

ETFs Outlook



ETF Securities | Die intelligente Alternative | Dezember 2016

James Butterfill
Head of Research & Investment Strategy

Martin Arnold
Global FX & Commodity Strategist

Edith Southammakosane
Multi-Asset Strategist

Nitesh Shah
Commodities Strategist

Maxwell Gold
Director — Investment Strategy

Aneeka Gupta
Equity & Commodities Strategist

Morgane Delledonne
Fixed Income Strategist

Gesamtbild

Rohstoffausblick 2017. Seite 3

*Anleihemarkt erschließt neue
Liquiditätsquellen. Seite 6*

Währungsausblick 2017. Seite 9

*Auswirkungen eines „harten
Brexit“. Seite 12*

*Schwellenmärkte lassen
Industrieländer dank
Fundamentaldaten hinter sich.
Seite 15*

Blick über den Tellerrand

*Der Rohstoff-Superzyklus ist ein
Mythos. Seite 18*

*Rohstoffe; „Käufe im Januar und
verkäufe im Mai“. Seite 21*

*Wird Lithium aufgrund von Batterien
zum nächsten Edelmetall? Seite 24*

*Mit Sachanlagen der Inflation
zuvorkommen Seite 27*

*ETP-Kapitalströme – Signale und
Lärm unterscheiden. Seite 30*



Anlagen in einem volatilen politischen Umfeld

Die Unsicherheit im Hinblick auf die politische Landschaft weltweit und der zunehmende Erfolg populistischerer Strömungen in den Industrieländern dürften auch 2017 wesentlich zu Schwankungen an den Finanzmärkten beitragen. Nachdem das Wahlergebnis in den USA nun feststeht, dürften die Anleger ihre Aufmerksamkeit wieder auf Europa lenken. In den meisten großen Ländern der Region stehen Wahlen bevor, bei denen Populisten in den Meinungsumfragen entweder in Führung liegen oder rapide an Zuspruch gewinnen. Auf das Anlageumfeld wirkt sich dies unseres Erachtens in Form von erhöhten Staatsausgaben und daraus resultierender Inflation aus.

Die globale Konjunkturerholung scheint an Fahrt aufzunehmen, und wir erwarten nach wie vor Zinserhöhungen seitens der US Federal Reserve (Fed) im Dezember 2016 und in 2017. Zwar dürfte die Fed aufgrund der erhöhten fiskalpolitischen Unsicherheit weiterhin vorsichtig vorgehen. In den kommenden Monaten ist aber mit einer restriktiveren Rhetorik zu rechnen. Somit wird die Fed vermutlich an ihrer Politik der negativen Realzinsen festhalten.

Bislang zeigen sich die Anleger erfreut über die moderatere und konstruktivere Rhetorik des designierten US-Präsidenten Donald Trump sowie über die potenzielle Wachstumsunterstützung durch fiskalische Ausgaben der neuen Regierung. Die Nachhaltigkeit der Rally des US-Dollar und der Aktienmärkte hängt somit allerdings davon ab, ob es Trump gelingt, sich mit glaubwürdigen Entscheidungsträgern zu umgeben und sich nicht zu irrationalen politischen Entscheidungen hinreißen zu lassen.

Die Währungshüter haben das Devisenumfeld 2016 deutlich verändert. Dies hatte starke Bewegungen bei den G10-Währungen zur Folge, die von antagonistischen Investment-Ansichten herrühren. Währungsschwankungen werden die Anleger auch 2017 beschäftigen, was durch die anhaltende quantitative Lockerung (QE) noch verschärft wird. Spekulationen über eine schrittweise Einstellung der entgegenkommenden Zentralbankpolitik („Tapering“) und die steigende Breakeven-Inflation könnten auf das Ende der Anleihenblase in 2017 hindeuten. Dabei sind unkontrollierte Renditebewegungen aber unwahrscheinlich, da die Liquidität an den Anleihemärkten trotz des Wandels in der Art und bei den Quellen der Liquidität im Wesentlichen bestehen bleibt.

Der Rohstoffbereich zeigte sich 2016 stark und dürfte diese Entwicklung 2017 fortsetzen, zumal Sachwerte im Allgemeinen von Trumps vorgeschlagenem Infrastrukturprogramm profitieren dürften. Trotz der unterschiedlichen fundamentalen Treiber dürfte die Rohstoffnachfrage aus den Schwellenländern, allen voran China, weiter anhalten. Neben dem Anstieg der weltweiten Nachfrage dürften deutliche Investitionskürzungen das Angebot begrenzen. Die daraus resultierende fundamentale Straffung der zugrunde liegenden Faktoren dürfte den Rohstoffkomplex auch in den kommenden Jahren stützen.

Rohstoffausblick 2017.

Von Nitesh Shah – Director –Commodity Strategist | nitesh.shah@etfsecurities.com

Überblick

Einzelrohstoffe werden von eigenen Fundamentaldaten getrieben.

Kurzfristiger Druck auf Gold und Silber dürfte nachlassen, da die Inflation stärker steigt als die Zinsen.

Öl dürfte in der ersten Jahreshälfte 2017 weiter in einer Spanne verharren, bis es zu deutlichen Produktionskürzungen kommt.

Auf kurzfristige Korrektur bei Industriemetallen dürften Gewinne folgen.

La Niña dürfte Preise für Agrarrohstoffe belasten.

Rohstoffe dürften von eigenen Fundamentaldaten bestimmt werden

Zwar werden Rohstoffe von vielen Marktteilnehmern als eine einzige Anlageklasse erachtet. Tatsächlich weist aber jeder Rohstoff eigene fundamentale Treiber auf. Die Korrelation zwischen Rohstoffen ist historisch gesehen relativ gering. In diesem Ausblick geben wir einen Überblick über unsere Ansichten zu den wichtigsten Rohstoffen innerhalb jeder Unterkategorie.

Rohstoff-Korrelationsmatrix

	Edel-metalle	Energie	Industrie-metalle	Land-wirtschaft
Edelmetalle	1,00	0,23	0,38	0,29
Energie	0,23	1,00	0,34	0,24
Industriemetalle	0,38	0,34	1,00	0,37
Landwirtschaft	0,29	0,24	0,37	1,00

Quelle: Bloomberg, ETF Securities. Stand: 31. Oktober 2016.
Korrelation der monatlichen Erträge der Einzelkomponenten des Bloomberg Commodity Index von Oktober 1996 bis Oktober 2016

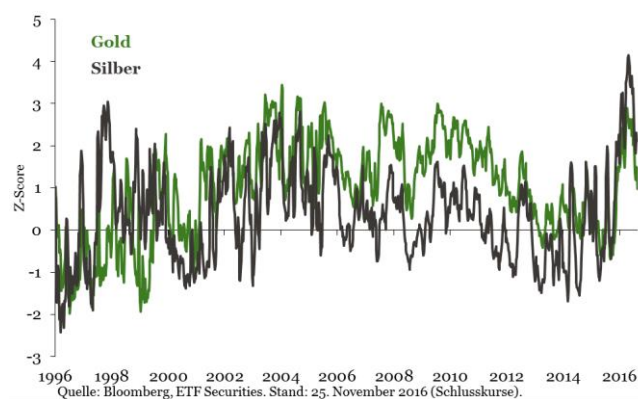
Gold und Silber: kurzfristig unter Druck, mittelfristig stark

Wir gehen weiter davon aus, dass die Fed die Zinsen im Dezember 2016 erhöhen wird. Zwar waren die Präsidentschaftswahlen mit einer gewissen politischen Unsicherheit behaftet. Trumps wachstumsfördernde Politik dürfte sich aber inflationär auswirken. Die Gold- und Silberpreise dürften im Vorfeld der Zinserhöhung kurzfristig unter Druck geraten. Die Fed wird unseres Erachtens aber hinter der Kurve zurückbleiben und die Zinsen nicht so schnell erhöhen wie die Inflation steigt, sodass die Realzinsen sehr niedrig bleiben. Gemäß den neuesten Dotplot-Prognosen des geldpolitischen Ausschusses der Fed zu angemessenen Maßnahmen dürfte die Zentralbank die Zinsen 2017 nur zweimal anheben. Niedrige Realzinsen wirken günstig auf den Goldpreis. Unseres Erachtens liegt der faire Wert von Gold bei 1440 USD/oz. (aktueller Preis: 1190 USD/oz.).

Silber ist eng mit Gold korreliert, sodass der Silberpreis ebenfalls steigen dürfte. Im Gegensatz zu Gold, das wie eine Währung behandelt wird, wird der Silberpreis auch durch das physische Angebot und die Nachfrage bestimmt. Unter Berücksichtigung der rückläufigen Mineninvestitionen und einer zunehmenden Aktivität im Industriesektor schätzen wir den fairen Wert von Silber auf 23 USD/oz. (aktueller Preis: 17 USD/oz.).

Die spekulativen Gold- und Silberpositionen haben ausgehend von ihren im Juli verzeichneten Hochs nachgegeben, bleiben aber erhöht, da die Anleger eine Absicherung gegen geopolitische Risiken anstreben. Das Verfassungsreferendum in Italien, die Präsidentschaftswahlen in Frankreich und die Bundestagswahlen in Deutschland sind nur einige der im kommenden Jahr anstehenden politischen Ereignisse. Wann und ob Großbritannien den EU-Austrittsprozess in Gang setzen wird, ist nach wie vor unklar. Der zunehmende Populismus stellt eine Gefahr für die Stabilität dar, und die Anleger werden eine Absicherung gegen dieses Risiko anstreben.

Spekulative Gold- und Silberpositionen

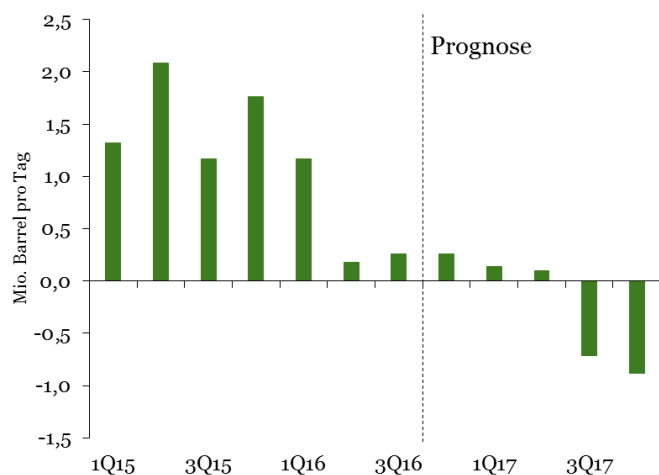


Ölmarkt weiter auf dem Weg zu einem Gleichgewicht

Unseres Erachtens dürfte der Ölpreis weiter in einer Spanne zwischen 40-55 USD/Barrel verharren, bis es zu deutlichen Produktionskürzungen kommt.

Der Markt nähert sich weiter einem Angebots-Nachfrage-Gleichgewicht an. Der Weg dahin ist aber steinig. Seit dem Beginn des Ölpreisverfalls im November 2014 wurden die Investitionen in die Öl- und Gasbranche um beinahe 1 Bio. USD gekürzt. Dies dürfte das Angebot ab 2017 allmählich schmälern.

Globale Ölbilanz



Die OPEC hat zudem Produktionskürzungen von 33,4 Mio. Barrel (September 2016) auf 32,5-33 Mio. Barrel in Aussicht gestellt. Allerdings hängt die Bereitschaft der OPEC vom Engagement der Länder außerhalb der OPEC ab. Auf den vorbereitenden Sitzungen zwischen den OPEC- und einigen Nicht-OPEC-Mitgliedsstaaten konnten bisher keine Fortschritte in Richtung einer Einigung erzielt werden. In großen Nicht-OPEC-Ländern wie Russland, Brasilien und Kasachstan werden neue Produktionsanlagen in Betrieb genommen, in die vor Jahren investiert wurde. Zudem wollen zahlreiche OPEC-

Mitglieder von Produktionskürzungen ausgenommen werden, wodurch Länder wie Saudi-Arabien und andere Mitglieder des Golf-Kooperationsrates die Last zu tragen hätten.

Trotz dieser Schwierigkeiten könnte der Markt bereits im ersten Quartal 2017 zu einem Gleichgewicht finden, sofern es der OPEC auf ihrer Sitzung am 30. November gelingt, die Produktionskürzungen unter den Mitgliedsstaaten aufzuteilen und danach an den Förderquoten festzuhalten. Unseres Erachtens dürfte die OPEC aber erst im zweiten Quartal 2017 in der Lage sein, die Produktion auf 33 Mio. Barrel zu drosseln, und der Markt würde entsprechend erst im dritten Quartal 2017 zu einem Gleichgewicht finden.

Die Ölförderung in den USA wird weiterhin preissensibel bleiben. Angesichts der kurzfristigen Breakeven-Preise für Schieferöl von 40 USD/Barrel dürfte die US-Produktion wachsen. Dies dürfte das Aufwärtspotenzial der Preise in der ersten Hälfte des neuen Jahres auf 55 USD/Barrel begrenzen.

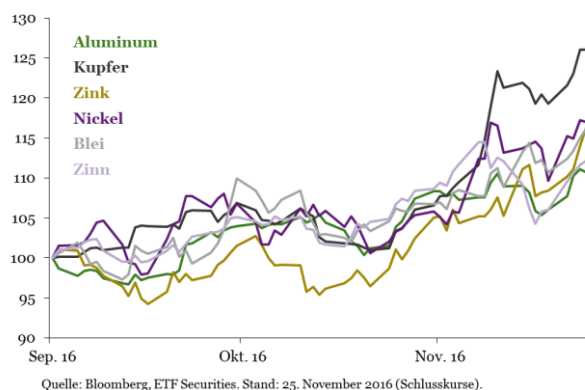
Das Versprechen des designierten Präsidenten Donald Trump, auf eine Energieunabhängigkeit hinzuarbeiten, könnte einen Anstieg der US-Ölförderung nach sich ziehen. Dieses Ziel soll allerdings erst auf Sicht von sechs Jahren erreicht werden, sodass in diesem Jahr nicht mehr mit einem Anstieg der Produktion zu rechnen ist.

Sollte es in der zweiten Hälfte 2017 zu deutlichen Produktionskürzungen kommen und die Produktionsdefizite die erhöhten Lagerbestände sinken lassen, dürfte der Ölpreis auf über 55 USD/Barrel klettern.

Korrektur bei Industriemetallen vor nächster Rally

Industriemetalle verzeichneten 2016 eine starke Rally, da die Angebotsdefizite zunehmend ins Bewusstsein gerückt sind. Selbst Kupfer, das sich in der ersten Jahreshälfte schwach entwickelt hatte, verbuchte in den letzten Wochen einen starken Anstieg. Da sich aus fundamentaler Sicht kaum etwas verändert hat, befürchten wir, dass die Gewinne zum Teil durch umfangreiche spekulative Käufe aus China bedingt sind, sodass kurzfristig eine Korrektur möglich ist.

Korrektur bei Industriemetallen in Sicht?



Im Vorfeld des 19. Nationalkongresses der Kommunistischen Partei Chinas im Herbst 2017 streben die chinesischen Behörden politische Stabilität an. Dies könnte zur Folge haben, dass die Reformpläne in den Hintergrund rücken und die Überproduktion einiger Metalle in China weiter anhält.

Der zunehmende Populismus in anderen Teilen der Welt dürfte höhere Infrastrukturausgaben nach sich ziehen, was wiederum die Nachfrage nach Industrierohstoffen beflügeln dürfte.

Beispielsweise hat Donald Trump bis zu 1 Bio. USD an Infrastrukturausgaben versprochen (diese sollen durch eine Kombination aus Steuergutschriften und Krediten des Privatsektors finanziert werden). Dies dürfte nach der oben beschriebenen kurzfristigen Korrektur einen Anstieg der Industriemetallpreise nach sich ziehen.

Auch andere politische Risiken könnten sich auf die Preise für Industriemetalle auswirken. So haben z.B. die Philippinen kürzlich mit einem Verbot von Erzausfuhren gedroht. Das Verhältnis von Präsident Duterte zu den USA dürfte sich unter der Regierung Trump allerdings verbessern. Aufgrund der neuen politischen Annäherung an China dürften zudem zumindest die größten Abnehmer weiterhin von Erzexporten profitieren.

La Niña dürfte für bessere Wachstumsbedingungen in der Landwirtschaft sorgen

Das zu erwartende Wetterphänomen La Niña dürfte im Sommer auf der Südhalbkugel für kühlere Temperaturen sorgen und damit die Hitzeschäden bei Arabica-Kaffee, Mais und Sojabohnen begrenzen. Die aktuelle Regensaison hat zu einer starken Blütenbildung bei den Kaffeesträuchern in Brasilien geführt, was auf eine gute Ernte in diesem Jahr schließen lässt.

Eine stärkere Schneedecke in Nordamerika während La Niña könnte zudem Winterweizen zugutekommen.

Die Reservoirs in Indien sind – nach der enttäuschenden Monsunzeit im letzten Jahr – dank der wieder normalen Regenmenge in diesem Jahr nun wieder gefüllt. Diese günstigen Bedingungen dürften zu einem Rückgang des Produktionsdefizits bei Zucker beitragen. Die Aufhebung der Produktionsobergrenze für Zucker im Oktober 2017 durch die EU dürfte zu einem Anstieg des Angebots an Zuckerrüben in Europa führen und die Nachfrage nach Rohrohrzucker senken, was die Preise ebenfalls belasten dürfte.

Anleihemarkt erschließt neue Liquiditätsquellen

Von Morgane Delledonne — Associate Director — Fixed Income Strategist | morgane.delledonne@etfsecurities.com

Überblick

Das Umfeld für festverzinsliche Anlagen passt sich derzeit an eine Vielzahl struktureller und makroökonomischer Treiber an, die sich aus der Finanzkrise ergeben haben. Dies hat einen Wandel bei der Art der Liquidität an den Anleihemärkten zur Folge.

Zwar sind Broker-Dealer nach wie vor die dominierenden Market-Maker an den Anleihemärkten. Elektronischer und Buy-Side-to-Buy-Side-Handel gewinnen aber immer mehr an Bedeutung.

Marktindikatoren deuten darauf hin, dass sich die Liquidität am Markt seit 2008 insgesamt kaum verändert. Der leichte Rückgang der Liquidität zeigt sich eher in einer gewissen Abnahme des Handelsvolumens und nicht in einem Rückgang der Kurse.

Die Marktliquidität bezieht sich auf die Fähigkeit der Anleger, bei minimalen Transaktionskosten Anlagen gegen Barmittel zu tauschen. Liquiditätserwägungen liegen allen finanziellen Anlageentscheidungen zugrunde, da illiquide Anlagen den Handel letztlich einschränken können. Einige Marktteilnehmer argumentierten, dass sich die Liquiditätssituation am Anleihemarkt seit der Finanzkrise verschlechtert habe. Als Hauptgrund führen sie dabei häufig die erhöhten regulatorischen Kapitalanforderungen an. Diese Einschätzung scheint eher aufgrund der Handelserfahrung als auf Grundlage einer Datenanalyse gefällt worden zu sein. Empirische Studien¹ deuten jedoch nicht auf einen deutlichen Rückgang der Liquidität am Anleihemarkt hin. Dennoch ist nicht auszuschließen, dass eine Reihe von strukturellen und makroökonomischen Treibern im Umfeld nach der Krise zu einem Wandel in der Natur der Liquidität sowie dem künftigen Zugang zur Liquidität geführt hat.

Strukturelle Veränderungen bei festverzinslichen Anlagen

Die Fixed-Income-Landschaft hat sich seit der Finanzkrise deutlich gewandelt. Das strengere regulatorische Umfeld (Dodd-Frank Act und die Kapital- und Liquiditätsanforderungen im Rahmen von Basel III) führte zusammen mit den freiwilligen Änderungen bei den Risikomanagementpraktiken der Dealer zu einem beachtlichen und dauerhaften Rückgang der Dealerbestände. Gleichzeitig hat sich das Handelsvolumen insgesamt beinahe verdoppelt, was auf eine Entkopplung der traditionellen Beziehung zwischen Dealerbestand und Handelsvolumen an den Märkten für Unternehmensanleihen schließen lässt.



Zudem hat die Zunahme des elektronischen Handels, der nach 8% in 2013 nunmehr 22% des Handels am US-Markt für Unternehmensanleihen ausmacht, die durchschnittlichen Handelskosten gesenkt und für mehr Transparenz am Markt gesorgt. Dadurch sind die Gewinne der Dealer sowie die Anreize für Market-Making-Aktivitäten weiter gesunken. Gleichzeitig gaben Anleger an, Aufträge in kleinere Einheiten aufteilen und über mehrere Gegenparteien abwickeln zu müssen, was die Gesamtkosten für große Transaktionen erhöht. Zum Teil liegt dies daran, dass die Marktkurse tendenziell stark und rasch auf Informationen zu elektronischen Aufträgen reagieren, sowie an der Tatsache, dass sich viele Dealer gegen große

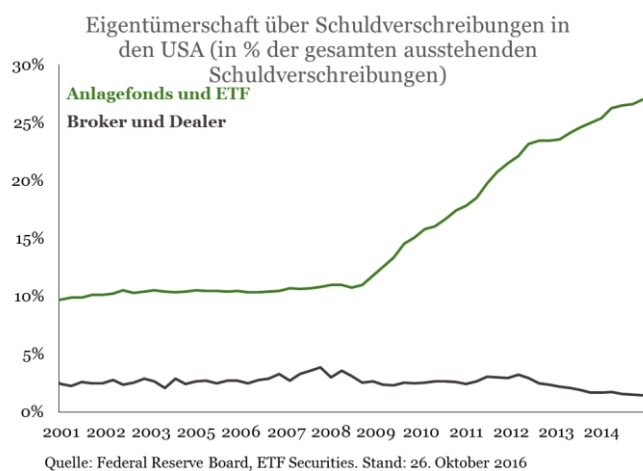
¹ „Market Liquidity after the Financial Crisis“, T. Adrian et al.

FRBNY (Oktober 2016); „Fixed income market Liquidity“, BIS Papers (Januar 2016); Umfrage der Internationalen Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (IOSCO) (August 2016).

Bestandspositionen sträuben. Laut der US FINRA² sank der prozentuale Anteil des Blockhandels (5 Mio. USD und mehr) im Vergleich zum Gesamtvolumen im Anleihehandel in den letzten Jahren von 75% (vor der Krise) auf 60%. Die durchschnittliche Handelsgröße entspricht jedoch in etwa den Vorkrisenniveaus, hat aber im Gegensatz zu den 2007 – ein Jahr mit reichlich Liquidität – verzeichneten Niveaus leicht abgenommen.

Buy-Side als alternative Liquiditätsquelle

Der Anstieg des verwalteten Vermögens großer Vermögensverwaltungsgesellschaften in den Jahren nach der Krise hat dazu geführt, dass rund ein Drittel der festverzinslichen Wertpapiere von Buy-Side-Tradern gehalten werden. Der Buy-Side-Anleihenbestand stellt eine wesentliche Liquiditätsquelle und Alternative zu den verringerten Beständen der Dealer dar.



Zwar dürfen nur autorisierte Dealer Kursangebote am regulierten Over-the-counter-Markt (OTC) abgeben. Die elektronischen Märkte unterscheiden bei den Auftragsarten aber nicht zwischen Dealern und Buy-Side-Tradern. Daher können Letztere am elektronischen Markt als Dealer auftreten, indem sie Limitaufträge aufgeben (Geld- und Briefkurse). Darüber hinaus sind Buy-Side-Gesellschaften nicht durch Kapital- und Liquiditätsanforderungen eingeschränkt und profitieren von den finanziellen Mitteln ihrer Fondsanleger. Dagegen weisen die Bilanzen der Dealer einen hohen Verschuldungsgrad auf. Berichten von MarketAxess zufolge stammten 2016 rund 50% der gesamten über die elektronische Handelsplattform des Unternehmens zur Verfügung gestellte Liquidität von Buy-Side-Kunden. Dies unterstreicht abermals ihre zunehmende Rolle als Liquiditätsgeber.

Starker Primärmarkt begünstigt Liquidität bei Anleihen

Das Niedrigzinsumfeld hat in den USA zu erhöhten Staatsanleiheemissionen geführt, wodurch die Zahl der Anlegern zur Verfügung stehenden Anleihen drastisch gestiegen ist. In der Folge hat die Zahl der jeden Monat aktiv gehandelten Anleihen in den letzten fünf Jahren um rund 50% zugenommen. Dies zog eine verringerte Konzentration der Handelsaktivität nach sich.

TRACE Liquiditätskonzentration



Laut der Trade Reporting and Compliance Engine (TRACE)³ machten die Tausend aktivsten Investment-Grade-Anleihen (IG-Anleihen) 2004 80% der gesamten Handelsaktivität in den USA aus, wohingegen der Wert heute nur noch bei 55% liegt. Ebenso machten die Tausend aktivsten Hochzinsanleihen (HY-Anleihen) 2004 95% der gesamten Handelsaktivität in den USA aus. Heute sind es nur noch 60%. Dies bedeutet, dass die Liquidität bei US-Unternehmensanleihen gleichmäßiger verteilt ist als vor der Krise.

Der Wandel in der Art der Anleiheliqidität

Das multidimensionale Konzept der Marktliquidität und die fehlende Transparenz der OTC-Anleihemärkte erschwert eine Beobachtung und Quantifizierung. Die nachstehende Tabelle zeigt eine Synthese verschiedener marktbasierter Kennzahlen zur Liquidität an den globalen Anleihemärkten seit der Finanzkrise 2008, die im Rahmen der Umfrage der Internationalen Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (IOSCO)⁴ vom August 2016 zusammengetragen wurden.

² Die US Financial Industry Regulatory Authority (Regulierungsbehörde)

³ Alle Broker-Dealer in den USA, die FINRA-Mitglieder sind, müssen Transaktionen mit Unternehmensanleihen an TRACE berichten.

⁴ Der IOSCO-Vorstand setzt sich aus den Wertpapierregulierungsbehörden aus 33 Industrie- und Schwellenländern zusammen.

Liquiditätskennzahlen		
Indikator	Definition	Belege
Geld-Brief-Spannen	Die Differenz zwischen dem Kurs, bei dem Dealer bereit sind zu kaufen (Geldkurs), und dem Kurs, bei dem sie bereit sind, zu verkaufen (Briefkurs).	Die Geld-Brief-Spannen haben sich in den USA und in Europa seit der Krise verengt. In den USA liegen die Geld-Brief-Spannen für IG- und HY-Anleihen sogar unter den Vorkrisenniveaus.
Handelsvolumen	Das nominale Handelsvolumen.	Gesamte Handelsvolumina bei OTC-Unternehmensanleihen sind entweder auf Vorkrisenniveaus zurückgekehrt oder haben diese übertroffen. In den USA haben sich die Volumina seit der Krise von 4 Bio. USD in 2008 auf über 8 Bio. USD in 2016 verdoppelt.
Durchschnittliche Transaktionsgröße	Die durchschnittliche Größe einzelner Transaktionen.	Die Belege für einen möglichen Rückgang der durchschnittlichen Transaktionsgrößen fallen gemischt aus.
Kursauswirkungen	Die Geschwindigkeit, mit der Kurse nach einer großen Transaktion zu ihrem vorherigen Niveau zurückkehren.	Die Kursauswirkungen haben seit der Krise in der Regel nachgelassen und liegen nun unter den Vorkrisenniveaus, was auf eine bessere Liquidität hindeuten würde.
Umschlagshäufigkeit	Gesamtes Handelsvolumen pro Jahr dividiert durch die Gesamtsumme der ausstehenden Schultitel.	Die Umschlagshäufigkeit ist seit der Krise gefallen oder gleich geblieben, da das Wachstum am Primärmarkt das Handelsvolumen am Sekundärmarkt überstiegen hat.

Quelle: IOSCO-Umfrage vom August 2016, ETF Securities.

Insgesamt scheint sich nur wenig an der Liquiditätssituation geändert zu haben. Die Geld-Briefkurs-Spannen liegen in der

Nähe ihrer tiefsten Niveaus seit mehr als zehn Jahren, wohingegen Volumen und Emissionstätigkeit Rekordhochs verzeichnen. Zudem nimmt der Einfluss großer Transaktionen auf die Kurse seit der Krise kontinuierlich ab, was auf ein besseres Liquiditätsumfeld hindeutet. Die leichte Veränderung der Liquidität spiegelt sich im Volumen wider – hierfür spricht auch, dass die durchschnittliche Transaktionsgröße und nicht das Kursniveau leicht gesunken ist.

Die Fixed-Income-Märkte scheinen sich somit allgemein erfolgreich an das Nach-Krisenumfeld angepasst zu haben. Zwar sind Broker-Dealer nach wie vor die dominierenden Market-Maker, vor allem bei weniger liquiden Wertpapieren. Elektronischer Handel sowie die Nutzung von Buy-Side-Beständen als Liquiditätsquelle gewinnen aber beim Handel mit Unternehmensanleihen immer mehr an Bedeutung. Dies hat möglicherweise die Art der Liquidität verändert. Es gibt jedoch keine eindeutigen Belege für eine Verschlechterung des Liquiditätsumfelds, wenngleich dies in Zukunft genau beobachtet werden sollte.

Währungsausblick 2017

Von Martin Arnold – Director – FX & Macro Strategist | martin.arnold@etfsecurities.com

Überblick

Der Handel mit als sicheren Häfen geltenden Währungen dürfte unseres Erachtens 2017 nachlassen. Dies würde beim Schweizer Franken und japanischen Yen im Einklang mit den Maßnahmen der jeweiligen Zentralbank zu breit angelegter Schwäche führen.

Unsere Heatmap zeigt, dass das Pfund Sterling gegenüber dem Euro aufwerten dürfte. Das Worst-Case-Szenario ist unserer Einschätzung nach bereits im Pfund Sterling eingepreist, das bei oder nahe seinem strukturellen Tiefpunkt gehandelt wird.

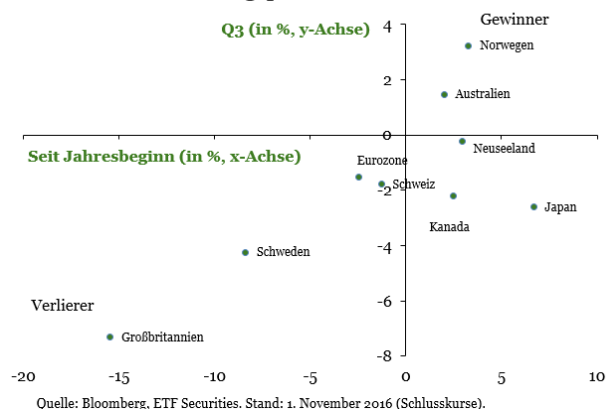
Trotz eines potentiellen kurzfristigen Rücksetzers könnte der US-Dollar seine Spanne der letzten zwei Jahre nach oben hin durchbrechen, wenn sich die Fed zu aggressiveren Zinserhöhungen als derzeit prognostiziert gezwungen sieht.

Die fortlaufenden QE-Maßnahmen dürften zusammen mit der politischen Unsicherheit zu anhaltend erhöhten Währungsschwankungen führen.

Gewinner und Verlierer

2016 war ein turbulentes Jahr für die Devisenmärkte, das von erhöhter Volatilität infolge der anhaltenden Bemühungen der Zentralbanken, die Weltwirtschaft zu stützen, geprägt war. Dennoch gibt es klare Gewinner und Verlierer, und die Schwankungen sind bei Währungen nach wie vor weniger ausgeprägt als bei den meisten anderen Anlageklassen.

Währungsperformance 2016



Unter den G10-Währungen entwickelte sich das Pfund Sterling in diesem Jahr mit Abstand am schlechtesten und fiel auf ein 30-Jahres-Tief. Das EU-Referendum hatte einen Einbruch des Pfund Sterling zur Folge, der sich vorübergehend günstig auf die Unternehmensbilanzen auswirkte.

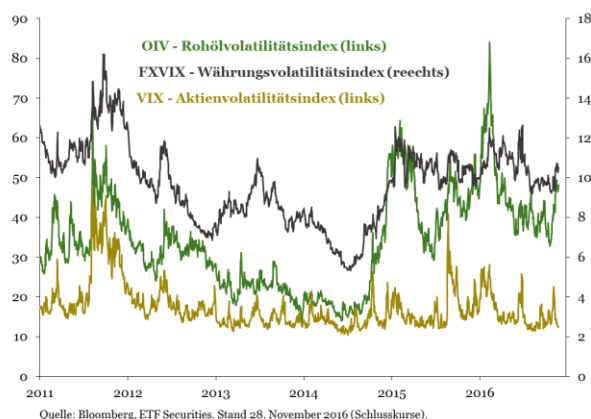
Rohstoffwährungen haben von der Erholung der Rohstoffpreise profitiert, allen voran die norwegische Krone und der australische Dollar.

Zudem war auch die Nachfrage nach als sicheren Häfen geltenden Währungen ein zentrales Thema, da Wahlen und Referendum gemeinsam mit politischer Unsicherheit die Nachfrage nach dem japanischen Yen (JPY) beflügelten.

Der japanische Yen hat sich in diesem Jahr am besten entwickelt, wenngleich die Gewinne in den letzten Monaten sinken, da die wiedergefundene Risikobereitschaft eine neuerliche Renditesuche ausgelöst hat. Dennoch stagniert die Wirtschaft in Japan weiterhin, und die deflationären Tendenzen werden von der Stärke der Währung noch verschärft.

Währungsschwankungen werden die Anleger auch weiterhin beschäftigen. Dies wird durch die anhaltende quantitative Lockerung (QE) und die politische Unsicherheit noch verstärkt. Da die quantitative Lockerung der Zentralbanken für eine anhaltend hohe Volatilität an den Devisenmärkten sorgt, wird der Währungsausblick auch weiterhin von der Entwicklung der weltweiten Geldpolitik im nächsten Jahr bestimmt.

Volatilität lässt nach



Unseres Erachtens dürfte die Fed als einzige Zentralbank ihre Geldpolitik 2017 straffen, während andere wichtige Notenbanken, vor allem die Bank of Japan und die EZB, an ihren aggressiven Maßnahmen zur Unterstützung der Wirtschaftsaktivität, um wiederum die Inflation anzukurbeln, festhalten dürften.

Heatmap

Um potenzielle Währungstrends in 2017 zu identifizieren, haben wir ein Bewertungssystem entwickelt, bei dem vier wesentliche fundamentale Währungsindikatoren zum Einsatz kommen: MvC, Carry, Bewertung, Positionierung.

MvC (Momentum versus Consensus – Dynamik vs. Konsens)

MvC liefert ein Signal auf der Grundlage der Performance des Währungspaares im letzten Monat. Dabei wird geprüft, ob der aktuelle Kassakurs über oder unter der Bloomberg-Konsensprognose für das Ende des nächsten Quartals liegt. Ein „bullishes“ Signal wird ausgegeben, wenn die Kursentwicklung im letzten Monat positiv ausfiel und der Kassakurs unter dem Konsens liegt. Gleichmaßen wird ein „bearishes“ Signal ausgegeben, wenn die Kursentwicklung im letzten Monat negativ ausfiel und die Währung über den Konsensprognosen notiert. Alle anderen Ergebnisse werden als neutral erachtet.

Heatmap	MvC	Carry	Bewertung	Positionierung	Summe
EUR/USD	-1	-1	1	-1	-2
USD/JPY	0	-1	1	1	1
GBP/USD	-1	-1	1	-1	-2
USD/CHF	0	-1	-1	-1	-3
AUD/USD	0	1	-1	1	1
EUR/GBP	0	-1	-1	-1	-3
USD-Index	1	1	k.A.	1	3

Quelle: Bloomberg, ETF Securities

Carry

Bei der Handelsstrategie des Carry-Trade erfolgt die Anlage in einem Land, dessen Zinsen höher liegen als die Zinsen in dem Land, in dem die Anlage finanziert wird. Dadurch steigt die Nachfrage nach der Zielwährung (höhere Renditen), während gleichzeitig die Nachfrage nach der Finanzierungswährung (niedrigere Renditen) sinkt. Ein „bullishes“ Signal wird daher dann ausgegeben, wenn die Basiswährung des Paares eine höhere Rendite aufweist. Weist die Basiswährung eine niedrigere Rendite auf, wird im Umkehrschluss ein „bearishes“ Signal ausgegeben.

Bewertung

Das Bewertungssignal gründet sich auf der Kaufkraftparität (KKP), d.h. die Vorstellung, dass über die Währungen letzten Endes die Herstellungskosten der verschiedenen Länder angeglichen werden. Auf Grundlage dieses Konzepts erfolgt ein positives Signal, wenn die Währung im Vergleich zu ihrer KKP-Bewertung (gemäß den Bloomberg-KKP-Indizes) unterbewertet ist. Umgekehrt wird ein negatives Signal generiert, wenn die Währung über ihrem KKP-Wert notiert.

Positionierung

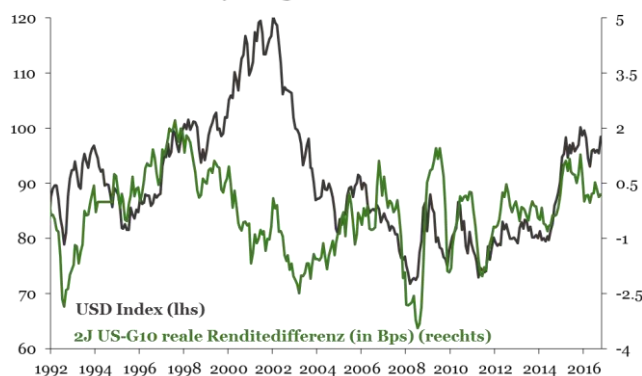
Der Positionsindikator betrachtet die nicht-kommerziellen Positionen am Terminmarkt, um festzustellen, wie die Anleger den Ausblick einer bestimmten Währung einschätzen. Eine positive Bewertung erfolgt, wenn die Netto-Positionen über dem vorherigen 12-Monats-Durchschnitt liegen, eine negative Bewertung, wenn sie darunter liegen.

Ausblick 2017

Drei wesentliche Erkenntnisse aus der Analyse der Heatmap entsprechen unseren Kern-Währungseinschätzungen:

- Der Handel mit als sicheren Häfen geltenden Währungen, der dem Schweizer Franken zugutekam, dürfte nachlassen, da 2017 in Europa eine größere Stabilität wahrgenommen werden dürfte;
- Die Unsicherheit im Hinblick auf das EU-Referendum, welche das Pfund Sterling stark belastete, wird nachlassen. Zwar notiert das Pfund Sterling unseres Erachtens auf seinem strukturellen Tiefpunkt. Infolge der Entscheidung des Supreme Court dürfte es aber dennoch zu Schwankungen kommen. Dennoch rechnen wir 2017 mit einer Aufwertung des Pfund Sterling, wohingegen der Euro aufgrund der anhaltenden Stimulierungsmaßnahmen der EZB abwerten dürfte; und
- Der US-Dollar wird vermutlich in 2017 steigen, wenn die Fed einem etwaigen sich aufbauenden Inflationsdruck in den USA zuvorkommt.

USD-Rally aufgrund höherer Zinsen



Quelle: Bloomberg, ETF Securities. Stand: 28 November 2016 (Schlusskurse).

Zum Jahreswechsel könnte ein weiterer Lohnanstieg eine restriktivere Haltung der Fed nach sich ziehen, was sich wiederum günstig auf den US-Dollar auswirken würde. Der US-Dollar gab nach der Wahl zunächst reflexartig nach, hat sich aber seither wieder erholt. Trumps wachstumsfördernder politischer Kurs ist positiv für die US-Wirtschaft, könnte aber einen Inflationsanstieg bedingen. Wesentliches Kriterium für den US-Dollar ist die Zinsentwicklung. Kann die Fed einen Anstieg der Realzinsen bewirken, könnte der US-Dollar seine Spanne nach oben hin nochmals durchbrechen, trotz potentieller kurzfristiger Rücksetzer. Verhält sich die Fed aber nicht entsprechend ihrer zunehmend restriktiven Stellungnahmen, könnte dies die Gewinne begrenzen.

Was die anderen G10-Währungen betrifft, so könnte die Stärke des Yen nachlassen, da die Bank of Japan zusammen mit der japanischen Regierung weitere Stimulusmaßnahmen verfolgt, um den japanischen Konsumenten die Deflationsängste zu nehmen. Ein stabileres globales Konjunkturmilieu dürfte zusammen mit der Renditesuche japanischer Anleger bei ausländischen Anleihen (japanische Anleihen weisen bis in den 10-jährigen Laufzeitenbereich negative Renditen auf) einen Abwertungstrend beim Yen noch verschärfen.

Ein Risiko für den Ausblick des Yen stellen weltweit zu beobachtende stärkere populistische politische Strömungen dar. Dies gilt im nächsten Jahr insbesondere für Europa.

Die Unsicherheit im Hinblick auf die politische Landschaft in Europa könnte die EZB dazu bewegen, an ihrer lockeren Geldpolitik festzuhalten, was eine etwaige Aufwertung des Euro begrenzen würde. Jüngste Spekulationen über eine schrittweise Einstellung des Anleihenkaufprogramms der EZB („Tapering“) dürften rasch abklingen, wenn der globale Trend hin zu populistischen Regierungen auch in der europäischen Politik Fuß fasst. Anhaltspunkte könnten dabei unter anderem die Wahlen in Deutschland, Frankreich, den Niederlanden und Italien sein.

Auswirkungen eines „harten Brexit“

Von Martin Arnold – Director – FX & Macro Strategist | martin.arnold@etfsecurities.com

Überblick

Ein „harter Brexit“ zählt nicht zu unserem Hauptszenario. Wir rechnen mit einem „Mittelweg“ ähnlich dem EFTA-Modell, dem die Schweiz angehört.

Nach dem Einspruch der britischen Regierung beim Supreme Court gegen das High-Court-Urteil zum Auslösen von Artikel 50 wäre die Einleitung des Brexit im März 2017 das „Best Case“-Szenario.

Wir rechnen mit einer Versteilung der britischen Gilt-Kurve, da der britische Haushalt eine Neubewertung von Staatsanleihen nach sich zieht. Unterdessen dürfte sich die Rally britischer Aktien abschwächen, da die Vorteile eines schwächeren Pfund Sterling nachlassen.

Wofür steht die EU?

Jedes Mitgliedsland der Europäischen Union hält sich an vier fundamentale Prinzipien:

- Freier Warenverkehr;
- Dienstleistungsfreiheit;
- Freier Kapital- und Zahlungsverkehr; und
- Personenfreizügigkeit.

Die Verhandlungen zum Ausstieg Großbritanniens aus der EU sind mit erheblicher Unsicherheit verbunden. Eins scheint jedoch sicher zu sein: Der Zugang zum Binnenmarkt wird nicht kostenlos gewährt.

Ein „harter Brexit“ würde vermutlich zu einer Handelsbeziehung zwischen Großbritannien und der EU über die Welthandelsorganisation (World Trade Organisation, WTO) führen. Der Handel zwischen Großbritannien unterläge dann Zöllen und anderen Barrieren, die EU-Haushaltszahlungen würden eingestellt und die Einwanderung eingedämmt.

Zollunion vs. freier Handel ...

Eine Zollunion ermöglicht Ländern wie der Türkei, Andorra und San Marino, am freien Warenverkehr mit EU-Mitgliedsstaaten teilzunehmen. Allerdings können diese Länder keine freien Handelsabkommen mit anderen Nicht-EU-Ländern schließen und sind an die EU-Handelsvereinbarungen mit dem Rest der Welt gebunden. Ein reines Freihandelsabkommen wäre schwieriger zu bewerkstelligen und würde mühsame Verhandlungen nach sich ziehen (das Abkommen mit Kanada war erst nach sieben Jahren ausgehandelt). Eine solche Vereinbarung würde (im Gegensatz zu einer Zollunion) aber für Dienstleistungen gelten, und Großbritannien könnte uneingeschränkt Vereinbarungen mit Drittparteien abschließen.

... und EFTA und EWR

Dagegen ermöglicht das Abkommen zum Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) drei der vier Mitgliedsstaaten der Europäischen Freihandelsassoziation (European Free Trade Association, EFTA), nämlich Norwegen, Island und Liechtenstein, den Zugang zum EU-Binnenmarkt. Diese Länder müssen aber den vier „Grundfreiheiten“ der EU (mit bestimmten Ausnahmen, z.B. Landwirtschaft und Fischereipolitik) zustimmen und finanzielle Beiträge zum EU-Haushalt leisten. Alle EFTA-Mitglieder (einschließlich der Schweiz) haben die Möglichkeit, Handelsabkommen mit anderen Ländern außerhalb der EU zu schließen. Die Schweiz ist allerdings kein Teil des EWR, verfügt aber über eine Reihe bilateraler Abkommen mit der EU, welche den Handel und die Personenfreizügigkeit sowie den freien Kapital- und Zahlungsverkehr regeln. Dennoch tragen alle EFTA-Mitglieder zum EU-Haushalt bei.

Ein „harter Brexit“ zählt nicht zu unserem Hauptszenario. Wir rechnen eher mit einem „Mittelweg“ ähnlich dem EFTA-/EWR-Modell. Die Festlegung einer endgültigen Struktur wird jedoch jahrelange Verhandlungen erfordern. Dabei stellt sich die Frage, ob Großbritannien nach dem Verlassen der EU Teil des EWR bleiben wird.

Die Entscheidung des High Court hat die Pläne der Regierung, Artikel 50 bis März 2017 auszulösen, fürs Erste zunichte gemacht. Ein Einspruch beim Supreme

	EU-Mitgliedschaft	EWR- & EFTA-Mitgliedschaft (Norwegen)	EFTA-Mitgliedschaft (Schweiz)	Zollunion (Türkei)	Freihandelsabkommen (Kanada)	WTO
Grundfreiheiten:						
Personenfreizügigkeit	✓	✓	✓	✗	✗	✗
Freier Warenverkehr	✓	✓	✓	✓	✓	✗
Dienstleistungsfreiheit	✓	✓	✓	✗	✗	✗
Freier Kapital- und Zahlungsverkehr	✓	✓	✓	✗	✗	✗
Beitrag zum EU-Haushalt	✓	✓	✗	✗	✗	✗
Handelsabkommen mit Drittparteien	✗	✓	✓	✗	✓	✓
Unterliegen/Beeinflussen EU-Gesetzgebung	✓/✓	✓/✗	✗/✗	✗/✗	✗/✗	✗/✗

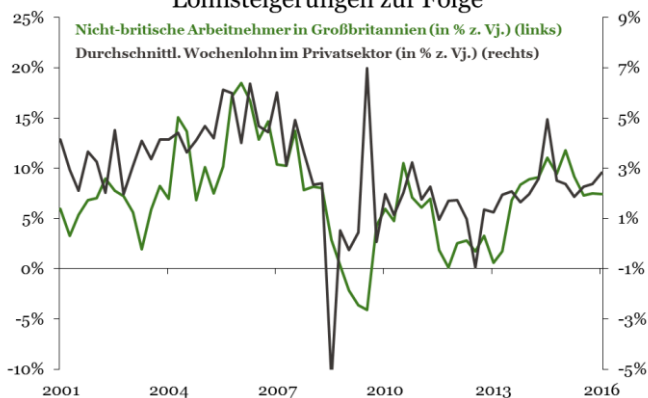
Court dürfte hinausgezögert werden, sodass sich der Zeitplan der Regierung höchstens als „Best-Case“-Szenario erweist.

Wirtschaftliche Auswirkungen

Die Personenfreizügigkeit und die Beiträge zum EU-Haushalt waren für die britischen Wähler zentrale Aspekte bei der Entscheidung, die EU zu verlassen. Eine Folge könnten jedoch niedrigere Löhne sein, da die Zahl der Arbeitskräfte bei einem „harten Brexit“ abnimmt. Lohnveränderungen sind stark mit Veränderungen an der Zahl der in Großbritannien tätigen, nicht-britischen Arbeitnehmer korreliert.

Angesichts der Unsicherheit über das endgültige Abkommen mit der EU verschieben die Unternehmen allenfalls wichtige Investitionsentscheidungen, was wiederum zum dauerhaften Rückgang des Wirtschaftswachstums beiträgt. Daher ist es nicht überraschend, dass mit einem Einbruch der Wirtschaftsaktivität auch ein Rückgang der Nachfrage nach Arbeitskräften einhergeht.

Nicht-britische Arbeitnehmer haben Lohnsteigerungen zur Folge



Ein „harter Brexit“ wäre der britischen Wirtschaft abträglich, die in hohem Maße auf Finanzdienstleistungen angewiesen ist. Laut einer Schätzung des britischen Finanzministeriums dürfte die britische Wirtschaft über einen 15-Jahres-Zeitraum innerhalb der EU um 3,4-4,3% des BIP besser dastehen. Eine Änderung der Vorschriften im Hinblick auf die Vereinbarungen

für den Zugang zum Finanzsektor („Passporting“) würde einen Rückgang der operativen Tätigkeit vieler Unternehmen in Großbritannien nach sich ziehen.

Darüber hinaus dürfte auch die Unsicherheit in Bezug auf die politische Landschaft der EU abschreckend bei Unternehmensinvestitionen wirken, da populistische Parteien in Europa zunehmend Zuspruch erfahren. Eine fragmentiertere Politik in Europa könnte sich negativ auf den Finanzdienstleistungssektor auswirken.

Auswirkungen auf den Haushalt

Der britische Finanzminister hatte für den Fall eines Austritts Großbritanniens aus der EU einen Ausgleich wegfallender EU-Zahlungen an Landwirte, Wissenschaftler und Universitäten garantiert. Schätzungen des Finanzministeriums zufolge beliefen sich diese Kosten 2014-15 auf rund 6 Mrd. GBP.

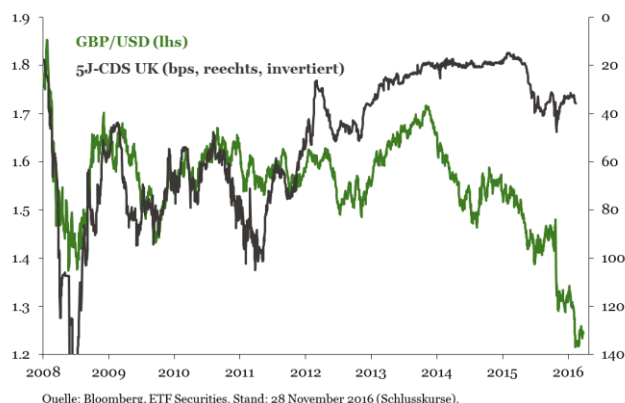
Zwar entwickeln sich die Prognosen zum öffentlichen Finanzierungssaldo (Public Sector Net Borrowing, PSNB) generell in die richtige Richtung. Allerdings wurde der Betrag, den die Regierung aufzunehmen hätte, deutlich unterschätzt. Im März 2016 prognostizierte das OBR (Office for Budget Responsibility) eine Schuldentilgung der Regierung bis 2019-20 – ein Jahr später als in den Haushaltsprognosen von März 2015 angegeben. Das PSNB-Niveau konnte bis September um 2,3 Mrd. GBP gesenkt werden. Dies ist aber deutlich weniger als die zur Erreichung der Haushaltsprognosen erforderlichen 20,5 Mrd. GBP.

Auswirkungen auf den Markt

Am Anleihemarkt rechnen wir mit einer leichten Versteilung der Gilt-Kurve, da das kurze Ende nach wie vor an die offiziellen Leitzinsen gekoppelt ist. Am langen Ende könnte es hingegen zu einer moderaten Neubewertung kommen, wenn erneut Sorgen über eine mögliche Aufblähung des britischen Haushalts aufkommen. Eine Weitung des Gilt-Bund-Spreads dürfte auf lange Sicht dennoch günstig auf den GBP wirken, wenn die wirtschaftlichen Auswirkungen immer deutlicher werden.

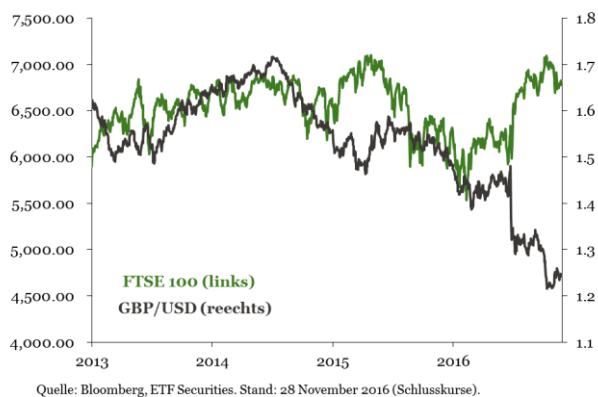
Darüber hinaus scheinen die Negativmeldungen zu einem „harten Brexit“ unseres Erachtens bereits eingepreist zu sein.

GBP überreagiert auf Rating-Herabstufung



Bei Aktien kam es zu deutlichen Unterschieden bei der Performance des FTSE100 und des FTSE 250. Ersterer hat seit dem EU-Referendum um über 10% zugelegt, während es bei Letzterem im selben Zeitraum nur beinahe 3% waren. Die Unternehmen des FTSE100 erwirtschaften rund 75% ihrer Umsätze im Ausland, sodass die Abwertung des GBP diese Umsätze beflügelt hat. Trotz der Unterschiede könnte sich die Lücke unseres Erachtens 2017 aus zwei Gründen schließen. Erstens wurde der FTSE250, wie das Pfund, überproportional stark von den Negativmeldungen zu einem „harten Brexit“ getroffen. Zweitens dürften sich die Umsatzvorteile im Ausland umkehren, wenn das Pfund Sterling wieder aufwertet, vor allem gegenüber dem Euro. Dies würde die Lücke zwischen den beiden Aktienbenchmarks verringern.

FTSE100 profitiert von schwachem GBP



Schwellenmärkte lassen Industrieländer dank Fundamentaldaten hinter sich

Von Morgane Delledonne — Associate Director — Fixed Income Strategist | morgane.delledonne@etfsecurities.com

Von Aneeka Gupta — Associate — Equity & Commodities Strategist | aneeka.gupta@etfsecurities.com

Überblick

Bessere Fundamentaldaten in den Schwellenländern, ein stabilerer Ausblick für Rohstoffe und ein globaler Nachfrageanstieg dürften Schwellenmarktanlagen vor dem Hintergrund der Normalisierung der Fed-Politik zugutekommen.

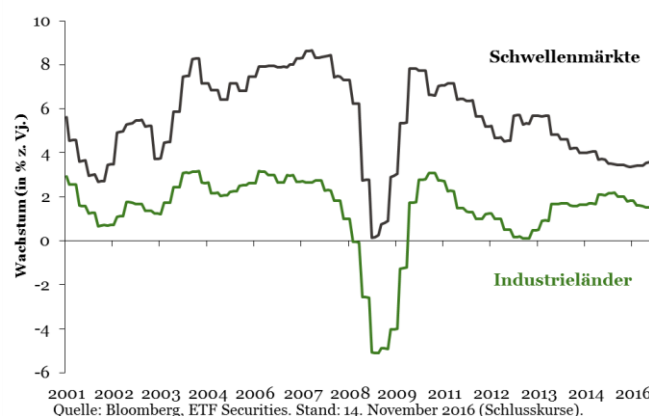
Schwellenmarktanlagen weisen attraktive Bewertungen auf. Unterstützung bieten dabei die Renditedifferenzen zwischen Schwellen- und Industrieländern, die auf Mehrjahreshochs liegen, und eine Bewertungslücke bei Aktien von 28%.

In den Schwellenländern besteht bei Substanzaktien größeres Aufwärtspotenzial als bei Wachstumsaktien.

Wachstumsausblick begünstigt Schwellenmärkte

Die besseren Fundamentaldaten der Schwellenmärkte (Emerging Markets, EM) kommen zusammen mit einer Stabilisierung der Rohstoffpreise in einem Anstieg des EM-Wirtschaftswachstums in diesem Jahr zum Ausdruck. Zwar konnten die Exporte nicht an Fahrt aufnehmen. Dies wurde aber von der internen Nachfrage ausgeglichen, was sich an einer Verbesserung der Einkaufsmanagerindizes (Purchasing Managers Indices, PMIs) der EM zeigt. Darüber hinaus weisen EM in der Regel stärkere Leistungsbilanzen und eine geringere Fremdvverschuldung auf. Dadurch sind sie weniger anfällig für externe Schocks in der Weltwirtschaft als in der Vergangenheit. Der Composite Leading Indicator der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD), der frühzeitig Hinweise für Wendepunkte in Konjunkturzyklen liefert, signalisiert deutlich eine Trendwende in China, Brasilien, Russland und Indien. Die Differenz zwischen dem Wachstum in den Schwellen- und den Industrieländern hat sich zugunsten der EM geweitet. Zudem wirkt sich der niedrige Verschuldungsgrad der EM (durchschnittlich 45% des BIP im Vergleich zu 85% in den Industrieländern) positiv auf deren langfristiges Wachstum aus.

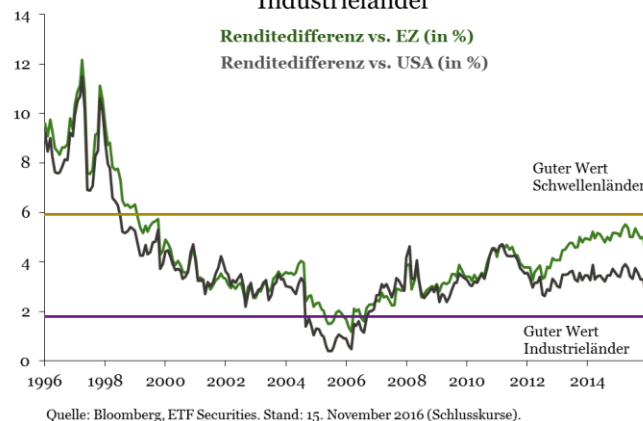
BIP-Wachstum weltweit



Bewertungen stützen EM-Anleihen

Die Renditedifferenz zwischen EM-Lokalanleihen und ihren europäischen Pendanten bewegt sich auf einem Mehrjahreshoch (über 5%). Wir sind weiter davon überzeugt, dass Schwellenländer eine höhere Bonität aufweisen als allgemein angenommen, wodurch sich weiteres Aufwärtspotenzial bei den Kursen ergibt. Unseres Erachtens stellt ein etwaiger technischer Ausverkauf eine gute Gelegenheit dar, sich bei EM-Anleihen zu engagieren.

Renditedifferenz Schwellen- vs. Industrieländer



Zudem sind wir der Ansicht, dass die Stabilisierung der Rohstoffpreise und der globale Wachstumsanstieg den EM-Währungen und dadurch EM-Lokalwährungsanleihen zugutekommen dürften. Letztere machen 85% der gesamten EM-Anleihen aus. Lateinamerikanische Währungen und solche großer rohstoffexportierender Länder (Brasilien, Südafrika und Russland) haben dieses Jahr besser abgeschnitten als

asiatische Währungen, bleiben aber auf inflationsbereinigter Basis weiter unterbewertet und weisen daher Aufwärtspotenzial auf.

REER-Indizes



Substanzgelegenheiten bei EM-Aktien

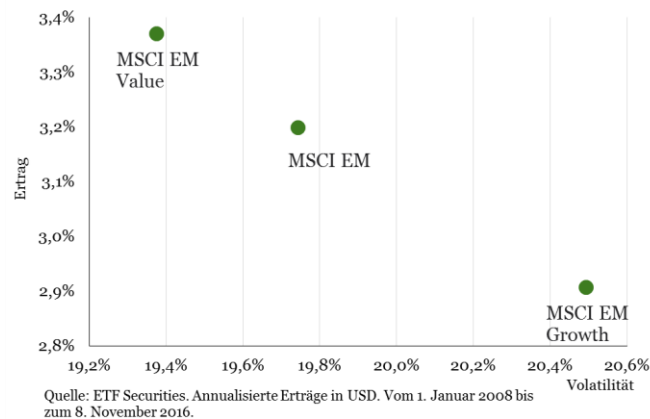
An den Aktienmärkten ist 2016 eine Tendenz hin zu den Schwellenmärkten erkennbar. Verantwortlich dafür sind das Zusammenwirken der Stabilisierung des US-Dollar und der Rohstoffpreise. Trotz der bisher verzeichneten Rally weist die Bewertungslücke zwischen Aktien aus den Schwellen- und Industrieländern laut der CAPE-Ratio (Cyclically Adjusted Price to Earnings Ratio) einen Abschlag von 28% auf den langfristigen Durchschnitt auf.

CAPE-Ratio Schwellen- vs. Industrieländer



Traditionell haben EM-Substanzaktien durchgängig höhere annualisierte Renditen bei gleichzeitig niedriger Volatilität verbucht als Mainstream-EM-Aktien und ihre teureren EM-Wachstumspondants.

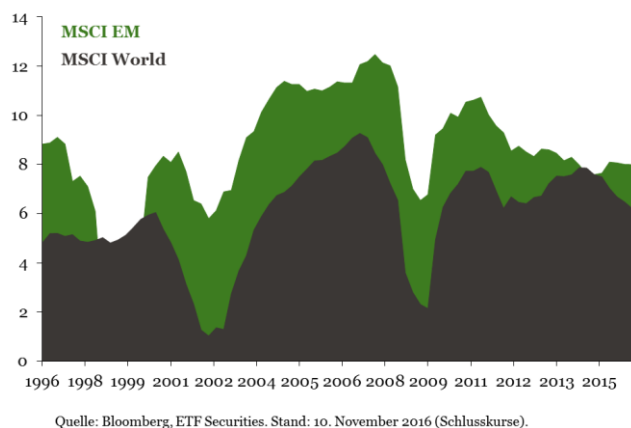
Schwellenmärkte: Substanz vs. Wachstum



Seit März 2007 blieben an den globalen Aktienmärkten Substanz- hinter Wachstumstiteln zurück. Diese Dichotomie ist in den Schwellenmärkten noch ausgeprägter. Die Bewertungen von EM-Wachstumsaktien (21x auf KGV-Basis) sind auf Werte gestiegen, die zuletzt während der Finanzkrise 2008 verzeichnet wurden. Substanzaktien (12x auf KGV-Basis) haben indes nachgegeben, sodass sich der Bewertungsaufschlag deutlich geweitet hat. In der Vergangenheit folgte auf derartige extreme Bewertungsunterschiede eine langfristige Outperformance von Substanz- gegenüber Wachstumsaktien.

Dabei waren Schwächephasen in substanzorientierten Sektoren wie Energie, Finanzen und Grundstoffe erkennbar. Grund für den Ausverkauf zu dieser Zeit waren unter anderem die rückläufigen Exportumsätze bei Unternehmen aus Rohstoff-exportierenden Ländern sowie das verhaltene Wachstum in den Industrieländern mit dem größten Rohstoffverbrauch. Die Stabilisierung der Rohstoffpreise ebnet in Verbindung mit einer robusteren US-Wirtschaft allerdings den Weg für eine globale Expansion. Dies kommt Substanzaktien tendenziell zugute.

Rentabilität Schwellen- vs. Industrieländer



Fed-Straffung keine Gefahr für EM-Anlagen

Die Auswirkungen höherer Zinsen in den USA auf EM-Anlagen hängen stark vom Zeitpunkt, dem Verlauf und den Markterwartungen zu den nächsten Schritten der Fed ab. Etwaige unerwartete Kursänderungen könnten einen technischen Ausverkauf nach sich ziehen. Unseres Erachtens dürfte die Fed ihre Fed Funds Rate im Dezember um 25 Bp anheben, da die Enge am Arbeitsmarkt weiter zunimmt und die Lohninflation an Fahrt aufnimmt. Nebst der Zinsstraffung der Fed rechnen wir auch beim Dollar nur mit einer schrittweisen Aufwertung. Grund hierfür ist der bessere Wachstumsausblick, der ein günstiges Umfeld für den Welthandel schafft und EM-Anlagen zugutekommen würde. Dabei besteht das Risiko, dass Trumps Drohungen, die Handelsabkommen (einschließlich NAFTA) zu widerrufen, zu tatsächlichen Importbeschränkungen führen könnten. Die

bestehenden Gesetze⁵ erlauben es dem Präsidenten allerdings nur dann, Importe zu beschränken, wenn die nationale Sicherheit gefährdet ist, das Land ein hohes Zahlungsbilanzdefizit aufweist oder es Belege dafür gibt, dass ein fremdes Land den US-Handel mit unfairen Mitteln einschränkt. Unserer Einschätzung nach könnte ein etwaiger Machtmissbrauch Donald Trumps den Kongress dazu veranlassen, die Befugnisse des Präsidenten im Hinblick auf den Außenhandel zu beschränken, um so die Risiken einer Auseinandersetzung im Welthandel zu mindern.

Die Schwellenmärkte spielen weiterhin eine wesentliche Rolle für das langfristige Wachstum an den Weltmärkten. Zwar stellt Trumps Sieg bei den Präsidentschaftswahlen ein Risiko für die Außenpolitik dar, vor allem für Mexiko und China. Wir halten aber angesichts der sich verbessernden Fundamentaldaten, der höheren Rentabilität und der günstigen Bewertungen an unserer langfristig positiven Einschätzung zu EM-Anlagen fest.

⁵ Trade Expansion Act (1962), Trade Act (1974), Trade with the Enemy Act (1917) und der International Emergency Economic Powers Act (1977).

Der Rohstoff-Superzyklus ist ein Mythos

Von James Butterfill, Head of Research & Investment Strategy | james.butterfill@etfsecurities.com

Überblick

Der Superzyklus ist irreführend, und Anleger sollten sich auf die Fundamentaldaten konzentrieren, da sich diese günstig auf die Rohstoffpreise auswirken.

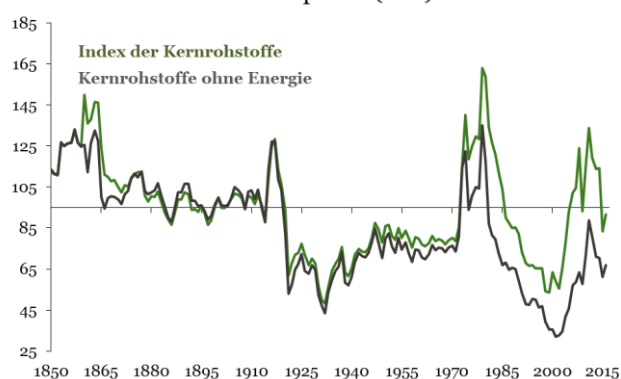
Die Nachfrage dürfte in den kommenden Jahren steigen, während gleichzeitig Anzeichen eines Angebotsrückgangs erkennbar sind.

Die USA und China dürften die Rohstoffnachfrage auch weiterhin überwiegend beeinflussen.

Der Superzyklus ist irreführend

Die klassische Herangehensweise beim Verständnis von Rohstoffen ist ein Blick auf den „Superzyklus“. Dies ist unseres Erachtens jedoch ein Trugschluss, weshalb Anleger ihren Schwerpunkt eher auf die fundamentalen Treiber von Rohstoffen legen sollten. Zuverlässige historische Daten zu den Rohstoffpreisen stehen bis 1850 zur Verfügung. Davor bestand der Index hauptsächlich aus Lebensmitteln und ist daher bezogen auf den gesamten Rohstoffkomplex irreführend.

Rohstoffpreise (real)



Quelle: NBER, Simon Fraser University, ETF Securities. Stand: 31. Oktober 2015

*Kernrohstoffe: Rind, Schwein, Kohle, Erdgas, Öl, Mais, Weizen, Aluminium, Kupfer, Stahl, Zink, Gold, Silber, Kakao, Kaffee, Baumwolle, Kautschuk und Zucker

Was die Rohstoff-Teilsektoren angeht, so entfällt ein Großteil der Gewinne der letzten 30 Jahre auf die Sektoren Energie und Edelmetalle. Mit oder ohne diese Teilsektoren fällt es unserer Meinung nach sehr schwer, einen Superzyklus oder bestimmte Hochs und Tiefs zu definieren.

Den meisten Abschwüngen bei Rohstoffen gingen Konflikte voran, z.B. der Bürgerkrieg in den USA, WW1 und 2 und in

jüngerer Vergangenheit die Hyperinflation/der Kalte Krieg und die Weltwirtschaftskrise ab 2007. Zwar waren die meisten Preisanstiege durch die Ausgabenpläne verschiedener großer Länder bedingt. Die Gefahr von Kriegen und Paradigmenwechsel in der Technologie (z.B. die Industrielle Revolution) haben die Preise aber ebenfalls maßgeblich beeinflusst. Ab 1910 kam es zu einem strukturellen Rückgang der Rohstoffpreise aufgrund einer raschen Zunahme der Mechanisierung und umfangreicher technologischer Verbesserungen bei der Mineraliengewinnung. In den vergangenen Jahren wurden zudem erhebliche technologische Fortschritte in der Fracking-Branche erzielt, wo die Grenzkosten der Rohölproduktion von 80 USD/Barrel (vor zwei Jahren) auf nunmehr rund 50 USD/Barrel gefallen sind.

Die vereinzelten Veränderungen bei den Rohstoffpreisen gehen daher vielmehr auf die Fundamentaldaten zurück als auf einen festgelegten Zyklus. Phasen mit großen Investitionsaufwendungen seitens der Minenunternehmen können einige Jahre oder gar Jahrzehnte andauern, wogegen Konflikte schwieriger vorherzusagen sind. Daher dürfte ein festgelegter Zyklus kaum als effektive Anlagestrategie dienen.

Hinsichtlich der Fundamentaldaten lassen sich Anzeichen eines Zyklus bei den Investitionen der Minenunternehmen in Bezug auf die Preise erkennen, allerdings über unterschiedliche Zeiträume.

Investitionswachstum bei Top 100 Minenunternehmen



Source: Bloomberg, ETF Securities. Stand: 11. November 2016 (Schlusskurse).

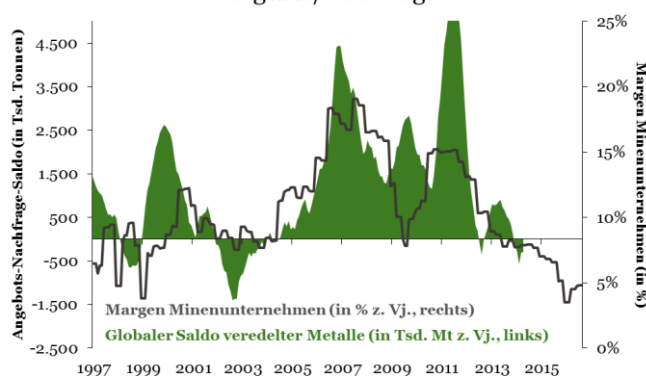
Infolge des Anstiegs der Infrastrukturnachfrage in China haben Minenunternehmen von 2000 bis 2010 umfangreiche Investitionen getätigt, die nur von der Kreditkrise unterbrochen wurden. In der Vergangenheit haben Minenunternehmen auf steigende Preise tendenziell mit Investitionssteigerungen (verzögert um ein Jahr) reagiert. Entsprechend führte der

Rohstoffpreisverfall, der 2010 einsetzte, zu erheblichen Investitionskürzungen. Vom Mitte 2013 verzeichneten Hoch im Investitionszyklus fielen die Ausgaben um 51%, wobei erst jetzt der daraus resultierende Angebotsrückgang deutlich wird. Dabei verzeichneten Industriemetalle 2016 erstmals seit 2005 ein Angebotsdefizit.

Angebotsrückgang dürfte eskalieren

Die Margen der Minenunternehmen haben sich jüngst von ihrem tiefsten Stand seit Mitte 1998 erholt. Diese historisch niedrigen Margen stellen zusammen mit den aggressiven Investitionskürzungen ein anhaltendes Rentabilitäts- sowie ein Risiko für das aktuelle Produktionsniveau dar.

Margen Minenunternehmen vs. 2J-Vorlauf auf Angebot/Nachfrage

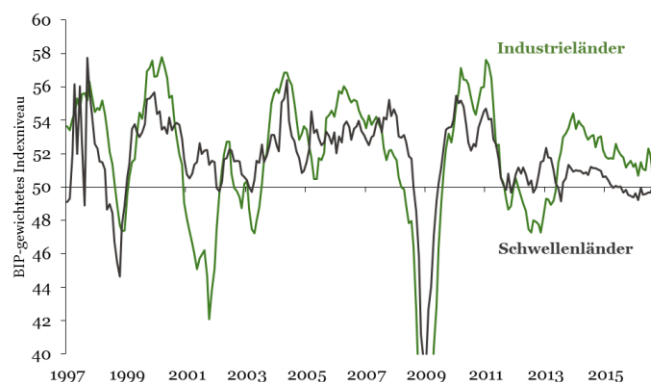


Die Margen der Minenbetreiber gehen dem Angebotsüberschuss/-defizit tendenziell um zwei Jahre voraus. Dies deutet darauf hin, dass das jüngste Defizit – das erste seit zehn Jahren – weiter Bestand haben dürfte.

Nachfrage dürfte leicht steigen

Unseres Erachtens befinden sich die Industrieländer fest auf Wachstumskurs. Die aktuellen Niveaus der Einkaufsmanagerindizes (Purchasing Managers Indices, PMIs) liegen bei durchschnittlich 52 und somit deutlich über dem Wert von 47, der in der Regel eine Rezession kennzeichnet. Allerdings verzeichnete das verarbeitende Gewerbe im aktuellen Zyklus einen deutlich niedrigeren Höchststand (üblich sind PMI-Höchstwerte von 58, dieses Mal lag der Höchstwert bei 54), was darauf schließen lässt, dass das BIP-Wachstum deutlich gemäßiger ausfallen dürfte als in früheren Zyklen.

Einkaufsmanagerindizes (PMI)

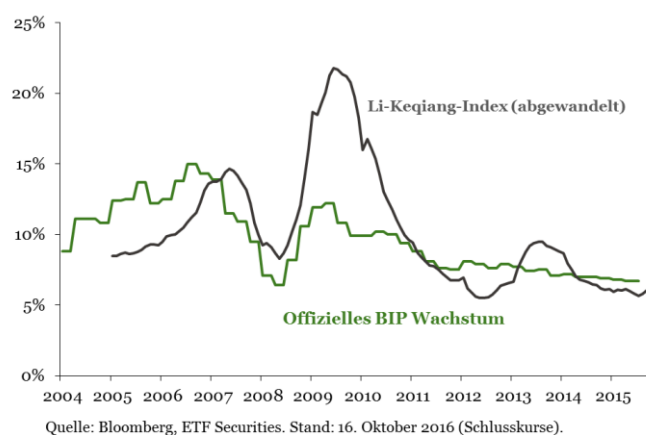


Neben der lockeren Geldpolitik sorgen auch die Inputkosten für Stimuli. Diese sind in den letzten Jahren aufgrund der niedrigen Rohstoffpreise gefallen.

Unseres Erachtens dürfte China trotz der Sorgen im Hinblick auf die Bankenstabilität an seinen langfristigen Infrastrukturplänen festhalten. Chinas Wachstum ist für die Rohstoffmärkte von Bedeutung, da auf das Land derzeit rund 40% des globalen Bedarfs an Industriemetallen entfallen.

Wie Li Keqiang (ein chinesischer Regierungsbeamter) sind auch wir skeptisch gegenüber den offiziellen chinesischen BIP-Zahlen. Wir haben auf Grundlage von Li Keqiangs ursprünglichen Ersatzvariablen für das Wachstum (Wachstum der Bankenkredite, Stromerzeugung und Frachtvolumen im Schienenverkehr) einen Wachstumsindex erstellt.

BIP-Wachstum China (in % z. Vj.)

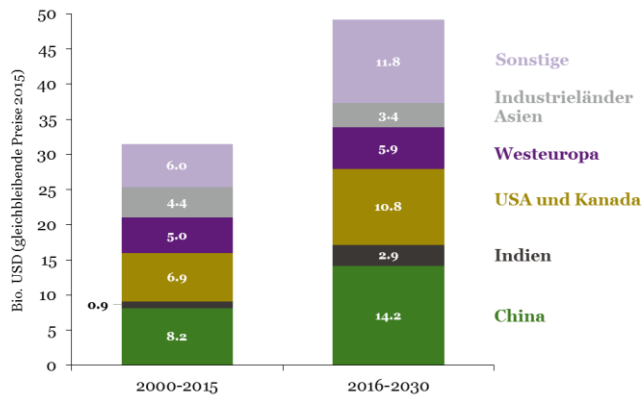


Unseres Erachtens konzentrierte sich dieser Index zu sehr auf die alte Wirtschaft, weshalb wir ihn um dienstleistungsorientiertere Wirtschaftskomponenten erweitert haben. Dazu zählen Einzelhandelsumsätze, Luftverkehr, Industrieproduktion und Internetnutzung. Dies macht deutlich, dass das Wachstum in China um 1% unter den offiziellen BIP-Schätzungen liegt, sich aber zwischen 5% und 6% zu stabilisieren scheint.

Zwischen 2008 und 2013 beliefen sich Chinas Ausgaben für die Wirtschaftsinfrastruktur auf rund 8,8% des BIP. Laut einer Analyse des McKinsey Global Institute wäre es China möglich,

die Ausgaben zwischen 2016 und 2030 auf 5,5% des BIP zu senken, da ein langsames Wirtschaftswachstum angestrebt wird. Demnach stehen dem Land aber nach 829 Mrd. USD pro Jahr in 2013 nunmehr dennoch jährlich 950 Mrd. USD zur Verfügung.

Bedarf an Infrastrukturausgaben



Quelle: Bloomberg, ETF Securities. Stand: 14. November 2016 (Schlusskurse).

Unserer Einschätzung nach stellt der Rohstoff-Superzyklus keine effektive Anlagestrategie dar und ist ein Fokus auf die Fundamentaldaten der bessere Ansatz. Derzeit deuten die Fundamentaldaten auf einen bevorstehenden Angebotsrückgang hin. Das Wirtschaftswachstum dürfte dabei Bestand haben. Dies dürfte einen weiteren Anstieg der Rohstoffpreise begünstigen.

Rohstoffe; „Kaufe im Januar und verkaufe im Mai“

Von James Butterfill, Head of Research & Investment Strategy | james.butterfill@etfsecurities.com

Überblick

Die meisten saisonalen Analysen von Aktien und Rohstoffen halten einer statistischen Prüfung nicht stand.

Der Einsatz einer Handelsstrategie nach dem Motto „Kaufe im Januar und verkaufe im Mai“ lieferte aber bessere statistische Ergebnisse als Haltestrategien auf Einzelmonatsbasis.

Darüber hinaus bietet die Strategie im Vergleich zur Benchmark überzeugende Ergebnisse und es bestätigt sich, dass sie sich nicht für Aktien eignet.

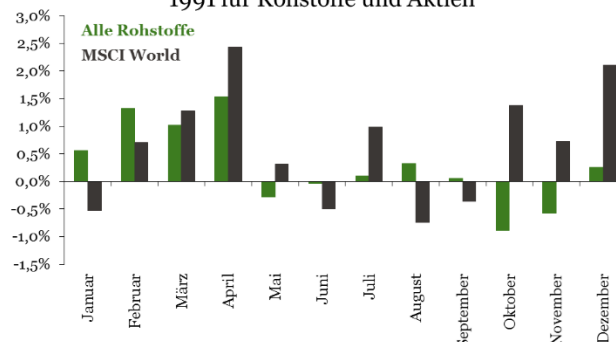
Die größten Erfolgchancen innerhalb der Strategie weisen Körbe mit allen Rohstoffen, der Landwirtschaftssektor und Industriemetalle auf.

Rohstoffe sind von ähnlichen saisonalen Veränderungen betroffen wie Aktien

Der Zusatz „Verkaufe im Mai und kaufe erneut am St. Leger Day“ basiert auf einem bekannten saisonalen Effekt an den Aktienmärkten. Bestehen dieselben saisonalen Effekte auch an den Rohstoffmärkten? Und was noch wichtiger ist, sind sie von Bedeutung?

Aus historischer Sicht finden sich Belege ähnlicher saisonaler Trends bei Rohstoffen wie auch bei Aktien. Der nachfolgende Chart hebt die durchschnittliche Monatsperformance für Aktien und Rohstoffe hervor und zeigt dabei die Gemeinsamkeiten im saisonalen Verhalten auf. Dabei entwickeln sich Rohstoffe von August bis November tendenziell besonders schwach.

Durchschnittl. Gesamtertrag auf Monatsbasis seit 1991 für Rohstoffe und Aktien



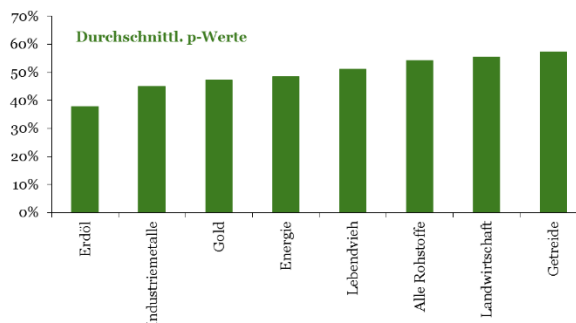
Quelle: Bloomberg, ETF Securities. Stand: 3. November 2016 (Schlusskurse).

Aus der Analyse lässt sich schließen, dass sich Rohstoffe von Januar bis April in der Regel besonders gut, im Oktober und November hingegen am schlechtesten entwickeln.

Halten die saisonalen Effekte einer statistischen Prüfung stand?

Wir haben unsere saisonale Analyse der Prüfung mittels eines Regressions-Tools unterzogen, um die statistische Signifikanz des Effekts zu ermitteln. Zu diesem Zweck sind p-Werte unseres Erachtens am besten geeignet. P-Werte beurteilen, inwieweit die Daten das Argument stützen, dass eine zufällige Zahl ebenso gültig wäre. Je höher der p-Wert, desto höher die Wahrscheinlichkeit, dass dies zutrifft, und desto geringer die Signifikanz der Ergebnisse. Ein Wert unter 10% wird als statistisch signifikant erachtet.

p-Werte im Rohstoffkomplex



Quelle: Bloomberg, ETF Securities. Stand: 3. November 2016 (Schlusskurse).

Die Regressions-Analyse ergibt für Rohstoffe einen p-Wert von 54%. Wir schließen daraus, dass saisonale Bewegungen statistisch gesehen nicht von Bedeutung sind. Das gleiche gilt

aber auch für die Weltaktienmärkte, die mit 37% zwar einen besseren, aber dennoch hohen p-Wert aufweisen.

Dabei sind aber einige interessante Trends erkennbar. Von 1957 bis 1991 lagen die p-Werte bei 62%, fielen in den letzten 20 bzw. zehn Jahren aber auf 54% bzw. 52%. Dies deutet darauf hin, dass die statistische Relevanz saisonaler Auswirkungen allmählich zunimmt.

Warum weisen Rohstoffe saisonale Veränderungen auf?

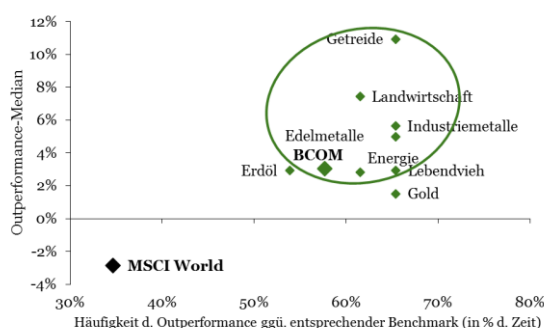
Rohstoffe weisen in der Regel saisonale Tendenzen in Bezug auf die Angebots- und Nachfrageveränderungen im Jahresverlauf auf. Ein gutes Beispiel ist der Energiesektor. Bei Gas wird die höchste Nachfrage im Winter verzeichnet, während Erdöl am stärksten in den Sommermonaten nachgefragt wird. Wenn die Fahrsaison daraufhin endet, sinkt auch die Nachfrage. Dies erklärt, warum die p-Werte für Industriemetalle, die in der Gewinnung sehr energieintensiv sind, und für Erdöl mit 38% bzw. 45% deutlich unter dem Durchschnitt liegen.

Landwirtschaft unterliegt ebenfalls starken saisonalen Schwankungen beim Wetter und beim Anbauzyklus. Agrarrohstoffe entwickeln sich in Regenphasen tendenziell am besten. Da die Niederschlagsmenge als Messgröße für Qualität und Volumen herangezogen werden kann, gilt dies vor allem für den Anbauzyklus.

Die Strategie in einem Portfolio

Letzten Endes hält die saisonale Analyse von Aktien und Rohstoffen einer statistischen Prüfung auf Einzelmonatsbasis nicht stand. Allerdings bleiben die saisonalen Effekte bei Rohstoffen auf Sicht eines Jahres intakt. Wir haben eine einfache Handelsstrategie entwickelt, bei der ein Korb aller Rohstoffe Anfang Januar erworben und Ende April verkauft wird, woraufhin die Barmittel für den Rest des Jahres gehalten werden. Die Strategie erwirtschaftet seit 1991 annualisierte Erträge von 6,8%, verglichen mit 6,6% bei Aktien.

Strategie-Outperformance vs. Erfolgsrate

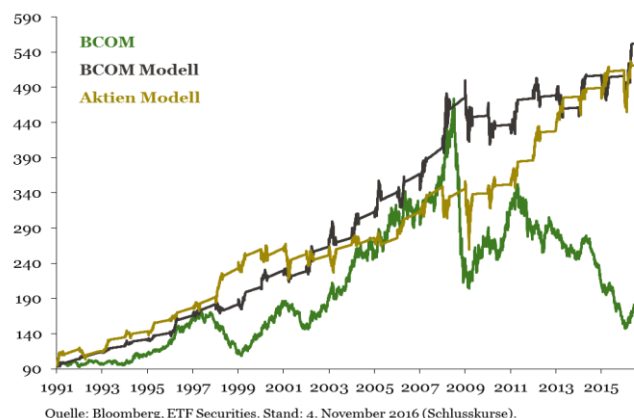


Auf Grundlage der Performance des Bloomberg Commodity und des MSCI Total Return seit 1991
Quelle: Bloomberg, ETF Securities. Stand: 4. November 2016 (Schlusskurse).

Die Rohstoff-Strategie hat ihre Benchmark deutlich öfter übertroffen als eine vergleichbare Strategie für die Weltaktienmärkte. Erstere liefert 60% der Zeit positive Ergebnisse, bei Aktien sind es nur 35%. Dies bestätigt, dass die

klassische saisonale Strategie für Aktien im Vergleich zur Benchmark nicht funktioniert, wohingegen sie für Rohstoffe potenziell sinnvoll sein kann.

Performance von Saisonalitätsportfolios



Unsere Portfolioanalyse dieser Strategie lieferte im Vergleich zum BCOM-Referenzindex auf volatilitätsbereinigter Basis ebenso attraktive Erträge. Die Strategie mindert die Volatilität deutlich, und steigert dabei die Erträge bei einer Sharpe-Ratio von 0,32.

	BCOM	BCOM (saisonale Strategie)	MSCI World (saisonale Strategie)
Volatilität	14,8%	8,5%	8,1%
Erträge (p.a.)	2,1%	6,8%	6,6%
Maximale Verluststrecke	-69,0%	-18,2%	-27,2%
Maximale Erholungsphase (Jahre)	6,0	2,2	2,1
Beta	-	0,33	0,08
Sharpe-Ratio	-0,13	0,32	0,31
Informationsratio	-	0,39	-0,03

*Auf Grundlage von Monatsdaten in USD von Januar 1991 bis Oktober 2016. Volatilität und Erträge 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: 3,4% (simulierte Kombination der IMF UK Deposit Rate und der Libor 1Yr Cash Yield). Quelle: ETF Securities, Bloomberg.

Teilt man den Rohstoffkomplex in Teilindizes auf, werden deutliche Unterschiede in der Performance der saisonalen Strategie deutlich. Gold scheint nicht auf saisonale Effekte zu reagieren, sodass die saisonale Strategie keine nennenswerte Outperformance zur Folge hatte. Erdöl entwickelt sich in der Strategie aufgrund der Schwankungsanfälligkeit ebenfalls weniger gut.

Die Anwendung der Strategie bei Rohstoffen mit ausgeprägteren saisonalen Effekten wie Landwirtschaft – und dabei besonders Getreide – lieferte die attraktivsten positiven Ergebnisse.

Überblick

Der Analyse auf Monatsbasis mangelt es an statistischer Signifikanz. Auf Sicht eines ganzen Jahres ist allerdings eine erstaunliche Übereinstimmung der Ergebnisse erkennbar, vor

allem im Vergleich mit Aktien. Zwar erfolgt die Portfolioanalyse „in-sample“. Allerdings weisen Rohstoffe gut etablierte saisonale Bewegungen auf, die nur schwer zu unterbrechen sind. Dies deutet darauf hin, dass künftig ähnliche Muster zu beobachten sein dürften.

Wird Lithium aufgrund von Batterien zum nächsten Edelmetall?

Von Maxwell Gold – Director – Investment Strategy | maxwell.gold@etfsecurities.com

Überblick

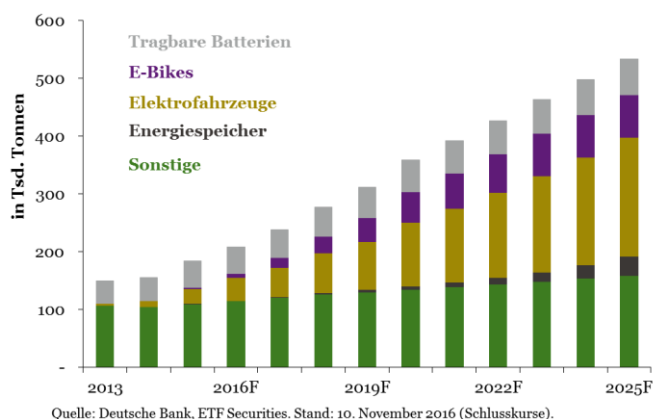
Die zunehmende Nutzung von Batterien dürfte die Lithiumnachfrage weiter ankurbeln. Das weltweit üppige Angebot könnte aber das Aufwärtspotenzial des Alkalimetalls begrenzen.

Die Nachfrage nach Lithium für Batterien von Elektrofahrzeugen dürfte steigen, da deren Kosten sinken. Die niedrigen Energiepreise und die Infrastruktursituation könnten einen Einsatz auf breiterer Basis aber auf kurze Sicht bremsen.

Wachstum bei Batterietechnologien dürfte Lithiumnachfrage weiter „aufladen“

Neben explodierenden Smartphones und den weltweiten Plänen für Gigafactories haben Batterien – vor allem Lithium-Ionen-Akkus (Li-Ion) – 2016 zunehmend die Aufmerksamkeit der Anleger auf sich gezogen. Angesichts der potenziellen Anwendungsmöglichkeiten und Störungen über viele Branchen hinweg, einschließlich Energiespeicher und Transportwesen, dürfte der Nachfrageausblick für Lithium weiterhin günstig ausfallen. Der Ausblick für Lithium als Anlage bleibt aber nach wie vor unsicher.

Lithiumnachfrage nach Sektor

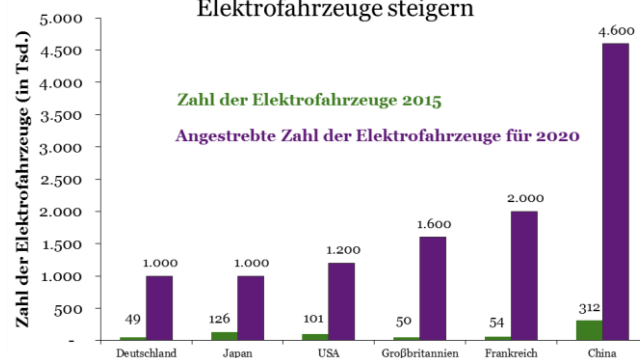


Batteriebetriebene Elektrofahrzeuge dürften langfristige Nachfrage weiter beflügeln

Lithium gehört aufgrund seiner chemischen Eigenschaften zu einem der am besten geeigneten Metalle für den Einsatz in kleinen und tragbaren Batterien. Seit der Entwicklung des ersten Lithium-Ionen-Akkus im Jahr 1991 ist diese Technologie zum Synonym für tragbare Elektrogeräte wie Laptops, Smartphones und Tablets geworden. Die Branche mit dem größten Wachstumspotenzial für Lithium-Ionen-Akkus sind allerdings batteriebetriebene Elektrofahrzeuge (Battery Electric Vehicles, BEV).

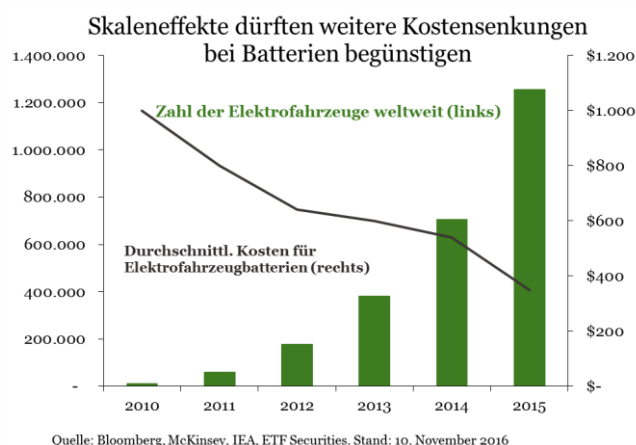
Laut IEA nahmen die Neuzulassungen von BEV und Plug-in-Hybridfahrzeugen von 2014 bis 2015 um 70% zu. Dies entspricht einem weltweiten Absatz von 550.000 Fahrzeugen. In den kommenden Jahren könnte die Zahl der Elektrofahrzeuge weltweit um 60% pro Jahr steigen, angeführt von den wichtigen Volkswirtschaften, darunter China, Frankreich, Großbritannien und die USA. Diese Länder wollen die Zahl der Elektrofahrzeuge im Verkehr bis 2020 auf über 1 Million steigern.

Wichtige Volkswirtschaften wollen Zahl der Elektrofahrzeuge steigern



Quelle: Internationale Energieagentur (IEA), ETF Securities. Stand: 10. November 2016 (Schlusskurse).

Der BEV-Absatz dürfte sich beschleunigen, da die Kosten für Akkus sinken (diese stellen den größten Kostenpunkt dar). Zwischen 2010 und 2015 fiel der Durchschnittspreis für Lithium-Ionen-Akkus für den Einsatz in BEV um 65% von 1000 USD/kWh auf 350 USD/kWh. Das höhere Produktionsvolumen dürfte Skaleneffekte nach sich ziehen und somit zu einem Rückgang der Gemeinkosten führen, die rund ein Drittel der Kosten für Lithium-Ionen-Akkus ausmachen.



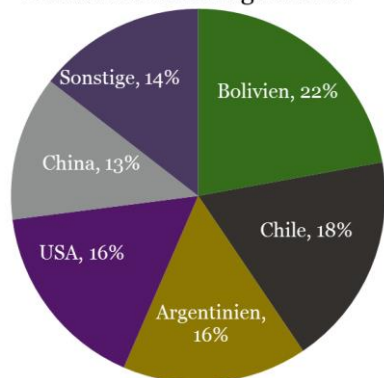
Einige Automobilhersteller schätzen die aktuellen Batteriekosten bei bestimmten Modellen auf unter 150 USD/kWh. Damit liegen die Kosten nahe der kritischen Schwelle von 100 USD/kWh, bei der die Kosten für Elektrofahrzeuge denen von Fahrzeugen mit Verbrennungsmotor gleichkommen würden. Darüber hinaus dürften weitere Technologieverbesserungen bei der Energiedichte von Lithium-Ionen-Akkus die Akzeptanz und die Lebensdauer von Elektrofahrzeugen auf lange Sicht weltweit fördern.

Das Angebot ist knapp, aber das Metall ist nicht wirklich selten

Lithium kommt nicht so selten vor wie andere Industrie- oder gar Edelmetalle. Schätzungen zufolge belaufen sich die globalen Lithium-Ressourcen auf über 40 Mio. Tonnen, während die wirtschaftlich nutzbaren Reserven bei 14 Mio. Tonnen liegen (Stand 2015).

Der Großteil der globalen Lithium-Reserven (rund 57% der globalen Ressourcen) befindet sich im „Lithium-Dreieck“ von Chile, Bolivien und Argentinien. Die Produktion in dieser Region erfolgt hauptsächlich im Rahmen von Lithium-Sole-Projekten. Dies ist angesichts der geringen Raffineriekosten und der hohen Reinheit die wirtschaftlich rentabelste Methode zum Abbau von Lithium.

Globale Lithium-Ressourcen könnten wachsende Nachfrage decken



Quelle: Bloomberg, USGS, ETF Securities. Stand: 10. November 2016 (Schlusskurse).

Das Problem für Lithium liegt derzeit vielmehr beim Produktionsumfang, bei dem angesichts der steigenden Nachfrage künftig weitere Investitionen vonseiten der Minen- und Raffinerieunternehmen erforderlich sind. Die Deutsche Bank schätzte den Bedarf für das Jahr 2015 auf 184.000 Tonnen, bei einem Angebotsdefizit von rund 13.000 Tonnen. Dies zeigte sich am Preis des gleichwertigen Lithiumcarbonats in China, der in den letzten Quartalen um über 300% gestiegen ist.

Trotz der kurzfristigen Angebotsverknappung könnte ein plötzlicher Anstieg der Fördermenge infolge des Preis- und erwarteten Nachfrageanstiegs aufgrund des reichlichen natürlichen Lithiumvorkommens ein Überangebot nach sich ziehen.

Entwicklungen jenseits von Lithium-Akkus zur Nutzung erneuerbarer Energien

Während Lithium-Ionen-Akkus eine praktische Lösung darstellen, wenn Gewicht eine Rolle spielt, könnten stärkere Batterien, bei denen verschiedene Elemente zum Einsatz kommen, eine Möglichkeit zur Energiespeicherung im größeren Umfang darstellen.

Durch den zunehmenden Fokus auf Klimawandel und Emissionsstandards weltweit nimmt die Verbreitung erneuerbarer Energiequellen wie Solar- und Windkraft immer weiter zu, während gleichzeitig ihr Preisniveau sinkt. Eine wesentliche Einschränkung dieser Energiequellen ist aber die Energiespeicherung, welche möglicherweise durch weitere Fortschritte in der Batterietechnologie aufgehoben werden könnte.

Durch die Anwendung von Batterietechnologie in größerem Umfang für Energiespeicher und Infrastruktur könnten künftig neue Technologien erwachsen. Zwar führen Lithium-Ionen-Akkus derzeit den Sektor an. Neue und innovative Magnesium-Ionen-, Natrium-Ionen- und Lithium-Schwefel-Akkus könnten sich aber vor allem im Hinblick auf Energiedichte und Kosten als wettbewerbsfähig erweisen.

Kurzfristige Anlageherausforderungen bleiben bestehen

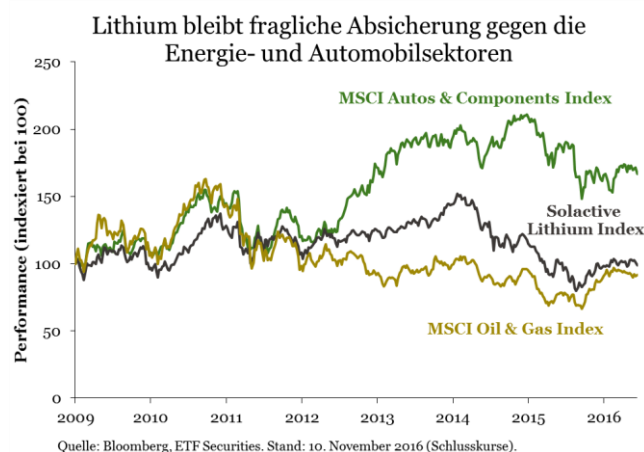
Lithium ist ein aussichtsreicher Rohstoff. Allerdings sind aus Anlagesicht noch einige kurzfristige Herausforderungen zu meistern. Elektrofahrzeuge stellen das Wachstumssegment für Lithium-Ionen-Akkus dar, machen aber nach wie vor nur einen kleinen Teil des weltweiten Automobilmarktes aus – letztes Jahr entfielen nur 0,1% des Absatzes auf dieses Segment. Die Akzeptanz der Technologie dürfte zum Teil auch vom Ausbau der Infrastruktur für Elektrofahrzeuge abhängen. Dazu zählen Ladestationen sowie schnellere Ladezeiten und höhere Kraftstoffeffizienz.

Darüber hinaus dürften die derzeit niedrigen Ölpreise sowie konkurrierende Technologien, wie z.B.

Wasserstoffbrennstoffzellen, einer breiteren Akzeptanz von Elektrofahrzeugen im Vergleich zu solchen mit Verbrennungsmotoren weiter entgegenstehen.

Auf kurze Sicht dürfte der Wechsel von Verbrennungsmotoren zu Elektrofahrzeugen wahrscheinlich über den verstärkten Einsatz von Hybridfahrzeugen führen. Eine Übergangsphase wie diese könnte sich auf kurze Sicht nachträglich auf den Ausbau der Infrastruktur zur Unterstützung von Elektrofahrzeugen auswirken und somit den Lithiumpreis belasten.

Eine weitere wesentliche Anlagebeschränkung ist die Zugänglichkeit. Da es keine Futures-Kontrakte für Lithium gibt, müssen Anleger indirekte Anlagen über Unternehmen tätigen, die Lithium und entsprechende Produkte abbauen, veredeln oder herstellen. Dies erschwert eine eigenständige Anlage in Lithium und macht eine Absicherung gegen die Öl- und Gaspreise, die Entwicklungen im Energiesektor und in verbundenen Branchen für Anleger derzeit unmöglich.



Ausblick: starkes Thema, das bald für Anlagen geeignet sein dürfte

Die Batterietechnologie ist ein bedeutendes Thema, das die Weltwirtschaft auch künftig weiter stark beeinflussen wird. Da die Kosten für Batterien sinken und sich die Technologien verbessern, dürfte es zu weiteren Verwerfungen kommen, und es dürften sich Gelegenheiten bieten.

Die Lithiumnachfrage dürfte steigen, wenngleich dies kein Garant für den Erfolg des Rohstoffs als Anlage darstellt. Angesichts des reichlichen natürlichen Vorkommens, der nur langsamen Akzeptanz von Elektrofahrzeugen (gemessen an der Gesamtanzahl an Fahrzeugen weltweit) sowie kurzfristiger potenzieller neuer Innovationen in der Batterietechnologie dürfte sich Lithium als Anlage noch im Anfangsstadium ihres Wachstums befinden.

Mit Sachanlagen der Inflation zuvorkommen

Von Edith Southammakosane – Director – Multi-Asset Strategist | edith.southammakosane@etfsecurities.com

Überblick

Sachanlagen wie Rohstoffe, Immobilien oder Infrastrukturwerte verzeichnen in Zeiten steigender Inflation tendenziell eine starke Performance, während sich traditionelle Portfolios in einem solchen Umfeld eher schwach entwickeln.

Unser Portfolio an Sachanlagen konnte sowohl die Entwicklung traditioneller Aktien- und Anleihenindizes durchschnittlich um 1,2% p.a. als auch den Anstieg der Inflation insgesamt übertreffen.

Eine Allokation von 20% eines Aktien- und Anleihenportfolios in dieses Portfolio an Sachanlagen bewirkte eine Verbesserung der Sharpe-Ratio von 0,23 auf 0,29 für die Benchmark.

In den vergangenen Jahren waren die globalen Finanzmärkte geprägt von politischer Unsicherheit und der Geldpolitik der Notenbanken.

Politische Schocks wie das Brexit-Referendum oder die US-Präsidentschaftswahlen stellen eine reale Bedrohung für die Stabilität der Finanzmärkte dar. Mit Blick auf die USA dürften Sachanlagen jedoch deutlich von Donald Trumps Wahlsieg profitieren, da der neu gewählte Präsident Investitionen in Höhe von 1 Bio. USD zur Modernisierung der nationalen Infrastruktur plant.

Wir möchten das Thema Sachanlagen ausgiebig beleuchten, um Antworten auf die folgenden Fragen zu geben:

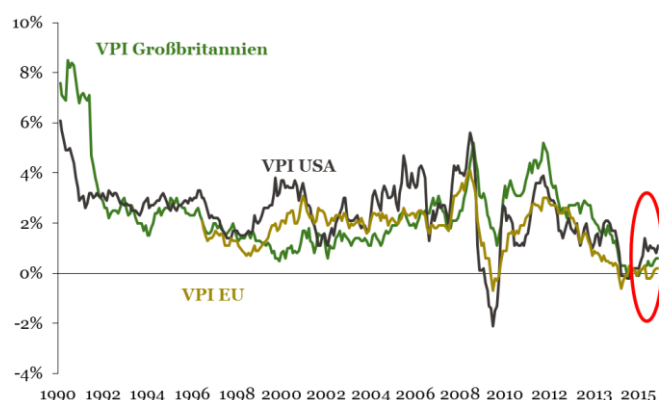
1. Wie haben sich Sachanlagen in Phasen mit steigender Inflation entwickelt?
2. Welche Sachanlagen würden zu einer Verbesserung eines Anlageportfolios beitragen, und in welcher Weise?

Niedrige Zinsen, steigende Inflation

Während die Wahrscheinlichkeit einer Anhebung der Fed-Zinsen im Dezember auf 86% gestiegen ist, dürften sich die Zinsen weltweit auch weiterhin nahe ihrer historischen Tiefs bewegen. Die Inflation könnte jedoch über die Zielmarke der Fed von 2% steigen, da die Notenbank weitere Anzeichen für eine solide Erholung der Konjunktur abwarten möchte.

Sowohl in den USA als auch in Großbritannien und der EU tendiert die Kerninflation bereits seit Jahresbeginn nach oben. Obwohl die Gesamtinflation durchschnittlich auch weiterhin bei ca. 1% liegt, ist das Preisniveau seit dem 2. Quartal um über 0,5% gestiegen (siehe Grafik). Die jüngsten Trends bei der Kerninflation und der von uns erwartete Anstieg der Rohstoffpreise dürften zur Folge haben, dass die Gesamtinflation weiter aufwärts tendiert.

Gesamtinflation Großbritannien, USA und EU

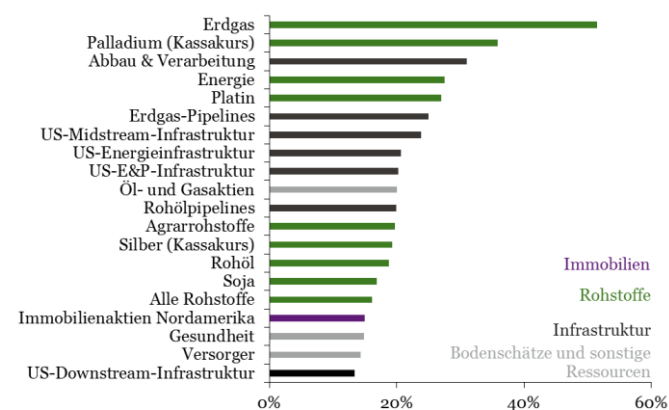


Quelle: Bloomberg, ETF Securities. Stand: 31. Oktober 2016 (Schlusskurse).

Sachanlagen bei steigender Inflation

Im vorliegenden Artikel haben wir 50 Assets ausgewählt, die traditionell als „Sachanlagen“ gelten und deren Performance in Monaten mit steigender Inflation in den USA seit 1991 analysiert. Als Messgröße für die Inflation dient dabei der Verbraucherpreisindex (VPI).

Gewinner bei Anstieg des US-VPI um 0,5%



Quelle: Bloomberg, ETF Securities. Stand: 31. Oktober 2016 (Schlusskurse).

Unsere Analyse zeigt, dass in Monaten, in denen ein Anstieg der US-Inflation um 0,5% (annualisiert) verzeichnet wurde, Rohstoffe und Infrastruktur mit einer Rendite von 20% bzw.

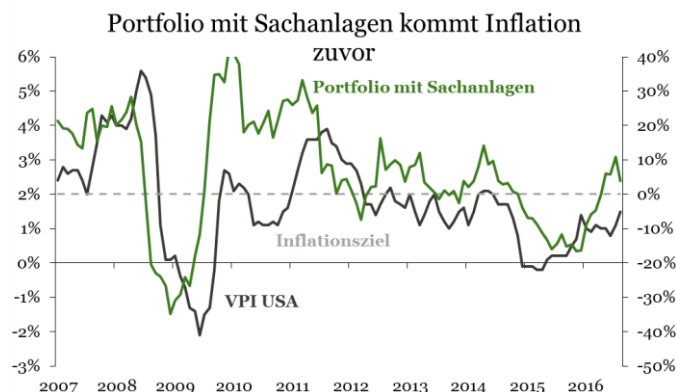
21% die ersten 30 Plätze im Performance-Ranking belegen, gefolgt von Immobilien und Bodenschätzen. Die gleiche Analyse mit dem VPI in der EU zeigt, dass Immobilien und Infrastruktur mit einer Rendite von 26% bzw. 17% die Liste anführen, gefolgt von Bodenschätzen (15%) und inflationsindexierten Anleihen (7%). Mit Blick auf den britischen VPI verzeichnen nur 17 Sachanlagen positive Renditen, wobei inflationsindexierte Anleihen mit einer Rendite von 14% am besten abschneiden.

Von den Anlagen mit der besten Entwicklung in Phasen steigender VPI-Werte in den USA, Großbritannien und der EU entfallen durchschnittlich 40% auf Rohstoffe, 30% auf Infrastruktur und 15% auf Immobilien.

Vorschlag für ein Portfolio an Sachanlagen

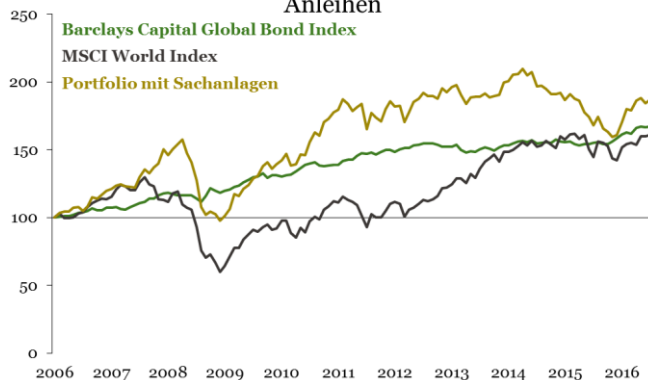
Basierend auf den vorstehenden Daten haben wir 10 Sachanlagen bei gleicher Gewichtung in einem Portfolio zusammengefasst. Die einzelnen Komponenten umfassen 3 Rohstoffkörbe (diversifiziert, Energie und Landwirtschaft), ferner Gold, Platin, globale REITs und globale Immobilienaktien, US-amerikanische Energie-MLPs, globale Infrastrukturaktien und Barmittel.

Da die Wertentwicklung von Infrastruktur- und Immobilitäteln maßgeblich durch die Inflation beeinflusst wird (die wiederum an die Rohstoffpreise gekoppelt ist), korreliert die jährliche Rendite eines solchen Portfolios an Sachanlagen stark mit den US-amerikanischen VPI-Daten. Das Portfolio übersteigt tendenziell auch die Entwicklung der US-Inflation, ausgenommen in den Jahren 2014/2015, als die Ölpreise massiv nachgaben. Die Ertragsentwicklung im laufenden Jahr lässt auf kurze Sicht einen weiteren Anstieg der Inflation erwarten. Dies steht auch im Einklang mit unserer eigenen Einschätzung.



Vergleicht man die Performance unseres Portfolios mit einem Aktienindex (MSCI World) bzw. mit einem Anleihenindex (Barclays Capital Global Bond), so konnte unser Portfolio die Entwicklung beider Benchmarks seit März 2006 um durchschnittlich 1,2% übertreffen. Dabei ergibt sich für unser Portfolio eine Sharpe-Ratio von 0,19, verglichen mit 0,06 für Aktien und 0,35 für Anleihen.

Performance Sachanlagen vs. Aktien und Anleihen



Zudem konnte unser Sachanlagen-Portfolio seit der großen Finanzkrise im Jahr 2008 beide Benchmarks hinter sich zurücklassen, ausgenommen in den Jahren 2014/2015, als der Einbruch der Ölpreise einen deutlichen Rückgang der Inflation bewirkte. Als sich die Ölpreise in der ersten Jahreshälfte 2016 allmählich erholten, tendierte auch die Inflation wieder aufwärts. Auch hiervon konnte unser Portfolio stärker profitieren als die Aktien- oder Anleihenindizes.

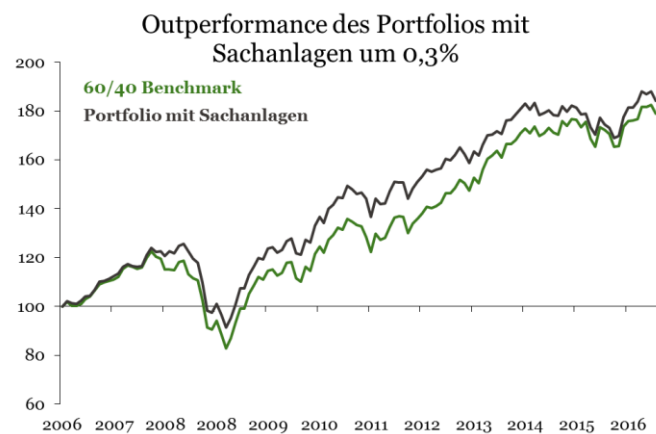
Vermischung von Sachanlagen mit Aktien und Anleihen

Im folgenden Abschnitt integrieren wir unser Sachanlagen-Portfolio mit einer Allokation von 20% in ein Standardportfolio (60% Aktien, 40% Anleihen). Für das neue Portfolio ergibt sich damit die folgende Gewichtung: 50% Aktien, 30% Anleihen, 10% Rohstoffe, 4% Immobilien, 4% Infrastruktur und 2% Barmittel. Sowohl die Portfolios als auch die Vergleichsindizes werden einmal jährlich (jeweils im Januar) neu ausgerichtet.

	Portfolio mit Sachanlagen	60/40 Benchmark	Portfolio mit 20% Sachanlagen
Volatilität	12,9%	9,9%	9,0%
Erträge (p.a.)	5,8%	5,7%	5,9%
Maximale Verluststrecke (Hoch-Tief)	-38,0%	-32,4%	-27,3%
Maximale Erholungsphase (zum früheren Hoch)	2,33	2,92	1,75
Beta	1,02	1,00	0,89
Korrelation mit Benchmark	0,78	1,00	0,98
Tracking error	8,1%	0,0%	2,1%
Sharpe-Ratio	0,19	0,23	0,29
Information-Ratio	0,01		0,13

*Basierend auf monatlichen USD-Daten für den Zeitraum März 2006 bis Oktober 2016. 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: 3,4% (simulierte Kombination der IMF UK Deposit Rate und der Libor 1Yr Cash Yield). Quelle: ETF Securities, Bloomberg.

Nach der Einbeziehung von Sachanlagen übertrifft das neu gestaltete Portfolio ab 2006 die Benchmark um 0,3% p.a. Gleichzeitig sinkt die Gesamtvolatilität, obwohl die integrierten Sachanlagen ein höheres Gesamtrisiko aufweisen. Im Ergebnis ist das Portfolio mit einem Immobilienanteil von 20% besser diversifiziert als die Benchmark, wobei die Sharpe-Ratio für die 60/40-Benchmark von 0,23 auf 0,29 verbessert werden kann.



Sachanlagen entwickeln sich in Phasen mit steigender Inflation tendenziell stark. Unsere Analyse zeigt, dass Rohstoffe die beste Entwicklung verzeichnen, gefolgt von Infrastruktur, Immobilien und inflationsindexierten Anleihen. Daher sieht unser Modell ein optimales Sachanlagen-Portfolio mit 50% Rohstoffen, 20% Immobilien, 20% Infrastrukturwerten und 10% Barmitteln vor. Die Allokation von 20% eines Aktien- und Anleihenportfolios in dieses Portfolio aus Sachanlagen bewirkt eine Senkung des Gesamtrisikos, eine Steigerung der Portfoliorendite und eine Verbesserung der Sharpe-Ratio. Zusätzlich zur starken Korrelation mit den US-Inflationsdaten dürfte ein solches Sachanlagen-Portfolio auch vom Wahlsieg Donald Trumps profitieren.

ETP-Kapitalströme – Signale und Lärm unterscheiden

Von Aneeka Gupta – Associate – Equity & Commodities Strategist | aneeka.gupta@etfsecurities.com

Überblick

Die starke Differenz zwischen ETP-Kapitalströmen und Preisen bei Industriemetallen lässt eine kurzfristige Korrektur der Preise erwarten.

Die antizyklische Entwicklung von Kapitalströmen und Preisen bei Energie-ETPs stellt im Rohstoffsektor auch weiterhin eine Ausnahme dar.

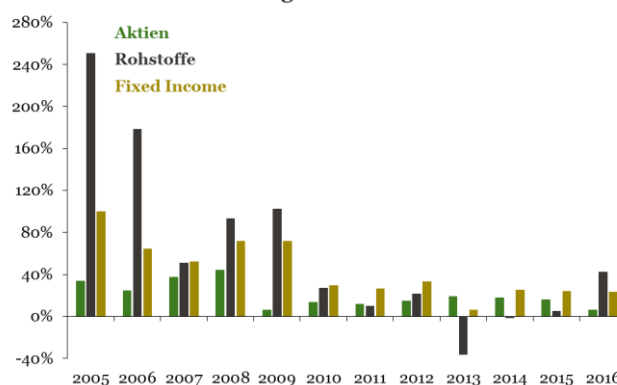
Kapitalströme bei Aktien-ETPs deuten auf einen „Stilwandel“ hin – im Zuge des besseren globalen Ausblicks dürften Substanzstrategien besser abschneiden als Wachstumsstrategien.

ETP-Kapitalströme bei inflationsindexierten Anleihen lassen Spielraum für weitere Preissteigerungen nach den jüngsten Differenzen erkennen.

Entscheidend ist, was die Anleger kaufen

Angesichts der starken Marktschwankungen war 2016 bisher kein gutes Jahr, um eine „Buy-and-hold“-Anlagestrategie zu verfolgen. Ein Blick auf das Kaufverhalten der anderen Marktteilnehmer hilft zwar bei der Preisfindung, doch dies allein reicht noch nicht aus. ETP-Kapitalströme scheinen die Aussagekraft im Hinblick auf zukünftige Preistrends zu steigern. Letztes Jahr um diese Zeit postulierten wir eine Untergrenze für die Rohstoffpreise, indem wir die Entwicklung der ETP-Kapitalströme relativ zur Entwicklung der Preise analysierten, und tatsächlich war 2016 der entsprechende Aufwärtstrend zu beobachten.

Anlagenrotation



Quelle: Bloomberg, ETF Securities, Stand: 24. Oktober 2016 (Schlusskurse).

Schon allein die Masse der ETP-Kapitalströme bewirkt eine gewisse Bewegung, da eine Zunahme des Transaktionsvolumens einen Anstieg der Preise nach sich zieht, die wiederum über eine Zunahme der Kapitalströme die vorhandene Überzeugung bestärken. Dieser Zyklus wiederholt sich in einer Schleife, bis negative Nachrichten die Preise belasten. Unsere Analyse basiert auf einer Auswahl von 4777 börsennotierten ETPs weltweit aus unterschiedlichen Anlageklassen. Seit Anfang 2016 verzeichnen Rohstoffe relativ zum Vorjahr das stärkste Wachstum der kumulativen ETP-Kapitalströme, gefolgt von festverzinslichen Wertpapieren. Eine Ursache für diese Entwicklung war der deutliche Stimmungswandel der Anleger, obwohl das Wachstum des Transaktionsvolumens auch weiterhin um 200% unterhalb der Höchstwerte von 2005 liegt.

Trends am Rohstoffmarkt: Schwächephasen als Kaufgelegenheit

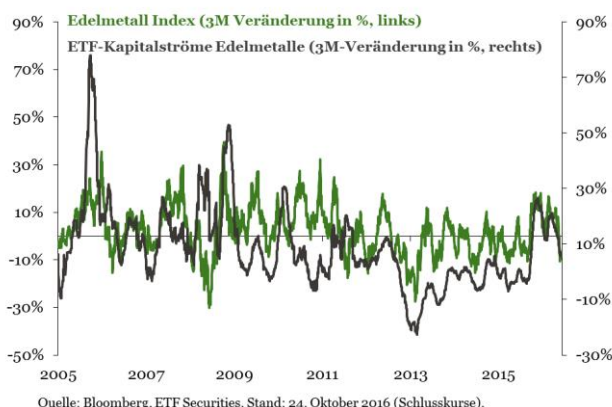
Die ETP-Kapitalströme bewegten sich seit 2010 insgesamt parallel zum Kurs des jeweiligen zugrundeliegenden Wertes, wobei die Korrelation einen Wert von 0,58 aufweist. Während Einzelrohstoffe von eigenen Fundamentaldaten getrieben werden, investieren die Marktteilnehmer in breit angelegte Körbe, um von der so erzeugten Streuung zu profitieren. Unseres Erachtens spiegelt der jüngste Rückgang der Rohstoffpreise den negativen Trend der Preise für Energie und Edelmetalle wider (da diese am stärksten gewichtet sind). Eine Verbesserung der Fundamentaldaten dürfte diese Entwicklung wieder umkehren.

Breitenrohstoffe – Kapitalströme vs. Kurse



Die ETP-Kapitalströme bei Edelmetallen lassen eine positive Korrelation zu den Preisen der jeweiligen zugrundeliegenden Werte erkennen. Der größte Teil der verzeichneten Volumina entfiel auf Gold (84% aller Transaktionen bei Edelmetallen). Da ein Anstieg der Inflation die Goldpreise stützt, dürfte die jüngste Schwächephase nur vorübergehend sein.

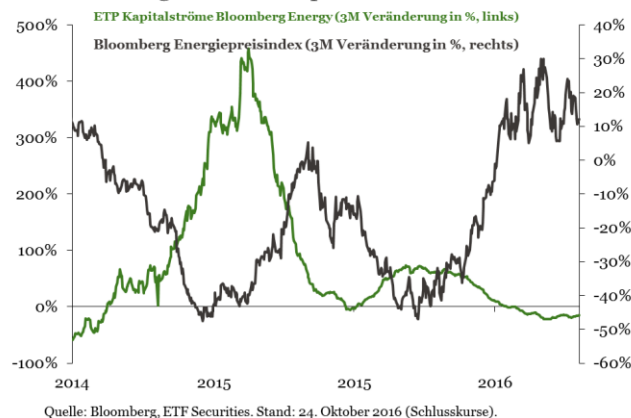
Edelmetalle – Kapitalströme vs. Kurse



Die ETP-Kapitalströme und die jeweiligen Preise entwickeln sich parallel, wobei die Korrelation einen Wert von 0,42 erreicht. Zuletzt war jedoch eine starke Abweichung zu beobachten, als die Entwicklung der Preise die Entwicklung des Transaktionsvolumens überholte. Dies könnte auf eine Preiskorrektur in naher Zukunft hindeuten. Bei landwirtschaftlichen ETPs erkennen wir keine klare Verbindung zwischen Transaktionsvolumen und Preisen. Das Transaktionsvolumen scheint den Preisen in einem gewissen Abstand zu folgen.

Energie-ETPs bilden auch weiterhin die Ausnahme, da sie eine negative Korrelation zwischen Transaktionsvolumen und Preisen aufweisen. Anleger auf der Suche nach Chancen sehen in sinkenden Energiepreisen auch weiterhin eine Kaufgelegenheit, was aus der Zunahme der Transaktionen ersichtlich wird. Doch obwohl die Energiepreise seit Anfang 2016 wieder aufwärts tendieren, entwickeln sich die ETP-Kapitalströme uneinheitlich, da sich die Marktteilnehmer auch weiterhin nicht überzeugt von einer möglichen Drosselung der OPEC-Produktion zeigen.

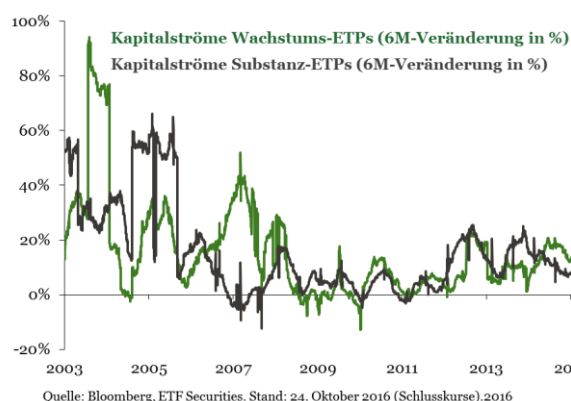
Energie-ETPs – Kapitalströme vs. Kurse



Trends am Aktienmarkt: Substanz vs. Wachstum

Substanz und Wachstum sind klassische Gegensätze im Spektrum der Anlagestile. Seit der Finanzkrise 2008 ist die Wertentwicklung globaler Substanzwerte um 21% hinter Wachstumswerten zurückgeblieben. Die Furcht vor einer Rezession veranlasste die Marktteilnehmer, Unternehmen mit einem überdurchschnittlichen Potenzial für Gewinn- und Umsatzsteigerungen zu bevorzugen, und die entsprechenden Aktien werden mit hoher Wahrscheinlichkeit in einem Wachstumsindex geführt. Zuletzt sorgten jedoch die robusten Konjunkturdaten aus der größten Volkswirtschaft der Welt für eine Zunahme der ETP-Kapitalströme in Substanzwerte relativ zu Wachstumswerten. Dies könnte bedeuten, dass die Marktteilnehmer nach acht Jahren einer Underperformance allmählich ihre Vorliebe für Substanzwerte neu entdecken.

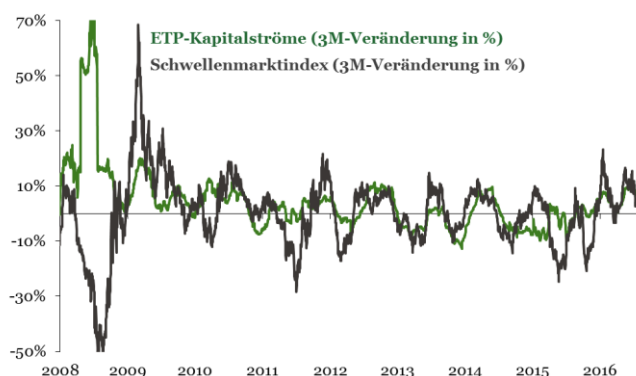
Trends Aktienstile – Substanz vs. Wachstum



Die Grafik zeigt insbesondere, dass die ETP-Kapitalströme in die Schwellenmärkte nach der Finanzkrise mit einer Korrelation von 0,58 stark an den MSCI Emerging Market Index gekoppelt waren. Nachdem die Schwellenmärkte der Entwicklung in den Industrienationen fünf Jahre lang hinterherhinkten, ist 2016 eine deutliche Trendwende der Aktienperformance zu erkennen. Obwohl der starke Dollar im letzten Monat starke Abflüsse im ETP-Segment bewirkt hat, erkennen wir in der restriktiven Haltung der Fed und der Unsicherheit im Hinblick auf den internationalen Handel nach dem Wahlsieg Donald

Trumps mögliche weitere Belastungsfaktoren. Somit erachten wir den aktuellen Ausverkauf als Gelegenheit.

Schwellenmarktaktien – Kapitalströme vs. Kurse



Quelle: Bloomberg, ETF Securities. Stand: 24. Oktober 2016 (Schlusskurse).

Trends am Anleihenmarkt: die Rückkehr der inflationsindexierten Anleihe

Der größte Teil der ETP-Transaktionen im Fixed-Income-Segment floss 2016 in Staatsanleihen und Aggregate Bonds.

Die nachfolgende Grafik ist insoweit einzigartig, dass sie die anhaltenden ETP-Kapitalströme in inflationsindexierte Anleihen abbildet, wobei der seitliche bis aufwärts gerichtete Trend dem allgemeinen Markttrend entgegensteht. Angesichts der positiven Korrelation von 0,42 zwischen ETP-Kapitalströmen und der Entwicklung der ihnen zugrunde liegenden Anleihen sehen wir in der jüngsten Differenz ein Anzeichen für einen bevorstehenden Anstieg der Anleihenurse.

Inflationsgeschützte Anleihen – Kapitalströme vs. Kurse



Quelle: Bloomberg, ETF Securities. Stand: 24. Oktober 2016 (Schlusskurse).

Auch die ETP-Kapitalströme bei Wandelanleihen lassen seit 2011 eine positive Korrelation (0,45) erkennen.

Überraschenderweise hat die Entwicklung der Transaktionen zuletzt die Entwicklung der jeweiligen Basispreise deutlich überholt, was auf eine anstehende Korrektur der Preise hindeuten könnte.

Wichtige Informationen

Allgemein

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 Anlagedienstleistungen 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