

James Butterfill
Head of Research & Investment Strategy

Martin Arnold
FX & Macro Strategist

Edith Southammakosane
Multi-Asset Strategist

Nitesh Shah
Commodities Strategist

Aneeka Gupta
Equity & Commodities Strategist

Gesamtbild

Gold: Seitwärtsbewegung erwartet
Seite 4

Öl: Erneute Überschüsse
Seite 7

Währungsausblick 2018
Seite 10

Platin: Mehr Unsicherheit als
Möglichkeit
Seite 13

Momentum-Stil für den
Überschwang auf breiter Basis in
diesem Jahr verantwortlich
Seite 16

Blick über den Tellerrand

Disruptive Themen beflügeln die
künftige Rohstoffnachfrage
Seite 19

Alternative Anlagen mit dem
antizyklischen Rohstoffmodell
Seite 22

Ein kleiner aber wachsender Markt
für Green Bonds
Seite 25

Bitcoin-Bewertung: Grenzkosten
Seite 28

Disruptive Faktoren gehören 2018 zum Mainstream

Wir stehen nun an einem Wendepunkt einer neuen Rohstoffgeneration, die geprägt ist von ineinandergreifenden Technologien in den Bereichen Energieeffizienz, Automation und Klimawandel, welche für die Rohstoffnachfrage entscheidend sein dürften. In unserem Ausblick für 2018 beleuchten wir eine ganze Reihe disruptiver Marktfaktoren, angefangen bei Rohstoffen über Bitcoin und Green Bonds bis hin zur Zentralbankpolitik.

Makroökonomischer Ausblick

Die Weltwirtschaft befindet sich aktuell in einer Phase des synchronen Wachstums, gestützt durch umfangreiche Stimulierungsmaßnahmen seitens der Notenbanken. Es gibt jedoch Anzeichen dafür, dass die entwickelten Märkte in Kürze ihr Zyklushoch erreichen, sodass in der weiteren Entwicklung mit einer Abkühlung des Wachstums zu rechnen sein könnte.

Obwohl wir für 2018 keinen deutlichen Einbruch der globalen Konjunktur erwarten, erkennen wir erhebliche Extremrisiken. Die jüngsten Umfragen in Italien belegen erneut eine wachsende Unterstützung für die populistische Fünf-Sterne-Bewegung, und in Deutschland konnte nach den Wahlen bisher keine stabile Koalitionsregierung gebildet werden, wobei auch hier Populismusvorwürfe eine Rolle spielen. Auch wenn das Thema in Europa an Brisanz verloren hat, sind die Auswirkungen weiter spürbar. In den Schwellenmärkten könnte der Stellvertreterkrieg zwischen Saudi-Arabien und dem Iran eskalieren, was möglicherweise einen Ölpreisschock zur Folge hätte. Und sowohl in Mexiko als auch in Brasilien sind im Vorfeld der Präsidentschaftswahlen populistische Tendenzen erkennbar. Und schließlich bringt die Anpassung der Geldpolitik Risiken für die Aktien- und Anleihenmärkte mit sich, was die Nachfrage nach alternativen Anlageklassen beleben könnte.

Die Anleger sehen sich 2018 mit drei zentralen Fragen konfrontiert: Können die wichtigen Zentralbanken die Luft aus dem globalen Anleihenballon lassen, ohne die globale Expansion zu gefährden? Können die globalen Aktienmärkte ihre beeindruckende Rally fortsetzen? Und wird die chinesische Rohstofffrally anhalten, wenn die Federal Reserve die Zinsen strafft?



Deflation des globalen Anleihenballons

Die wichtigen Notenbanken haben 2013 aus dem so genannten „Taper Tantrum“ in den USA, also den Komplikationen bei der Drosselung der QE-Politik, eine wichtige Lehre gezogen: Die Korrektur der Markterwartungen im Hinblick auf eine mögliche Straffung der Geldpolitik erfordert eine umsichtige Kommunikationsstrategie, um das Vertrauen der Anleger zu stützen und den Marktteilnehmern die Angst vor einem abrupten Ende der Unterstützung zu nehmen. EZB-Präsident Draghi stellte jüngst die Frage, warum man ein Instrument der Geldpolitik (namentlich die Forward Guidance) aufgeben soll, das sich als effektiv erwiesen hat. Derartige Äußerungen machen deutlich, dass die großen Notenbanken auch weiterhin sehr umsichtig agieren werden, wenn sie zu gegebener Zeit dem Markt die massive Unterstützung durch ihre QE-Programme entziehen.

Da ein wachsender Inflationsdruck voraussichtlich nur die US-Politik vor eine Herausforderung stellen wird, werden die Zentralbanken aller Voraussicht nach auch 2018 ihre Assetkäufe im großen Stil fortsetzen. In der Folge dürften die Bilanzen der meisten großen Notenbanken weiter wachsen, doch eine kontrollierte Drosselung der expansiven Geldpolitik in den USA dürfte es den Verantwortlichen erlauben, die Laufzeit aus dem Ballon an den globalen Anleihenmärkten zu lassen und ein Platzen zu verhindern.

Die Federal Reserve dürfte unseres Erachtens die einzige Zentralbank sein, die im kommenden Jahr ihre Bilanz reduziert. Und obwohl es den Anschein hat, dass die Fed nun endlich proaktiv die Zinsen anhebt, bevor der Inflationsdruck spürbar steigt, birgt 2018 zahlreiche Herausforderungen. An der Spitze der Federal Reserve werden drei Posten neu besetzt, und der mangelnde volkswirtschaftliche Hintergrund des designierten neuen Vorsitzenden birgt die Gefahr fehlerhafter Entscheidungen. Tatsächlich hat Jerome Powell in seiner Zeit als Fed-Gouverneur nie gegen den vorherrschenden Kurs gestimmt, sodass von ihm voraussichtlich keine neuen Impulse zu erwarten sind. Die tatsächliche Politik der Fed muss nicht unbedingt die beste sein: Die Anhebung der Zinsen und die Verkleinerung der Bilanz sind erforderlich, um dem steigenden Inflationsdruck zu begegnen. Obwohl das Lohnwachstum in den letzten Jahren schwach ausgefallen ist, bewegen sich die realen Werte noch im positiven Bereich. Ein starker Arbeitsmarkt vermittelt ein Gefühl von Sicherheit, und im Zuge steigender Inflationswerte im kommenden Jahr dürften die Rufe nach Lohnerhöhungen lauter werden. Sollte die Fed im kommenden Jahr nicht wie erwartet drei Zinserhöhungen beschließen, könnte sich über die Löhne eine negative inflationäre Feedback-Schleife etablieren.

Falls die Fed die Zinsen wie erwartet anhebt, um dem wachsenden Inflationsdruck zu begegnen, könnte der USD im 1. Halbjahr 2018 spürbar aufwerten. Der Wechselkurs würde auch von einer Anpassung der Geldpolitik profitieren: Falls die

Federal Reserve (im Gegensatz zu den anderen großen Zentralbanken) ihre expansive QE-Politik reduziert, hätte dies eine leichte Versteilung der US-Renditekurve zur Folge.

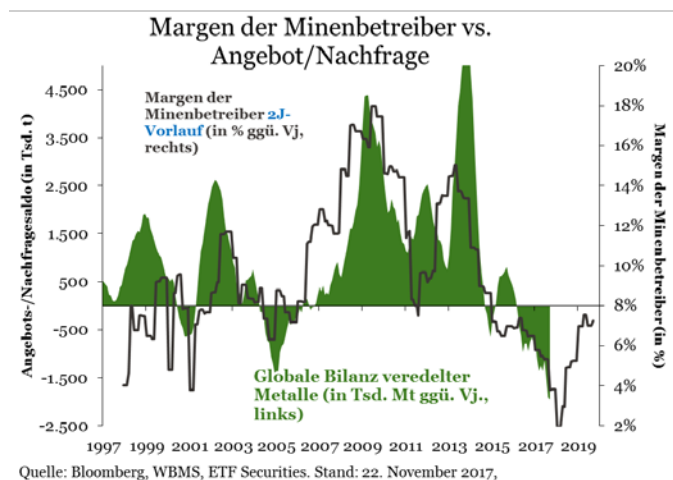
Höhere nominale Zinsen, eine steilere Renditekurve und die daraus folgende Aufwertung des USD sprechen gegen einen signifikanten Anstieg des Goldpreises. In diesem Kontext wirken jedoch noch andere Faktoren: Die Unsicherheit, ob die Aktienmärkte ihre kompetente Rally fortsetzen können, führte dazu, dass die Anleger nach einer Absicherung gegen eine mögliche Korrektur Ausschau halten. Wir erwarten zwar, dass die Fed ihre Geldpolitik weiter straffen wird, doch wir erkennen nur begrenzte Abwärtsrisiken für den Goldpreis, da die Realzinsen gedämpft bleiben, wenn die Inflation in den USA an Fahrt gewinnt. Ein plötzlicher Schock (wie beispielsweise eine Korrektur an den Aktienmärkten) könnte den Goldpreis allerdings durchaus nach oben treiben. Insgesamt dürften die Goldpreise im kommenden Jahr seitwärts tendieren. Trotz der Erwartung steigender Zinsen bleiben die Anleger mit Blick auf Gold optimistisch. Der Grund hierfür dürfte sein, dass die Marktteilnehmer Gold weniger als Investment und vielmehr als Absicherung gegen geopolitische Risiken wahrnehmen.

Überzogene Bewertungen am Aktienmarkt

Der Umgang mit den überzogenen Bewertungen an den Aktien- und Anleihenmärkten und das Risiko einer niedrigen Volatilität dürften die Anleger 2018 vor Herausforderungen stellen. Die Straffung der US-Geldpolitik und das stärkere Lohnwachstum dürften die Margen der US-Unternehmen unter Druck setzen. Die starke Entwicklung am US-Arbeitsmarkt im nächsten Jahr dürfte erheblichen Aufwärtsdruck auf die Löhne ausüben und die Inflationsdynamik zusätzlich beschleunigen, da die Unternehmen zur Wahrung ihrer Margen gezwungen sein werden, die Preise zu erhöhen. In dieser Phase des Konjunkturzyklus macht der Anstieg der KGV-Werte die Märkte deutlich anfälliger für Korrekturen. Dies gilt insbesondere für die USA, wo sowohl die absoluten als auch die relativen Bewertungen mittlerweile extreme Niveaus erreicht haben. Wir sehen auch weiterhin Potenzial bei europäischen und Schwellenmarktaktien, wo wir im kommenden Jahr ein nachhaltigeres Wachstum erwarten.

Das Rätsel der Schwellenmärkte

Eine weitere mögliche Konsequenz einer strafferen US-Geldpolitik sind die negativen Auswirkungen auf das Wachstum in den Schwellenmärkten, insbesondere in China. Der Anstieg der Kredit- und Inputkosten und die stärkere Volatilität der Wechselkurse könnten das Wachstum in den Schwellenmärkten belasten, ebenso wie rückläufige Einnahmen der Rohstoffproduzenten, die infolge der deutlichen Reduzierung der Produktionskapazitäten empfindlich auf eine Aufwertung des USD reagieren würden.



Die Nachfrage in den Schwellenmärkten ist zudem von kritischer Bedeutung für den Rohstoffsektor, da die Schwellenmärkte rund 70 Prozent aller Industriemetalle nachfragen. In diesem Kontext dürfte ein Rückgang der Rohstoffpreise größtenteils durch das solide Nachfragewachstum ausgeglichen werden, vor allem in China. Obwohl der Anstieg des Verschuldungsniveaus auch weiterhin für Bedenken sorgt, signalisieren die chinesischen Behörden nach wie vor ihre Bereitschaft, das Finanzsystem durch Stimulierungsmaßnahmen zu unterstützen, um eine Lockerung der finanziellen Rahmenbedingungen zu ermöglichen. Wir erwarten eine überdurchschnittliche Entwicklung am Rohstoffmarkt, da sich die Marktteilnehmer außerhalb der traditionellen Anlageklassen nach attraktiven Alternativen umsehen. In diesem Kontext stellt auch die Zunahme der globalen Infrastrukturausgaben einen wesentlichen Treiber dar. Obwohl Rohstoffe eine große Vielfalt aufweisen, dürften sich im kommenden Jahr vor allem Industriemetalle gut entwickeln (siehe [Industrial metals likely to open to new entry points](#)). Dieser Sektor dürfte besonders stark von der Beschleunigung des Wachstums in den Schwellenmärkten profitieren, während die anhaltend schwachen Investitionen im Bergbausektor aller Voraussicht nach dafür sorgen werden, dass die aktuelle Angebotslücke auch 2018 Bestand hat.

Gold: Seitwärtsbewegung erwartet

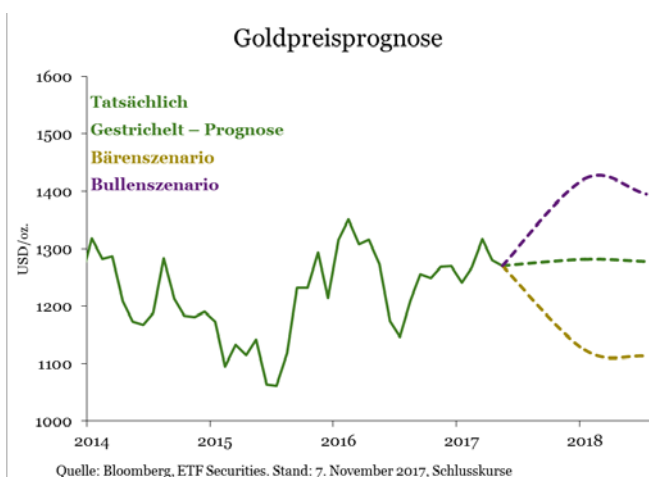
Von Nitesh Shah – Director – Commodities Strategist | nitesh.shah@etfsecurities.com

Überblick

Der auf unserem Basisszenario basierende faire Wert für Gold tendiert im kommenden Jahr insgesamt seitwärts, da die Unterstützung durch steigende Inflationswerte durch die gleichzeitige Anhebung der Zinsen neutralisiert wird.

Trotz des Anstiegs der Leitzinsen im laufenden Jahr verzeichnen sowohl der USD als auch die Treasury-Renditen eine Abwärtsbewegung. Dieser widersprüchliche Trend dürfte 2018 zum Erliegen kommen.

Die Differenz im Goldpreis zwischen unserem optimistischen und unserem pessimistischen Szenario (relativ zu unserem Basisszenario) betrifft vor allem die erwartete Positionierung der Anleger. Zahlreiche Indikatoren deuten derzeit auf eine verhaltene Marktvolatilität hin. Dennoch erkennen wir auch weiterhin diverse politische und finanzielle Risiken. Je nachdem, welche Einschätzung die Marktstimmung dominiert, könnte sich Gold ganz unterschiedlich entwickeln.



Fed dürfte ihren Straffungskurs fortsetzen

Nach der bereits vollständig eingepreisten Anhebung der Zinsen im Dezember 2017 dürfte die Federal Reserve 2018 noch drei weitere Zinserhöhungen beschließen. Hinzu kommt die bereits angekündigte Reduzierung der Fed-Bilanz¹. Obwohl einige Marktteilnehmer nach dem kommenden Wechsel an der Spitze der Fed eine expansivere Ausrichtung der Geldpolitik erwarten, gehen wir davon aus, dass sich die Notenbank auch weiterhin an der Datenlage orientieren wird, wobei die Analysen der internen Ökonomen stärkeren Einfluss auf die kommenden Entscheidungen haben dürften. Angesichts der zunehmenden Binnennachfrage und der Enge am Arbeitsmarkt lässt sich das Inflationspotenzial nur schwer ignorieren.

Beschleunigung der Inflation erwartet

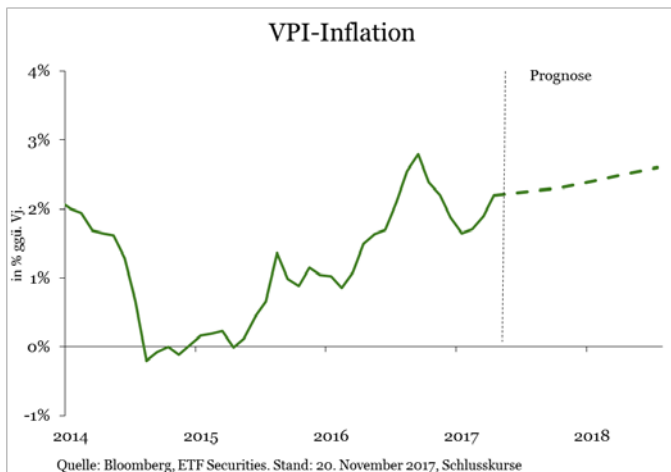
Ungeachtet der zahlreichen Anzeichen für zyklische Stärke hat sich die Inflation im laufenden Jahr eher schleppend entwickelt. Wir sehen in diesem Kontext jedoch zahlreiche spezifische Faktoren, die eine stärkere Teuerung behindern. Die Anpassung der Preise führender Mobilfunkanbieter, die Auswirkungen der Sonnenfinsternis auf die Hotelbranche, schwere Hurrikanschäden und die Erweiterung des Streckennetzes mehrerer Billigfluglinien sind allesamt Sonderfaktoren, die sich in dieser Form nicht wiederholen werden. Auch die Berechnung des Mietäquivalents von Wohnungseigentümern hat die Inflationsdaten verzerrt, da hier schwankende Energiepreise zum Tragen kommen. Angesichts der jüngsten Stabilisierung der Energiepreise dürfte dieser Faktor bald nicht mehr signifikant zu Buche schlagen. Die Arbeitslosenquote hat den niedrigsten Wert seit 16 Jahren erreicht, und ungeachtet der heftigen Hurrikansaison in diesem Jahr fällt auch das monatliche Jobwachstum solide aus. Die starke Entwicklung am Arbeitsmarkt dürfte sich nun naturgemäß auch in den Inflationswerten niederschlagen².

Wir erwarten einen Anstieg der US-Inflation von 2,2 Prozent (im September 2017) auf 2,4 Prozent im Juni 2018 bzw. auf 2,6 Prozent im Dezember 2018. Diese Werte dürften der Federal Reserve zwar Unbehagen bereiten, doch angesichts der zeitlich verzögerten Wirkung geldpolitischer Maßnahmen kann die Notenbank vorerst wenig tun, um dem seit Jahresbeginn wachsenden Inflationsdruck entgegenzuwirken. Unseres Erachtens wären allerdings drei Zinserhöhungen im

¹ Siehe „Bilanznormalisierung der Fed dürfte sich nur geringfügig auf die US-Renditen auswirken“, September 2017

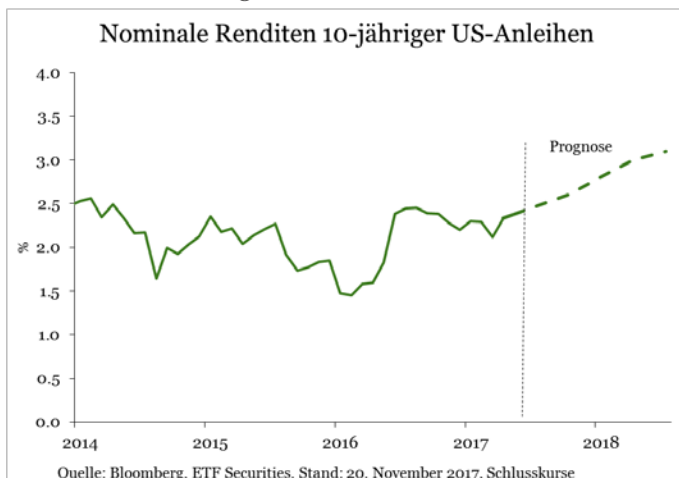
² Stilisiert in der Phillips-Kurve und ihren zahlreichen Varianten http://www.economicsonline.co.uk/Global_economics/Phillips_curve.html

kommenden Jahr erforderlich, um die Inflationserwartungen ausreichend stark zu verankern.



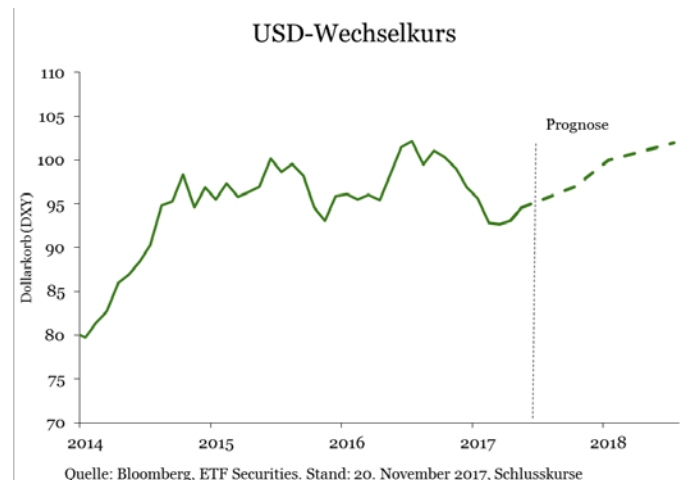
US-Treasury-Renditen

Parallel zur Straffung der Zinsen im laufenden Jahr hat sich die Renditekurve für US-Treasuries verflacht. Obwohl die Leitzinsen seit Dezember 2016 um 75 Bp angehoben wurden, sind die nominalen Renditen 10-jähriger Treasuries von 2,60 Prozent auf 2,34 Prozent gesunken. Unseres Erachtens könnten die 10J-Renditen nicht noch weiter nachgeben. Wir erwarten einen Anstieg auf 3,1 Prozent bis Ende 2018.



Wir antizipieren zudem eine moderate Aufwertung des USD (siehe [Währungsausblick 2018](#)), sodass die Schwäche der Währung im laufenden Jahr teilweise kompensiert wird. Darüber hinaus erwarten wir einen Anstieg des DXY (der handelsgewichtete USD-Index) von aktuell 94 auf 102 Punkte bis Ende 2018. Die schleppende Umsetzung der von der Regierung Trump in Aussicht gestellten Maßnahmen zur Förderung des Wachstums, das Ausbleiben einer Steuer- und Haushaltsreform und die allgemeine Aufwertung des EUR und des JPY lasteten 2017 auf der Entwicklung des USD. Teilweise werden diese Faktoren auch 2018 den USD belasten, wobei steigende Zinsen für eine gewisse Entlastung sorgen dürften. Die Federal Reserve dürfte sich in der weiteren Entwicklung noch stärker vom Kurs der EZB und der Bank of Japan

entfernen, da sich die Marktteilnehmer zunehmend enttäuscht von der langsamen Drosselung der QE-Programme in Europa und Japan zeigen. Dies spricht für eine Abwertung von EUR und JPY.



Marktstimmung

Am Markt für CFTC-Futures erwarten wir auch weiterhin ein Netto-Übergewicht der Long-Positionen in Gold in der Größenordnung von ca. 120.000 (aktuell: 190.000). Dieser Wert liegt jedoch auch weiterhin über dem langfristigen Durchschnitt von ca. 90.000 Netto-Long-Positionen. Die aktuelle Positionierung hat ihre Ursachen in den Ängsten der Anleger bezüglich der anhaltenden Spannungen zwischen den USA/Japan und Nordkorea bzw. im Nahen Osten. Wenn sich die entsprechenden Konflikte beruhigen, dürften auch die Sorgen der Marktteilnehmer wieder abklingen. Wir haben beobachtet, dass politische Risikoprämien auf den Goldpreis schnell wieder sinken, wenn geopolitische Spannungen in den Hintergrund rücken. Für anhaltend hohe Risikoprämien müssen die entsprechenden Konflikte immer wieder neu aufflammen.

Bullenszenario

In unserem Szenario mit steigenden Goldpreisen antizipieren wir nur zwei Zinserhöhungen im kommenden Jahr. Dies entspricht einem Anstieg des DXY auf nur 99 Punkte bzw. der Treasury-Renditen auf 2,8 Prozent. Wir antizipieren einen Anstieg der Inflation auf 3 Prozent sowie eine Positionierung am Goldmarkt mit ca. 200.000 Netto-Long-Positionen über den gesamten Prognosehorizont. Dieser Faktor ist der Haupttreiber für den Anstieg der Goldpreise in diesem Szenario relativ zu unserem Basisszenario. Derzeit bestehen unterschiedliche Risiken, welche die Nachfrage nach Gold-Futures nach oben treiben könnten:

- Anhaltende Spannungen zwischen den USA/Japan/Südkorea und Nordkorea;
- Eine Eskalation des Stellvertreterkrieges zwischen Saudi-Arabien und dem Iran;

- Eine ungeordnete Reduzierung des Kreditvolumens in China;
- Eine politische Blockade in Italien, wenn nach den Wahlen keine Regierung gebildet werden kann;
- Eine Eskalation der Spannungen zwischen Madrid und der katalanischen Regionalregierung;
- Mögliche Neuwahlen in Deutschland; und
- Abrupter Anstieg von Kennzahlen für die Marktvolatilität, wie beispielsweise VIX (Aktien) oder MOVE (Anleihen) [im Zuge der Abwicklung von Zinsgeschäften](#)

In unserem Bullenszenario steigt Gold bis Mitte 2018 auf 1420 USD/oz., gefolgt von einem Rückgang auf knapp unter 1400 USD/oz. bis zum Jahresende.

Bärenszenario

In einem Szenario mit fallenden Preisen antizipieren wir vier Zinssenkungen durch die Fed im kommenden Jahr mit dem Ziel, die Inflationserwartungen der Anleger zu verankern. Die nominalen Renditen 10-jähriger Treasuries steigen bis zum Jahresende auf 3,3 Prozent, und der DXY wertet auf 105 Punkte auf. Bis zum Jahresende sinkt die Inflation wieder auf 1,6 Prozent. In diesem Szenario antizipieren wir minimale Risikoprämien infolge der Abkühlung geopolitischer Risiken und das Ausbleiben negativer Schocks an den Finanzmärkten, sodass die spekulativen Netto-Longpositionen auf 40.000 Kontrakte zurückgehen. In unserem Bärenszenario sinkt der Goldpreis bis Ende 2018 auf 1110 USD/oz.

Öl: Erneute Überschüsse

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

Überblick

Die OECD-Rohölbestände sind gesunken, und die Futures am Ölmarkt sind in eine Backwardation übergegangen. Hat die OPEC damit ihr Ziel erreicht?

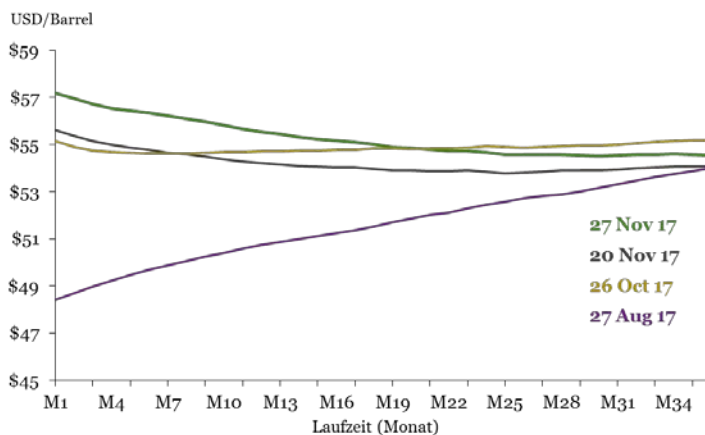
Unseres Erachtens nicht. Wir erwarten einen Anstieg der Ölproduktion in den USA, während gleichzeitig steigende Preise die Nachfrage belasten dürften. Der Markt dürfte allmählich wieder Überschüsse verzeichnen, sodass der Abbau der Bestände zum Erliegen kommt.

Parallel dazu dürften auch die politischen Risikoprämien auf Öl wieder abnehmen.

Backwardation

Vor einem Jahr prognostizierten zahlreiche Beobachter, dass die Strategie der OPEC darauf abzielte, das Contango der Futures-Kurve in eine Backwardation umzukehren. Ihrer Argumentation zufolge lieferte das Contango den US-amerikanischen Produzenten von Schieferöl einen Anreiz, trotz der schwachen Preise am Spotmarkt weiter zu produzieren, da die Aussicht auf höhere Preise in der Zukunft es attraktiv erscheinen ließ, das Öl einzulagern und zu einem späteren Zeitpunkt zu verkaufen. Die Folge wäre ein kontinuierlicher Anstieg der Bestände. Nun befindet sich die Kurve in einer Backwardation.

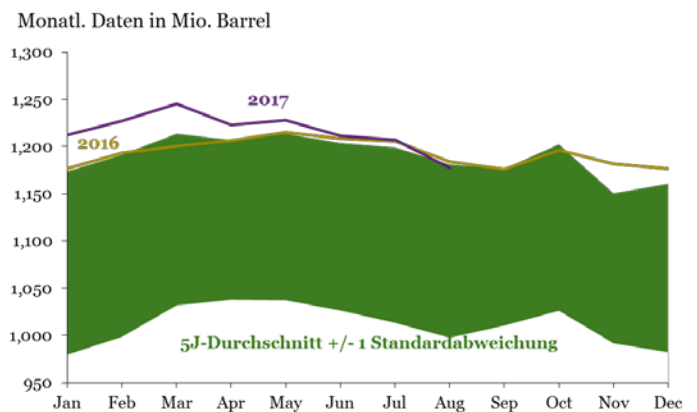
Brent-Terminkontrakte



Rückgang der Bestände ...

In der OECD tendieren die Rohölbestände nach unten (auf globaler Ebene werden keine Bestandsdaten erfasst). Insbesondere die (besonders teure) Einlagerung in Tankershippen wurde deutlich reduziert.

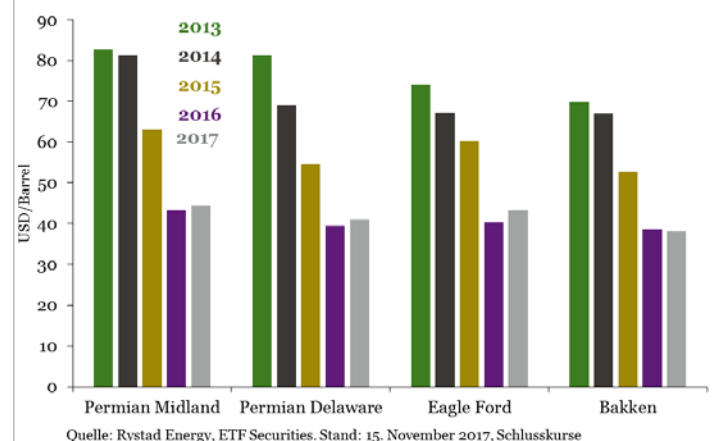
OECD: Bestände der Ölunternehmen



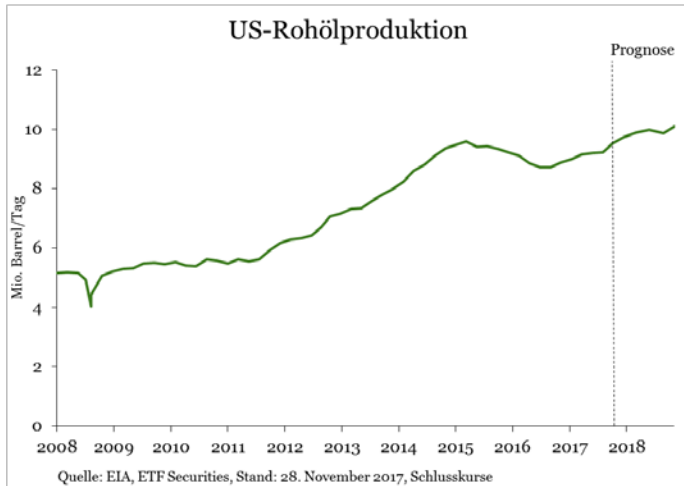
... aber nur vorübergehend, da die US-Produktion gesteigert ...

Der Abbau der Bestände dürfte allerdings nicht viel länger anhalten. Die aktuellen Preise lassen einen deutlichen Anstieg der US-Produktion erwarten. Die US-amerikanischen Produzenten von Schieferöl erreichen schon bei ca. 40 USD/Barrel die Gewinnschwelle. Bei einem aktuellen WTI-Preis von 55 USD/Barrel besteht also noch reichlich Spielraum für eine rentable Produktion, und wir erwarten eine erhebliche Ausweitung der Produktion.

Gewinnschwelle nach Sorte



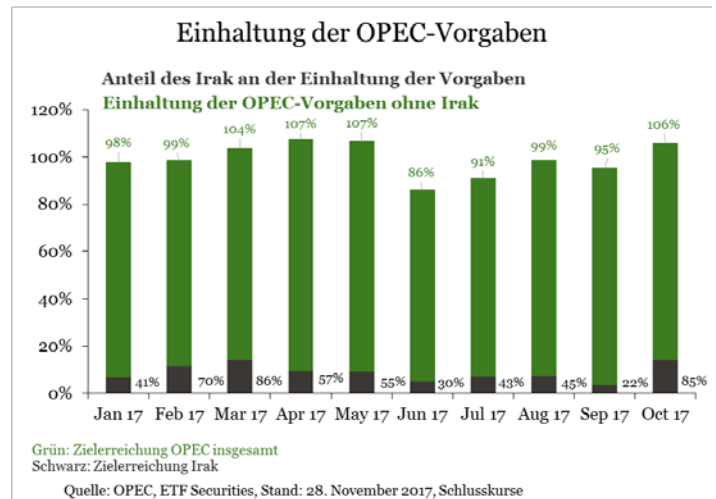
Im nächsten Jahr dürfte die Produktion in den USA historische Höchstwerte erreichen, wobei aller Voraussicht nach sowohl das Zyklushoch aus der Zeit vor dem Preiskrieg von 2014 als auch die zuletzt 1970 erreichte Marke von 10 Mio. Barrel überschritten werden. Derzeit deutet wenig darauf hin, dass die Backwardation am Futures-Markt eine Ausweitung der US-Produktion verhindern wird.



... und die Einhaltung des OPEC-Abkommens nachlässt

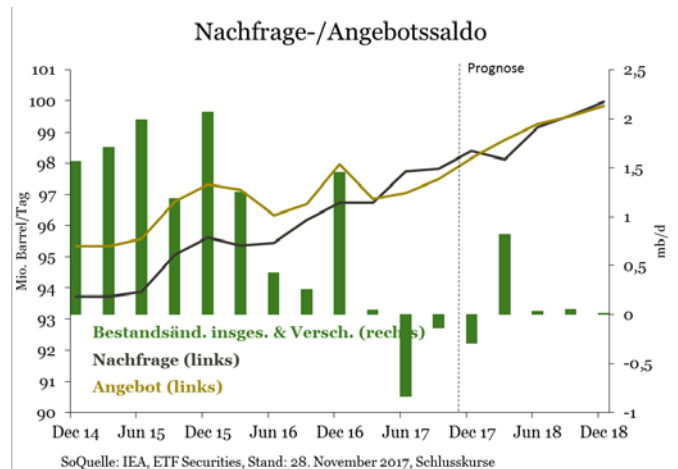
Im Oktober 2017 ließen die Zahlen der OPEC und der zehn beteiligten Nicht-OPEC-Länder die bisher beste Einhaltung der vereinbarten Vorgaben zur Drosselung der Ölproduktion erkennen. Bei genauerer Betrachtung sind es jedoch Länder wie der Irak, die ihre Werte am deutlichsten verbessern konnten. Das Land steigerte die Einhaltung seiner Vorgaben von 22 Prozent im September auf 85 Prozent im Oktober und leistete damit einen erheblichen Beitrag zur Gesamterfüllung der OPEC-Vorgaben (95 Prozent im September bzw. 106 Prozent im Oktober). Angesichts der jüngsten Unterbrechung der Produktion in den irakischen Kurdengebieten nach dem erfolgten Unabhängigkeitsvotum halten wir es für unwahrscheinlich, dass diese starken Werte erneut erreicht werden können. Wir erwarten jedoch nicht ernsthaft eine dauerhafte Unterbrechung der Ölproduktion in den Kurdengebieten. Die Türkei als wichtigster Abnehmer von Öl aus der betroffenen Region hat ihre Drohungen nicht wahr gemacht, die vorhandenen Pipelines zu schließen.

Die OPEC hat zuletzt beschlossen, die im Oktober 2016 vereinbarte Drosselung der Produktion um 1,2 Mio. Barrel bis Ende 2018 zu verlängern. Wir gehen davon aus, dass die Einhaltung der Vorgaben während der verlängerten Laufzeit hinter den Erwartungen der Teilnehmer zurückbleiben wird. Russland hat sich bezüglich der Vereinbarung in den letzten Wochen nicht eindeutig geäußert, nachdem das Land im Sommer noch klar Stellung bezogen hatte. Dies deutet darauf hin, dass die Geduld der Nicht-OPEC-Partner der Vereinbarung allmählich zur Neige geht.



Erneute Überschüsse

Wenn die USA ihre Produktion wie erwartet steigern und die Verlängerung der OPEC-Vereinbarung tatsächlich teilweise umgangen wird, dürfte das Angebot in der Tat zunehmen. Gleichzeitig ist es unwahrscheinlich, dass das aktuelle Nachfragewachstum unvermindert anhält, nachdem die Preise im letzten Jahr um 33 Prozent gestiegen sind. Im 4. Quartal 2017 dürfte vorerst zum letzten Mal ein Defizit verzeichnet werden. Die Überschüsse dürften in der weiteren Entwicklung einen Anstieg der OECD-Bestände zur Folge haben. So viel zum Thema Backwardation als Allheilmittel!



Rückgang der politischen Risikoprämien

Infolge der jüngsten Entwicklungen in Saudi-Arabien haben die Ölpreise Anfang November um 2,2 Prozent angezogen. Wenn die geopolitischen Risiken wieder abklingen, dürften jedoch auch die Ölpreise wieder nachgeben.

Im Zuge seiner Bemühungen zur Modernisierung der saudischen Wirtschaft hat Kronprinz Mohammed bin Salman der Korruption im Land den Kampf angesagt. Nachdem der Kampagne zahlreiche Mitglieder der wirtschaftlichen und politischen Elite zum Opfer gefallen sind, besteht das Risiko, dass der fragile Konsens, der Saudi-Arabien in den letzten

Jahrzehnten im Gleichgewicht gehalten hat, nun zusammenbricht.

Saudi-Arabien hat dem Iran und dem Libanon kriegerische Handlungen vorgeworfen. Die Vorwürfe gegen den Iran betreffen die Lieferung einer Rakete, die vom Jemen in einem versuchten Angriff auf einen saudi-arabischen Flughafen eingesetzt wurde. Dem Libanon wirft Saudi-Arabien das aggressive Vorgehen der vom Iran unterstützten schiitischen Hisbollah-Miliz vor. 2015 startete Saudi-Arabien eine militärische Intervention im Jemen, die von vielen Beobachtern als Stellvertreterkrieg mit dem Iran gewertet wird, da Letzterer die Huthi-Rebellen im Jemen unterstützt, die im Vorfeld die Regierung des Landes gestürzt hatten. Die jüngsten Entwicklungen deuten auf eine Eskalation des Stellvertreterkrieges hin.

Die Marktteilnehmer werten sowohl die internen als auch die externen Konflikte Saudi-Arabiens als disruptive Risiken für die Ölproduktion in der Region.

Die geopolitisch bedingte Risikoprämie auf den Ölpreis dürfte nur vorübergehender Natur sein, solange kein offener militärischer Konflikt ausbricht. Der bereits seit zwei Jahren gärende Stellvertreterkrieg zwischen Saudi-Arabien und dem Iran wurde erst in jüngster Zeit zu einer Belastung für die Ölpreise. Sofern die Marktteilnehmer nicht immer wieder an die bestehenden Risiken erinnert werden, hat eine Risikoprämie in der Regel immer nur wenige Wochen Bestand.

Währungsausblick 2018

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

Überblick

Der flache Verlauf der globalen Renditekurven ebnet den Weg für eine allgemeine Stärke des US-Dollar (USD) im Vorfeld der allmählichen Straffung der Geldpolitik seitens der Federal Reserve.

Die Europäische Zentralbank (EZB) behält ihren expansiven Kurs weiter bei, und der verhaltene Inflationsausblick der Bank dürfte den Euro (EUR) auch weiterhin unter Druck setzen.

Das britische Pfund (GBP) dürfte vorerst auch weiterhin innerhalb einer Spanne verharren, könnte jedoch auch nach oben ausbrechen, wenn die Ungewissheit im Zusammenhang mit den Brexit-Verhandlungen im 1. Halbjahr 2018 erfolgreich ausgeräumt wird.

Währungen: Heatmap

	MvC	Carry	Bewertung	Positionierung	Gesamt
EUR/USD	0	-1	-1	1	-1
USD/JPY	1	-1	1	-1	0
GBP/USD	0	-1	1	1	1
USD/CHF	0	-1	-1	-1	-3
AUD/USD	0	1	-1	1	1
EUR/GBP	0	-1	-1	1	-1
USD Index	0	1	n/a	-1	0

(Die Definitionen der Indikatoren finden Sie im *ETFS Ausblick vom Januar 2017*.)

Ein klares Signal ist die Tatsache, dass bei einem Blick auf die Fundamentaldaten der Währungen von Sicherheit keine Rede mehr sein kann. In den nächsten Monaten dürften sowohl der CHF als auch der JPY relativ zum USD an Wert verlieren.

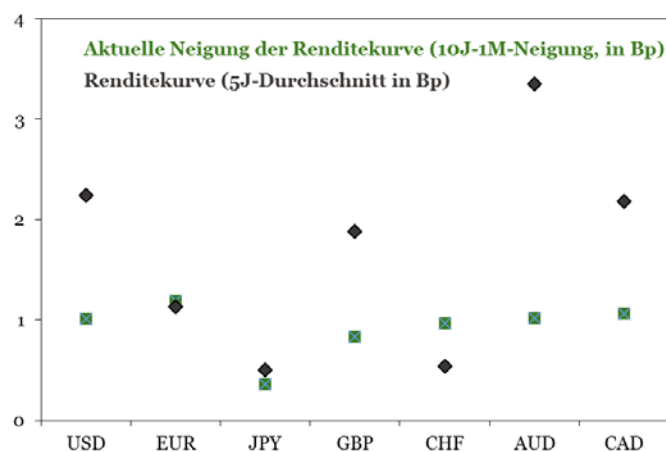
Günstigere Währungsbedingungen dürften zur Folge haben, dass 2018 die Fundamentaldaten verstärkt die strategischen Trends bestimmen, allen voran ein Fokus auf die Notenbankpolitik. Ein Abweichen vom geldpolitischen Kurs der anderen großen Zentralbanken dürfte eine Versteilung der Renditekurve und stärkere Differenzen zwischen den Zinskurven unterschiedlicher Länder begünstigen. Vor diesem Hintergrund schätzen wir den USD und, in geringerem Maße, den GBP weiter konstruktiv ein.

Verflachung der globalen Renditekurven

Ein flacher Verlauf der Anleihen-Renditekurve lässt eine vergleichsweise schwache wirtschaftliche Entwicklung erwarten. Die globalen Renditekurven verlaufen im historischen Vergleich ungewöhnlich flach. Dies deutet darauf hin, dass die globale Erholung diesmal allmählicher erfolgt ist als in früheren Zyklen. In diesem Kontext spielt jedoch auch die Zentralbankpolitik eine wichtige Rolle. Die Assetkäufe der Notenbanken haben erfolgreich zu einem dauerhaft niedrigen Renditeniveau am langen Ende der Kurve beigetragen, mit dem Ziel, die Wirtschaftsaktivität zu stimulieren.

Hier stehen der EUR und der CHF insoweit im Kontrast zu den übrigen Währungen der G-10, als beide Renditekurven steiler verlaufen als der langfristige Durchschnitt. Da sowohl die Fed als auch die Bank of England (BoE) mit der Straffung ihrer Zinsen begonnen haben, dürfte die Versteilung der Kurve diesen beiden Währungen Auftrieb relativ zu anderen Währungen verleihen, deren Kurve mehr oder weniger „normal“ verläuft. Die JPY-Kurve verläuft praktisch deckungsgleich mit dem Durchschnitt, ganz ähnlich wie die EUR-Kurve. Dieser Umstand könnte eine Aufwertung des JPY behindern.

Verflachung der Kurven

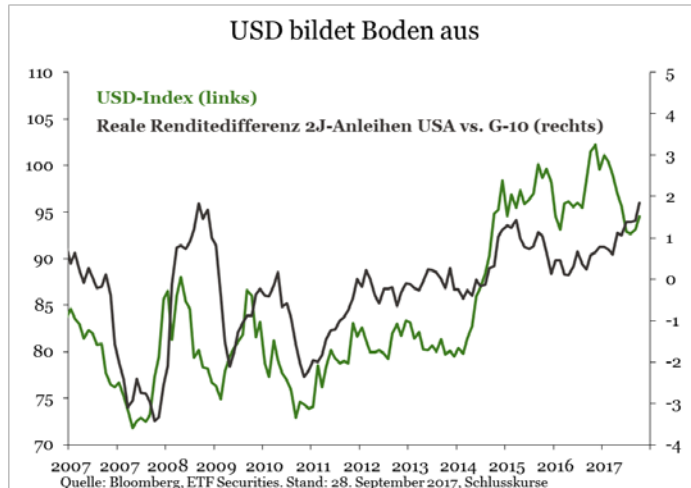


Quelle: Bloomberg, ETF Securities. Stand: 23. November 2017, Schlusskurse

Aufwärtsbewegung beim USD

Der USD dürfte von der besseren Konjunktur in den USA und der Straffung der Fed-Politik profitieren. Doch nicht nur der Anstieg der kurzfristigen Zinsen kommt dem USD zugute. Auch das Potenzial für eine Versteilung der Renditekurve im Zuge der

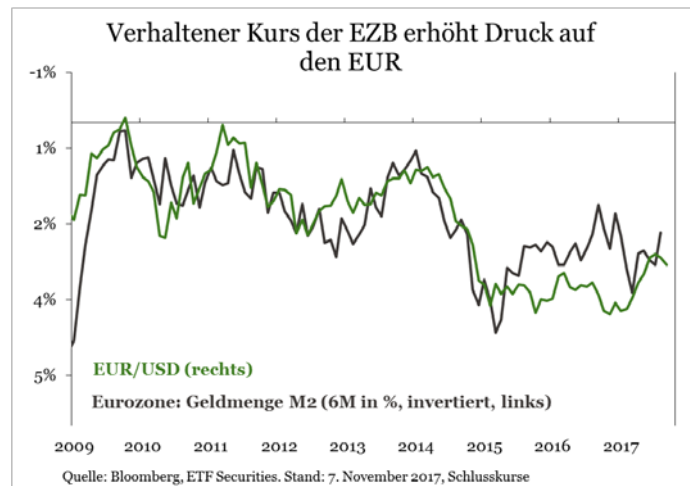
Reduzierung der Fed-Bilanz dürfte der Währung zusätzliche Unterstützung verleihen, wenn die künstliche Verflachung am langen Ende der Kurve gelockert wird. Abgesehen vom Yen ist der Dollar im langfristigen Vergleich nach wie vor die unbeliebteste der wichtigen Währungen, wobei sich die Netto-Positionierung der Anleger knapp über dem historischen Tief bewegt.



Keine Straffung der EZB-Politik ...

Obwohl es so scheint, als würden die BoE und die EZB bei der Straffung ihrer Geldpolitik unterschiedlichen Ansätzen folgen, sind wir in dieser Frage noch nicht überzeugt: Die EZB betreibt derzeit nicht die Straffung ihrer Geldpolitik, sondern die Ausweitung ihrer Bilanz. Dennoch hat es den Anschein, als hätten die Marktteilnehmer bereits den Beginn eines neuen Straffungszyklus eingepreist. Die Zentralbank hat noch nicht damit begonnen, ihr Stimulusprogramm zurückzufahren. Vielmehr hat sie es laut Aussage von EZB-Präsident Draghi lediglich im Umfang reduziert. Die EZB hat ihr Wertpapierkaufprogramm um 9 Monate verlängert und plant, ihre Bilanz im nächsten Jahr erneut um 270 Mrd. EUR aufzustocken.

Obwohl die EZB davon ausgeht, dass die wichtigsten Zinssätze auch über den Horizont der Netto-Assetkäufe hinaus konstant bleiben, halten wir es für unwahrscheinlich, dass die Bank ihre Stimuli reduziert, ohne vorher die Zinsen anzuheben. Das anhaltende Wachstum der Geldmenge übt jedoch auch weiterhin Druck auf den EUR aus, insbesondere da die Drosselung der Ankäufe am Markt bereits eingepreist wurde. Die Stärke des EUR im 2. Halbjahr 2017 basierte auf dem (gemessen am Durchschnitt) steileren Verlauf der Renditekurve, und wenn die EZB ihre expansive Geldpolitik beibehält, könnte die Währung kurzfristig unter Druck geraten.

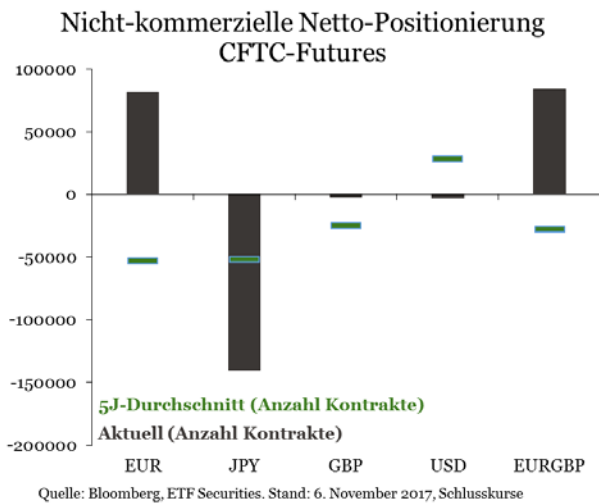


Brexit sorgt für Ungewissheit

Im Gegensatz zum Kurs der EZB hat die BoE nun ihren Straffungszyklus eingeleitet. Im Einklang mit den Erwartungen der Marktteilnehmer hat die britische Notenbank im Oktober die Leitzinsen erstmals seit einem Jahrzehnt auf 0,5 Prozent angehoben. Die Bank betont, dass trotz des erwarteten Anstiegs der Inflation auf ihr Zyklushoch von 3,0 Prozent im Oktober die Zinsen auch weiterhin „behutsam“ angehoben werden sollen. Dies hatte sich zuletzt belastend auf das GBP ausgewirkt.

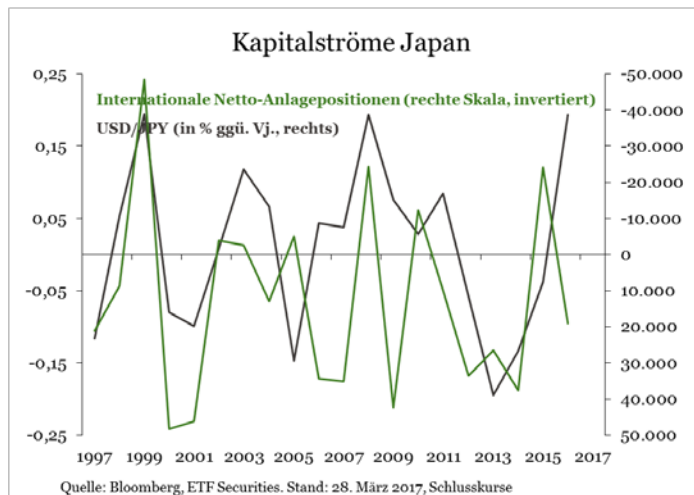
Die restriktiveren Äußerungen von BoE-Gouverneur Carney im Vorfeld der Oktobersitzung und der anhaltende Inflationsdruck in Kombination mit robusten konjunkturellen Rahmenbedingungen hatten uns ursprünglich veranlasst, eine Anhebung der Zinsen bereits 2017 zu erwarten. Obwohl die genannten Faktoren tatsächlich maßgeblich für die Entscheidung der BoE waren, äußerte sich die Bank vorsichtig bezüglich der Auswirkungen des Brexit auf den Wachstumsausblick und die weitere Entwicklung der Zinsen.

Trotz der gesunden Unternehmensbilanzen und der (laut Aussage der BoE) soliden finanziellen Rahmenbedingungen dominiert am Markt die Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Brexit. Das GBP steigt oder fällt mit dem Verlauf der Brexit-Verhandlungen, sodass wir vorerst nur begrenztes Potenzial für eine signifikante Aufwertung erkennen. Dennoch dürfte eine Straffung der Geldpolitik in den nächsten Jahren die kurzfristigen Renditen stützen, und eine breitere Erholung der Konjunktur dürfte eine Versteilung der Renditekurve (und damit eine erneute Annäherung an historische Durchschnittswerte) bewirken. Während sich das GBP relativ zum USD innerhalb einer Spanne entwickeln dürfte, könnte die Währung relativ zum EUR spürbar zulegen, da die Marktteilnehmer nach und nach die Widerstandskraft der britischen Wirtschaft, den daraus resultierenden Inflationsdruck und den verhaltenen geldpolitischen Kurs der EZB einpreisen. Diese Faktoren dürften zur Folge haben, dass die überzogene Positionierung des EUR relativ zum GBP am Terminmarkt im 1. Halbjahr 2018 allmählich korrigiert wird.



Erhaltung des Status Quo

Nach dem Wahlsieg von Premierminister Shinzo Abe dürfte auch Haruhiko Kuroda seinen Posten als Gouverneur der Bank of Japan (BoJ) behalten. In der Folge dürfte der JPY auch weiterhin unter der aggressiven quantitativen und qualitativen Lockerungspolitik der Notenbank zu leiden haben. Unseres Erachtens überwiegen beim JPY eindeutig die Abwärtsrisiken. Lediglich ein Rückgang der globalen Risikobereitschaft und/oder eine deutliche Korrektur an den Aktienmärkten könnten der Währung Auftrieb verleihen. Die anhaltende Risikobereitschaft der Anleger auf der Suche nach Rendite im Ausland setzt den JPY kontinuierlich unter Druck.



Platin – Mehr Unsicherheit als Möglichkeit

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

Überblick

Die überdurchschnittliche Wertentwicklung von Palladium geht auf eine Reihe von Faktoren zurück – der „Dieselgate“-Skandal, die starke Automobilnachfrage und das spekulative Kaufinteresse. Diese Situation ist allerdings nicht von Dauer.

Die Wachstumsbeschleunigung im europäischen Automobilsektor dürfte die schrittweisen Marktanteilsverluste von Dieselfahrzeugen ausgleichen und somit die Platinnachfrage stützen.

Die nachhaltige langfristige Preiserholung des Metalls ist auf wesentliche Produktionskürzungen zurückzuführen.

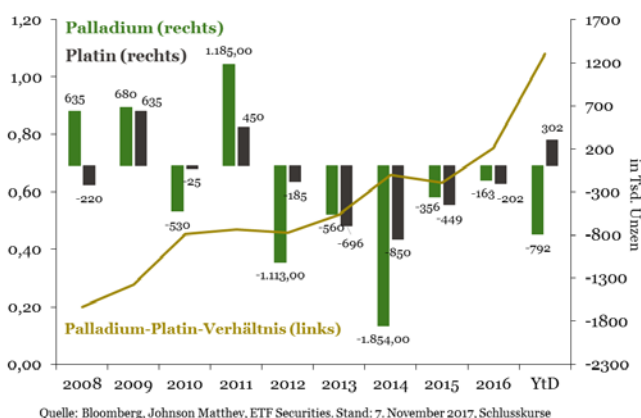
Palladium verzeichnete 2017 eine Rally um 43 Prozent und wies damit die stärkste Entwicklung im Rohstoffkomplex aus. Das Edelmetall konnte sein Pendant Platin somit erstmals seit 16 Jahren übertreffen. Die Preisbewegungen bei Platin und Palladium verlaufen aus historischer Sicht parallel, da sie zum Großteil in Katalysatoren für Benzin- und Dieselmotoren zum Einsatz kommen.

Palladiumverkäufe einzustellen, nie Taten folgen. Dennoch hatte dies Befürchtungen über ein Angebotsdefizit zur Folge, die den Preisauftrieb bei Palladium noch verstärkten. Dabei ist allerdings anzumerken, dass Palladium anschließend acht Jahre in Folge hinter Platin zurückblieb.

„Dieselgate“ beflügelte Palladium

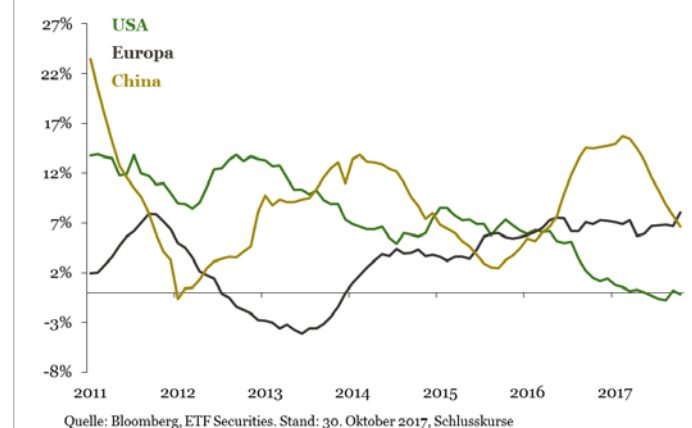
Die Platinnachfrage erlitt einen Rückschlag, nachdem der durch Volkswagen ausgelöste Emissionsskandal vor zwei Jahren die Anlegerstimmung hinsichtlich des Edelmetalls trübte. Daten des Europäischen Automobilherstellerverbands (ACEA) zufolge wurden im ersten Halbjahr 2017 in Europa erstmals seit 2009 mehr benzinbetriebene Automobile verkauft als Dieselfahrzeuge. Der Anteil der Dieselfahrzeuge ging seit Jahresbeginn um 3,8 Prozent zurück, während der Anteil an Benzinern im selben Zeitraum um 10 Prozent stieg. In Frankreich, wo Dieselfahrzeuge in der Vergangenheit einen Marktanteil von 70 Prozent verbuchten, dominieren mittlerweile benzinbetriebene Automobile. Darüber hinaus hat die zunehmende Nachfrage nach vergleichsweise größeren Benzinfahrzeugen mit stärkeren Motoren zusammen mit den strengeren Emissionsstandards zu einem Anstieg der Ladungsanforderungen von Palladium geführt. Dieser Wandel der Verbraucherpräferenzen bezüglich Größe und Art von Automobilen spielte bei den jüngsten Unterschieden in der Wertentwicklung der beiden Edelmetalle eine wesentliche Rolle. Vor diesem Hintergrund ist in den USA und China, in denen Benzinfahrzeuge besonders beliebt sind, ein rückläufiger Automobilabsatz zu beobachten, der das Aufwärtspotenzial von Palladium auf kurze Sicht begrenzen könnte.

Nettosaldo vs. Verhältnis



Eine derartige Outperformance verbuchte Palladium zuletzt im Jahr 2000, als es in Russland zu Angebotsunterbrechungen kam. Zwar ließ die russische Regierung ihrer Drohung, die

Globales Wachstum des Autoabsatzes



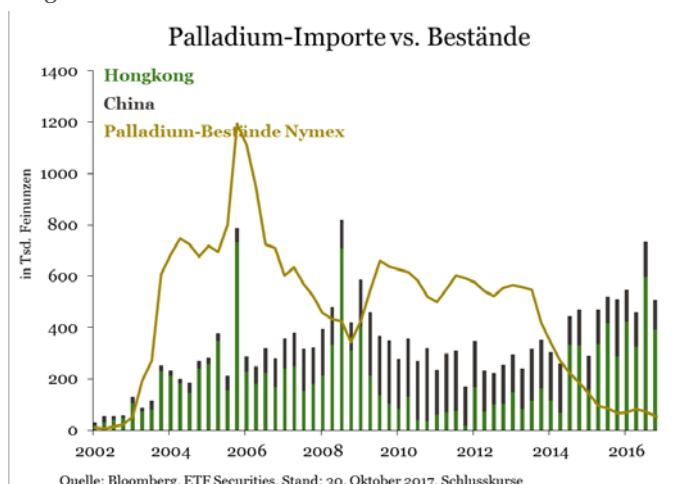
Europäische Automobilnachfrage kommt Platin zugute

Der Automobilabsatz in Europa, der von Dieselfahrzeugen dominiert wird, nimmt an Fahrt auf. Da die Anteilsverluste des Dieselmotors schrittweise und kontinuierlich erfolgen werden, dürfte die Platinnachfrage weiter gut gestützt bleiben. Auf mittlere Sicht dürften der Preiserholung des Edelmetalls zudem die zunehmend strengeren neuen Emissionsstandards in Europa zugutekommen.

Platin ist beim Einsatz in Katalysatoren etwa doppelt so effektiv wie Palladium. Ein potenzieller Austausch der beiden Edelmetalle hängt davon ab, ob die Automobilhersteller den Abschlag, den Platin derzeit gegenüber Palladium aufweist, als nachhaltig erachten. Darüber hinaus könnten Sorgen hinsichtlich einer Angebotsverknappung bei Palladium (2018 wird mit einem Defizit gerechnet) auf lange Sicht zu einer Suche nach Palladiumalternativen führen.

Spekulatives Interesse dürfte nur vorübergehender Natur sein

Die überdurchschnittliche Wertentwicklung von Palladium ist zu einem großen Teil auf das spekulative Kaufinteresse infolge des günstigen Umfelds für das Edelmetall zurückzuführen. In der ersten Juniwoche stieg der Zinssatz für Palladiumleihen sprunghaft von 3,5 Prozent auf 16 Prozent an, was den Angebotsengpass bei Palladium unterstreicht. Scheinbar konnte der relativ kleine Markt nicht mit dem starken Kaufinteresse aus Asien mithalten. Der Palladiummarkt ist der kleinste und am wenigsten liquide Markt unter den vier handelbaren Edelmetallen und zudem nach wie vor anfällig für starke Preisschwünge, die durch plötzliche spekulative Mittelflüsse ausgelöst werden.



Die Forward-Kurve der Edelmetalle verzeichnet in der Regel ein Contango, d.h. die zukünftigen Preise liegen über dem aktuellen Preis. Die Forward-Kurve von Palladium befindet sich nun allerdings bereits seit fast neun Monaten in einer Backwardation, worin das knappe Angebot am Markt zum Ausdruck kommt. Während Rohstoffengagements bei einem

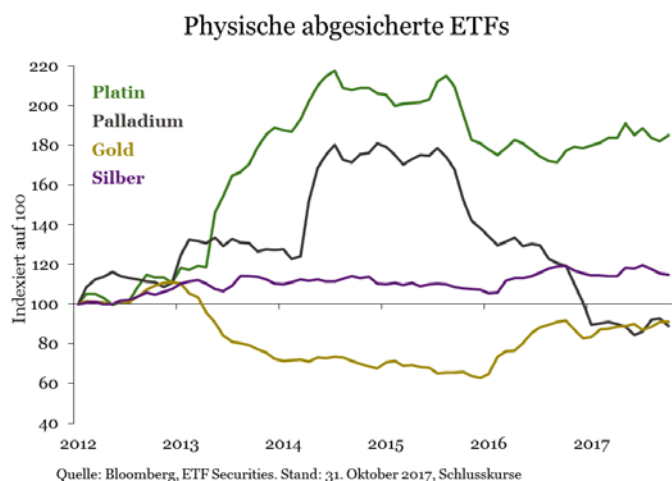
Contango mit Kosten verbunden sind, stellt eine Backwardation einen Vorteil dar. Vor diesem Hintergrund ermöglicht die Neigung der Palladium-Kurve, die sich in einer Backwardation befindet, es den Spekulanten, die günstigeren Forward-Kontrakte zu kaufen und diese entlang der Preiskurve in die Segmente mit höheren Kassapreisen zu verlängern. Somit konnten sie sich im derzeitigen, von niedrigen Renditen geprägten Umfeld eine extrem attraktive positive Rollrendite sichern. Daher fällt der Großteil der Palladiumnachfrage in die Gegenwart, und mit Blick auf die Zukunft dürfte der Optimismus nachlassen.

Starke Abschlüsse bei Platin stützen die Nachfrage

Während Platin in der Vergangenheit einen deutlichen Aufschlag gegenüber Gold aufwies, wird es derzeit mit einem Abschlag von 28 Prozent gegenüber dem gelben Edelmetall gehandelt. Platin ist stark mit Gold korreliert, hat in diesem Zyklus aber lediglich die Abwärtsbewegungen und nur in begrenztem Maße das Aufwärtspotenzial des gelben Metalls nachgebildet. Dieser jüngste Trend könnte unseres Erachtens durchbrochen und die traditionellen Korrelationen wiederhergestellt werden, wenn die Verbraucher realisieren, wie günstig Platin derzeit gehandelt wird. Wir rechnen im Schmucksegment mit einer Umschichtung in das vergleichsweise günstige Platin, zumal es an wichtigen Märkten wie China und Indien zunehmend Anklang findet. Wir gehen angesichts des günstigeren Wirtschaftsumfelds weltweit in Kombination mit dem relativ attraktiven Platinpreis von einem Nachfrageanstieg bei dem Edelmetall aus. Das Gros des Wachstums dürfte sich auf Industrieenanwendungen konzentrieren – Chemikalien, Glas und Elektrogeräte (mit 20 Prozent die zweitgrößte Komponente beim Platinverbrauch).

Nachfrage nach Platin als Investition fällt stark aus

Unter den Edelmetallen weisen physisch abgesicherte Platin-ETPs seit 2012 die höchsten, Palladium-ETPs hingegen das niedrigste Nettomittelzuflüsse auf. Der relative Preisvorteil und die geringere Volatilität von Platin stellen den Hauptanreiz für den Investmentsektor dar. Platinengagements kommen einem Portfolio insofern zugute, als sie Schutz vor Inflation und vor Deflation bei Finanzwerten sowie gleichzeitig Aufwärtspotenzial bieten, da sich die Nachfrage aus der Industrie weltweit erholt.



Aufwärtspotenzial bei Platin hängt von Produktionskürzungen ab

Die Platinhersteller in Südafrika, auf die 80 Prozent der globalen Produktion entfallen, haben mit Schwierigkeiten zu kämpfen, da die niedrigeren Platinpreise zusammen mit den höheren Fixkosten und der schwachen Nachfrage aus wichtigen Segmenten die Margen belasten. Bislang haben die Bergbauunternehmen ihre Produktion aber nicht wesentlich verringert. Die Bemühungen, die Fixkosten über eine breitere Produktionsbasis zu streuen, haben zu einem Überangebot

geführt. Diese Situation ist allerdings nicht von Dauer. Platinhersteller Sibanye ruderte jüngst von seiner Ankündigung zurück, die Anlage Rustenburg mit einer Kapazität von 300.000 Unzen stillzulegen. Die Abneigung des Unternehmens, Minen zu schließen, verdeutlicht die fehlende Bereitschaft der Produzenten, wesentliche Produktionskürzungen vorzunehmen, um die Preise anzukurbeln.

Wachstum bei Elektrofahrzeugen noch im Anfangsstadium

Die künftigen Risiken, denen sich die Platin- und Palladiumbranche gegenübersehen, konzentrieren sich auf die Nachfrage nach Elektrofahrzeugen. Im Automobilsektor erfolgt zwar ein struktureller Wandel weg von internen Verbrennungsmotoren hin zu batteriebetriebenen Antriebsarten. In Wirklichkeit dürften Elektrofahrzeuge aber nur allmählich Verbreitung finden. Grund ist die hierfür erforderliche Infrastruktur – die Entwicklung von Batterien und Ladestationen, die diesen Wandel begünstigen, nehmen mehr Zeit in Anspruch als zunächst angenommen wurde. China kündigte jüngst an, die Einführung der Quote, in deren Rahmen Automobilhersteller eine Mindestzahl an Elektrofahrzeugen produzieren müssen, zu einem späteren Zeitpunkt vornehmen zu wollen. Die Annahme von Elektrofahrzeugen seitens der Verbraucher hängt stark von staatlichen Subventionen ab.

Momentum-Stil für den Überschwang auf breiter Basis in diesem Jahr verantwortlich

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

Überblick

Die Mittelflüsse bei Energie-ETPs entwickeln sich invers zu den Energiepreisen und federn Preisrückgänge ab.

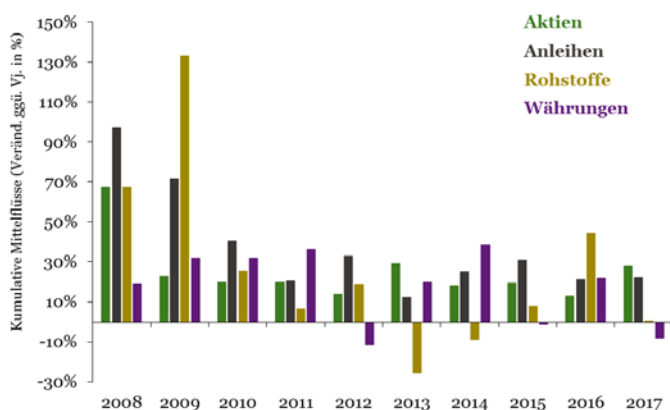
Momentum-Stil-Aktien-ETPs beflügelten die globalen Aktienmärkte, auf kurze Sicht ist aber mit einer Korrektur zu rechnen.

Die starke positive Korrelation der EM-ETP-Mittelflüsse mit den zugrunde liegenden Preisen signalisiert weiteres Aufwärtspotenzial.

Ein weiteres Rekordjahr für die ETP-Branche

ETPs entwickelten sich 2017 erneut positiv, wobei das verwaltete Vermögen weltweit die Marke von 4,5 Bio. USD überschritt. Die Anleger strömten in ETFs und verschmähten Investmentfonds, wodurch 2018 potenziell die Weichen für ein weiteres Jahr mit Rekordzuflüssen gestellt sind. Die Anlegernachfrage nach Aktien- und Anleihen-ETPs fiel weiterhin stark aus, was auch im deutlichen Anstieg der Gesamtzuflüsse um 28 Prozent bzw. 22 Prozent gegenüber dem Vorjahr zum Ausdruck kommt. Die Zuflüsse in Rohstoff-ETPs fielen in diesem Jahr angesichts der gemischten Entwicklung im Rohstoffkomplex indes unverändert aus.

Umschichtung innerhalb der Anlageklassen

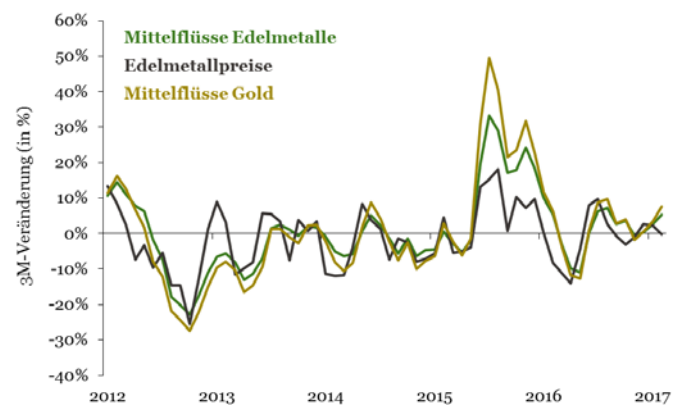


Quelle: Bloomberg, ETF Securities. Stand: 30. Oktober 2017, Schlusskurse

Zuflüsse in Rohstoffkörbe bleiben stabil

Die kumulativen Zuflüsse in Rohstoff-ETPs belaufen sich dieses Jahr bislang auf 115 Mrd. USD. Davon entfällt der größte Teil mit 75 Mrd. USD auf Edelmetall-ETPs, gefolgt von Energie-ETPs mit 20 Mrd. USD. Die Wertentwicklung innerhalb des Rohstoffkomplexes fiel uneinheitlich aus. Energie und Industriemetalle verbuchten starke Kursgewinne von 15 Prozent bzw. 17 Prozent gegenüber dem Vorjahr. Dagegen gerieten Edelmetalle und Landwirtschaft mit einem Ergebnis von 3 Prozent und -13 Prozent im selben Zeitraum ins Hintertreffen. Der uneinheitlichen Rohstoffperformance nach zu urteilen fielen die Zuflüsse in Rohstoffkorb-ETPs im Verlauf des Jahres stabil aus. Die Mittelflüsse bei Edelmetall-ETPs entwickelten sich indes direktional im Einklang mit den zugrunde liegenden Preisen und wiesen eine starke Korrelation von 0,7 auf. Auf Gold entfiel der größte Teil (80 Prozent) der Zuflüsse in Edelmetall-ETPs. Die Mittelflüsse erfolgen weiterhin in Übereinstimmung mit der Entwicklung der Goldpreise (Korrelation: 0,7). Derzeit spiegelt der Trend den Umfang der Mittelflüsse wider und deutet auf kurzfristiges Aufwärtspotenzial bei den Goldpreisen hin.

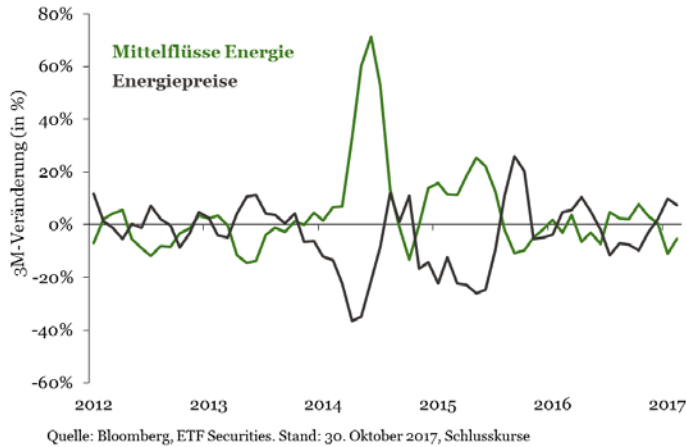
Edelmetalle – Mittelflüsse vs. Kurs



Quelle: Bloomberg, ETF Securities. Stand: 30. Oktober 2017, Schlusskurse

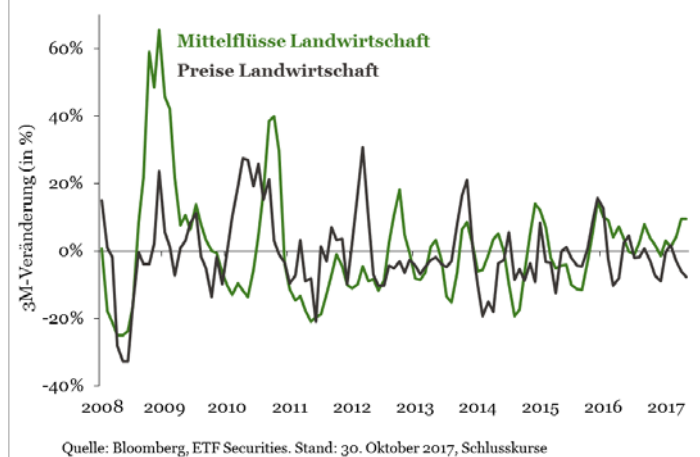
In deutlichem Gegensatz zu der positiven Korrelation, die die meisten Rohstoff-ETP-Mittelflüsse zu ihren Preisen aufweisen, fällt diese bei Energie-ETPs mit -0,7 negativ aus.

Energie – Mittelflüsse vs. Kurs



Diese antizyklische Relation hat es Energie-ETPs ermöglicht, die Preisrückgänge abzufedern und Widerstände bei steigenden Preisen zu bieten. Schnäppchenjäger sehen in sinkenden Energiepreisen auch weiterhin eine Kaufgelegenheit, was aus der Zunahme der Mittelflüsse ersichtlich wird. Zudem weisen die Preisentwicklung und die Nettoflüsse im Landwirtschaftssektor eine konstante Korrelation von 0,3 auf. Jüngst haben die Mittelflüsse allerdings die Preisbewegungen übertroffen, was darauf hindeutet, dass Schnäppchenjäger bei Kursschwächen Käufe tätigen und es zum Jahreswechsel 2018 zu Preisanstiegen im Landwirtschaftssektor kommen könnte.

Landwirtschaft – Mittelflüsse vs. Kurs



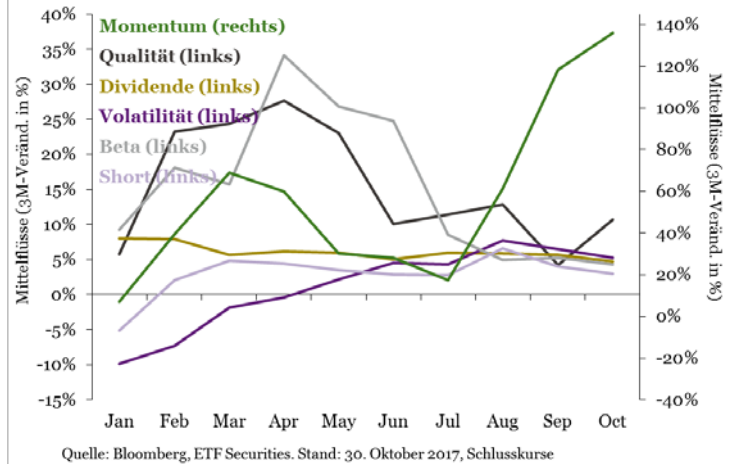
Die positive Korrelation (0,6) zwischen Mittelflüssen und Kursentwicklung bei Industriemetallen spricht für eine Korrektur der Preise, was auch im rückläufigen Umfang der Kapitalflüsse zum Ausdruck kommt.

Aktienzuflüsse von Momentum-Anlagen getrieben

Die Anlegernachfrage nach Aktien-ETPs nahm 2017 weiter zu. Das breitere Spektrum an Produktangeboten über Stile, Sektoren und Regionen hinweg hatte verschiedene Trends unter Aktienanlegern zur Folge. Momentumanlagen stellten in diesem Jahr den beliebtesten Stilfaktor dar. Zurückzuführen ist dieses Phänomen auf gemeinsame Verhaltenstendenzen unter den

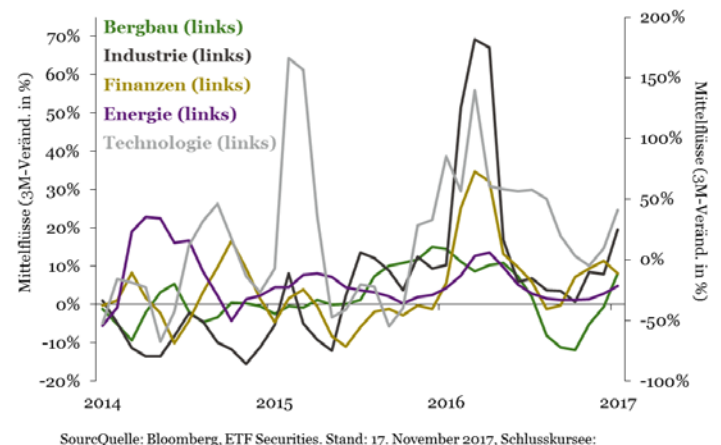
Anlegern, während die globalen Aktienmärkte immer neue Hochs erreichen. Die Herdenmentalität hat die Anleger dazu veranlasst, verstärkt in Titel mit Kursgewinnen anzulegen und sich von Papieren mit Abschlägen zu trennen, ungeachtet der zugrunde liegenden Fundamentaldaten.

Stilfaktoren 2017



Unter den Sektoren entfiel der Löwenanteil der Aktienzuflüsse auf ETPs mit Technologieschwerpunkt. Innerhalb des Technologiesektors übertrafen die Zuflüsse in Robotik- und Automations-ETPs jene in entsprechende Produkte für Cybersicherheit. Die globalen Industrie- und Finanzsektoren, die als größte Nutznießer der Politik von Präsident Trump gelten, verbuchten auch 2017 wieder die höchsten Mittelzuflüsse. Dagegen mieden die Anleger in diesem Jahr ETF-Anlagen in den Bereichen Langlebige Verbrauchsgüter, Basiskonsumgüter, Immobilien und Gesundheit.

Umschichtung Aktiensektor



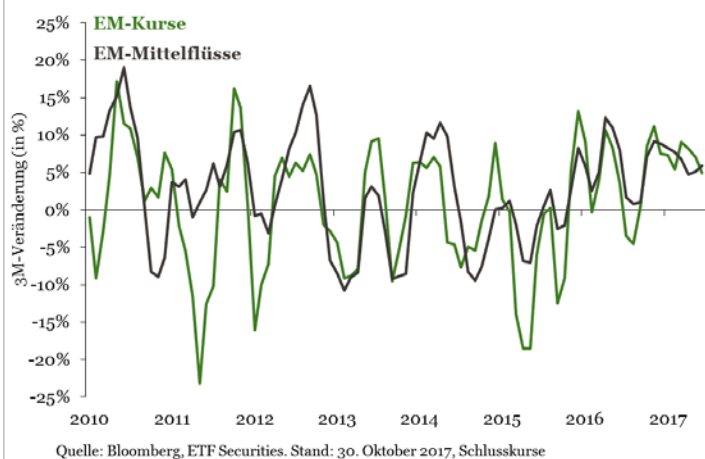
Nach Regionen verbuchten ETPs, die die US-amerikanischen und europäischen Aktienmärkte nachbilden, starke Zuflüsse. Der rückläufige Trend deutet allerdings auf eine baldige Korrektur an diesen Märkten hin. Die starken Mittelzuflüsse in geopolitische Krisenherde wie Italien, Nordkorea und Griechenland machen deutlich, dass die Anleger die Risiken einer Eskalation politischer Ereignisse trotz der hohen Wahrscheinlichkeit außer Acht ließen. Die Mittelflüsse in breite

ETPs für Schwellenmarktaktien beschleunigten sich seit Jahresbeginn um 124 Prozent auf 213 Mrd. USD. Unter den Schwellenländern verbuchte Indien die höchsten Zu-, China hingegen die stärksten Abflüsse. Durch die stark positive Direktionalität (Korrelation: 0,6) der Mittelflüsse in Schwellenmarkt-ETPs und der Preise stellen ETP-Flüsse mittlerweile einen wichtigen Stimmungsindikator für die künftigen Preise dar.

Anleihezuflüsse zeigen sich von Zinserhöhungen unbeeindruckt

Die Mittelzuflüsse in Anleihen-ETPs stiegen sprunghaft auf 832 Mrd. USD an. Dabei verbuchten ETPs für Unternehmens- und inflationsindexierte Papiere mit 28 Prozent bzw. 26 Prozent relativ zum Vorjahr den größten Zuwachs. Trotz der anhaltenden Zinserhöhungen in diesem Jahr flossen jeden Monat durchschnittlich 10 Mrd. USD in diesen Sektor.

Schwellenmärkte – Mittelflüsse vs. Kurse



Disruptive Themen beflügeln die künftige Rohstoffnachfrage

Von James Butterfill et al. – Head of Research & Investment Strategy | research@etfsecurities.com

Überblick

Da Energieeffizienz die Nachfrage nach erneuerbarer Energie und Batterietechnologie beflügelt, könnte der Silber- und Nickelverbrauch zunehmen.

Die Integration von Automation und Technologie könnte Kupfer zugutekommen.

Der Klimawandel könnte sich weiter auf den globalen Landwirtschaftssektor auswirken.

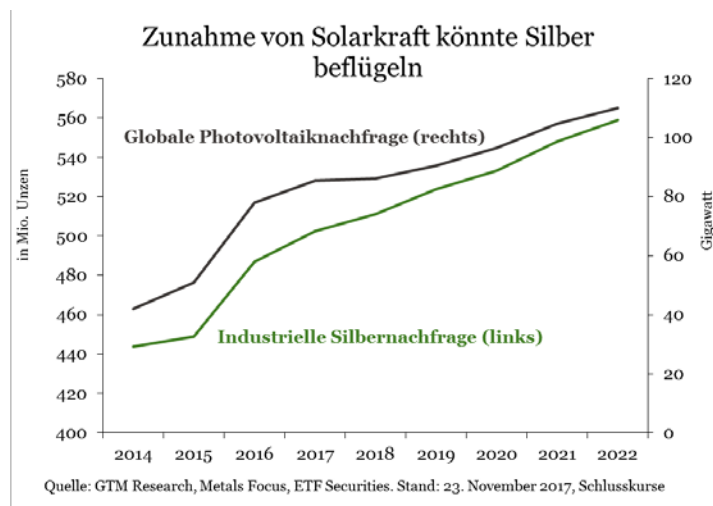
Betrachtet man die Rohstoffentwicklung im Laufe der Zeit, wird deutlich, dass sich der wirtschaftlich stärkste Rohstoffsektor tendenziell aus strukturellen Verschiebungen bei Technologie und Wachstum ergibt. Bis ins 18. Jahrhundert entfiel der Großteil des Rohstoffmarktes auf die Landwirtschaft, die sich im Einklang mit dem Handel und der Bevölkerung entwickelte. Durch die industrielle Revolution im 19. Jahrhundert rückte die Massenproduktion von Stahl und Kohle in den Mittelpunkt. Diese Entwicklung setzte sich im 20. Jahrhundert fort, als Öl und Petroleum das Zepter übernahmen. Wir stehen nun an einem Wendepunkt einer neuen Rohstoffgeneration, die geprägt ist von ineinandergreifenden Technologien in den Bereichen Energieeffizienz, Automation und Klimawandel, welche für die Nachfrage entscheidend sein dürften.

Energieeffizienz

Die Verbreitung erneuerbarer Energien hat in den vergangenen Jahren viel Aufmerksamkeit auf sich gezogen, da sie eine Möglichkeit darstellen, den zunehmenden Energiebedarf zu decken. Eine der kommerziell und wirtschaftlich rentabelsten Alternativen ist dabei die Solarkraft. Der Bau von Photovoltaikanlagen (PV) übertrifft weltweit auch weiterhin die Erwartungen, wobei die globale PV-Nachfrage einem Bericht von EnergyTrend³ zufolge in diesem Jahr 100 Gigawatt (GW) übersteigen dürfte. China ist der weltweit führende Solarkraftzeuger und hat 2016 Solaranlagen mit einer Kapazität von 34 GW und über 17 GW allein in der ersten Jahreshälfte 2017 errichtet. Diese zunehmende Nachfrage nach

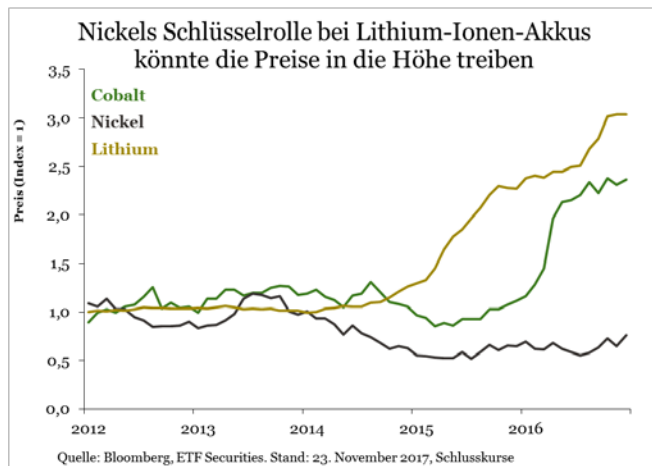
PV-Modulen könnte sich als Segen für die erforderlichen Grundstoffe erweisen, allen voran Silber. Die Silbernachfrage aus der Industrie könnte bis 2022 im Einklang mit der globalen PV-Nachfrage weiter ansteigen.

Technologische Fortschritte bei der Energiespeicherung, insbesondere bei der Batterietechnologie, haben die Wirtschaftlichkeit erneuerbarer Energien gesteigert. Bei Lithium-Ionen-Akkus dürfte ein rascher Nachfrageanstieg durch Elektrogeräte, Stromzellen und allen voran die weltweit zunehmende Verbreitung batteriebetriebener Fahrzeuge zu beobachten sein.



Neben Lithium ist die derzeitige Batterietechnologie auch noch auf andere marktgängige Metalle angewiesen, vor allem Cobalt und Nickel. Cobalt, das hauptsächlich in der Demokratischen Republik Kongo abgebaut wird, verbuchte zusammen mit Lithium ansehnliche Preissteigerungen infolge von Angebotsunterbrechungen und der erwarteten Batterienachfrage. Bei Nickel ist die globale Produktion hingegen aus regionaler Sicht stärker gestreut, und bislang sind rasche Preissteigerungen ausgeblieben.

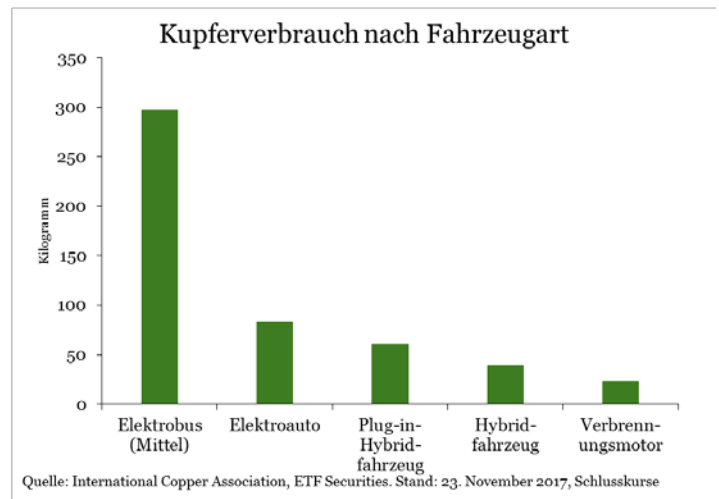
³ <http://pv.energytrend.com/>



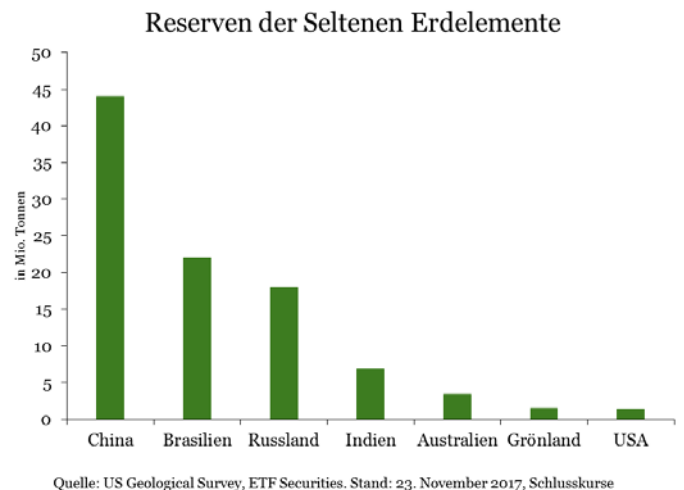
Wahrscheinlicher ist, dass die Nickelpreise in den kommenden Jahren allmählich von der Nachfrage nach neuen Batterien profitieren und dabei schrittweise steigen. Derzeit vergrößert sich das Angebotsdefizit bei Nickel – ein Trend, der bis ins Jahr 2018 anhalten dürfte. Der Preisanstieg bei Nickel in den letzten Monaten geht auf die erwartete höhere Nachfrage und nicht auf angebotsseitige Faktoren wie die Produktionskosten zurück.

Integration von Automation und Technologie

Ein weiteres anhaltendes Thema, das Rohstoffen zugutekommen könnte, ist die zunehmende Integration von Automation und Technologie. Der stärkere Schwerpunkt auf autonome oder selbstfahrende Fahrzeuge stellt ein spannendes Beispiel hierfür dar. Eine oftmals nicht beachtete Folge einer verstärkten Nutzung dieser Fahrzeugarten ist der höhere Metallbedarf. Kupfer, Silber und Gold weisen eine gute Stromleitfähigkeit auf und kommen in zahlreichen Elektrogeräten und elektrischen Komponenten dieser Fahrzeuge zum Einsatz. Da künftige Fahrzeuge zunehmend von Technologie abhängen und immer autonomer werden, könnte die Zahl der Stromleiter in Aggregatssystemen entsprechend steigen. Kupfer kommt bei Elektrofahrzeugen zudem häufiger zum Einsatz als in Benzinmotoren. Dies gilt vor allem für öffentliche Verkehrsmittel wie Busse. Elektrobusse könnten darüber hinaus eine schnellere Verbreitung finden als Elektro-Pkw, da sie eher durch die lokale Gesetzgebung denn durch Verbraucherpräferenzen beeinflusst sind.



Die möglicherweise interessanteste Gruppe dieser neuen Rohstoffgeneration ist wohl auch die unbekannteste – die Metalle der Seltenen Erden, auch Seltene Erdelemente genannt. Trotz ihrer weitgehenden Unbekanntheit stellt diese Gruppe eine wesentliche Produktionskomponente für moderne Technologien über zahlreiche Branchen wie Medizin, Verteidigung, Transport und Stromerzeugung hinweg sowie für Stützen des täglichen Lebens wie Elektro- und mobile Geräte dar. Da die Mittelschicht weltweit wächst und Automation verstärkt Verbreitung findet, werden eine Reihe von Grundstoffen wie Yttrium und Praseodym eine immer zentralere Rolle in unserer modernen Lebensweise spielen. Wie bei allen anderen Bodenschätzen auch stellen Angebot und Reserven einen wichtigen Faktor dar.



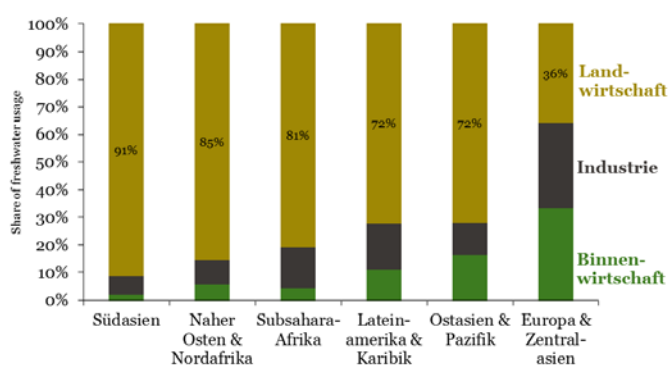
Da zahlreiche Seltene Erdelemente vor allem in den Schwellenländern zu finden sind, dürften die Geopolitik und die Stabilität der Lieferkette zunehmend an Bedeutung gewinnen. Darüber hinaus sind der Abbau und die Veredelung dieser Grundstoffe nach wie vor mit Herausforderungen behaftet. Dies könnte bei den Metallen der Seltenen Erden ähnliche Angebotsunterbrechungen wie in der Vergangenheit zur Folge haben, da ihr Einsatz im Laufe der Zeit zusammen mit technologischen Fortschritten zunimmt.

Klimawandel

Das anhaltend disruptive Thema, das der globale Klimawandel darstellt, könnte ein weiterer Katalysator für eine Verschiebung der Bedeutung einzelner Rohstoffe sein. Der Klimawandel hat weltweit bereits zu strengeren Emissionsstandards für Fahrzeuge geführt, was der Platin- und Palladiumnachfrage für Katalysatoren, die zu einer Verringerung der Schadstoffbelastung beitragen, zugutekommt.

Wasser ist eine im Vergleich zu häufig gehandelten Rohstoffen oftmals außer Acht gelassene natürliche Ressource, deren Rolle für die Landwirtschaft weltweit angesichts der wachsenden Bevölkerung und der steigenden Nachfrage aber nur an Bedeutung gewinnen kann. In den meisten Regionen weist der Landwirtschaftssektor den mit Abstand höchsten Wasserverbrauch auf. Die Beschaffung von Trink- und nutzbarem Wasser zur Bekämpfung der Auswirkungen von anhaltenden Dürren und Rekordstürmen könnte in Effizienzsteigerungen in der Landwirtschaft und weitere Technologien mit Wasserbezug münden.

Wasserbedarf nach Branche



Quelle: Weltbank, ETF Securities. Stand: 23. November 2017, Schlusskurse

Laut der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) dürfte der Verbrauch von Agrarrohstoffen wie Soja, Mais und Weizen in den Schwellenländern bis 2025 um 29 Prozent, 14 Prozent bzw. 12 Prozent zunehmen und damit das Nachfragewachstum der Industrieländer bei Weitem übertreffen. Mit steigendem Bruttoinlandsprodukt pro Kopf nehmen auch die Ansprüche der Verbraucher zu. Getreide ist das gängigste Gut, das sofort durch Fleisch ersetzt wird. Damit steigt nicht nur die Nachfrage nach Lebewild, sondern auch nach Getreide, das die größeren Viehbestände zur Fütterung benötigen.

Ausblick

Da diese Themen und Technologien eine immer zentralere Rolle für das künftige Wirtschaftswachstum spielen, stellt die Nachfrage nach den Rohstoffen der nächsten Generation einen wesentlichen Bestandteil dieser Fortschritte dar und dürfte sich im Einklang mit diesen entwickeln.

Alternative Anlagen mit dem antizyklischen Rohstoffmodell

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

Überblick

Anleger suchen nach Alternativen zu Aktien und Anleihen, da diese traditionellen Anlageklassen historische Höchststände erreichen, was Sorgen über eine mögliche Korrektur aufkommen lässt.

Rohstoffe weisen in der Regel eine niedrige Korrelation mit Aktien und Anleihen auf und spielen bei der Risikodiversifizierung von Multi-Asset-Portfolios eine wesentliche Rolle.

Unsere antizyklische Strategie bietet ein Rohstoffexposure bei gleichzeitig höheren Erträgen und niedrigerer Volatilität, wodurch die Sharpe-Ratio von -0,03 auf 0,23 erhöht wird.

Die wichtigsten Aktienbenchmarks haben in den vergangenen beiden Jahren eine Rally verbucht und jeden Monat neue Rekordhochs erreicht. Skeptische Marktteilnehmer stellen die Fundamentaldaten hinter dieser Rally in Frage und sind zunehmend davon überzeugt, dass die Blase bald platzt. Analysten und Portfoliomanager besinnen sich wieder auf die Grundlagen der Titelauswahl, um jene Papiere mit dem größten Potenzial ausfindig zu machen. Dasselbe gilt für Anleihen, da die Zentralbanken entweder ihre Geldpolitik bereits straffen oder dies bald tun werden. Dadurch sehen sich Anleger gezwungen, nach alternativen Lösungen zur Steigerung der Portfolioperformance Ausschau zu halten.

Das alte und neue antizyklische Modell

Anfang des letzten Jahres veröffentlichten wir zwei Beiträge,⁴ in denen das Konzept einer Rohstoffstrategie behandelt wurde, welche sich auf Fundamentaldaten und technische Indikatoren stützt, die unseres Erachtens den größten Einfluss auf die Preise nehmen: Bestände, Positionierung, Rollrendite und Dynamik.

Liegt der Preis oberhalb des gleitenden 200-Tage-Durchschnitts, sind die Bestände rückläufig, nimmt die nicht-kommerzielle Netto-Positionierung zu oder befindet sich die Futures-Kurve (am kurzen Ende) in einer Backwardation, so

lässt dies traditionell auf weiteres Aufwärtspotenzial der Rohstoffpreise schließen.

Dagegen gründet sich unsere Rohstoffstrategie auf der entgegengesetzten Interpretation dieser Indikatoren. Weisen alle vier Indikatoren auf eine deutlich positive oder negative Entwicklung für einen Rohstoff hin, so signalisieren die abgeglichenen Indikatoren unseres Erachtens einen Wendepunkt, an dem die Preisentwicklung auf kurze Sicht drehen dürfte. Wir nennen diese Strategie das antizyklische Modell.

Dieses Jahr haben wir Anpassungen am Modell vorgenommen, um es investierbar zu machen. In den früheren Publikationen waren die Portfoliokomponenten gleich gewichtet, während wir das Modell diesmal auf ein Portfolio angewandt haben, das sich anhand der Gewichtungen unserer Benchmark, dem Bloomberg Commodity Index, zusammensetzt. Diese haben wir anhand etwaiger neuer Signale aus dem Modell angepasst. Darüber hinaus wurden drei der vier in unserer ursprünglichen Version des antizyklischen Modells verwendeten Kennzahlen verbessert, um Wendepunkte besser vorhersagen zu können.

- Die Änderung der Netto-Positionierung wird nun anhand ihres gleitenden 3-Monatsdurchschnitts gemessen.
- Die Rollrendite wird ebenfalls anhand ihres gleitenden 3-Monatsdurchschnitts gemessen.
- Der Momentum-Indikator ergibt sich aus dem Durchschnittspreis der letzten zwei Wochen verglichen mit dem gleitenden 200-Tagesdurchschnitt und dem Rohstofftertrag der letzten sechs Monate.
- Die Veränderung der Bestände wird wie zuvor bestimmt.

Wir berücksichtigen zudem eine Verzögerung bei den Daten zur Positionierung und den Beständen, um bei der Aktualisierung des Modells die Veröffentlichungstermine der Daten mit einzukalkulieren.

Die nachstehende Tabelle macht deutlich, dass das antizyklische Modell den Bloomberg Commodity Index um 2,4 Prozent pro Jahr hinter sich ließ. Die Volatilität ist beinahe um die Hälfte gesunken, wodurch sich eine Verbesserung der Sharpe-Ratio von -0,03 auf 0,23 ergibt.

⁴ Wie man das Beste aus Rohstoffen macht. Das antizyklische Modell – 02. Februar 2016; Auf zwei Hochzeiten tanzen – das antizyklische Modell macht es möglich – 24. Mai 2016

	Bloomberg Commodity Index	ETFS Commodity Long/Short Contrarian
Volatilität	16,5%	8,4%
Jährlicher Ertrag	1,5%	3,9%
Maximale Verluststrecke (vom Hoch zum Tief)	-69,0%	-20,4%
Maximale Erholungsdauer (zum vorhergehenden Hoch)	9,40	2,08
Beta	1,00	0,09
Korrelation mit der Benchmark	1,00	0,18
Tracking-Error	0,0%	17,1%
Sharpe-Ratio	-0,03	0,23
Informationsratio		0,07

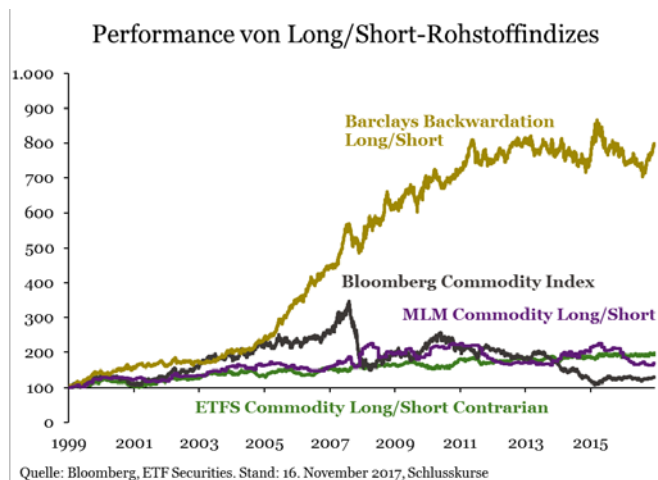
*Basierend auf täglichen USD-Daten für den Zeitraum November 1999 bis November 2017. Volatilität und Renditen annualisiert. Als die maximale Verluststrecke bezeichnet man den maximalen Verlust vom Hoch- bis zum Tiefpunkt der Portfolioentwicklung. Die maximale Erholungsdauer ist die Anzahl der Jahre, die zur Erholung vom Tief- zum früheren Hochpunkt benötigt wird. Beta und Korrelation werden anhand des Bloomberg Commodity Index TR gemessen. Risikofreier Satz: 2% (simulierte Kombination der IMF UK Deposit Rate und der Libor 1Yr Cash Yield). Quelle: ETF Securities, Bloomberg

Das ETFS Commodity Long/Short Contrarian Portfolio geht je nach den vom Modell ausgegebenen Signalen ein Long- oder Short-Engagement bei den 25 Teilindizes des Bloomberg Commodity Index ein. Fallen alle vier oben erwähnten Signale negativ aus, geht das Portfolio eine Long-Position, im umgekehrten Fall (Signale fallen positiv aus) eine Short-Position bei diesem Rohstoff ein. Die Komponenten werden am Ende jedes Quartals für das Folgequartal neu bewertet.

Andere Long/Short-Rohstoffstrategien

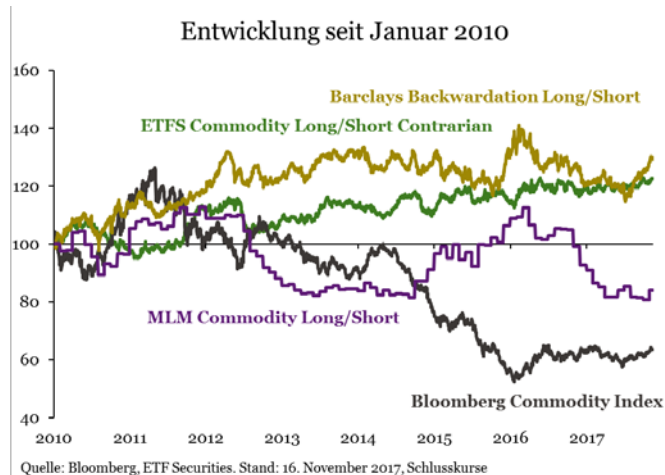
Die Aufnahme von Short-Engagements in ein Portfolio verringert in der Regel dessen Ertragspotenzial, aber auch in stärkerem Maße die Volatilität, wodurch die Sharpe-Ratio gesteigert wird.

Wir vergleichen die Performance des ETFS Commodity Long/Short Contrarian Portfolios mit zwei weiteren Long/Short-Rohstoffindizes: dem Barclays Backwardation Long/Short Index und dem MLM Commodity Long/Short Index. Diese stehen für Anlagen zur Verfügung, legen ihre Indexmethodik aber nicht offen.



Mit Ausnahme des Barclays Backwardation Long/Short Index beläuft sich der durchschnittliche Ertrag von Long/Short-

Rohstoffindizes seit 1999 auf beinahe 3,4 Prozent jährlich. Die beeindruckende Wertentwicklung des Barclays Index geht auf die Rally im Vorfeld der großen Finanzkrise zurück, in deren Rahmen der Index davon profitierte, dass sich viele Rohstoffe in einer Backwardation befanden. Durch ein Long-Engagement bei diesen, eine Backwardation aufweisenden Rohstoffen und ein Short-Engagement bei einem Rohstoffindex als Beta-Absicherung partizipiert der Barclays Index am Alpha von Rohstoffen, die sich in einer Backwardation befinden.



Basieren wir die Grafik allerdings auf den Beginn der Rohstoff-Baisse im Januar 2010 um, wird deutlich, dass sich der Barclays Index ähnlich entwickelt hat wie das ETFS Commodity Long/Short Contrarian Portfolio, da die meisten Rohstoffe während der Abschwungphase nach 2010 ein Contango aufwiesen.

	Barclays Backwardation Long/Short	MLM Commodity Long/Short	ETFS Commodity Long/Short Contrarian	Bloomberg Commodity Index
Volatilität	9,0%	11,4%	7,1%	14,0%
Jährlicher Ertrag	3,3%	-2,2%	2,6%	-5,6%
Max. Verluststre	-18,7%	-28,4%	-12,7%	-58,3%
Max. Erholungsd	1,96	5,90	1,36	6,57
Beta	-0,14	-0,02	-0,13	1,00
Korrelation	-0,23	-0,02	-0,25	1,00
Sharpe-Ratio	0,33	-0,22	0,32	-0,42

*Basierend auf täglichen USD-Daten für den Zeitraum Januar 2010 bis November 2017. Beta und Korrelation werden anhand des Bloomberg Commodity Index TR gemessen. Risikofreier Satz: 0,4% (simulierte Kombination der IMF UK Deposit Rate und der Libor 1Yr Cash Yield). Quelle: ETF Securities, Bloomberg

Die oben dargestellte Tabelle zeigt die Performance der Rohstoffindizes seit Januar 2010 sowie während der Abschwungphase der Anlageklasse auf. Das ETFS Commodity Long/Short Contrarian Portfolio weist nach wie vor die niedrigste Volatilität auf. Es bietet besseren Schutz vor Abwärtsrisiken und erholt sich zudem schneller auf den früheren Höchststand.

Eine Alternative zu Aktien und Anleihen?

In diesem letzten Abschnitt beleuchten wir die Frage, ob das Commodity Long/Short Contrarian Portfolio als alternative

Anlage zu traditionellen Aktien- und Anleihenindizes – zwei Anlageklassen, die ihren Zenit erreicht zu haben scheinen – erachtet werden kann.

	MSCI AC World Daily TR Net	Bloomberg Barclays Global Aggregate Index	ETFS Commodity Long/Short Contrarian
Volatilität	16,0%	5,5%	8,4%
Jährlicher Ertrag	4,5%	4,5%	3,9%
Maximale Verluststrecke (vom Hoch zum Tief)	-58,4%	-10,8%	-20,4%
Maximale Erholungsdauer (zum vorhergehenden Hoch)	5,80	1,85	2,08
Beta	0,37	0,05	0,09
Korrelation mit der Benchmark	0,38	0,14	0,18
Sharpe-Ratio	0,16	0,47	0,23

**Basierend auf täglichen USD-Daten für den Zeitraum November 1999 bis November 2017. Beta und Korrelation werden anhand des Bloomberg Commodity Index TR gemessen. Risikofreier Satz: 2% (simulierte Kombination der IMF UK Deposit Rate und der Libor 1Yr Cash Yield). Quelle: ETF Securities, Bloomberg*

Wie aus der obigen Tabelle ersichtlich ist, weist das Commodity Long/Short Contrarian Portfolio zwar eine höhere Volatilität

auf als der Anleihenindex. Im Vergleich zum Aktienindex unterliegt es aber gerade mal halb so starken Schwankungen. Dagegen verzeichnet das Portfolio seit 1999 einen geringeren, wenn auch stabilen Ertrag. Somit liegt die Sharpe-Ratio des Portfolios mit 0,23 zwischen der des Anleihen- (0,47) und der des Aktienindex (0,16).

Sollte es an den Aktienmärkten wie während der großen Finanzkrise 2009 zu einem Crash kommen und sollten Anleihen aufgrund der steigenden Zinsen nachgeben, dürften Anleger mit Engagements bei alternativen Anlagen wie Rohstoffen unseres Erachtens besser fahren. Eine Long/Short-Rohstoffstrategie bietet das von den Anlegern gewünschte Alpha, ohne die höhere Volatilität einer Anlage in einen breiten Rohstoffindex. Das ETFS Commodity Long/Short Contrarian Portfolio ist die einzige Strategie, die seit 1999 ein stabiles Wachstum aufweist.

Ein kleiner aber wachsender Markt für Green Bonds

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

Überblick

Laut dem Pariser Klimaschutzabkommen haben sich alle Länder zur Senkung von CO₂-Emissionen verpflichtet, um den globalen Temperaturanstieg auf 1,5 °C zu begrenzen.

Der Markt für Green Bonds („grüne Anleihen“) ist, neben anderen, eines der Instrumente, die Anlegern zur Erreichung von Umweltzielen zur Verfügung stehen. Der Zugang ist allerdings nach wie vor institutionellen Anlegern vorbehalten.

Der Green-Bond-Markt dürfte ein schnelles Wachstum verzeichnen, da es zu einer stärkeren Regulierung und Standardisierung kommt, um die Ausgabe und Zeichnung zu erleichtern.

Internationale Organisationen konnten ihre Klimaziele in der Vergangenheit nie erreichen. Die Durchschnittstemperaturen weltweit steigen weiter an. Naturkatastrophen treten so häufig auf wie noch nie zuvor, während internationale und lokale Maßnahmen zur Minderung der negativen Auswirkungen von Treibhausgasemissionen nach wie vor nicht ambitioniert genug sind, um der globalen Erderwärmung Einhalt zu gebieten. Das Übereinkommen von Paris, das im Dezember 2015 aufgesetzt wurde und im November 2016 in Kraft trat, gilt als Wendepunkt in den weltweiten Bemühungen zur Rettung des Planeten, da es die Unterzeichner dazu ermutigt, ambitioniertere Ziele nach Best-Effort-Prinzip zu definieren. Allerdings müssen den Worten auch Taten folgen.

In einem früheren Bericht mit dem Titel [*Sustainable investing: the performance myth*](#) hoben wir Millennials als wesentliche Nachfragequelle für grüne Anlagen sowie deren Rolle bei der Neugestaltung der Anlagebranche hervor. Nachhaltige Anlagen und ESG-Kriterien sind dank des neuen Kapitals seitens der Millennials, die ihre Anlageziele mit ihrer moralischen Verpflichtung gegenüber dem Planeten und künftigen Generationen verbinden möchten, mittlerweile weit verbreitet. Während sich Emissionsrechte bei der Verringerung von CO₂-Emissionen nicht als so effizient erwiesen haben wie erwartet worden war (siehe [*Anlagen in eine emissionsarme Wirtschaft*](#)), haben die Umweltpolitik und die Stärkung des globalen

Bewusstseins zu einem Anstieg der Investitionen in erneuerbare Energien beigetragen. In diesem Beitrag analysieren wir den Markt für Green Bonds, der Möglichkeiten für Anlagen in grüne Projekte bietet und auf kurze Sicht rasant wachsen dürfte.

Was sind Green Bonds?

Green Bonds sind Anleihen, deren Erlöse zugunsten von ökologischen Projekten gehen, darunter z.B. die Entwicklung erneuerbarer Energien, sauberer Transport, Verschmutzungsprävention oder Energieeffizienz. Ein Green Bond weist dieselben Merkmale auf wie eine „normale“ Anleihe – von Kupon über Duration und Laufzeit bis hin zur Abhängigkeit des Kurses von Angebot und Nachfrage.

Dabei widmeten sich, wie bereits beim nachhaltigen und verantwortungsbewussten Anlegen (Sustainable and Responsible Investing, SRI), internationale Organisationen der Definition allgemeiner Richtlinien, welche Kriterien auflisten, die eine Anleihe erfüllen muss, um als „grün“ betrachtet zu werden. Derzeit kommen zwei wesentliche Standards zum Einsatz:

- die von der International Capital Markets Association entwickelten Green Bond Principles (GBP), die Transparenz, vor allem im Hinblick auf die Verwendung von Erlösen, fördern; und
- der von der Climate Bonds Initiative herausgegebene Climate Bonds Standard, der sektorspezifischere Kriterien für Anlagen und Projekte festlegt, um als „grün“ zu gelten.

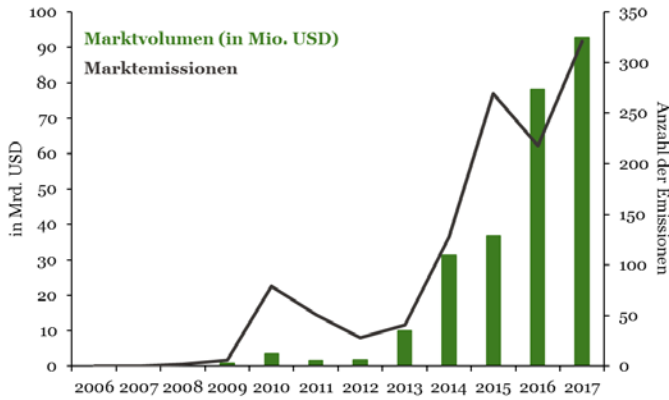
Zwar wurden auf lokaler Ebene viele weitere freiwillige Richtlinien veröffentlicht. Allerdings ist ein global anerkannter Standard erforderlich, damit der Markt für Green Bonds sein volles Potenzial entfalten kann.

Lage am Green-Bond-Markt

Die erste grüne Anleihe wurde 2007 von der Europäischen Investitionsbank ausgegeben. Dabei handelte es sich um eine Klimaschutzanleihe (Climate Awareness Bond) im Umfang von 600 Mio. EUR mit Fokus auf erneuerbaren Energien und Energieeffizienz. Während das Interesse seitens der Anleger und Emittenten hoch war, brauchte der Markt angesichts des Mangels an klaren Richtungsvorgaben und Transparenz einige Zeit, um sich zu etablieren. Erst mit der Veröffentlichung der GBP 2014 kam es zu einem deutlichen Anstieg der Volumina (siehe Grafik unten). Laut Daten von Bloomberg nahm die

Emission grüner Anleihen von unter einer Milliarde im Jahre 2008 auf beinahe 80 Mrd. USD in 2016 zu. 2017 fiel das Emissionsvolumen noch größer aus und erreichte bis Ende Oktober 92 Mrd. USD.

Wert des Green-Bond-Marktes nach Jahr

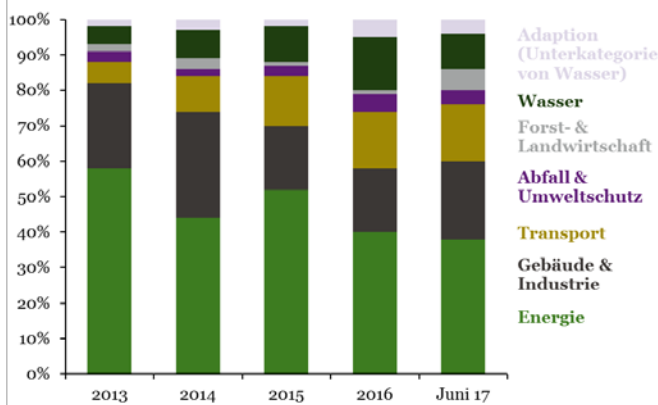


Quelle: Bloomberg, ETF Securities. Stand: 7. November 2017, Schlusskurse

*Die Daten umfassen Schuldverschreibungen, die weltweit von Unternehmen und Regierungen begeben werden und deren Erlöse in geeignete grüne Projekte fließen. Nicht enthalten sind Options- und Wandelanleihen, Credit Linked Securities sowie Kommunalanleihen, ABS und Anleihen zur Projektfinanzierung.

Laut Green Bond Database beläuft sich der Marktwert aller ausstehenden Green Bonds derzeit auf insgesamt 260 Mrd. USD und damit weniger als 0,5 Prozent des globalen Anleihenmarktes. Die Emittenten reichen von multinationalen Konzernen und Regierungen bis hin zu Kommunen und Unternehmen, wobei Banken 2016 laut Bloomberg für beinahe die Hälfte der Emissionen verantwortlich waren. Die Erlöse wurden, wie aus der nachstehenden Grafik ersichtlich, ebenfalls für ein breites Spektrum an Projekten aufgewandt. Dabei entfielen 80 Prozent der Erlöse auf die Bereiche erneuerbare Energien, Energieeffizienz und Transport.

Erlösverwendung Green Bonds



Quelle: Climate Bonds Initiative – The State of the Market 2017, ETF Securities. Stand: Juni 2017

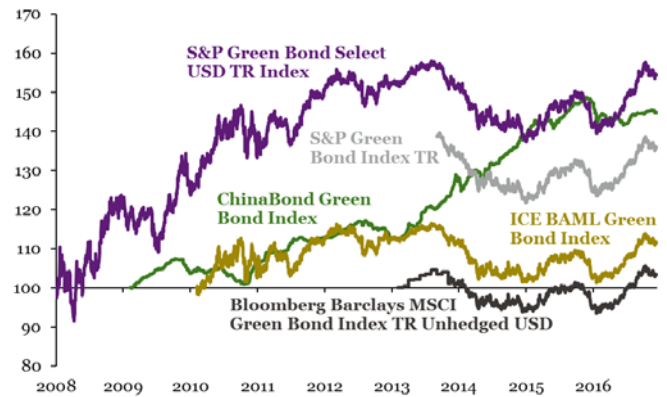
Anlagen in Green Bonds

Aufgrund der geringen Größe des Marktes sind grüne Anleihen in der Regel überzeichnet, da die Nachfrage nach Anlagen in grüne Projekte stark ausfällt. Der Zugang zu diesen Anleihen ist

in erster Linie institutionellen Anlegern vorbehalten, wobei der Liquiditätsengpass einen Kursaufschlag grüner Anleihen gegenüber normalen Papieren zur Folge hat.

Seit 2008 wurden fünf Indizes aufgelegt, die hauptsächlich dazu genutzt werden, die Performance des Green-Bond-Marktes im Vergleich zum Anleihenmarkt nachzubilden. Zwar umfassen alle Indizes Anleihen, deren Erlöse grünen Projekten zugutekommen. Die zusätzlichen indexspezifischen Kriterien sorgen aber für leichte Unterschiede.

Performance von Green-Bond-Indizes



Quelle: Bloomberg, ETF Securities. Stand: 7. November 2017, Schlusskurse

Die vorstehende Grafik macht allerdings deutlich, dass die spezifischen Auswahlkriterien aus Performancesicht kaum einen Unterschied machen. Mit Ausnahme des ChinaBond Green Bond Index, der in Renminbi denominiert ist, sind Green-Bond-Indizes ungeachtet ihres Aufgedatums stark miteinander korreliert. Seit der letzten Talsohle Mitte Dezember 2016 legten Green-Bond-Indizes um 10 Prozent zu, da das im Dezember 2015 abgefasste Klimaschutzabkommen von Paris am 4. November 2016 in Kraft trat. Da sich der Markt noch in den Kinderschuhen befindet, stehen Retail-Anlegern nur sehr wenige Exchange Traded Products (ETPs) zur Verfügung. Deren Zahl dürfte aber parallel zum Wachstum des Green-Bond-Marktes steigen.

	S&P Green Bond Select TR Index	Bloomberg Barclays Global Agg Index TR	Bloomberg Barclays Global Agg Corporate Index TR	Bloomberg Barclays Global High-Yield Index TR
Volatilität	10,9%	2,4%	3,5%	4,1%
Jährlicher Ertrag	4,9%	4,3%	6,8%	14,0%
Max. Verluststrecke	-17,2%	-3,8%	-5,0%	-9,7%
Max. Erholungsdauer	2,33	0,97	0,63	0,90
Beta	0,21	1,00	1,33	0,01
Korrelation mit der Benchmark	0,05	1,00	0,91	0,00
Tracking-Error	2,4%	0,0%	0,4%	1,0%
Sharpe-Ratio	0,42	1,64	1,85	3,31
Informationsratio	0,27		7,15	9,52

*Basierend auf monatlichen USD-Daten für den Zeitraum November 2008 bis November 2017. Volatilität und Renditen annualisiert. Als die maximale Verluststrecke bezeichnet man den maximalen Verlust vom Hoch- bis zum Tiefpunkt der Portfolioentwicklung. Die maximale Erholungsdauer ist die Anzahl der Jahre, die zur Erholung vom Tief- zum früheren Hochpunkt benötigt wird. Risikofreier Satz: 0,4% (simulierte Kombination der IMF UK Deposit Rate und der Libor 1Yr Cash Yield).

Quelle: *ETF Securities, Bloomberg*

Die obige Tabelle macht deutlich, dass die Performance grüner Anleihen klar hinter der Wertentwicklung von Standard-Anleihenindizes zurückbleibt. Ähnlich wie das SRI oder der Handel mit Emissionsrechten richten sich diese Märkte an eine neue Art von Anlegern, die auf den Schutz des Planeten einen stärkeren Schwerpunkt legen als auf die Wertentwicklung ihres Portfolios.

Wachstum erwartet, Herausforderungen bleiben aber bestehen

Laut Angaben der Weltbank wären zwischen 2016 und 2030 Green-Bond-Emissionen im Umfang von 23 Bio. USD erforderlich, um die Ziele des Übereinkommens von Paris auch nur annähernd zu erreichen. Dies entspricht rund 1,6 Bio. USD pro Jahr. Die People's Bank of China schätzt hingegen, dass zwischen 290 Mrd. und 580 Mrd. USD pro Jahr ausreichend sind, um die Folgen des Klimawandels zu mindern. In beiden Fällen entspricht dies einem Emissionsanstieg am Green-Bond-Markt um über das Dreifache des aktuellen jährlichen Volumens.

Zwar trägt ein starkes Emissionswachstum zur Verringerung der Liquiditätsknappheit bei. Dies ist allerdings weiterhin mit wesentlichen Herausforderungen verbunden, darunter:

- die Notwendigkeit eines globalen Branchenstandards, der die zahlreichen freiwilligen Richtlinien ersetzt;
- die Entwicklung eines Systems zur Überwachung der Erlösnutzung, das unabhängig von den Berichten der Emittenten arbeitet;
- Zugang zum Green-Bond-Markt für kleinere Anleger;
- messbare Umweltwirkung des Projekts (z.B. geschätzte Reduzierung der CO₂-Emissionen je investiertem USD);
- Risiko von „Greenwashing“, z.B. wenn ein Unternehmen grüne Anleihen ausgeben darf, gleichzeitig aber einen starken Bezug zu fossilen Brennstoffen aufweist; und
- Schwellenländer stellen nur kleine Emittenten dar, wenngleich grüne Projekte in diesen Regionen dringender benötigt werden.

Bitcoin-Bewertung: Grenzkosten

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

Überblick

Der Stromverbrauch beim Bitcoin-Mining entspricht derzeit dem Verbrauch von rund 600.000 Haushalten oder Ausgaben in Höhe von 3,4 Mio. USD täglich. Dieser Wert wird sich bis Ende 2018 verdoppeln.

Die aktuellen Mining-Kosten bei Bitcoin implizieren Produktionsgrenzkosten von 2.250 USD. Inklusive Anschaffungskosten für die Hardware belaufen sich diese auf 4.300 USD.

Die aktuellen Bitcoin-Preise scheinen nur unter der Prämisse einer massenhaften Verbreitung gerechtfertigt zu sein, die derzeit noch gering ausfällt.

Ist Bitcoin nützlich, und wie kann eine Bewertung erfolgen?

Dies sind vermutlich die beiden wichtigsten Fragen bei der Beurteilung, ob es sich bei Bitcoin um eine zukunftsfähige Anlage handelt. Die erste Frage ist zum jetzigen Zeitpunkt nur schwer zu beantworten. Bitcoin entspricht in etwa einem Start-up-Unternehmen, das potenziell eine gute Idee darstellt, dessen Markt allerdings noch nicht groß genug ist, um seine Tragfähigkeit zu belegen. Doch sind bereits erste Anzeichen des Potenzials zu erkennen: Bitcoin verfügt über Anhänger, ist wohlbekannt und wird von Einzelhändlern allmählich als Zahlungsmittel akzeptiert, ebenso wie in einigen Schweizer Kantonen für Steuerzahlungen. Unseres Erachtens stellen Kryptowährungen eine aufstrebende digitale Anlageklasse dar, die angesichts des attraktiven Konzepts Potenzial aufweist, das sie aber erst noch unter Beweis stellen muss. Zudem bestehen nach wie vor berechtigte Sorgen im Hinblick auf die Volatilität und die aktuellen Bewertungen. Entsprechend sollten Anleger

wie bei Investitionen in ein Start-up-Unternehmen weiter Vorsicht walten lassen.

Um was für eine Anlage handelt es sich?

Bitcoins lassen sich als Anlage nur sehr schwer kategorisieren. Sie weisen einige Merkmale einer Währung auf, stellen an sich ein Tauschmittel dar, sind derzeit aber nicht so stabil wie der US-Dollar und ähnlich starken Schwankungen unterworfen wie einige Frontier-Markt-Währungen. Zudem ähneln sie einem Rohstoff, da sie mittels wertvoller Ressourcen (Energie und Computer-Hardware) erstellt („gemint“) werden und eine endliche Ressource darstellen. Es ist fraglich, ob das Mining einen Sinn ergibt. Gleichwohl lässt sich diese Logik aber auch auf Gold anwenden, da es in nur sehr begrenztem Maße in der Industrie Anwendung findet (Gold weist, wie im Beitrag [Disruptive Themen beflügeln die künftige Rohstoffnachfrage](#) dargelegt, gute industrielle Merkmale auf, kommt aufgrund der aktuellen Preise in diesem Bereich aber kaum zum Einsatz). Letztendlich erachten Bergbauunternehmen und Anleger Gold als Wertanlage und daher als erstrebenswert. Dies gilt in zunehmendem Maße auch für Bitcoin. Im Wesentlichen findet der Abbau und die Prägung von Bitcoins mittels Megawatt anstelle von Schaufeln und Prägestempeln statt.

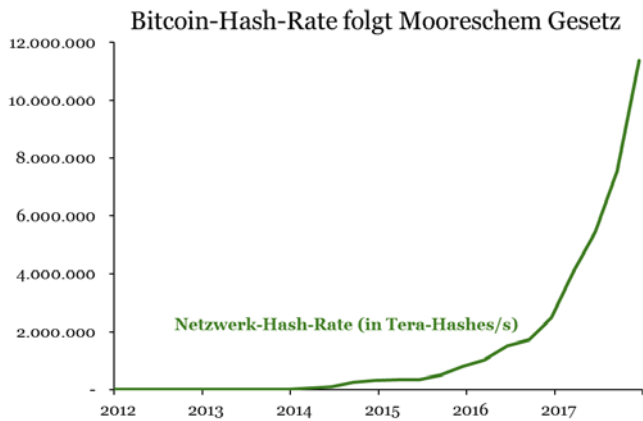
Bewertung von Bitcoin

Es gibt verschiedene Arten, Bitcoin zu bewerten. Aufgrund der Ähnlichkeit mit Rohstoffen erscheint uns aber eine Berechnung der Produktionsgrenzkosten sinnvoll. Zwar variiert dies bei Rohstoffen mit den Veränderungen des Angebots und der Nachfrage. Dennoch stellt dies eine effektive Methode dar, den langfristigen Gleichgewichtspreis zu ermitteln. Bitcoin bilden insofern eine Ausnahme, als das Angebot vorhersagbar ist, da es durch die Struktur des zugrunde liegenden Algorithmus bestimmt wird. Der Bitcoin-Algorithmus legt fest, dass sich die Mining-Vergütung nach einer bestimmten Anzahl geminter Blöcke halbiert. Die Bitcoin-Vergütung entwickelt sich linear, und dies wird sich vermutlich fortsetzen, solange das Mooresche Gesetz⁵ für exponentielles Wachstum bei der Rechnerleistung Bestand hat. Der letzte Bitcoin wird

⁵ Das Gesetz besagt, dass sich die Zahl der Transistoren in einem integrierten Schaltkreis etwa alle zwei Jahre verdoppelt

voraussichtlich bis 2130 gemint werden, wobei 99 Prozent aller Bitcoins bereits bis 2027 „abgebaut“ werden dürften.

Die Mining-Geschwindigkeit könnte gesteigert werden, was aber vom Erfolg von Quanten-Computern abhängt, die den Bitcoin-Algorithmus zumindest in der Theorie deutlich schneller lösen könnten. Dies hätte aber womöglich einen deutlich höheren Stromverbrauch zur Folge.



Quelle: Blockchain.info, ETF Securities, Stand: 28. November 2017, Schlusskurse

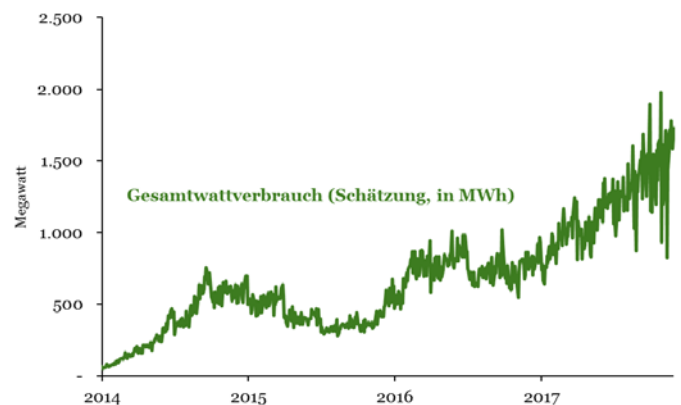
Die Wachstumsrate der Hashes im Bitcoin-Netzwerk, mit der die Mining-Geschwindigkeit von Bitcoin-Blöcken gemessen wird, kann zusammen mit dem bekannten Stromverbrauch zur Schätzung der Stromkosten herangezogen werden. Diese stellen das Äquivalent zu den Produktionsgrenzkosten dar, die oftmals bei der Bewertung von Rohstoffen zum Einsatz kommen.

Schätzung historischer Stromkosten

Bitcoins traten Ende 2009 in Erscheinung. Damals wurden sie von begeisterten Anhängern auf deren Privatrechnern gemint, was zu der Zeit zwar rentabel, aber äußerst ineffizient war. In der Folge begannen die Hersteller, dedizierte ASIC⁶-Miner zu verkaufen, welche die Effizienz enorm steigerten. Diese ASIC-Miner kamen 2013 auf, und jedes neue Modell zeichnete sich durch eine noch höhere Hash-Rate aus, was zu einem explosionsartigen Anstieg der Gesamt-Hash-Rate des Netzwerks führte, da immer mehr Miner hinzukamen. Der Stromverbrauch dieser kommerziellen Bitcoin-Miner ist bekannt, ebenso wie die Gesamt-Hash-Rate. Anhand historischer Stromkosten weltweit schätzen wir den Stromverbrauch auf derzeit 1,5 Gigawatt/Stunde. Dies entspricht dem Verbrauch von rund 600.000 Haushalten oder Ausgaben in Höhe von 3,4 Mio. USD täglich. Bei der aktuellen Wachstumsrate des Bitcoin-Netzwerks werden sich die derzeitigen Stromkosten bis Ende 2018 verdoppeln.

⁶ ASIC – Application-specific integrated circuit (Anwendungsspezifische integrierte Schaltung)

Stromverbrauch Bitcoin-Netzwerk



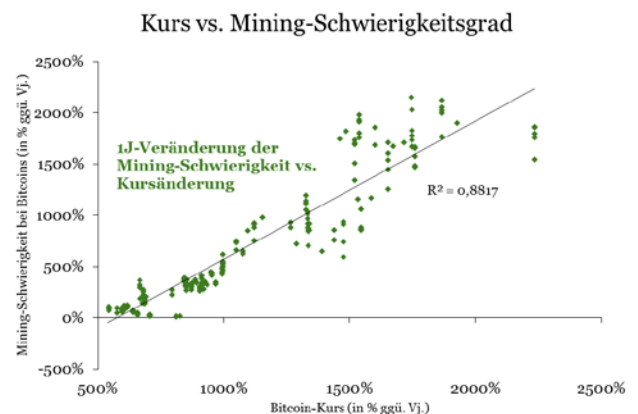
Quelle: Blockchain.info, ETF Securities, Stand: 28. November 2017, Schlusskurse

Produktionsgrenzkosten

Zur Berechnung der Produktionsgrenzkosten wird die Gesamtzahl der pro Tag geminten Bitcoins durch die Mining-Kosten dividiert: anhand der aktuellen Verbrauchs- und Produktionsniveaus ergibt sich somit ein Wert von rund 2.250 USD, der deutlich unter dem gegenwärtigen Kurs liegt. Berücksichtigt man allerdings die Anschaffungskosten für Hardware zum Bitcoin-Mining, und geht man dabei von einem zweijährigen Austauschzyklus aus, so erhöhen sich die derzeitigen Produktionsgrenzkosten auf 4.300 USD.

Künftige Grenzkosten

Da sich die Hash-Rate des Netzwerks gemäß dem Mooreschen Gesetz entwickeln dürfte und der Schwierigkeitsgrad beim Mining linear zunimmt, können die Stromkosten geschätzt werden. Das Streudiagramm unterstreicht diese enge Beziehung zwischen Kurs und Mining-Schwierigkeit.

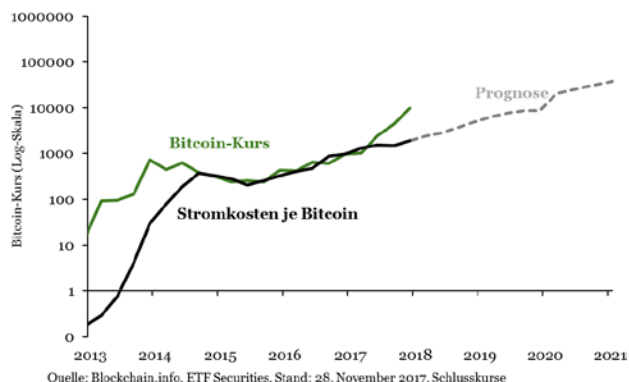


Quelle: Blockchain.info, ETF Securities, Stand: 28. November 2017, Schlusskurse

Sollte das historische Verhältnis zwischen Mining-Schwierigkeitsgrad und Kosten Bestand haben, so dürfte sich der Stromverbrauch ausgehend von den aktuellen Niveaus bis Ende 2018 verdoppeln. Wir rechnen bis Ende nächsten Jahres mit einem Anstieg der Grenzkosten von Bitcoin auf 4.230 USD oder 6.500 USD (einschließlich der Anschaffungskosten für Hardware). Erst Ende 2019 nähern sich die Grenzkosten dem heutigen Kurs an. Allerdings wird sich die Vergütung für das Bitcoin-Mining (wie durch den Bitcoin-Algorithmus bedingt) bis Anfang 2020 halbieren und die Grenzkosten auf rund 16.000 USD treiben.

Dabei stellt die Grenzkosten-Methode nur einen Bewertungsansatz von vielen dar. Es könnte angeführt werden, dass die derzeit hohen Bewertungen gerechtfertigt sind, da sich eine massenhafte Verbreitung trotz der geringen Wahrscheinlichkeit wesentlich auf den Kurs auswirken würde. Möglicherweise ist dies der Grund für die umfangreichen Spekulationsgeschäfte. Ein weiterer Ansatz wäre das Metcalfesche Gesetz, welches besagt, dass der Wert eines Netzwerks dem Quadrat der Nutzer entspricht, wobei aber die Zahl der Nutzer nur schwer feststellbar ist. Wenigstens wissen wir nun, wie hoch die Kosten sind.

Bitcoin-Kurs vs. Produktionsgrenzkosten



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 Marktcommentar 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