werden.

Wie ein Geldschein, der von Hand zu Hand geht, werden Bitcoins unter gleichberechtigten Akteuren gehandelt, die nicht der Kontrolle durch eine zentrale Stelle unterliegen. Während es in einem Fiatgeld-System die Notenbanken sind, die neues Geld in Umlauf bringen, sind es bei Bitcoin die sogenannten *Miner*, die die Bitcoins schaffen und in die Blockchain einspeisen.

Bitcoins werden zwar nicht wie Aktien an der Börse gehandelt, doch gibt es rund um den Globus sogenannte *Circles*, die ähnliche Funktionen übernehmen. Ein Circle, in der Fintech-Sprache ein *Knoten*, funktioniert wie ein Brieftaschendienst, der Bitcoins für die Nutzer in Empfang nimmt, umtauscht und speichert. Technisch gesehen ist ein Knoten keine Person,

sondern ein Computer, auf dem die Software läuft, bzw. ein *Client*, der es dem Nutzer ermöglicht, sich mit dem Bitcoin-Netzwerk zu verbinden und Bitcoins zu handeln.

Um Bitcoins zu kaufen, müssen Anleger die Software herunterladen, ein Konto eröffnen und sich mit dem Netzwerk verbinden oder zu einem der hierfür zur Verfügung stehenden Geldautomaten (BTM) gehen. Die Bitcoins lassen sich dann speichern oder zum Kauf von Waren oder Dienstleistungen einsetzen, etwa in den Online-Shops von Dell, Microsoft oder Expedia. Über Online-Plattformen, die Bitcoin als Zahlungsmittel akzeptieren, kann man mittlerweile Gold auch kaufen. Die Zahl der Händler, die Bitcoin annehmen, nimmt stetig zu.

Blockchain – der Teil des Eisbergs unter der Wasseroberfläche

Im gegenwärtigen Zahlungssystem (siehe Diagramm) wird immer eine Drittpartei benötigt, zum Beispiel eine Bank oder ein Broker, die die Transaktionen verifiziert und eine hohe Gebühr dafür verlangt.



Quelle: ETF Securities, Deloitte University Press

Blockchain ist ebenfalls ein Peer-to-Peer-Markt, besitzt aber keine zentrale Instanz. Die Kontrollfunktion übernimmt ein Kodierungssystem, das alle Transaktionen von der Miningphase bis zum aktuellen Eigentümer aufzeichnet. Übertragen heißt das, dass man einen Geldschein von der Entstehung in der Druckerei bis zur Brieftasche seines aktuellen Inhabers nachverfolgen würde.

⁶ Blockchain auf den Kapitalmärkten: Innovation oder Disruption? Eine Entmystifizierung. – Sang Lee und Gabriel Wang, Aite Group



Quelle: ETF Securities, Deloitte University Press

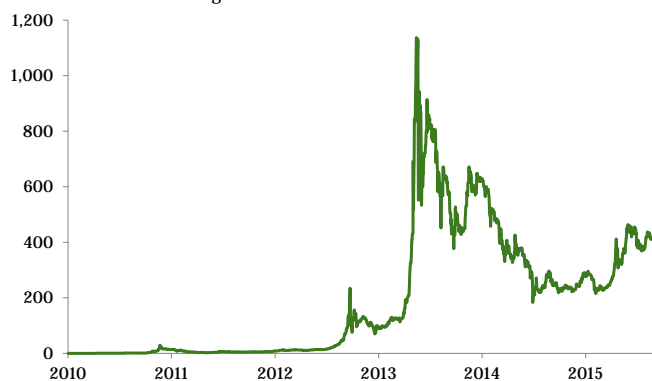
Jeder Transaktionsblock beinhaltet Transaktionen, die innerhalb des Bitcoin-Netzwerks vorgenommen werden. Nachdem diese einmal bestätigt, zusammengefasst und signiert (hashed) worden sind, bilden sie einen Block, der der Blockchain angehängt wird. Das „Distributed Ledger“ ist öffentlich und liegt in mehreren Kopien auf der Welt vor, sodass es sich kaum zerstören lässt.

Alternativen zum Blockchain-Netzwerk, die unter dem Namen *Altchains* denselben Prozess verwenden, gibt es bereits. Zum Beispiel beruhen die mit Bitcoins vergleichbaren Namecoins auf Altchains. Zwischen den beiden Systemen besteht allerdings gegenwärtig keine Verbindung, sodass sich Bitcoin-Inhaber nicht frei von einem zum anderen Netzwerk bewegen können. Brücken, die *Sidechains* genannt werden, sind derzeit in Entwicklung.

Ist Bitcoin investierbar?

Der Bitcoin Price Index stellt einen Durchschnitt der Bitcoin-Preise dar, die auf führenden Circles weltweit gehandelt werden. Er wird täglich veröffentlicht.

Bitcoin US Dollar Index
Täglich 19. Jul. 2010 – 18. Mrz. 2016

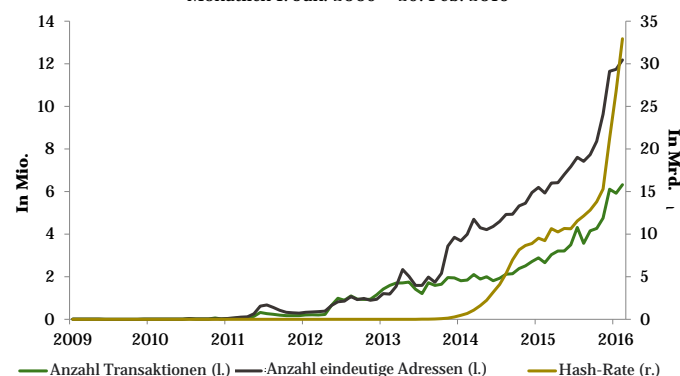


Quelle: ETF Securities, Bloomberg

Im November 2013 sprang der Bitcoin-Preis innerhalb eines Monats von 206 USD auf ein Hoch von 1.137 USD, als Baidu, der chinesische Google-Konkurrent, Zahlungen mit Bitcoins erlaubte. In diesem Monat stieg die Bitcoin-Börse BTC China dem Volumen nach zur größten Börse auf, als es die japanische Mt. Gox und die europäische Bitstamp, beides Mitbewerber,

übernahm. Am 5. Dezember 2013 untersagte die chinesische Zentralbank den einheimischen Finanzinstituten die Verwendung von Bitcoins, deren Preis kurz darauf in sich zusammenfiel.

Volumina steigen exponentiell
Monatlich 1. Jan. 2009 – 29. Feb. 2016



Quelle: ETF Securities, Blockchain.info

Obwohl die Anzahl der Transaktionen, die Anzahl der eindeutigen Adressen und die Hashrate exponentiell wachsen, nimmt die Anzahl der Transaktionen pro eindeutiger Adresse seit Beginn des Preisverfalls im Dezember 2013 ab. Die missbräuchliche Verwendung von Bitcoins zur Geldwäsche, die ebenfalls 2013 begann, verhinderte, dass sich Bitcoins zu einer weit verbreiteten und vertrauenswürdigen digitalen Währung entwickelten. Trotzdem nehmen die Volumina weiter zu.

Hat Blockchain eine Zukunft?

Obwohl Bitcoin nach wie vor umstritten ist, schauen sich viele Finanzinstitute die Blockchain-Technologie genauer an oder investieren sogar schon in sie. Das System hinter den Bitcoins eignet sich mit hoher Wahrscheinlichkeit dazu, Betriebskosten in Milliardenhöhe einzusparen, da es die Ineffizienzen auf dem bestehenden Finanzmärkten reduziert. Mit seiner Hilfe lassen sich zum Beispiel Finanzintermediäre umgehen und Verzögerungen beseitigen.

Die Nasdaq ist die erste Börse weltweit, die im Rahmen ihrer im Dezember 2015 eingeführten Plattform Nasdaq Linq mit Blockchain experimentiert, die der Aufzeichnung privater Unternehmenskäufe dient. Daneben arbeiten über 40 Finanzinstitute in einem von der Fintech-Firma R3 angeführten Konsortium an der Entwicklung eines gemeinsamen Blockchainsystems, dessen sicherer Zugang die Systembedürfnisse erfüllt. Die Bank of England veranstaltet einen Ideenwettbewerb, der sich mit Blockchainanwendungen befasst.

Dass diese Technologie über die Finanzindustrie weit hinausgehen kann, illustriert „E-Estland“. Nach seiner Unabhängigkeit 1991 unterzog sich Estland einer jahrelangen Modernisierung, sodass es heute zu den fortschrittlichsten digitalen Gesellschaften der Welt gehört und beinahe ideale Voraussetzungen für die Erprobung von Blockchainsystemen mitbringt. Mit der im Dezember 1997 eingeführten e-Residency

gibt Estland seinen Bürgern per Mausklick Zugang zu über 1.000 staatlichen Leistungen. Nach dem Erfolg von Nasdaq Linq arbeitet die Nasdaq nun an einem Blockchain-Service zur elektronischen Stimmabgabe. Der Service beruht auf der estnischen Plattform „E-Wahlen“ und soll es Aktionären der an der Nasdaq OMX Tallin Stock Exchange notierten Unternehmen ermöglichen, auf Aktionärsversammlungen ihre Stimme abzugeben. Wie jüngst angekündigt, wird die Technologie demnächst auch vom estnischen medizinischen Dienst eingesetzt werden, um über 1 Million Patientenakten zu sichern. In Großbritannien veröffentlichte der wissenschaftliche Berater der britischen Regierung kürzlich einen Bericht, in dem er die Einführung von Blockchain anmahnte, um überall im Land die staatlichen Leistungen zu verbessern.

Während Bitcoins immer noch mit Drogenhandel und Geldwäsche in Verbindung gebracht werden, hat sich die Blockchain-Technologie von diesem Image befreit. Fintech-Unternehmen, die Blockchain-Systeme entwickeln, werden wahrscheinlich vom Nachfrageboom profitieren – oder tun es schon längst. Wie sich jedoch Geld damit verdienen lässt, bleibt eine offene Frage. Erstens sind grundlegenden Probleme der Datensicherheit, der Datenzentren und möglichen ökologischen Auswirkungen weiterhin ungelöst. Zweitens ist der Wissensstand der Anleger immer noch gering, und nur wenige Fintech-Unternehmen sind börsennotiert. Inzwischen wurden bereits Milliarden in die Blockchain-Technologie investiert, und das war noch nicht alles.

Wichtige Informationen

Allgemeines

Diese Kommunikation wurde von ETF Securities (UK) Limited („**ETFS UK**“) verfasst. ETFS UK ist von der Financial Conduct Authority („**FCA**“) im Vereinigten Königreich zugelassen und steht unter deren Aufsicht.

Diese Kommunikation wurde gemäß § 21 des Financial Services and Markets Act 2000 von ETFS UK genehmigt, wobei ETFS UK von der FCA autorisiert und reguliert wird.

Die in dieser Kommunikation enthaltenen Informationen stellen weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Kauf von Wertpapieren dar. Diese Mitteilung sollte nicht als Grundlage für eine Anlageentscheidung verwendet werden. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Maßstab für zukünftige Ergebnisse und Anlagen können im Wert fallen.

Dieses Dokument ist keine Werbung, und darf unter keinen Umständen entsprechend ausgelegt werden, und ist kein sonstiger Schritt zur Bewirkung eines öffentlichen Angebots von Anteilen in den USA oder in Provinzen oder Gebieten der USA. Weder dieses Dokument noch Kopien davon dürfen direkt oder indirekt in die USA gebracht oder übermittelt oder dort verbreitet werden.

Dieses Dokument kann einen unabhängigen Marktkommentar von ETFS UK enthalten, der auf öffentlich zugänglichen Informationen beruht. ETFS UK übernimmt hinsichtlich der Fehlerfreiheit oder Genauigkeit hierin genannter Informationen keine Garantie; die zu Produkten und Marktentwicklungen geäußerten Meinungen können Änderungen unterliegen. Dritte, welche die in dieser Mitteilung enthaltenen Informationen bereitgestellt haben, erteilen keinerlei Garantien oder Zusicherungen bezüglich solcher Informationen. Weder ETFS UK, noch dessen Tochtergesellschaften oder die respektive leitenden Angestellten, Direktoren, Partner oder Angestellten akzeptieren jegliche Verantwortung für jedweder direkte oder aus der Verwendung dieser Publikation und dessen Inhalt folgenden Verluste.

ETFS UK muss gegenüber der FCA im Vereinigten Königreich erklären, dass sie nicht in Bezug auf die Anlage oder Anlagetätigkeit, auf die sich diese Mitteilung bezieht, für Sie tätig ist. Insbesondere wird ETFS UK für Sie keine Anlagendienstleistungen erbringen und/oder Sie nicht im Hinblick auf die Vorzüge einer Transaktion beraten bzw. Ihnen gegenüber diesbezügliche Empfehlungen aussprechen. Kein Vertreter von ETFS UK ist autorisiert, sich in irgendeiner Weise zu verhalten, die einen anderen Eindruck erwecken könnte. ETFS UK haftet daher nicht dafür, Ihnen den Schutz zu bieten, den sie ihren Kunden gewährt, und Sie sollten Ihre eigene unabhängige Rechts-, Anlage-, Steuer- und sonstige Beratung einholen, die Ihnen geeignet erscheint.



The
intelligent
alternative

ETF Securities (UK) Limited
3 Lombard Street
London
EC3V 9AA
United Kingdom

t: +44 (0)207 448 4330
f: +44 (0)207 448 4366
e: info@etfsecurities.com
w: etfsecurities.com