

James Butterfill  
*Head of Research & Investment Strategy*

Martin Arnold  
*FX & Macro Strategist*

Edith Southammakosane  
*Multi-Asset Strategist*

Nitish Shah  
*Commodities Strategist*

Maxwell Gold  
*Anlagestrategie*

Morgane Delledonne  
*Fixed Income Strategist*

Michael Wang  
*Equity Strategist*

## Gesamtbild

*Währungsausblick 2017.  
Seite 2*

*Platinausblick: Gold und ZAR nach  
wie vor entscheidend. Seite 5*

*Taper Tantrum 2.0  
unwahrscheinlich. Seite 8*

*Tech-Aktien: strukturelles Wachstum  
attraktiv bewertet. Seite 11*

*Inflationsindexierte Anleihen erhöhen  
risikobereinigte Rendite des  
Portfolios. Seite 14*

## Blick über den Tellerrand

*Zinsanstieg macht Schwächen  
sichtbar. Seite 17*

*Wenig Ehre unter den Mitgliedern  
des OPEC-Kartells. Seite 20*

*Verknappung des Metallangebots  
aufgrund ökologischer Bedenken.  
Seite 23*

*Nachhaltige Anlagen: der  
Performance-Mythos. Seite 26*

*Lithium und die Energiemetalle.  
Seite 29*

## Gratwanderung der Zentralbanken

Das Wirtschaftswachstum gewinnt weltweit an Breite, auch wenn die Wachstumsraten in den Industrieländern nach wie vor weit unter ihrem 40-Jahres-Durchschnitt liegen. In den USA werden die Zinsen allmählich stufenweise angehoben. Der Druck auf die Kerninflation nimmt in den restlichen Industrienationen allgemein zu. Dies legt nahe, dass andere Zentralbanken dem Beispiel der US-Notenbank folgen müssen, wenn sie nicht das Risiko eingehen möchten, „hinter der Kurve“ zurückzubleiben. Wir bezweifeln, dass es bei einer so hohen Staatsverschuldung und einer so niedrigen Produktivität zu einer Normalisierung der Zinssätze kommen kann. Deshalb müssen die Zentralbanken unseres Erachtens eine Gratwanderung zwischen den doppelten Gefahren der Inflation und Rezession vollziehen. Die Inflation wird in erster Linie von den steigenden Rohstoffpreisen angetrieben. Zudem könnte der Inflationsdruck durch den Aufstieg des Populismus und eine mögliche Umkehr der Globalisierung weiter angeheizt werden. Diese Entwicklungen hängen jedoch davon ab, ob die politischen Wahlversprechen eingelöst werden, was sich als zunehmend schwierig erweist.

Die Zentralbanken gehen allmählich zu einer moderaten geldpolitischen Straffung über und lassen die Inflation lieber über das Ziel hinausschießen. Trotz der Risiken halten wir dies zum gegenwärtigen Zeitpunkt für den richtigen Ansatz, denn die tiefe Kluft zwischen den „weichen“ und „harten“ Wirtschaftsdaten macht deutlich, wie hoch die Unsicherheit ist.

Wir gehen davon aus, dass der Euro davon profitieren wird, wenn die Europäische Zentralbank in diesem Jahr ihre Wertpapierkäufe einstellt. Die Bank of England wird dem Beispiel der US-Notenbank folgen und die Zinsen anheben – und gleichzeitig eine stabile, aber erhöhte Bilanz beibehalten. Wir sind der Ansicht, dass es im Zuge der geldpolitischen Straffung keine Wiederholung des 2013 beobachteten „Taper Tantrum“ geben wird, denn die vorsichtigen Maßnahmen und die bessere Kommunikation der Zentralbanken mindern das Risiko von Marktverzerrungen. Der FTSE100, britische Haushalte und kleinere Unternehmen in den USA werden aufgrund der steigenden Zinsen jedoch mit Problemen zu kämpfen haben.

Wir sind der Meinung, dass Europa nicht am Populismus zerbrechen wird, auch wenn sich die Märkte weiterhin sorgen werden. Diese Bedenken werden vorrangig auf den Devisenmärkten zum Tragen kommen. Gegen Ende des Jahres wird Ruhe einkehren – wenn größere Klarheit herrscht im Hinblick auf den Brexit und die Wahlen in Deutschland und Frankreich und sich zudem herauskristallisiert, ob US-Präsident Trump zur Durchsetzung von Reformen fähig ist.

Auch außerhalb der Industrienationen sind populistische Bewegungen zu verzeichnen, diese werden jedoch von einer ethischen Rhetorik begleitet. Mehrere Schwellenländer sind scheinbar dazu bereit, auf das Wirtschaftswachstum zu verzichten, das mit dem Abbau von Bodenschätzen erzielt wird, um auf diese Weise ihre Umweltbilanz zu verbessern. Da dies zu einer Verknappung des Angebots führt, könnten die Metallpreise steigen. Das rekordverdächtige Stimmungshoch im Rohstoffsektor ist gerade wieder abgeklungen, was kurzfristig für eine vorsichtige Herangehensweise spricht. Langfristig wird das Angebot weiterhin von den Investitionskürzungen beeinträchtigt, die in den vergangenen Jahren von den Minenbetreibern vorgenommen wurden.



# Währungsausblick 2017

Von Martin Arnold – Director –FX & Macro Strategist | [martin.arnold@etfsecurities.com](mailto:martin.arnold@etfsecurities.com)

## Überblick

Das Pfund Sterling ist nach wie vor die am stärksten unterbewertete Währung der G10-Staaten. Die Anleger sind so pessimistisch positioniert wie noch nie. Da Short-Positionen schnell aufgelöst werden, könnte das Pfund Sterling eine Aufwertung erfahren.

Der japanische Yen dürfte sich abschwächen, denn die Spekulationen rund um die Drosselung der quantitativen und qualitativen Lockerung der Bank of Japan (BOJ) lassen nach. Zudem verlagern die Anleger ihre Renditesuche ins Ausland.

Aufgrund der gemäßigten Rhetorik der US-Notenbank und niedrigeren Realzinsen wird der US-Dollar nach wie vor schwach bleiben. Der Euro wird davon profitieren, wenn die EZB ihre quantitative Lockerung einstellt.

## Heatmap für Währungen

	MvC	Carry	Bewertung	Positionierung	Gesamt
EUR/USD	0	-1	1	1	1
USD/JPY	0	-1	1	-1	-1
GBP/USD	-1	-1	1	-1	-2
USD/CHF	0	-1	-1	-1	-3
AUD/USD	-1	1	-1	1	0
EUR/GBP	0	-1	-1	1	-1
USD-Index	0	1	n/a	1	2

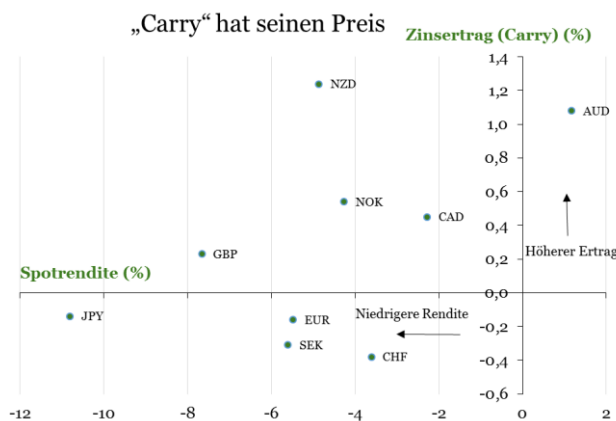
Quelle: ETF Securities. Die Definitionen der verschiedenen Indikatoren unserer Heatmap finden Sie im [ETFS Ausblick Januar 2017](#).

Der Devisenmarkt war von einer taktischen Positionierung geprägt. Ausschlaggebend hierfür war die politische Unsicherheit in den USA und Europa, die in den vergangenen Monaten immer wieder auf- und abebbte. Wir gehen davon aus, dass die Unsicherheit nachlassen wird und damit auch die Volatilität leicht zurückgeht. In einem günstigeren Umfeld dürften die strategischen Trends erneut von den Fundamentaldaten angetrieben werden – wobei der Fokus insbesondere auf der Politik der Zentralbanken liegt.

## Der „Carry“ hat seinen Preis

In „Taper Tantrum 2.0?“ gingen wir der Frage nach, was in den großen Volkswirtschaften für ein „Tapering“ spricht. Wir sind jedoch der Ansicht, dass immer mehr Gründe für eine breit angelegte geldpolitische Straffung sprechen. Anleger sollten

sich jedoch nicht zu früh über ein Comeback von Carry-Trades freuen. Unseres Erachtens hat das Niedrigzinsumfeld nicht dazu geführt, dass sich Carry-Trades in den G10-Staaten als Währungsstrategie etabliert haben. Darüber hinaus gibt es nach wie vor hohe Währungsschwankungen, weshalb Carry-Trades kein überzeugendes Risiko-/Rendite-Profil bieten – denn der „Carry“ hat seinen Preis.

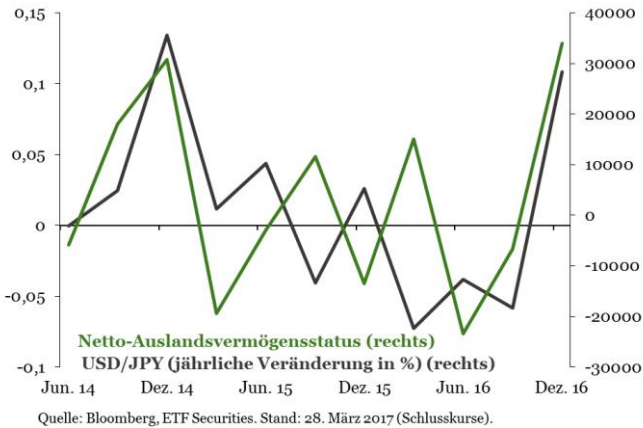


Quelle: Bloomberg, ETF Securities. Stand: 15. März 2017 (Schlusskurse).

Von nur fünf Währungen mit positivem Carry hat lediglich der australische Dollar in den vergangenen sechs Monaten eine positive Gesamtrendite erzielt.

Der japanische Yen dürfte jedoch nach wie vor als Finanzierungswährung dienen, denn wir gehen davon aus, dass die Bank of Japan ihr Programm der quantitativen und qualitativen Lockerung im Jahr 2017 expansiv fortsetzen wird. Entsprechend sind wir der Ansicht, dass die laufenden Anreize der japanischen Zentralbank dafür sorgen werden, dass die Renditen niedrig bleiben und inländische Gelder auf der Jagd nach Rendite gezwungenermaßen ins Ausland fließen. Diese Kapitalabflüsse werden den japanischen Yen letztendlich nach unten treiben – aber erst nach einer gewissen Aufwertung im zweiten und dritten Quartal 2017.

### Japanische Kapitalflüsse

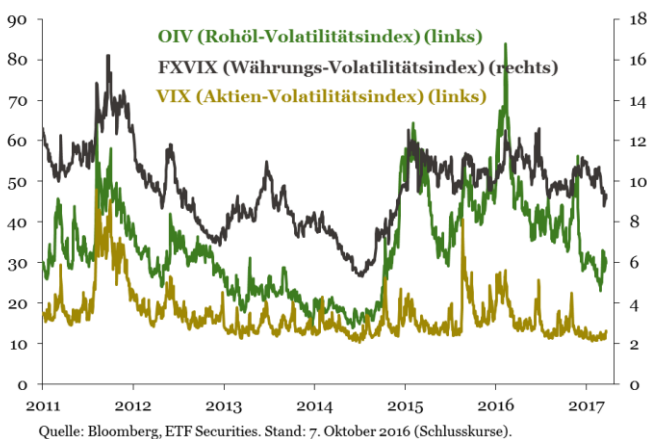


### Momentum-Strategie ohne Überzeugungskraft

Da die Volatilität auf den Devisenmärkten trotz einer gewissen Mäßigung nach wie vor historisch hoch ist, fehlt der Momentum-Strategie eine überzeugende Grundlage. Die Volatilität auf dem Währungsmarkt hat zwar nachgelassen, jedoch nicht in dem Ausmaß, das man erwarten würde, wenn man sich die Entwicklung auf anderen Märkten, wie den Aktien- oder Rohstoffmärkten, anschaut.

Daher überrascht es nicht, dass nur wenige G10-Währungen in unserer Heatmap starke Indikatoren für eine Momentum-Strategie aufweisen. Da die politische Unsicherheit langsam abklingt, insbesondere in der Eurozone, könnte die Volatilität jedoch weiter zurückgehen. Wir rechnen damit, dass dies 2017 der Fall sein wird, und die Anleger ihren Fokus dann erneut auf die Politik der Zentralbank richten.

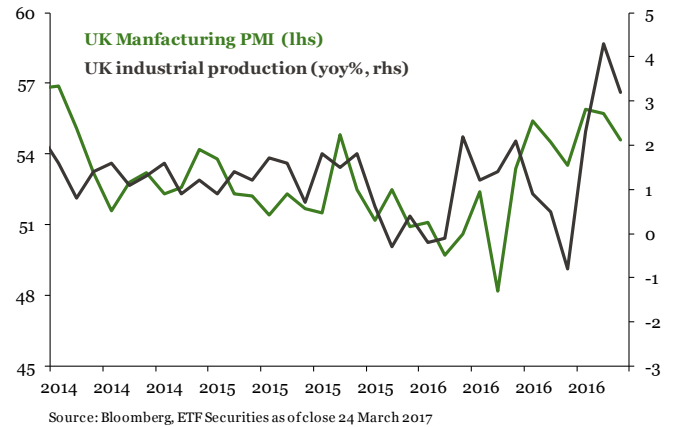
### Volatilität geht zurück



### Drosselung und Straffung

Eine Drosselung ist nicht dasselbe wie eine Straffung (bei der die Zinssätze angehoben werden). Der gegenwärtige Aufschwung hält zwar seit vielen Jahren an, aber da sich diese Entwicklung schrittweise vollzieht, waren die geldpolitischen Entscheidungsträger nicht dazu gezwungen, die Zinsen aggressiv zu erhöhen. In den G10-Staaten hat bislang nur die US-Notenbank die Zinsen angehoben. Wir gehen davon aus, dass die Bank of England nachzieht und die Zinsen 2017 erhöhen wird. Sie dürfte jedoch nicht ihre bilanziellen Konjunkturanreize aus der Volkswirtschaft abziehen.

### Economic activity defies Brexit



Die Inflation kletterte im Februar auf 2,3 Prozent und damit auf das höchste Niveau, das in Großbritannien seit September 2013 verzeichnet wurde (sowie über die Zielvorgabe der BOE).

Deshalb erwarten wir, dass die Zentralbank die Zinssenkung rückgängig machen wird, die sie aufgrund des Brexit im dritten Quartal 2016 vorgenommen hat. Mit dieser weiteren geldpolitischen Lockerung sollte die britische Volkswirtschaft vor den Folgen des Brexit geschützt werden – die sich bislang jedoch noch nicht bemerkbar gemacht haben. Folglich gehen wir davon aus, dass das Pfund Sterling davon profitiert, wenn die Renditedifferenzen im Zuge der Zinserhöhungen der BOE kleiner werden, insbesondere deshalb, weil sich der Rückgang des Pfund Sterling im zweiten Halbjahr 2017 nicht mehr so stark auf die Preise auswirken wird.

Das Pfund Sterling ist nach wie vor die am stärksten unterbewertete Währung der G10-Nationen. Darüber hinaus sind die Anleger so pessimistisch positioniert wie noch nie, und da sich das Pfund Sterling seinem gleitenden 200-Tage-Durchschnitt nähert, könnte die Währung eine Aufwertung erfahren, wenn Short-Positionen aufgelöst werden.

## Niedrige Realzinsen setzen US-Dollar unter Druck

Der US-Dollar bewegt sich allmählich wieder im Einklang mit fundamentalen Renditedifferenzen. Der US-Dollar-Index dürfte mit einem Wert von unter 100 wieder auf festeren Füßen stehen. Die geringen Unterschiede bei den Realrenditen werden jedoch dafür sorgen, dass die Währung schwach bleibt. Aufgrund des steigenden Inflationsdrucks dürfte die US-Notenbank im späteren Jahresverlauf dazu gezwungen sein, eine restriktivere Rhetorik und Vorgehensweise zu verfolgen. Wenn die US-Notenbank eine straffere Geldpolitik betreibt, als dies der Markt erwartet, wird der US-Dollar bis zum Jahresende 2017 wieder den Boden wettmachen, den er im ersten Halbjahr verloren hatte.

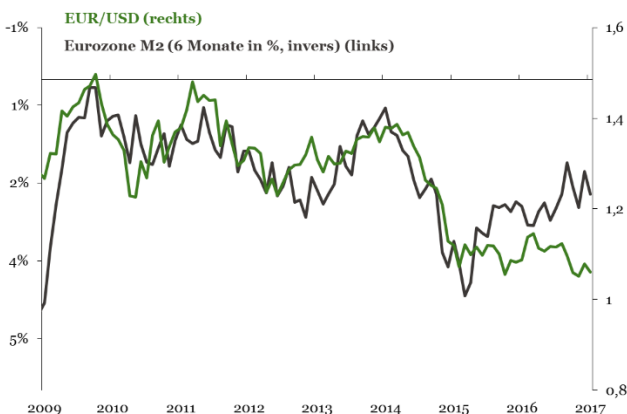
Relative Anleiherenditen gegenüber US-Dollar



Quelle: Bloomberg, ETF Securities. Stand: 18. April 2017 (Schlusskurse).

Bis dahin rechnen wir damit, dass der Euro zu den größten Nutznießern gehört, wenn die EZB geldpolitisch eine neutralere Haltung einnimmt. Ohne drohende Deflation gibt es kaum Bedarf für weitere Anreize. Die Inflation hat ihren höchsten Stand seit Januar 2013 erreicht. Präsident Draghi ließ verlauten, dass „im Hinblick auf weitere Maßnahmen keine Dringlichkeit geboten ist“. Bei einer Verringerung der Geldmenge (Abbau der Anreize) dürfte sich der Euro in den kommenden Monaten wieder auf 1,10 erhöhen.

„Tapering“ wird dem Euro Auftrieb verleihen



Quelle: Bloomberg, ETF Securities. Stand: 21. Februar 2017 (Schlusskurse).

# Platin-Ausblick: Gold und ZAR nach wie vor entscheidend.

Von Maxwell Gold – Director – Investment Strategy | [maxwell.gold@etfsecurities.com](mailto:maxwell.gold@etfsecurities.com)

## Überblick

Trotz einer scheinbar günstigen Angebotssituation sind die Platinpreise in den vergangenen Jahren hinter anderen Edelmetallen zurückgeblieben. Die Fundamentaldaten auf der Angebotsseite unterschätzen möglicherweise die tatsächlichen physischen Reserven und überschätzen dadurch die Versorgungsdefizite.

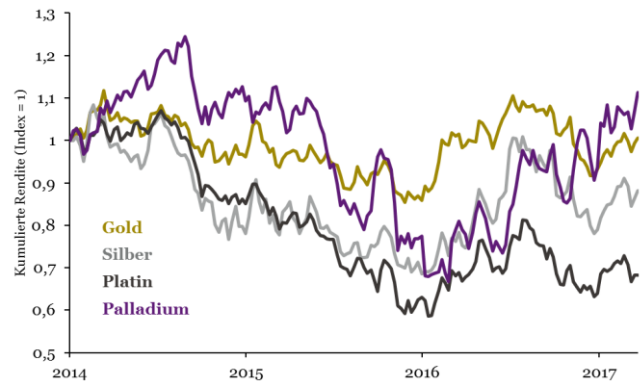
Unser Modell deutet darauf hin, dass Gold, der südafrikanische Rand (ZAR), die Industrieproduktion und Schwellenmarktaktien die Variablen sind, mit denen sich die Preisschwankungen auf dem Platinmarkt am besten erklären lassen.

Gegenwärtig gehen wir davon aus, dass Platin im kommenden Jahr ein positives Risiko-Rendite-Profil bietet. In unserem Basisszenario rechnen wir mit 1.020 USD/oz.

## Im Einklang mit den Fundamentaldaten

Nach einer Erholung im vergangenen Jahr hat sich die Dynamik bei Edelmetallen im bisherigen Jahresverlauf fortgesetzt. Durch die Unsicherheit, die niedrigen Zinsen und die steigende Inflation ist die Unterstützung vonseiten der Anleger wieder gestiegen. Platin ist jedoch nach wie vor der Nachzügler in der Gruppe und hinkt hinter Gold und Silber sowie hinter seinem Geschwister-Metall Palladium hinterher. Der World Platinum Investment Council geht davon aus, dass Platin, das seit 2012 jedes Jahr Angebotsdefizite verzeichnet, diesen Trend auch 2017 beibehalten wird. Diese günstigen Fundamentaldaten hatten in den vergangenen Jahren jedoch keinen Einfluss auf die Platinpreise.

### Platin bleibt hinter anderen Edelmetallen zurück

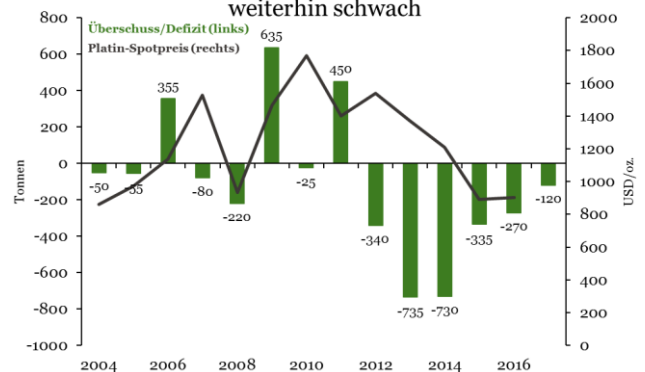


Quelle: Bloomberg, ETF Securities. Stand: 29. März 2017 (Schlusskurse).

Eine mögliche Erklärung hierfür könnte sein, dass die zugeteilten Platinbestände nicht vollständig in den gemeldeten Zahlen erfasst wurden. Laut Schätzungen des World Platinum Investment Council gingen die oberirdischen Vorräte von 4,3 Millionen Unzen im Jahr 2011 auf 2,1 Millionen Unzen im Jahr 2016 zurück. In diesem Zeitraum brach der Platinpreis um nahezu 50 Prozent ein.

Darüber hinaus sind die Platin-Vorräte weitaus konzentrierter als Gold und Silber – das Minenangebot ist zu 70 Prozent auf Südafrika beschränkt. Die mangelnde Transparenz der physischen Reserven und der kleine, konzentrierte Markt erhöhen die Anfälligkeit gegenüber der Volatilität. Deshalb ist es schwierig, die Preisschwankungen und Renditen von Platin anhand der Fundamentaldaten zu erklären.

### Platinpreis trotz bestehender Angebotsdefizite weiterhin schwach



Quelle: Johnson Matthey, WPIC, Bloomberg, ETF Securities. Stand: 29. März 2017 (Schlusskurse).

## Ausblick: moderates Aufwärtspotenzial

Wenn wir unsere aktuelle Schätzung hinsichtlich des fairen Werts von Gold zugrunde legen (Ende 2017: 1.230 US-Dollar) und davon ausgehen, dass sich der ZAR von der vor Kurzem politisch verursachten Volatilität erholt und um 5 Prozent zulegt, die globale Industrieproduktion um 3 Prozent ansteigt und Aktien aus Schwellenländern erneut um 10 Prozent nach oben klettern, würde sich der faire Wert von Platin im kommenden Jahr auf 1.020 USD/oz. belaufen. Damit würden die aktuellen Platinkurse um moderate 6 Prozent steigen.

In einem optimistischen Szenario, in dem sich die Goldpreise aufgrund der überraschenden Inflationsentwicklung und der geopolitischen Volatilität auf 1.380 USD/oz. erhöhen und der ZAR ausgehend vom aktuellen Niveau um 10 Prozent steigt, würde Platin auf 1.100 USD klettern und damit gegenüber dem gegenwärtigen Preisniveau eine Steigerung von 13 Prozent erzielen (unter sonst gleichen Bedingungen). Wenn wir dagegen unser pessimistisches Szenario anwenden, in dem der Goldpreis auf 1.095 USD/oz. und der ZAR aufgrund anhaltender geopolitischer Turbulenzen um weitere 15 Prozent sinkt, würde der Kurs von Platin gegenüber dem aktuellen Preisniveau um 6 Prozent nachgeben und bei 910 USD/oz. liegen.

Wenn man diese fairen Werte und die Erwartungen hinsichtlich des anhaltenden globalen Wachstums- und Produktionsaufschwungs zugrunde legt und einen Rekord-Abschlag auf den Goldpreis einkalkuliert, scheinen die Abwärtsrisiken von Platin begrenzter zu sein als seine potenziellen Aufwärtsrisiken.

## Methodik unseres Modells

Um die problematischen Fundamentaldaten zu umgehen, haben wir anstelle der Angebots- und Nachfragefaktoren für Platin die markttechnischen und makroökonomischen Variablen bewertet. Das Ziel bestand darin, ein einfaches, aussagekräftiges und statistisch signifikantes Erklärungsmodell zu entwickeln und den ersten Schritt hin zu einem robusten Platinmodell zu vollziehen.

Über 20 makroökonomische Variablen wurden als Alternativen für Angebotsfaktoren analysiert, darunter die Minenproduktion und Recycling. Stellvertretend für Nachfragefaktoren wurden Katalysatoren, Schmuck und der Industriebedarf herangezogen. Zu den wichtigsten Erklärungsvariablen bei Platin gehören: Gold, der südafrikanische Rand (ZAR), Aktien aus Schwellenmärkten und die globale Industrieproduktion.

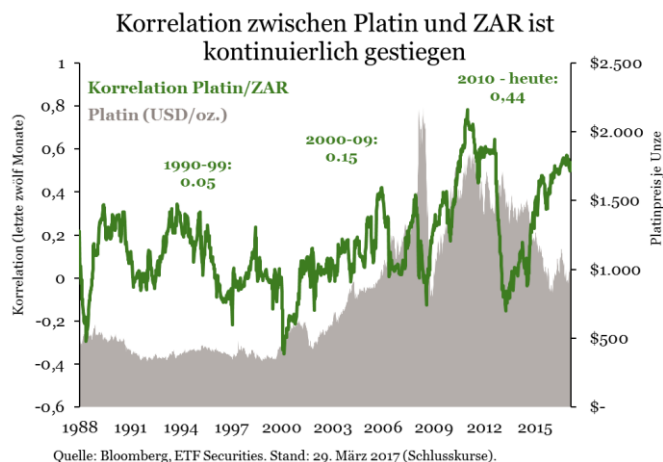
**Tabelle 1: Überblick über die Variablen des Platinmodells:**

Basismodell	R <sup>2</sup>	Stellvertretend für
Spot-Goldpreis	0,33	Investitionsnachfrage
Südafrikanischer Rand (ZAR)	0,24	Minenproduktion
Globale Industrieproduktion	0,23	Automobil- / Industrienachfrage
Aktien aus Schwellenländern	0,23	Schmuck / Industrienachfrage

Anhand der Regression dieser vier Variablen ab 1989 gelangten wir zu einem Basismodell mit einem R<sup>2</sup> von 0,59. Alle Variablen (die monatlich bewertet wurden) waren bei einem Konfidenzniveau von 95 Prozent statistisch signifikant und korrelierten Jahr für Jahr positiv mit den Renditen von Platin.

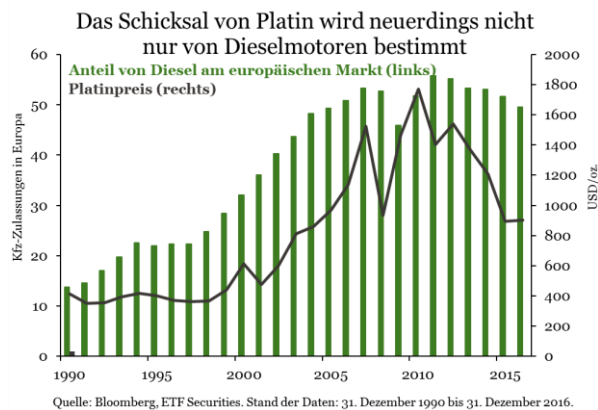
## Angebot: Rand statt Bergbau

Aus der Perspektive des Modells hat es mehrere Vorteile, den Rand zu verwenden. Dieser entwickelt sich parallel zur südafrikanischen Wirtschaft. Außerdem lassen sich aus der Währung häufiger Daten ableiten. Die Platinpreise und der südafrikanische Rand weisen eine immanente positive Korrelation auf. Bei einer Aufwertung des ZAR erhöht sich der Druck auf die Margen der Minenbetreiber, was letztendlich zu einem Rückgang von Produktion und Angebot führen kann.



## Platinnachfrage spiegelt sich besser in der Industrieproduktion als in den Autoverkäufen

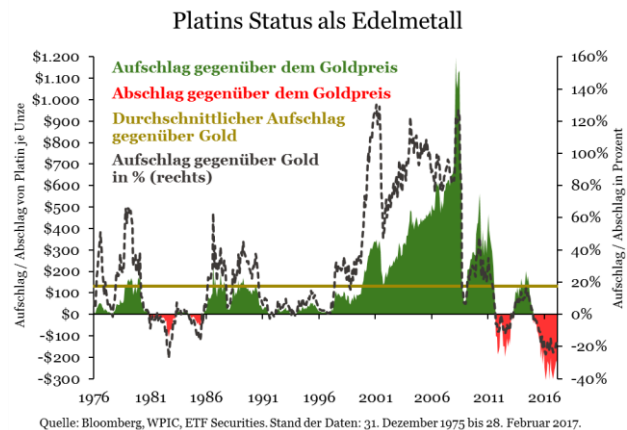
Katalysatoren machen 40 Prozent der jährlichen Nachfrage aus und sind damit eine entscheidende Komponente des globalen Platinmarktes. Die Hälfte dieser Nachfrage entfällt auf den europäischen Automobilmarkt, denn Europa ist der größte Absatzmarkt für Dieselmotoren, für deren Katalysatoren Platin verwendet wird.



Wir haben festgestellt, dass sich die Trends in der Automobil- und Schmuckindustrie gut anhand der globalen Industrieproduktion erfassen lassen. Bei der weiteren Verfeinerung unseres Modells haben wir herausgefunden, dass die Schmuck- und Industrienachfrage anhand der Entwicklung von Schwellenmarktaktien und der globalen Industrieproduktion ermittelt werden kann.

## Ein sicherer Hafen mit zyklischen Vorzügen

Der Status von Platin als „sicherer Hafen“ schwankt im Laufe der Zeit, ist jedoch ein entscheidender Faktor für die Investitionsnachfrage. Von allen bewerteten Variablen erwies sich Gold als bester Indikator für die Renditen von Platin. Andere Datenreihen, die in diesem Bereich analysiert wurden, wie die Anlegerstimmung (ohne nicht-kommerzielle Nettopositionen am Terminmarkt), waren nicht signifikant.



Der Abschlag von Platin gegenüber Gold erreichte kürzlich Rekordniveaus (ca. 20 Prozent). Dies deutet darauf hin, dass die Anleger Gold als defensive Anlage bevorzugen. Dies könnte sich umkehren, wenn die Nachfrage nach sicheren Anlagen sprunghaft in die Höhe steigt.

Gegenwärtig gehen wir davon aus, dass Platin im kommenden Jahr ein positives Risiko-Rendite-Profil bietet. In unserem Basisszenario rechnen wir mit einem fairen Wert von 1.020 USD/oz. ausgehend vom aktuellen Preisniveau, da sich das Sicherheitsbedürfnis der Anleger und das globale Wachstum trotz der jüngsten Schwäche des ZAR und der geopolitischen Turbulenzen in Südafrika weiterhin unterstützend auf Platin auswirken dürfte.

# Taper Tantrum 2.0 unwahrscheinlich

Von Martin Arnold – Director –FX & Macro Strategist | [martin.arnold@etfsecurities.com](mailto:martin.arnold@etfsecurities.com)

## Überblick

Im Jahr 2017 wird es voraussichtlich nicht zu einem „Taper Tantrum 2.0“ kommen, denn das Risiko von Marktverzerrungen wird durch die vorsichtigen Maßnahmen und die bessere Kommunikation der Zentralbanken gemindert.

Wir gehen davon aus, dass der Euro davon profitieren wird, wenn die Europäische Zentralbank (EZB) in diesem Jahr ihre Wertpapierkäufe einstellt. Dagegen wird die Bank of Japan (BOJ) ihre Anleihekäufe aufstocken und den Yen schwächen.

Die Bank of England (BOE) wird dem Beispiel der US-Notenbank (Fed) folgen und die Zinsen anheben – und gleichzeitig eine stabile, aber erhöhte Bilanz beibehalten.

## Taper Tantrum 2.0?

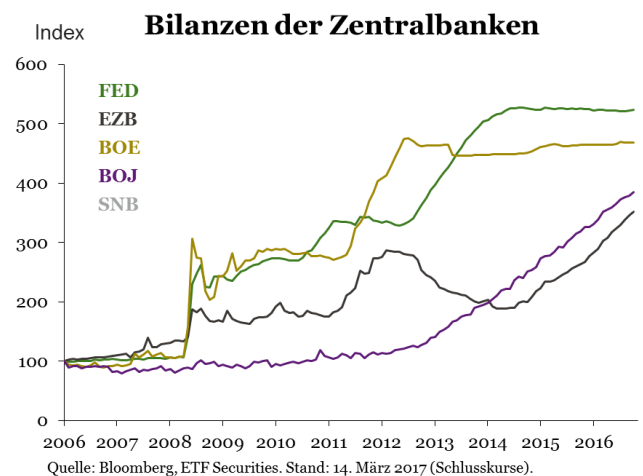
Der Begriff „Tapering“ beschreibt den Prozess der stufenweisen Reduzierung der quantitativen Lockerungsmaßnahmen (QE) – also jener außergewöhnlichen Maßnahmen, die die Zentralbanken nach der globalen Finanzkrise ergriffen haben, um die Geldmenge zu erhöhen und die Renditen niedrig zu halten, um auf diese Weise das Wachstum anzukurbeln. Im zweiten Quartal 2013 äußerte die US-Notenbank erstmals ihre Absicht, ihr quantitatives Lockerungsprogramm zurückzufahren. Dies hatte einen drastischen Ausverkauf auf dem Anleihemarkt zur Folge, der als „Taper Tantrum“ bezeichnet wird. Die potenzielle Einstellung der gewaltigen Anreize, die in das Finanzsystem der USA gepumpt worden waren, führte gleichzeitig dazu, dass die Aktienmärkte zunächst einbrachen und der US-Dollar heftige Ausschläge verzeichnete.

Wenn die Zentralbanken ihre Wertpapierkäufe drosseln, erfahren ihre Bilanzen eine Stabilisierung, wenngleich auf einem hohen Niveau. Die Bilanzen der großen Zentralbanken wiesen in den vergangenen Jahren eine unterschiedliche Dynamik auf. Während die US-Notenbank und die BOE die Höhe der im System vorhandenen Anreize stabil halten, setzen EZB und BOJ ihre QE-Aktivitäten in einem hohen Tempo fort. Da spekuliert wird, dass sowohl die EZB als auch die BOJ in die Fußstapfen der US-Notenbank treten werden, besteht das Risiko eines potenziellen „Taper Tantrum 2.0“.

Vier Jahre nach dem ursprünglichen „Taper Tantrum“ dürfte eine Drosselung der quantitativen Lockerung (wenn es überhaupt dazu kommt) nicht dieselbe Volatilität auf den Finanzmärkten hervorrufen wie beim ersten Mal. Nicht nur die Weltwirtschaft steht auf festeren Füßen, auch die Zentralbanken haben ihre Kommunikation mit den Märkten verbessert. Wenn die Zentralbanken ihre Anreizprogramme dagegen nicht einstellen und die Bilanzen lediglich auf einem erhöhten Niveau halten, wissen die Anleger aus eigener Erfahrung, dass eine Rückabwicklung von Konjunkturmaßnahmen kein Weltuntergang für die Märkte ist.

## Warum sollte QE gedrosselt werden?

Die Inflationserwartungen sind weltweit angestiegen. Gleichwohl haben die tatsächlichen Inflationsdaten die Erwartungen kontinuierlich übertroffen, insbesondere in der Eurozone und Japan.

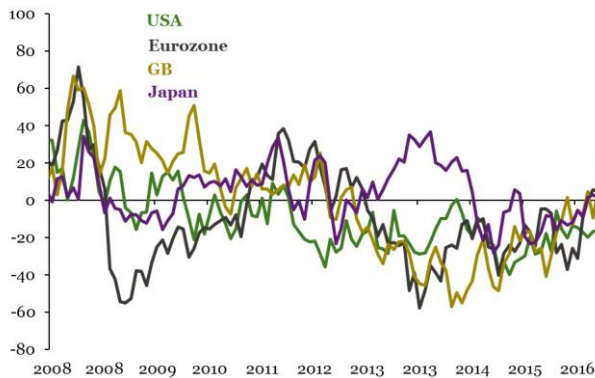


\*SNB: Schweizerische Nationalbank

Die QE-Aktivitäten waren Notfallmaßnahmen – und von einer Notsituation ist die Weltwirtschaft weit entfernt. Deshalb halten wir es für umsichtig, dass einige Zentralbanken die quantitative Lockerung allmählich zurückschrauben, um einen Inflationsdruck zu vermeiden.



### Überraschender Inflationsanstieg



Quelle: Bloomberg, ETF Securities. Stand: 10. März 2017 (Schlusskurse).

## Der richtige Zeitpunkt für ein Tapering der EZB

Der Aufschwung in der Eurozone gewinnt an Fahrt, und laut Aussagen von EZB-Präsident Draghi sind die Risiken der Deflation „weitgehend verschwunden“. Die EZB hat aus ihrem jüngsten Bericht über die Geldpolitik auch einen Satz entfernt, der besagte, dass sie „alle erforderlichen Instrumente“ nutzen würde, um die Inflation auf ihre Zielmarke anzuheben. Trotzdem gehen wir davon aus, dass die Zentralbank vorsichtig vorgehen wird, um jegliche Verzerrungen auf den Finanzmärkten und ein „Taper Tantrum 2.0“ zu vermeiden. Da sich das Wirtschaftsumfeld deutlich verbessert und die Inflation sowie die Inflationserwartungen steigen, rechnen wir damit, dass die EZB ihr QE-Programm Ende 2017 beenden wird.

Die geldpolitische Straffung dürfte unseres Erachtens sogar einsetzen, bevor die EZB gegen Jahresende ihre letzten Wertpapierkäufe im Rahmen des QE-Programms tätigt. Auch wenn die Mitglieder des Offenmarktausschusses der Fed (FOMC) wahrscheinlich weiterhin moderate Zinsschritte vornehmen werden, schlagen die Direktoriumsmitglieder der EZB allmählich eine restriktivere Tonart an. So ist davon die Rede, den Einlagenzins wieder auf Null anzuheben, wodurch Vertrauen in die Konjunkturerholung signalisiert wird.

Wir rechnen jedoch nicht damit, dass es auf dem Anleihemarkt zu einem drastischen Ausverkauf kommt, so wie dies beim ursprünglichen „Taper Tantrum“ der Fall war. Gleichwohl ist die Zinskurve in Deutschland steiler als in den USA, und wenn sich die Differenzen bei den Realzinsen weiter verengen, wird sich dies auch in den kommenden Monaten positiv auf den Euro auswirken.

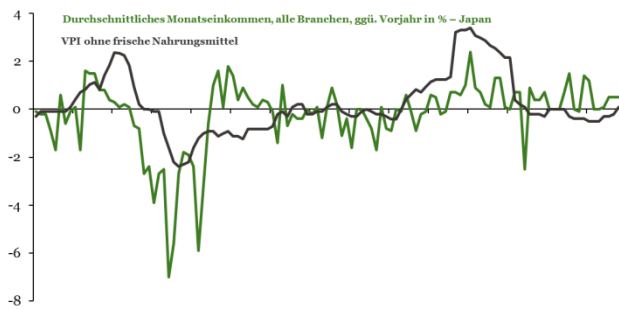
Im Gegensatz zur Marktreaktion in den USA dürften die europäischen Aktienmärkte unseres Erachtens von der jüngsten Belebung der Wirtschaftsdynamik profitieren und nicht dadurch beeinträchtigt werden, wenn die EZB ihre quantitative Lockerung verringert.

## Japan setzt quantitative und qualitative Lockerung fort

Japan ist auf dem besten Weg, die Zielvorgaben seines Wertpapierkaufprogramms in diesem Jahr zu verfehlen. Laut eigener Prognosen der Bank of Japan ist es wahrscheinlich, dass diese ihre Zielvorgaben für Anleihekäufe in diesem Geschäftsjahr (das am 31. März 2017 endet) um 18 Prozent verfehlt. Dies hat manche dazu veranlasst, der BOJ ein „verdecktes Tapering“ vorzuwerfen. Wir gehen jedoch nicht davon aus, dass die Zentralbank ihr Kaufprogramm auslaufen lässt und ihre Suche nach geeigneten Vermögenswerten allmählich ausweitet.

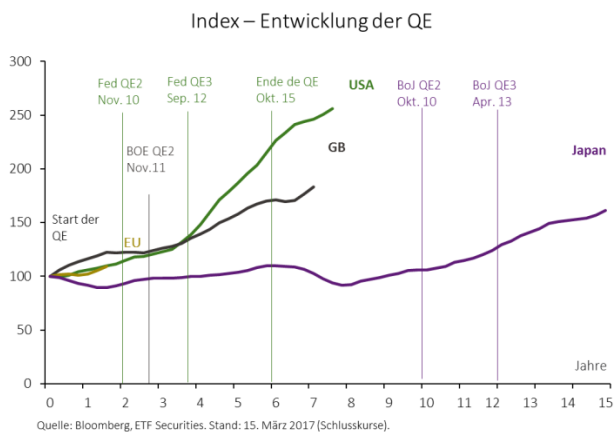
Nach einem Jahrzehnte währenden Deflationsdruck ist die Inflation in Japan zum ersten Mal seit zwei Monaten gestiegen, womit Japan das Land ist, in dem die Inflation den Konsens am stärksten übertroffen hat. Diese Gewinne sind jedoch größtenteils auf den schwächeren Yen und die Erholung bei den Ölpreisen zurückzuführen. Der von der Angebotsseite ausgehende Druck ist äußerst gering: Das Lohnwachstum verläuft nach wie vor gedämpft und die Kerninflation hat die Null-Prozent-Marke nur knapp überschritten – zum ersten Mal seit Mitte 2015. Anders als in der Eurozone, wo wir ein Auslaufen der quantitativen Lockerung erwarten, sind wir der Ansicht, dass die Spekulationen im Hinblick auf Japan unbegründet sind.

### Kein Lohndruck auf Kern-VPI



Quelle: Factset, ETF Securities. Stand: 14. März 2017 (Schlusskurse).

Es ist unwahrscheinlich, dass die „Deflationsängste“, auf die sich die BOJ bezieht, so schnell abklingen werden wie in der Eurozone. Die Deflation hat Japan seit vielen Jahren fest im Griff: Die seit 15 Jahren anhaltenden und ausgeprägten quantitativen und qualitativen Lockerungsmaßnahmen der BOJ lassen darauf schließen, dass das Problem tief in der japanischen Psyche verankert ist (weiter unten wird veranschaulicht, welchen Einfluss die QE in den verschiedenen Ländern hat).



Die BOJ ließ kürzlich verlauten, dass die „Inflationserwartungen in einer Schwächephase angehalten haben“ und der Preisanstieg „zwei Prozent übersteigen und sich stabil über der Zielvorgabe einpendeln dürfte“. Da sich die BOJ für ein Überschießen der Inflation einsetzt, hat es den Anschein, dass die quantitative und qualitative Lockerung (QQE) noch einige Zeit fortgesetzt wird. Gleichwohl erwarten wir, dass die BOJ bei der Umsetzung ihrer QQE-Politik einen anderen Kurs einschlagen könnte, um Restriktionen auf dem inländischen Markt für japanische Staatsanleihen zu vermeiden. So könnte die BOJ im Hinblick auf zehnjährige japanische Staatsanleihen eine Renditespanne anstelle einer Punktschätzung anstreben.

### Zinsanstieg in Großbritannien

Die Gefahr einer schwächeren Konjunktur infolge eines EU-Austritts ließ die britische Volkswirtschaft bislang unbeeindruckt – anders als das Pfund Sterling. Die Zinserwartungen des Marktes sind in den letzten Monaten uneinheitlich gewesen, und die Wahrscheinlichkeit, dass die BOE gegen Jahresende eine Zinserhöhung vornehmen wird, liegt bei lediglich 14 Prozent.



Wir rechnen zwar nicht mit einer weiteren Drosselung der BOE, gleichwohl sind wir der Ansicht, dass sie die nach dem EU-Referendum vorgenommene Zinssenkung rückgängig machen wird, weil die wirtschaftlichen Schreckensszenarien nicht eingetroffen sind. Eine Zinsanhebung wird dem Pfund Sterling einen weiteren Abwärtsschutz bieten. Dagegen erwarten wir, dass sich das Performance-Gefälle zwischen in Großbritannien notierten Unternehmen mit kleiner und großer Marktkapitalisierung verkleinern wird, wenn die Vorteile eines schwächeren Pfund Sterling schwinden (was Large-Cap-Aktien Auftrieb verliehen hatte).

# Tech-Aktien: strukturelles Wachstum attraktiv bewertet

Von Michael Wang – Director –Equity Strategist | [michael.wang@etfsecurities.com](mailto:michael.wang@etfsecurities.com)

## Überblick

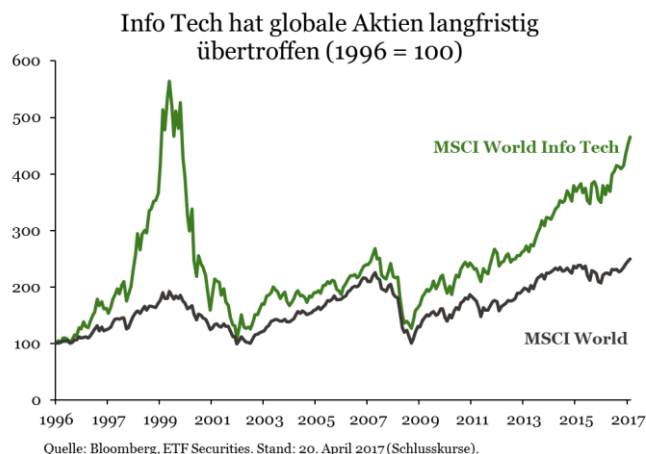
Die Weltwirtschaft wird nach wie vor maßgeblich von technologischen Innovationen angetrieben. Langfristige Themen wie die Cyber-Sicherheit, künstliche Intelligenz und Cloud-Infrastrukturen dürften die Ausgaben im Technologiebereich in den kommenden Jahrzehnten nachhaltig vorantreiben. Unterstützung bietet auch die günstige demographische Entwicklung, insbesondere in den Schwellenländern.

Globale Technologieunternehmen waren in der Lage, diese Kräfte zu nutzen, um den Gesamtmarkt langfristig zu übertreffen. Dieser Sektor verzeichnete von allen globalen Sektoren in den vergangenen zwei Jahrzehnten das höchste Ertragswachstum. Auch beim Dividendenwachstum und bei den Bilanzen kann diese Branche mit den besten und stärksten Ergebnissen aufwarten. Wir gehen davon aus, dass sich die Outperformance-Trends fortsetzen, wenn die strukturellen Wachstumstreiber weiterhin Wirkung zeigen.

Die Bewertungen sind derzeit attraktiv, doch der möglicherweise zunehmende Handelsprotektionismus stellt ein Risiko dar.

## Technologiesektor bietet strukturelles Wachstum

Technologische Innovationen bringen nicht nur neue Produkte und Dienstleistungen hervor, sie bewirken auch grundlegende Veränderungen in der Funktionsweise von Volkswirtschaften und in der Lebensweise von Verbrauchern. Da Technologien günstiger werden und leichter verfügbar sind (Mooresches Gesetz), könnte die „alten Wirtschaft“ zunehmend überflüssig werden.



Es gibt mehrere Schlüsselbereiche mit langfristigem Wachstumspotenzial, die in den kommenden Jahrzehnten im Technologiesektor voraussichtlich zu steigenden Ausgaben führen werden:

**Cyber-Sicherheit:** Es kommt immer häufiger zu Datenschutzverletzungen, was Anbietern von Sicherheitssoftware Wachstumsmöglichkeiten eröffnet.

**Internet:** Der E-Commerce macht den bestehenden stationären Händlern nach wie vor Marktanteile abspenstig und profitiert von der steigenden Internetnutzung in den Schwellenländern.

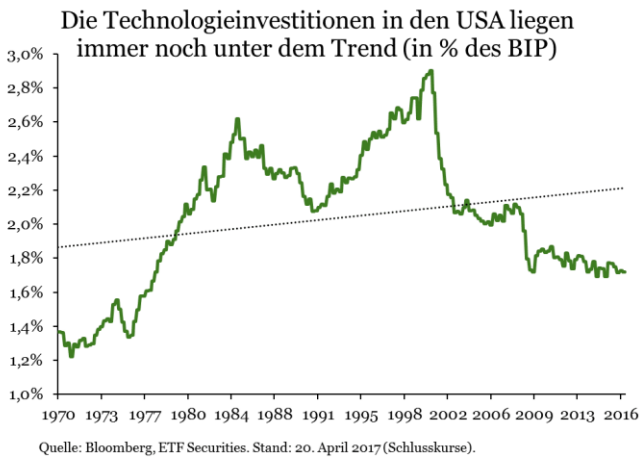
**Cloud-Infrastruktur:** Unternehmen verwalten ihre IT-Strukturen zunehmend per Fernzugriff (beispielsweise werden Informationen und Dienstleistungen über das Internet verwaltet und dort gespeichert).

**Künstliche Intelligenz (AI):** Die Rechenleistung ist inzwischen so stark, dass künstliche Intelligenz Wirklichkeit werden könnte. Diese Entwicklung hat das Potenzial, nahezu jedes Segment der Wirtschaft beeinflussen, vom Gesundheitswesen bis hin zur Fertigung. Laut einer jüngsten Studie könnte das BIP-Wachstum von 12 Industrienationen durch die Anwendung künstlicher Intelligenz bis 2035 verdoppelt werden<sup>1\*</sup>.

<sup>1\*</sup>(2017) [https://www.accenture.com/gb-en/insight-artificial-intelligence-future-growth?c=ad\\_giukFY17\\_10000026&n=bac\\_0117](https://www.accenture.com/gb-en/insight-artificial-intelligence-future-growth?c=ad_giukFY17_10000026&n=bac_0117)

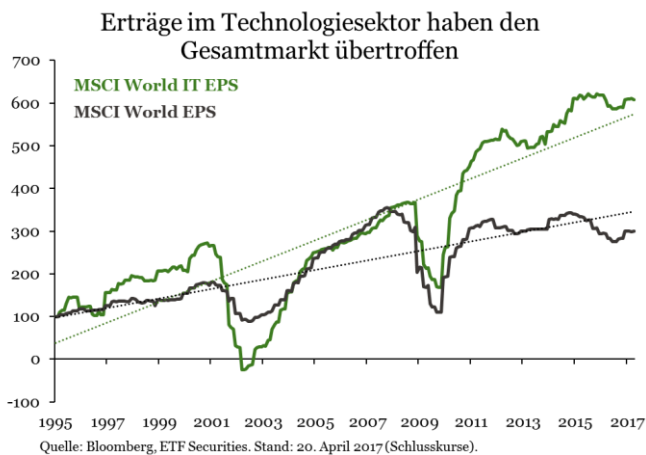
Rückenwind bietet auch die weltweite demographische Entwicklung, da die Nutzung von Technologien mit dem Alter invers zunimmt. Insbesondere in den Schwellenländern, in denen jüngere Menschen einen höheren Prozentsatz der Bevölkerung ausmachen, wird die Nutzung von Technologien wahrscheinlich immer selbstverständlicher (Stichwort „Digital Natives“).

Investitionen in Technologien können im Verhältnis zum BIP noch weiter steigen. Seit der großen Finanzkrise stagnieren in den USA die „Tech“-Ausgaben im Verhältnis zum BIP.



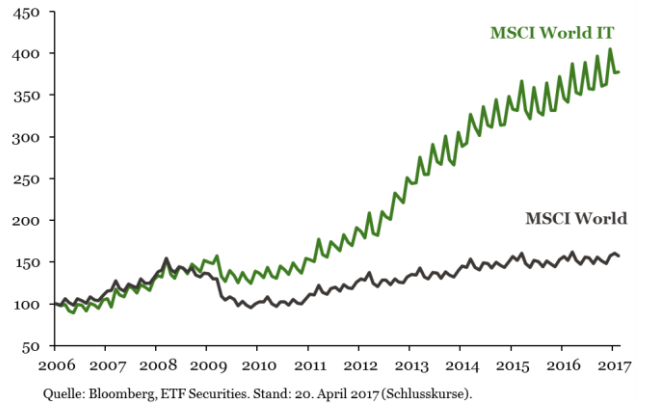
### Tech-Aktien weiterhin attraktiv bewertet

Aktien aus dem Technologiesektor haben in den letzten zwei Jahrzehnten höhere Ertragszuwächse verzeichnet als Titel aus jedem anderen Sektor. Darin spiegelt sich die Fähigkeit der Unternehmen, die oben genannten strukturellen Wachstumsthemen in Gewinne umzuwandeln. Technologiewerte konnten ihren Gewinn je Aktie (EPS) seit 1995 um mehr als 500 Prozent steigern. Dagegen verzeichnete der breite Markt lediglich Zuwächse von 250 Prozent. Damit legte der Gewinn je Aktie mit einer jährlichen Wachstumsrate von 8,5 Prozent zu. Die Wachstumsrate des Marktes betrug dagegen 5 Prozent.

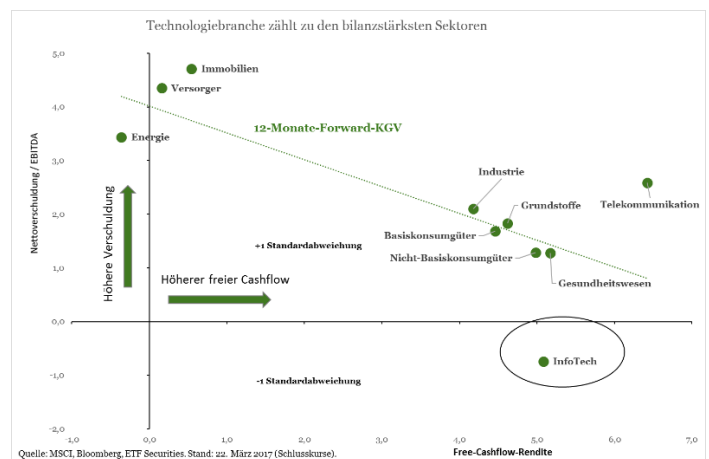


Zweitens verbuchen viele Technologieunternehmen einen starken Cashflow, der bei einigen Technologiewerten bis zu 25 Prozent der Bewertung ausmacht. Diese hohe Liquidität hat das Dividendenwachstum in der Branche vorangetrieben. Die Dividende je Aktie ist im Technologiesektor dreimal so schnell gewachsen wie auf dem Gesamtmarkt.

Wachstum der Dividende je Aktie (2006 = 100)



Drittens sind Technologieaktien deshalb attraktiv, weil sie sowohl defensive als auch zyklische Merkmale aufweisen und somit gut positioniert sind, um unterschiedlichen Marktbedingungen gerecht zu werden. Da Technologieunternehmen in strukturellen Wachstumsbereichen aktiv sind, erwirtschaften sie normalerweise relativ stabile und damit defensive Umsätze. Darüber hinaus gehören ihre Bilanzen zu den stärksten des Marktes. Gleichzeitig korrelieren die Erträge in der Technologiebranche stark mit einer anziehenden BIP-Dynamik, wodurch sie Merkmale eines zyklischen Sektors aufweist. Das Investitionswachstum im US-amerikanischen Technologiesektor wies in der Vergangenheit ein Beta von rund 2,3x des realen BIP-Wachstums in den USA auf. Trotzdem kann die Technologiebranche aufgrund ihrer sowohl defensiven als auch zyklischen Merkmale über den gesamten Wirtschaftszyklus hinweg gut abschneiden.



Während einige bekannte Technologieunternehmen zu erhöhten Bewertungskennzahlen gehandelt werden, trifft dies nicht auf den gesamten Sektor zu. Selbst auf kapitalisierungsgewichteter Basis werden globale Technologiewerte im Verhältnis zum Markt mit einem 12-Monats-Forward-KGV gehandelt, das sich seinem 20-Jahres-Tief nähert, und trotz des herausragenden Wachstumsausblicks hat die Dividendenrendite ein 20-Jahres-Hoch erreicht.



Der zunehmende Handelsprotektionismus stellt für den Sektor eine Gefahr dar, da Technologieunternehmen inzwischen stark globalisiert sind. Die Branche wird heute von Unternehmen beherrscht, die auf den globalen Handelsrahmen angewiesen sind, um ihre Güter und Dienstleistungen durch die internationalen Lieferketten zu schleusen. Es ist noch nicht abzusehen, welche Haltung die neue US-Regierung einnehmen wird. Doch wenn die protektionistische Rhetorik weiter zunimmt, hätte dies negative Begleiterscheinungen.

**Fazit:** Mit globalen Technologiewerten können nicht nur Diversifizierungsvorteile erzielt werden. Sie ermöglichen auch ein Engagement in einem der dynamischsten strukturellen Wachstumsthemen des Marktes. Globale Technologieunternehmen haben sich auf lange Sicht besser als der Gesamtmarkt entwickelt. In Anbetracht der herausragenden Ertragsaussichten des Sektors und seiner attraktiven Bewertungen dürfte sich dieser Outperformance-Trend fortsetzen.

# Inflationsindexierte Anleihen erhöhen risikobereinigte Rendite des Portfolios

Von Morgane Delledonne – Associate Director – Fixed Income Strategist | [morgane.delledonne@etfsecurities.com](mailto:morgane.delledonne@etfsecurities.com)

## Überblick

In Zeiten steigender Inflations- und Wachstumsraten schneiden inflationsindexierte Anleihen durchschnittlich um 3 Prozent besser ab als Nominalanleihen.

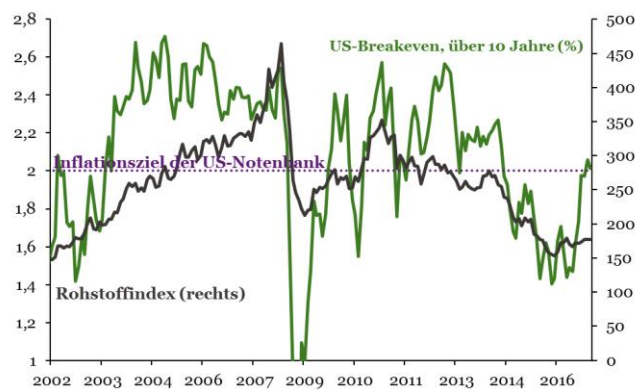
Inflationsindexierte Anleihen sind nach wie vor besser für den langfristigen Kapitalschutz als für eine kurzfristige Inflationsabsicherung geeignet.

Wir haben festgestellt, dass Portfolios mit inflationsindexierten Anleihen eine geringere Volatilität und höhere risikobereinigte Renditen erzielen. Inflationsindexierte Anleihen sind auch ein effizientes Mittel, um eine stärkere Diversifizierung zu erreichen.

## Moderater Inflationsausblick

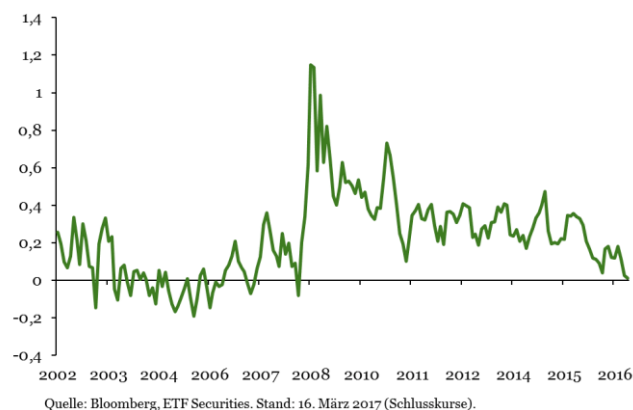
Die langfristigen Renditen werden am stärksten von den Inflationserwartungen sowie von den Erwartungen hinsichtlich der künftigen kurzfristigen Zinssätze angetrieben. Die Break-even-Inflationsrate (die Differenz zwischen der Rendite einer nominalen Staatsanleihe und der Rendite einer inflationsindexierten Staatsanleihe mit identischer Laufzeit) spiegelt die Inflationserwartungen und den Risikoaufschlag aufgrund der mit Unsicherheit behafteten Inflationsentwicklung. Die Break-even-Rendite (über 10 Jahre) ist in den USA zwischen 2014 und 2015 auf unter 2 Prozent gesunken – im Einklang mit dem Rückgang der Rohstoffpreise und dem wahrgenommenen Deflationsrisiko. In Vorwegnahme einer strafferen Geldpolitik, der wachstumsorientierten Maßnahmen von Trump und eines besseren Ausblicks für die Energiepreise kam es im August 2016 dann zu einer drastischen Erholung. Die meisten Markt- und Umfrageindikatoren für die Inflationserwartungen nähern sich inzwischen dem Inflationsziel der US-Notenbank (2 Prozent).

Inflationserwartungen



Der 10- bis 5-jährige Break-even-Spread ist kürzlich jedoch auf Null gesunken, was darauf hindeutet, dass die Marktteilnehmer kurzfristig einen Inflationsanstieg erwarten, aber noch nicht davon überzeugt sind, dass sich die Inflation im Verlauf des nächsten Jahrzehnts weiter beschleunigen wird.

Break-even, 10-5 Jahre (PP.)

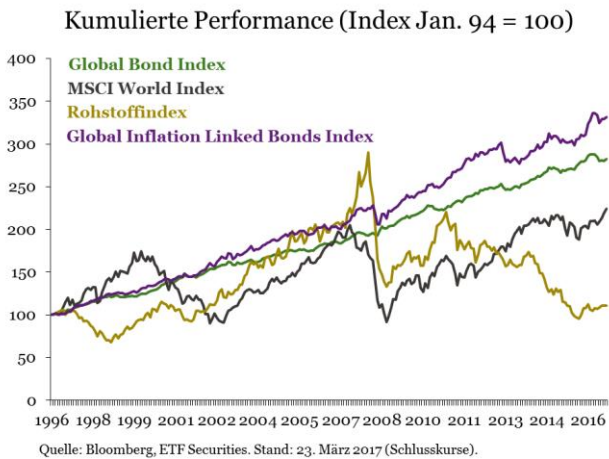


Wir sind der Ansicht, dass strukturelle Schwierigkeiten – darunter die alternde Bevölkerung, das niedrige Produktivitätswachstum und der problematisch globale Schuldenüberhang – eine konjunkturelle Überhitzung verhindern werden. Dies mindert die Wahrscheinlichkeit einer langfristig steigenden Inflation. Die Volatilität bei den Rohstoffpreisen wird sich wahrscheinlich auch weiterhin in schwankenden Inflationskennzahlen niederschlagen.

## Strategie in einem weltweit inflationären Umfeld

In einem Umfeld steigender Wachstums- und Inflationsraten verringern die Anleger normalerweise ihr Durationsengagement und übernehmen mehr Kreditrisiken. Um sich vor einem inflationsbedingten Kapitalverzehr zu schützen, können Anleger auf den Anleihemärkten auch ihr Engagement in inflationsindexierten Anleihen erhöhen oder vermehrt auf „Linker“ wie inflationsindexierte US-Anleihen (TIPS) setzen. Linker schützen das Kapital vor der realen Inflation. Ihre nominellen Kupon- und Kapitalrückzahlungen werden um den Anstieg des zugrundeliegenden Preisindex bereinigt (bei TIPS wird beispielsweise der US-amerikanische Verbraucherpreisindex herangezogen). Auf diese Weise bleibt der reale Wert der Zahlungen unverändert. Linker gehen mit niedrigeren Kuponzahlungen als herkömmliche Anleihen einher, bei Fälligkeit ist jedoch eine höhere Kapitalrückzahlung zu leisten. Anders ausgedrückt: Linker bieten bessere Renditen, wenn sie bis zur Fälligkeit gehalten werden.

Im vergangenen Jahrzehnt haben globale Linker besser abgeschnitten als alle anderen Anlageklassen.

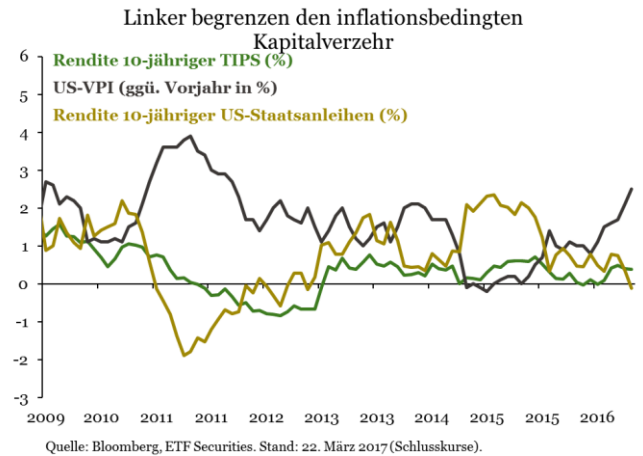


In Phasen steigender Inflations- und Wachstumsraten haben TIPS in den USA generell um 3 Prozent besser abgeschnitten als Nominalanleihen. War das Wachstum dagegen rückläufig, lagen Linker grundsätzlich 2 Prozent hinter Nominalanleihen.

	Rohstoffe	US-TIPS	US-Aktien	US-Staatsanleihen
Steigende Inflation	8,2%	7,0%	5,4%	5,2%
Sinkende Inflation	4,3%	6,1%	10,1%	4,6%
Steigendes Wachstum	11,1%	5,8%	13,4%	2,9%
Sinkendes Wachstum	-8,0%	2,7%	2,3%	4,4%

Quelle: Bloomberg, ETF Securities. (Im Zeitraum zwischen 1997 und 2017)

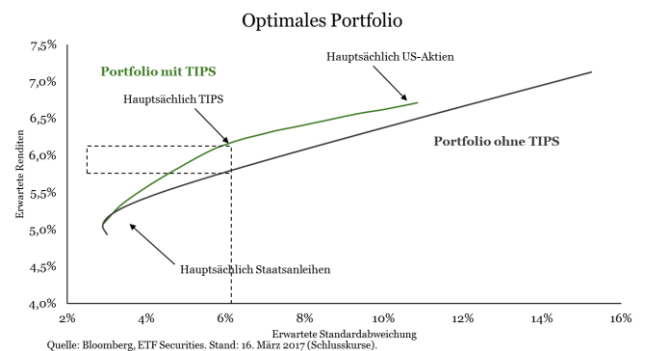
Obwohl die Geldpolitik in den USA gestrafft wurde, hat die höhere Inflation den Anstieg der Nominalrenditen mehr als ausgeglichen. Dadurch gaben die realen Renditen herkömmlicher Anleihen nach. Die mit Linker erwirtschafteten Renditen sind jedoch nach wie vor weitgehend stabil.



## Linker in Portfolios

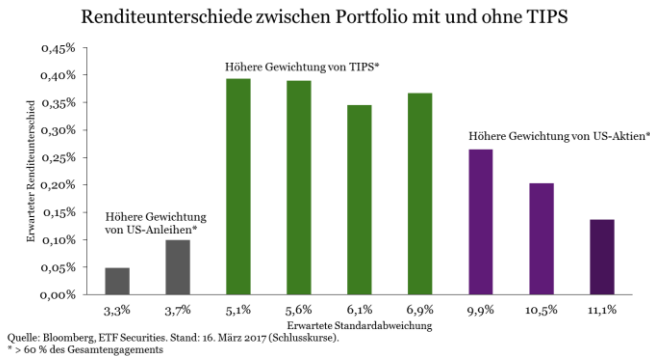
Im Kontext von Portfolioanlagen und Anleihen sind Linker effiziente Diversifizierungsinstrumente, denn sie weisen nur eine geringe Korrelation mit anderen Anlageklassen wie Aktien und Rohstoffen auf.

Darüber hinaus haben wir festgestellt, dass ein Portfolio mit US-Anleihen, einschließlich TIPS und US-Aktien, weniger volatil ist und eine höhere risikobereinigte Rendite erzielt als ein vergleichbares Portfolio ohne TIPS. In der nachfolgenden Abbildung werden für beide Portfolios die „Efficient Frontiers“ veranschaulicht – damit wird ein Set aus optimalen Portfolios bezeichnet, das bei einem gegebenen Risiko die höchste erwartete Rendite und bei einer gegebenen erwarteten Rendite das geringste Risiko aufweist. Aus den Ergebnissen geht hervor, dass TIPS in einem breiten Anleihen- und Aktienportfolio ein effizientes Mittel sind, um das Risiko zu reduzieren und die Rendite zu erhöhen. Das Portfolio mit TIPS erzielt bei einem identischen Risiko (z. B. 6 Prozent) eine höhere erwartete Rendite (6,2 Prozent) als das Portfolio ohne TIPS (5,8 Prozent).



Unter taktischen Gesichtspunkten hängt die strategische Entscheidung für ein Engagement in Linker oder Nominalanleihen vorrangig von den Wirtschaftsbedingungen ab. Linker sind in Erholungs- und Inflationsphasen attraktiver, wenn die Zentralbanken die geldpolitischen Rahmenbedingungen straffen. Dagegen durchlaufen Nominalanleihen in Rezessionsphasen, wenn die Zentralbanken ihre Geldpolitik lockern, eine überdurchschnittliche Wertentwicklung.

Unsere Analyse zeigt jedoch, dass inflationsindexierte Anleihen langfristig als Kernanlage eines Portfolios betrachtet werden sollten. Um die zusätzlichen erwarteten Renditen zu maximieren, die mit TIPS in einem Portfolio erzielt werden können, müssten TIPS jedoch mehr als 60 Prozent des Gesamtportfolios der Anleger ausmachen.



Da wir uns auf ein weltweit inflationäres Umfeld zubewegen, könnten Anleiheanleger ihr Durationsrisiko senken und ihr Kreditrisiko erhöhen. Zudem könnten Anleger ihr Portfolio mit inflationsindexierten Anleihen aufstocken, um dieses zu optimieren und einen langfristigen Kapitalschutz zu erzielen, anstatt mit diesen eine kurzfristige Inflationsabsicherung vorzunehmen.

Unseres Erachtens dürften die strukturellen Probleme im nächsten Jahrzehnt weiterhin einen Abwärtsdruck auf Wachstum und Inflation ausüben. Deshalb sind wir gegenüber globalen Anleihen neutral eingestellt und bevorzugen Anleihen aus den Schwellenländern sowie Hochzinsanleihen.



# Zinsanstieg macht Schwächen sichtbar

Von James Butterfill – Head of Research & Investment Strategy | [james.butterfill@etfsecurities.com](mailto:james.butterfill@etfsecurities.com)

## Überblick

**Wir haben festgestellt, dass die Schuldendienstquoten in Großbritannien jedes Mal um 0,7 Prozent steigen, wenn die Bank of England den Zinssatz um 1 Prozent anhebt.**

**Der FTSE 100 hat im Vergleich zu Aktien aus Europa und den USA eine weitaus geringere Zinsdeckungsquote.**

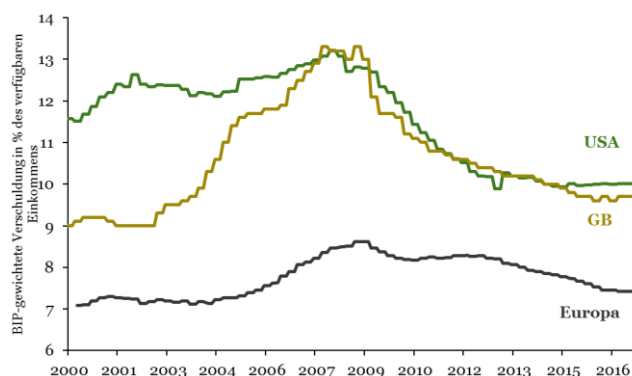
**Trotz des potenziellen Verschuldungsgrades kleinerer Unternehmen: In den USA sind diese besonders anfällig für Zinssteigerungen**

Wir sind der Ansicht, dass die beispiellos lockere Geldpolitik, die von den Zentralbanken in den letzten neun Jahren verfolgt wurde, in gewissen Bereichen der Wirtschaft zu Verzerrungen geführt hat. In der Vergangenheit haben wir bereits unsere Einschätzung geäußert, dass die lockere Geldpolitik teilweise für die populistischen Wellen in der Politiklandschaft der Industrienationen verantwortlich ist. Nun möchten wir uns mit der Frage beschäftigen, wie sich die lockere Geldpolitik auf die Privathaushalte und Unternehmen ausgewirkt hat (wenn überhaupt) – und was passieren könnte, wenn die geldpolitischen Rahmenbedingungen weiter gestrafft werden.

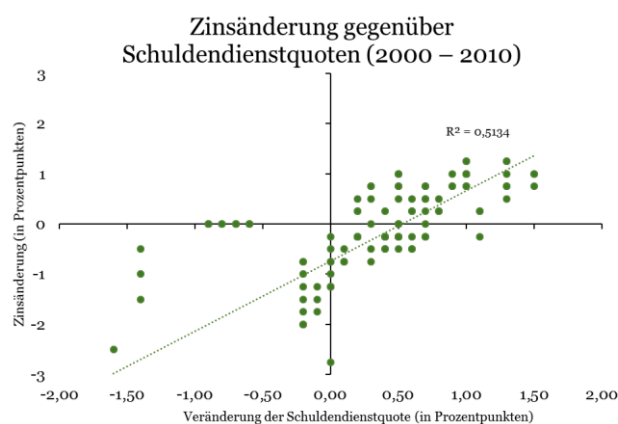
## Britische Haushalte anfällig gegenüber steigenden Zinsen

Die Privathaushalte sind angesichts der aktuellen Zinssätze nicht übermäßig verschuldet. Der Anteil des verfügbaren Einkommens, der für den Schuldendienst verwendet wird, ist in den USA von seinem Spitzenstand (13 Prozent) inzwischen auf 10 Prozent gefallen. Die Schuldendienstquoten in Europa und Großbritannien zeigen ähnliche Trends.

### Schuldendienstquoten der Privathaushalte



Wider Erwarten haben wir festgestellt, dass geänderte Zinsen in den USA oder Europa keinen Einfluss auf die Schuldendienstquoten haben. Das gilt jedoch nicht für Großbritannien. Wir haben herausgefunden, dass die Schuldendienstquoten jedes Mal um 0,9 Prozentpunkte steigen, wenn die Bank of England den Zinssatz um 1 Prozent anhebt. Britische Privathaushalte scheinen empfindlicher auf Zinsänderungen zu reagieren, da der Anteil variabel verzinslicher Schulden in Großbritannien höher ist.

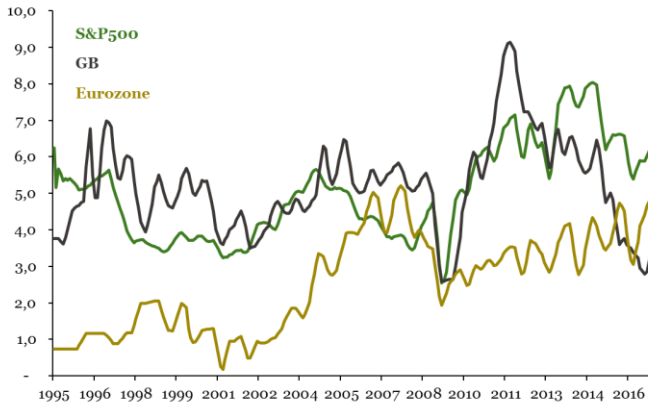


Großbritannien ist weitaus anfälliger gegenüber einem steigenden Zinsumfeld. Unseren Schätzungen zufolge würden sich die Schuldendienstquoten von 9,7 Prozent auf 11,9 Prozent erhöhen, wenn die Zinssätze wieder auf ihre Höchststände vor der Kreditkrise klettern (5,25 Prozent). Damit würden sich die Quoten wieder den Spitzenständen nähern, die im Jahr 2007 verzeichnet wurden. Die Niederlande, Australien und Südkorea zählen zu den weiteren Regionen, in denen die Schuldendienstquoten alarmierend hoch sind. Hier machen die Schuldendienstquoten jeweils 18 Prozent, 15 Prozent und 11 Prozent des verfügbaren Haushaltseinkommens aus.

## Schuldendienstfähigkeit der Unternehmen

Die Zinssensitivität von Unternehmen lässt sich effektiv ermitteln, wenn man ihre Fähigkeit zur Bedienung ausstehender Schulden als Maßstab heranzieht.

Zinsdeckungsquote



Quelle: Bloomberg, ETF Securities. Stand: 21. März 2017 (Schlusskurse).

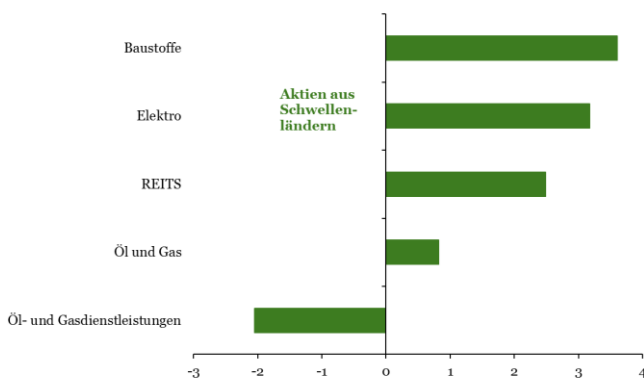
Unseres Erachtens kann diese Sensitivität am besten anhand der Zinsdeckungsquote (EBIT / Zinsaufwand) gemessen werden. Eine Zinsdeckungsquote von über 3x wird als positiv betrachtet. Eine Zinsdeckungsquote von unter 1,5x wird dagegen gemeinhin als Hinweis darauf gewertet, dass ein Unternehmen Probleme bei der Bedienung seiner Schulden hat.

Auf regionaler Ebene weisen Europa und die USA die besten Zinsdeckungsquoten auf (ähnlich wie bei den Privathaushalten). Dagegen hat sich die Zinsdeckung in Großbritannien deutlich verschlechtert und fiel von 9x im Jahr 2012 auf den heutigen Stand von lediglich 3,4x.

Der FTSE 100 ist verwundbar

Großbritannien liegt weit unter der Zinsdeckung, die in Europa und den USA verzeichnet wird (jeweils 5x und 6,3x). In Europa lassen sich jedoch auch schwächere Regionen ausfindig machen. So liegt die Zinsdeckungsquote in Italien bei nur 2x. In Großbritannien ist es der FTSE 100, der im Vergleich zum FTSE 250 eine viel niedrigere Deckung aufweist. Wenn man die Daten nach Branchen gliedert, wird deutlich, dass Sektoren mit einem Bezug zu Rohstoffen und Immobilien am anfälligsten sind.

Zinsdeckungsquote (EBIT / Zinsaufwendungen)



Quelle: Bloomberg, ETF Securities. Stand: 22. März 2017 (Schlusskurse).

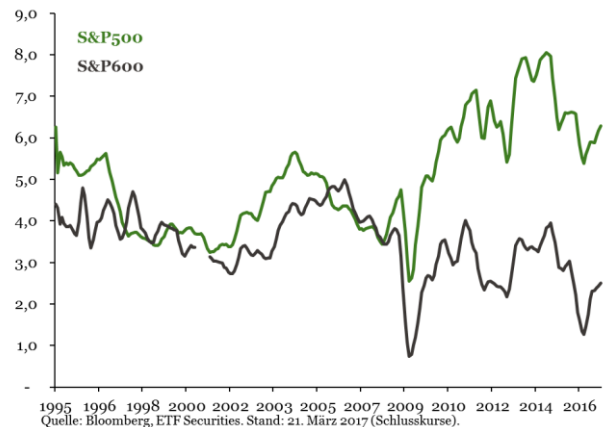
Wir haben herausgefunden, dass diese Sektoren und Regionen auch im Hinblick auf ihren EBIT eine mangelnde Konsistenz aufweisen und die höchsten EBIT-Schwankungen verzeichnen. Aufgrund der Volatilität des EBIT sind diese Sektoren anfälliger gegenüber Zinssteigerungen.

Small Caps in den USA sind gefährdet

Kleinere US-Unternehmen unterscheiden sich von ihren größeren US-Pendants. War in der Vergangenheit noch eine hohe Korrelation zwischen kleinen und großen Unternehmen festzustellen, driften ihre Zinsdeckung inzwischen auseinander. Größere Unternehmen profitieren von Zinssätzen und Finanzierungskosten, die ihren kleineren Pendants nicht zur Verfügung stehen. Gleichwohl ist das Kreditvolumen von Kleinunternehmen nach dem Tiefpunkt 2010 schneller gewachsen als das von Großunternehmen. So stiegen die gewerblichen Kleinkredite um 44 Prozent, während das Kreditwachstum größerer Unternehmen 39 Prozent betrug.

Auf Sektorebene gehören REITS offensichtlich zur Gruppe jener S&P 500-Unternehmen, die empfindlich auf Zinssteigerungen reagieren. Diese weisen eine niedrige Zinsdeckungsquote und hohe Bewertungen auf. Da sich die Anleger von „Bond Proxies“ (Aktien mit Anleihencharakter) abwenden, dürfte die Nachfrage nach REITS stocken. Der Öl- und Gassektor gibt ebenso ein besonders schwaches Bild ab, insbesondere nach einem Jahr äußerst niedriger Ölpreise. Die Erträge in diesem Sektor werden sich wahrscheinlich aber wieder erholen, da jüngst Kostensenkungen erzielt wurden. Die Akquisitionen und Biotech-Investitionen im Small-Cap-Segment des Pharmasektors hatten zur Folge, dass dieser auch besonders empfindlich auf steigende Zinsen reagiert. So liegt die aktuelle Zinsdeckungsquote bei -3x.

Zinsdeckungsquote S&P600 ggü. S&P500



Quelle: Bloomberg, ETF Securities. Stand: 21. März 2017 (Schlusskurse).

Trotz des potenziellen Verschuldungsgrads kleinerer Unternehmen sind diese in den USA besonders anfällig gegenüber Zinssteigerungen. Die Bewertungen dieser Unternehmen sind ebenfalls hoch und reif für eine Korrektur: Die zyklisch bereinigten Preis-/Gewinnbewertungen liegen gegenwärtig im 93. Perzentil. Die Schuldendienstfähigkeit dieser Unternehmen ist im Vergleich zu ihren größeren Pendants schlecht.

Das implizite Risiko wird unterbewertet

Die durch Optionen implizierte Volatilität im S&P500 wird unterbewertet. Eine Zinssteigerung könnte dazu führen, dass sich die Verzerrungen, die den VIX auf einem niedrigen Niveau gehalten haben, ungeordnet auflösen.

Die steile Laufzeitstruktur des VIX ist vermutlich das Ergebnis der jahrelang lockeren Geldpolitik, die zu verzerrten Marktbewertungen geführt hat. Paradoxiertweise ermöglicht die steile Laufzeitstruktur renditehungrigen Anlegern, die Short-Positionen im VIX eingehen, eine positive Rendite (was einen Carry-Trade darstellt). Die Steilheit der Laufzeitstruktur spiegelt auch die Zukunftsängste einiger Anleger wider. Gleichwohl war diese Steilheit bereits viele Jahre vor den aktuellen Tiefständen des VIX vorhanden. In gewisser Weise schaukeln sich die Carry-Trades und die Zukunftsängste gegenseitig auf.

Dies hat dazu geführt, dass die Netto-Positionierung des VIX an der CTFC ein Rekordtief erreicht hat. Das deutet darauf hin, dass eine höhere Anzahl an Anlegern Short-Positionen hält und diesen Carry-Trade ausnutzt. Die höheren Zinsen wiederum

könnten angesichts der gegenwärtigen Übertreibung eine ungeordnete Auflösung dieser Short-Positionen zur Folge haben und die Volatilität anheizen.

Um jene Bereiche zu isolieren, die am empfindlichsten auf Zinssteigerungen reagieren, haben wir uns die Bereiche mit der höchsten Schuldenlast angeschaut, also kleinere US-Unternehmen, den FTSE 100 und britische Privathaushalte. Wir sind nach wie vor der Ansicht, dass die Zentralbanken der Industrienationen weiterhin eine Gratwanderung zwischen Inflation und Rezession vollziehen werden und folglich an ihrer „gemäßigten Straffung“ festhalten. Dies legt nahe, dass einige dieser Marktverzerrungen noch einige Zeit andauern könnten. Eine plötzliche Zinserhöhung stellt für Unternehmen und Haushalte mit hohen Zinsaufwendungen die größte Gefahr dar.

## Wenig Ehre unter den Mitgliedern des OPEC-Kartells

Von Nitesh Shah – Director –Commodity Strategist | [nitesh.shah@etfsecurities.com](mailto:nitesh.shah@etfsecurities.com)

### Überblick

Auch wenn einzelne OPEC-Länder, die an dem Abkommen über Produktionskürzungen beteiligt sind, ihre Quoten nahezu erfüllt haben: Das Kartell als Gruppe hat die geplante Kürzung um 1,2 Millionen Barrel lediglich zu 83 Prozent umgesetzt.

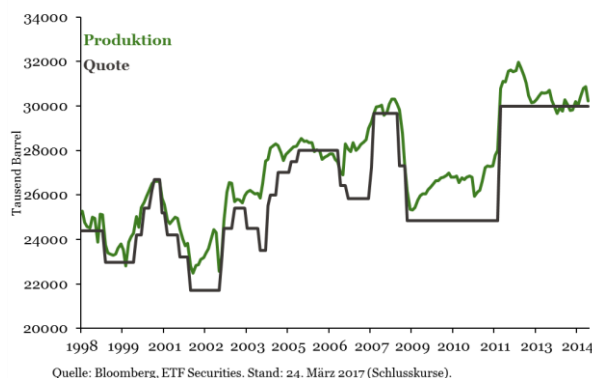
Eine Verlängerung des Abkommens dürfte sich schwierig gestalten, denn die teilnehmenden Länder außerhalb der OPEC schneiden bei der Erfüllung ihrer Vorgaben weitaus schlechter ab und fordern mehr Zeit, um die Marktbedingungen einzuschätzen.

Durch die Kürzung der Fördermenge wurden Marktanteile an die USA abgegeben. Es ist schwer zu glauben, dass die OPEC weiterhin in Kauf nehmen wird, bis zu einer deutlichen Preiserholung Marktanteile zu verlieren. Die steigende US-Produktion deckelt die Preise.

### Das schlechte Abschneiden der OPEC bei der Einhaltung der Quoten

Im November 2016 machte die OPEC Schlagzeilen, als sie bekannt gab, die Produktion gegenüber den im Oktober verzeichneten Mengen um 1,2 Millionen Barrel zu kürzen. Das Kartell verabschiedete sich damit von seiner vorherigen Zweijahresstrategie, die eine Maximierung des Marktanteils vorsah. Darüber hinaus schaffte es das Kartell, einige Länder außerhalb der OPEC davon zu überzeugen, sich an den Produktionskürzungen zu beteiligen. Die Gruppe hat bei der Erfüllung von Quoten in der Vergangenheit jedoch schlecht abgeschnitten, und wir bezweifeln, dass es dieses Mal anders sein wird.

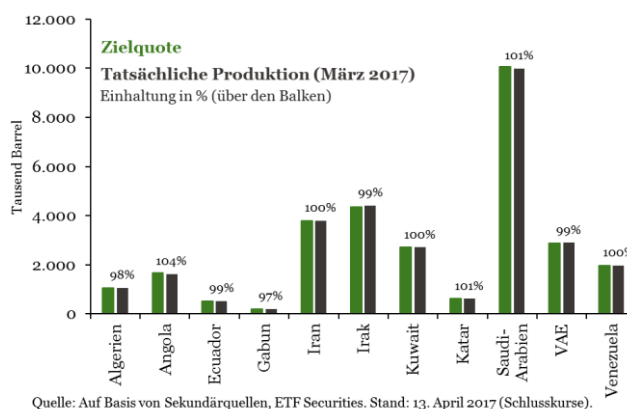
OPEC: Tatsächliche Produktion ggü. Quote



### Individuelle Förderquoten werden eingehalten

Das aktuelle OPEC-Abkommen sieht für die meisten Mitgliedsstaaten individuelle Förderquoten vor. Die meisten Länder mit Förderquoten schneiden gut ab und haben ihre Produktion fast auf die Zielvorgabe gedrosselt. Aus Sekundärquellen geht hervor, dass einige Länder die Produktion sogar stärker gekürzt haben, als dies erforderlich war.

Einhaltung des aktuellen Abkommens



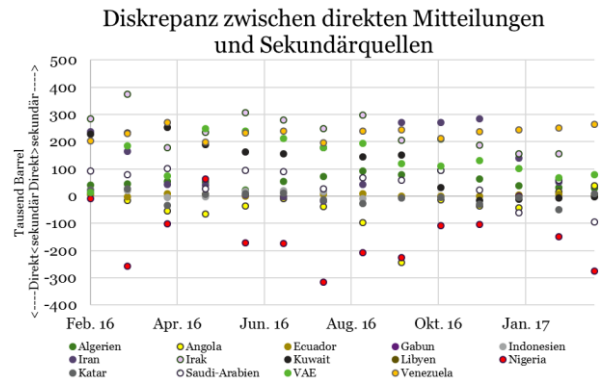
## Eine Illusion

Das OPEC-Abkommen vermittelte den Eindruck, dass das Kartell eine Produktionskürzung in Höhe von 1,2 Millionen Barrel vornehmen würde. Von einer solchen Drosselung ist das Kartell jedoch weit entfernt. Dies liegt darin begründet, dass eine Reihe von Ländern, einschließlich Libyen und Nigeria, von den Verpflichtungen des Abkommens befreit ist. Dem Iran war es gestattet, seine Produktion um 90.000 Barrel anzuheben (auch wenn die in der OPEC-Mitteilung angegebene Zielquote seltsamerweise niedriger war als die Fördermenge im Oktober). Der Referenzwert von Angola entspricht ehe der im September verzeichneten Produktionsmenge als der Fördermenge im Oktober. Der Referenzwert von Saudi-Arabien liegt über der Fördermenge, die im „Monthly Oil Market Report“ der OPEC im November veröffentlicht wurde (die Zahlen wurden vermutlich nach dem Treffen, auf dem die Quoten festgelegt wurden, korrigiert). Indonesien, das pro Tag rund 750.000 Barrel produziert, hat seine Mitgliedschaft etwa zum Zeitpunkt des Abkommens gekündigt, sodass es nun seine Produktion erhöhen kann.

Die Produktionskürzungen der OPEC (ohne Indonesien) belaufen sich auf lediglich 997.000 Barrel, nicht auf 1,2 Millionen Barrel. Deshalb hat das Kartell seine Verpflichtung nur zu 83 Prozent erfüllt.

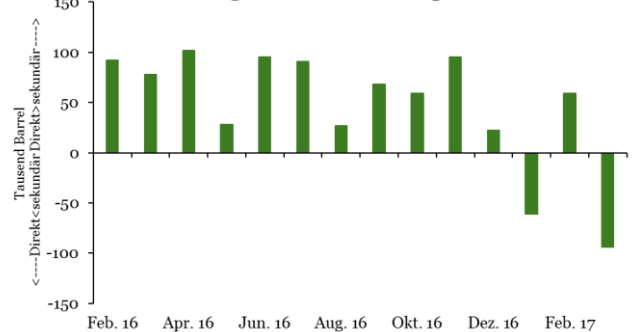
## Direkte Mitteilungen der OPEC gegenüber Sekundärquellen

Das Abkommen wurde auf Grundlage von Sekundärquellen austariert, um auf diese Weise die Referenzwerte festzulegen. Darüber hinaus werden diese Sekundärquellen zu Kontrollzwecken verwendet. Diese Sekundärquellen umfassen die Internationale Energieagentur, S&P Global Platts, Argus Media, U.S. Energy Information Administration und Petroleum Intelligence Weekly. Zudem meldet die OPEC auch die Mengen, die ihre eigenen Mitglieder glauben zu produzieren. Diese Daten sind jedoch unvollständig, da Libyen und Gabun darin nicht enthalten sind. Wenn man sich die Diskrepanzen anschaut, die im vergangenen Jahr zwischen diesen direkten Mitteilungen und Sekundärquellen auftraten, wird deutlich, dass die Meldungen durchweg einseitig sind. Die meisten OPEC-Länder sind der Ansicht, dass sie mehr produzieren, als die Sekundärquellen melden. Sie glauben also nicht, dass ihre Produktionsmenge so niedrig ist, wie dies aus Sekundärquellen hervorgeht.



Saudi-Arabien überschätzt ziemlich konstant die eigene Fördermenge (im Vergleich zu Sekundärquellen). Eine Ausnahme war Januar 2017, als das Land mit seinen Schätzungen zu niedrig lag. In diesem Monat musste es den anderen OPEC-Mitgliedern als Beispiel dienen und aggressive Produktionskürzungen vorweisen. So meldete das Land eine Produktionskürzung von 877.000 Barrel gegenüber Oktober 2016. Zum Vergleich: Das Abkommen sieht vor, die Produktion um 486.000 Barrel zu kürzen.

### Saudi-Arabien: Diskrepanz zwischen direkten Mitteilungen und Sekundärquellen



## Saisonalen Trends trotzen

Es war relativ einfach, die Fördermenge im Januar und Februar zu kürzen, denn die Produktion wurde nicht so weit zurückgefahren, wie dies in den letzten fünf Monaten 2016 normalerweise der Fall war. Saisonale Trends deuten darauf hin, dass in den kommenden Monaten Produktionssteigerungen anstehen. Wenn man die Fördermenge so niedrig hält, muss man saisonalen Trends trotzen.

### Monatliche Veränderung der Produktion in Saudi-Arabien

(in Tsd. Barrel)	Jan.	Feb.	Mrz.	Apr.	Mai.	Jun.	Jul.	Aug.	Sep.	Okt.	Nov.	Dez.
2017	-582	71	70									
2016	49	0	-10	10	59	205	181	-19	-38	-19	-47	-47
5-Jahres-Durchschnitt	-16	-9	75	73	89	118	138	-31	-45	-23	-75	-128

Quelle: Bloombergs Produktionsschätzungen der OPEC, ETF Securities (Stand: 23 März 2017).

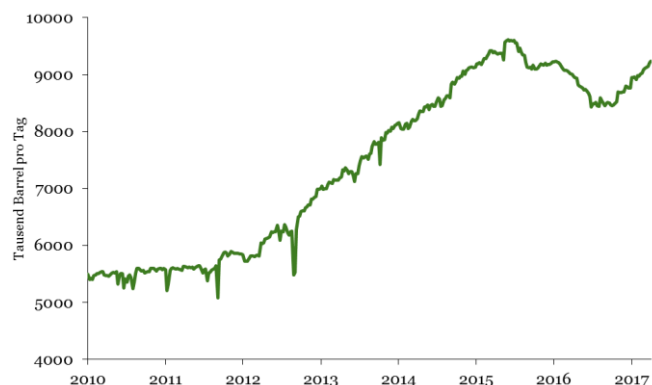
## Mitglieder außerhalb der OPEC

Während einzelne Mitglieder der OPEC mit ihren individuellen Förderquoten gut abschneiden, können die Mitglieder außerhalb der OPEC, die sich an dem Abkommen beteiligt haben, keine so gute Bilanz vorweisen. Das Abkommen war vermeintlich revolutionär, weil sich auch Länder außerhalb der OPEC daran beteiligten. Es hat jedoch den Anschein, als ob die OPEC den Großteil der Arbeit verrichtet. Russland, das größte Land außerhalb der OPEC, hat seine Fördermenge lediglich um 185.000 Barrel gekürzt. Das geht aus einem Interview hervor, das Bloomberg mit dem russischen Energieminister Alexander Novak am 25. März führte. Dagegen hatte sich das Land verpflichtet, die Produktion um 300.000 Barrel zu drosseln. Auf der vergangenen Sitzung des Joint OPEC/Non-OPEC Ministerial Monitoring Committee (JMMC) in Kuwait gab der Ausschuss bekannt, dass die OPEC und die teilnehmenden Länder außerhalb der OPEC die Zielvorgaben im Februar zu 94 Prozent umgesetzt hatten. Auch hier sind wir der Ansicht, dass in dieser Zahl nicht die höheren Fördermengen jener OPEC-Länder enthalten ist, die von dem Abkommen befreit sind.

## Wird das Abkommen verlängert?

In den vergangenen Wochen war häufig davon die Rede, dass die Laufzeit des Abkommens, die ursprünglich sechs Monate betrug, verlängert werden könnte. Saudi-Arabien ließ verlauten, dass es eine Verlängerung unterstützen würde, wenn die Ölvorräte der OECD weiterhin über ihrem 5-Jahres-Durchschnitt liegen. Vier weitere OPEC-Mitglieder sprachen sich auf der Sitzung des JMMC ebenfalls für eine Verlängerung aus. Auch Oman, das kein Mitglied der OPEC ist, unterstützte das Ansinnen. Russland benötigt nach eigenen Angaben jedoch mehr Zeit, um den Markt sowie die Vorräte und die Produktion in den USA und in anderen Ländern außerhalb der OPEC einzuschätzen. Wenn man bedenkt, wie viele Marktanteile in den vergangenen Monaten an die USA gingen, dürfte dies der Knackpunkt sein. Die Break-even-Preise für Schieferöl liegen heute in den USA bei 40 USD/Barrel, verglichen mit 80 USD/Barrel vor drei Jahren. Wenn die US-Produktion weiter ansteigt, wird dies die Preise bei rund 55 USD/Barrel deckeln. Damit böten sich der OPEC weniger Anreize für eine weitere Kürzung der Fördermenge.

US-Produktion von Rohöl



Quelle: Bloomberg, ETF Securities. Stand: 13. April 2017 (Schlusskurse).

# Verknappung des Metallangebots aufgrund ökologischer Bedenken

Von Nitesh Shah – Director – Commodity Strategist | [nitesh.shah@etfsecurities.com](mailto:nitesh.shah@etfsecurities.com)

## Überblick

Die Förderung und Produktion von Rohstoffen tritt zunehmend als Ursache für Umweltprobleme in den Vordergrund, insbesondere in den Schwellenländern.

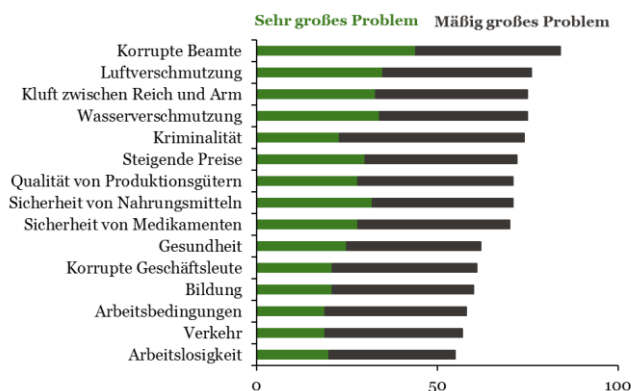
Sowohl China als auch die Philippinen verschärfen ihre Umweltschutzmaßnahmen.

China ist der größte Hersteller von Aluminium und die Philippinen der größte Hersteller von Nickel. Beide Metalle könnten aufgrund der neuen Umweltpolitik Angebotsdefizite verzeichnen.

## China geht die größten Baustellen an

Die Umweltverschmutzung stellt für China ein Problem dar. Laut dem Statistischen Jahrbuch China sind 60 Prozent des Grundwassers nicht für den menschlichen Verzehr geeignet. Von den 161 streng überwachten Städten haben nur 16 die nationalen Standards hinsichtlich der Luftqualität erfüllt. Die chinesischen Behörden können seit Jahrzehnten ein herausragendes Wirtschaftswachstum vorweisen. Mit seiner Umweltbilanz schneidet das Land dagegen nicht so gut ab. Das fragile Ein-Parteien-System ist davon abhängig, dass sozialer Frieden herrscht. Dieser ist jedoch schwer zu erreichen, wenn die Bevölkerung mit dem Zustand der Umwelt unzufrieden ist. In der Rangliste der dringlichsten Probleme chinesischer Haushalte nehmen die Luftverschmutzung und die Wasserverschmutzung jeweils den zweiten und dritten Platz ein. Dies geht aus aktuellen Studien hervor. Diese Themen werden als dringlicher betrachtet als Einkommensungleichheit, Arbeitsbedingungen und Arbeitslosigkeit. Laut Beijing News wurden fast 50 Prozent aller Störungen, die mehr als 10.000 Menschen betrafen, durch Umweltverschmutzung ausgelöst.

## Wie China seine inländischen Probleme wahrnimmt



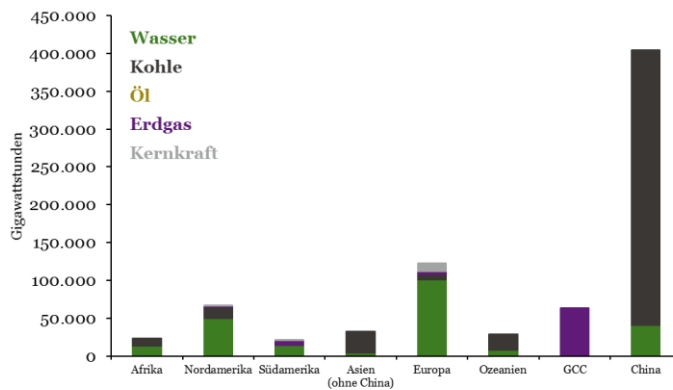
Quelle: PEW Global Attitudes Survey, ETF Securities. Stand: 20. März 2017 (Schlusskurse).

## Der jüngste 5-Jahres-Plan geht Verwaltungsstrukturen an

Die chinesischen Behörden haben auf diese Sorgen reagiert. Im elften 5-Jahres-Plan (2006-2010) wurden Ziele im Kampf gegen die Umweltverschmutzung festgelegt. Im zwölften 5-Jahres-Plan (2011-2015) wurde das Umweltrecht geändert und eine höhere Strafe bei Umweltverstößen beschlossen. Zudem wurde die Schwelle herabgesetzt, ab der ein Verstoß als Straftat gilt und entsprechend verurteilt werden kann. Die Durchsetzung dieses Rechts stellte jedoch nach wie vor ein enormes Problem dar, was in den Verwaltungsstrukturen des Landes begründet liegt. Die lokalen Behörden waren bislang dafür verantwortlich, lokale Umweltämter zu besetzen und diese zu bezahlen. Um ihre wirtschaftlichen Wachstumsziele zu erreichen, waren die Behörden daran interessiert, umweltbelastende Branchen in ihrem Zuständigkeitsbereich zu schützen. Eine der wichtigsten Änderungen am dreizehnten 5-Jahres-Plan (2016-2020) bestand darin, die Ämter, die für die Durchsetzung von Umweltauflagen und die Umweltüberwachung zuständig sind, von den Gemeindeverwaltungen abzuspalten und ihre Berichtslinie auf Abteilungen für den Umweltschutz auszurichten, die auf Ebene der Provinzen angesiedelt sind.

Mit dieser Änderung der Verwaltungsstruktur kann die Umweltpolitik endlich „Zähne zeigen“. In der Stahlindustrie hat das Umweltschutzministerium beispielsweise ein spezielles Inspektionsteam ins Leben gerufen, das beurteilen soll, ob Stahlunternehmen die technischen Normen und Emissionsvorschriften des Staates befolgen. Nach dem Besuch von 1.019 Stahlunternehmen stellten die Inspektoren fest, dass 173 Unternehmen gegen die Vorschriften verstoßen hatten. 29 dieser Unternehmen wurden temporär geschlossen, um Korrekturmaßnahmen vorzunehmen, und 23 wurden aufgefordert, ihre Produktionsmenge zu kürzen. Diesen Unternehmen wurden Strafgebühren in Höhe von insgesamt 2,8 Millionen US-Dollar auferlegt. Die meisten Verstöße sind in kleinen, ineffizienten Stahlwerken zu verzeichnen. Diese produzieren mehr Schadstoffe als Stahl. Das Umweltschutzministerium möchte in den kommenden fünf Jahren überschüssige Stahlkapazitäten in Höhe von 100-150 Millionen Tonnen stilllegen.

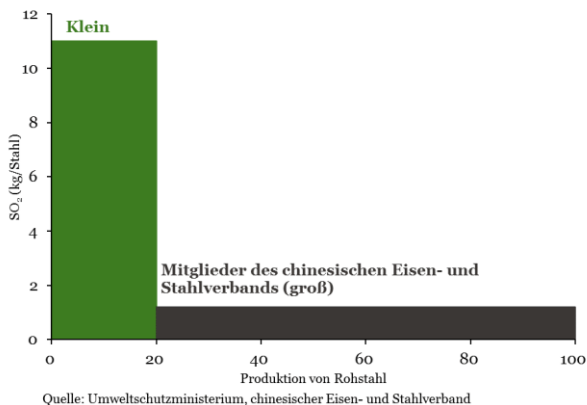
**Energieverbrauch bei der Aluminiumschmelze**



Quelle: International Aluminium Institute, ETF Securities. Stand: 17. März 2017

In China wird rund die Hälfte des globalen Bestands an Aluminium produziert. Die Produktion von Aluminium ist äußerst energieintensiv, da für den Schmelzprozess Elektrizität benötigt wird. Diese Umweltverschmutzung wird noch dadurch verstärkt, dass China bei den meisten Schmelzvorgängen Kohle als Energiequelle benutzt. Dagegen wird die Produktion in anderen Regionen größtenteils mit Wasserkraft angetrieben, die keine Kohlenstoffe absondert.

**Schwefelemissionen nach Größe des Stahlwerks**

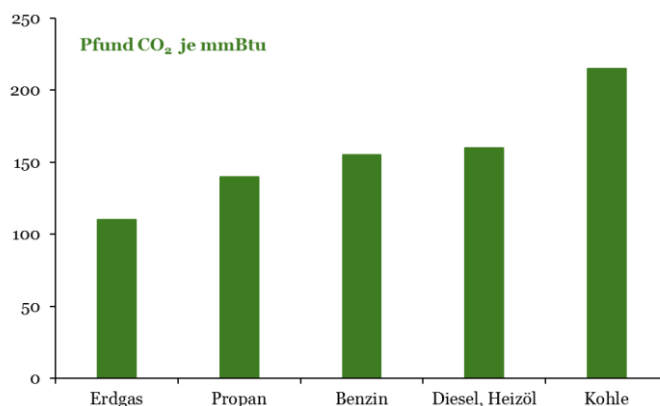


Quelle: Umweltschutzministerium, chinesischer Eisen- und Stahlverband

**Kürzung der Aluminiumproduktion**

Während der Stahlsektor bei der Durchsetzung der Umweltvorschriften 2016 im Mittelpunkt stand, werden die Behörden im Jahr 2017 die Überproduktion in der Aluminiumbranche angehen. Ähnlich wie in der Stahlindustrie sind es die kleinen Produzenten, deren Umweltverschmutzung besonders hoch ist. Die chronischen Überkapazitäten waren ein Nebenprodukt dessen, dass die lokalen Behörden zu selbstzufrieden waren, um die Finanzierungsmittel für verlustreiche Produzenten zu streichen.

**Kohle: großer Emittent von Kohlenstoff**



Quelle: EIA, Wood Mackenzie, ETF Securities. Stand: 20. März 2017 (Schlusskurse).

Offiziellen Meldungen und Medienberichten zufolge könnten die Kapazitäten in Henan, Shandong und Shanxi während der winterlichen Heizsaison um bis zu 30 Prozent gesenkt werden. Diese Regionen machen fast 20 Prozent der globalen Kapazitäten aus. Auf diese Weise könnten die weltweiten Kapazitäten im Winter um 6 Prozent gesenkt werden. Das wäre vermutlich genug, um die globale Aluminiumbilanz ins Defizit zu drücken.



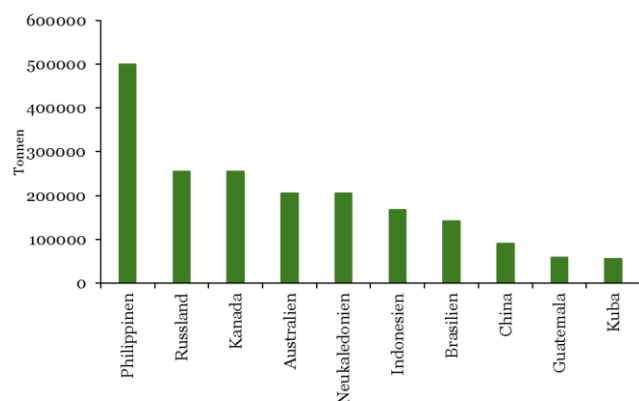
## Philippinen schließen Minen

Im Februar ordnete der vorläufige philippinische Umweltminister an, 23 der landesweit 41 Minen aufgrund vermeintlicher Umweltverstöße zu schließen. Fünfzehn der 23 Minen befinden sich in Wassereinzugsgebieten. Zudem hat der Minister auch die Kündigung von 75 Minenverträgen angeordnet, oder von fast einem Drittel der Vereinbarungen über die gemeinsame Produktion von Mineralöl, wenn die Minen noch nicht die Produktion aufgenommen haben und in Wassereinzugsgebieten liegen.

Als Wassereinzugsgebiete werden Gebiete bezeichnet, in denen das Wasser, das sich darunter befindet oder daraus abfließt, am selben Ort gesammelt wird. Wassereinzugsgebiete leisten einen wichtigen Beitrag dazu, dass die richtigen Nährstoffe in andere Einzugsgebiete gelangen.

Die Philippinen sind der größte Hersteller von Nickelerz. Die stillgelegten Minen machen nahezu 170.000 Tonnen und rund 8 Prozent des weltweiten Angebots aus.

Die 10 größten Nickelproduzenten



Quelle: Investing News 2016 Annual Update, ETF Securities. Stand: 22. März 2017

Auch wenn die Stilllegungen angefochten werden und der vorläufige Umweltminister noch als permanenter Amtsinhaber bestätigt werden muss, hat der Präsident der Philippinen seine volle Unterstützung angeboten. Da die Idee von so viel politischem Kapital getragen wird, besteht das Risiko, dass die Minen tatsächlich geschlossen werden.

## Andere Schwellenländer

El Salvador ist zwar kein Großproduzent von Metallen, hat jedoch kürzlich beschlossen, dass in dem Land keine Metalle gefördert werden dürfen. Dieser Beschluss war eine Reaktion darauf, dass Betreiber von Minen, die sich in ausländischem Eigentum befinden, Umweltauflagen verletzen und keine Strafgebühren zahlen. Die Umweltgesetzgebung könnte auch in weiteren Ländern zum Thema werden.

# Nachhaltige Anlagen: der Performance-Mythos

Von Edith Southammakosane – Director – Multi-Asset Strategist | [edith.southammakosane@etfsecurities.com](mailto:edith.southammakosane@etfsecurities.com)

## Überblick

Nachhaltige Anlagen etablieren sich allmählich als **Mainstream, da Anleger zunehmend auf Portfolios angewiesen sind, die den ökologischen und sozialen Herausforderungen von heute gerecht werden.**

**Bislang konnte jedoch nicht nachgewiesen werden, dass mit einem Engagement in Unternehmen mit hohem ESG-Rating (Environment Social and Governance – Umwelt, Soziales und Unternehmensführung) eine überdurchschnittliche Wertentwicklung erzielt wird.**

**Strategien, die sich besser entwickeln als der Referenzindex, erfordern verschiedene Screenings, nicht nur eine ESG-Gesamtbewertung oder gar einzelne E-, S- oder G-Ratings.**

Gemäß der Definition der European SRI Study 2016 bezeichnet der Begriff nachhaltige Geldanlagen „einen langfristig orientierten Anlageansatz, der bei Research, Analysen und Titelauswahl eines Anlageportfolios ESG-Faktoren berücksichtigt“.

Immer mehr institutionelle Anleger sowie Privatanleger interessieren sich für nachhaltige Geldanlagen. Diese machen inzwischen mehr als 22 Billionen Euro<sup>2</sup> der Anlagen in Europa (2015) und 6,5 Billionen US-Dollar<sup>3</sup> der US-amerikanischen Anlagen aus (2014). Anlageverwalter können mit diesen Lösungen langfristige Vermögenswerte eines neuen Anlegertyps gewinnen, der nicht nur eine Rendite oder einen Ertrag anstrebt, sondern auch eine moralische Verpflichtung gegenüber dem Planeten und zukünftigen Generationen erfüllen möchte.

In diesem Artikel analysieren wir, welche Auswirkungen nachhaltige Geldanlagen auf die Performance haben und ziehen hierfür das vorhandene Angebot nachhaltiger Geldanlagen heran. Dabei konzentrieren wir uns auf passive Anlagelösungen von gut etablierten Indexanbietern.

<sup>2</sup> European SRI Study – European Sustainable Investment Forum (Eurosif), 2016

<sup>3</sup> The Impact of Sustainable and Responsible Investment – US Forum for Sustainable and Responsible Investment (USSIF), 2016

## Das Rahmenwerk

Viele Initiativen – wie die Prinzipien des „UN Global Compact“ und die „Principles for Responsible Investment“ (UNPRI, Grundsätze für verantwortungsbewusste Investments) der Vereinten Nationen – werden als Grundlage verwendet, um Unternehmen und ihr Engagement im Bereich Umwelt, Soziales und Unternehmensführung zu beurteilen. Die einzelnen Kriterien werden wie folgt definiert:

- Umweltthemen umfassen die globale Erwärmung, den Energieverbrauch, die Abfallwirtschaft und die Umweltverschmutzung;
- Soziale Faktoren beziehen sich auf interne Richtlinien, Diversität, die Gleichbehandlung der Geschlechter und auf den Nutzen, den diese Unternehmen in Gemeinden erbringen;
- Governance-Themen (Unternehmensführung) erstrecken sich auf die Zusammensetzung und Unabhängigkeit des Vorstands, auf Aktionärsrechte und die Vergütung.

Es hat sich inzwischen etabliert, dass Unternehmen bei allen Investmententscheidungen auch im Hinblick auf ihr ESG-Engagement beurteilt werden. Da der Screening-Prozess und die Pflege einer ESG-Datenbank äußerst arbeitsintensiv sind, haben die meisten Anbieter von Anlagelösungen entweder ein eigenes Tool für ESG-Ratings entwickelt oder verwenden Daten, die von einer ESG-Ratingagentur bereitgestellt werden.

## Der Screening-Prozess

Während das Bewertungssystem nach wie vor äußerst subjektiv ist, werden börsennotierte Unternehmen von den ESG-Ratingagenturen unterschiedlichen Screenings unterzogen:

1. Im Rahmen eines Negativ-Screenings werden alle Unternehmen ausgeschlossen, die in problematischen Branchen aktiv sind, beispielsweise in der Alkohol-, Tabak- und Waffenindustrie
2. Beim Positiv-Screening werden die Unternehmen anhand einer Liste von ESG-Kriterien und -Berichten beurteilt. Danach erhalten Sie eine Bewertung für die einzelnen Unterfaktoren (E, S oder G) und eine Gesamtbewertung unter Berücksichtigung aller ESG-Kriterien
3. Ebenso wird beurteilt, inwiefern die Unternehmen in der Lage sind, ihr Engagement langfristig beizubehalten

Die Gewichtung der einzelnen Faktoren (E, S und G) hängt von der Branche oder Industrie ab, der das jeweilige Unternehmen

angehört. Auf diese Weise können Unternehmen aus unterschiedlichen Sektoren miteinander verglichen werden.

## ESG und Performance

In diesem Abschnitt gehen wir der Frage nach, ob es sich auf die Performance auswirkt, wenn man die verschiedenen Komponenten von Aktien- oder Anleihenindizes anhand von ESG-Faktoren beurteilt. Als Benchmarks für Aktien und Anleihen verwenden wir den MSCI World und den Barclays Global Aggregate sowie ihre entsprechenden ESG-Varianten.

### ESG-Screening zeigt wenig Wirkung



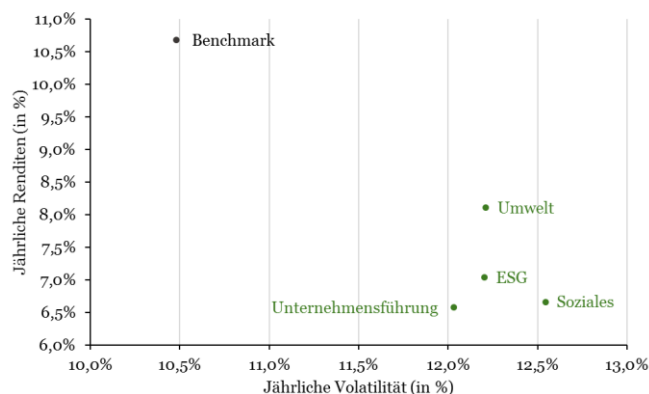
Aus der Grafik geht vor, dass beide ESG-Varianten der Aktien- und Anleihenindizes – bei denen die Indexkomponenten im Einklang mit ihren ESG-Bewertungen gewichtet werden – Überschneidungen mit ihrem jeweiligen Referenzindex aufweisen. Dies macht deutlich, dass ein ESG-Screening im Hinblick auf die Performance keinen großen Unterschied bewirkt. Man könnte jedoch dafür plädieren, dass die vergangene Performance nicht relevant ist, da sich die finanziellen Vorteile ESG-konformer Unternehmen erst im Laufe des nächsten Jahrzehnts zeigen dürften.

## Betrachtung der einzelnen E-, S- und G-Faktoren

Zahlreiche wissenschaftliche Studien haben gezeigt, dass es nicht ausreicht, Wertpapiere anhand ihrer ESG-Gesamtbewertung auszuwählen, um eine nennenswerte Outperformance zu erzielen. Manche Studien deuten darauf hin, dass man einen Schritt weitergehen sollte und möglicherweise bessere Ergebnisse erzielt, wenn man die E-, S- und G-Faktoren einzeln betrachtet.

Für unsere Analyse verwenden wir die Indizes, die von STOXX anhand der Bewertungen von Sustainalytics aufgelegt wurden. Sustainalytics ist einer der weltweit führenden Anbieter von ESG-Daten. Das Universum der Global ESG Leaders-Indizes leitet sich aus dem STOXX Global 1800 Index ab. Um in die drei Unterindizes zu Umwelt, Sozialem und Unternehmensführung (E, S oder G) aufgenommen zu werden, muss das Unternehmen im Hinblick auf einen Faktor mindestens 75 von 100 Punkten aufweisen und bei den anderen zwei Faktoren mindestens 50 Punkte erreichen. Diese Strategie ist als „Best-in-class“-Ansatz bekannt und steht im Gegensatz zur zuvor erwähnten ESG-Strategie.

### Umwelt (E) schnitt 1 % besser ab als ESG



Aus der obigen Grafik geht hervor, dass das Risiko-Rendite-Profil von Indizes, die ein höheres Engagement in E-, S- oder G-Faktoren aufweisen, deutlich vom ESG-Index abweicht. Alle Indizes hinken der Benchmark jedoch durchschnittlich um 3,6 Prozent hinterher. Wenn man den Schwerpunkt auf die ESG-Indizes legt, wird deutlich, dass der Faktor Umwelt bei identischem Risiko den ESG-Gesamtindex jährlich um 1 Prozent übertrifft. Dagegen bleiben die Indizes zu Sozialem und Unternehmensführung im Schnitt um 0,4 Prozent zurück.

Für Anleihen gibt es keine entsprechenden E-, S- und G-Indizes. Aus einer Studie<sup>4</sup> von Barclays geht jedoch hervor, dass Anleihen mit einem hohen Rating im Bereich Unternehmensführung (G) besser abschneiden als Anleihen mit einem hohen E- (Umwelt), S- (Soziales) oder ESG-Rating. Dies steht im Einklang mit einer Untersuchung<sup>5</sup> aus dem Jahr 2014, die auf den Daten von Sustainalytics basiert. Darin wurde dafür plädiert, in den E-, S- und G-Bereichen ein Engagement in den spezifischen Unterfaktoren aufzubauen, die am stärksten mit den Gewinnen der jeweiligen Unternehmen korrelieren, um auf diese Weise eine überdurchschnittliche Wertentwicklung zu erzielen. Die Studie zeigte, dass von den 10 besten Unterfaktoren 7 aus dem Bereich Unternehmensführung (G) stammen, 2 davon soziale Unterfaktoren (S) darstellen und nur ein Unterfaktor in die Kategorie Umwelt (E) fällt.

<sup>4</sup> Sustainable investing and bond returns – Barclays, 2016

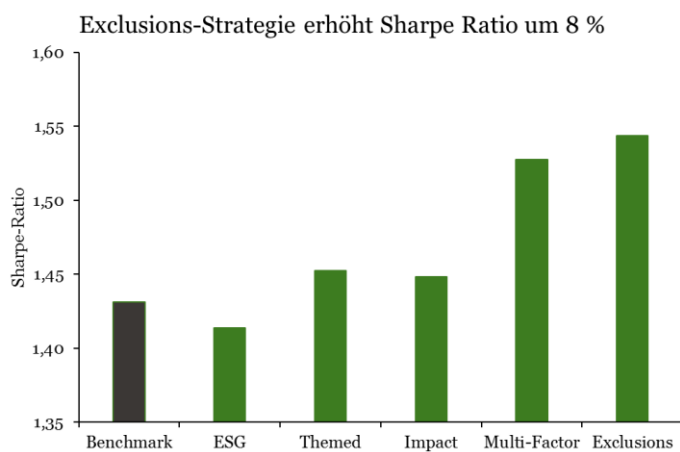
<sup>5</sup> A Quantitative Approach to Responsible Investment: Using ESG-Multifactor Models to Improve Equity Portfolios – Fetsun und Söhnholz, 2014

## ESG-Portfoliostrategien

In diesem Abschnitt vergleichen wir unterschiedliche ESG-Strategien anhand von Indizes, die von Standard & Poor's emittiert werden, und analysieren, wie diese im Vergleich zur Benchmark, dem S&P 500, abschneiden. Wie bereits erwähnt, werden die Komponenten bei einer einfachen ESG-Strategie im Einklang mit ihren ESG-Bewertungen gewichtet. Die Strategie „Sustainability Themed“ (Thema Nachhaltigkeit) bietet ein Engagement in spezifischen Themen, in diesem Fall Kohlenstoffeffizienz. „Impact“ (Wirkung) ermöglicht ein Engagement in Unternehmen des S&P 500, die soziale und Umweltkriterien erfüllen. In Rahmen der „Exclusions“-Strategie (Ausschluss) werden jene Unternehmen ausgeschlossen, die Reserven an fossilen Brennstoffen besitzen. „Multi-Factors“ bezeichnet eine ESG-Strategie, bei der mehrere ESG-Strategien kombiniert werden, in diesem Fall „Impact“ und „Exclusions“.

Das zunehmende Interesse an nachhaltigen Geldanlagen spiegelt den Trend wider, in langfristige Themen zu investieren. Zudem zeigt sich darin, dass auch Umweltauflagen berücksichtigt werden müssen, da diese sich auf die Unternehmensgewinne auswirken können. Wenn Unternehmen diese Risiken frühzeitig berücksichtigen, können sie die potenziell negativen Umsatzeffekte mindern und langfristig von finanziellen Vorteilen profitieren.

In diesem Artikel haben wir veranschaulicht, dass eine Outperformance durch ein Engagement in Unternehmen mit hohen ESG-Ratings derzeit noch als Mythos zu betrachten ist. Um ESG-Kriterien bei ihren Anlageentscheidungen zu berücksichtigen, und damit das zukünftige operative Risiko zu senken, sollten Anleger entweder mehrere Screenings durchführen oder ein Risikomanagement-Tool verwenden.



Seit Dezember 2011 konnte die Sharpe Ratio anhand von „Exclusions“- und „Multi-Factor“-Strategien im Vergleich zu ihrer Benchmark durchschnittlich um 8 und 7 Prozent verbessert werden. Darauf folgen die Strategien „Themed“ und „Impact“, mit denen die risikobereinigten Renditen im Schnitt um 1 Prozent erhöht werden. Mit der ESG-Strategie wird die Sharpe Ratio bei einer höheren Volatilität um 2 Prozent gesenkt. Alle Strategien schnitten bei fast identischem Risiko jährlich durchschnittlich um 0,7 Prozent besser ab als die Benchmark. Eine Ausnahme war lediglich die einfache ESG-Strategie.

# Lithium und die Energiemetalle

Von James Butterfill – Head of Research & Investment Strategy | [james.butterfill@etfsecurities.com](mailto:james.butterfill@etfsecurities.com)

& Maxwell Gold – Director – Investment Strategy | [maxwell.gold@etfsecurities.com](mailto:maxwell.gold@etfsecurities.com)

## Überblick

Die zunehmende Nutzung von Batterietechnologie wird die Nachfrage nach Lithium, Cobalt und Mangan vorantreiben.

Das konzentrierte Angebot und die Geopolitik werden auf diesen Märkten auch weiterhin im Fokus stehen.

Bei anderen Metallen, die in Batterien und elektronischen Geräten verwendet werden, wie Nickel und Kupfer, sind die Engpässe nicht so akut. Deshalb werden diese „traditionellen“ Metalle möglicherweise kurzfristig nicht so stark profitieren

Laut Schätzungen der Deutsche Bank werden Batterien im Jahr 2025 nahezu 70 Prozent der weltweiten Nachfrage nach Lithium ausmachen. Damit steigt der Anteil gegenüber 2015 um etwa 30 Prozent. Wenngleich wir befürchten, dass der Rummel rund um die Lithium-Technologie überzogen ist, dürfte es noch ein Unterangebot an Lithium geben, da die Hersteller von Lithiumcarbonat ihre Produktion hochfahren. Laut BMI Research wird sich das globale Angebot an Lithium auf 90.000 Tonnen verdoppeln. Dagegen werden 120.000 Tonnen benötigt, um den Markt im Gleichgewicht zu halten. Aufgrund der 2017 vertraglich bestellten Materialien der allgemeinen Illiquidität des europäischen Lithium-Marktes könnten die Kurse hiervon im Jahr 2017 jedoch unberührt bleiben.

Dieser zunehmende Trend ist jedoch nicht nur bei der Nachfrage nach Lithium zu verzeichnen. Auch andere wichtige Komponenten von Lithium-Ionen-Batterien (Li-Ion) dürften in den kommenden Jahren nachziehen. Die Nachfragedynamik dieser anderen Metalle mag schwanken. Auf den Märkten für die traditionelleren Metalle wird es jedoch zunehmend Beachtung finden, dass die Li-Ion-Technologie beständig in Elektrofahrzeugen, Elektrogeräten und bei der Energiespeicherung zum Einsatz kommt.

## Aufbau von Batterien

Die grundlegende Anatomie ist bei allen Batterien gleich. Alle Batterien weisen zwei Elektroden mit entgegengesetzten Ladungen auf: Anode (negativ) und Kathode (positiv). Darüber hinaus bestehen sie aus einer dritten Komponente, dem Elektrolyt. Hierbei handelt es sich um ein chemisches Medium, das den Fluss von Elektrizität ermöglicht. Bei Lithium-Ionen-Batterien (Li-Ion) besteht der Elektrolyt aus Lithium. Beim Großteil der Batterien setzt sich die Anode aus Graphit zusammen. Beide Komponenten sind in das Interesse der Anleger gerückt.

Die Kathoden von Lithium-Ionen-Batterien weisen je nach Anwendungsbereich eine unterschiedliche Zusammensetzung auf. In den meisten Elektrogeräten, wie Smartphones, Laptops und elektrischen Werkzeugen, wird Cobalt verwendet. In den Kathoden von Elektrofahrzeugen sind am häufigsten Nickel und Mangan vorzufinden.

### Unterschiedliche Kathoden von Lithium-Ionen-Batterien

	Zusammensetzung der Kathode	Gewichtung	Häufigste Verwendung
Lithium-Cobalt(III)-oxid	Cobalt	100 %	Mobiltelefone, Laptops, Digitalkameras
Lithiummangan(III,I V)-oxid	Mangan	100 %	Elektrofahrzeuge, Werkzeug, medizinische Geräte
Lithium-Nickel-Cobalt-Aluminiumoxid (NCA)	Nickel Cobalt Aluminium	80 % 15 % 5 %	Elektrofahrzeuge (Tesla), medizinische Geräte, Stromzellen
Lithium-Nickel-Mangan-Cobalt-Oxid (NMC)	Nickel Mangan Cobalt	33 % 33 % 33 %	Stromzellen, E-Bikes, medizinische Geräte

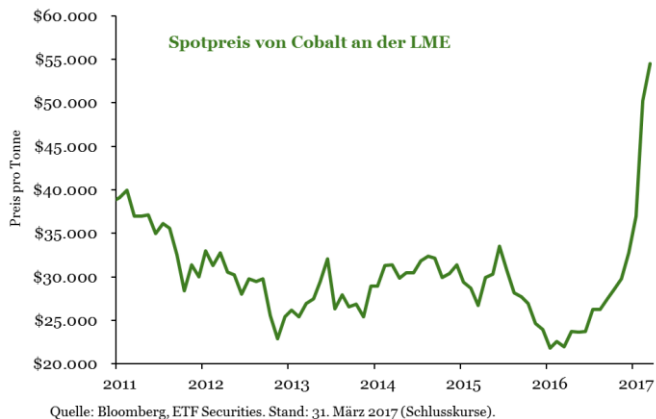
Quelle: BofAML Global Research, BatteryUniversity.com, ETF Securities. Die in der Grafik enthaltenen Daten entsprechen dem Stand vom 27. März 2017.

## Anleger kämpfen um Cobalt

Die anhaltenden Trends der Mobilisierung, Elektrifizierung und des Internets der Dinge (Internet of Things) waren für Cobalt entscheidend, das die einzige Komponente von Kathoden in LCO-Batterien (Lithium-Cobalt(III)-oxid) darstellt. Darüber hinaus wird in den Batterien bestimmter Elektro-, Hybrid- und Plug-in-Fahrzeuge ebenfalls Cobalt verwendet.

Da laut dem Cobalt Development Institute etwa 42 Prozent der Cobaltnachfrage auf die Verwendung in Batterietechnologien abzielen, haben Anleger dieses Thema aufgegriffen. Der Preis von Cobalt hat an der London Metal Exchange seit Juni 2016 um 125 Prozent zugelegt. Im laufenden Jahr wurde bislang eine Rendite von 64 Prozent erzielt (Stand: 27. März 2017).

**Spekulation rund um Cobalt nehmen zu**



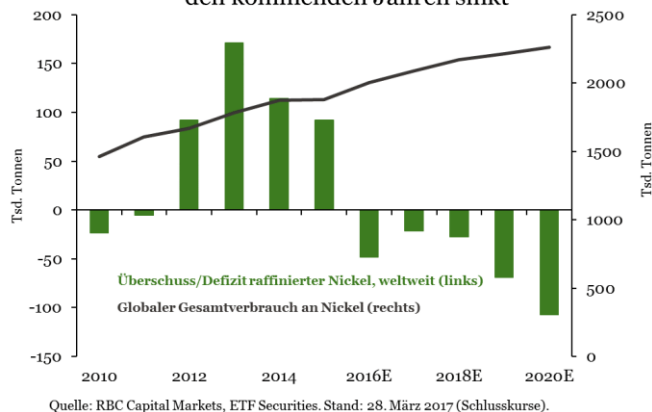
Cobalt wird fast ausschließlich (94 Prozent) als Nebenprodukt von Nickel und Kupfer produziert. Nur 6 Prozent des Cobaltangebots wird in der Primärproduktion gewonnen. Deshalb ist die Versorgung mit Cobalt von der allgemeinen Industriekonjunktur abhängig. Laut Macquarie Research werden aufgrund der begrenzten Cobalt-Förderung bis 2020 Angebotsdefizite zu verzeichnen sein.

**Verwendung von Mangan und Nickel vom Wachstum spezieller Elektrofahrzeuge abhängig**

Wir haben untersucht, welche Li-Ionen-Technologien gegenwärtig in Elektrofahrzeugen verwendet werden. Demnach werden am häufigsten Batterien eingebaut, in deren Kathoden Mangan und Nickel enthalten ist.

Mangan wird normalerweise mit der Stahlproduktion in Verbindung gebracht. Dem Metall wird noch nicht die Aufmerksamkeit zuteil, die Lithium, Graphit und Cobalt im Zuge des Batterie-Trends erfahren haben. Mangan hat als Komponente von Batterien mehrere Vorteile gegenüber Cobalt. So geht es mit niedrigeren Kosten, einer höheren Sicherheit und einer stärkeren Leistung einher (gleichzeitig weist es jedoch eine geringere Kapazität auf). Diese Eigenschaften haben sich für Hersteller von Elektrofahrzeugen als attraktiv erwiesen, insbesondere im Bereich elektrischer Antriebssysteme.

**Es wird erwartet, dass das Nickelangebot in den kommenden Jahren sinkt**

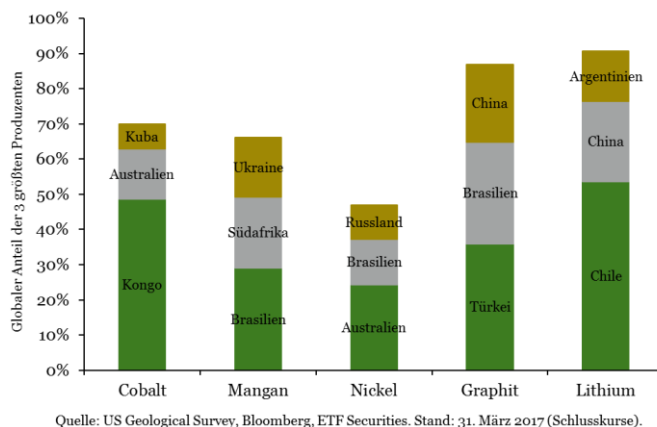


Laut RBC Capital Markets wird der Weltmarkt für Nickel bis 2020 voraussichtlich ein Versorgungsdefizit und eine steigende Nachfrage verzeichnen. Man geht davon aus, dass Nickel als Komponente von Batterien ebenfalls gefragt sein wird. Die verwendete Menge an Nickel ist jedoch gering (zwischen 7 und 18 Kilogramm pro Batterie). Zudem dürften Batterien nach wie vor nur einen geringen Anteil des Gesamtmarkts für Nickel ausmachen und folglich keinen großen Einfluss auf die Kurse ausüben.

**Konzentration von Ressourcen und Geopolitik**

Wie bei allen natürlichen Ressourcen stellen die Lieferkette und die Ressourcenkonzentration wichtige Faktoren dar, die von den Herstellern berücksichtigt werden müssen. Dies scheint insbesondere für die Batterieherstellung und verwandte Industrien zu gelten.

**Stark konzentrierte Förderreserven**



Die Reserven aller wichtigen Komponenten von Lithium-Ionen-Batterien (außer Nickel) sind auf eine Handvoll Länder konzentriert. Zwei Drittel der wirtschaftlich tragbaren globalen Reserven verteilen sich auf lediglich 3 Länder.

Cobalt ist nach wie vor am anfälligsten für Versorgungsausfälle. Fast 50 Prozent der weltweiten Cobalt-Reserven sind in der Demokratischen Republik Kongo vorzufinden, die kontinuierlich von politischer Instabilität und Konflikten geplagt wird. Die Cobalt-Produktion des Kongo übersteigt die Produktionsmenge des nächstgrößten Herstellers, Australien, um das Dreifache.

## Weitere Nutznießer

Gegenwärtig wird in herkömmlichen Automobilen mit Verbrennungsmotor 20 Kilogramm Kupfer verwendet, in Hybrid-Fahrzeugen 40 Kilogramm und in Elektrofahrzeugen 80 Kilogramm. Diese Materialien werden hauptsächlich in den Kabelsträngen verbaut, mit denen die Antriebssysteme mit Leistung versorgt werden, sowie in den Antrieben selbst und in der Batterie. Laut BHP Billiton entspräche dies rund einem Drittel der Gesamtnachfrage nach Kupfer, wenn der Markt für Elektrofahrzeuge, wie vom Konzern erwartet, bis 2035 auf 140 Millionen Automobile ansteigt.

In den Motoren von Elektrofahrzeugen kommen auch Seltenerdmetalle zum Einsatz, beispielsweise Dysprosium und Terbium, weshalb die Hersteller von Lieferengpässen bedroht sind. Automobilhersteller entwickeln neue Methoden, um ihre Abhängigkeit von diesen Metallen zu reduzieren. So entwickelte Honda kürzlich einen Hochleistungsmagneten, der keinerlei Seltenerdmetalle benötigt. Da es in China zurzeit keine Angebotsengpässe gibt, haben sich die Preise von Seltenerdmetallen schwach entwickelt.

## 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 Anlagendienstleistungen erbringen und/oder Sie nicht im Hinblick auf die Vorzüge einer Transaktion beraten bzw. Ihnen gegenüber diesbezügliche Empfehlungen aussprechen. Kein Vertreter von ETFS UK ist autorisiert, sich in irgendeiner Weise zu verhalten, die einen anderen Eindruck erwecken könnte. ETFS UK haftet daher nicht dafür, Ihnen den Schutz zu bieten, den sie ihren Kunden gewährt, und Sie sollten Ihre eigene unabhängige Rechts-, Anlage-, Steuer- und sonstige Beratung einholen, die Ihnen geeignet erscheint.



The  
intelligent  
alternative

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

t +44 (0)207 448 4330  
f +44 (0)207 448 4366  
e [info@etfsecurities.com](mailto:info@etfsecurities.com)  
w [etfsecurities.com](http://etfsecurities.com)