



Basel, 2. April 2012

 Sehr geehrte Kundin
 Sehr geehrter Kunde

Entgegen der zurückhaltenden Einschätzung der meisten Marktteilnehmer ist im neuen Jahr der Start an den globalen Aktienmärkten gut geglückt. Zurückzuführen ist der positive Börsentrend allerdings nicht auf eine wirklich robuste, sondern lediglich weniger schlimm als erwartete Wirtschaftsentwicklung. Eine gewisse Beruhigung der Euro-Schuldenkrise und das Ausbleiben handfester Rezessions-signale in den führenden Industrieländern verdrängten die schlimmsten Ängste und liessen die Anleger kollektiv aufatmen. Diese schichteten wieder Teile ihres Vermögens in Aktienanlagen um. Am meisten erholten sich Aktien aus zyklischen Branchen und dem Finanzsektor, welche zuvor stark unter Druck waren. Da die Notenbanken weiterhin eine extrem expansive Geldpolitik fahren, verharrten die Renditen an den Obligationenmärkten auf tiefem Niveau.

Jahresperformance per 31.3.2012

Aktienmärkte: (CHF-Rendite in %)

Schweiz Blue Chips	(SMI)	+ 4 %
Schweiz Mid Caps	(SMIM)	+ 8 %
Deutschland	(DAX)	+ 16 %
Euro-Länder	(Euro Stoxx 50)	+ 6 %
Grossbritannien	(FTSE 100)	+ 3 %
USA	(S&P 500)	+ 7 %
Japan	(Nikkei 225)	+ 7 %
Emerging Markets	(MSCI EM)	+ 9 %
Welt	(MSCI World)	+ 7 %

Andere Anlagen: (CHF-Rendite in %)

CHF-Geldmarkt		+ 0 %
CHF-Obligat. Top-Qualität AAA-AA		+ 1 %
CHF-Obligat. mittlere Qualität BBB		+ 3 %
EUR-Obligationen Investmentqualität		+ 2 %
Gold		+ 2 %
Rohstoffe	(DJUBS TR)	- 3 %
Hedge Funds	(HFRX GLCHF)	+ 2 %

Anlageumfeld

Die rasche Erholung der Aktienmärkte hat viele Anleger überrascht. Im Nachhinein betrachtet sind auch wir, trotz vorsichtig optimistischem Jahresausblick, (zu) defensiv in das neue Börsenjahr gestartet und haben dementsprechend nur unterdurchschnittlich von den Aktienavancen profitiert. Immerhin kann die Finanzgemeinde froh sein, dass die befürchteten Risiken nicht eingetroffen sind und dass es diesbezüglich zu einer gewissen Normalisierung gekommen ist. Wie immer nach einem Kursschub stellt sich die Frage, ob wir erst am Anfang einer langfristigen Börsenhausse stehen oder ob sich das letztjährige Muster wiederholt, als die Kurse im Laufe des Jahres wieder deutlich abtauchten.

Einem nachhaltigen Haussemarkt stehen weiterhin berechnete Bedenken gegenüber. Die Schuldenkrise in der Eurozone ist noch nicht bewältigt. Auch wenn das Bankensystem dank der EZB-Milliardenflut stabilisiert und die Ansteckungsgefahr für Italien und Spanien gemildert wurde: Das Abtragen der Schuldenberge wird Zeit beanspruchen und dürfte noch etliche Unsicherheiten an den Finanzmärkten aufkeimen lassen. Trotzdem dürfen die Reaktionen der letzten Monate dahingehend positiv interpretiert werden, als dass der Markt in einen zwar mühsamen, aber gangbaren Sanierungsweg Vertrauen geschöpft zu haben scheint, ohne dass die politischen und finanziellen Strukturen der Eurozone akut zerfallen müssen.

Das zweite grosse Risiko ist die weitere Konjunktur-entwicklung, welche natürlich auch zur Chance mutieren kann. Die Weltwirtschaft ist weiterhin nur auf einem moderaten Wachstumspfad, auch wenn dieser stabiler scheint, als noch vor kurzem befürchtet. Die Ausgangsbasis bleibt jedoch fragil und der geringste Dynamikverlust könnte sofort wieder neue Rezessionsängste hervorrufen. Positiv ist, dass sich die Konjunkturlage in den USA etwas erholt hat und dass der dortige Arbeitsmarkt endlich

Anzeichen der Besserung zeigt. In China und in anderen dynamischen Regionen lässt die Wachstumskraft immer noch etwas nach, bleibt aber auf einem hohen Niveau. Speziell fragil bleibt die Situation natürlich in der Eurozone, wobei die regionalen Unterschiede frappant sind. Während die südeuropäischen Länder tief in der Rezession stecken, hält sich Deutschland weiterhin gut. Global gesehen stehen die Zeichen nicht gerade auf Boom, aber doch auf ein moderat positives Konjunkturmilieu. Dies wird auch durch die neuesten Geschäftskennzahlen und Ausblicke global tätiger Unternehmen reflektiert, die keine markante Wirtschaftsschwäche erwarten lassen.

Die Aktienmärkte sind immer noch fair bewertet. Eine nachhaltige Hausse scheint zwar noch nicht sehr realistisch, die Wahrscheinlichkeit eines erneuten Kollapses hat aber abgenommen. In einem normal schwankenden Aktienmilieu können temporäre Kursrückschläge zu selektiven Käufen in Qualitätswerten genutzt werden, denn das mittelfristige Aufwärtspotenzial bleibt grundsätzlich vorhanden.

Rohstoffanlagen

Im Folgenden legen wir Ihnen dar, warum wir Rohstoffinvestments gegenüber zurückhaltend eingestellt sind. Zwei Gründe stehen für uns im Vordergrund:

1. Die anlagentechnische Sicht:

Aus Investorensicht fristeten Rohstoffe bis vor etwa 10 Jahren ein Schattendasein. Der Handel an den Warenterminbörsen war weitgehend kommerziellen Profis vorbehalten (Produzenten und Verarbeiter), nur wenige Spekulanten mischten mit. Heutzutage stellen Finanzinvestoren die dritte grosse Teilnehmergruppe am Rohstoffterminmarkt dar. Rohstoffe als Anlageklasse haben sich mittlerweile bei vielen Anlegern etabliert. Der wesentliche Auftrieb dieser Entwicklung war dabei vor allem die Suche nach alternativen Ertragsquellen, nachdem in Folge des Platzens der Internet-Blase sowohl Aktien als auch Anleihen nur geringe Renditen einbrachten. Ein ver-

einfacher Marktzugang via ETF's, Fonds und Zertifikate hat den Weg für Rohstoffe in die Anlegerdepots freigemacht. Ob institutionell oder privat: Jeder Anleger kann nun ganz einfach auf den Rohstoffzug aufspringen. Die Vorteile von Rohstoffanlagen werden mit guten Renditeaussichten (Rohstoff-Superzyklus), dem Schutz vor Inflation und ausgezeichneten Diversifikationseigenschaften (tiefe Korrelation mit anderen Anlagen) begründet. Das Anlage depot solle dadurch effizienter und stabiler werden. Diese These gilt es zu hinterfragen: Denn die Vorteile sind in der Realität weit weniger positiv als sie von der Finanzindustrie angepriesen werden.

Unklare Performanceaussichten:

Die historische Gesamtperformance von Rohstoffindices (seit 1970) entspricht in etwa derjenigen von Aktienanlagen. Vielen Investoren ist aber nicht bewusst, dass dieses gute Resultat nur zu einem kleinen Teil auf den Preisanstieg der Rohstoffe selbst zurückzuführen ist. Dies ist darum, weil man gar nicht direkt in Rohstoffe investieren kann - es müssen Futures-Kontrakte gekauft werden. Abgesehen von den Edelmetallen ist der physische Erwerb von Rohwaren ökonomisch nämlich höchst unpraktikabel. Zu hoch wären Lager- und Transportkosten, zu gross wären die Probleme der Haltbarkeit und Verderblichkeit. Die Anlageart mittels Futures hat zur Folge, dass die Rendite stark von Finanzfaktoren beeinflusst wird und dadurch deutlich von der effektiven Rohstoffpreisentwicklung abweichen kann.

Die Gesamtperformance von Rohstoffanlagen setzt sich aus drei Komponenten zusammen: Der **Spot Return** ist der Ertrag aus den Preisveränderungen der Rohstoffe (Kassa-/Spot-Preise). Die **Roll-Rendite** entspricht dem Gewinn- resp. Verlustsaldo, der beim Verlängern eines ablaufenden Futures in einen Kontrakt mit längerer Laufzeit entsteht. Dieser Vorgang wird als „Rolling“ bezeichnet. Da sich die Preise kurz- und langfristiger Terminkontrakte in der Regel unterscheiden, entstehen entweder Rollgewinne (Backwardation) oder Rollverluste (Contango). Die **Zins-Rendite** ist der Ertrag, der sich durch

die Verzinsung von Sicherheiten ergibt, mit denen die Futures unterlegt werden.

Dass die historische Gesamtperformance von Rohstoffindices überhaupt ein aktienähnliches Niveau aufweist, ist primär dem hohen „Finanzergebnis“ (Roll- und Zinsrendite) zu verdanken, welches zwischen 1970 bis etwa 2000 erzielt wurde - einer Zeit notabene, als noch kaum jemand in Rohstoffe investierte und viele der heute gängigen Rohstoffindices gar noch nicht existierten! Damals begünstigten lange Hochzinsphasen und Backwardation-Rollsituationen permanent hohe Finanzerträge, welche fast 90% der Total-Return-Performance der Rohstoffindices ausmachten! Hingegen bewegt sich der eigentliche Preisanstieg der Rohstoffe langfristig lediglich im Bereich der Inflation und hinkt weit hinter den Aktienrenditen hinterher!

Seit ca. 2005 haben sich die Marktverhältnisse aber markant zum Nachteil der Investoren gewendet: Die ehemals hohen Zinserträge sind auf ein Minimum geschmolzen. Aus Rollgewinnen wurden Rollverluste, was die Gesamtperformance massiv ausbremste! Es ist zu vermuten, dass die Investoren die für sie ungünstigen Rolleffekte grösstenteils selbst durch ihr eigenes Handeln herbeigeführt haben! Denn die „Vermarktung“ der neuen Anlageklasse und die Lancierung unzähliger Rohstoff-Finanzprodukte liess die Nachfrage nach langlaufenden Futures geradezu explodieren, was die Terminkurve von Backwardation hin zu Contango (mit-) verschoben hat. Wir gehen davon aus, dass die „Finanzergebnisse“ auch in Zukunft nachteilig auf die Total-Return-Performance wirken dürften.

Überdurchschnittliche Volatilität:

Rohstoffpreise sind traditionell volatiliter als Aktienkurse. In letzter Zeit sind die Schwankungen nochmals angestiegen. Ein diversifizierter Rohstoffindex schwankt mehr als ein diversifizierter Aktienindex.

Hohe/steigende Korrelation zu den Aktienmärkten:

Als Vorteil von Rohstoffinvestments wird häufig deren günstiges Korrelationsverhalten (= wenig Syn-

chronie) genannt, die sich positiv auf die Diversifikationseigenschaften eines Anlagedepots auswirken. Tatsächlich wurde empirisch nachgewiesen, dass Rohstoffe in der Vergangenheit wenig und zum Teil negativ mit herkömmlichen Anlageklassen korreliert haben (speziell auch zum Aktienmarkt). Seit 2006 ist die Korrelation der Rohstoffpreise zum Aktienmarkt aber massiv angestiegen und immer noch im Steigen begriffen! Wie bei der Veränderung der Rollerträge dürften es in erster Linie die Investoren selbst sein, die für den markanten Korrelationsanstieg verantwortlich sind! Viele aktive Finanzanleger handeln vermehrt synchron nach dem Motto „Risk-On“ (Aktien + Rohstoffe kaufen) resp. „Risk-Off“ (Aktien + Rohstoffe verkaufen). Somit haben sich die von der Finanzindustrie gepriesenen guten Diversifikationseigenschaften von Rohstoffanlagen primär wegen den Rohstoffinvestoren selbst in kurzer Zeit in Luft aufgelöst!

Korrelations- und Volatilitätsentwicklung seit 1971:			
	Rohstoffe	Rohstoffe	Aktien
Abschnitt	Korrelation	Volatilität	Volatilität
1971-01	0.00	5.4%	4.6%
2001-06	-0.09	6.5%	3.6%
2006-08	0.61	9.4%	5.5%
2008-10	0.71	7.2%	6.0%
2010-12	0.81	5.9%	4.7%
Korrelation: 1 = synchron, 0 = wenig synchron, -1 = gegenteilig			
Korrelation: Rohstoffindices zum Weltaktienindex			
Volatilität: Durchschnittliche Monatsschwankungen in%, in USD			

Fazit aus anlagetechnischer Sicht: Die Beimischung von Rohstoffanlagen aus Diversifikationsgründen verbessert das Risiko-Return-Profil eines Anlageportfolios kaum und ist so gesehen nicht nötig. Rohstoffanlagen sind **Risikoanlagen ohne laufenden Ertrag** und sind keine Buy-Hold-Anlagen.

2. Der volkswirtschaftliche Kontext:

Seit ca. 2008 werden vermehrt Fragen zur ethischen Legitimation und Nachhaltigkeit von Rohstoffanlagen gestellt. Besonders bei Agrargütern,

aber auch bei anderen Rohwaren werden die Forderungen lauter, Spekulationen einzuschränken oder ganz zu verbieten.

Rohstoffe sind begrenzt vorhandene Güter, die als Nahrungsmittel, Energieträger oder zur industriellen Verwendung gebraucht werden. Finanzinvestitionen in Rohstoffe verteuern diese für den realen Gebrauch. Die künstliche Verknappung bewirkt eine Inflation. Der Kauf von Rohstoffanlagen zum Schutze vor Inflation kann eben gerade (zumindest phasenweise) diese Inflation bewirken und kann gar einen schädlichen Teufelskreis provozieren: Die Anleger kaufen zum Schutz vor Inflation, treiben die Rohstoffpreise, was seinerseits die Inflation und mit ihr die Inflationserwartungen anziehen lässt. Noch mehr Anleger kaufen, um sich vor der Inflation zu schützen, eine Negativspirale kommt in Gang (so geschehen in den Jahren 2007/2008). Die so von Kapitalströmen verursachten Preisschwankungen - zusätzlich zu den Fluktuationen wegen Angebots- und Nachfrageveränderungen - sorgen bei Produzenten und Händlern in der realen Wirtschaftskette für Zusatzkosten, die letztlich der Konsument trägt. Vor allem Menschen mit geringer Kaufkraft sind überproportional von Preissteigerungen betroffen.

Für ethisch aufgeschlossene Anleger sind Investments, die auf Preissteigerungen von Agrarrohstoffen setzen, daher wenig verträglich. Aber auch das „finanzielle Horten“ industrieller Verbrauchsgüter wie Öl und Metalle ist umstritten. Exploration und Abbau von Rohstoffen sind mit Risiken und Beeinträchtigungen für die Umwelt verbunden. Das Argument, die Anleger seien eine willkommene Gegenpartei für die Produzenten, um die Preisschwankungsrisiken weiterzugeben, verfängt nur in einem ausgewogenen Markt mit ähnlich grossen Parteien. Die massiv angewachsene Schar der Finanzinvestoren/Spekulanten hat dieses Gleichgewicht aber verschoben bzw. zu einem dominierenden Einfluss

der Kapitalströme aus Anlagezwecken geführt.

Fazit im volkswirtschaftlichen Kontext: Anlagen in Rohstoffe sind für die Volkswirtschaft insgesamt von fragwürdigem Nutzen und ethisch sehr umstritten. Die Hortung zwecks Erzielung eines Kapitalgewinnes verteuert die Rohstoffe im realen Gebrauch und verstärkt die schon hohen Preisschwankungen zusätzlich - nicht zum Vorteil für die Allgemeinheit.

Im Rahmen der Vermögensverwaltung **verzichtet** die Scobag Privatbank aus den obigen Gründen bei allen Rohstoffen aus den Bereichen Nahrungsmittel, Energieträger und industrielle Grundstoffe auf aktive Empfehlung oder Investition (Ausnahme: Edelmetalle). Als Alternative bieten sich Anlagen in Unternehmen an, die in der Produktionskette von Rohstoffen aktiv sind und eine Effizienzsteigerung oder umweltfreundliche Infrastruktur fördern.

Gold/Edelmetalle

Eine Ausnahme im Rohstoffbereich bilden physisch gehaltene Edelmetalle, insbesondere das Gold. Da Gold im industriellen Verbrauch nur einen geringen Anteil des vorhandenen Volumens absorbiert, kann hier eine andere Sicht eingenommen werden. Das Horten von Gold zu Anlagezwecken schädigt die Realwirtschaft nicht oder nur indirekt, als dass dieses Kapital nicht für eine andere Wertschöpfung zur Verfügung steht. Gold hat zudem seit jeher eine Funktion als Tausch- und Werterhaltungsmittel und hat damit nicht nur Rohstoff-, sondern auch Währungscharakter. Nach dem langjährigen Kursanstieg ist beim Kauf jedoch Vorsicht geboten.

Freundliche Grüsse

Ihr Scobag Privatbank Team

Scobag Privatbank AG

Gartenstrasse 56

CH - 4010 Basel

T +41 [0]61 205 12 12

F +41 [0]61 205 12 79

I www.scobag.ch

