

TIBERIUS

KAPITALMARKT AUSBLICK 2013



DIE TIBERIUS GRUPPE

Die Tiberius Asset Management AG (TAM) in Zug, Schweiz wurde im Jahr 2005 gegründet.

Die Vision der beiden Gründungsgesellschafter war, eine Investmentgesellschaft zu gründen, die ein aktives Management von Rohstofffutures und mehrwertschaffende Strategien rund um die Bereiche Energie, Industrie- und Edelmetalle und Agrar anbietet. Dies ist ihnen gelungen. Heute ist die TAM weltweit einer der erfolgreichsten Anbieter aktiv verwalteter Rohstoffanlageinstrumente.

Die Tiberius Gruppe besteht aus 31 Mitarbeitern mit fundierter Erfahrung in den Bereichen Rohstoffhandel, Portfolio-Management und quantitativem Research. Die verwalteten Vermögenswerte haben einen Gesamtwert von rund 2 Mrd. USD.

In den letzten Jahren haben wir grosse wirtschaftliche Ungleichgewichte, gravierende Fehlbewertungen und extrem fehlerhafte Prognosen erlebt. Die Entwicklung der größten Volkswirtschaften der Welt ist heute deutlich schwieriger vorhersehbar und Finanzgeschäfte unterliegen einer zunehmenden Volatilität. Dieses Marktumfeld verlangt neue, aktiv verwaltete Anlagelösungen, da die althergebrachte Buy-and-Hold-Strategie keine zufriedenstellenden Ergebnisse mehr liefert. Tiberius hat einen deutlichen Vorsprung erzielt, da das Unternehmen die große Tragweite dieses Trends frühzeitig erkannt hat und nun in der Lage ist, eine breite Palette kunden-spezifischer Lösungen anbieten zu können.

Die Tiberius Gruppe versteht sich als innovativer Anbieter von intelligenten und Mehrwert generierenden Fonds rund um das Themen-gebiet Rohstoffe. Generell kennzeichnend für die Produkte sind Transparenz, Qualität und einem den Zeichen der Zeit entsprechenden Investmentansatz. Das Rohstoffthema wird ergänzt durch ein fundamentales Fixed Income Research und Fondsmanagement, das vornehmlich im Spezialfondsbereich aber auch mit Publikumsfonds vertreten ist.

Auch im Jahr 2013 wollen wir Ihnen als Partner in Ihren Fragen zu den Finanzmärkten zur Seite stehen. Neben diesem Kapitalmarktausblick werden Sie weiterhin, wie gewohnt, unsere monatlichen Markt- und Fondsberichte erhalten.

Bei Fragen stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung. Unsere Kontaktdaten finden Sie am Ende dieser Publikation.

Herzlichst,
Ihr Tiberius Team

INHALTSVERZEICHNIS

Die Tiberius Gruppe	1
Inhaltsverzeichnis	2
Prognosen 2013	5
Makro-Prognosen	5
Rohstoff-Prognosen	7
Konjunktur-Perspektiven 2013	
Konjunktur USA: Kein schlechtes Jahr	10
Nach den Wahlen: Abgeschminkte Realität	10
Fiskalklippe wird umschifft	10
Geldpolitik wird Fiskaldefizite weiterhin flankieren	11
Kreditvergabe der Banken wird geldpolitischer Linie mit Zeitverzug folgen	12
Konsumentenvertrauen hat sich stabilisiert	15
US-Wirtschaft verfügt über Wachstumsoptionen	16
Konjunktur Europa: Eurokrise light	18
Anpassungsrezession in vollem Gange	18
Konjunktur China: Kein Ein- und kein Aufbruch	29
Keine Impulse durch Regierungswechsel	29
Geldpolitik bleibt verhalten expansiv	29
Ende des Abwärtstrends im Immobilienbereich	30
Industrietätigkeit stabilisiert sich	32
Vom Ausland kann keine Wachstumsdynamik mehr erwartet werden	33
Konjunktur Japan: Tiefpunkt in Sicht	35
Enttäuschendes Wirtschaftswachstum	35
Leistungsbilanz stabilisiert sich	35
Neuwahlen im Dezember 2012 als ein mögliches Ende der politischen Blockade	36
Notenbank wird sich politischem Druck für expansivere Linie nicht beugen	37

Aktienmarkt-Perspektiven 2013	39
Von der konjunkturellen Seite kommen moderate Long-Signale	39
US-Aktien nur auf den ersten Blick günstig bewertet	40
Volkswirtschaftliche Gewinnquote der Unternehmen unhaltbar hoch	42
Rentenmarkt-Perspektiven 2013	44
Handlungsoptionen zum Schuldenabbau	45
Schuldenpolitik und die Bonität von Staatsanleihen	48
Europäische Staatsschuldenkrise	52
Inflationsperspektiven	53
Marktsituation und Perspektiven des Rentenmarkts	56
Rohstoffmarkt-Perspektiven 2013	60
Der Blick in den Rückspiegel begeistert nicht	60
Moderat positive Nachfrageperspektiven in 2013	60
Aussichtsreiche relative Perspektiven gegenüber anderen Anlageklassen	62
Rohstoffe als Absicherung für unerwartete Inflation in 2013	64
Rohstoffe als Währungsdiversifikation	66
Rohstoffe als Absicherung gegen geopolitische Risiken	67
Roll-Renditen sind in 2013 nicht unattraktiv	69
Fundamentale Ausgangssituation ist nur bei wenigen Rohstoffen attraktiv	71
Taktische Kapitalzuflüsse mit weiterem Aufwärtspotenzial	72
Kursplus von rund 10% beim Dow Jones UBS Rohstoffindex erwartet	73
Einzelmärkte: Rohstoffperspektiven 2013	
Energie sektor	74
Petroleum Komplex: Neutral	74
WTI-Brent Spread: Leicht Übergewichten	78
Crack Spreads: Neutral	80
Erdgas: Untergewichten	82

Industriemetalle: Verhalten positiv	87
Kupfer: Leicht Untergewichten	91
Aluminium: Leicht Untergewichten	93
Nickel: Leicht Übergewichten	95
Blei: Leicht Übergewichten	96
Zink: Neutral	98
Zinn: Übergewichten	99
Edelmetalle	101
Gold: Neutral	101
Silber: Leicht Übergewichten	103
Platin: Leicht Übergewichten	105
Palladium: Übergewichten	107
Getreide und Ölsaaten	110
Weizen: Untergewichten	110
Mais: Untergewichten	112
Sojabohnen: Leicht Untergewichten	115
Soft Commodities	118
Baumwolle: Neutral	118
Kaffee: Neutral	120
Kakao: Leicht Übergewichten	122
Zucker: Leicht Untergewichten	124
Lebendvieh	126
Lebendrinder: Neutral	126
Magere Schweine: Neutral	127
Investmentprodukte	129
Kontakt	130

PROGNOSEN 2013

Makro-Prognosen

Rückblick

Bei unseren Makro-Prognosen lagen wir im Jahr 2012 relativ gut. Wir hatten ein Kursplus von mehr als 10% an den Aktienmärkten vorhergesagt und schafften damit beim S&P 500 und Nikkei 225 fast eine Punktlandung. Überraschend kam für uns, dass der deutsche Aktienmarkt, obwohl die deutsche Volkswirtschaft wie prognostiziert mit in den Sog des Konjunkturabschwungs in den europäischen Peripherieländern gerissen wurde, sich mit am stärksten unter den internationalen Aktienmärkten präsentierte. Wir hatten hier einen Kursanstieg von 6.080 auf 6.500 Indexpunkte gesehen, was sich bei einem Indexstand von rund 7.400 Indexpunkten zum Redaktionsschluss dieses Kapitalmarktausblicks als zu konservativ erwiesen hat.

An den Rentenmärkten hatten wir einen zwischenzeitlichen Zinsanstieg in der ersten Jahreshälfte 2012 und ein allmähliches Abbröckeln der Zinsen in der zweiten Jahreshälfte erwartet. In der Summe sollten die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen in den USA und Deutschland im Jahresverlauf leicht ansteigen. De facto lagen die Renditen zehnjähriger US-Papiere und zehnjähriger Bunds zum Jahresende deutlich unter den Vorjahreswerten und rund einen Prozentpunkt unter unserer Prognose.

Schwerlich vorzustellen ist heute die Euro-Hysterie vor einem Jahr, als vielfach Prognosen herumgereicht wurden, dass die Eurozone schnell auseinanderbrechen würde (und solle). Wir hatten uns in diesen Kanon nicht eingereiht. Für uns waren im Kapitalmarktausblick 2012 drei Dinge klar. Erstens: Die Eurozone wird in 2012 in ihrer Form bestehen bleiben. Ein erneuter Test des Zusammenhalts ist in 2012 wahrscheinlich, die Eurozone wird ihn aber bestehen.

Zweitens: Die europäische Wirtschaftspolitik hat genügend ungenutzte Optionen zur Verteidigung. Insbesondere die EZB wird ihre Scheu, als Feuerwehr aufzutreten, ablegen. Und drittens: Der Euro wird von nahe 1,35 auf 1,25 USD je Euro abwerten, um der gesamten Eurozone etwas mehr Wettbewerbsfähigkeit zu verschaffen. Diese Prognosen sind im Kern eingetreten.

Auf der Rohstoffseite hatten wir ein freundliches Jahr erwartet. Den DJUBS Rohstoffindex hatten wir rund 10% höher erwartet. Wir hatten zwar nur ein unterdurchschnittliches Weltwirtschaftswachstum und weitgehend uninspirierende Fundamentaldaten gesehen, hatten aber mit dem Argument einer weiteren quantitativen Lockerung der Zentralbanken (die dann auch gekommen ist) einen gemeinsamen Bullmarkt mit Aktien gesehen. Die Rohstoffe konnten aber mit den Aktien im Jahr 2012 nicht mithalten. Der Hauptgrund war, dass das Wirtschaftswachstum in China enttäuschte und insbesondere die Metalle sich kaum von den Produktionskosten nach oben abstoßen konnten.

Prognosen 2013

Selten einmal gab es ein Jahresende, an dem so wenig klare Bewegungen für das nächste Jahr absehbar waren. Dies gilt für die Aktien-, Rohstoff-, Währungs- und Rentenmärkte. Unser Basisszenario ist eine moderat positive Konjunkturentwicklung, etwas besser als in diesem Jahr. Es sieht so aus, dass in keinem der großen Weltwirtschaftsblöcke wirklich eine restriktivere Fiskalpolitik angedacht ist. In den USA ist nach unserer Ansicht kein ernsthafter Wille zur Konsolidierung des Haushaltsdefizits zu erkennen. Die politischen Parteien werden am Ende eine Verhandlungslösung für die Fiskalklippe und die Schuldenobergrenze finden. In Japan wird es wahrscheinlich einen Regierungswechsel geben, in China hat dieser bereits stattgefunden.

In beiden Ländern ist keine Kursänderung der moderat expansiven Fiskalpolitik wahrscheinlich. Und in Europa dürfte vor allem der „Sparwille“ von Spanien und Frankreich noch einmal von den Bondmärkten getestet werden. Zu viel mehr als einer Eurokrise light wird es wohl eingedenk der weltweit expansiven Geldpolitiken nicht kommen. Die Zentralbanken in den USA, Euroland und Japan werden den Zins am kurzen Ende nahe Null belassen und nach wie vor durch Direktkäufe oder indirekt über das Geschäftsbanksystem den Zins am langen Ende versuchen zu kontrollieren. Im Jahr 2013 dürfte das noch einmal gutgehen. Langfristig besteht die Gefahr, dass die Inflationserwartungen außer Kontrolle geraten, wenn die Bondmärkte, wie bereits in den europäischen Peripherieländern geschehen, die Refinanzierungsfähigkeit von Defizitstaaten anzweifeln. Irgendwann wird sich die Geldpolitik in den USA eingestehen müssen, dass sie keine nachhaltigen Wachstumseffekte generieren kann. Die großen Volkswirtschaften haben so viele strukturelle Probleme (u. a. Überschuldung, Deleveraging, Einkommensungleichheiten), dass eine Rückkehr zu den Wachstumsraten der Boomjahre 2003 bis 2007 eine Illusion ist. Für 2013 prognostizieren wir in der Gesamtschau mit 3,2% ein etwas höheres Weltwirtschaftswachstum als in 2012 (2,8%).

Für die Aktienmärkte sind das auf den ersten Blick gute Nachrichten. Aber die Gewinnerwartungen sind bereits so hoch, dass ein positives Wirtschaftsszenario bereits vorweggenommen ist. In vielen Ländern profitieren die mittleren Einkommen real nicht von dem „Aufschwung“ der letzten Jahre. Die Gewinnquoten nach der Einkommensrechnung des Bruttosozialprodukts sind in den USA in den letzten Jahren angestiegen. Es wächst die politische Überzeugung, dass es fast nicht sein kann, dass die Unternehmen kaum einen Beitrag zur Finanzierung des „Gemeinwohls“ leisten. Insgesamt sehen wir die Aktienmärkte zum Jahresende 2013 wenig verändert, der S&P 500 könnte wenige Prozente im Plus notieren, der deutsche Aktienindex Dax 30 sollte seine relative Stärke im kommenden Jahr einbüßen und leicht schwächer notieren.

Ähnliches gilt für die Rentenmärkte, für die unsere Prognose ebenfalls auf praktisch unveränderte Renditen zehnjähriger Staatsanleihen in den USA, Deutschland und Japan abzielt. Trotz moderat positiver Konjunktur sehen wir in 2013 keinen Anstieg der Inflationsraten und noch keine grundsätzliche Umbewertung der staatlichen Verschuldungsquoten. Bei den Leitzinsen in den wichtigsten Währungsräumen dürfte lediglich noch von der EZB eine letzte Zinssenkung von 25 Basispunkten kommen.

Die Rohstoffe sollten im nächsten Jahr etwas Boden zu Aktien und Renten gutmachen können. Nach unseren Messungen entwickelten sich Rohstoffe in Konjunkturphasen, die durch unterdurchschnittliches Wachstum und durch niedrige Inflation gekennzeichnet sind, etwas besser als Aktien, was 2012 nicht der Fall war. Das Basisszenario von 3,2% Weltwirtschaftswachstum, davon 8% in China, bietet für Rohstoffe ausreichend Nachfragewachstum, um angesichts teilweise knapper Lager freundlich zu tendieren. Die Roll-Renditen sind in einzelnen Bereichen (Petroleum, Getreide) attraktiv und Rohstoffe sollten als Absicherung gegen Inflation und geopolitische Ereignisse gefragt bleiben. Wir prognostizieren ein Kursplus von rund 10% für den Dow Jones UBS Rohstoffindex.

Bei den wichtigsten Währungen fällt für 2013 eine Prognose schwer. Beim US-Dollar bestand in den letzten Jahren permanent die Gefahr, dass die Fed vermehrt als Käufer in den Markt für langlaufende Staatsanleihen eintritt, wenn ausländische Gläubiger die Geduld mit den hohen amerikanischen Staatsdefiziten verlieren. Für die Verhinderung eines Zinsanstiegs am langen Ende wird die amerikanische Notenbank eine schwächere Währung in Kauf nehmen. Auf der anderen Seite des Atlantiks vereinigt die Eurozone Volkswirtschaften mit ganz unterschiedlicher Wettbewerbsfähigkeit, die eines Eurokurses von 1,30 USD je Euro bedürfen, um im Aggregat wettbewerbsfähig zu sein. Dementsprechend ist 1,30 USD je Euro unser Kursziel für das Jahresende 2013. Beim Yen wird die neu gewählte Regierung, die vermutlich wieder aus LDP und New Komeiko besteht, auf eine schwächere Währung

Tiberius Kapitalmarkt-Prognose			2012		2013	
Anlageklasse	Indexname	Ticker (Bloomberg)	Stand am 02.12.2011	Prognose für Ende 2012 vom 05.12.2011	Stand am 26.11.2012	Prognose für Ende 2013 vom 26.11.2012
Aktien	S&P 500	SPX Index	1.244	1.370	1.416	1.450
	Dax 30	DAX Index	6.081	6.500	7.406	7.350
	Nikkei 225	NKY Index	8.644	9.600	9.446	9.500
Renten (10J)	10 J.-Zins USA	USGG10YR Index	2,03%	2,50%	1,62%	1,60%
	10 J.-Zins BRD	GDBR10 Index	2,14%	2,30%	1,39%	1,40%
	10 J.-Zins JP	GJGB10 Index	1,04%	1,10%	0,72%	0,80%
Leitzinsen	USA	FDTR Index	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%
	Euro-Raum	EURR002W Index	1,25%	0,50%	0,75%	0,50%
	Japan	BOJDTR Index	0,10%	0,10%	0,10%	0,10%
Währungen	EUR USD	EURUSD Curncy	1,34	1,25	1,30	1,30
	EUR JPY	EURJPY Curncy	104,4	95,0	107,1	110,0
Rohstoffe	DJ-UBSCI Total Return	DJUBSTR Index	294,1	325,0	287,3	320,0
	RICI Total Return	RICIGLTR Index	3.696	3.950	3.733	4.200

drängen. Die japanische Notenbank wird diesem Drängen aber nur in begrenztem Maße nachgeben. Am Ende des Jahres sehen wir den Yen marginal schwächer bei 110 Yen per Euro.

Rohstoff-Prognosen

Die historischen Empfehlungen des Jahres 2012 für die Einzelrohstoffe haben wir wie folgt ausgewertet: Zunächst wurde jede verbale Empfehlung in eine Note zwischen +2 und -2 übersetzt und anschließend die tatsächliche in 2012 erzielte, relative Performance des Rohstoffs gegenüber dem DJUBS Commodity Index in 5 Kategorien eingeteilt, ebenfalls von +2 bis -2.

Für den Petroleum-Komplex hatten wir am Jahresende 2011 entgegen dem damaligen Konsens die Prognose abgegeben, dass die Kurse über den Jahresverlauf schwächer tendieren werden. Für Rohöl der Marke West Texas Intermediate (WTI) wurde ein Kursziel zwischen 90 bis 95 USD je Barrel ausgegeben. Diese Prognose ist bei einem WTI-Preis von knapp 90 USD je Barrel gut eingetroffen. Weniger gut lagen wir in den Spread-Prognosen. Wir hatten sowohl den Brent-WTI als auch die Produkt-Crack Spreads im Jahr 2012 zusammenlaufen sehen. Die von uns geschätzte Kapazitätserweiterung der Raffinerien hat in 2012 nicht stattgefunden. Für das Jahr 2013 ist unsere Prognose für Rohöl etwas optimistischer. Wir sehen Brent in einer Handelsspanne zwischen 100 und 125 USD pro

Empfehlung	Note	Relative Performance
Übergewichteten	2	größer 20%
Leicht Übergewichteten	1	zwischen 7,5% und 20%
Neutral	0	zwischen -7,5% und 7,5%
Leicht Untergewichteten	-1	zwischen -20% und -7,5%
Untergewichteten	-2	kleiner -20%

Barrel das kommende Jahr mehr oder weniger unverändert abschließen, wobei der Aufbau einer zusätzlichen geopolitischen Risikoprämie 2013 nicht unwahrscheinlich ist. Bei WTI wagen wir noch einmal die Prognose, dass die lokale Überversorgung am Lieferort Cushing durch zusätzliche Pipeline-Kapazitäten aufgelöst wird und sich die Preisdifferenz zu Brent dadurch auf -4 USD bis zum Frühjahr 2014 einengt. Bei den Produkten Benzin und Heizöl sehen wir 2013 keine großen relativen Signale zu Brent.

Erdgas nimmt seit Jahren einen der letzten Plätze in der jährlichen Performance-Skala ein. In 2012 war das genauso, da zum Jahresanfang bereits so viel Performance eingebüßt wurde, dass die Rallye ab dem Frühjahr nur einen Teil der vorangegangenen Verluste kompensieren konnte. Wir hatten Erdgas eine neutrale Performance zugetraut. Für das Jahr 2013 stufen wir US-Erdgas wieder mit Untergewichten (-2) ein. Vor allem im zweiten und dritten Quartal 2012 „muss“ der Erdgaspreis vom aktuellen Spot-Niveau kräftig fallen, um die notwendige Kohle-Gas-Substitution zu gewährleisten, die ein „Überlaufen“ der Lager zum Ende der Einlagerungssaison verhindert. Zu den prognostizierten Kassapreisverlusten kommen noch die „traditionellen“ Roll-Verluste hinzu.

Die Metalle legten 2012 ein überwiegend neutrales Jahr zum Dow Jones UBS Rohstoffindex hin. Lediglich Platin, Silber und Zinn schafften es in die Kategorie der leichten Outperformance (+1). Davon hatten wir lediglich Zinn als Outperformer gesehen. Die anderen Metalle, denen wir 2012 eine überdurchschnittliche Kursentwicklung zugetraut haben (Palladium, Kupfer, Nickel), enttäuschten aus relativer Perspektive. Auf der Basis unserer Makroschätzung können wir uns im kommenden Jahr die Metalle als Outperformer vorstellen. Unsere Top-Kandidaten sind unverändert Zinn und Palladium, wobei auch eine ganze Reihe anderer Metalle (Nickel, Blei, Platin, Silber) ein relatives Kursplus zum Dow Jones UBS Rohstoffindex verzeichnen sollten.

Bei den Getreiden lagen wir im vergangenen Jahr nicht gut. Das sah bis zur Jahresmitte noch anders aus, als unsere Prognose eines starken Überschussmarktes bei Mais (und mit Abstrichen bei Weizen) sich zu bewahrheiten schien und die Preise bereits erheblich unter Druck standen. Was dann folgte, war der heißeste Sommer in den USA, exakt zum kritischen Befruchtungszeitpunkt bei Mais. Die Getreide verzeichneten in den USA große Produktionseinbußen und legten im dritten Quartal 2012 eine Rallye hin, die sie bis zum Jahresende als Outperformer der Kategorie 2 dastehen ließen. Für das kommende Jahr prognostizieren wir bei Mais erneut einen hohen Marktüberschuss und stufen den Rohstoff (trotz positiver Roll Yields), und mit Abstrichen auch Sojabohnen und Weizen, als Underperformer ein. Das Wetter wird die Long-Spekulation nicht jedes Jahr retten können.

Bei den Soft Commodities Kaffee, Zucker, Baumwolle und Kakao hatten wir hingegen ein gutes Händchen. Wir hatten bei Kaffee, Zucker und Baumwolle aufgrund der Angebotsreaktionen in den Vorjahren und der guten Versorgungslage eine Untergewichtung (-2) empfohlen. Anders als bei Getreiden machte das Wetter hier keinen Strich durch die Rechnung. Kaffee und Zucker zählten wie erwartet zur schwächsten Performance-Kategorie (-2), Baumwolle zur zweitschwächsten. Bei Kakao hatten wir einen Defizitmarkt und eine leichte Outperformance, die dann auch eingetreten ist, vorausgesehen. Für das Jahr 2013 sind die Prognosen nicht mehr ganz so negativ. Kaffee und Baumwolle haben angesichts hoher Lagerbestände kaum Preispotential nach oben, aber nach den starken Kursverlusten und angesichts einer schwächeren Versorgungslage im kommenden Marketingjahr auch kaum Luft nach unten; wir empfehlen eine neutrale Gewichtung. Zucker sehen wir nochmal schwächer, nachdem auch im kommenden Jahr ein Produktionsüberschuss und negative Roll-Renditen zu erwarten sind. Bei Kakao haben wir praktisch die gleiche Vorhersage wie im letzten Jahr: ein geringer Defizitmarkt mit einer leichten Outperformance.

Tiberius Rohstoffprognose				2012					2013		
	Sektor	Rohstoff	BB	Relative Prognose 2012 05.12.2011	Excess Return YTD*	Relative Return YTD*	Relative Return Kategorie	Relative Prognose Kategorie	Differenz (Marktentwicklung zu Prognose)	Relative Prognose 2013 30.11.2012	
DJ UBS Commodity Index			DJUBS Index			2,4%					
1	Energie	Rohöl (Brent)	DJUBSCO Index	CO	Leicht Untergewichten	9,3%	6,9%	0	-1	1	0 Neutral
		Rohöl (WTI)	DJUBSCL Index	CL	Neutral	-13,8%	-16,2%	-1	0	-1	1 Leicht Übergewichten
		Benzin	DJUBSRB Index	XB	Neutral	23,6%	21,2%	2	0	2	0 Neutral
		Heizöl	DJUBSHO Index	HO	Leicht Untergewichten	6,5%	4,0%	0	-1	1	0 Neutral
		Erdgas	DJUBSNG Index	NG	Neutral	-20,5%	-23,0%	-2	0	-2	-2 Untergewichten
2	Basis-metalle	Aluminium	DJUBSAL Index	LA	Leicht Untergewichten	-2,0%	-4,4%	0	-1	1	-1 Leicht Untergewichten
		Kupfer (COMEX)	DJUBSHG Index	HG	Leicht Übergewichten	5,0%	2,6%	0	1	-1	-1 Leicht Untergewichten
		Blei	DJUBSPB Index	LL	Neutral	8,8%	6,4%	0	0	0	1 Leicht Übergewichten
		Nickel	DJUBSNI Index	LN	Leicht Übergewichten	-7,0%	-9,4%	-1	1	-2	1 Leicht Übergewichten
		Zinn	DJUBSSN Index	LT	Übergewichten	13,9%	11,4%	1	2	-1	2 Übergewichten
		Zink	DJUBSZS Index	LX	Leicht Untergewichten	7,3%	4,9%	0	-1	1	0 Neutral
3	Edel-metalle	Gold	DJUBSGC Index	GC	Leicht Untergewichten	8,4%	6,0%	0	-1	1	0 Neutral
		Palladium	SPGSPAP Index	PA	Übergewichten	3,8%	1,3%	0	2	-2	2 Übergewichten
		Platin	DJUBSPL Index	PL	Neutral	13,4%	11,0%	1	0	1	1 Leicht Übergewichten
		Silber	DJUBSSI Index	SI	Leicht Untergewichten	18,0%	15,6%	1	-1	2	1 Leicht Übergewichten
4	Lebend Vieh	Magere Schweine	DJUBSLH Index	LH	Neutral	-5,0%	-7,5%	0	0	0	0 Neutral
		Lebende Rinder	DJUBSLC Index	LC	Neutral	-6,0%	-8,4%	-1	0	-1	0 Neutral
5	Agrar (Getreide)	Mais	DJUBSCN Index	C	Leicht Untergewichten	25,1%	22,7%	2	-1	3	-2 Untergewichten
		Sojabohnen-Mehl	DJUBSSM Index	SM		57,4%	55,0%	2			-1 Leicht Untergewichten
		Sojabohnen	DJUBSSY Index	S	Neutral	26,1%	23,7%	2	0	2	-1 Leicht Untergewichten
		Weizen (Kansas)	SPGSKWP Index	KW		17,0%	14,5%	1			-2 Untergewichten
		Weizen (Chicago)	DJUBSWH Index	W	Leicht Untergewichten	20,7%	18,3%	1	-1	2	-2 Untergewichten
6	Agrar (Softs)	Kakao	DJUBSCC Index	CC	Leicht Übergewichten	13,7%	11,3%	1	1	0	1 Leicht Übergewichten
		Kaffee	DJUBSKC Index	KC	Untergewichten	-39,0%	-41,4%	-2	-2	0	0 Neutral
		Baumwolle	DJUBSCT Index	CT	Leicht Untergewichten	-19,2%	-21,6%	-2	-1	-1	0 Neutral
		Zucker	DJUBSSB Index	SB	Leicht Untergewichten	-15,8%	-18,2%	-1	-1	0	-1 Leicht Untergewichten
7	Agrar (Vegetarische Öle)	Sojabohnen-Öl	DJUBSBO Index	BO	Neutral	-9,1%	-11,5%	-1	0	-1	0 Neutral

KONJUNKTUR-PERSPEKTIVEN 2013

KONJUNKTUR USA: KEIN SCHLECHTES JAHR

Nach den Wahlen: Abgeschminkte Realität

Die Präsidentschaftswahlen in den USA beschreiben auf den ersten Blick das Bild eines politisch gelähmten und zerrissenen Landes. Der Wahlkampf des wiedergewählten Präsidenten Obama war mehr auf die Verteidigung der Errungenschaften der ersten Amtszeit und eine Desavouierung des politischen Gegners ausgerichtet. Auf der republikanischen Seite erinnerte die Rhetorik über die Steuer- und Fiskalpolitik an die defizitäre Politik Ronald Reagans, der in den achtziger Jahren auf das Konzept von Laffer – Steuersenkungen als Maßnahme für höhere Steuereinnahmen infolge höheren BIP-Wachstums – hereingefallen war. Beide Kontrahenten lieferten keine Vision, wie den aktuellen wirtschaftlichen Herausforderungen beizukommen sei. Insofern dürfte der Urnengang für die meisten US-Amerikaner die Verhinderung einer politisch noch unliebsameren Alternative gewesen sein. Mit 51% der Gesamtstimmen verfügt der Sieger Obama über eine denkbar knappe Mehrheit. Im Gegensatz zu vielen seiner Vorgänger hat Obama bei seiner Wiederwahl Stimmen eingebüßt, kaum der Nährboden für einen Befreiungsschlag in der zweiten Amtszeit. Ähnlich wie im ersten Wahlkampf Obamas vor vier Jahren ist ein klares wirtschaftliches Konzept nicht erkennbar. Damals erschöpfte sich der Wahlkampf weitgehend in den Slogans „Change“ und „Yes we can“. Als der neue Finanzminister Geithner wenige Wochen nach der Präsidentschaftswahl 2008 den Finanzmärkten einen Plan präsentierten sollte, wie die Finanzkrise gelöst werden könnte, zeigte sich, dass die Obama-Administration in wirtschaftlichen Fragen unvorbereitet war und nichts in der Schublade hatte. Die erste Rede von

Geithner musste damals verschoben werden, die zweite enttäuschte. Ähnliches steht heute auch zu befürchten. Die Situation erinnert ein wenig an die Bundestagswahlen in Deutschland im Jahr 2002, als der damalige Kanzler Schröder mit einer hauchdünnen Mehrheit gewann. Die rot-grüne Regierung startete mit einem Flickenteppich einzelner steuerpolitischer Maßnahmen, was die Finanzmärkte mit einer ausgeprägten Schwäche des deutschen Aktienmarkts relativ zu den Weltaktienmärkten abstrafte.

Erschwerend kommt hinzu, dass die Mehrheitsverhältnisse im Kongress unverändert sind. Das Repräsentantenhaus ist mehrheitlich republikanisch besetzt, während der Senat von Demokraten dominiert wird. Das politische Geschacher zwischen Präsident und Kongress geht damit ebenfalls in die zweite Runde. Dennoch dürfte die Lame Duck Problematik für Obama weniger ausgeprägt sein als unmittelbar vor der Wahl. In seiner zweiten Amtszeit muss Obama keine Rücksicht auf etwaige Wiederwahlchancen verwenden. Auf der anderen Seite hielt die Wahl für die Republikaner die Botschaft bereit, dass eine wahlaktische Blockadepolitik vielen Wählern nicht zu vermitteln ist.

Fiskalklippe wird umschifft

Die Chancen stehen daher ganz gut, dass die Fiskalklippe durch eine Einigung beider Parteien umschifft werden kann. Als Fiskalklippe wird eine Kombination aus dem Wegfall von Steuererleichterungen, aus der Einführung einer Steuer für hohe Einkommen (Affordable Care Act) und aus einer automatischen Kürzung von Ausgabenbudgets (sequestration) bezeichnet.

Diese Maßnahmen wurden im Rahmen der Einigung über die Anhebung der Schuldenobergrenze im Sommer 2011 beschlossen und treten ohne weiteren Beschluss des Kongresses zum 1. Januar 2013 in Kraft. Sollte der Kongress nicht eine Neuregelung beschließen (ein extremer Zeitdruck besteht nicht, da auch noch im ersten Halbjahr 2013 die Maßnahmen wieder rückgängig gemacht werden können), könnten die Auswirkungen dieser Fiskalkürzungen für die US-Wirtschaft stark negativ sein. Nach den Schätzungen des Congressional Budget Office (CBO) würde sich das Haushaltsdefizit von 1.170 Mrd. USD (ca. 7,5% des US-Sozialprodukts) im Jahre 2012 auf ca. 560 Mrd. USD mehr als halbieren. Die Konsolidierung der US-Staatsfinanzen ist langfristig unvermeidlich, um die Staatsschuldenquote langfristig unter 90% des Bruttosozialprodukts zu stabilisieren. Kurzfristig könnte das US-Wirtschaftswachstum nach Schätzungen des CBO aber um mehr als einen halben Prozentpunkt einbrechen.

Betrachtet man die Nutzenfunktionen der einzelnen Parteien, ist eine wesentliche Reduktion des US-Haushaltsdefizits aber wenig wahrscheinlich. Präsident Obama hat bereits angekündigt, dass für den Fall, dass die Steuer für hohe Einkommen vom Kongress rückgängig gemacht wird, ein Veto ausgesprochen wird. Die zusätzlichen Staatseinnahmen aus dieser Steuer sind mit 18 Mrd. USD relativ gering, machten aber einen guten Teil der Wahlkampfrhetorik aus. Aus volkswirtschaftlicher Sicht sind die negativen Wachstumseffekte begrenzt, da die Steuer bei hohen Einkommen weniger den Konsum, sondern vor allem die Sparquote treffen dürfte. Insofern dürfte diese Maßnahme der Achtungserfolg sein, den die Republikaner Obama konzidieren werden. Die generellen Verhandlungslinien lauten: Höhere Steuereinnahmen durch „gerechtere“ Besteuerung (Demokraten) gegen Kürzung der staatlichen Sozialleistungen (Republikaner). Da die Gegenseite diese Forderungen jeweils vehement ablehnt, dürfte weder das eine noch das andere kommen. Der Wille, die Staatsfinanzen nachhaltig zu konsolidieren ist unserer Ansicht nach auf beiden Seiten nicht sehr ausgeprägt. Dies gilt umso mehr, als die Finanzmärkte die

US-Wirtschaftspolitik noch nicht mit dem Zwang zum „Sparen“ konfrontiert haben. Daran dürfte auch die Debatte über eine erneute Anhebung der Staatsschuldenobergrenze (gegenwärtig bei 16.394 Mrd. USD, die wahrscheinlich im Frühjahr 2013 erreicht ist) und weitere Rating-Herabstufungen für US-Staatsanleihen wenig ändern, solange die Zinssätze für kurz- und langlaufende Staatsanleihen durch die US-Notenbank nach unten manipuliert werden (Operation Twist).

Geldpolitik wird Fiskaldefizite weiterhin flankieren

Mit der Wiederwahl Obamas dürfte die Debatte über die Angemessenheit der US-Notenbankpolitik ebenfalls an Wucht verlieren. Mitt Romney hatte einen Kurswechsel und eine Ablösung von Notenbankpräsident Ben Bernanke zum Ende seiner Amtszeit im Januar 2014 gefordert. Dieser wiederrum steht für eine stark expansive Linie, die zum Teil mit seinem Werdegang zu erklären ist.¹ Zudem hatte Ben Bernanke noch im November 2002 großspurig doziert, dass die USA nicht wie Japan in den neunziger Jahren in die Deflation abgleiten werde, da die US-Notenbank im Zweifel die Notenpresse gebrauchen werde.² Dieses „Versprechen“ hat er mit drei Programmen für eine quantitative Lockerung (QE1 bis QE3) eingelöst. Die letzte Runde sieht die Fortsetzung der Nullzinspolitik bis in das Jahr 2015, die Verlängerung der Operation Twist (Umschichtungen von kurzen in langlaufende Anleihen) und monatliche Käufe hypothekenbesicherter Wertpapiere (Mortgage Backed Securities) in Höhe von 40 Mrd. USD

1 Ben Bernanke hat seine Promotion über die Lektionen für die Geldpolitik während der Großen Depression in den dreißiger Jahren des vergangenen Jahrhunderts verfasst. Eine dieser Lektionen sei der zu frühe Entzug der Liquiditätsreserven des Geschäftsbankensektors gewesen. Ein „Fehler“, den der Notenbankpräsident nicht wiederholen will.

2 Im November 2002 hatte Ben Bernanke unter dem Titel „Deflation – Making Sure „It“ Doesn’t Happen Here“ die Behauptung aufgestellt, dass ein längeres Verharren der Leitzinsen an der Nullschwelle und das Abrutschen in die Liquiditätsfalle unwahrscheinlich seien, da die Notenbank mit der Notenpresse jederzeit Inflation erzeugen könne. Vgl. <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021121/default.htm>

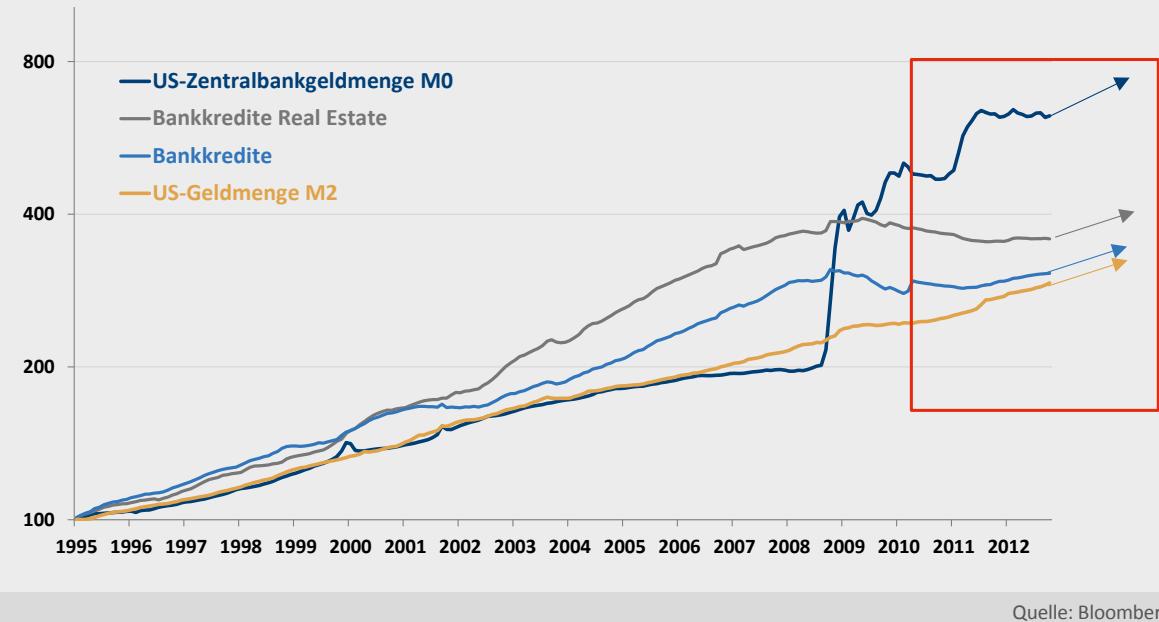
vor. Dennoch ist die US-Geldpolitik längst in der Keyneschen Liquiditätsfalle angekommen. Eine nachhaltige Erzielung von Wachstumseffekten ist in einem derartigen Umfeld der Geldpolitik nicht möglich, eine Erkenntnis, die sich die US-Notenbank beharrlich weigert einzusehen. Für die Fiskalpolitik bedeutet diese akkomodative Linie, dass Haushaltsdefizite durch die Bilanzverlängerung der Notenbank indirekt finanziert werden können und unter Umständen müssen, wenn die Gläubiger der Vereinigten Staaten diese nicht mehr über die Anleihenmärkte finanzieren wollen. Die Aufschlüsselung der US-Gläubiger zeigt eine hohe Abhängigkeit von China und Japan, die rund 20% der öffentlichen Schulden der USA halten. Beide haben in letzter Zeit aufgrund fallender Handelsüberschüsse in weit geringerem Maße US-Anleihen erworben, als in den Jahren 2004 bis 2011. Bei einem partiellen Wegfall ausländischer Financiers kann ein Zinsanstieg am langen Ende nur dann verhindert werden, wenn entweder inländische Gläubigergruppen oder die Notenbank verstärkt in den Markt eintritt. Ersteres ist aufgrund des geringen Sparaufkommens inländischer Gläubiger eher unwahrscheinlich. Eine erhöhte Geldemission infolge indirekter Staatsfinanzierung dürfte aber unweigerlich einen schwächeren Außenwert des US-Dollars nach sich ziehen. Trotz aller Lippenbekenntnisse zu einem starken US-Dollar ist eine kontrollierte Abwertung der US-Währung unserer Ansicht nach durchaus im Interesse der US-Wirtschaftspolitik.

Die Gretchenfrage, ob die US-Geldpolitik auf Dauer einen Zinsanstieg am langen Ende verhindern kann, wenn die Konjunktur und Inflationsraten einmal anziehen, bleibt jedoch ungelöst. Wir sind und bleiben skeptisch. Die Geschichte lehrt, dass eine indirekte Finanzierung von Staatsdefiziten und Inflationserwartungen rasch außer Kontrolle geraten können, wenn das Vertrauen in die langfristige Refinanzierungsfähigkeit an den Anleihenmärkten einmal erschüttert ist. Eine derartige Entwicklung wird aber vermutlich <noch> nicht in 2013 stattfinden.

Kreditvergabe der Banken wird geldpolitischer Linie mit Zeitverzug folgen

Die Kreditvergabe der Geschäftsbanken ist noch nicht auf die expansive Linie der Notenbank eingeschwenkt. Die Transmission geldpolitischer Impulse an die Realwirtschaft ist nachhaltig gestört, da die Banken Cash-Reserven als Liquiditätspolster bei der Notenbank horten. Wie in den beiden letzten Kapitalmarktausblicken ausführlich erläutert, hat dies mehrere Gründe. Erstens hat nach Jahren übermäßiger Kreditexpansion in Relation zu den Einkommen seit 2009 Deleveraging im Bankensektor und bei den privaten Finanzen eingesetzt. Dieser Grundtrend dürfte auch in den nächsten Jahren anhalten und würde die US-Wirtschaft ohne Notenbankeingriffe an die Schwelle der Deflation führen. Zweitens funktionierten einzelne Kreditmarktsegmente, z. B. Immobilienkredite, durch den Überhang an notleidenden Krediten über Jahre nur eingeschränkt. Drittens animiert die US-Notenbank durch die Operation Twist die Geschäftsbanken zur Fristentransformation bei Staatsanleihen als Hauptgeschäftsmodell. Wenn die Notenbank vordergründig die Preise am kurzen und langen Ende garantieren kann, dann scheint der Carry zwischen kurzen und langen Anleihen vielen Banken als ein lohnendes Geschäftsfeld. Und viertens läuft die Kreditvergabe der Geschäftsbanken traditionell der Geldpolitik und auch der realwirtschaftlichen Entwicklung hinterher. Ein gängiges Bonmot lautet, dass ein Bankkredit wie der Verleih eines Regenschirms sei, den der Verleiher bei Sonnenschein anpreist und bei Regen zurückfordert. Dementsprechend erhöhen sich die Bankkredite vielfach erst dann, wenn die Realwirtschaft die Talsohle längst durchschritten hat. Im Jahre 2013 dürfte die Vergabe von Bankkrediten allmählich wieder anziehen. Der Hauptgrund dafür ist, dass der Markt für US-Immobilienkredite in den letzten beiden Jahren erfolgreich einen Boden ausgebildet hat. Ein spektakuläres Kreditwachstum ist kaum zu erwarten. Viele Kreditnehmer sind immer noch überschuldet und der Markt für Baukredite ist mit Fannie Mae und Freddie Mac de facto verstaatlicht und immer noch mit einem Turnaround der Bilanzen beschäftigt.

Geldmengen und Kreditentwicklung in den USA 1994-2012

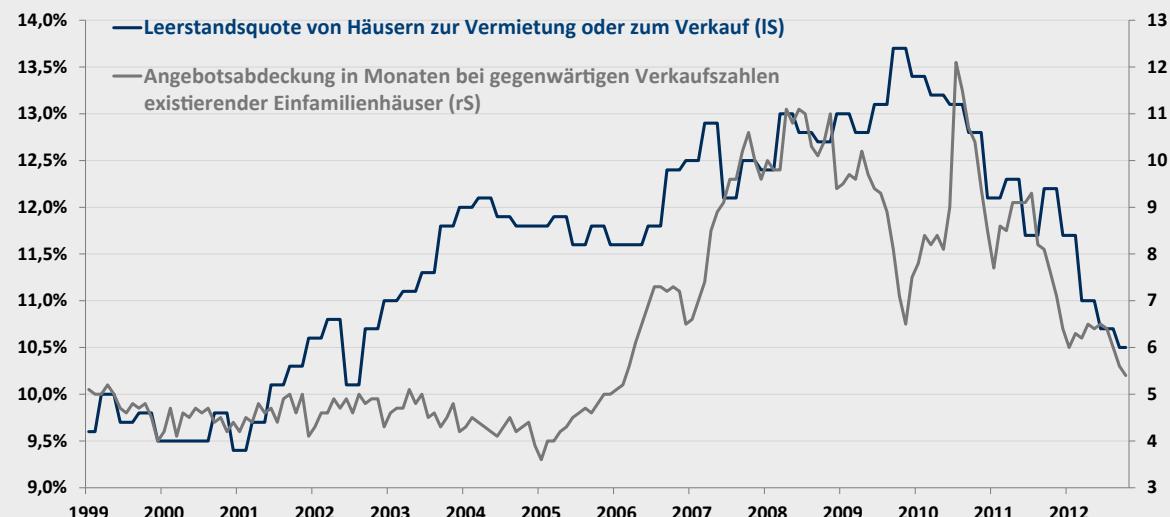


US-Wohnungsbaumarkt hat die Talsohle durchschritten

Das Überangebot an Wohnimmobilien, das durch die Blase bei Immobilienpreisen und -krediten im Jahr 2007 geschaffen wurde, ist in den letzten Jahren erfolgreich abgearbeitet worden. Die Leerstandsquoten von Einfamilienhäusern, die zum Verkauf oder zur Vermietung stehen, gingen in den

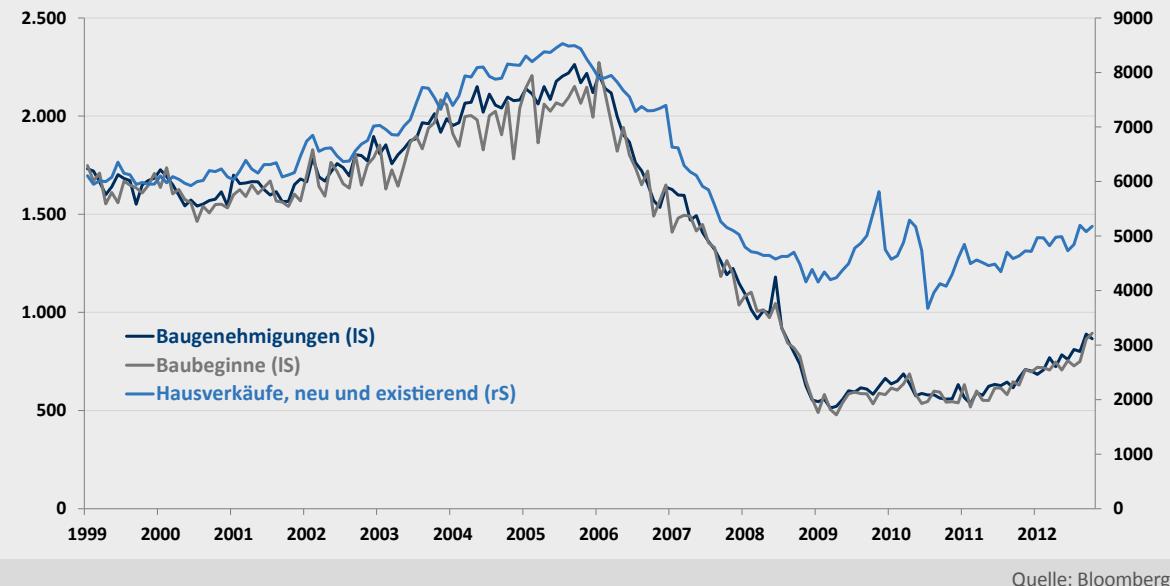
letzten Jahren kontinuierlich zurück. Die Häuser, die zum Verkauf stehen, decken bei den gegenwärtigen Verkaufszahlen nur noch etwa 5,4 Monate ab. Damit ist man wieder auf dem Niveau wie vor dem Beginn der Blase im Jahr 2005 angekommen.

Immobilienangebot in den USA 1999-2012



Quelle: Bloomberg

Immobilien nachfrage in den USA 1999-2012

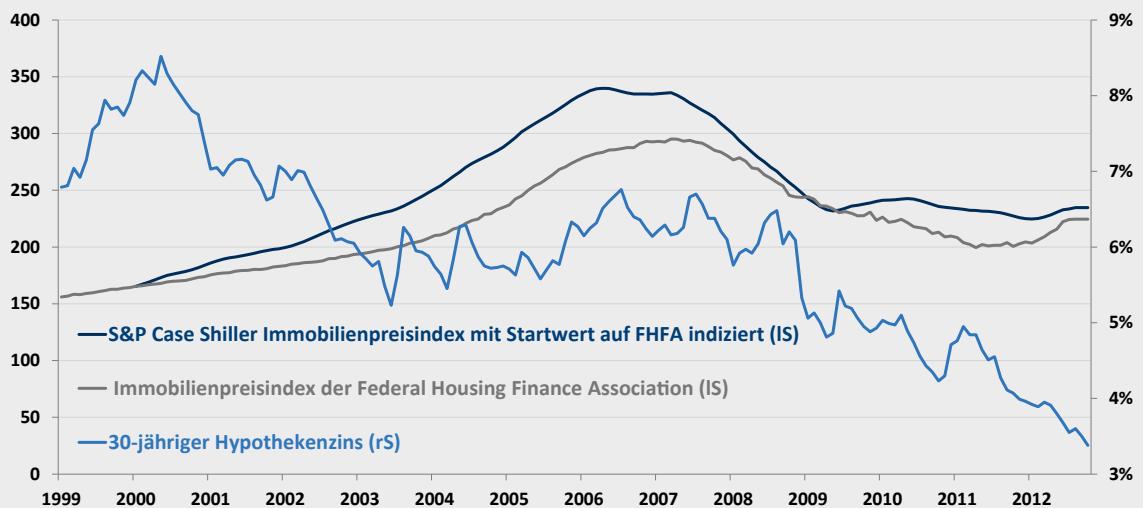


Auf der anderen Seite zieht die Nachfrage allmählich wieder an. Die Baugenehmigungen und Baubeginne haben sich auf tiefem Niveau stabilisiert und zeigen seit zwei Jahren wieder positive Wachstumsraten. Auch die Umsätze aus dem Verkauf von existierenden Wohnimmobilien deuten auf eine Belebung des US-Immobilienmarktes hin.

Diese Belebung schlägt sich auch in den Baukreditanträgen nieder, die sich seit Beginn des Jahres 2011 annähernd verdoppelt haben. Gleichzeitig ist

der Anteil der Immobilienkredite in Zahlungsverzug von 10% auf unter 8% zurückgekommen. Immobilien sind für US-Amerikaner wieder zunehmend erschwinglich, wie der Anstieg des Home Affordability Index der nationalen US-Maklervereinigung in den letzten Jahren zeigt. Die Hauptursache ist die Nullzinspolitik der US-Notenbank. Dadurch sind Durchschnittszinsen für Immobilienkredite mit dreißigjähriger Laufzeit von knapp 6,5% im Jahr 2008 auf aktuell 3,38% gefallen. US-Immobilien zählen unserer Ansicht nach zu den am stärksten

Immobilienpreise und Hypothekenzins in den USA 1999-2012



unterbewerteten Inflationsschutzalternativen. Die Wohnimmobilienpreise sind zwischen 2008 und 2011 um rund 30% gefallen. In den letzten Monaten sind auch hier klare Anzeichen für eine Bodenbildung zu erkennen. Im Gegensatz zu anderen Realgütern, die auf das geldpolitische Experiment der Fed in den letzten Jahren bereits stark reagiert haben (US-Aktien, u. a. auch Immobilienaktien und Gold) stehen die US-Immobilienpreise relativ

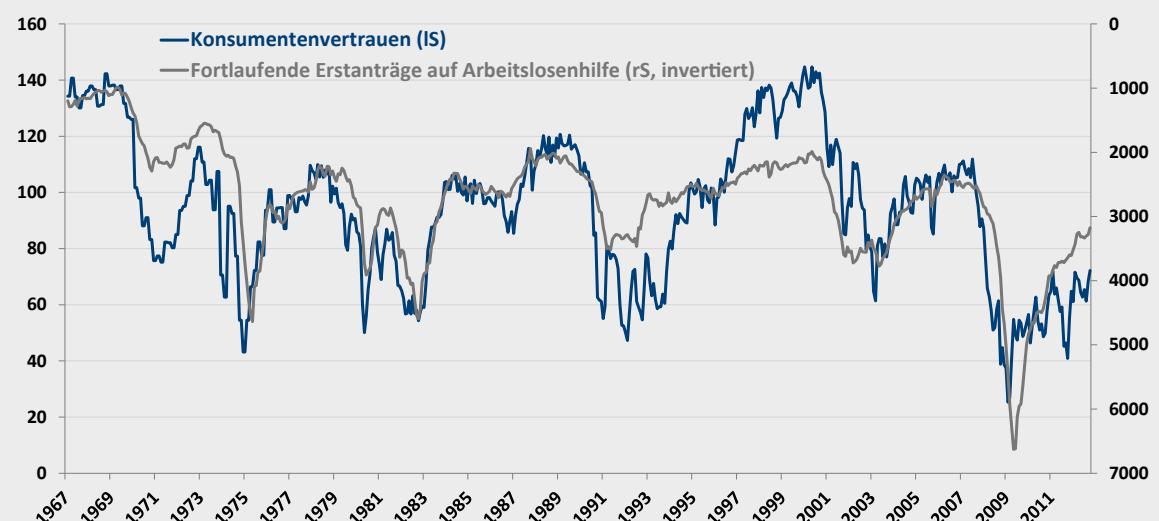
gesehen noch weit unten. Die geplatzte Blase hat diese Anlage in Misskredit gebracht, ein angesichts des abgearbeiteten Überangebots unserer Ansicht nach günstiger Einstiegszeitpunkt. Jedoch gilt auch, dass ein steiler Aufwärtstrend wenig wahrscheinlich ist. Es wird noch Jahre dauern, bis spekulative Immobilienkäufe wieder eine Massenbewegung werden.

Konsumentenvertrauen hat sich stabilisiert

Das Konsumentenvertrauen hat sich in diesem Jahr deutlich nach oben entwickelt, nachdem es in den Vorjahren noch markant hinter der Stimmung der Industrie zurückgeblieben war. Neben der Bodenbildung am Immobilienmarkt dürfte dafür auch die allmähliche Besserung des Arbeitsmarkts maßgeblich sein. Die Änderung der Beschäftigung gemäß der Unternehmensumfrage (Payroll) ist ein notorisch unzuverlässiger Indikator, der oft noch nach Jahren stärker als um die ursprüngliche Wertausprägung revidiert wird. Aber nicht nur die Payroll, sondern alle von uns verfolgten Arbeitsmarktindikatoren haben sich in den letzten Jahren nach oben entwickelt. Die wöchentlich berichteten Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe zeigen ebenso eine Stabilisierung wie die Arbeitslosenquote und die berichteten

Arbeitsstunden. Die fortlaufenden Anträge auf Arbeitslosenhilfe (Continuing Claims) sind einer der besten gleichlaufenden Indikatoren der US-Wirtschaft und haben jede beginnende Rezession in der Vergangenheit zeitnah angezeigt. Von dieser Seite ist eindeutig kein zyklischer Abschwung zu berichten. Und schließlich deuten auch die Beschäftigungs-Subindizes der Einkaufsmanager darauf hin, dass der US-Arbeitsmarkt auch in 2013 eine moderat positive Wirkung auf die Stimmung unter den Verbrauchern entfalten wird. Allerdings darf nicht unterschlagen werden, dass in den letzten Jahren viele erwerbsuchende Personen aus der Arbeitslosenstatistik „herausgefallen“ sind, da sie keine Ansprüche auf Arbeitslosenhilfe geltend machen können. Die USA haben in den letzten Jahren ein strukturelles Langzeitarbeitslosenproblem bekommen, wie es Europa bereits seit Jahrzehnten hat.

Arbeitsmarkt und Konsumentenvertrauen in den USA 1967-2012



Quelle: Bloomberg

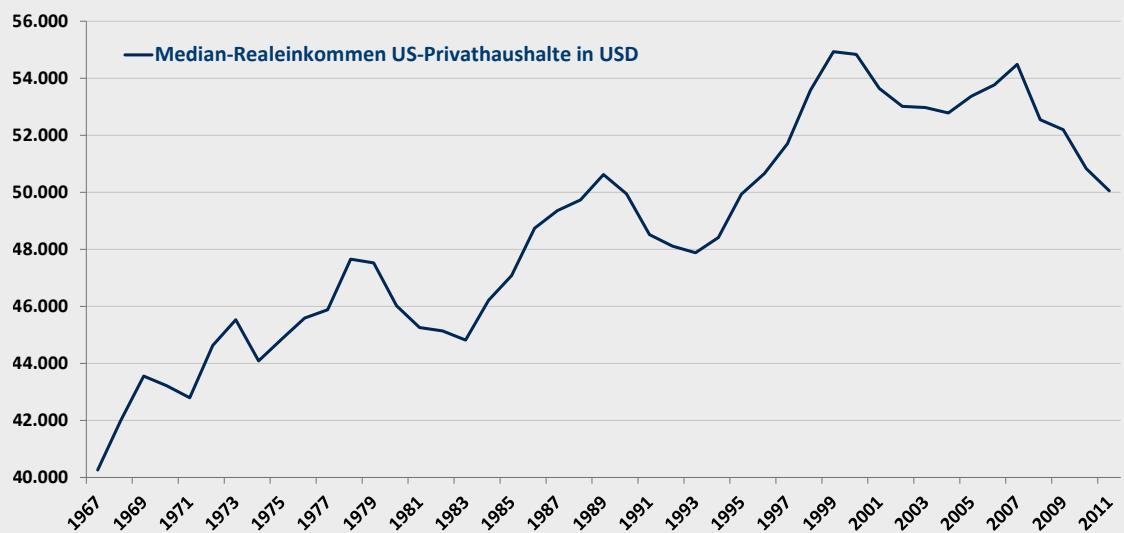
Dass die tatsächlichen Konsumausgaben aber nur moderate reale Wachstumsraten vorweisen können, liegt an einem anderen Faktor, der seit Jahren ein Kernproblem der US-Wirtschaft darstellt: die privaten Realeinkommen. Die nominalen Einkommenszuwächse stiegen zwar in der Gesamtheit schneller als die Inflationsrate. Dies geht aber allein auf den Anstieg der hohen Einkommen zurück. In der breiten Masse ist der Konjunkturaufschwung der letzten Jahre noch nicht angekommen. Das mittlere Realeinkommen (Median) ist seit Jahren rückläufig und befindet sich auf dem Niveau des Jahres 1995.

Der zweite Grund, warum der Aufschwung an den meisten US-Bürgern bisher unbemerkt vorübergegangen ist, ist die Tatsache, dass das Wirtschaftswachstum vorwiegend von den Unternehmen vereinnahmt wurde. Der Anteil der Unternehmensgewinne nach der Verteilungsrechnung des Bruttosozialprodukts hat sich in den letzten Jahren kontinuierlich nach oben entwickelt. Die nächsten Jahre dürften eine allmähliche Rückkehr zu einem langfristigen Mittelwert bringen, ein Umstand, der vor allem an den Aktienmärkten für Enttäuschung sorgen könnte (vgl. das Kapitel über die Aktienmärkte).

US-Wirtschaft verfügt über Wachstumsoptionen

Die zwei wichtigsten potenziellen Wachstumsfelder der US-Wirtschaft sind Infrastrukturinvestitionen und der Ausbau der Öl- und Schiefergasförderung. Ein Programm für Infrastrukturinvestitionen würde zwei Fliegen mit einer Klappe schlagen. Zum einen ist die Infrastruktur in vielen Bundesstaaten veraltet. Die USA erinnert in manchen Bereichen eher an ein Dritte Welt Land als an einen modernen Industriestaat. Der Aufbau einer modernen Infrastruktur im Transportwesen und in der Energieversorgung bietet die besten Voraussetzungen für ein langfristiges Produktivitätswachstum. Zum anderen würden kurzfristig Arbeitsplätze im mittleren Einkommensbereich geschaffen. Präsident Obama hat ein Programm für Infrastrukturinvestitionen vorgestellt, das die Schaffung einer Nationalen Infrastruktur Bank für 10 Mrd. USD, ein Erstinvestment über 50 Mrd. USD und die Einbindung privaten Kapitals über sogenannte „Build America Bonds“ vorsieht. Dieser Plan erreichte im Senat im November 2011 vor allem aufgrund des Widerstands republikanischer Abgeordneter nicht die notwendige Mehrheit.

Median-Realeinkommen der US-Privathaushalte 1967-2012



Quelle: Bloomberg

Die kritische Frage bleibt die Finanzierbarkeit von Infrastrukturprojekten. Entscheidend wird sein, inwieweit es Präsident Obama gelingt, den dogmatischen Widerstand der Republikaner zu brechen. Insofern dürfte das Infrastrukturthema ein Teil einer übergeordneten Verhandlungsstrategie bleiben. Diese Wachstumsoption wird in 2013 vermutlich noch nicht ins Geld kommen.

Die zweite Wachstumsoption ist der Ausbau der Förderung der Schiefergas- und Ölfelder. Die Energiegewinnung in diesem Bereich hat direkt und indirekt in den letzten Jahren eine Million Arbeitsstellen neu geschaffen. Darüber hinaus bietet sie den USA eine zunehmende Unabhängigkeit von anderen Energielieferanten. Dank Shale Gas haben die USA mittlerweile einen Erdgasvorrat, der bei dem gegenwärtigen Verbrauch die nächsten 100 Jahre abdeckt. Die US-Raffinerien und die US-Wirtschaft genießen aufgrund des schnell wachsenden Energieangebots einen Wettbewerbsvorteil in Form niedrigerer lokaler Preise. Der hohe Preisabschlag von WTI zu Brent und der Abschlag des US-Erdgaspreises im Vergleich zu internationalen Erdgaspreisen sind Ausdruck dieser Entwicklung.

Fazit

Die US-Wirtschaft hat vorbehaltlich externer Schocks kein schlechtes Jahr vor sich. Der Immobilienmarkt hat seine Talsohle durchschritten und die US-Verbraucher fassen angesichts eines stabilen Arbeitsmarkts langsam wieder Vertrauen. Einiges wird davon abhängen, ob Obama seine Politik besser durchsetzen kann als in seiner ersten Amtszeit. Wir sind verhalten optimistisch, dass das kommende Jahr nicht in dem Maße von einer unversöhnlichen Blockadepolitik geprägt sein wird, wie die wahlaktischen Manöver im Jahre 2012. Auf der anderen Seite ist aufgrund der vielfältigen Langfristfolgen und den Beschränkungen im Finanzsektor auch nicht mit einer Beschleunigung des gegenwärtigen Wachstumstempos zu rechnen. Wir gehen von einem realen Wirtschaftswachstum von 2,2% aus.

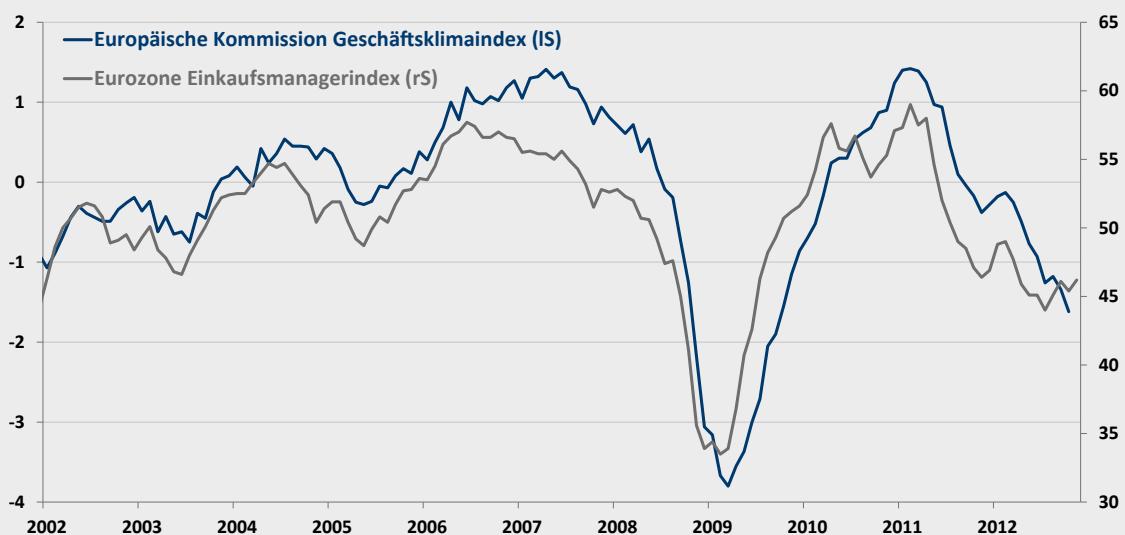
KONJUNKTUR EUROPA: EUROKRISE LIGHT

Anpassungsrezession in vollem Gange

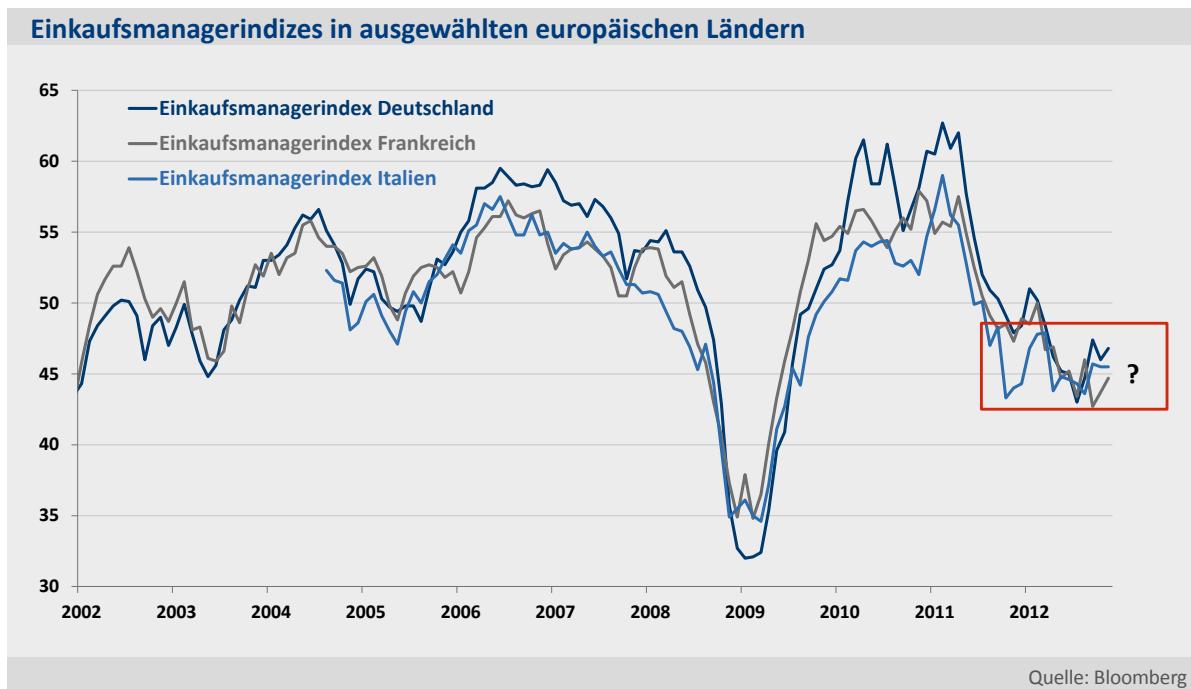
Die Eurozone ist 2012 wie vielfach erwartet in eine Rezession gestürzt. Der Ausgangspunkt waren die Verwerfungen an den Anleihenmärkten in den europäischen Peripheriestaaten, die „Sparprogramme“ und Einschränkungen der Fiskaldefizite nach sich zogen. Diese schlugen sich im Frühjahr 2012 nochmal negativ auf die Stimmung der Unternehmen. Der Geschäftsklimaindex der Europäischen Kommission und der Markit Einkaufsmanagerindex für die Eurozone zeigen einen zyklischen Abwärtstrend seit der Intensivierung der Eurokrise zu Beginn des Jahres 2011 und eine nochmalige Beschleunigung nach unten von März bis Mai 2012.

Die deutsche Volkswirtschaft präsentierte sich lange relativ robust gegenüber dem Konjunktureinbruch in den Periphereländern. Seit Mai 2012 ist auch in Deutschland ein Abschwung klar erkennbar. Dies bestätigt der Geschäftsklimaindex des Münchener IFO-Instituts. Die Erwartungskomponente war bis zum Novemberwert sechsmal in Folge rückläufig. Und auch bei den Einkaufsmanagerindizes ist die deutsche Wirtschaft in dem trostlosen Terrain um 45 Indexpunkte angekommen, wo die italienische Wirtschaft bereits zum Jahresende 2011 stand. Im November gab es vor dem Hintergrund der Beruhigung an den Kapitalmärkten erste Stabilisierungstendenzen. Deutet dies eine Bodenbildung und Trendwende der europäischen Konjunktur an?

Geschäftsklimaentwicklung in der Eurozone



Quelle: Bloomberg



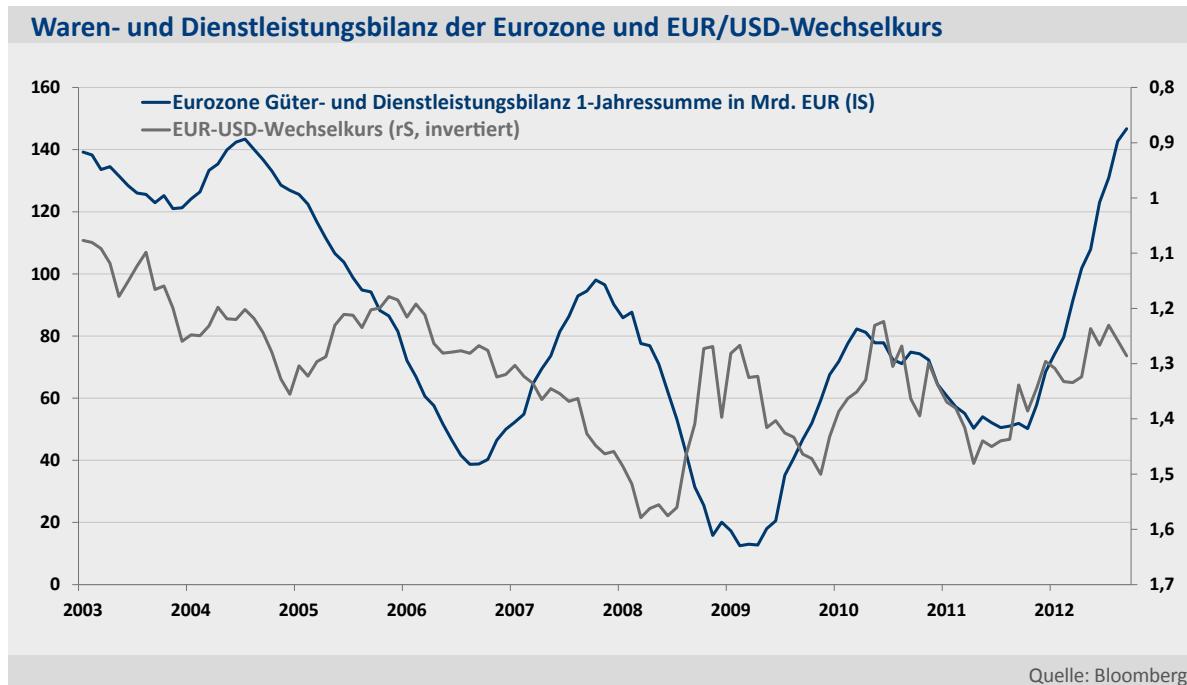
Die Antwort auf diese Frage hängt aus unserer Sicht im Wesentlichen von drei Faktoren ab:

1. Außenwirtschaftliche Impulse
2. Entwicklungen an den Staatsanleihenmärkten, v. a. in Frankreich, Spanien und Italien
3. Reaktionen der Geld- und Fiskalpolitik

1) Internationales Konjunkturmfeld hilft der Eurozone in 2013

Die Eurokrise hat im internationalen Handel zwei Effekte hervorgerufen: Erstens können die kriselnden europäischen Peripherieländer Handels- und Leistungsbilanzdefizite nicht mehr an den Finanzmärkten finanzieren. Die fiskalischen Kürzungen treffen vorwiegend den Konsum, sodass sich die Leistungsbilanzen dieser Länder sich vor allem durch Importeinschränkungen verbessern, was im Umkehrschluss eine Vergesellschaftung der Rezession für die Länder in der Eurozone bedeutet, die in die Defizitländer exportiert haben. Zweitens verschafft die Neubewertung des Euros der gesamten Eurozone Wachstum durch eine Verbesserung

der Außenhandelsbilanz. Die Eurozone ist ein Zusammenschluss unterschiedlich wettbewerbsfähiger Volkswirtschaften. Die deutsche Volkswirtschaft mag mit einem Wechselkurs von 1,40 USD oder 140 Yen je Euro ohne wirtschaftspolitische Anpassungen leben können, während für die europäischen Krisenländer in diesem Fall eine hohe Lohn- und Preisdeflation notwendig wäre, um die Wettbewerbsfähigkeit wiederherzustellen. Die Quintessenz der Währungsmärkte schien in den letzten Monaten zu sein, den Euro gegenüber US-Dollar, Yen und Renminbi so zu bewerten, dass das Aggregat Eurozone als Ganzes in seiner jetzigen Zusammensetzung überlebensfähig ist. Die Güter- und Dienstleistungsbilanz der Eurozone hat sich in den letzten beiden Jahren kräftig erholt und ist zurück auf dem Niveau des Jahres 2004, als der Euro ebenfalls mit 1,30 USD je Euro gepräst war. Wir erwarten auf dem derzeitigen Niveau keine großen Bewegungen und einen weiteren Anstieg der Handels- und Dienstleistungsbilanz, unter der Voraussetzung, dass der Stress an den Bondmärkten nicht zurückkehrt (s. u.).



2) Ein letzter, leichter Rückfall an den Staatsanleihenmärkten ist in 2013 nicht unwahrscheinlich

Viele Finanzmarktteilnehmer können das Wort „Eurokrise“ nicht mehr hören. Beginnend mit dem für die Weltwirtschaft wenig bedeutenden Griechenland hat sich seit dem Jahresanfang 2010 in allen Bereichen eine Grundsatzdiskussion über die Währungsunion entsponnen, die viele Bereiche der Finanzmärkte als zentrales Thema überlagert hat. Wie gesättigt die Märkte von dem negativen Sentiment der Eurodiskussion waren, zeigt die schnelle Bereitschaft zu einer Erleichterungsrallye an den Aktien- und Bondmärkten im Sommer 2012, als wenig ausreichte, um ein Kursfeuerwerk auszulösen. Die Aussage von EZB-Präsident Draghi, im Notfall mit einem Plan bereit zu stehen, ist in unseren Augen eine absolute Selbstverständlichkeit und wurde im Kapitalmarktausblick 2012 als eine nutzbare, aber bisher ungenutzte Politikoption angemahnt. Kann die Eurokrise mit den Äußerungen Draghis und der nachfolgenden Beruhigung der Kapitalmärkte nun ad acta gelegt werden? Wir halten das für voreilig. Vielmehr zeigt die Geschichte der Finanzmärkte, dass wirtschaftspolitische Konzepte so lange auf ihre Krisenfestigkeit getestet werden, bis die

langfristige Tauglichkeit dieses Modells nachgewiesen ist. Einige Aspekte der vorangegangenen Krise scheinen uns noch ungelöst. Einer davon ist die Fokussierung des Risikomanagements institutioneller Anleger auf ein externes Rating. Kann ein erneuter Fieberanfall an den europäischen Bondmärkten wirklich ausgeschlossen werden, wenn Staatsanleihen aus dem Investment-Grade-Rating herausfallen? Wer und in welchem Umfang ist dann aufgrund fremd- oder selbstverordneter Risikoregeln zu Verkaufen gezwungen und wer kann in diesem Fall die Gegenposition auf der Käuferseite einnehmen? Wie werden sich die von Draghi vorgestellten Notfallprogramme in der Praxis bewähren?

Der Schlüssel zu diesen Fragen ist die Nachhaltigkeit der Haushaltspolitik in den Eurostaaten mit hohen Fiskaldefiziten. Betrachtet man die Kombination aus Rating, Größe der Staatsverschuldung und Höhe der aktuellen staatlichen Budgetdefizite lassen sich aus unserer Sicht Spanien und Frankreich als die am gefährdesten Länder identifizieren. Spanien hat ein hohes Haushaltsdefizit und ist gerade noch im Investment-Grade-Bereich gerated, wobei der Ausblick bei allen drei maßgeblichen Rating-Agenturen negativ ist. Mit einer ausstehenden Staatsschuld von mehr als 700 Mrd.

EUR ist Spanien der viertgrößte Schuldner in der Eurozone und in entsprechend vielen institutionellen Portfolios vertreten. Frankreich wiederum muss eine schwierige politische und kulturelle Umstellung bewältigen, um die Haushaltsdefizite auf nachhaltige Niveaus zurückzuführen. Relativ stabil scheint die Lage hingegen in Italien, dem zweitgrößten Schuldner in der Eurozone. Zwar weist Italien mit 120% eine der höchsten Staatsschuldenquoten in der Eurozone auf, jedoch wurde diese Quote trotz Konjunktureinbruchs und höherer Refinanzierungskosten dank eines bereits konsolidierten Primärhaushalts in den letzten Jahren annähernd konstant gehalten.

Staatsverschuldung und Rating der Staaten der Eurozone											
Land	Standard & Poors		Moody's		Fitch		Staatsverschuldung (Ende 2011)		Budgetdefizit in % des BIP		
	Rating	Ausblick	Rating	Ausblick	Rating	Ausblick	in Mrd. €	in % des BIP	2011	2012 (IWF)	
Deutschland	AAA	stabil	Aaa	negativ	AAA	stabil	2.088	81%	-0,80%	-0,39%	
Niederlande	AAA	negativ	Aaa	negativ	AAA	stabil	394	66%	-4,50%	-3,68%	
Luxemburg	AAA	negativ	Aaa		AAA	stabil	8	18%	-0,30%	-2,50%	
Finnland	AAA	negativ	Aaa		AAA	stabil	93	49%	-0,60%	-1,37%	
Frankreich	AA+	negativ	Aa1	negativ	AAA	negativ	1.717	86%	-5,20%	-4,70%	
Österreich	AA+	negativ	Aaa	negativ	AAA	stabil	218	72%	-2,50%	-2,93%	
Belgien	AA-	negativ	Aa3	negativ	AA-	negativ	362	98%	-3,70%	-2,97%	
Estland	AA-	stabil	A1		A+	stabil	1	6%	1,10%	-1,98%	
Slowakei	A	stabil	A2	negativ	A+	stabil	30	43%	-4,90%	-4,81%	
Slowenien	A	negativ	Baa2	negativ	A-	negativ	17	47%	-6,40%	-4,62%	
Malta	A-	negativ	A3		A+	stabil	5	71%	-2,70%	-2,53%	
Irland	BBB+	negativ	Ba1		BB+	stabil	169	106%	-13,40%	-8,30%	
Italien	BBB+	negativ	Baa2		A-	negativ	1.907	121%	-3,90%	-2,73%	
Spanien	BBB-	negativ	Baa3	negativ	BBB	negativ	736	69%	-9,40%	-6,99%	
Investment Grade	BBB-		Baa3		BBB-						
Portugal	BB	negativ	Ba3	negativ	BB+	negativ	185	108%	-4,40%	-4,99%	
Zypern	B	negativ	B3	under review	BB-	negativ	13	71%	-6,30%	-4,79%	
Griechenland	CCC	negativ	C	stabil	CCC	stabil	356	171%	-9,40%	-7,52%	

Quelle: Standard & Poors, Moody's, Fitch, IWF, Eurostat

Spanien mit dem größten Rückfallrisiko

Spaniens Haushalt für 2013 fußt auf unrealistischen Annahmen

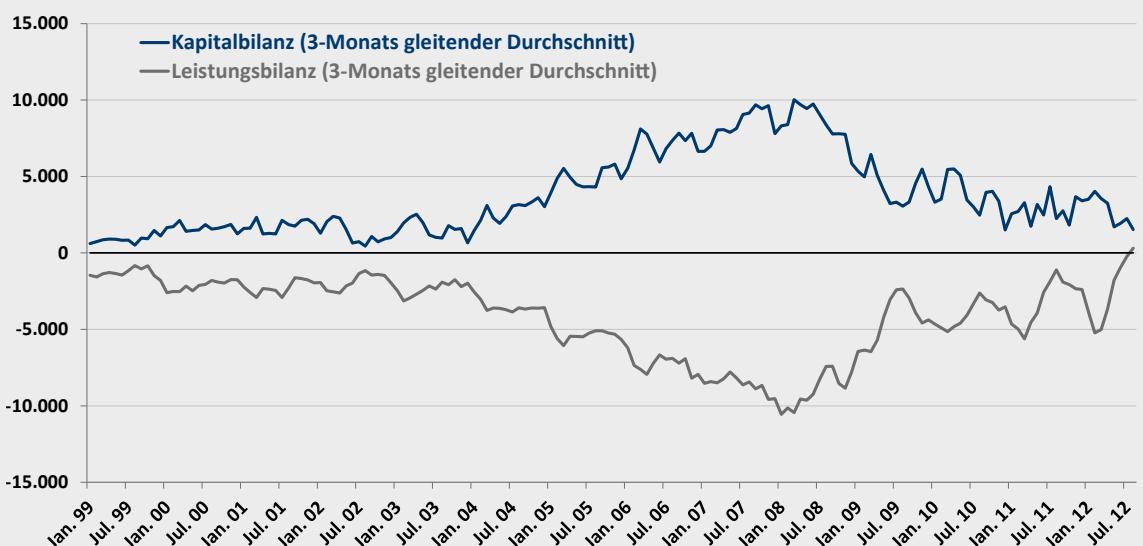
Die spanische Regierung Rajoy will nach schätzungsweise knapp -8% in diesem Jahr in 2013 ein Haushaltsdefizit von -4,5% erreichen. Dazu sollen die Staatsausgaben um 8,2% reduziert werden. Die Einnahmenrechnung basiert auf einer Wachstumsprognose für die volkswirtschaftliche Gesamtleistung von -0,5%. Dies halten wir für unrealistisch. Der Konsens unter unabhängigen Ökonomen liegt bei einer Wachstumsrate des BIP zwischen -1% und -1,5%. Die EU-Kommission rechnet mit einem staatlichen Haushaltsdefizit von 6% des BIP, was wir als den Best Case interpretieren. Die Verfehlung der Budgetziele dürfte mit hoher Wahrscheinlichkeit weitere Rating-Herabstufungen nach sich ziehen, was Spanien aus dem Investment-Grade-Ranking hinauskatapultieren wird. Die Reaktion an den Bondmärkten könnte noch einmal harsch ausfallen, ähnlich wie im März 2012, als Madrid ebenfalls eine Nicht-Erfüllung der Sparziele melden musste.

Klassische Zahlungsbilanzkrise nach Boom-Bust-Zyklus

Gemäß den Schätzungen der EU-Kommission wird der private Konsum 2013 um -1,4% abnehmen, nach -1,5% im Jahr 2012. Um eine gesunde Basis zu erreichen, müsste der Konsum in Spanien in höherem Maße zurückgefahren werden. Die spanische Zahlungsbilanz bestätigt das klassische Muster eines geplatzten Kreditbooms.

In den Boomjahren übertraf der Konsum die binnenwirtschaftliche Produktion, was Leistungsbilanzdefizite zur Folge hatte, die aber problemlos durch die damals noch reichlichen Kapitalzuflüsse finanziert werden konnten. Die Kapitalzuflüsse in Verbindung mit im historischen Kontext niedrigen Zinsen führten zu einer Blase am Immobilienmarkt. Mit dem Platzen dieser Blase und den dadurch ausgelösten Kreditrückführungen und –ausbuchungen (Deleveraging) kehrten auch die Kapitalzuflüsse um. Die volkswirtschaftliche Konsequenz war eine Verringerung des Leistungsbilanzdefizits durch Konsumverzicht. Auf den ersten Blick mag dieser Deleveraging-Prozess ziemlich geordnet anmuten. Jedoch relativiert sich dieser Eindruck, wenn man die Kapitalbilanz genauer betrachtet.

Leistung- und Kapitalbilanz Spaniens in Mio. EUR



Quelle: Spanische Zentralbank (BoS)

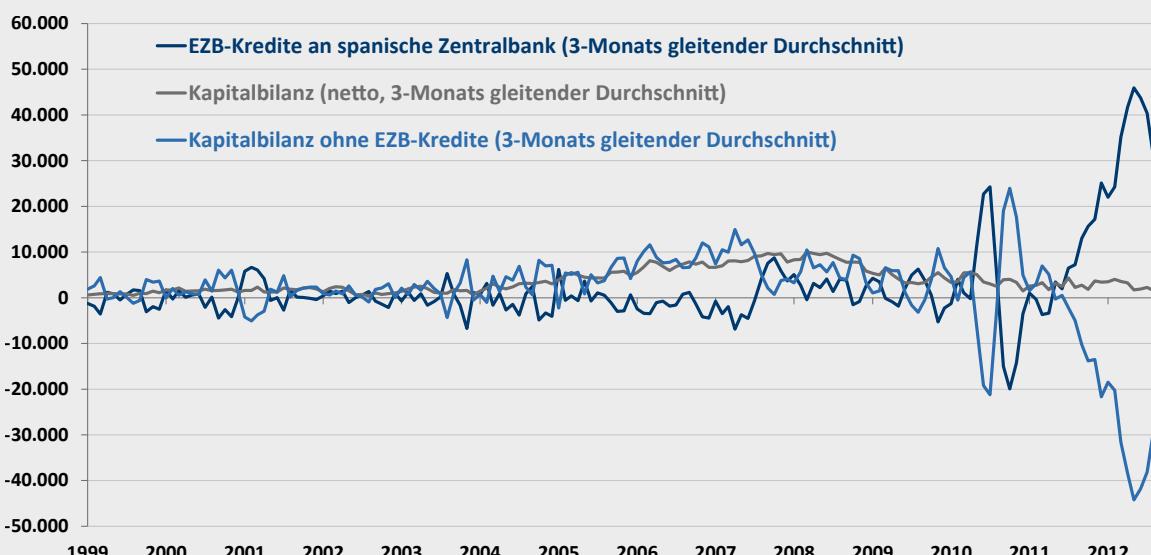
Spanien nur noch durch EZB-Kredite am Leben gehalten

Seit Ausbruch der Eurokrise im Jahr 2010 waren die Kapitalabflüsse so massiv, dass sie das spanische und europäische Finanzsystem in den Abgrund gerissen hätten, wenn dies nicht von der EZB und dem Eurosysten verhindert worden wäre. Die EZB hat durch ihre verschiedenen Rettungslinien in Form von LTROs/TARGET2/ELA (und bald auch noch OMT) dem spanischen Finanzsystem die Liquidität zur Verfügung gestellt, um eine klassische Zahlungsbilanz- und Währungskrise wie die Argentinien-Krise im Jahr 2001 oder die Asien-Krise 1997 zu verhindern. Die EZB betreibt eine indirekte Staatsfinanzierung, indem sie den privaten Banken genügend Mittel zur Verfügung stellt, um die staatlichen Defizite zu finanzieren. Hinzu kommen noch die Direktkäufe, die die EZB im Rahmen des neu eingeführten OMT-Programms vornehmen kann. Dies verhindert einen klassischen Run auf spanische Staatsanleihen und eine Zahlungsbilanzkrise, aber zu dem Preis, dass die Zentralbanken der Länder mit Kapitalrückflüssen (insbesondere Deutschland) via TARGET eine hohe Gläubigerposition gegenüber dem Eurosysten aufbauen und gleichzeitig der Zwang zur Konsolidierung der Zwillingssdefizite von der spanischen Regierung nicht mehr in so hohem Maße empfunden wird.

Unabhängigkeitsstreben in den Provinzen

Die landesweite Konsolidierung der Staatsfinanzen wird durch die politischen Entwicklungen in den einzelnen Regionen Spaniens zusätzlich erschwert. Katalonien ist die wohlhabendste Region in Spanien mit der zweitgrößten Bevölkerung. Die Größe der katalanischen Wirtschaft entspricht der Portugals und steuert etwa ein Fünftel der spanischen Wirtschaftsleistung bei. Die derzeitigen politischen Probleme entstanden durch den staatlichen Umverteilungsmechanismus. Katalonien hat in den letzten Jahren so viel an die Zentralregierung überwiesen, dass es heute mit 42 Mrd. EUR selbst die größte Schuldenlast aller Regionen trägt. Das ist mit ein Grund, dass Katalonien vom Kapitalmarkt ausgeschlossen wurde und bei der Zentralregierung einen Hilfsantrag in Höhe von 5 Mrd. EUR beantragen musste. Da die Katalanen nach mehr Autonomie oder gar nach formeller Unabhängigkeit streben, stoßen die von Madrid als Gegenleistung aufgekündigten Sparmaßnahmen auf hohen Widerstand. Die Regionalwahlen vom 25. November 2012 brachten zwar ein deutliches Votum für eine Unabhängigkeitsabstimmung zu Tage, die Realisierung einer formellen Abspaltung von Spanien wird von Madrid aber als verfassungswidrig beurteilt. Zudem befürchtet Katalonien, dass sie als eigenständiger Staat ebenfalls große Finanzierungsprobleme haben werden. Aus diesem Grund dürfte eine formelle Abspaltung Kataloniens nicht unmittelbar bevorstehen. Eine Einigung, dieselben

Entwicklung einzelner Zahlungsbilanzkomponenten in Spanien



Quelle: Spanische Zentralbank (BoS)

Rechte wie beispielsweise das Baskenland zu erhalten und über den Großteil der Steuereinnahmen selbst verfügen zu können, wäre ein pragmatischer und nicht unwahrscheinlicher Kompromiss.

Dennoch offenbaren die politischen Entwicklungen in Spanien (neben Katalonien kommen ähnliche Forderungen auch aus Galizien und Andalusien), dass auf nationaler Ebene die Bereitschaft rapide gesunken ist, für die missliche wirtschaftliche Situation des Landes solidarisch aufzukommen. Viel eher wird darauf gesetzt, dass die nordeuropäischen Länder via EU/EZB/IWF/EFSF/ESM die Rechnung begleichen. Während auf nationaler Ebene mehr Autonomie und Unabhängigkeit angestrebt werden, arbeitet die politische Elite auf internationaler Ebene daraufhin, mehr politische Integration zu erwirken. Der Widerspruch ist unübersehbar.

Fazit

Spanien hat wirtschaftspolitisch kaum Spielraum. Eine expansive Fiskalpolitik hätte aufgrund der Überinvestitionen im Infrastrukturbereich in den letzten Jahren ohnehin kaum Ansatzpunkte. Ange-sichts der Abkehr privaten Kapitals wird das Land lediglich von den Krediten des Eurosysteams am Leben gehalten. Diese Politik ist dann erfolgreich, wenn Spanien seine wirtschaftlichen Ziele erreicht und die Kapitalflucht zu ihrem Ende kommt. Eine erneute Verfehlung der Sparziele dürfte hingegen eine Rating-Herabstufung aus dem Investment-Grade-Bereich und einen, wenn auch möglicherweise nicht mehr ganz so starken, Anstieg der Risikoprämien auslösen. Der Markt wird unserer Ansicht nach noch einmal die Solidarität der Kapitalgeber und den Verteidigungswillen der EZB prüfen.

Frankreich muss sich umstellen

Ernüchterung nach den Wahlen im Mai 2012

Frankreich hat im Mai 2012 einen neuen Staatspräsidenten gewählt. Durchgesetzt hat sich der Sozialist François Hollande, der im Wahlkampf mit populistischen Parolen (Reichensteuer, Rente ab 60) gegen Amtsvorgänger Nicolas Sarkozy

gepunktet hatte. Sechs Monate später hat sich Ernüchterung breit gemacht. Ein Konzept für die große Steuerreform wurde noch nicht vorgelegt, die sogenannte Reichensteuer (75% Steuersatz für Einkommen oberhalb einer Millionen) soll nicht für Kapitaleinkünfte und für bestimmte Berufsgruppen (u. a. Sportler) nicht gelten und die Rückführung

Zinsabstand zehnjähriger französischer Staatsanleihen zu zehnjährigen deutschen Bundesanleihen in Prozent



Quelle: Bloomberg

des Renteneintrittalters von 62 auf 60 gilt nicht für alle, sondern nur für die Arbeitnehmer, die ausreichend Berufsjahre vorweisen können. Die ursprüngliche Wachstumsprognose für 2013 – nach den Vorstellungen des französischen Finanzministeriums sollte das BIP real mit 1,2% wachsen, wobei der private Konsum mit +0,7% und die Geschäftsinvestitionen mit +2,5% beitragen sollten – musste auf +0,5% herunter korrigiert werden. Aufgrund des geringeren Wachstums in diesem Jahr fehlen rund 30 Mrd. € zusätzlich in der Finanzkasse, was das Budgetdefizit dieses Jahr auf mehr als 4,5% ansteigen lässt. Hollande hält ungeachtet fallender Umfragewerte an seinem Wahlkampfprogramm (Ausbildungsplätze, Investitionsbank, Arbeitslosenweiterbildung) fest. Der Haushaltsplan zeigt eine klare Fokussierung auf die Steigerung der Einnahmen. Als Haushaltsfehlbetrag sind 61 Mrd. EUR rund 3% des BIP veranschlagt. Wir halten das für sehr ambitioniert. Die Vorschusslorbeeren Hollande's sind unserer Ansicht nach weitgehend aufgezehrt. Eine Verfehlung der Haushaltzziele in 2013 dürfte einen schmerhaften Renditeaufschlag französischer Staatsanleihen in Relation zu deutschen Staatsanleihen auslösen.

Relativ hohe Verschuldung des privaten Sektors

Eines der strukturellen Probleme, die Frankreich langfristig lösen muss, ist die Konsolidierung der Finanzen der privaten Haushalte. Der Wahlkampf hatte den Franzosen nicht die Botschaft vermittelt, den Gürtel enger zu schnallen. Umso größer ist heute die Enttäuschung – ablesbar an dem Rückgang des Konsumentenvertrauens – darüber, dass es ohne Einschnitte nicht gehen wird. Seit der Einführung des Euro hat die Verschuldung des Privatsektors in Relation zum BIP stetig zugenommen, während der Privatsektor in Deutschland im selben Zeitraum die Schuldenlast relativ zum BIP abgebaut hat.

Deutlich gesunkene internationale Wettbewerbsfähigkeit

Relativ arbeitnehmerfreundliche Regelungen und eine im Verhältnis zur Produktivität hohe Entlohnung haben dafür gesorgt, dass Frankreich auch bei den Arbeitsstückkosten relativ gesehen nicht gut dasteht. Aus dem folgenden Chart ist ersichtlich, dass Frankreichs wirtschaftliche Wettbewerbsfähigkeit sich seit Einführung des Euro eher jener der südlichen Problemländer anglich. Frankreich genießt im Wettbewerb der europäischen Standorte keine Vorteile mehr. Ein Teil der heimischen Industrie wandert angesichts der unattraktiven Kostenstruktur aus Frankreich ab, da sie in anderen Ländern eine gute Infrastruktur und ein gut ausgebildetes Arbeitskräfte reservoir vorfinden.

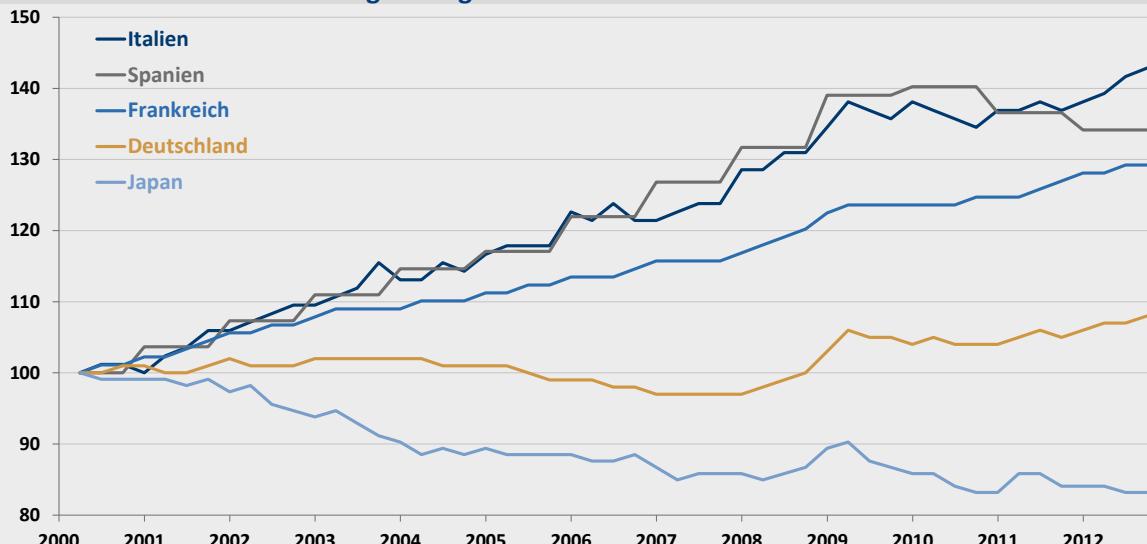
Die Wirtschaftspolitik der Regierung Hollande trifft in der Industrie teilweise auf Unverständnis. Ein Beispiel liefert die französische Autoindustrie. Bei der Freigabe von Subventionen für Hybridautos

Unternehmen auf Schärfste, es möge Frankreich doch ganz verlassen.

Keine relative Abwertung der Währung möglich

In einer Phase sinkender Wettbewerbsfähigkeit und mangelndem Willen zu ökonomischen Einschnitten war eine Abwertung der heimischen Währung in der Vergangenheit der „logische“ Ausweg. In den siebziger und achtziger Jahren, als Frankreich ebenfalls Wettbewerbsfähigkeit gegenüber Deutschland einbüßte, wertete der Franc zur Deutschen Mark ab. Als mit der Politik für einen starken Franc („Franc fort“) ab Mitte der achtziger Jahre der Wechselkurs von Mitterand an die D-Mark angebunden wurde, wurde dadurch eine interne Anpassung der heimischen Volkswirtschaft an das restriktivere Regime in Kauf genommen, mit entsprechenden Auswirkungen auf die Arbeitslosenrate. Besonders akut war dies nach dem Aus-

Arbeitsstückkostenentwicklung in ausgewählten Ländern

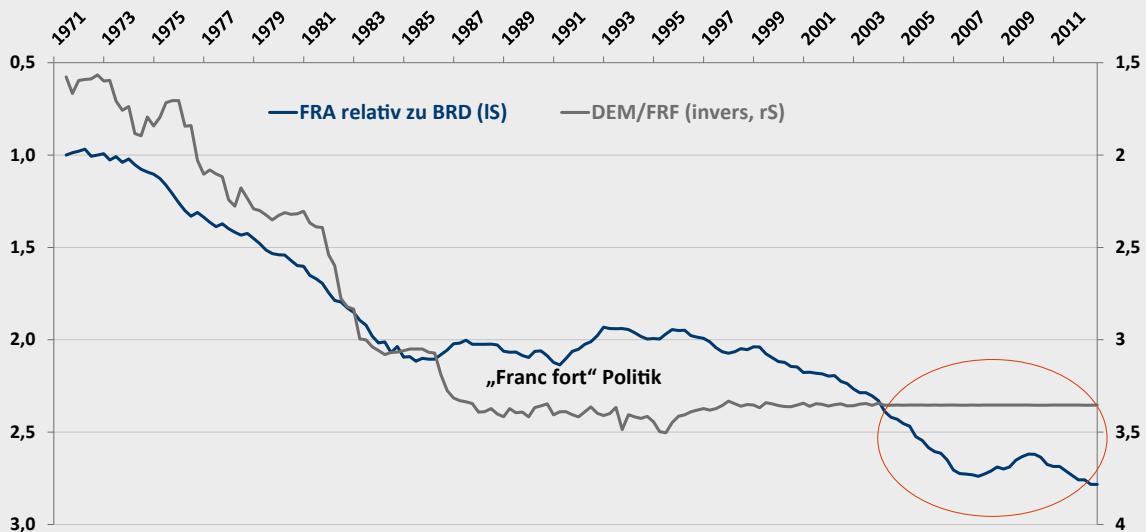


Quelle: Bloomberg

im Sommer 2012 wurde ignoriert, dass diese vorwiegend in Asien hergestellt werden. Gleichzeitig verlangte Hollande aber von der EU, Maßnahmen gegen koreanische Autoimporte zu ergreifen. Ein weiteres Beispiel für eine wirtschaftsunfreundliche Politik lieferte Arnaud Montebourg, Hollandes Industrieminister, in diesen Tagen. Als Arcelor Mittal Werksschließungen und Entlassungen in Frankreich ankündigte, attackierte Montebourg das

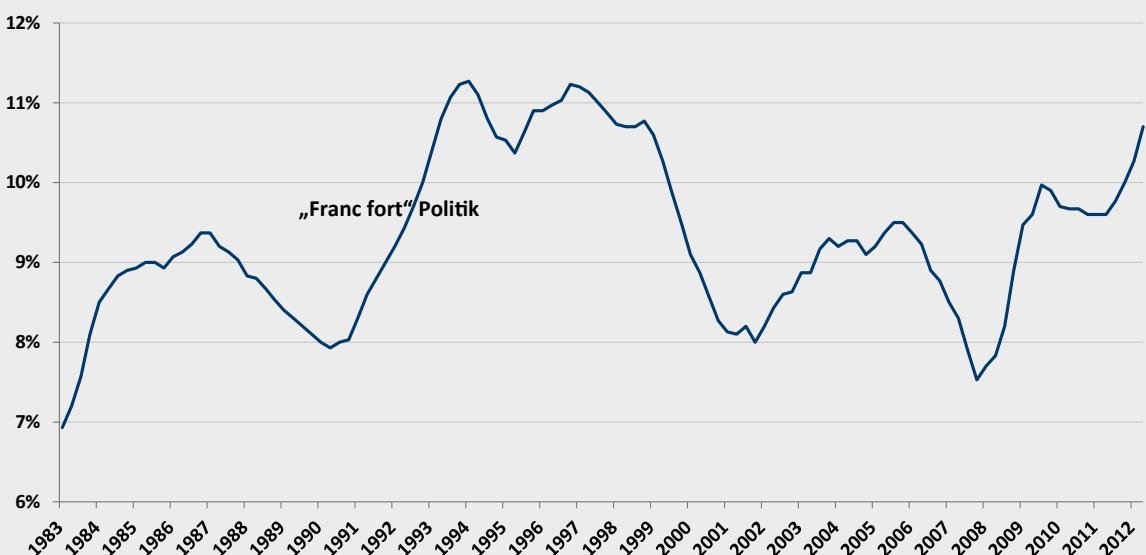
tritt Großbritanniens und Italiens aus dem EWS 1992. Heute ist eine Währungsabwertung keine politische Option mehr. Es bleiben nur die Alternativen, die Partner in der Europäischen Währungsunion zu einer Schwächung des Euro zu drängen oder das von Hollande vollmundig angekündigte Reformprogramm „Agenda des Wiederaufbaus“ umzusetzen.

Wettbewerbsfähigkeit Frankreichs und Umtauschverhältnis Francs/Deutsche Mark



Quelle: Bloomberg

Arbeitslosenquote in Frankreich in %



Quelle: Bloomberg

Fazit

Frankreich steht an einem entscheidenden Punkt: Die französische Wirtschaft leidet unter relativ hohen Kosten und bei Löhnen und Realeinkommen sind Einschnitte nötig. Zu einem derartigen Zeitpunkt ist eine defizitäre Wohlfahrtpolitik und die Verteilung von Wahlgeschenken kein Muster für die Zukunft. Noch haben die Anleihenmärkte

den Daumen nicht gesenkt und Frankreich und Deutschland werden als nahezu gleichrangige Führungsspieler für die Lösung der Eurokrise gesehen. Dies könnte sich aber dann ändern, wenn Frankreich die Staatsverschuldung im eigenen Land nicht nachhaltig bändigen kann.

3) Reaktionen der Geldpolitik

Die EZB hat die Rolle als Feuerwehr an den Staatsanleihenmärkten der Eurozone mittlerweile akzeptiert. Angesichts der zeitweise dramatischen Bewertungen verfügt die europäische Politik auch nicht über viele Optionen.¹ Mit dem Outright Monetary Transactions (OMT)-Programm hat sich EZB-Präsident Draghi gegen die interne Opposition in Person von Bundesbank-Chef Weidmann durchgesetzt. Das Programm sieht Direktkäufe von Staatsanleihen der Krisenländer in der Eurozone vor, um auf die Sekundärmarkte in kritischen Phasen beruhigend einzuwirken. Klugerweise wurde weder bezüglich der Zinshöhe noch bezüglich des möglichen Kaufvolumens ein konkretes Limit angegeben, um Spekulationen für eine zu enge Dimensionierung des Programms keine Nahrung zu geben. Die Käufe von Staatsanleihen werden an die Bedingung geknüpft, dass das Land beim EFSF/ESM einen Hilfsantrag stellt und die Geldmengeneffekte der Direktkäufe an den Sekundärmarkten volumnfänglich sterilisiert werden sollen.

Bei echtem Druck an den Finanzmärkten könnte das OMT-Programm aber genauso als Papiertiger enden wie sein Vorläufer, das Securities Markets Program (SMP). Wir sind uns ziemlich sicher, dass allein die Ankündigung des OMT-Programms nicht reichen wird, wenn in einzelnen europäischen Ländern die Haushaltzziele auch 2013 verfehlt werden sollten. In diesem Fall wollen die Finanzmärkte Taten sehen. Und hier hat die EZB bisher keine Erfolgsgeschichte geschrieben. Die Zentralbank hat es in Krisenzeiten noch nicht einmal geschafft, einen viel kleineren Markt wie den der griechischen Staatsanleihen zu kontrollieren. Die Käufe sind wirkungslos verpufft und die EZB konnte größere Verluste bis dato nur durch Seniorität vermeiden. Diese will sie sich im neuen Programm jedoch nicht mehr einräumen lassen. Wenn die Finanzmärkte

nicht von dem Erfolg der Reformprogramme in Spanien, Italien oder Frankreich überzeugt sind, wird die EZB bei diesen ungleich größeren Märkten niemals so viel Staatsanleihen kaufen können, um die Refinanzierungsfähigkeit dieser Länder in einem erträglichen Rahmen halten zu können. Zu allem Überfluss will die EZB auch noch offenlegen, wie viele Staatsanleihen sie pro Krisenland im Portfolio hat. Ein gefundenes Fressen für alle Eurogegner, die mit dem Finger darauf zeigen werden, welch hohe Verlustrisiken Herr Draghi da präsidiert. Die EZB wird wie die Schweizer Nationalbank einem permanenten Rechtfertigungsdruck unterliegen. Wenn die Marktwertverluste das Eigenkapital und das künftige Gewinnpotenzial der Notenbank um ein Vielfaches übersteigen, wird die Diskussion, ob eine Notenbank pleite gehen kann (vgl. Kapitalmarktausblick 2012 Seiten 21 bis 23) erneut aufflackern.

Fazit

An den europäischen Bondmärkten herrscht im Moment eine trügerische Ruhe. Wir sind der Meinung, dass es in der Eurozone in 2013 noch einmal zu einer leichten Variante der Krisen in 2010 bis 2012 kommen wird. Leicht deswegen, da im Gegensatz zum Jahresende 2011 nicht mehr die Eurozone als Ganzes zur Diskussion steht, da die Verteidigungspflocke von der Wirtschaftspolitik mittlerweile eingeschlagen sind. Das kommende Jahr wird zeigen, ob diese Programme praxistauglich sind. Die Politik der Konsolidierung der Staatshaushalte wird die europäischen Staaten in Relation zu Ländern, in denen das nicht im gleichen Maße geschieht (USA, Japan), Wachstum kosten, hat aber den Vorteil, dass notwendige Anpassungen in der fernen Zukunft sicher nicht leichter sind. In 2013 wird Europa auf eine einigermaßen robuste globale Konjunktur zählen können, was bei einem nach unseren Schätzungen nahezu unveränderten Eurokurs Exportchancen bietet. Alles in allem schätzen wir das Wirtschaftswachstum in der Eurozone 2013 mit +0,3%.

1 Wir hatten die kurzfristigen Optionen der europäischen Politik in unserem Kapitalmarktausblick 2012 ausführlich dargestellt. An dieser Einschätzung hat sich für die kurze Frist wenig geändert. Für die EZB hatten wir das Bild der „unwilligen Feuerwehr“ gezeichnet. Dies hat sich insofern geändert, dass der Wille zur Verteidigung der Währungsunion auf Seiten der EZB heute deutlich ausgeprägter scheint.

KONJUNKTUR CHINA: KEIN EIN- UND KEIN AUFBRUCH

Keine Impulse durch Regierungswechsel

In China wurde Mitte November 2012 ein Machtwechsel in der Führung des Landes vollzogen. Xi Jinping wurde zum neuen Chef der Kommunistischen Partei gewählt und wird in den nächsten Monaten Hu Jintao als Staatschef ablösen. Li Keqiang dürfte das Amt des Premierministers von Wen Jiabao übernehmen. Insgesamt scheint sich der konservative Flügel von Jian Zeming gegen die Reformer durchgesetzt zu haben. In dem siebenköpfigen Führungsgremium der Partei ist kein echter Reformer vertreten. Xi Jinping hat sich als Hauptaufgabe dem Kampf gegen die Korruption verschrieben. In der Wirtschaftspolitik ist wenig Neues zu erwarten. Wahrscheinlich wird die verhaltene expansive Wirtschaftspolitik mit einem Wachstumsziel zwischen 7,5% und 8,5% fortgesetzt. Für 2013 gehen wir davon aus, dass 8% Wirtschaftswachstum als offizielles Ziel ausgegeben wird.

Eine Rückkehr zu den knapp zweistelligen Wachstumsraten der Jahre 2004 bis 2007 und 2009 bis 2010 ist illusorisch. Die alte Regierung Wen Jiabao hinterlässt dem neuen Staatspräsidenten Xi Jinping und Premier Li Keqiang zwar eine Reihe struktureller Probleme (Migration Land-Stadt, soziale Einkommensgerechtigkeit, Umweltproblematiken, intransparente und ineffiziente Staatsbetriebe und ein wenig entwickelter Finanzsektor) hinsichtlich der offiziellen Wirtschaftsdaten, jedoch keinen schlechten Startpunkt. Die Immobilienpreisblase und die Inflationsrate sind durch eine restriktive Politik bei der Kreditschöpfung erfolgreich abgekühlt worden, ohne dass es zu einem schweren Wirtschaftseinbruch wie im Jahre 2008 gekommen ist. Auch nach dem Machtwechsel sind eine Überhitzung der Wirtschaft und ein unkontrollierter Anstieg der Inflationsrate die Hauptsorgen. Die Inflation zum Ende der achtziger Jahre des vergangenen Jahrhunderts und

die dadurch ausgelösten sozialen und politischen Erschütterungen stecken immer noch in den Knochen der kommunistischen Führung. Hinsichtlich der wirtschaftspolitischen Instrumente dürfte der konservative Flügel auf die Politik der Nachfragestimulierung zurückgreifen. Gemäß Li Keqiang wird der Fokus auf der Urbanisierung liegen, da diese ein großer Motor für Wirtschaftswachstum sei. Eine forcierte Urbanisierung muss jedoch so austariert werden, dass sie die Produktivität in der Landwirtschaft nicht beeinträchtigt.

Geldpolitik bleibt verhalten expansiv

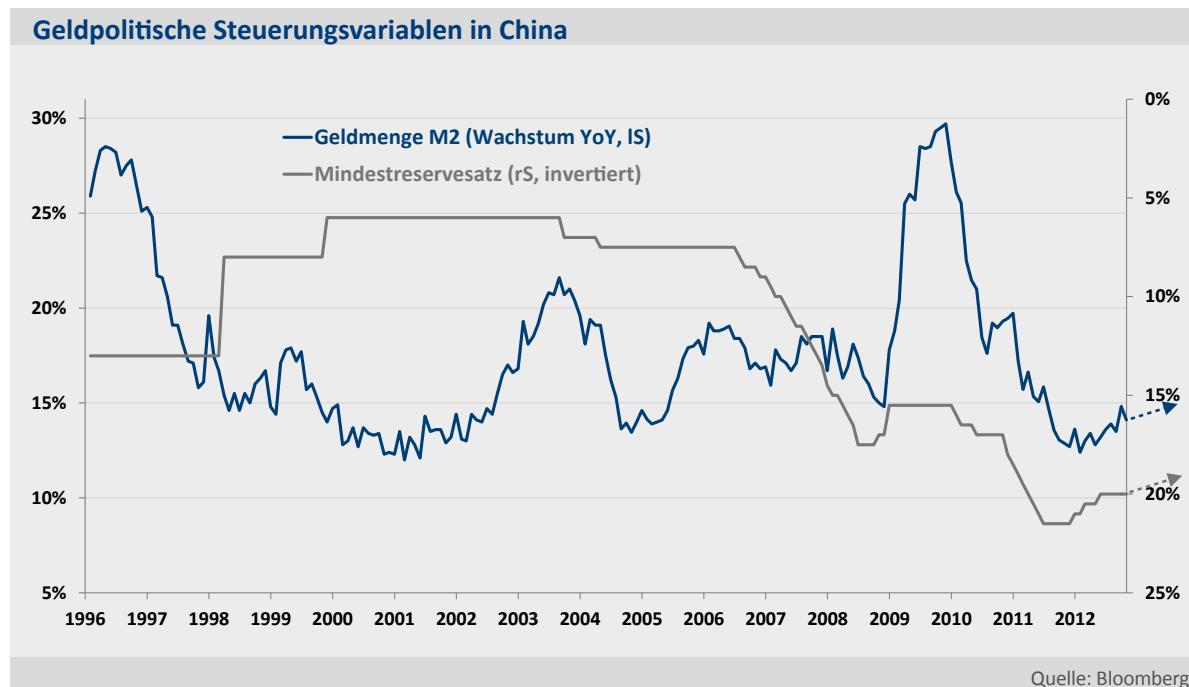
Auch von der Geldpolitik ist in 2013 wenig Neues zu erwarten. Die chinesische Zentralbank People's Bank of China (PBoC) hatte die von der Führung intendierte Abkühlung der Wirtschaft in den Jahren 2010 und 2011 mit einer restriktiveren Politik begleitet. Nachdem Wirtschafts- und Kreditwachstum auf die Zielwerte heruntergekommen sind, hat die Zentralbank wieder auf eine expansivere Linie eingeschwenkt, dokumentiert durch mehrere Senkungen des Mindestreservesatzes (Reserve Requirement Ratio = RRR) seit Sommer 2011. Die PBoC bedient sich traditionell dieses Instruments, um die Geldpolitik zu steuern. Dies ist jedoch mit mehreren Nachteilen verbunden. Erstens ist die chinesische Zentralbank nicht wie ihre westlichen Counterparts unabhängig in ihrer Entscheidungsfindung. Mindestreserveentscheidungen werden zwar von PBoC vorbereitet, aber im Staatsrat getroffen. Zudem eignen sich Mindestreservemaßnahmen kaum für die kurzfristige Feinsteuerung der Geldpolitik. Im Sommer und Herbst 2012 war der Zentralbank überdies Zurückhaltung vorgegeben, da jede offizielle geldpolitische Maßnahme vor dem Führungswechsel den Eindruck hinterlassen hat, dass wirtschaftliche Probleme vorhanden sind, was der politischen

Führung ein schlechtes Zeugnis ausgestellt hätte.

Aus diesen Gründen hat die PBoC im zweiten Halbjahr 2012 damit begonnen, ihre geldpolitischen Operationen jenen der westlichen Zentralbanken anzunähern. Besonders aktiv war sie mit Offenmarktgeschäften. Via Repos wurden im zweiten Halbjahr ca. 1.000 Mrd. RMB (ca. 160 Mrd. USD) an zusätzlicher Liquidität geschöpft. Diese Politik hat dazu beigetragen, das Geldmengenwachstum zu stabilisieren. Wir sind der Meinung, dass die Wachstumsraten der Kreditschöpfung in 2013 marginal anziehen werden und der Realwirtschaft moderat höhere Wachstumsraten erlauben. Ein stärkerer Anstieg ist von geldpolitischer Seite nicht intendiert und wenig wahrscheinlich.

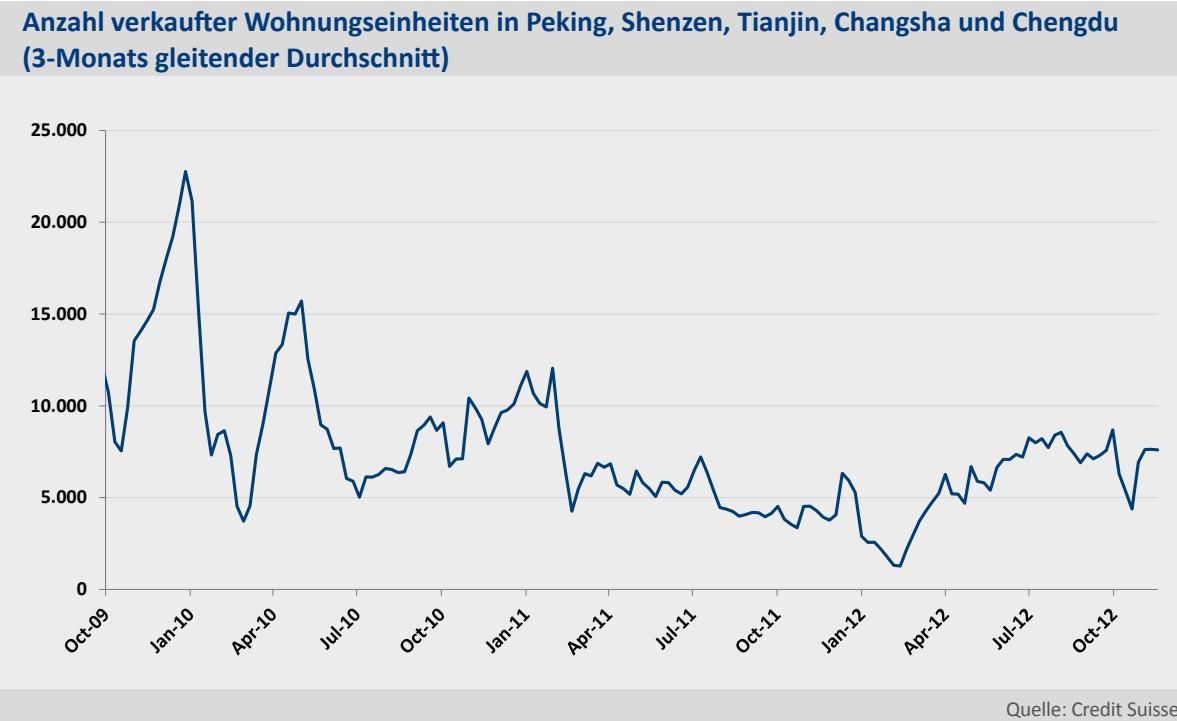
Ende des Abwärtstrends im Immobilienbereich

Die Überhitzung des Immobilienmarkts ist einer der größten Risikofaktoren der chinesischen Volkswirtschaft. Gemäß den meistgebräuchlichsten Immobilienpreisindizes für die wichtigsten 70 Städte Chinas (Preise für Neubauten und Immobilien aus „zweiter Hand“) sind die Immobilienpreise in den Jahren 2006 bis 2010 um mehr als 100% gestiegen. Dabei unterzeichnet der 70-Städte-Index die tatsächliche Preistentwicklung, da er Qualitätsverluste der Bauprojekte (z. B. Flächen, die weiter vom Stadtzentrum entfernt sind) nicht berücksichtigt.¹ Die kontrollierte Abkühlung des Immobilienmarkts zählte ab Beginn des Jahres 2011 demnach zu den dringlichsten Aufgaben



der scheidenden Regierung Wen. Neben geldpolitischen Krediteinschränkungen wurde versucht, die Immobilienpreise auch durch Steuern und staatliche Wohnbauprogramme zu drücken. Diese Maßnahmen führten in 2011 und 2012 zu kräftigen Rückgängen des Verkaufsvolumens und der Verkaufspreise. Seit dem Frühjahr

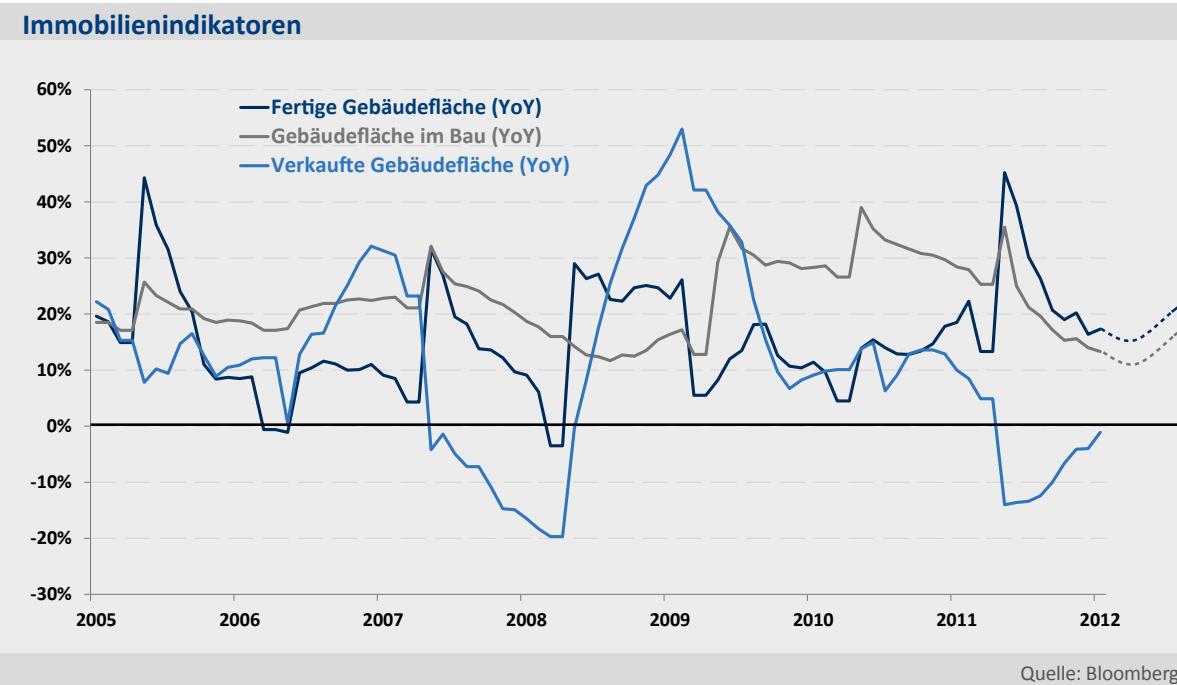
¹ Vgl. Yongheng Deng, Joseph Gyourko und Jing Wu [2012]: Land and House Price Measurement in China, Draft of July 25, 2012, S. 23-28



2012 zeigen sich Stabilisierungstendenzen und erste moderate Preiszuwächse.

Ist die Schwäche phase am chinesischen Immobilienmarkt damit vorüber? Die Baubeginne, gemessen an der im Bau begriffenen Fläche (floor space under construction), suggerieren dies. Seit März ist der entsprechende Index

von rund 4 Mio. auf rund 5,3 Mio. Einheiten gestiegen. Dies ist teilweise auf Stimuli einzelner Lokalregierungen zurückzuführen, deren Einnahmen in nicht unwesentlichem Maße an Landverkäufen und Bautätigkeit hängen. Die offizielle Linie der Regierung zum Immobilienmarkt bleibt restriktiv und die Lokalregierungen fahren ein hohes Risiko, dass Maßnahmen



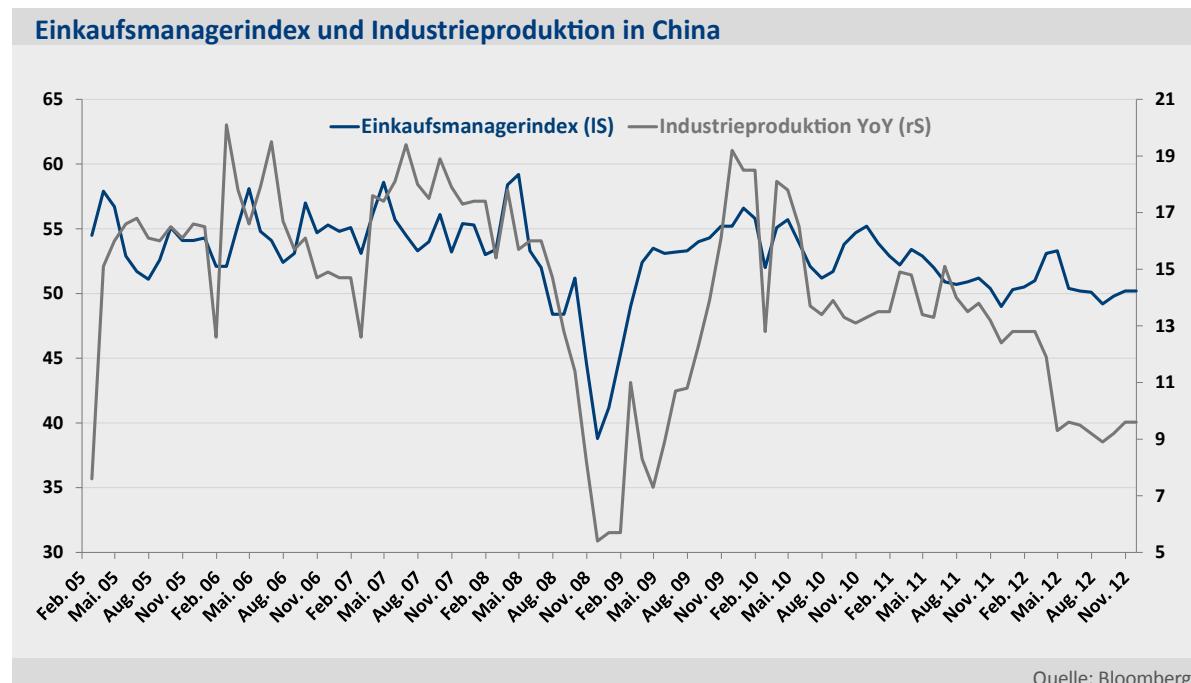
zurückgenommen werden müssen. Angesichts des zuletzt schwächeren Wachstums und des erfolgten Schwenks der Fiskal- und Geldpolitik auf eine expansivere Linie seit Herbst 2011 wird aber die chinesische Führung eine moderate Preiserholung im Immobilienbereich tolerieren müssen. Wir glauben, dass die Bautätigkeit nach dem Übergangsjahr 2012 in 2013 wieder leicht anziehen wird. Der chinesischen Führung scheint es damit erst einmal gelungen zu sein, aus der Preisblase kontrolliert Luft abzulassen und die Preise anschließend zu stabilisieren. Eine Leistung, die wir ihr vor einem Jahr nicht zugewiesen hätten.

Industrietätigkeit stabilisiert sich

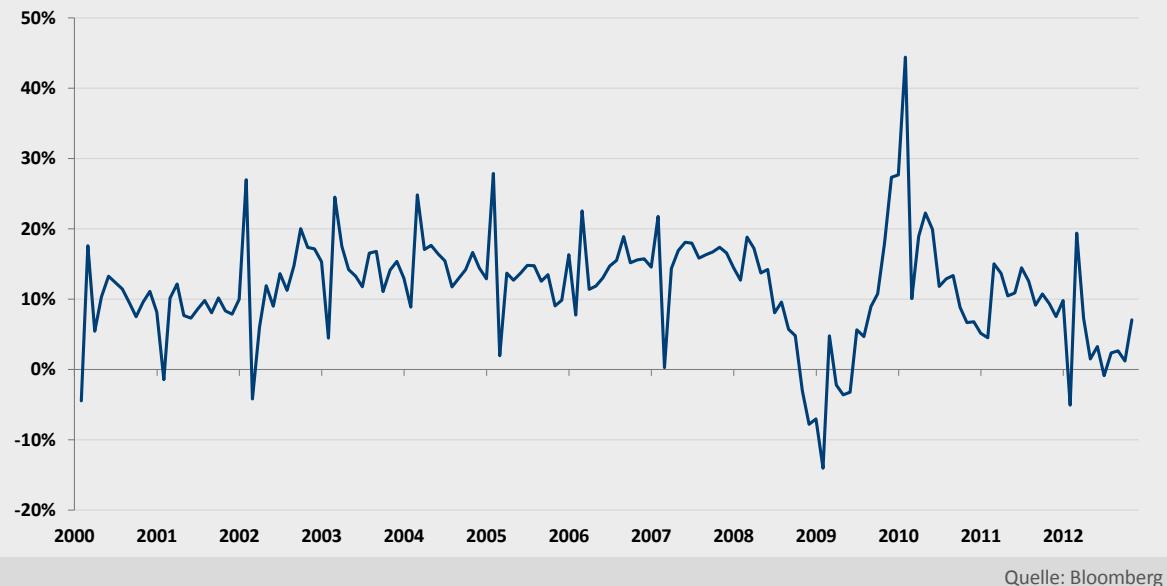
Für die Industrie war 2012 ein durchwachsenes Jahr. Die Einkaufsmanagerumfragen im ersten Halbjahr 2012 stehen im Einklang mit der nachlassenden Bautätigkeit. Der offizielle, von China Federation of Logistics and Purchasing herausgegebene Einkaufsmanagerindex schwankte richtungslos auf unterdurchschnittlichem Niveau zwischen 47 und 50 Punkten. Ein etwas düsteres Bild zeichnete der Markit-Einkaufsmanagerindex,

der in höherem Maße die Stimmungslage unter den kleineren und mittleren Unternehmen widergibt. In den letzten Monaten haben sich beide Umfragen auf Werte um 50 Indexpunkte stabilisiert. Für die Industrieproduktion, deren jährliche Wachstumsrate in den letzten Monaten auf unter 10% gesunken ist, signalisiert dies, dass wir in der ersten Jahreshälfte 2013 weder mit einem weiteren Rückgang noch mit einem signifikanten Aufschwung rechnen dürfen.

In einzelnen Branchen sind erste Anzeichen für eine Erholung zu erkennen. Insbesondere in der Chemieindustrie und in der nicht eisenhaltigen Produktion haben sich die jährlichen Zuwächse stabil im zweistelligen Prozentbereich gehalten. Auf der anderen Seite dauert die Schwächephase in der chinesischen Autoproduktion noch an. Alles in allem bestätigen die Daten der Elektrizitätsproduktion – einer der verlässlicheren Datenpunkte für die tatsächliche Industrieaktivität – das Bild eines moderaten Aufschwungs in den letzten Monaten. Wir gehen davon aus, dass sich dieser Aufschwung in 2013 fortsetzt, sehen aber nicht mehr die Wachstumsraten der Jahre 2003 bis 2007.



Wachstumsrate (YoY) der Elektrizitätsproduktion in China

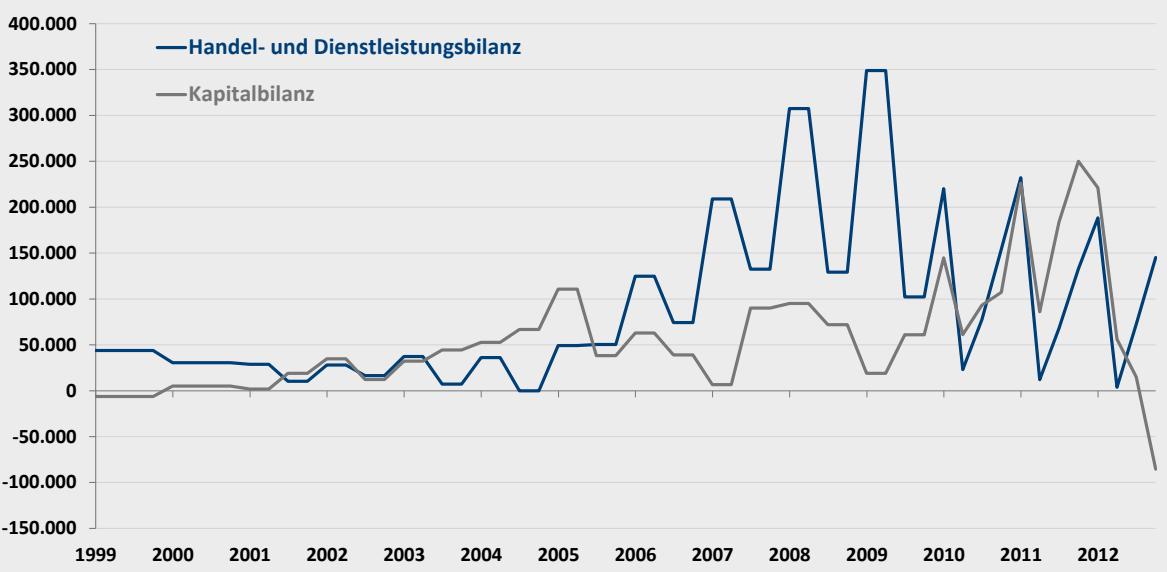


Vom Ausland kann keine Wachstumsdynamik mehr erwartet werden

China hatte in den Boomjahren 2003 bis 2007 das Geschäftsmodell entwickelt, das Wirtschaftswachstum durch Außenhandelsüberschüsse, insbesondere im Handel mit den USA, zu beschleunigen. Dies hatte zu einem Anstieg der offiziellen Währungsreserven

und zu verstärkten Kapitalimporten geführt, was den Renminbi unter einem permanenten Aufwertungsdruck gehalten hat. In 2012 scheint dieses Geschäftsmodell obsolet geworden zu sein. Die Wachstumsraten für Exporte und Importe sowie die Handelsbilanzüberschüsse sind deutlich gefallen. In der Kapitalbilanz sind zum ersten Mal seit vielen Jahren Abflüsse zu verzeichnen, die Währungsreserven stagnieren.

Zahlungsbilanzentwicklung in China



Die Vermutung liegt nahe, dass aufgrund fallender Kapitalrenditen sich nicht nur ausländische Investoren, sondern vermehrt auch Inländer bemühen, ihr Kapital außer Landes zu schaffen. Vor diesem Hintergrund rückt auch das Politdrama um Bo Xilai und seiner Frau in ein anderes Licht. Ausländische Medien berichten, dass die Bos versucht haben, mehrere hundert Millionen USD außer Landes zu schaffen. Kapitalflucht ist in China ein äußerst schwerwiegendes Verbrechen. Die Kapitalabflüsse offenbaren, dass China als verlängerte Werkbank der westlichen Industrieländer nicht mehr die erste Wahl ist. Die hohen Lohnzuwächse der vergangenen Jahre höhlen allmählich die industrielle Wettbewerbsfähigkeit aus. Ausländische Unternehmen lagern ihre Produktionsstätten entweder in billigere Schwellenländer aus oder holen sie sogar ganz in ihre Länder zurück („onshoring“).

Fazit

Das Bild Chinas als neuer wirtschaftlicher Supermarkt ist in den letzten Jahren entzaubert worden. Zu groß sind die langfristigen Probleme des Landes: Die Einkommensungleichheit und die teilweise unmenschlichen Arbeitsbedingungen fördern soziale Spannungen, die Umwelt wird durch das industrielle Wachstum stark belastet, der Finanzsektor und die Kapitalallokation genügen kaum marktwirtschaftlichen Kriterien und die Politik hängt einem diffusen Weltbild eines marktwirtschaftlichen Kommunismus nach und ist gleichzeitig von Korruption durchzogen. Das größte Problem Chinas aus unserer Sicht war aber die Immobilienpreisblase (vgl. Tiberius Kapitalmarktausblicke 2010 bis 2012). Der Wirtschaftspolitik scheint es gelungen zu sein, aus dieser Blase kontrolliert Luft abzulassen und die Bauwirtschaft anschließend auf niedrigerem Niveau zu stabilisieren. Dies lässt für 2013 einen Einbruch des Wirtschaftswachstums unter das jetzige Niveau von 7,5% als wenig realistisch erscheinen. Auf der anderen Seite vermittelt die neue politische Führung auch keine Vision, wie der vielfältigen Probleme des Landes Herr zu werden ist. Wir rechnen mit einem realen Wachstum von knapp unter 8% in 2013.

KONJUNKTUR JAPAN: TIEFPUNKT IN SICHT

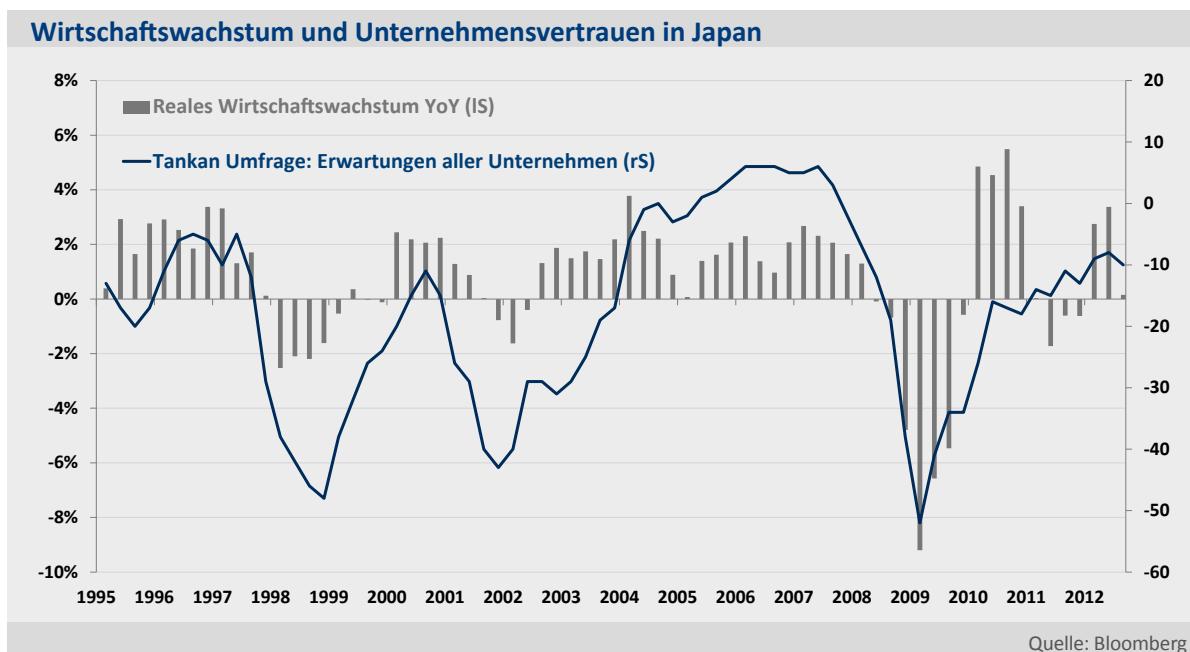
Enttäuschendes Wirtschaftswachstum

Die Stimmung in der japanischen Wirtschaft ist gedrückt. Die Einkaufsmanagerumfrage zeigt im Gegensatz zu manchen westlichen Industriestaaten noch keinen Wendepunkt, Industrieproduktion und Kapazitätsauslastung gehen im vierten Quartal 2012 immer noch weiter zurück. Der private Konsum wird im vierten Quartal voraussichtlich schrumpfen. Auslaufende Steueranreize führen zu einem deutlichen Rückgang der Absatzzahlen im Automobilbereich. Aufgrund des starken Yens haben sich die Überschüsse in der Handelsbilanz in ein Defizit verwandelt. Das Bruttonsozialprodukt ist im dritten Quartal kräftig geschrumpft, die jährliche Wachstumsrate hat erneut die Nullschwelle erreicht. Doch es gibt

und zeichnet ein deutlich optimistischeres Bild als die Einkaufsmanagerumfrage.

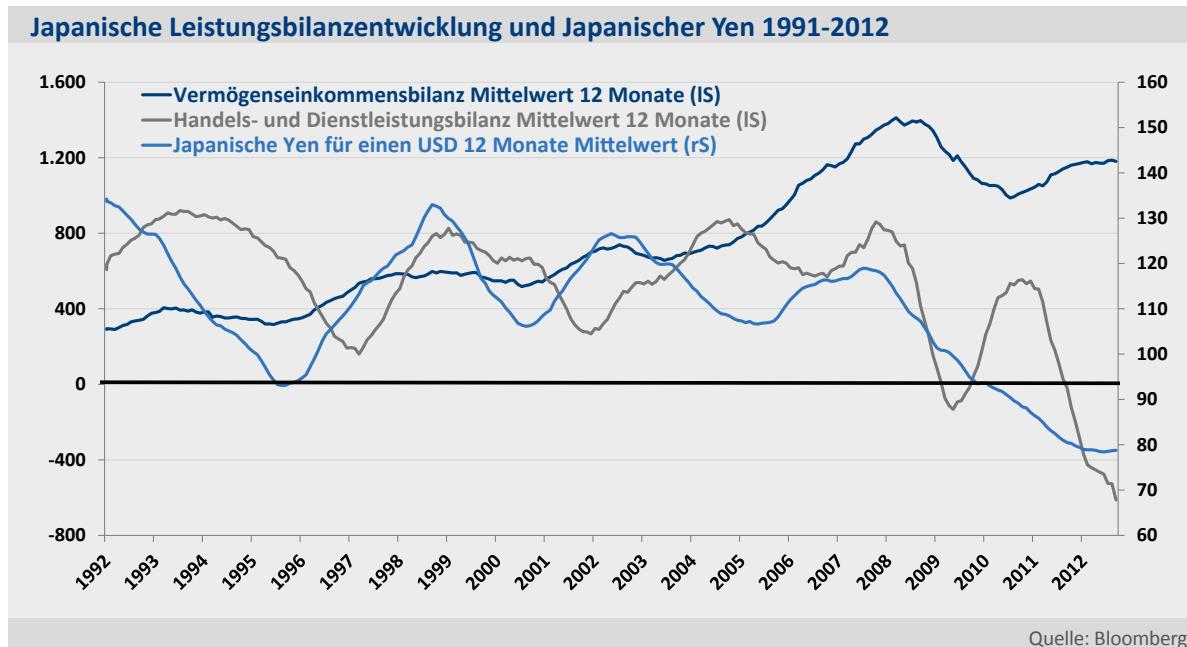
Leistungsbilanz stabilisiert sich

Angesichts der Stabilisierung der chinesischen Volkswirtschaft dürften auch die negativen Effekte im Außenhandel allmählich auslaufen. Japan wies bis zum Jahr 2010 hohe Handelsbilanzüberschüsse aus. Die Stärke des Yen seit dem Jahr 2007 – die japanische Währung hat seither von 120 auf 80 Yen je US-Dollar und von 165 auf 105 Yen je Euro aufgewertet – hat die Handels- und Dienstleistungsbilanz seit dem Jahr 2010 in den negativen Bereich gedrückt. Die Leistungsbilanz ist aber immer noch positiv.



Anzeichen, dass das vierte Quartal 2012 den Tiefpunkt in der Wirtschaftsentwicklung Japans darstellt. Die Stimmung unter den Unternehmen hat sich gemäß des Tankan-Reports der Bank of Japan im positiven Bereich gehalten

Die großen Außenhandelsüberschüsse der Vergangenheit sichern Japan den Status eines Nettohläubigers. Die Vermögenseinkommen aus den Auslandsanlagen übersteigen mittlerweile die Defizite in der Waren- und



Dienstleistungsbilanz. Wir gehen davon aus, dass die Einkommensbilanz weiter nach oben tendiert. Im derzeitigen Konjunkturmfeld dürfte sich auch die Handels- und Dienstleistungsbilanz nicht weiter verschlechtern, auch vor dem Hintergrund, dass der Außenwert des Yen wieder ein zentrales Thema der Politik geworden ist.

Neuwahlen im Dezember 2012 als ein mögliches Ende der politischen Blockade

Die Halbwertszeit eines japanischen Ministerpräsidenten beträgt wenig mehr als ein Jahr. Nach dieser Zeit stürzen die Zustimmungswerte für den Premier in der Bevölkerung zumeist so stark ab, dass ein politischer Wechsel unumgänglich ist. Dieses Mal hat es Yoshihiko Noda von der Demokratischen Partei (DJP) erwischt. Die DJP hatte die 50 Jahre währende Alleinherrschaft der Liberal-Demokratischen Partei (LDP) im Jahre 2009 mit einem erdrutschartigen Sieg (308 von 480 Sitzen im für die Wahl des Premier maßgeblichen Unterhaus des japanischen Parlaments) beendet. Allerdings ist seit 2010 ähnlich wie in den USA eine Blockadepolitik der LDP durch die Mehrheit im Oberhaus – für Gesetzesinitiativen ist die Zustimmung

beider Kammern nötig – möglich geworden. Der Vertrauenvorschuss für die DJP war aufgebraucht, nachdem Ministerpräsident Noda auch gegen innerparteiliche Widerstände eine Mehrwertsteuererhöhung von 5% auf 10% bis zum Jahr 2015 durchgesetzt hatte.¹

Für den 16. Dezember 2012 sind nach der Auflösung des Unterhauses nun Neuwahlen angesetzt. Es gilt als wahrscheinlich, dass die LDP mit ihrem Partner, der NKP-Partei, an die Regierung zurückkehren wird, die sich dann im Unter- und im Oberhaus auf eine Mehrheit stützen. Bei der LDP hat sich Shinzo Abe als Parteivorsitzender durchgesetzt. Abe steht für einen konservativen Hardliner, der in der Außenpolitik eine harte Linie im Konflikt über den Besitzanspruch diverser Pazifikinseln gegenüber China und Südkorea vertritt. In der Wirtschaftspolitik dürfte die LDP erneut eine expansive Ausgabenpolitik für öffentliche Infrastrukturprojekte betreiben. Angesichts eines öffentlichen Schuldenstands der Regierung von mehr als 205% und jährlichen Haushaltsdefiziten von 9,5% (per Ende 2011)

¹ Vor den Wahlen 2009 hatte die DPJ noch versprochen, dass es keine Mehrwertsteuererhöhung geben werde. In der Folge verließen der ehemalige Parteivorsitzende Ozawa und 50 ihm nahestehende Abgeordnete die DPJ. Vgl. Dr. Chris Winkler: Neue Führer – Alte Politik? Die Präsidentenwahlen von DPJ und LDP und ihre Auswirkungen auf Japans Politik. Friedrich Ebert Stiftung, November 2012

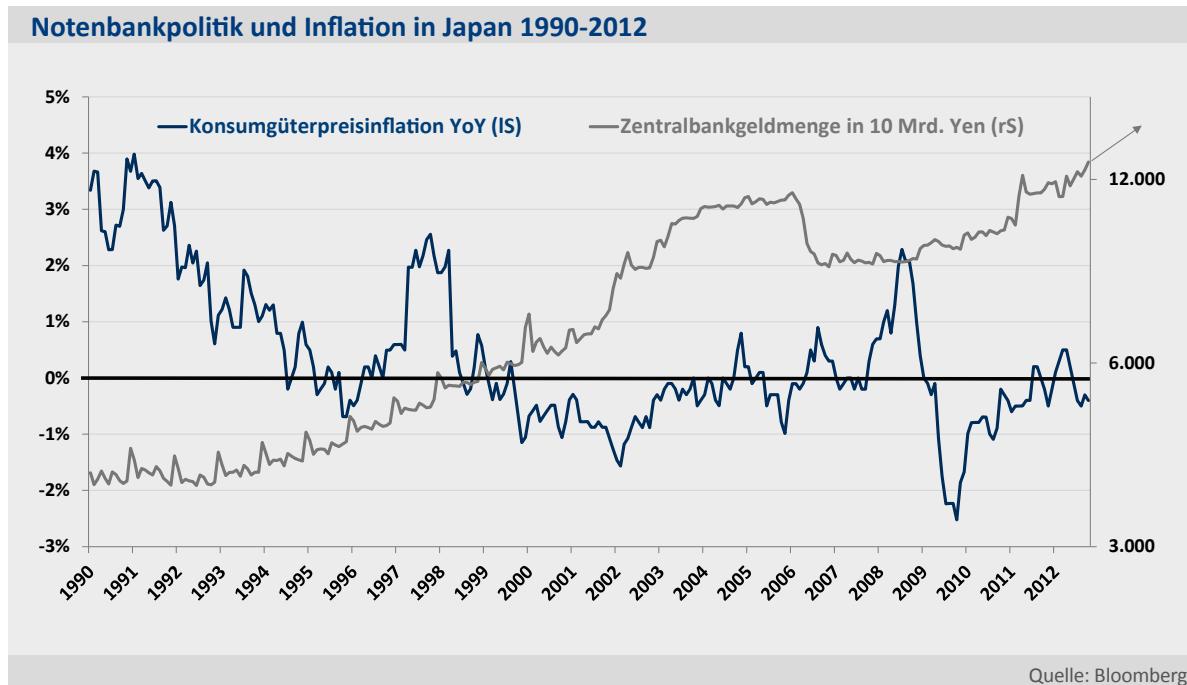
stellt sich die Frage, wie dies finanziert werden soll. Abe hat konsequenterweise eine konzertierte Aktion von Regierung und Notenbank eingefordert, in der die Notenbank Anleihen für staatliche Infrastrukturprojekte direkt aufkaufen soll. Zudem hat Abe von der Notenbank die Heraufsetzung des Inflationsziels von 1% auf 2% bis 3% und eine aggressivere Geldemission zur Schwächung des Außenwerts des Yens verlangt.

Notenbank wird sich politischem Druck für expansivere Linie nicht beugen

Wie zu erwarten war, hat Masaaki Shirakawa, Gouverneur der Bank of Japan, die Forderungen des LDP-Parteichefs umgehend zurückgewiesen. Die japanische Notenbank hatte sich in den neunziger Jahren schrittweise eine unabhängige Position vom Finanzministerium erkämpft und sich als Gegengewicht gegen ausufernde Fiskalprogramme etabliert.² Die jahrzehntelange Deflation und der starke Außenwert der Währung ist auch eine Konsequenz einer im Vergleich zu den USA verhaltenen Geldpolitik. Der japanischen Notenbank ist bewusst, dass eine Inflationierung des Yens angesichts des hohen öffentlichen Schuldenstandes schnell unkontrollierbar werden kann. Der japanische Finanzmarkt ist ein Musterbeispiel für Geldillusion. Eine alternde Bevölkerung lebt im Vertrauen auf ihr Sparkapital, das aber längst in staatlichen Konjunkturprogrammen und Schulden der öffentlichen Hand aufgegangen ist, die die Gegenposition der inländischen, meist über die Postbank kanalisierten Sparguthaben darstellen. Lediglich in einem Land, in dem die Menschen großes Vertrauen in hierarchische Strukturen und Autoritäten haben, ist eine Geldillusion in diesem Ausmaß überhaupt denkbar. Hier reicht ein kleiner Funke, um die Inflationserwartungen und Spekulation auf einen Staatsbankrott außer Kontrolle geraten zu lassen.

Wir gehen aufgrund dieser Historie davon aus, dass die Notenbank keine aggressivere Schwächung des Binnen- und Außenwerts des Yen in Betracht zieht. Die Bank of Japan war eine der ersten Zentralbanken, die eine quantitative Lockerung durch Direktkäufe von Staatsanleihen am Sekundärmarkt durchgeführt hat. In den Jahren 2002 bis 2004 ergaben sich dadurch ein Abwertungswettlauf mit dem US-Dollar und eine starke Ausweitung der Zentralbankgeldmenge. Die Überschussliquidität wurde im Jahr 2006 zu einem guten Teil wieder abgeschöpft und der im Vergleich zu den USA und Europa verhaltene Anstieg der Zentralbankgeldmenge in den Jahren 2007 bis 2009 legte in den letzten Jahren die Basis für die Yen-Stärke. Im Herbst 2010 reagierte die Zentralbank schließlich auf die Aufwertung des Yen mit einem Anleihen-Direktkaufprogramm (hauptsächlich Staatsanleihen) in Höhe von ursprünglich 35 Billionen Yen (ca. 430 Mrd. USD). Dieses Asset Purchase Programm wurde mehrfach aufgestockt, zuletzt im September 2012 um 10 Billionen Yen auf 80 Billionen Yen (ca. 1.000 Mrd. USD). Mehr Konzessionen an die Fiskalpolitik wird es höchstwahrscheinlich nicht geben. Diese quantitative Lockerung wird ausreichen, um eine Bodenbildung des Yen gegenüber den wichtigsten Währungen und eine Stabilisierung der Inflationsrate um die Nulllinie herbeizuführen. In den Jahren 2014 und 2015 wird die Inflationsrate durch die geplanten Mehrwertsteuererhöhungen kurzfristig auf knapp 2% empor schnellen. Einen endogenen, durch die Geldpolitik hervorgerufenen Anstieg der Inflationserwartungen können wir für 2013 jedoch noch nicht erkennen.

² Diese Entwicklung ist eindrucksvoll beschrieben in Richard A. Werner [2003]: Princes of the Yen. Japan's Central Bankers and the Transformation of the Economy.



Fazit

In Japan zeichnet sich für 2013 ein Ende der konjunkturellen Schwächephase ab. Die Wirtschaft bei den wichtigsten Handelspartnern erholt sich langsam, die Yen-Stärke neigt sich aufgrund einer wieder expansiveren Geldpolitik seit Oktober 2010 allmählich dem Ende zu. Auf der politischen Seite dürften die Neuwahlen der LDP und der New Komeiko in beiden Kammern des Parlaments eine Mehrheit bringen, sodass der Weg für Fiskalprogramme frei ist. Jedoch wachsen die Bäume für Japan 2013 schwerlich in den Himmel. Die Notenbank scheut ein aggressiveres Spiel mit dem Feuer, der Yen ist in risk off Phasen als sicherer Hafen gefragt (was angesichts der Verschuldung und Demographie des Landes paradox erscheint). Alles in allem erwarten wir 2013 ein Wirtschaftswachstum YoY von 0,4%.

AKTIENMARKT-PERSPEKTIVEN 2013

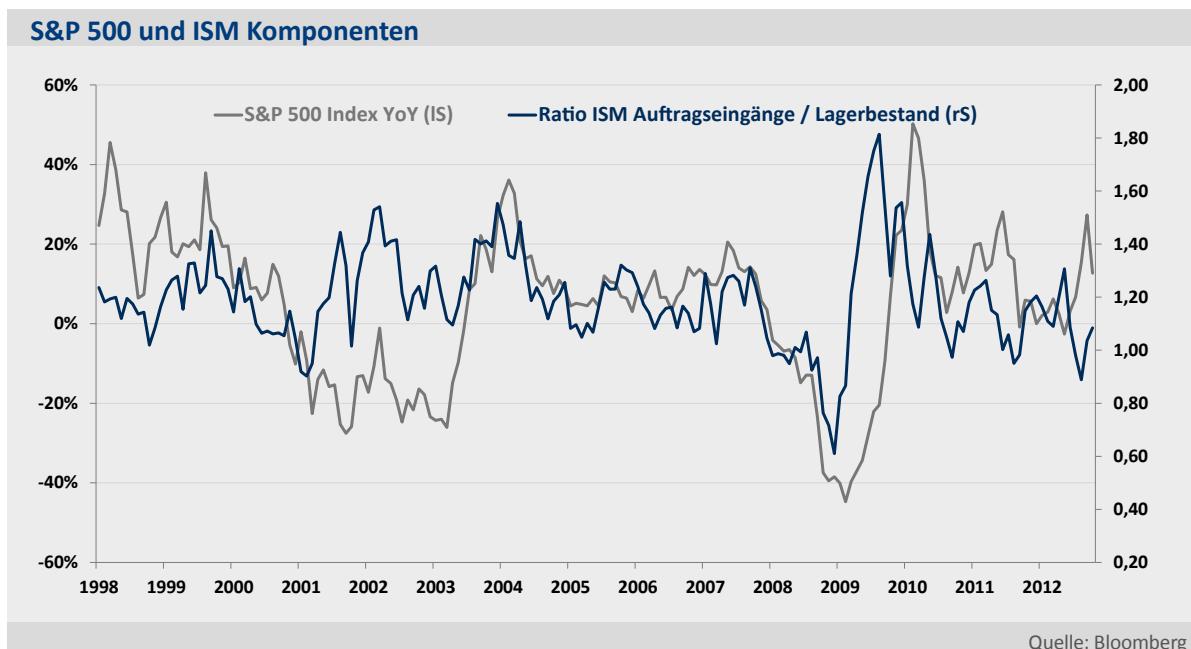
Von der konjunkturellen Seite kommen moderate Long-Signale

Wie in Konjunktur-Perspektiven ausgeführt, sehen wir in den größten Weltwirtschaftsregionen im kommenden Jahr ein etwas höheres Wachstum als in diesem Jahr. Die Fiskalpolitiken weltweit dürften ebenso wie die Geldpolitik in den wichtigsten Währungsräumen auf expansiver Linie bleiben. In den beiden größten Wirtschaftsnationen China und USA zeigt die Bauwirtschaft erste Belebungszeichen, wobei sich die meisten Frühindikatoren auf einem niedrigen Niveau stabilisieren.

Dies gilt auch für den US-Einkaufsmanagerindex, dessen einzelne Subkomponenten sich seit vielen Jahrzehnten als guter Pulsmesser für die Aktienmärkte erwiesen haben. Als zyklisches Timing-Signal hat sich insbesondere der Quotient aus vorlaufenden (Auftragseingänge) und nachlaufenden (Lagerbestände) Komponenten bewährt. Seit dem vergangenen Sommer zeigt sich eine Diskrepanz zwischen dem tatsächlichen Verlauf des S&P 500 und dem Ratio der

genannten Indexkomponenten. Im dritten Quartal 2012 präsentierte sich die US-Wirtschaft absturzgefährdet. Sowohl die Lagerbestands- als auch die Auftragseingangskomponenten hatten sich von Juni bis August deutlich verschlechtert und das Ratio war auf den tiefsten Stand seit Februar 2009 gefallen. Der US-Aktienmarkt hingegen präsentierte sich in dieser Zeit relativ stark. Seit September sind die Datenpunkte wieder mehr auf einer Linie. Das Ratio aus Auftragseingängen und Lagerbeständen hat sich stabilisiert und liefert in unserem Aktienmodell ein moderates Long-Signal (Modellwert: +10%, Skala: -100% bis +100%).

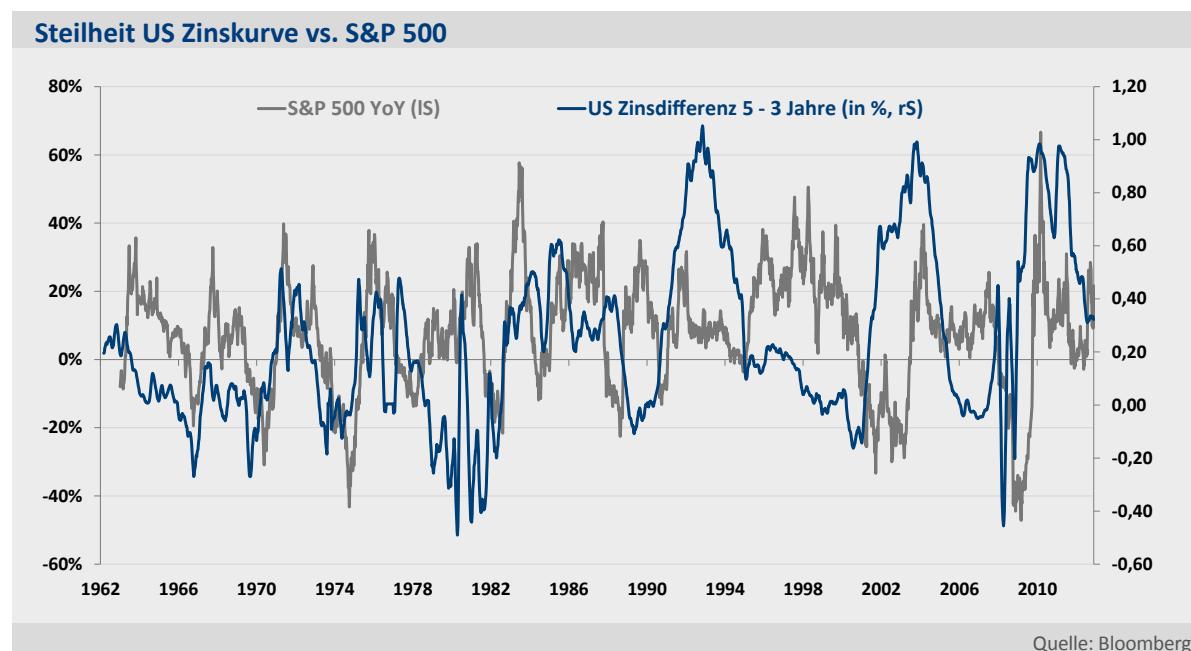
Die zweite Variable, die sich historisch als zuverlässiger zyklischer Timing-Indikator für Aktien erwiesen hat, ist die Zinsstrukturkurve. Grundsätzlich weist eine inverse Zinsstruktur darauf hin, dass die Zinsen am kurzen Ende von der Notenbank zu stark angehoben wurden und deswegen die Wachstums- und Inflationsperspektiven sowie die langfristigen Zinsen gedrückt sind. Ein über mehrere Jahrzehnte zurückreichendes Backtesting zeigt, dass sich



vor allem die Zinsdifferenz zwischen 3- und 5-jährigen US-Staatsanleihen als veritables Signal für den US-Aktienmarkt eignet. Im vergangenen Jahr hat sich diese Differenz von 0,5% auf 0,29% verflacht, vor allem durch den Rückgang des Zinsniveaus bei den 5-jährigen Anleihen. Dadurch hat sich das Long-Signal für US-Aktien leicht abgeschwächt, was aber in einer Zeit, in der kurze, mittlere und lange Laufzeiten von den Notenbanken als Zielvariable gesteuert werden (z. B. die Operation Twist der US-Notenbank), nicht überbewertet werden sollte.

US-Aktien nur auf den ersten Blick günstig bewertet

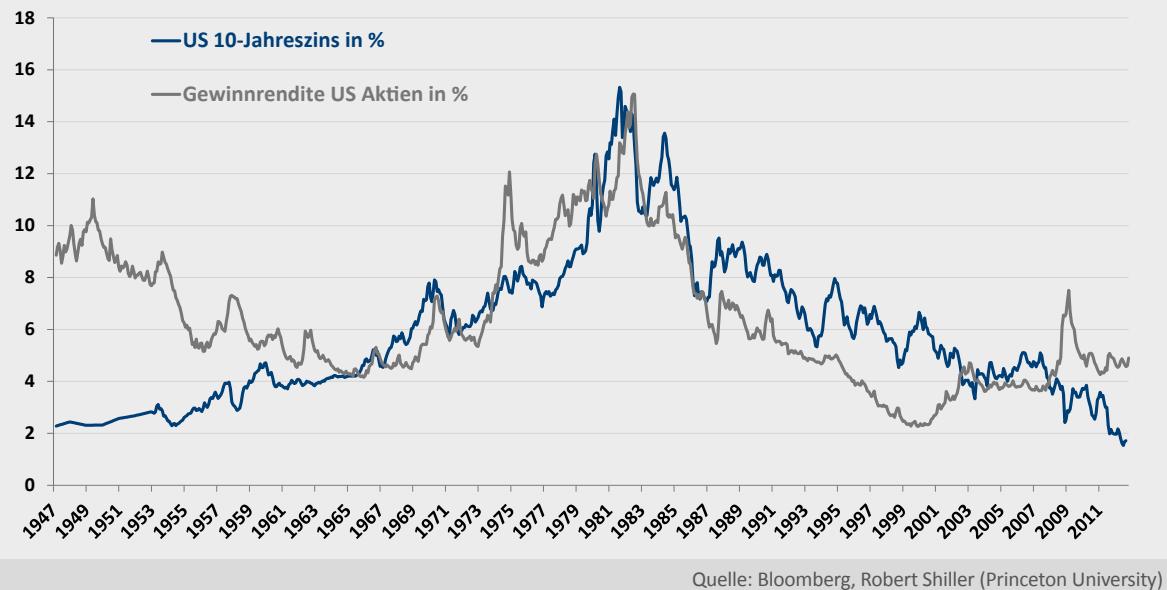
Das Kurs-Gewinn-Verhältnis ist bis heute das Non-plus-ultra in der Aktienbewertung. Der Kehrwert Gewinn-Kurs-Verhältnis kann als eine laufende Rendite von Aktieninvestments interpretiert werden und steht in Konkurrenz zur Rendite von Investitionsalternativen. Der Vergleich von US-Aktien und den Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen offenbart einen weitgehenden Gleichlauf beider Größen in



Klare positive Signale erhalten wir noch von dem von der Citigroup zusammengestellten Überraschungsindex (Index Citigroup Economic Surprise Index), der den Unterschied zwischen Analystenschätzungen und den tatsächlich gemeldeten Wirtschaftsdaten quantifiziert. Aktuell kommen wir auf dieser Basis noch zu einer deutlichen Übergewichtung von Aktien (Aktienquote +57%, Skala -100% bis +100%). Das Momentum dieses Signals lässt aber bereits nach.

den letzten Jahrzehnten. In den achtziger und neunziger Jahren des vergangenen Jahrhunderts waren die Aktienrenditen niedriger als die Rentenrenditen, was angesichts des höheren Risikos der Anlageklasse Aktien tendenziell für eine Überbewertung von Aktien gesprochen hat. In den letzten fünf Jahren ließ sich eine gegenläufige Entwicklung von Aktien- und Rentenrenditen beobachten. Die Aktienrenditen offerieren heute wieder, wie in der Zeit von 1930 bis 1965, einen Renditeaufschlag als Ausgleich für das höhere Risiko. Von einer günstigen Bewertung kann im langen Bild aus unserer Sicht nicht gesprochen werden.

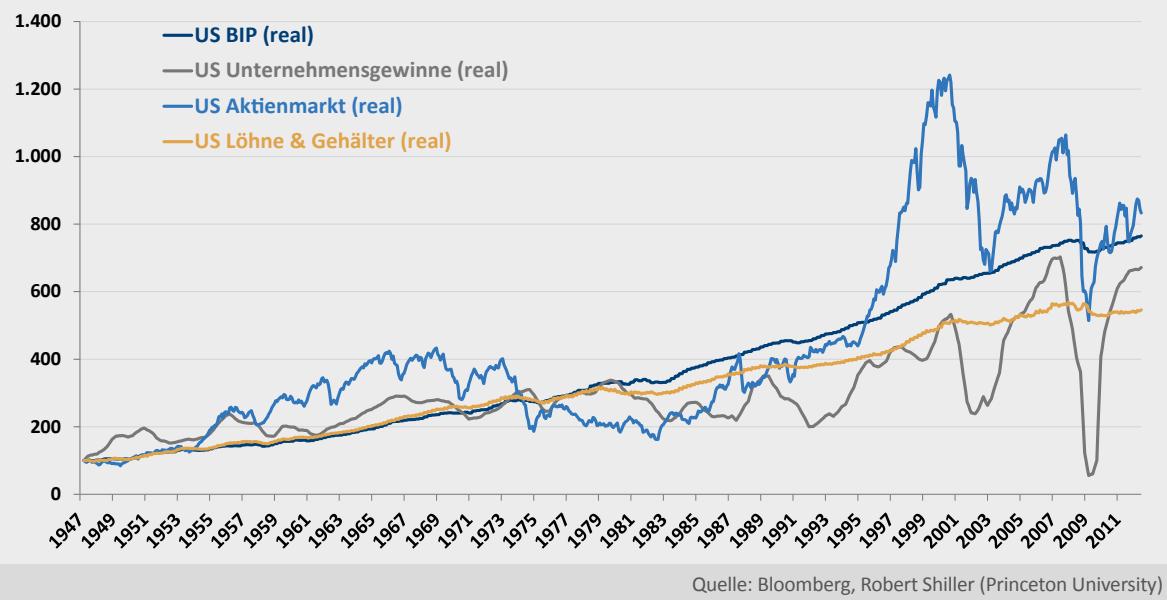
Gewinnrenditen US-Aktien vs. Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen



Eine günstige Bewertung von Aktien kann auch nicht aus dem langfristigen Vergleich zwischen volkswirtschaftlicher Einkommensentwicklung und Aktienkursen hergeleitet werden. Aus der inflationsbereinigten Perspektive ist die Kursentwicklung von US-Aktien seit dem Sommer 2000 markant rückläufig. Bis dahin hatte sich die Dot-Com-Blase in einer massiven Überbewertung von Aktien niedergeschlagen, die erst in diesen Tagen nahezu bereinigt ist.

Von hier aus wäre für US-Aktien langfristig mit einem realen Aufwärtstrend etwa in Höhe des US-BIP-Wachstums zu rechnen, bei dem unterdurchschnittlichen US-Wirtschaftswachstum von 2% in diesem Zyklus wahrlich keine allzu verlockenden Perspektive. Zudem lässt die Gewinndynamik seit einigen Quartalen nach, was angesichts hochgesteckter Analystenerwartungen großes Enttäuschungspotenzial birgt.

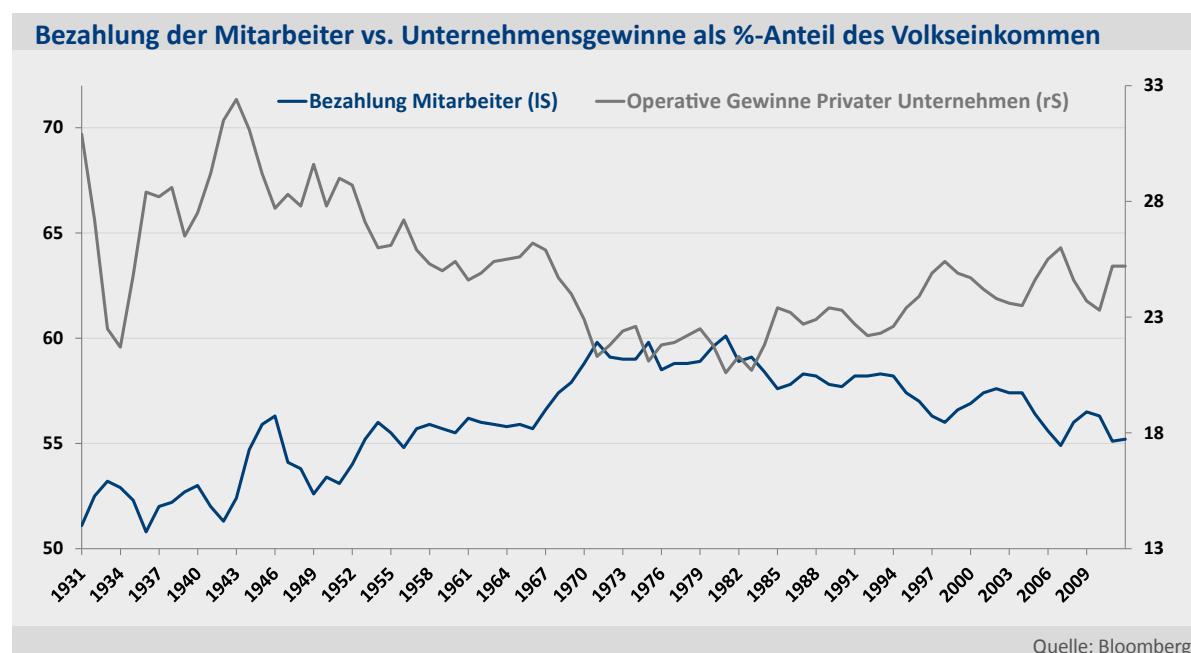
Inflationsbereinigte Betrachtung des US-BIP, Unternehmensgewinne, S&P 500 und Löhne & Gehälter



Volkswirtschaftliche Gewinnquote der Unternehmen unhaltbar hoch

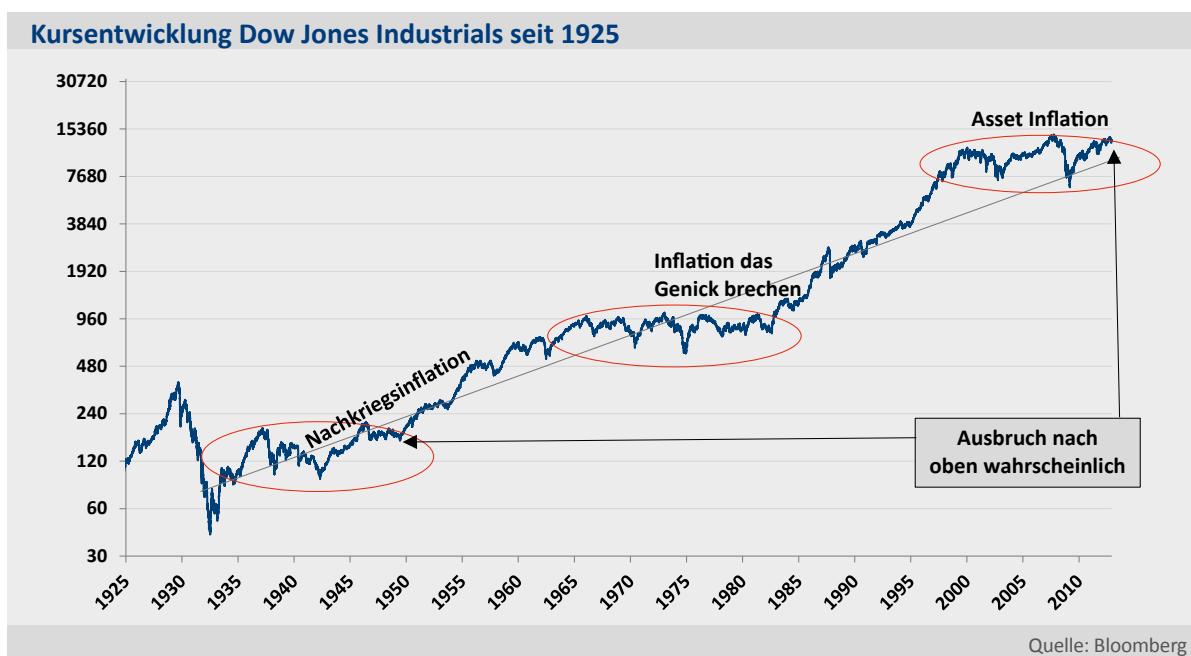
Eine reale Aufwertung von Aktien im Gleichklang mit der Entwicklung des realen BIP kann nur unterstellt werden, wenn der reale Zuwachs der Unternehmensgewinne mit dem realen Wirtschaftswachstum Schritt halten kann. Seit dem Siegeszug des Shareholder-Value-Ansatzes und dem vermehrten Einsatz von Fremdkapital in den 1980er Jahren hat sich das reale US-BIP seit 1980 etwa verzweieinhalfacht, während

die Löhne lediglich um 80% zulegen konnten. Die Unternehmensgewinne sind in dieser Periode etwa um 120% gestiegen. Der Anteil der Unternehmensgewinne am Volkseinkommen ist dadurch in den USA seit dem Beginn der achtziger Jahre von 20% auf 25% angestiegen. Der Anteil der Lohneinkommen im gleichen Zeitraum von 60% auf 55% gefallen. In der politischen Diskussion ist diese Problematik bereits thematisiert worden. Wir erwarten in den kommenden Jahren ein allmähliches Schließen der Schere.



Fazit

Aus konjunktureller Sicht gibt es in 2013 kaum Gründe, Aktien zu meiden. Im Gegensatz zu vielen Marktbeobachtern stufen wir aber Aktien nicht als günstig bewertet ein. Zum einen sollten die Aktienmärkte in Relation zu Renten eine Risikoprämie bieten, wie es vor 1965 der Fall war. Zum anderen sind die Unternehmensgewinne durch den Anstieg der Gewinnquoten am Volkseinkommen nach oben verzerrt. Für das Jahr 2013 bedeutet dies, dass sich die seit dem Jahr 2000 andauernde Seitwärtsphase noch fortsetzen könnte. Wir erwarten den S&P 500 dementsprechend nur mit einem geringen Kursplus von etwas mehr als 2% im kommenden Jahr. Langfristig dürften die weltweit expansiven Geldpolitiken zu einem Ausbruch nach oben führen.



RENTENMARKT-PERSPEKTIVEN 2013

An den internationalen Rentenmärkten wurden 2012 teilweise neue historische Allzeittiefs bei den Zinsen markiert. So sanken der deutsche 10J-Zins im Juni auf 1,13% und der US-amerikanische 10J-Zins auf 1,38%! Überhaupt verharren die Zinsen seit dem Zinsrutsch im Sommer 2011 auf sehr niedrigem Niveau, ohne dass seitdem wenigstens zwischenzeitlich eine nennenswerte Zinsanstiegsphase eingetreten wäre. Jegliche Ansätze eines Zinsanstiegs wurden meist schon recht schnell wieder durch eine Gegenbewegung mit teilweise neuen Zinstiefs konterkariert. Inzwischen können viele Marktteilnehmer das derzeitige Bewertungsniveau für Staatsanleihen angesichts der hohen und weiter wachsenden Staatsverschuldung, der realen Möglichkeit von Staatspleiten in der Eurozone sowie der extrem expansiven Geldpolitik nicht mehr nachvollziehen und wähnen das Ende des nun über drei Jahrzehnte währenden Bullenmarkts am Rentenmarkt für gekommen.

Kommt es nun 2013 zu einer Zinswende oder setzt sich die Niedrigzinsphase fort mit vielleicht sogar neuen Tiefständen?

Ein Phänomen spricht seit Sommer 2011 dafür, dass in der Tat eine deutliche Überbewertung bei Staatsanleihen bester Bonität gegeben ist, nämlich eine negative Realverzinsung auch bei Langläufern. Dies war in den 70er-Jahren zweimal über einen ansehnlichen Zeitraum der Fall, allerdings in einem Umfeld hoher Inflation und entsprechend erhöhter Zinsen. Aber nun, bei historisch tiefen Nominalzinsen und vor dem Hintergrund ausufernder Staatsschulden, die aufgrund von Vorbehalten gegenüber Staatstiteln eigentlich durch entsprechende Risikoprämien für Staatsanleihen begleitet sein müssten?

Es ist nicht so einfach, diese Bewertungsverhältnisse einzuordnen. Ihre lange Gültigkeit muss zu denken geben. Sie haben vor allem zu tun mit der Präferenz von sicheren Anlagen bei

Investoren, deren Risikotragfähigkeit nach markanten und teilweise existenziell bedrohlichen Verlusten nicht mehr oder nur in geringem Maße gegeben ist. Hier zeigt sich, dass die Finanzkrise trotz eines nun über dreijährigen moderaten Aufschwungs weiter schwelt und bestimmte Staatsanleihen entweder unhinterfragt oder aus Gründen fehlender Alternativen als Sicherheitsanker akzeptiert sind, auch wenn die Staaten inzwischen selbst wegen ihren massiven Hilfsmaßnahmen nach der Lehman-Pleite als finanziell überreizt und verwundbar erscheinen. Und das Jahr 2012 hielt Unsicherheitsfaktoren bereit, zum einen die globale Konjunkturschwäche im Sommer, die in Europa eine noch nicht ausgestandene Rezession bedeutete, sowie vor allem die anhaltende und ungelöste europäische Staatsschuldenkrise, die nur durch die signalisierte Handlungsbereitschaft der EZB hinsichtlich Staatsanleihekäufe seit Herbst eine gewisse Beruhigung erfuhr. Als weiteren Aspekt können die Liquiditätsspritzen der Notenbanken genannt werden, die eine regelrechte Liquiditätsschwemme hervorgerufen haben und die im Rahmen einer extremen unkonventionellen Geldpolitik auf direktem Wege über Staatsanleihekäufe oder auch indirekt zum Absinken des allgemeinen Zinsniveaus beitrugen.

Die strapazierten Staatsfinanzen und der Anreiz zur Monetisierung der Staatsschulden werfen die Frage nach der Bonität von Staatspapieren sowie die Frage nach einem mittel- und langfristigen Inflationsrisiko auf. Im Folgenden werden zuerst allgemein die Handlungsoptionen zum Schuldenabbau, anschließend die tatsächlich praktizierte Politik mit ihren Auswirkungen auf die Bonität von Staatstiteln, in diesem Zusammenhang die europäische Staatsschuldenkrise, dann die Inflationsausichten und schließlich die Marktsituation und Perspektiven des Rentenmarkts diskutiert.

Handlungsoptionen zum Schuldenabbau

Die erste Handlungsoption zum Schuldenabbau ist die fiskalpolitische Stimulanz des Wirtschaftswachstums mit dem Ziel, den Staatshaushalt über perspektivisch höhere Steuereinnahmen zu sanieren. Dies kann über Steuererleichterungen oder über schuldenfinanzierte staatliche Konjunkturprogramme, dem Defizit-Spending, erfolgen. Beides bedeutet aber erst einmal wachsende Staatsschulden, entweder wegen eines geringeren Steueraufkommens oder wegen steigender Staatsausgaben, und ist daher zunächst kontraproduktiv für das Ziel des Schuldenabbaus.

Steuersenkungen kommen normalerweise denjenigen zu Gute, die viel Steuern zahlen, also nicht dem sozial schwachen Teil der Bevölkerung. Daher ist dies bei zerrütteten Staatsfinanzen politisch schwer durchzusetzen. Außerdem ist es unklar, inwieweit dadurch tatsächlich konjunkturelle Auftriebskräfte freigesetzt werden, da diese vom Spar-, Konsum- und Investitionsverhalten sowie vom Verschuldungsgrad der Unternehmen und der Privathaushalte abhängen. Insofern sind gerade bei einer hohen privaten Verschuldung Szenarien denkbar, bei denen die anfangs steuersenkungsbedingt geringeren Staatseinnahmen nicht kompensiert werden können. Staatliche Konjunkturprogramme wirken sich dagegen direkt auf die Realwirtschaft aus, haben aber andere Nachteile. Sie drängen den Privatsektor zurück, der effizienter und kostenbewusster arbeitet als der staatliche Sektor. Produktivitätssteigerungen sind bei einer mehr staatlich dominierten Ökonomie nicht in dem Maße zu erwarten wie bei einer vornehmlich vom Privatsektor bestimmten. Selbst wenn Staatsmittel nicht über Sozialausgaben allgemein versickern, sondern in Infrastruktur investiv eingesetzt werden, gehen sie oftmals am Bedarf vorbei, wie das Beispiel Spanien in den letzten zehn Jahren zeigt. So gibt es dort bei einer Bevölkerung von 47 Mio. Menschen inzwischen das nach China längste Schienennetz für Hochgeschwindigkeitszüge und 58 Flughäfen, wovon anscheinend nur acht profitabel sind. Erfahrungsgemäß hat ein staatliches Konjunkturprogramm einen positiven Einfluss auf

eine Volkswirtschaft für drei bis sechs Quartale. Empirische Studien zeigen, dass ihr Multiplikatoreffekt auf die Ökonomie unter 0,5 und eher sogar bei Null liegt. Das heißt, das Defizit-Spending verpufft überwiegend nach einem anfänglich positiven Impuls auf die Konjunktur, die dann nach einigen Quartalen wieder zurückfällt. Im Ergebnis steigt dann die Staatsverschuldung. Und nach Reinhart, Reinhart und Rogoff („Debt Overhangs: Past and Present“, National Bureau of Economic Research, Working Paper 18015, April 2012) ist ab 90% Staatsschuldenquote empirisch ein negativer Effekt von 1,2 Prozentpunkten auf das Wirtschaftswachstum festzustellen, eine Marke, die von vielen westlichen Industrieländern inzwischen überschritten ist.

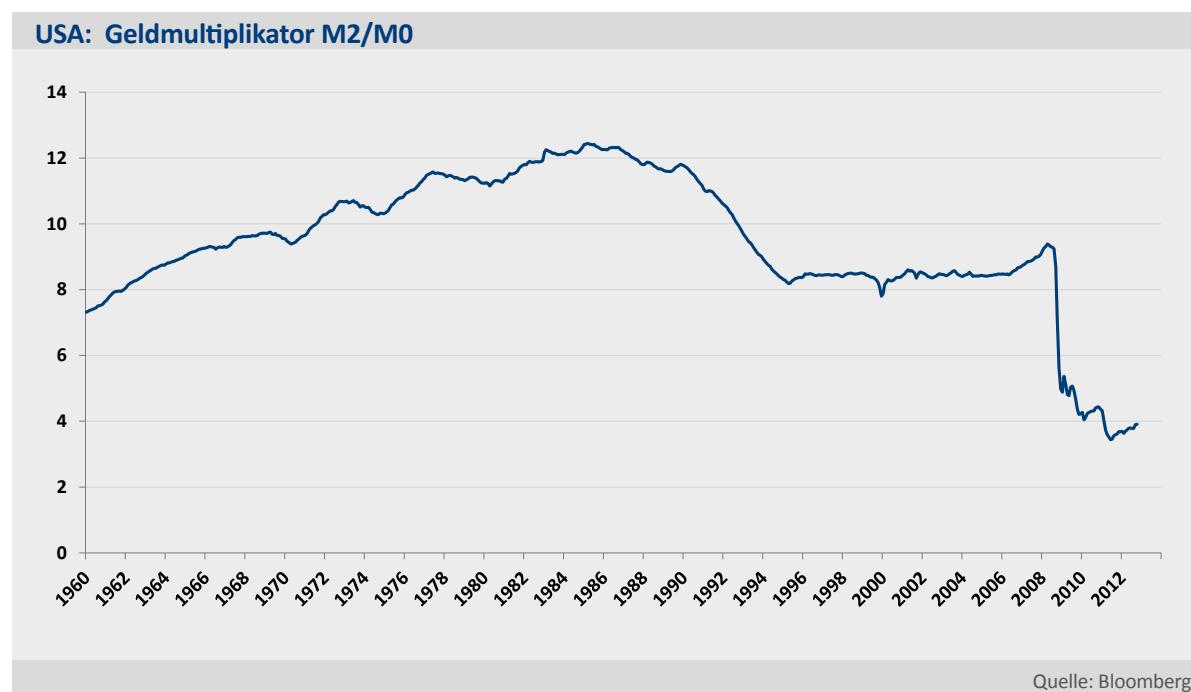
Daher ist insgesamt zu vermuten, dass im Falle einer hohen Überschuldung fiskalpolitische Stimulierungsmaßnahmen keine nachhaltige Lösung für das Schuldenproblem bieten, wahrscheinlich mittelfristig sogar eher kontraproduktiv wirken. Es ist sowieso ein gewisser Widerspruch, ein Schuldenproblem durch neue Schulden lösen zu wollen.

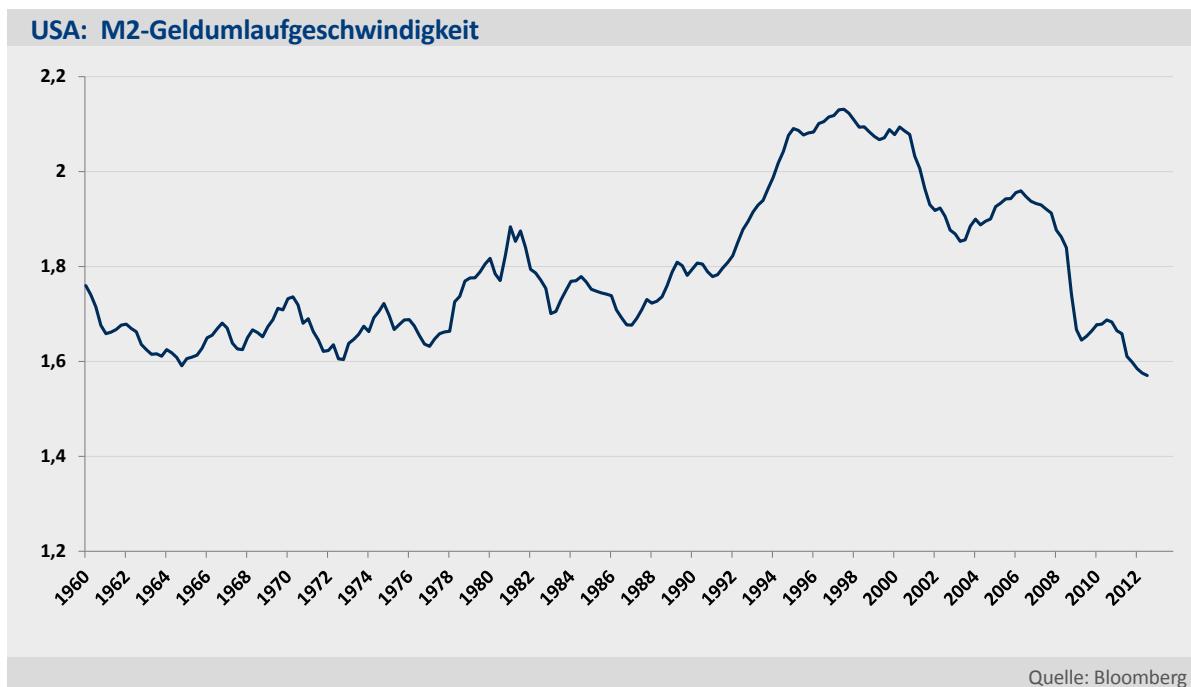
Die zweite Handlungsoption zum Schuldenabbau ist eine Politik der Inflationierung, ergänzt durch die sogenannte finanzielle Repression, bei der bestimmte institutionelle Investoren trotz negativer Realverzinsung zum Kaufen oder Halten von Staatsanleihen genötigt werden. Auf diese Art wird die Zinsentwicklung von der Inflationsentwicklung entkoppelt und die Schulden verlieren im Zeitablauf real gesehen an Wert.

Aber eine Finanzrepression ist erst in einem inflationären Umfeld richtig wirksam. Derzeit ist die Inflation niedrig und es besteht nur eine geringe negative Realverzinsung. Sie bedeutet zwar seit Sommer 2011 einen beständigen leichten Kaufkraftverlust für Investoren der niedrigverzinslichen Anleihen, aber eine nachhaltige reale Entschuldung des Staates setzt eine wesentlich höhere Inflation voraus. Damit stellt sich die Frage, ob man eine höhere Inflation auf der Konsumentenpreisebene erzwingen kann. Von der konjunkturellen Seite her ist dies im derzeitigen Umfeld schwer vorstellbar, weil

eine höhere Inflation einen Kaufkraftverlust der Privathaushalte hervorrufen und damit die Wachstumskräfte drosseln würde. Es wäre also ein diesen Effekt kompensierender ziemlich starker Konjunkturimpuls erforderlich, der aber selbst durch die aggressiven geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen der letzten Jahre nicht gegeben werden konnte. Auch die Konstellation in den westlichen Industrieländern mit einem reichhaltigen Güterangebot einerseits und einer durch die Verschuldungsprobleme strukturell gedrosselten Nachfrage andererseits spricht gegen einen nachhaltigen Preisauftrieb bei Konsumgütern, sondern eher im Gegenteil für die anhaltende Wirksamkeit deflationärer Kräfte. Ein Inflations- und Wachstumsimpuls durch eine starke Währungsabwertung im Wechselkursgefüge zwischen den großen Währungsblöcken

USD, EUR und JPY scheint ebenfalls unrealistisch, da dort jeweils ähnliche Probleme vorherrschen und eine einseitige Währungsabwertung nur zu Lasten der anderen Währungsblöcke ginge, die dann gegensteuern würden. Damit verbleibt die Geldpolitik, die ja in der Tat seit Ausbruch der Finanzkrise auf unkonventionelle Art versucht, den deflationären Kräften Einhalt zu gebieten und die Konjunktur wieder auf Trab zu bringen. Aber hier zeigt sich, dass auch einer aggressiv unkonventionellen Geldpolitik Grenzen gesteckt sind. Die Notenbanken können zwar ohne Weiteres ihre Bilanzsumme stark erhöhen, aber dies lässt sich nicht ohne Weiteres auf die Geldmengenaggregate übertragen, wie der Geldmultiplikator veranschaulicht.





Auch die sinkende Geldumlaufgeschwindigkeit, ein Maß für die geldinduzierte Wachstumsdynamik einer Ökonomie, demonstriert, dass die aggressive Geldpolitik nur noch auf beschränkte Weise die Realwirtschaft stimulieren kann und dass die Liquiditätsspritzen überwiegend im finanzwirtschaftlichen Kreislauf hängen bleiben.

Überhaupt sehen sich einige Notenbanken einem Distributionsproblem ausgesetzt. Gerne würden sie Geld zur Konjunkturankurbelung unter die Leute bringen, wissen aber nicht richtig wie, nachdem die eigentlich dafür zuständigen Geschäftsbanken diese Verteilung aufgrund bestehender Risiken bei sich selbst, wie auch bei potentiellen Kreditnehmern, nur unzulänglich ausführen. Die auf eine Äußerung des Fed-Präsidenten Bernanke zurückgehende Vorstellung, Geld könnte notfalls per Helikopter abgeworfen werden, ist unrealistisch, weil dies das Faustrecht auf den Straßen bedeuten würde, und offenbart nur eine gewisse Hilflosigkeit der Notenbanken in dieser Frage.

Es ist wohl so, dass im Falle einer deutlichen Überschuldung des Privatsektors, der um Rückführung seiner Verpflichtungen bemüht ist, eine expansive Geldpolitik nur beschränkt wirksam ist. Inflation kann dann fast nur an

den Finanzmärkten generiert werden und nur in geringem Maße auf den dezentralen realen Gütermärkten. Eine anhaltende außerordentlich expansive Geldpolitik trägt vielmehr das Risiko von Fehlallokationen mit großen Folgeproblemen in sich. Das Beispiel der Niedrigzinspolitik unter Greenspan, die das Desaster der US-Immobilienkrise als Auslöser der Finanzkrise erst ermöglicht hat, sollte zu denken geben, gerade auch im Hinblick auf die noch extremere und nun unkonventionelle US-Geldpolitik unter Bernanke. Daher ist der Ansatz der Inflationierung für die Schuldenreduzierung wahrscheinlich keine umsetzbare Lösung! Schließlich ist eine jahrzehntelang aufgebaute Verschuldung ein strukturelles nichtmonetäres Problem, das wohl nicht monetär gelöst werden kann. Dies wird auch durch die Studie vom McKinsey Globale Institute („Debt and Deleveraging: The global credit bubble and its economic consequences“, Januar 2010) nahegelegt, die seit Ausbruch der Weltwirtschaftskrise 1929 32 Fälle eines Deleveraging-Prozesses nach einer Finanzkrise identifiziert hat. Nur in acht, also in 25% der Fälle gelang eine signifikante Schuldenreduzierung durch Inflationierung, aber dies waren fast durchweg unbedeutendere Länder wie Chile, Uruguay oder die Ukraine, die keine starke Zentralbank hatten, und meistens war dies verbunden mit einer

markanten Währungsabwertung. Von daher können diese Fälle nicht als Beispiel für große westliche Industrieländer herangezogen werden.

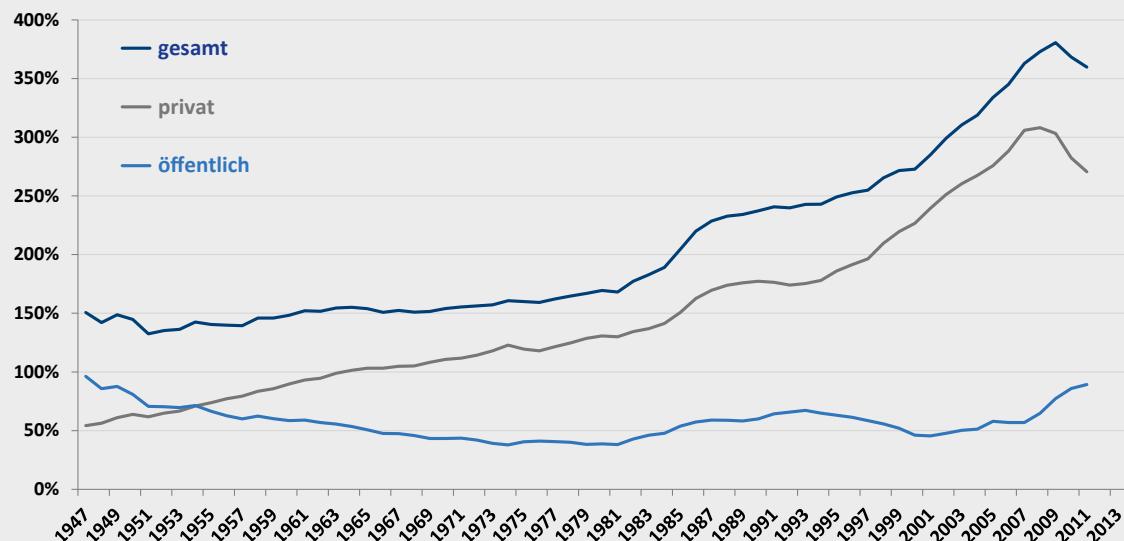
Die dritte Handlungsoption ist eine Austeritätspolitik, also die Rückführung der Schulden durch eine restriktive Politik, entweder durch die Erhöhung von Steuern und Abgaben oder die Senkung der Staatsausgaben. Im Grunde stellt dies gewissermaßen die natürliche Lösung dar: Sind die Schulden zu groß, muss man sie eben durch eine zumindest teilweise Rückzahlung reduzieren. Aber diese Politik ist in parlamentarischen Demokratien unpopulär und nur schwierig durchzusetzen. Sparen ist beim Wahlvolk nicht beliebt und Politiker wollen gewählt werden. Außerdem droht bei einer zu restriktiven Politik das Risiko eines prozyklisch noch beschleunigten Konjunkturabsturzes, was die Staatseinnahmen stark beeinträchtigen könnte. Der Fall Griechenland zeigt dies überdeutlich. Daher sollte diese Politik nur bedachtsam angewendet werden. Trotzdem: Im Unterschied zu den anderen Lösungsansätzen ist eine Austeritätspolitik zwar unbequem und schmerhaft, aber sie trägt nach einem schwierigen Anpassungsprozess der Wirtschaft in sich die Chance auf eine nachhaltige Lösung.

Die vierte Handlungsoption ist der Schuldenschnitt, der aber sehr große und nicht abschätzbare politische und ökonomische Folgen haben kann. Die Gläubiger müssen auf einen Teil ihrer Forderungen verzichten, was über Pensionsansprüche und Versicherungen normalerweise auch die breite Bevölkerung eines Landes trifft. Auch hat dies grundsätzlich negative Auswirkungen auf die zukünftige Finanzierungsfähigkeit eines Landes. Ein Schuldenschnitt stellt zwar eine Lösungsmöglichkeit für ein überschuldetes Land dar, ist aber eine negative Lösung, die letztlich nur als ultima ratio denkbar ist.

Schuldenpolitik und die Bonität von Staatsanleihen

Die USA als führende und wegweisende Volkswirtschaft sieht sich seit Ausbruch der Finanzkrise 2007 mit einem grundlegenden Überschuldungsproblem konfrontiert. Auslöser für diese Krise waren die kreditinduzierten Probleme im Subprime-Teilsegment des Hypothekenmarkts, ihre Ursache ist jedoch die Jahrzehntelange übermäßige Kreditexpansion der US-Ökonomie insgesamt. Denn tatsächlich handelt es sich um

USA: Schulden in % des nominalen BIP von 1947 bis 2011



Quelle: Federal Reserve, BEA

eine allgemeine Schuldenkrise, die zuerst nur den Privatsektor betraf und nun nach massiven und durch die existentielle Bedrohung des gesamten Finanzsystems motivierten staatlichen Hilfsmaßnahmen auch den öffentlichen Sektor erfasst hat. So hatte die Gesamtschuldenquote 2009 fast 400% erreicht, weit mehr als der Höchststand von etwas über 300% in der Weltwirtschaftskrise der 1930er-Jahre!

Zwar konnte diese Schuldenquote im Zuge des seit 2009 anhaltenden moderaten Wirtschaftsaufschwungs etwas reduziert werden, aber die bei wohl ungefähr 260% liegende Privatschuldenquote ist gerade mal auf den Höchststand der 1930er-Jahre gesunken. Diese ist auf diesem Niveau auf Dauer nicht tragbar und macht die Ökonomie weiterhin krisenanfällig. Nachdem viele Unternehmen und Privathaushalte in der Krise eine existentielle Bedrohungssituation erlebt haben, werden sie aller Voraussicht nach durch eine nachhaltige Rückführung ihrer Verschuldung stabilere Verhältnisse anstreben, sodass davon auszugehen ist, dass der erst begonnene Deleveraging-Prozess noch jahrelang fortgeführt wird, bis ein tragbareres Verschuldungsniveau von wahrscheinlich deutlich unter 180% der jährlichen Wirtschaftsleistung erreicht ist. Dieser Prozess war übrigens in der Weltwirtschaftskrise des letzten Jahrhunderts erst nach dem Zweiten Weltkrieg bei 70% Privatschuldenquote zu Ende. So gesehen kann die Finanzkrise als Zäsur zwischen einem Jahrzehntelangen Schuldenaufbau und dem nun anstehenden langatmigen Schuldenabbau im Privatsektor eingeordnet werden. Unternehmen und Privathaushalte bekamen in den letzten Jahren eine gewaltige fiskalpolitische Unterstützung (erste Handlungsoption des vorigen Kapitels) mit der Konsequenz, dass die Staatsschuldenquote kräftig anstieg und nunmehr die Reinhart/Rogoff-Schwelle von 90% deutlich überschritten hat. Neben dem privaten Deleveraging ist dies, wie im vorigen Kapitel ausgeführt, wohl ein zusätzlicher und unter Umständen schwerwiegender Belastungsfaktor für die Wachstumsperspektiven der US-Ökonomie. Für Investoren stellt sich daher unweigerlich die Frage nach der Bonität von US-Treasuries und ab irgendeinem Punkt

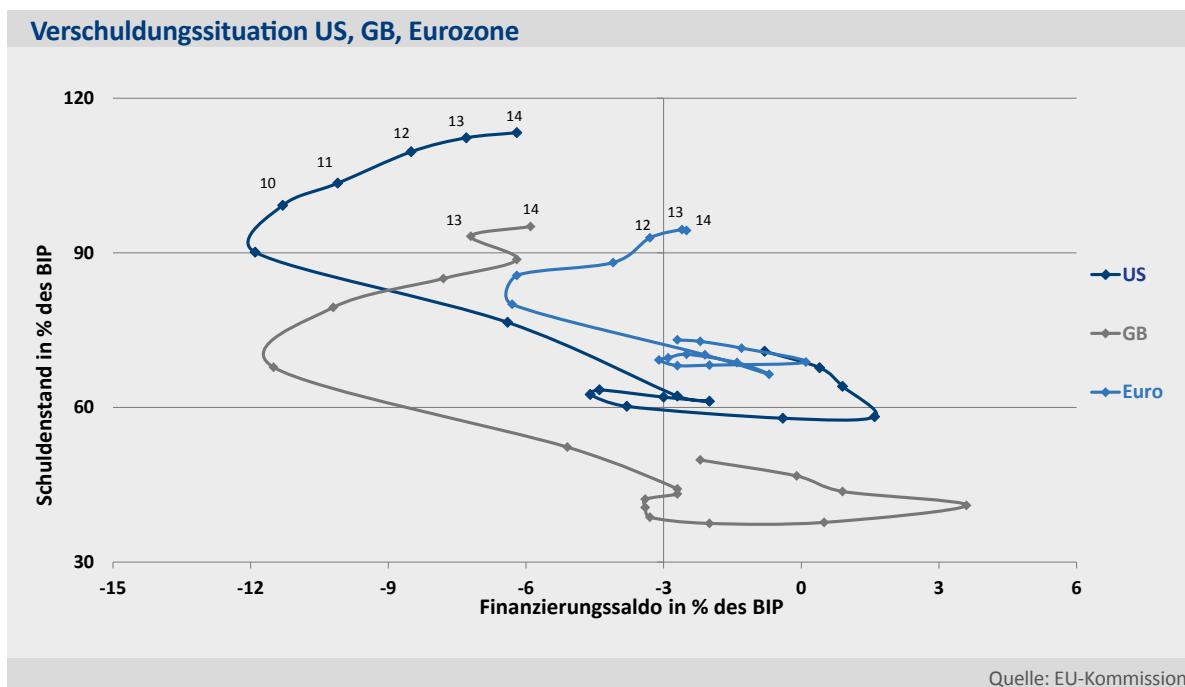
wird diesen Staatspapieren voraussichtlich eine spürbare Risikoprämie abverlangt werden, abhängig von verschiedenen Faktoren wie unter anderem eventuellen finanzrepressiven Regulierungsmaßnahmen oder der Existenz liquider Anlagealternativen. So weit ist es aber derzeit nicht, sonst würden die Nominalzinsen von US-Treasuries nicht so niedrig sein. Leider ist es kaum zu prognostizieren, ab wann oder ab welcher Staatsschuldenquote die schwindende Bonität zu einer signifikanten Belastung dieser Staatsanleihen führt. Das Beispiel Japan mit einer Staatsschuldenquote von inzwischen weit über 200% zeigt, was hier möglich ist, auch wenn dies zweifellos ein spezieller Fall ist. Da die USA über die Weltleitwährung verfügen und als großes und militärisch starkes Land sowieso einen Sicherheitsbonus haben, ist wahrscheinlich eine wesentlich höhere Quote als derzeit möglich.

Die politische Reaktion der USA auf die Krise und auf das allenfalls moderate Wirtschaftswachstum seit 2009 war bislang durch sehr expansive fiskal- und geldpolitische Maßnahmen gekennzeichnet (erste und zweite Handlungsoption). Allerdings haben schon die innenpolitischen Auseinandersetzungen im Sommer 2011 über die Frage der Ausweitung der damaligen Schuldenobergrenze gezeigt, dass der expansive Kurs der Fiskalpolitik im Falle einer weiter steigenden Staatsverschuldung zunehmend in Frage gestellt wird. Wenn nun zum Jahresende 2012 der Absturz von der sogenannten Fiskalklippe vermieden wird, womit das potentielle ökonomische Ungemach im Falle einer ausbleibenden Verlängerung diverser zum Jahresende auslaufender Steuererleichterungen gemeint ist, wird sich schon in der ersten Jahreshälfte 2013 die Frage der Ausweitung der aktuellen Schuldenobergrenze erneut stellen. Kann man wirklich davon ausgehen, dass in fiskalpolitischen Fragen auch weiterhin einseitig der private Sektor zu Lasten des öffentlichen begünstigt wird? Oder ist vor dem Hintergrund eines politischen Linkstrends seit Ausbruch der Finanzkrise und der Tatsache, dass das Realeinkommen des US-Durchschnittsbürgers (Chart auf Seite 16) seit 2008 sinkt, nicht auch denkbar, dass die politischen Kräfte stärker werden, die für eine höhere steuerliche Belastung von

Unternehmen und des reicheren Teils der Bevölkerung sowie für eine Stärkung des Staates plädieren? Tatsächlich wird die Kluft zwischen Arm und Reich in den USA immer größer. So steigt der Gini-Koeffizient, der ein Maß für die Ungleichverteilung von Vermögen ist, in den USA seit den 80er-Jahren beständig an und liegt auf dem höchsten Wert der westlichen Industrieländer. Noch 1980 hat ein Vorstandsvorsitzender einer Aktiengesellschaft durchschnittlich 42-mal so viel verdient wie ein normaler Arbeiter, 2011 lag dieser Faktor schon bei 380. Tatsächlich sind 15% der US-Bevölkerung inzwischen Bezieher von Lebensmittelkarten, sodass das Potential für soziale Spannungen gegeben ist. Von daher könnte der Druck zu einer stärkeren Belastung der Vermögenden zunehmen, zum Teil verbunden mit einem Politikschwenk hin zu einer Sanierung der Staatsfinanzen (dritte Handlungsoption). Eine solche Neuausrichtung der Politik könnte auch durch Druck des Finanzmarkts über steigende Zinsen oder durch Downgrades der Rating-Agenturen für die USA erzwungen werden. Insofern ist die Meinung zu hinterfragen, die einen anhaltend unkorrigierten Kurs der Fiskalpolitik unterstellt und von einer ungebremst steigenden US-Staatsverschuldung ausgeht.

Ein Beispiel für eine Anpassung der Fiskalpolitik lieferte das ebenfalls angelsächsische Großbritannien, das sich im Zuge des steilen Anstiegs der staatlichen Verbindlichkeiten teilweise schon genötigt sah, Sparmaßnahmen zu ergreifen.

In Kontinentaleuropa war die Politikreaktion auf die Finanzkrise in einigen Punkten anders als in den USA. Es wurden zwar ebenfalls die Zinsen gesenkt sowie staatliche Konjunkturprogramme ins Leben gerufen und der Staat sprang der im Markt getroffenen Finanzbranche genauso bei. Aber die Eurozone war mit Steuersenkungen wesentlich zurückhaltender als die USA und die unkonventionelle Quantitative-Easing-Politik der Fed, also der direkte Aufkauf von Wertpapieren in Milliardenhöhe, vornehmlich Staatsanleihen, wurde von der EZB anfänglich nicht übernommen. Erst als im Herbst 2009 die europäische Staatsschuldenkrise wegen Griechenland begann, überwand die EZB allmählich ihre Zurückhaltung und tritt seit Mai 2010 immer wieder als Käufer von Staatsanleihen auf dem Sekundärmarkt auf. Ein weiterer Unterschied ist in diesem Zusammenhang festzuhalten: Während die Fed mit US-Treasuries hauptsächlich Wertpapiere sehr guter Bonität kaufte, kauft oder hält die EZB mit Staatsanleihen der Peripherieländer Wertpapiere minderer Qualität, teilweise auf Ramschniveau. Damit hat sich die EZB einem großen Abschreibungsrisiko ausgesetzt. Mit der europäischen Schuldenkrise kam auch schnell die Forderung nach einer Austeritätspolitik in den betroffenen Krisenländern auf, da die starken Länder fürchteten, noch stärker und unkontrolliert in die Mithaftung genommen zu werden. Ein wesentlicher Unterschied zur USA ist also, dass die Eurozone, die sogar eine verfassungsrechtliche Verankerung von Schuldenbremsen beabsichtigt, schon seit geraumer Zeit eine Sparpolitik verfolgt und schon allein aus diesem Grund ein deutlich geringeres Wirtschaftswachstum im Vergleich zur USA aufweist. Dafür ist die Staatsschuldenquote nach Schätzung der EU-Kommission für Ende 2012 aber auch mit 93% um über 16 Prozentpunkte niedriger, wobei allerdings einzelne Krisenländer gerade wegen der Austeritätspolitik in ernsten und von starken innenpolitischen Spannungen geprägten Schwierigkeiten stecken. Anhand der Zahlen und Schätzungen der EU-Kommission bis 2014 ergibt sich beim Vergleich der staatlichen Verschuldungssituation in den USA, Großbritannien und der Eurozone folgendes Bild:



Insgesamt haben sich seit Ausbruch der Finanzkrise die Staatsschuldenquoten westlicher Industrieländer deutlich erhöht, oft über die Reinhart/Rogoff-Schwelle von 90%. In der Folge haben Staatsanleihen ihren Status als sicherer Hafen teilweise verloren. Ihre ursprünglich gute Bonität hat gelitten und wird argwöhnisch beobachtet. Angesichts des ungebrochenen Trends zu höheren Staatsschulden muss davon ausgegangen werden, dass sich die Qualität diverser Staatspapiere weiter verschlechtert, was sich auch in den Rating-Noten niederschlagen dürfte. Dies begünstigt andere, insbesondere den Realwerten zuzurechnende Assetklassen wie beispielsweise Gold oder Immobilien.

Allerdings ist dieser Trend schon seit Längerem in Gang und Staatsanleihen werden aufgrund der pessimistischen Erwartungshaltung hinsichtlich der zukünftigen Staatsfinanzen schon jetzt grundsätzlich skeptisch gesehen. Zwei weitere Aspekte kommen hinzu: Zum einen ist es nicht ausgeschlossen, dass wie in der Eurozone auch in anderen Ländern dem Ziel einer Gesundung oder zumindest Stabilisierung der Staatsfinanzen angesichts der unabwägbaren Folgeschäden von Staatspleiten sukzessive eine höhere Priorität zugestanden wird, insbesondere auch zukünftig in den USA. Man kann aufgrund der aktuell schwierigen Situation nicht ohne Weiteres darauf

schließen, dass der Weg in die Staatspleite unausweichlich vorgezeichnet ist. Insofern ist die Spekulation auf Staatsbankrott zu hinterfragen. Zum anderen bilden Staatsanleihen guter Bonität die einzige liquide Assetklasse, die normalerweise mit der konjunkturellen Entwicklung negativ korreliert ist. In bestimmten Marktphasen sind sie daher zur Risikodiversifikation entscheidend, wenn nicht unersetzlich. Außerdem sind Bonitätsnoten relativer Natur. Auch eine ursprünglich mit AAA und perspektivisch nur mit AA eingestufte Staatsanleihe könnte nach ihrer Herabstufung relativ gesehen zu den Wertpapieren besserer Bonität gehören, insbesondere in einem Szenario des konjunkturellen Abschwungs. Von daher könnten Staatsanleihen auch im Falle einer begrenzten Rating-Herabstufung weiterhin als vergleichsweise sichere Anlage angesehen werden und bei Investoren wegen ihres Risikodiversifikationspotenzials auf Nachfrage stoßen.

Europäische Staatsschuldenkrise

Der europäischen Staatsschuldenkrise kommt zum Thema Überschuldung der öffentlichen Hand ein besonderes Augenmerk zu, da in der Eurozone Staatspleiten einzelner Mitgliedsländer inzwischen eine realistische Möglichkeit sind. Zwar ist die Verschuldungssituation für die Eurozone insgesamt nicht prekär, aber für einzelne Länder sehr wohl. So hat es für Griechenland bereits einen Schuldenschnitt (vierte Handlungsoption) gegeben zu Lasten privater Gläubiger. Angesichts der desolaten Situation ist im Grunde ein weiterer signifikanter Schuldenschnitt erforderlich, der diesmal die staatlichen Gläubiger sowie die EZB treffen würde. Außerdem ist es sehr fraglich, wie und ob Spanien nach der geplatzten Immobilienblase und nach den massiven staatlichen Überinvestitionen konjunkturell wieder so auf die Beine kommen kann, dass die öffentlichen Haushalte saniert werden können.

Das Projekt europäische Einheitswährung hat hier eine besondere Situation geschaffen: Die Peripherieländer sind nicht wettbewerbsfähig und haben keine geld- und devisenpolitische Souveränität mehr, sodass sie im Euro-Währungsverbund konjunkturell abfallen und deswegen ihre Staatsschulden drohen, aus dem Ruder zu laufen. Zu ambitionierte Sparanstrengungen verstärken die konjunkturelle Abwärtsspirale nur noch. Erst diese Sondersituation hat das Thema Staatsbankrott und die Frage nach der Bonität von Staatstiteln in dieser Brisanz und Aktualität auf die Agenda der internationalen Finanzmärkte gebracht.

Der nun dreijährige Verlauf dieser europäischen Krise hat bislang vor allem folgende politische Reaktion hervorgebracht: Erstens besteht nach wie vor der nicht zu unterschätzende starke politische Wille, das Projekt Euro ohne Ausscheiden einzelner Länder aus der Währungsunion fortzusetzen. Und zweitens hat die EZB ihre Bereitschaft sehr deutlich gemacht, zur Not und auch unter Missachtung einer Mindestqualität von Wertpapieren als Käufer von Staatsanleihen in die Bresche zu springen und dadurch die Refinanzierungskosten

der einzelnen Krisenländer zu senken. Beides hat seit September 2012 zu einer gewissen Beruhigung der Krisenstimmung geführt.

Aber mit dieser Politik wurde hauptsächlich nur Zeit gewonnen und die Schuldenkrise ist deswegen nicht einfach gelöst und überwunden. Denn die eigentliche Ursache, nämlich die fehlende Wettbewerbsfähigkeit der Peripherieländer, die im Gegensatz zu früheren Zeiten nicht mehr durch eine Währungsabwertung verbessert werden kann, besteht weiterhin und sie kann wohl nur durch einen langjährigen ökonomischen Anpassungsprozess beseitigt werden. Und so können die Probleme dieser Länder schnell wieder hochkochen und die Krise kann erneut aufflackern. Bis dato haben die Europäer die Krise durch immer weitere Zugeständnisse der Geberländer innerhalb der Währungsunion jeweils wieder eindämmen können, meist durch weitere Kreditgarantien oder Rettungspakete, aber auch durch die Akzeptanz einer unkonventionellen und sich an den finanziellen Engpässen einiger Euro-Mitgliedsländer orientierenden EZB-Politik. Dadurch hat sich ein Trend zur Transferunion etabliert, der sich voraussichtlich fortsetzen wird. Dies ändert aber nichts an der Tatsache, dass mit der Währungsunion unterschiedliche Volkswirtschaften zusammengespannt wurden, die in der jetzigen Verfassung einfach nicht zusammenpassen. Es verbleibt also ein Risiko des Scheiterns dieses politischen Projekts. So könnte beispielsweise schon ein notwendig werdender zweiter größerer Schuldenschnitt Griechenlands, dessen Staatsschuld zuletzt durch verlängerte Laufzeiten und niedrigere Zinsen nur unzureichend gestreckt wurde, zu einem Milliardenverlust bei der EZB führen, der wiederum die EZB-Politik verändern oder tiefe Zerwürfnisse über die Rolle der EZB in der Krise nach sich ziehen könnte. Oder die Finanzierungsschwierigkeiten Spaniens werden so erdrückend, dass notwendig gewordene fortgesetzte Käufe der EZB auf immer stärkeren Widerstand stoßen. Oder es tun sich neue Krisenherde auf, zum Beispiel im Bankensektor, oder in einem anderen Land, nicht ausgeschlossen auch in Frankreich. Es sind viele Szenarien vorstellbar, bei denen der politische Wille zur Fortführung der Währungsunion

sowohl in den Geber- als auch in den Nehmerländern einem ernsten Test unterzogen wird.

Das wahrscheinliche Szenario für 2013 ist ein Fortbestand der europäischen Währungsunion, verbunden mit weiteren Zugeständnissen der Geberländer, auch wenn die europäische Staatsschuldenkrise ungelöst bleibt und gelegentlich wieder aufflackert.

Inflationsperspektiven

Für die US-Konjunktur erwarten wir 2013 eine moderat positive Entwicklung, die mit einer allmählichen Erholung des Arbeits- und Immobilienmarkts verbunden sein dürfte (siehe Konjunkturteil dieser Publikation). Damit stellt sich die Frage, ob dies nach der Wachstumsdelle des Sommers 2012 auch eine höhere Inflation nach sich zieht, zumal durch die erneute und zeitlich vorerst unbegrenzte geldpolitische Lockerung der Fed (QE3) auch ein gewisser Preisauftrieb initiiert werden könnte.

Für viele Marktteilnehmer ist es sowieso klar, dass die Inflation über kurz oder lang ihr Haupt erheben wird. Auch wird die Meinung vertreten, dass mit einer Art Ketchup-Inflation zu rechnen ist, womit eine plötzliche und dann nicht mehr zu kontrollierende Inflation gemeint ist. Diese Sichtweise wird durch die anhaltende extrem expansive Geldpolitik sowie die ungebremst steigende Staatsverschuldung begründet, die zum einen die monetäre Basis und zum anderen wachsende Zweifel hinsichtlich der Rückzahlungsfähigkeit des Staates als Voraussetzung für einen grundlegenden Vertrauensverlust in die Werthaltigkeit des Geldes schaffen würden.

Ein solches Szenario kann nicht ausgeschlossen werden. Es muss aber auch nicht eintreten und wenn, dann vielleicht erst in ferner Zukunft. Und es gibt gewichtige Argumente, die trotz der Bemühungen der Notenbanken dafür sprechen, dass in den nächsten Jahren erst einmal deflationäre Kräfte im Preisfindungsprozess auf der Konsumgüterebene die Oberhand

bekommen. Zu nennen ist hier insbesondere die zu hohe Verschuldung des Privatsektors, die ja erst die Finanzkrise vor ein paar Jahren ausgelöst hat, und die nun in einem wohl langatmigen Prozess zurückgeführt werden muss. Dieser Deleveraging-Prozess bedeutet tendenziell eine Drosselung der Güternachfrage bei einem unverändert reichhaltigen Güterangebot und bewirkt letztlich einen immanenten Preisdruck nach unten. Und diese Entwicklung hat erst mit der Finanzkrise richtig begonnen und wird sich nach aller Voraussicht noch viele Jahre hinziehen, bis die Privatschuldenquote in den USA ein tragbareres Niveau erreicht hat. Schließlich leben die westlichen Industriegesellschaften seit gut vierzig Jahren über ihren Verhältnissen und es hat sich ein hoher Schuldenberg aufgetürmt. Diesem tendenziell nach unten gerichteten Preistrend stemmt sich nun die US-Notenbank mit aller Macht entgegen. Aber wie schon oben in der Diskussion über die Handlungsoption Inflationierung ausgeführt und anhand des Geldmultiplikators und der Geldumlaufgeschwindigkeit veranschaulicht, ist der Transmissionsmechanismus von der Geldpolitik zur Realwirtschaft gestört, sodass diese nicht mehr wirksam monetär stimuliert werden kann. Sonst wäre ja auch nach QE1 nicht QE2 und nach QE2 nicht inzwischen QE3 nötig gewesen.

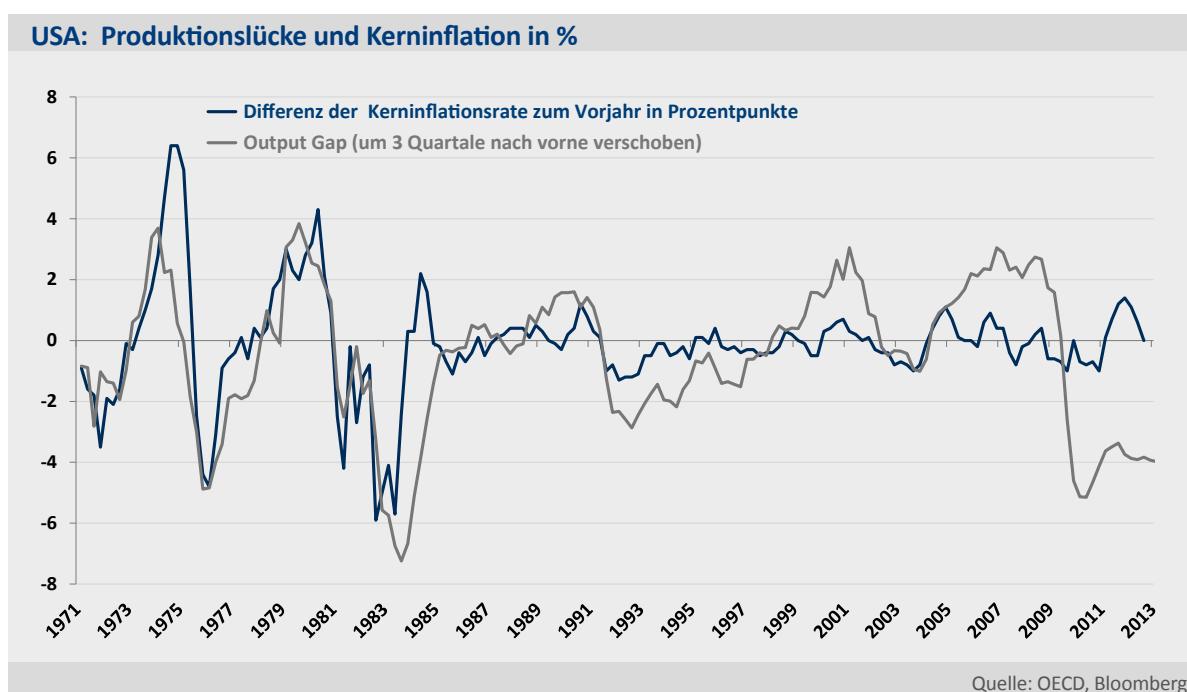
Wie die Erfahrung mit dieser unkonventionellen Geldpolitik zeigt, kann sie generell einen Preisauftrieb begünstigen und Inflation am Finanzmarkt in den verschiedenen Assetklassen hervorrufen, aber sie kann in einem durch Schuldenabbau geprägten Umfeld keine Inflation bei Konsumgütern allgemein erzwingen. So war in den letzten Jahren in erster Linie eine Verteuerung bei Energie und Lebensmitteln als Folge der Kursanstiege in der Assetklasse Rohstoffe zu verzeichnen, aber eine um sich greifende Inflationsmentalität konnte dadurch nicht etabliert werden. Vielmehr bedeutete diese partielle Inflation einen beträchtlichen Kaufkraftverlust bei dem Bevölkerungsteil mit geringerem Einkommen, da Energie und Lebensmittel als lebensnotwendige Güter einen vergleichsweise hohen Anteil an dessen Warenkorb haben. Entsprechend ist das Realeinkommen des US-Durchschnittsbürgers

seit 2008 gesunken (siehe Chart Seite 16) und damit sein Lebensstandard, also insbesondere auch in den konjunkturellen Wachstumsjahren 2010 und 2011, als die Quantitative-Easing-Politik eingesetzt wurde. Aus dieser Perspektive ist diese Politik als kontraproduktiv für die Kaufkraft und damit für die Konsumnachfrage der breiten Bevölkerung zu werten, was den positiven Vermögenseffekt durch steigende Asset-Preise übertreffen dürfte. Daher ist fraglich, ob dieser unkonventionelle geldpolitische Ansatz dauerhaft die Deflationsgefahren bannen kann.

Einen Hinweis, wie sich 2013 die US-Teuerungsrate entwickeln könnte, kann die Produktionslücke (output gap) geben - die Differenz zwischen tatsächlicher und potentieller Produktion - hier basierend auf OECD-Schätzungen.

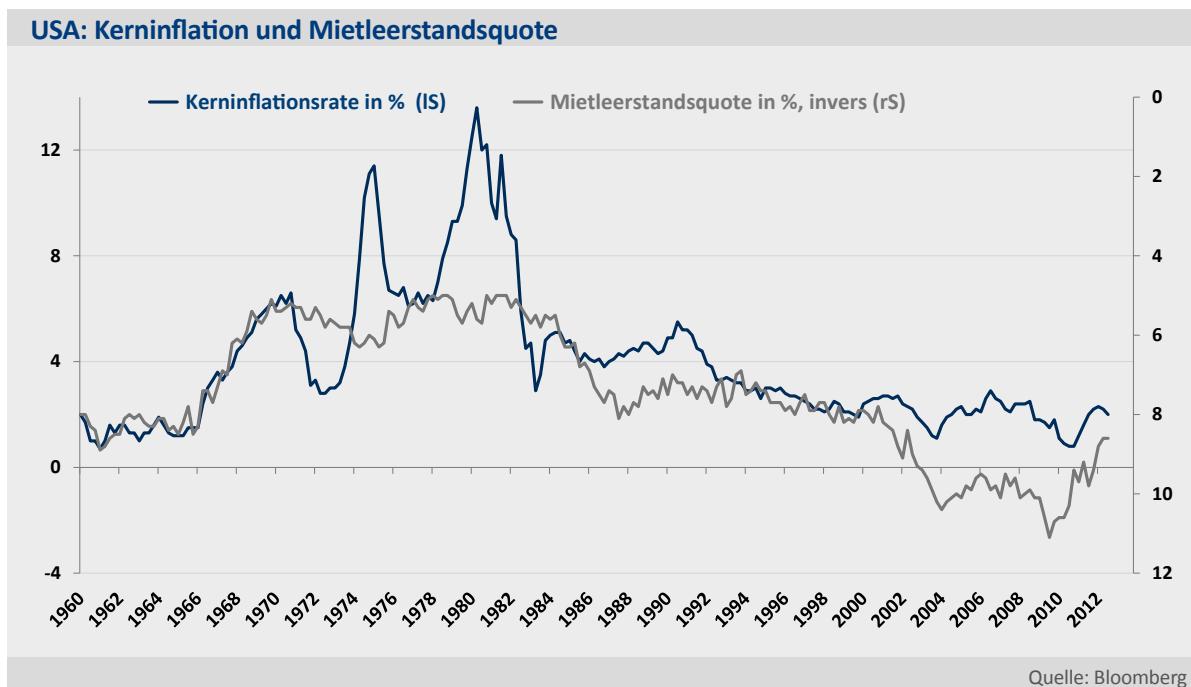
maßgeblich von konjunkturunabhängigen externen Faktoren beeinflusst wird. Bemerkenswert ist, dass seit dem Konjunktureinbruch 2008 eine große Produktionslücke besteht. Kann man angesichts einer deutlich unter Potenzial wachsenden Wirtschaft eine anspringende Inflation unterstellen? Wohl kaum, und daher ist es unwahrscheinlich, dass die Kerninflationsrate im Jahresvergleich ansteigt. Im Gegenteil: Viel eher dürfte sie sinken, von der Produktionslücke abgeleitet von aktuell 2,0% auf wohl deutlich unter 1,5% im Jahresverlauf 2013.

Der angesichts der Produktionslücke eigentlich verwunderliche Anstieg der Kerninflation im Jahr 2011 ist hauptsächlich auf den Immobilienmarkt zurückzuführen, da Mietimmobilien wieder stärker für Wohnzwecke gefragt waren,



Es besteht eine klare zeitverzögerte Relation zwischen der Produktionslücke und der Veränderung der Kerninflationsrate, die in den 70er-Jahren enger war als danach, aber nach wie vor gegeben ist bei allerdings seit einigen Jahren kleineren Schwankungen der Kerninflationsrate. Die Kerninflation klammert im Unterschied zur Gesamtinflation die Preisentwicklung von Energie und Lebensmitteln aus, die oft

auch bedingt durch Zwangsversteigerungen oder Verkäufe von Häusern im Zuge der Immobilienkrise. Tatsächlich stehen das Niveau und die Veränderung der Mietleerstandsquote in Zusammenhang mit der Kerninflation. Der Rückgang dieses Indikators dürfte sich angesichts der Erholungstendenzen am Häusermarkt nur noch abgeschwächt fortsetzen, was einen geringeren Einfluss auf den zukünftigen Verlauf



der schon seit Sommer 2012 wieder leicht rückläufigen Kerninflation vermuten lässt.

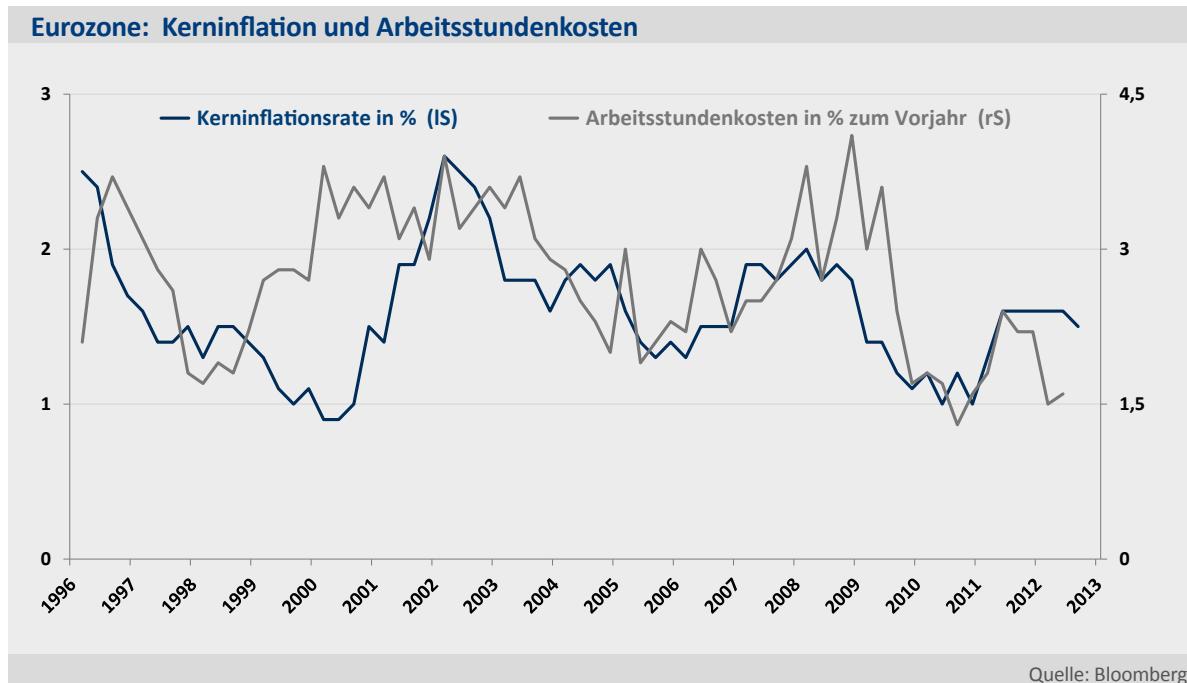
Einen wesentlichen Einfluss auf die Preisentwicklung hat der Arbeitsmarkt. Lohninduzierte Inflationseffekte sind hier nicht zu erwarten. Denn seit den 80er-Jahren kletterte die Jahreswachstumsrate der Stundenlöhne, die derzeit mit gerade einmal ungefähr 1% auf einem 50-Jahrestief liegt, nur bei einer Arbeitslosenrate von unter 6%. Davon ist die USA jedoch weit entfernt. Überhaupt weist der US-Arbeitsmarkt strukturelle Probleme auf, beispielsweise seit einigen Jahren auch eine hohe Zahl von Langzeitarbeitslosen, die nicht mehr ohne Weiteres vermittelt werden können. Dies passt in das Bild einer nur mit Unwucht laufenden Volkswirtschaft, von deren Arbeitsmarkt sich keine Inflationsgefahren ableiten lassen.

Insgesamt erscheint die bestehende Inflationsfurcht für die Konsumentenpreise unbegründet. Die Geldpolitik mag zu einer Vermögenspreisinflation an den Finanzmärkten führen. In der Realwirtschaft überwiegen aber Faktoren, die auf einen Rückgang der Inflation hindeuten. Für 2013 rechnen wir mit einem moderaten Absinken der Teuerungsraten, abhängig von der Rohstoffpreisentwicklung.

Die Kerninflationsrate dürfte unter 1,5% sinken.

In Europa sieht es ähnlich aus wie in den USA, nur dass hier die Schuldenkrise im Zuge der Sparanstrengungen stärkere Rückkopplungseffekte auf das Wirtschaftswachstum hat. Die Eurozone befindet sich in der Rezession und in einzelnen Krisenländern herrscht eine depressive Stimmung. Dort liegt der Arbeitsmarkt darnieder und die Löhne sind unter Druck.

Die Kostenentwicklung der Arbeitsstunden in der Eurozone deutet darauf hin, dass die bei 1,5% liegende Kerninflation 2013 wieder auf ungefähr 1%, also dem Tiefpunkt 2010, sinken wird. Unter Umständen wird dieses Niveau deutlich unterschritten. Die Gesamtinflation liegt aktuell bei 2,2% und damit etwas über der Zielzone der EZB. Allerdings waren teilweise administrative Preis- oder Steuererhöhungen zum Zweck der Haushaltkskonsolidierung in verschiedenen Ländern für ihren Anstieg seit 2009, als sie negativ war, verantwortlich. Insgesamt spricht vieles für einen moderaten Rückgang der Teuerungsraten in der Eurozone.



Marktsituation und Perspektiven des Rentenmarkts

Die Ausgangslage ist eine Überbewertung der Staatsanleihen bester Bonität, die sich schon allein aus der negativen Realverzinsung bei Langläufern ergibt. Auch unser FairValue-Modell für den US-10J-Zins, das mit seiner über 50-jährigen

Historie alle Zinstrends und Zinsniveaus seit 1958 abdeckt und überwiegend verlässliche Hinweise auf ein „faires“ Bewertungsniveau 10-jähriger US-Treasuries gab, um das dann der 10J-Zins im Zeitablauf pendelte, zeigt dies.

Nach diesem Modell liegt der US-10J-Zins seit einem Jahr um ungefähr 90 Basispunkte



unter seinem fairen Wert, was angesichts einer Standardabweichung der Differenz zwischen Zins und fairem Wert von 62 Basispunkten über diesen vergleichsweise langen Zeitraum viel ist. Allerdings ist festzuhalten, dass der Trend des fairen Werts seit dem zweiten Quartal 2010 nach unten zeigt.

Ein weiterer negativer Aspekt für die Perspektive langlaufender Staatsanleihen ist das nun zum dritten Mal aufgelegte Kaufprogramm der Fed, da von Investoren in Analogie der Zinsentwicklung im Zuge von QE1 und QE2 nun auch für QE3 ein Zinsanstieg erwartet wird, sodass vorerst mit einer Kaufzurückhaltung oder mit Verkäufen von Treasuries zu rechnen ist.

seit Start von QE3 eine gewissen Unsicherheit wegen der Fiskalklippe vor und auch in QE2 setzte der Zinsanstieg erst nach drei Monaten ein. Insofern kann ein durch QE3 veranlasster Zinsanstieg erst noch kommen, insbesondere wenn die Konjunktur spürbar anziehen sollte.

Die Überbewertung am Staatsanleihemarkt und die im Unterschied zu QE1 und QE2 noch nicht verwirklichten negativen Einflüsse von QE3 stellen ein latentes Zinsanstiegsrisiko dar. Daher muss ein Investor in langlaufende Staatsanleihen auf der Hut sein und risikobewusst agieren. Dies heißt aber nicht unbedingt, dass derartige Investitionen zu riskant sind, denn es sind sehr wohl Szenarien denkbar und auch nicht



Tatsächlich ist der 10J-Zins in der Phase QE1 um 150 Basispunkte und in der Phase QE2 nach zwischenzeitlich 130 letztlich um 60 Basispunkte angestiegen. Interessant ist, dass in der nun fast drei Monate währenden Phase von QE3 bislang kein nennenswerter Zinsanstieg zu verzeichnen ist. Möglicherweise deutet sich hier an, dass die Finanzmärkte zunehmend Zweifel an der Fähigkeit der Fed haben, die US-Ökonomie noch monetär wirksam zu stimulieren. Auf der anderen Seite herrscht

unwahrscheinlich, in denen ein signifikanter oder gar nachhaltiger Zinsanstieg ausbleibt.

Zunächst muss konstatiert werden, dass diese Überbewertung schon seit geraumer Zeit gegeben ist. Offensichtlich sind also Marktkräfte am Werk, die einem Zinsanstieg entgegenstehen und die eventuell auch weiterhin einen bestimmenden Einfluss haben werden. Eine Ursache für diese außergewöhnlich niedrigen Zinsen ist der Sicherheitsgedanke, der bei vielen Investoren

nach den Erfahrungen der letzten Jahre einen großen Stellenwert hat. Und daran wird sich wohl angesichts einiger latent vorhandener Risikofaktoren wenig ändern. So wird die US-Konjunktur teilweise und aus unserer Sicht auch zurecht als fragil, strukturell gehemmt und auf fragwürdige Weise am Tropf der Notenbank hängend angesehen, nicht zuletzt wegen der so auf Dauer nicht tragbaren Überschuldung. Die aktuelle Diskussion um die Fiskalklippe und die wohl schon bald ins Haus stehende erneute Diskussion um die Schuldenobergrenze und ihre Ausweitung sind ja nur Ausdruck dieses grundsätzlichen Unbehagens in Teilen der Anlegerkreise. Auch die europäische Staatsschuldenkrise schwelt weiter und bleibt ungelöst, sodass dieser Risikofaktor für die bonitätsrisikobehafteten Assetklassen erhalten bleiben dürfte. Und nicht zuletzt sind in diesem Zusammenhang auch die geopolitischen Risiken zu erwähnen, insbesondere in der Nahostregion um Israel. All dies spricht dafür, dass den Staatsanleihen bester Bonität auch 2013 ein Risikobonus über die Akzeptanz außerordentlich niedriger Zinsen gewährt wird.

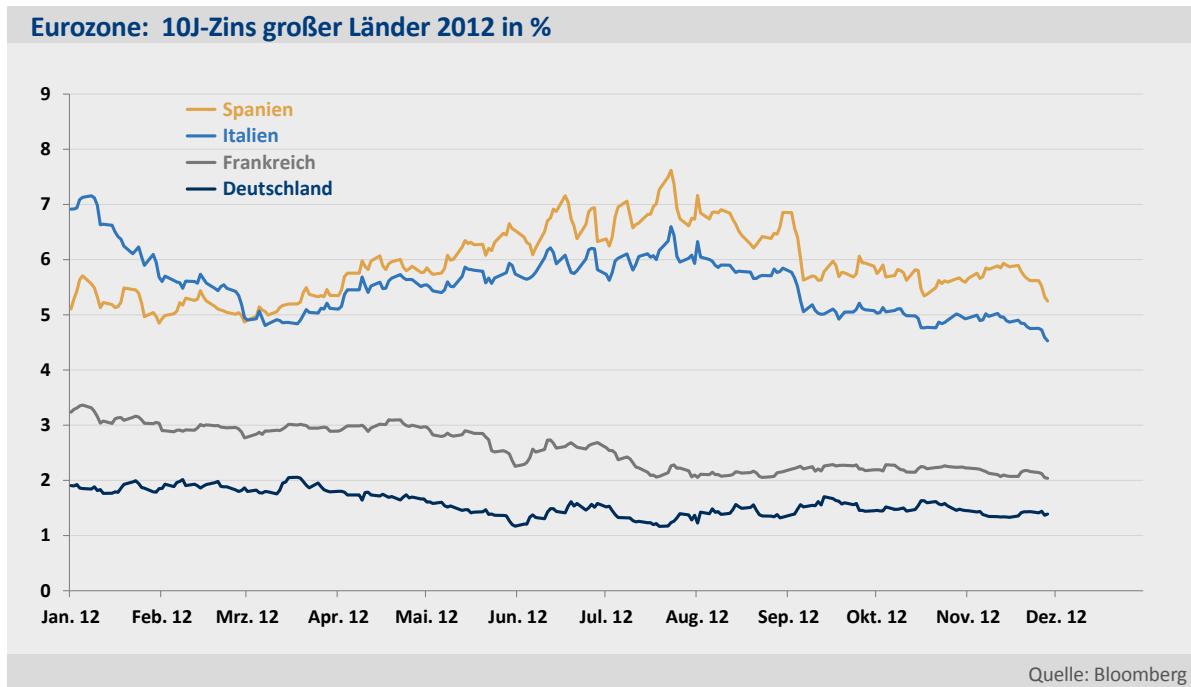
Ein weiterer Punkt leitet sich aus unserer Erwartung eines nur moderaten Wirtschaftswachstums und einer sinkenden Inflation ab. Eine rückläufige Inflation dürfte dazu beitragen, dass die vor allem durch die negative Realverzinsung hervorgerufene Überbewertung bei Staatsanleihen im Jahresverlauf 2013 geringer wird und sich vielleicht sogar ganz auflöst. Dann würde ein wichtiger Grund für einen potentiellen Zinsanstieg wegfallen.

Ein wesentlicher Aspekt für die Zinsperspektiven 2013 ist das aktuelle Marktsentiment. Kaum jemand mit Freiheit in seiner strategischen Assetallokation setzt angesichts der niedrigen Verzinsung auf Staatsanleihen und lange Duration. Nominalansprüche werden aufgrund einer Mischung aus Inflationsfurcht und der Spekulation auf Staatsbankrotte gemieden, Realwerte werden dafür als alternativlos angepriesen und stehen hoch im Kurs. Diese Sichtweise oder dieser Trend hat sich gerade seit letzten Herbst noch verstärkt, nachdem die Fed ihr QE3-Programm verkündet und die EZB ihre

Bereitschaft zu im Notfall unbegrenzten Staatsanleihekäufen signalisiert hatte. Der Marktkonsens ist deswegen in seiner Abwägung zwischen Realwerten und Nominalansprüchen mittlerweile sehr einseitig positioniert. Dies bedeutet allerdings, dass ein großes Potential für einen Meinungsumschwung besteht, sodass in diesem Fall Staatstitel wieder gefragt sein könnten. Katalysator für einen derartigen Meinungsumschwung könnte ein signifikanter Rückgang der Inflation sein, beispielsweise wenn die US-Kerninflation deutlich unter 1,5% fallen sollte, ein nicht unwahrscheinliches Ereignis 2013. Auch ein stärkerer Kurseinbruch bei den Risiko-Assetklassen könnte Auslöser sein. In diesem Fall käme noch zusätzlich der Aspekt der Risikodiversifikation den Staatsanleihen bester Bonität zu Gute.

Vor diesem Hintergrund gehen wir trotz fraglos bestehender Risiken für die niedrigverzinslichen Staatsanleihen von keiner wirklichen Zinswende aus und erwarten vielmehr aus fundamentalen Gründen eine noch jahrelang anhaltende Niedrigzinsphase. 2013 sind zwar aufgrund der aktuell sehr hohen Bewertung temporäre Zinsanstiege möglich, aber eben auch Zinsrückgänge, insbesondere im Fall von Kurseinbrüchen bei den Risiko-Assetklassen. Unter Umständen werden dann sogar neue historische Zinstiefs erreicht. Für 10-jährige Treasuries rechnen wir 2013 mit einer Handelsspanne zwischen 1,2% und 2,0%.

Für Bundesanleihen ist noch zusätzlich eine spezifische Unsicherheit gegeben, weil letztlich unklar ist, welche Staatsschuld für Deutschland anzusetzen ist. Denn wegen vergebener Kreditgarantien, wegen des Ausfallrisikos peripherer Staatsanleihen bei der EZB und wegen aufgelaufenen und voraussichtlich nicht eintreibbaren Kreditforderungen im Target2-System bei der Bundesbank unterliegt dies den politischen Unwägbarkeiten der europäischen Schuldenkrise. Nach den politischen Entscheidungen seit Ausbruch dieser Krise ist von einem fortgesetzten Trend zur Transferunion auszugehen, wobei ein kaum zu quantifizierendes Restrisiko des Scheiterns der Währungsunion bestehen bleibt. In der Konsequenz ist daher mit einer Zinskonvergenz innerhalb des



Währungsraums zu rechnen, ohne dass die Zinsdifferenzen zwischen den einzelnen Ländern ganz eliminiert werden. Die Erfahrung während der Krise ist, dass Bundesanleihen in Phasen der Kurserholung von Peripherie-Staatsanleihen trotz der steigenden Haftung Deutschlands nur begrenzte Kursrückgänge zu verzeichnen hatten, in den unter umgekehrten Vorzeichen stehenden Phasen jedoch starke Kursgewinne. Dies legt nahe, dass die sich voraussichtlich noch etwas fortsetzende Zinskonvergenz eher durch einen Zinsrückgang der höherverzinslichen Staatsanleihen geprägt sein wird als durch einen Zinsanstieg bei Bundesanleihen.

In der Tat hat sich die Zinsdifferenz zwischen 10-jährigen französischen und deutschen Staatsanleihen von 150 Basispunkten im zweiten Quartal 2012 auf zuletzt 70 Basispunkte erweitert, ohne dass der deutsche 10J-Zins nach oben ging. Sollte sich die Krisenstimmung wieder intensivieren, dürfte dies vorerst erneut zu einem Zinsrückgang bei Bundesanleihen führen. Unter Umständen wird dann aber irgendwann doch die Qualität von Bundesanleihen stärker in Frage gestellt, sodass in einer zweiten Bewegung eventuell beträchtliche Kursverluste bei Bundesanleihen möglich sind.

Insgesamt erwarten wir bei Bundesanleihen für 2013 einen Kursverlauf, der sich an dem der US-Treasuries orientiert. Für 10-jährige Bundesanleihen rechnen wir daher ebenfalls nicht mit einem nachhaltigen Zinsanstieg, sondern mit einer Handelsspanne zwischen 1,0% und 1,8%.

Fazit und Prognose für den Rentenmarkt

Für 2013 erwarten wir ein moderates Wirtschaftswachstum und eine nachlassende Inflation. Die Zinswende am Rentenmarkt dürfte ausbleiben. Vielmehr ist mit einer jahrelang anhaltenden Niedrigzinsphase zu rechnen. Unsere Prognose für den Zinsverlauf 2013 ist eine unter Umständen schwankungsintensive Seitwärtsbewegung in der Handelsspanne 1,2% bis 2,0% für den US-amerikanischen 10J-Zins mit Jahresschluss 1,6% und der Handelsspanne 1,0% bis 1,8% für den deutschen 10J-Zins mit Jahresschluss 1,4%.

ROHSTOFFMARKT-PERSPEKTIVEN 2013

Der Blick in den Rückspiegel begeistert nicht

Rohstoffe waren mit einer Null-Performance nicht gerade der Star des Jahres 2012. Dabei hatte das Jahr noch gut begonnen. Metalle und Energie legten in den ersten Wochen des Jahres eine Rallye hin. Als aber klar wurde, dass die Phase des Restocking in China vorüber war und gleichzeitig die makroökonomischen Frühindikatoren in Europa auf sehr tiefe Niveaus stürzten, begann eine Abwärtsphase an den Rohstoffmärkten, die bis zum Juni andauerte. Zu diesem Zeitpunkt hatte der Ölpreis (WTI) kurzzeitig die Marke von 80 USD gestreift, die Industriemetalle waren mit Ausnahme von Kupfer praktisch auf die Produktionskosten zurückgekommen und Gold handelte bei 1.550 USD je Unze.

An diesem Punkt waren Rohstoffe gegenüber anderen Anlageklassen unterbewertet und erste opportunistische Käufe setzten ein. Was folgte, war der dritt heißeste Sommer in den USA, der die Getreideernte in den USA sehr stark schmälerte. Getreidepreise und Erdgas begannen einen steilen Aufwärtstrend, während die Metalle noch zurückblieben. Dies änderte sich, als mit dem Beginn des dritten Quartals allmählich die Spekulation auf weitere geldpolitische

Stimulierungsmaßnahmen (QE) einsetzte. Als Anfang August zusätzliche Notenbankprogramme bekannt gegeben wurden, reagierten nun auch die Metalle positiv. Bis Mitte September 2012 hatte der DJUBS Rohstoffindex seine Verluste wieder aufgeholt. Die von QE3 ausgelöste Euphorie verflog jedoch schnell. Der Oktober und die ersten Novemberwochen brachten bei allen Rohstoffen Kurskorrekturen. Zum Jahresende wiederrum präsentierten sich die meisten makroökonomischen Indikatoren besser als die Erwartungen und die Rohstoffmärkte werden unserer Ansicht nach das Jahr mit einer freundlichen Markttendenz beenden.

Moderat positive Nachfrageperspektiven in 2013

Analysiert man den Status Quo der Rohstoffnachfrage so zeigt sich erwartungsgemäß eine große Abhängigkeit von den drei großen Wirtschaftszonen USA, Europa und China. Die USA hat das größte Gewicht an der globalen Nachfrage nach Energierohstoffen, nach den Weißmetallen Palladium und Silber und nach Mais. Europa ist der größte Verbraucher der Agrarrohstoffe Kakao, Kaffee und Weizen

Weltweiter Verbrauch der wichtigsten Rohstoffe

Region	Verbrauch																			
	Energie		Industriemetalle					Edelmetalle				Agrar								
	Rohöl	Erdgas	Aluminium	Kupfer	Blei	Nickel	Zink	Gold	Silber	Palladium	Platin	Kakao	Kaffee	Mais	Baumwolle	Sojabohnen	Sojabohnen-Öl	Zucker	Weizen	
USA	21,0%	22,0%	11,0%	9,0%	15,0%	10,0%	8,0%	7,0%	41,2%	32,0%	19,0%	10,0%	16,0%	32,0%	3,0%	19,0%	20,0%	6,0%	5,0%	
Europa	16,0%	10,0%	10,0%	11,0%	14,0%	19,0%	14,0%	5,0%	20,7%	18,0%	27,0%	39,0%	29,0%	8,0%	1,0%	5,0%	5,0%	12,0%	18,0%	
China	11,0%	3,0%	41,0%	38,0%	44,0%	34,0%	40,0%	43,0%	3,7%	19,0%	25,0%			22,0%	33,0%	28,0%	28,0%	9,0%	17,0%	
Brasilien	3,0%		2,0%	2,0%	2,0%		2,0%					6,0%	14,0%	6,0%	4,0%	16,0%	13,0%	8,0%	2,0%	
Russland	4,0%	13,0%	2,0%	2,0%										3,0%				4,0%	6,0%	
Indien	4,0%		4,0%	3,0%	3,0%	2,0%	5,0%	31,0%						1,0%		21,0%		7,0%	14,0%	12,0%
Südamerika ex Brasilien			2,0%	0,0%		2,0%				2,1%				1,0%		15,0%	7,0%	1,0%	1,0%	
Kanada	3,0%	3,0%	2,0%						18,4%					2,6%	1,0%				1,0%	
Japan	5,0%	3,0%	4,0%	5,0%	2,0%	2,0%	5,0%			15,0%	15,0%		5,0%	2,0%		1,0%				
Australien							2,0%		8,7%					1,0%					1,0%	1,0%
Afrika												18,0%	2,0%	1,0%			3,0%			
Südostasien				22,0%		6,0%	2,0%	3,0%				22,0%	6,0%	4,0%	19,0%	1,0%		11,0%		
Naher Osten		10,0%						4,0%										6,0%		

Quelle: Goldman Sachs, Tiberius

und von Platin. China wiederum dominiert die Industriemetallmärkte und Gold und ist bei Sojabohnen der größte Konsument.

Für die Rohstoffnachfrage prognostizieren wir in 2013 ein freundliches Umfeld. Wie wir unter Konjunkturperspektiven ausführen, ist in den **USA** die Bodenbildung am Immobilienmarkt abgeschlossen. Weder von der Fiskal- noch von der Geldpolitik sind in den USA restriktive Impulse zu erwarten, was den USD tendenziell leicht abschwächen sollte. Auf der anderen Seite sind die strukturellen Probleme der US-Wirtschaft (u. a. Deleveraging, Einkommensungleichheit) zu groß, dass ein überdurchschnittliches Wachstum realistisch wäre. Wir erwarten ein Wachstum von 2,2%. In **Europa** kann ein erneuter Rückfall in die Eurokrise in einer leichten Form nicht ausgeschlossen werden. Wir gehen von einem marginal positiven Wirtschaftswachstum von 0,3% aus. Dies gilt auch für **Japans** Volkswirtschaft, in der sich ein Politikwechsel zu einer expansiveren Fiskal- und einer etwas lockeren Geldpolitik abzeichnet. **China** hat es in 2012 gut verstanden, eine harte Landung seiner Wirtschaft zu vermeiden und das Wachstum durch eine leichte Öffnung der Geldpolitik zu stabilisieren. Die neue politische Führung wird 2013 allerdings nicht zu einer expansiven Politik übergehen, sondern ein Wachstumsziel zwischen 7,5% und 8% anstreben.

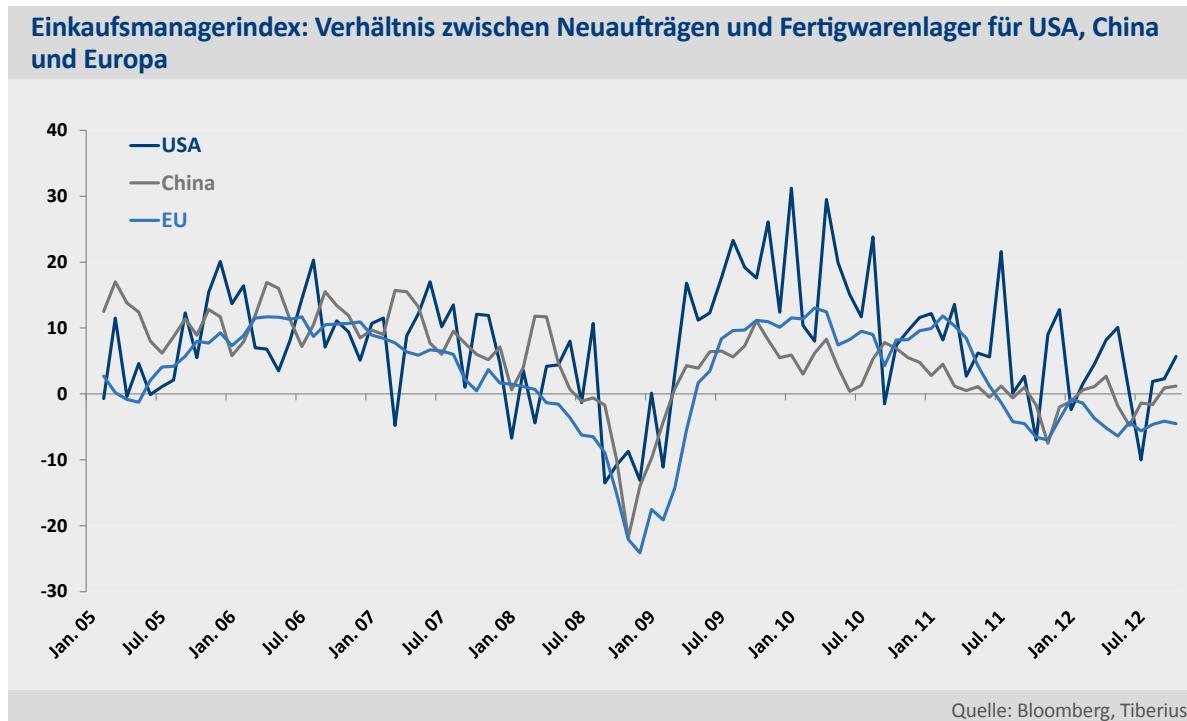
Im industriellen Sektor ist noch kein definitiver Stimmungsumschwung erkennbar. Das Ratio aus den Subkomponenten Auftrageingang und Fertiglager der Einkaufsmanagerindizes zählt zu den besten konjunkturellen Frühindikatoren. In den USA und mit Abstrichen in China hat dieses Ratio bereits nach oben gedreht, in Europa hingegen ist noch kein Lebenszeichen zu erkennen. Im Transportsektor senden die Baltic Dry Indices ebenfalls zarte Aufschwungssignale in den letzten drei Monaten, die angesichts des strukturellen Abwärtstrend der letzten Jahre durch die Erhöhung der Transportkapazitäten jedoch nicht überinterpretiert werden sollen. Bei Rohöl zeichnet der Baltic Dirty Tanker Index ein ähnliches Bild: eine erste Belebung auf niedrigem Niveau.

	Überblick makroökonomische Daten diverser Weltwirtschaftsregionen							
	Arbeitslosigkeit		Wohnungsbau		Inflation		Industrieproduktion	
	Letzter	Trend	Letzter	Trend	Letzter	Trend	Letzter	Trend
USA	8,0%	↘	-0,6%	↗	2,2%	↗	2,8%	↘
Eurozone	11,7%	↗	4,0%	→	2,5%	→	-2,3%	↘
China	4,1%	→	6,4%	↘	1,7%	↘	9,6%	↗
Japan	4,2%	↘			-0,3%	→	-4,1%	↘

Quelle: Bloomberg, Tiberius

Bruttoinlandsprodukt diverser Regionen					
	Welt	USA	China	EU	Japan
31.12.2012	3,0%	2,2%	7,7%	-0,5%	1,8%
31.12.2013	3,2%	2,3%	8,0%	0,3%	0,4%

Quelle: Tiberius Schätzungen



Aussichtsreiche relative Perspektiven gegenüber anderen Anlageklassen

Die relative Perspektive von Rohstoffen gegenüber anderen Anlageklassen wird vor allem durch die Konjunktur- und Inflationszyklik bestimmt. Vier Phasen lassen sich unserer Meinung nach unterscheiden:

- Phase 1: Niedriges Wachstum und niedrige Inflation
- Phase 2: Hohes Wachstum und niedrige Inflation
- Phase 3: Hohes Wachstum und hohe Inflation
- Phase 4: Niedriges Wachstum und hohe Inflation

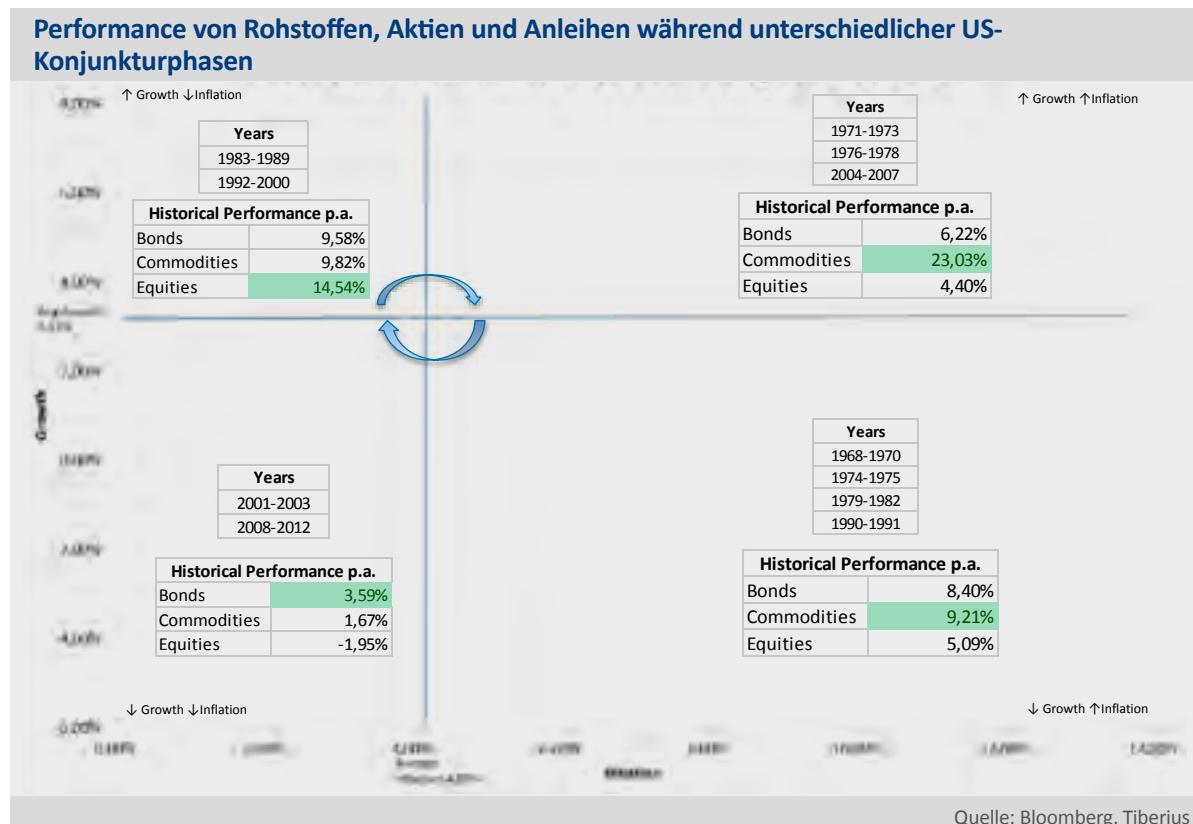
Momentan befindet sich die US- und die globale Ökonomie im Niemandsland zwischen Phase 1 und Phase 2. Das reale Wachstum in den USA liegt noch unter der 3%-Marke, die historisch einen Aufschwung definierte, wobei es in diesem Zyklus aufgrund der langfristigen Nachwirkungen

der Finanzkrise gute Gründe gibt, die Scheidewand zwischen niedrigem und hohem Wachstum in den USA eher bei 2,5% einzuziehen. Historisch haben die Anleihenmärkte in Phase 1 Aktien und Rohstoffe outperformed, wobei Aktien sich mit durchschnittlich -1,9% in dieser Phase etwas schlechter entwickelt haben als Rohstoffe (+1,7%). Die Marktrealität war in diesem Jahr aber eine andere: Aktien präsentierten sich am stärksten, gefolgt von den Anleihemärkten. Rohstoffe folgten mit einiger Distanz. Die Aktienperformance war eher konsistent mit dem typischen Verhalten in Phase 2. Wie lässt sich die für den Zyklus untypische relative Stärke von Aktien gegenüber Rohstoffen erklären?

Erstens stellen die internationalen Aktienmärkte einen der besten Frühindikatoren dar, der die ökonomische Realität mit einem unterschiedlichen Zeithorizont abbildet. Die Aktienmärkte laufen der Industrieproduktion regelmäßig 6 bis 12 Monate voraus, während die Rohstoffmärkte zumeist von der aktuellen Angebots-Nachfrage-Situation geprägt werden. Die Rohstoffmärkte, insbesondere die Metallmärkte wurden dadurch in wesentlich stärkerem Maße durch Befürchtungen über eine harte Landung in China gedrückt. Zwar haben die Rohstoffmärkte

dank des heißen Wetters in den USA ihr Tief bereits Ende Juni markiert, die für den Zyklus maßgeblichen Industriemetalle erreichten ihre Tiefpunkte in 2012 aber erst Anfang August,

als Einkaufsmanagerindex und Industrieproduktion ebenfalls ihren Boden fanden.



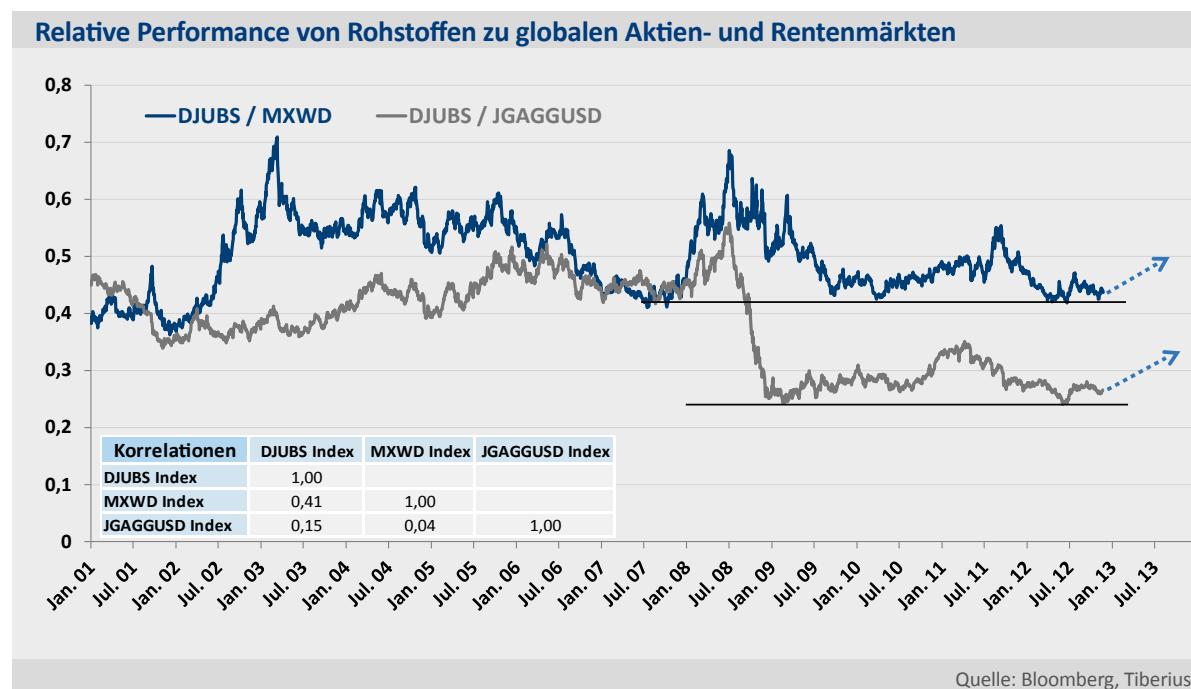
Wertentwicklung der Anlageklassen im Konjunkturzyklus							
Durchschnittliche Wertentwicklung	Jahre	Niedriges Wachstum	Niedriges Wachstum	Hohes Wachstum	Hohes Wachstum	Durchschnittliche Wertentwicklung	
		Niedrige Inflation	Hohe Inflation	Niedrige Inflation	Hohe Inflation	Anleihen	Rohstoffe
	1968-1970		x			6,20%	-1,20%
	1971-1973				x	5,46%	46,15%
	1974-1975		x			6,24%	11,15%
	1976-1978				x	3,01%	10,02%
	1979-1982		x			10,88%	8,36%
	1983-1989			x		12,29%	14,82%
	1990-1991		x			12,48%	8,12%
	1992-2000			x		7,28%	4,82%
	2001-2003	x				7,60%	3,35%
	2004-2007				x	4,52%	12,91%
	2008-2011	x				6,39%	-3,57%
Anleihen		6,99%	8,95%	11,68%	4,33%		
Rohstoffe		1,67%	9,21%	9,82%	23,03%		
Aktien		-1,95%	5,09%	14,54%	4,40%		

Quelle: Bloomberg, Tiberius

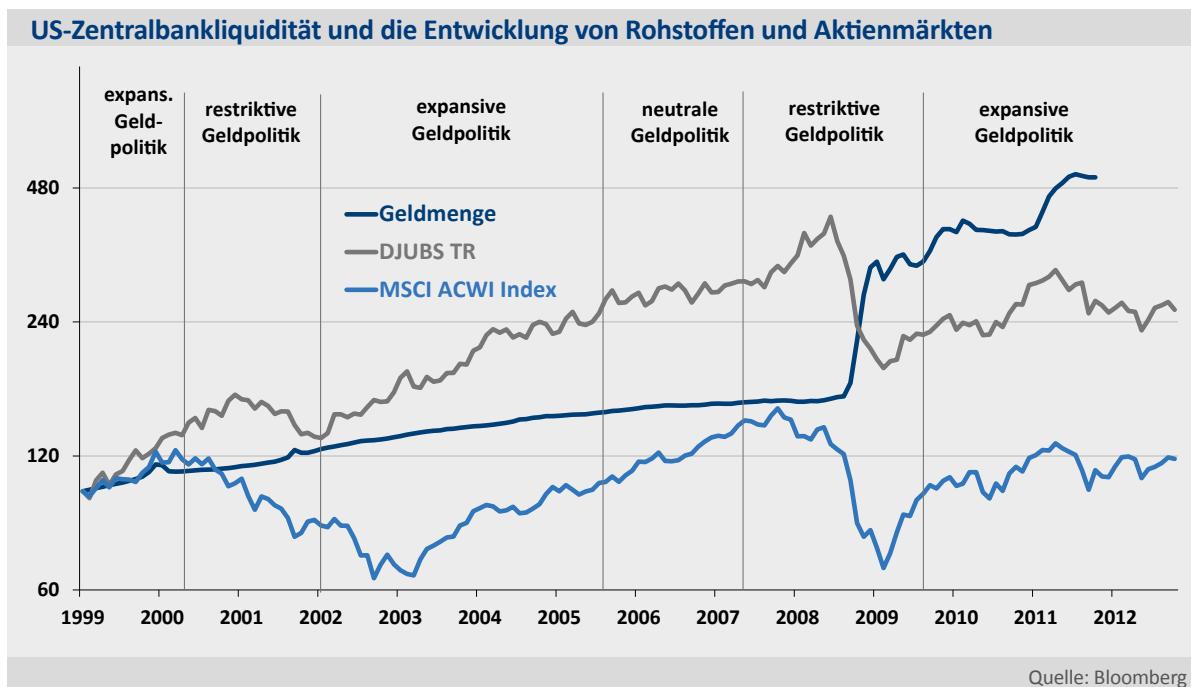
Im Jahr 2013 wird die globale Wirtschaft wahrscheinlich erneut zwischen Phase 1 und Phase 2 gefangen bleiben. Die Aktienmärkte dürften in diesem Umfeld keine Kursverluste verzeichnen (vgl. Aktienmarktperspektiven). Die Rohstoffmärkte sollten vor dem Hintergrund eines durchschnittlichen Wachstums der Weltwirtschaft und hoher Liquidität diesmal aufschließen können. Aus technischer Sicht stehen die Rohstoffmärkte relativ zum MSCI World und zum JP Morgan Global Bond Index an wichtigen Unterstützungsmarken. Wir erwarten eine relative Stärke der Rohstoffe.

Rohstoffe als Absicherung für unerwartete Inflation in 2013

Für 2013 erwarten wir wie oben ausgeführt keinen wesentlichen Anstieg der Inflationsraten. Dafür ist das reale Nachfragepotenzial, die Auslastung der Fertigungskapazitäten und die Knappheiten bei Inputgütern (u. a. Rohstoffe), nicht hoch genug. Langfristig impliziert die Liquiditätsschwemme der Zentralbanken jedoch erhebliche Inflationsrisiken. Es ist keineswegs ausgemacht, ob die Geister, die die Zentralbanken gerufen haben, wieder jederzeit problemlos in der

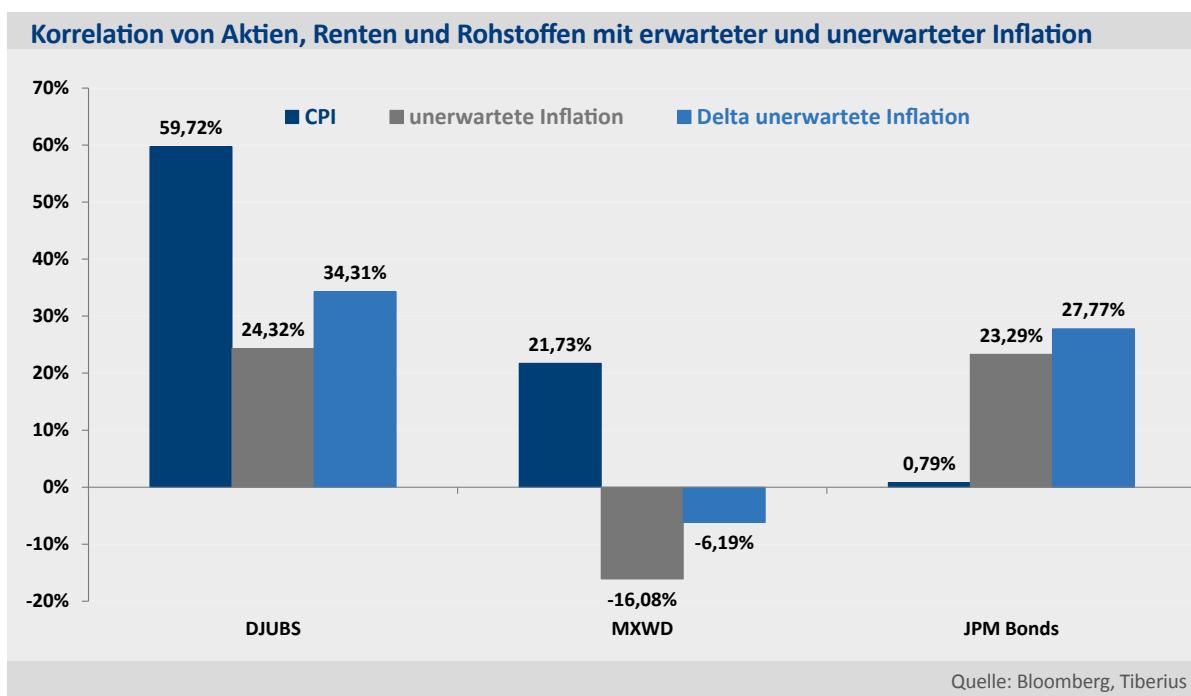


Flasche verschlossen werden können, aus der sie herausgelassen wurden. Dies gilt insbesondere dann, wenn die Staatsdefizite in den USA nicht mehr bereitwillig durch ausländische Gläubiger finanziert werden. Gemäß den Angaben des US-Finanzministeriums hielt China Ende September 2012 1.155 Mrd. US-Dollar US-Staatsschulden. Ein Jahr zuvor waren es noch 1.270 Mrd. USD, also ein Rückgang um 115 Mrd. USD.



Für 2013 bleibt eine unerwartete Inflation ein Tail-Risk, für das Rohstoffe sich in der Vergangenheit als die beste Absicherung erwiesen haben. Die erwartete Inflation ist nach dem Ansatz von Fama und Schwert¹ zum Zeitpunkt

T-1 bereits in den Bondpreisen enthalten (Anleihenrendite = konstanter Realzins plus erwartete Inflation). Die unerwartete Inflation ergibt sich dann zum Zeitpunkt T als Differenz zwischen realisierter und erwarteter Inflation.



¹ Vg. Eugene F. Fama und G. William Schwert (1977): Asset Return and Inflation, in: Journal of Financial Economics 5 (1977), Seiten 115-146

Rohstoffe als Währungsdiversifikation

Die Rohstoffpreise in USD korrelieren negativ mit der Wertentwicklung der US-Devise gegenüber anderen Währungen. Wenn der US-Dollar gegenüber anderen Währungen an Wert verliert, werden die Rohstoffe, die in USD gepreist sind, für die Länder mit starken Währungen günstiger, was in der Theorie zu einer Nachfragebelebung führt. In der Praxis ist diese Korrelation jedoch nicht stabil. Denkbar wäre auch, dass der US-Dollar als sichere Anlage aufwertet und dass Rohstoffe aufgrund anderer Faktoren gleichzeitig teurer werden. Im letzten Jahrzehnt war die inverse Korrelation zwischen dem US-Dollar-Index, der die Wertentwicklung der US-Devise gegenüber den wichtigsten Währungsblöcken wiedergibt, und Rohstoffen stärker ausgeprägt als in den Jahren davor, besonders augenfällig im Jahr 2008, als der US-Dollar als sichere Anlage im Währungsbereich gesucht war.

In 2013 ist mit einem unveränderten bis marginal schwächeren US-Dollar zu rechnen. Wie unter Konjunkturperspektiven USA ausgeführt, wird die US-Zentralbank in einem Zielkonflikt zwischen

einem unerwünschten Zinsanstieg am langen Ende der Zinskurve (durch mangelnden Willen der US-Gläubiger zur Finanzierung der hohen Staatsdefizite) und einer schwachen Währung (durch direkte und indirekte Finanzierung der Staatsdefizite anstelle privater/ausländischer Gläubiger) letzterem den Vorzug geben. Auf der anderen Seite sind die Probleme in der Eurozone längst noch nicht gelöst. Unter Konjunkturperspektiven Europa führen wir aus, dass ein Rückfall in die Eurokrise in Spanien und Frankreich nicht unwahrscheinlich ist und dass sich das „Rettungskonzept“ in der Praxis bewähren muss. Die dann notwendigen Notenbankinterventionen sind schwerlich mit einer starken Währung vereinbar. In gewisser Hinsicht haben die Investoren beim Währungspaar EUR/USD die Wahl zwischen Pest und Cholera, was Rohstoffen als genereller Währungsabsicherung mehr Gewicht gibt.

Über 3 Jahre rollierende Korrelation von Rohstoffen (DJ UBS Rohstoffindex TR) mit dem Dollar-Index



Quelle: Bloomberg, Tiberius

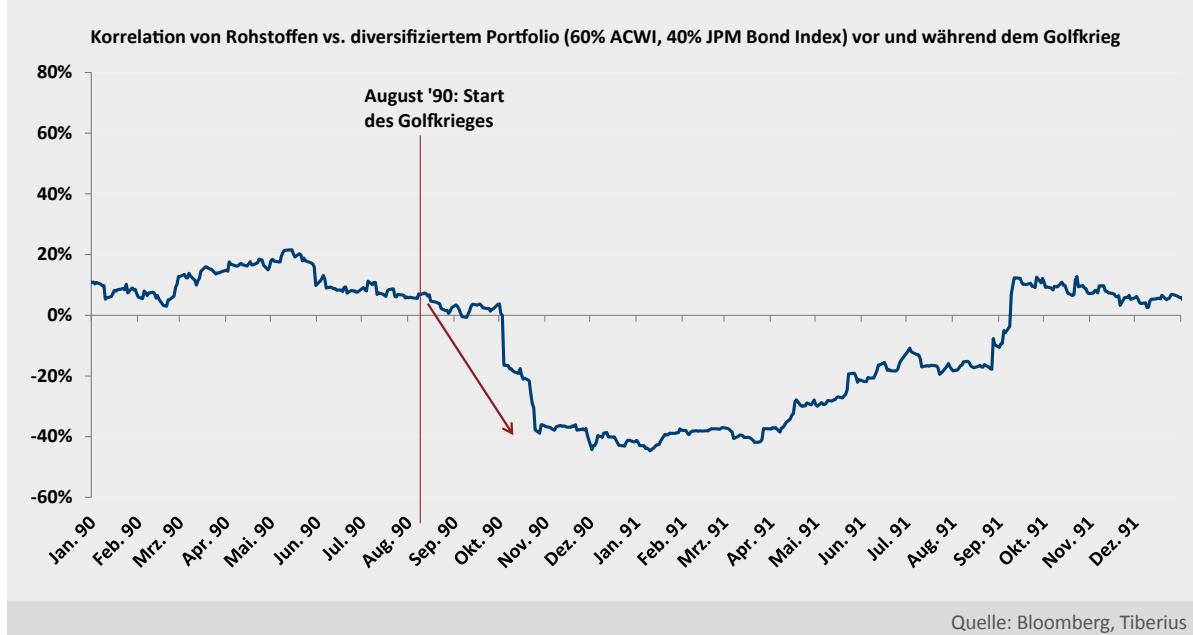
Rohstoffe als Absicherung gegen geopolitische Risiken

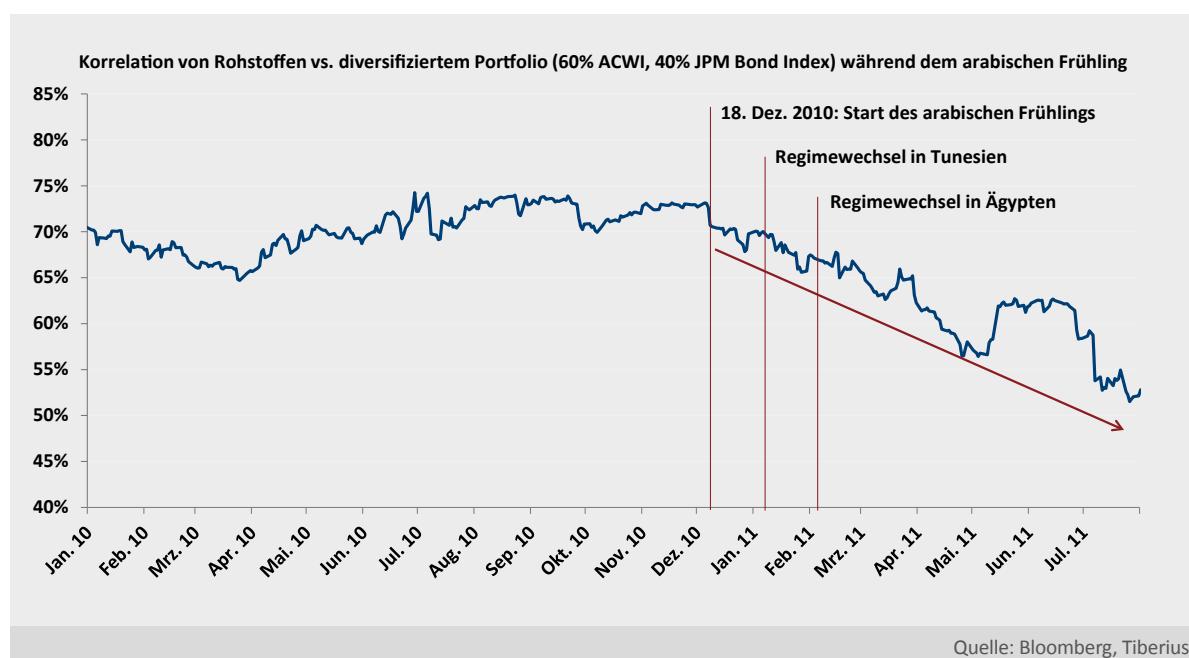
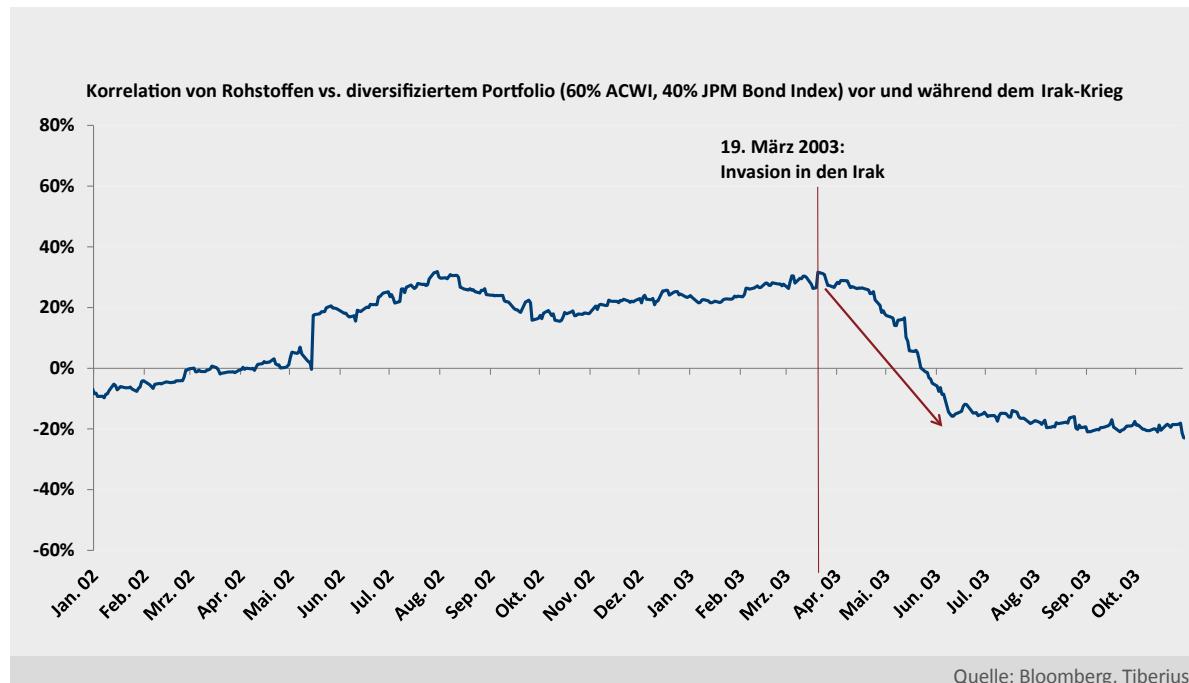
Historisch hatten Rohstoffe eine niedrige Korrelation mit Aktien und Bonds, gemessen am MSCI Weltaktienindex und am JP Morgan Global Aggregate Bond Index. Dies verleiht Rohstoffen bereits in „normalen“ Kapitalmarktphasen gute Diversifikationsaspekte bei der Portfoliozusammensetzung. In Phasen geopolitischer Stressmomente sind diese Diversifikationseigenschaften noch deutlich besser ausgeprägt. Betrachtet man die drei größeren geopolitischen Stressmomente in der jüngeren Vergangenheit – den Golfkrieg 1990, Irak-Krieg 2003 und den Arabischen Frühling 2010/2011, so zeigen Rohstoffe eine

bis in den negativen Bereich zurückgehende Korrelation zu einem Portfolio, das zu 60% in Aktien (MSCI World) und 40% in Renten (JP Morgan Global Bond Index) gewichtet ist.

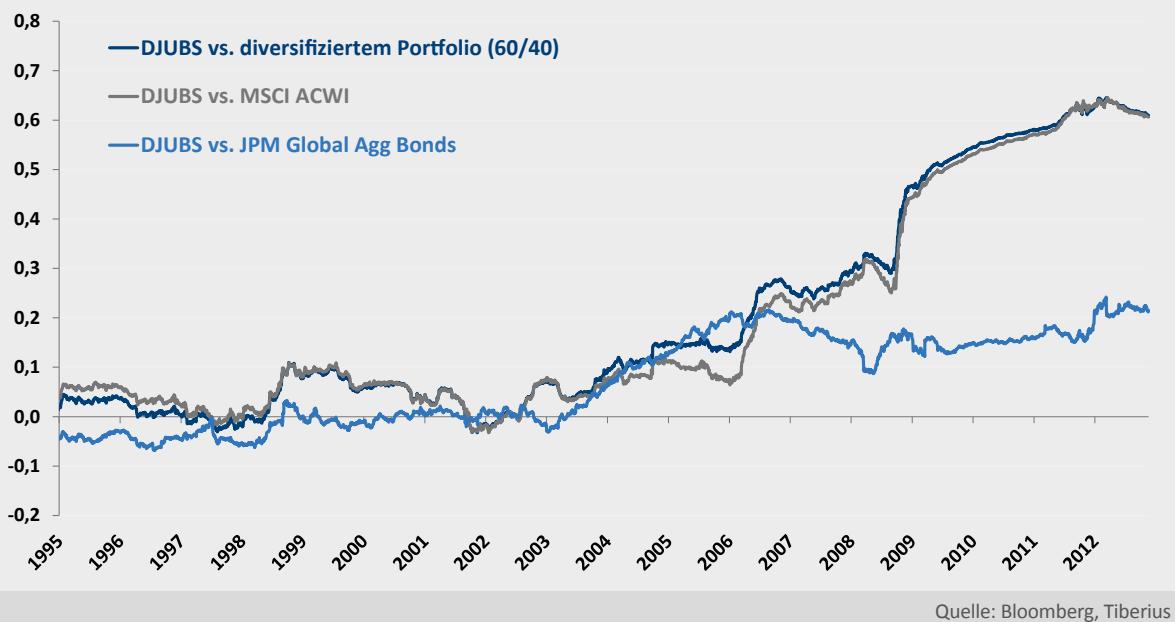
In den letzten Jahren war eine unüblich hohe Korrelation zu den Aktienmärkten zu beobachten. Dies lag in der generellen Perzeption von risikoreichen Anlageklassen (Aktien, Rohstoffe) und risikoarmen Anlageklassen (Bonds). In 2013 bestehen gute Chancen, dass die rollierende Korrelation zu Aktien sich wieder dem Bereich zwischen 20% und 30% nähert. Wie unter den Perspektiven der Energiemarkte ausgeführt wird, schätzen wir die geopolitischen Risiken in diesem Jahr als erheblich ein.

Korrelation von Rohstoffen mit einem Aktien (60%) / Renten (40%)-Portfolio in Phasen geopolitischer Konflikte





Über drei Jahre rollierende Korrelation von Rohstoffen (DJ UBS Rohstoffindex TR) mit Aktien und Renten

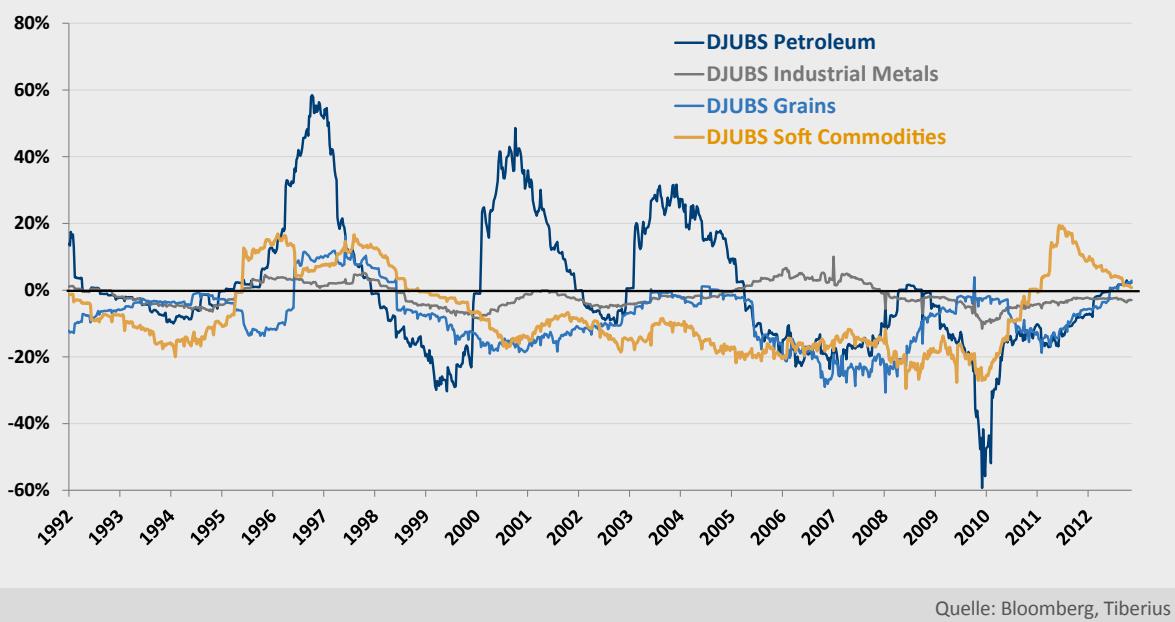


Roll-Renditen sind in 2013 nicht unattraktiv

Die negativen Roll-Renditen bei den großen Rohstoffindizes waren in den vergangenen Jahren eines der klassischen Argumente gegen ein Investment in die Anlageklasse. Negative Roll-Renditen entstehen immer dann, wenn

Rohstoffmärkte mit hohen Lagerbeständen überversorgt sind und damit mehr Preisdruck nach unten auf den kurzen Laufzeiten als auf den langen Laufzeiten lastet. Roll-Renditen sind auch ein zyklischer Indikator, da zu Beginn einer Aufschwungphase die meisten Rohstoffe noch im Überangebot sind, bevor ein allmäßlicher Lagerabbau und Knappheiten einsetzen.

Über ein Jahr realisierte Roll-Renditen diverser DJUBS-Rohstoffsektoren

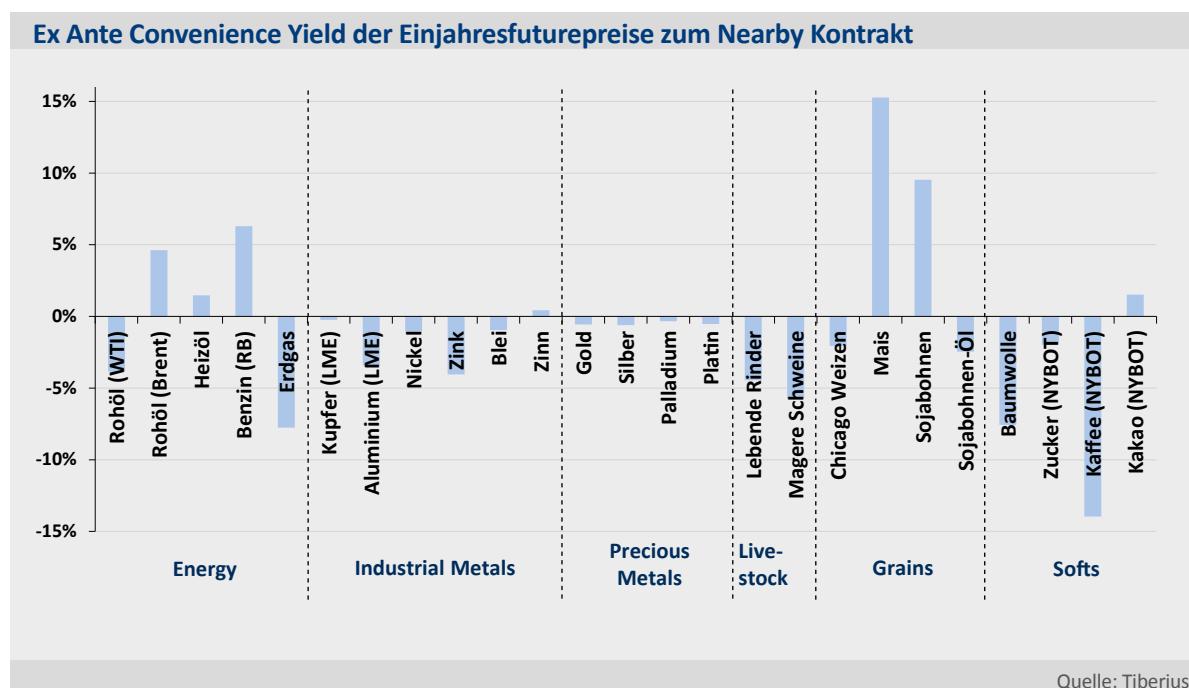


Neben diesen zyklischen Faktoren kann bei den Agrarrohstoffen natürlich auch eine ungünstige Wetterentwicklung für kurzfristige Knappheiten und positive Roll-Renditen sorgen. Genau das war bei den Soft Commodities im letzten Jahr und bei den Getreiden in diesem Jahr der Fall. Klar zu erkennen ist auch, dass sich die Roll-Renditen bei den Industrierohstoffen (Petroleum-Komplex, Industriemetalle) zyklisch allmählich in den positiven Bereich bewegt haben.

Betrachtet man die Terminkurven der Einzelrohstoffe, so stellt man fest, dass die Einjahreskontrakte bei nicht wenigen Rohstoffen in Backwardation zum nächst endfälligen Kontrakt stehen. Dies gilt für Rohöl der Marke Brent, für die Rohölprodukte Benzin und Heizöl und auch für die Schwergewichte bei den Getreiden,

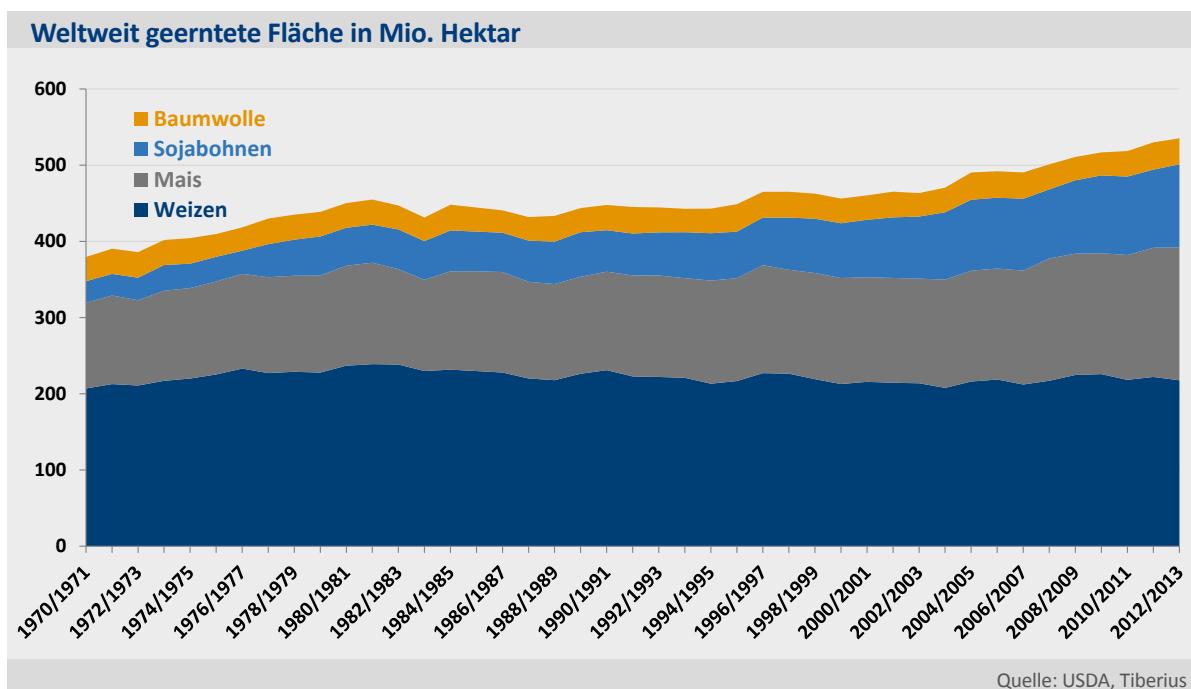
Sojabohnen und Mais, sowie für die kleineren Rohstoffe Zinn und Kakao. Rohöl der Marke WTI befindet sich am vorderen Laufzeitenende in Contango. Die Metalle weisen leicht negative Roll-Renditen auf, die aber sehr nahe an der Null-Prozent-Marke liegen. Im negativen Bereich sind die Soft Commodities Kaffee, Zucker und Baumwolle, die alle vor einem Jahr noch positive Roll-Renditen aufwiesen, aber durch die auf die hohen Kassapreise folgende Angebotsreaktion in eine Lagerüberschusssituation gedrückt wurden.

Im kommenden Jahr erwarten wir signifikante Terminkurvenshifts bei Rohöl der Marke WTI und den Getreiden. Bei WTI dürfte der Start der Seaway Pipeline im ersten Quartal 2013 und später im Jahr die Keystone Pipeline-Erweiterung die Lager am WTI-Lieferort Cushing wieder



auf ein durchschnittliches Niveau drücken. In der Konsequenz dürfte WTI am vorderen Ende der Kurve aufwerten, relativ zu Brent und den Rohölprodukten sowie relativ zu den länger laufenden Kontrakten. Bei den Getreiden dürfte es global, aber auch noch einmal in den USA, zu einer Ackerflächenausweitung kommen. Die Angebotsreaktion auf die hohen Preise dürfte – „normales“ Wetter vorausgesetzt – die für die Terminkurve maßgeblichen US-Lagerbestände bei Mais deutlich und bei Sojabohnen immerhin noch moderat nach oben treiben. In der Konsequenz wird sich die Terminkurve bei Mais und abgeschwächt bei Sojabohnen von Backwardation auf Contango drehen.

mit Abstrichen bei Rohöl. Bei den beiden erstgenannten Metallen liegen keine verlässlichen Lagerbestandsdaten vor. Bei Zinn sind die Bestände beim größten Verbraucher China und bei Palladium die Bestände beim größten Produzenten Russland nicht transparent. Die Lagerbestände bei Rohöl der Marke Brent sind in Europa immer noch knapp und gleichzeitig flirtet der globale Rohölmarkt mit einem Defizit. Unter den Defizitmärkten dürfte sich auch erneut Kakao befinden, der aber wie alle Soft Commodities relativ hohe Lagerbestände aufweist. Von den Lagerbeständen her sind die Getreide dieses Jahr noch relativ attraktiv bewertet. Die hohen Marktüberschüsse dürften aber bei allen



Fundamentale Ausgangssituation ist nur bei wenigen Rohstoffen attraktiv

Aus fundamentaler Sicht erscheint ein Investment in einen Rohstoff attraktiv, wenn die Nachfrage die Produktion übersteigt und die Lagerbestände für die Deckung dieses Produktionsdefizits niedrig sind. Diese Idealkonstellation erfüllen in 2013 nur wenige Rohstoffe. Defizitmärkte sehen wir in 2013 bei den Metallen Zinn, Palladium und möglicherweise Blei sowie

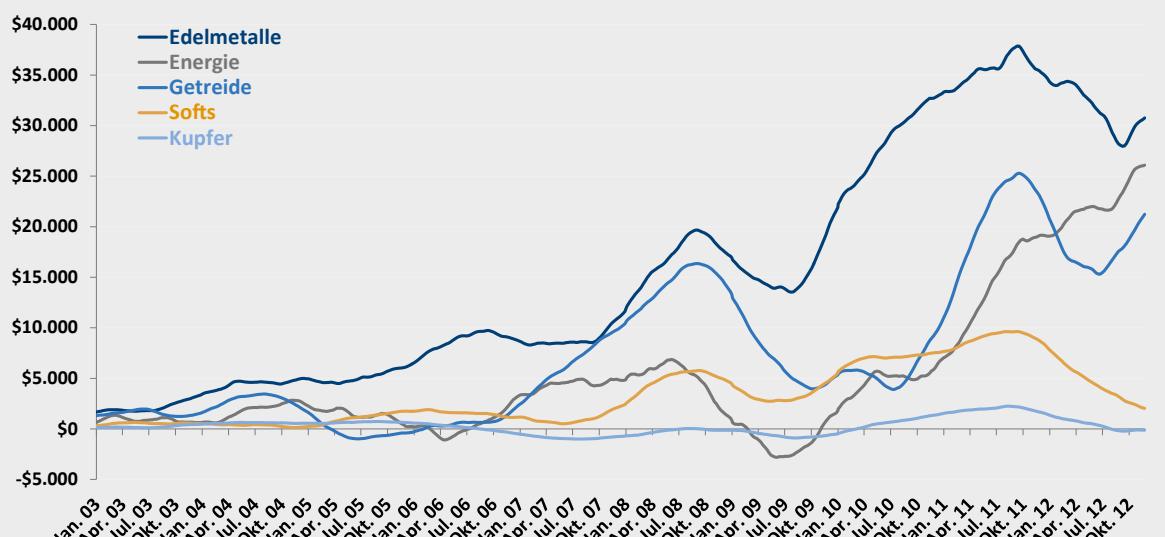
Getreiden zu hohem Preisdruck führen. Etwas besser sehen in dieser Hinsicht Industriemetalle aus, die eine Kombination aus im historischen Vergleich unterdurchschnittlichen Lagerbeständen und leichten Überschussmärkten (Nickel, Zink, Aluminium) aufweisen. Diese Überschüsse kommen aber nur zustande, wenn die Preise zumindest stabil bleiben, da bei Aluminium und Nickel bei den gegenwärtigen Preisen einige Produzenten bereits nicht mehr profitabel sind. In Übereinstimmung mit den Terminkurven-signalen zählen die Soft Commodities Kaffee,

Zucker und mit Abstrichen Baumwolle mit einer Kombination aus hohen Lagerbeständen und nochmaliger Überschüsse zu den unattraktivsten Rohstoffen aus fundamentaler Sicht.

Taktische Kapitalzuflüsse mit weiterem Aufwärtspotenzial

Die spekulativen Kaufpositionen befinden sich bei vielen Rohstoffen auf einem hohen Niveau. So existieren im Energiebereich, vorwiegend Rohöl, und bei den Edelmetallen, vorwiegend Gold, Kaufpositionen zwischen 25 und 30 Mrd. USD. In den Getreiden sind weitere 20 Mrd. USD investiert. Bei den Getreiden sind wir uns relativ sicher, dass aufgrund des fundamentalen Bildes Abflüsse bis auf ein Nettoinvestitionsvolumen von 0-5 Mrd. USD zu verzeichnen sind. Wir glauben jedoch, dass die freiwerdenden Mittel in Industrierohstoffe umgeschichtet werden. Der Petroleumkomplex könnte bei einer Verschärfung der Lage in Nahost Zuflüsse verzeichnen, die Metalle sind bisher von den Investoren links liegen gelassen. Sollte das von uns unterstellte Konjunkturszenario eintreffen, könnten wir uns sowohl bei Industrie- als auch Edelmetallen starke Zuflüsse vorstellen.

Netto-Kaufposition spekulativer Anleger in Mio. USD

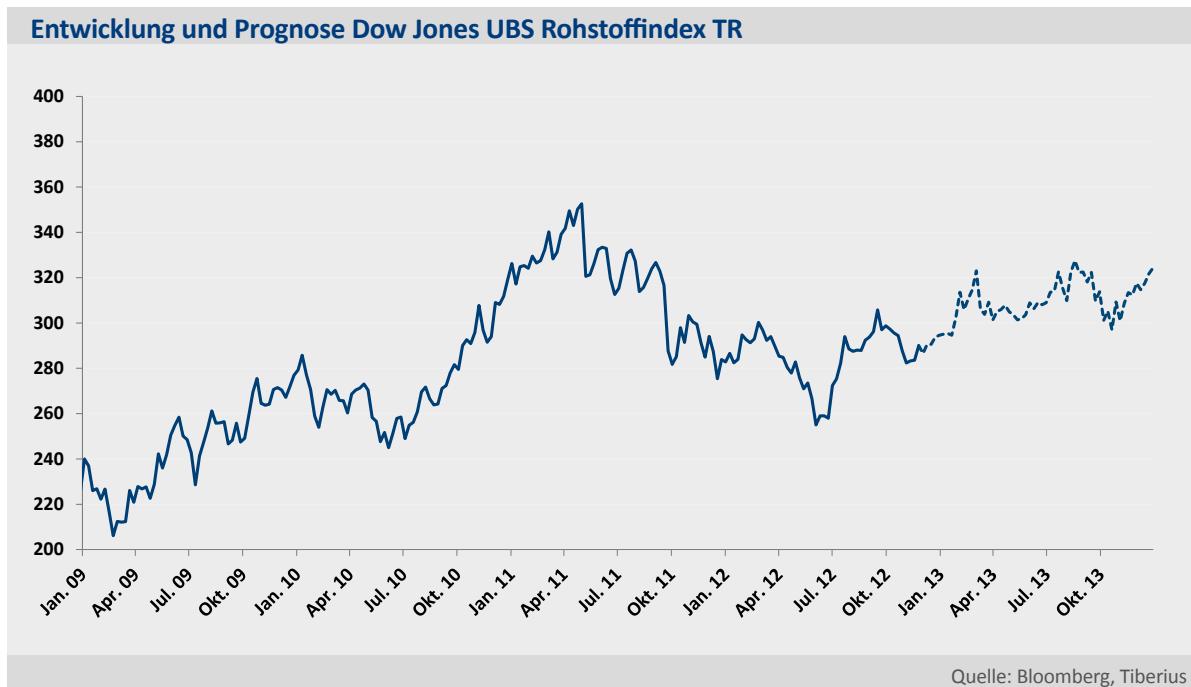


Quelle: CFTC, Tiberius

Kursplus von rund 10% beim Dow Jones UBS Rohstoffindex erwartet

Das Jahr 2012 könnte sich als Kopie des Jahres 2012, möglicherweise mit einer etwas dynamischeren Nachfrageentwicklung, erweisen. Rohstoffe, die im Jahr 2012 hinter den Erwartungen und entgegen der Konjunkturphase auch hinter anderen Anlageklassen zurückgeblieben sind, könnten in 2013 einen Teil der vorangegangenen Underperformance aufholen. Rohstoffe im Portfoliokontext werden in 2013 auch als Absicherung gegenüber unerwarteter Inflation, gegen Währungsbewegungen und gegenüber geopolitischen Ereignissen gefragt sein. Unsere Prognose lautet auf ein Kursplus von 10% beim Dow Jones UBS Commodity Index.

	Auswirkung auf die Wertentwicklung des DJUBS
Globale Nachfrage	Neutral
Konjunkturzyklus	Neutral / Positiv
Relative Bewertung	Positiv
Liquidität	Positiv
Inflation	Neutral
Fundamentale Daten	Leicht Negativ
Geopol. Risiko	Marginal Positiv
Rollrenditen	Marginal Negativ / Neutral



EINZELMÄRKTE: ROHSTOFFPERSPEKTIVEN 2013

ENERGIESEKTOR

Petroleum Komplex: Neutral

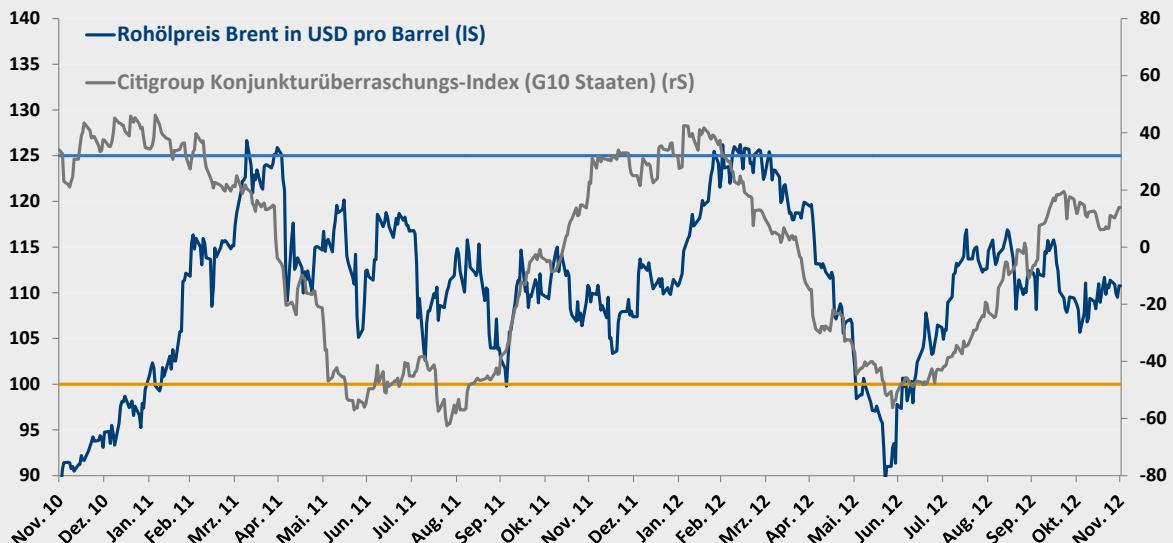
Wie in den neunziger Jahren definierte Preisspannen beim Rohölpreis

- In den vergangen 18 Monaten handelte Rohöl der Sorte Brent in einem engen Preisband. Rohöl notierte in der Regel zwischen 100 und 125 USD pro Barrel, wobei der Durchschnittspreis bei rund 110 USD pro Barrel lag. Dies signalisiert einen Regimewechsel im Vergleich zum strukturellen Bullmarkt der Jahre 2003 bis 2008 und der an den Öl-Crash anschließenden Preiserholung nach der großen Finanz- und Wirtschaftskrise 2008. Lediglich im zweiten Quartal 2012 kam es zu einem Ausbruch aus der Trading Range, als in der Folge des Marktüberschusses und einer erneuten drohenden Eskalation der europäischen Schuldenkrise

der Rohölpreis der Sorte Brent kurzzeitig die Marke von 90 USD pro Barrel unterschritt. Wir waren zum Ende des Jahres 2011 einer der wenigen, die einen derart starken Preisverfall für das Jahr 2012 prognostiziert hatten (vgl. Kapitalmarktausblick 2012).

- Für das Jahr 2013 gibt es immer mehr Hinweise auf eine wichtige strukturelle Veränderung am globalen Rohölmarkt. So könnte die oben beschriebene Handelsspanne für eine deutlich längere Zeit gelten. Der Rohölpreis der Sorte Brent notierte in den 1990er Jahren ebenso mehrere Monate um 20 USD pro Barrel herum. Damals hielt die freie Förderkapazität der OPEC den Markt im Gleichgewicht. Die OPEC erhöhte oder reduzierte in Abhängigkeit der Marktverfassung das Angebot, die Terminkurve wechselte bei einem Spotpreis von 20 USD regelmäßig

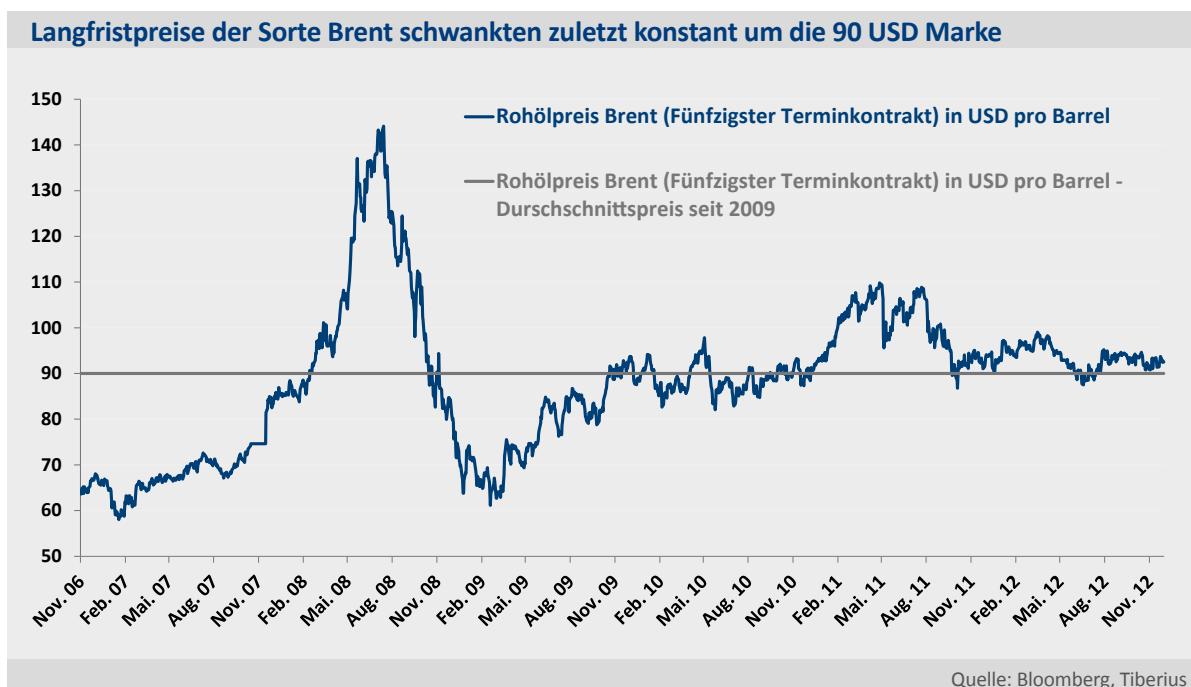
Rohölpreis und Konjunkturüberraschungs-Index verzeichneten zuletzt einen deutlichen Gleichlauf



Quelle: Bloomberg, Tiberius

zwischen Backwardation und Contango. Gleichzeitig blieben die langfristigen Preise (5-Jahres-Forward-Preise) nahezu unverändert bei 20 USD pro Barrel als Indikation für die Grenzkosten neuer Förderprojekte.

- Der Spotpreis sollte in der Folge hauptsächlich von der Krümmung der Terminkurve getrieben werden, die in der mittleren Frist von den zyklischen Faktoren wie Lagerbestände und kurzfristige Angebots-Nachfrage-Balance beeinflusst wird.



- Im Gegensatz hierzu war der strukturelle Bullmarkt der Jahre 2003 bis 2008 von stetig steigenden Langfristpreisen begleitet, um genügend Anreize für zukünftige Förderprojekte zu setzen. Inzwischen gibt es genügend Anreize und Möglichkeiten, unkonventionelle Rohölförderprojekte zu erschließen. Hierbei handelt es sich zum einen um die Schieferölvorkommen in den USA, den kanadischen Öl-Sand, Projekte in Westafrika sowie zahlreiche Tiefseevorkommen. All diese Projekte ermöglichen es nach unserer Auffassung, dass der Rohölmarkt ein stabiles Gleichgewicht erreicht hat. Wie in den 1990er Jahren (damals 20 USD pro Barrel), liefert der 5-Jahres-Forward bei rund 95 USD eine gute Indikation für die Grenzkosten neuer Projekte.
- Große Teile der Rohölindustrie haben aktuell mit den gleichen Problemen zu kämpfen. Zum einen haben sie stetig sinkende Produktionsraten in bestehenden Ölfeldern (Nordsee-Ölproduktion) und zum anderen sehr hohe Break-Even-Kosten für neue Projekte. Im Gegensatz hierzu können die neuen Technologien, wie die Tiefseeförderungen sowie die Schieferölförderungen, bei Kosten zwischen 80 bis 90 USD pro Barrel gefördert werden. Hierbei handelt es sich um beachtliche Mengen. Wir erwarten, dass die Langfristpreise von Brent (5-Jahres-Forward-Preise) zukünftig von den Produktionskosten der neuen Fördertechnologien abhängen werden. Diese neuen Technologien haben gegenwärtig Break-Even-Kosten, die bei rund 80 bis 90 USD pro Barrel liegen. Gleichzeitig besitzen sie eine deutlich größere Flexibilität in Bezug auf Menge und Timing der Produktion. Produktionseinstellungen und -ausweitungen

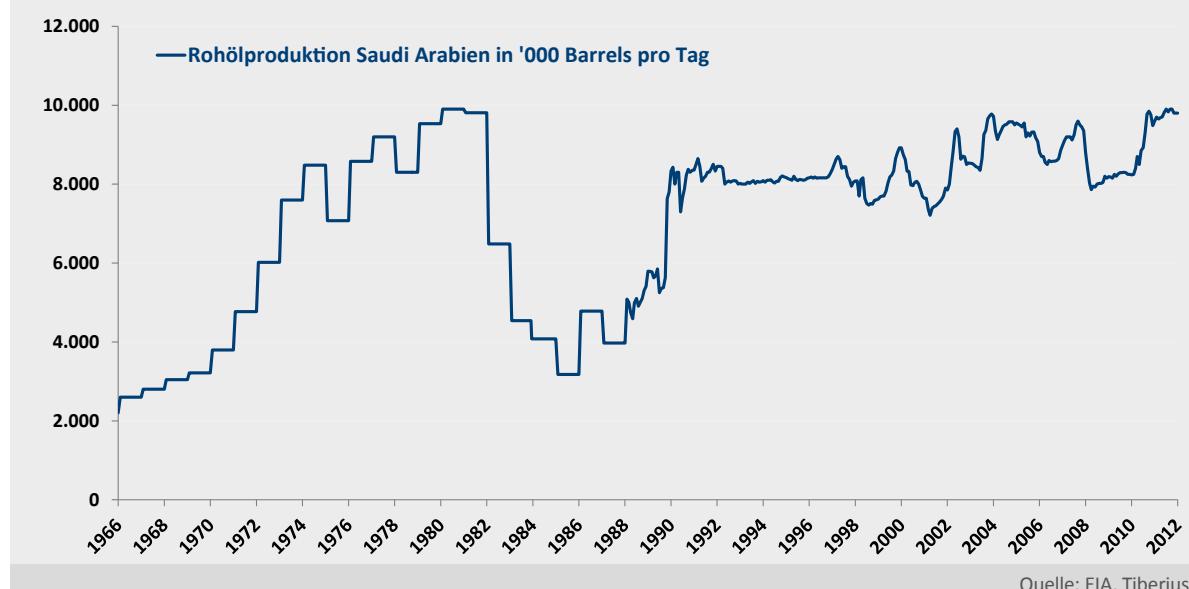
können deutlich schneller als bei konventionellen Produktionsfeldern erfolgen. Durch die Schieferölproduktion könnten die USA in den kommenden Jahren der neue „Swing Producer“ der Welt werden und Saudi Arabien als wichtigsten Produzenten ersetzen.

Höhere Risikoprämie für Iran-Konflikt

- Der globale Rohölpreis konnte sich nach dem starken Preisverfall im zweiten Quartal rechtzeitig erholen. Hierfür war eine kurzfristige Knappheit, die in Folge der US-Sanktionen sowie des EU-Embargos gegen den Iran eingetreten ist, verantwortlich. Die iranischen Rohölexporte belaufen sich aktuell nur noch auf 1,2 Millionen Barrel pro Tag und liegen damit 1,2 Millionen Barrel pro Tag unter dem Vorjahr. Inzwischen leidet die iranische Wirtschaft sehr stark unter den Folgen der Sanktionen. So haben die Iraner mit einem Verfall ihrer heimischen Währung gegenüber dem Dollar zu kämpfen. Am Schwarzmarkt wird die iranische Währung gegenüber dem Dollar um mehr als 60% schwächer gehandelt als vor einem Jahr. Wir hatten in unserem letztjährigen Kapitalmarktausblick geschrieben, dass

es im Jahr 2012 nicht zu einer Eskalation des Iran-Konflikts kommen wird. Ausschlaggebend hierfür war das Wahljahr in den USA. Wir waren der Annahme, dass es für Präsident Obama innenpolitisch in diesem Jahr schwierig gewesen wäre, einen Militärschlag gegen den Iran zu rechtfertigen. Für das kommende Jahr schätzen wir die Möglichkeit einer Zuspitzung jedoch deutlich höher ein. Eine Lockerung der US-Sanktionen und/oder des EU-Embargos zeichnet sich aktuell nicht ab. Ein erneutes Aufflammen des Konfliktes (rhetorisch oder durch konkrete israelische Aktionen im Iran) sollte dazu führen, dass der globale Rohölpreis wieder eine geopolitische Prämie aufbaut. In den aktuellen Preisen sehen wir keine geopolitische Prämie enthalten. Das Preispotential für den Fall einer (verbalen) Eskalation stufen wir bei 10 bis 15 USD ein. Der Angebotsverlust aus den sinkenden iranischen Exporten konnte hauptsächlich durch den Produktionsanstieg in Saudi Arabien auf 9,9 Millionen Barrel pro Tag kompensiert werden. Fraglich ist, inwiefern Saudi Arabien wirklich in der Lage ist, bei potentiellen weiteren Angebotsausfällen die Produktion weiter zu steigern. Laut Ali el Naimi, dem saudischen Ölminister, beläuft sich die aktuelle frei verfügbare Förderkapazität auf rund 2 Millionen Barrel pro Tag.

Die Rohölproduktion von Saudi Arabien erreichte in diesem Jahr den höchsten Wert seit 30 Jahren



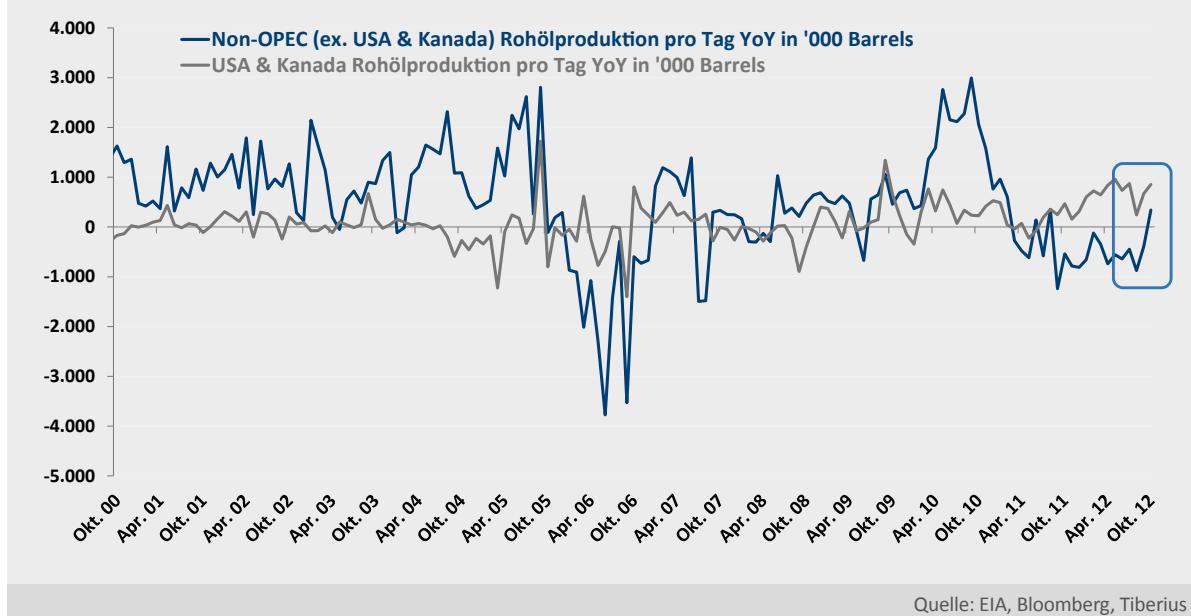
Kräftiges Angebotswachstum

- In diesem Jahr war die OPEC-Produktion die treibende Kraft auf der Angebotsseite. Während die OPEC-Produktion im ersten Halbjahr stark anstieg (Rückkehr der libyschen Produktion und starker Anstieg der saudischen Produktion), so verzeichnete sie in der zweiten Jahreshälfte eine deutliche Reduktion (Iran). In Summe wird die OPEC in diesem Jahr ein Produktionswachstum von voraussichtlich rund 1,5 Millionen Barrel pro Tag erreichen. Auf der Non-OPEC-Produktionsseite verzeichneten in diesem Jahr vor allem die USA und Kanada sehr starke Wachstumsraten und konnten die enttäuschenden Produktionszahlen aus den restlichen Non-OPEC-Ländern komplett ausgleichen. So stieg die Produktion in Nordamerika in diesem Jahr um 1,1 Millionen Barrel pro Tag.
- Für das kommende Jahr erwarten wird, dass die Angebotsseite vor allem vom Non-OPEC-Angebot getrieben sein sollte. Wir denken, dass das enorme Produktionswachstum in den USA auch in den kommenden Jahren anhalten wird. Wir erwarten für Nordamerika ein Produktionswachstum von 0,70 Millionen

Barrel pro Tag, wobei die USA mit 0,57 Millionen Barrel pro Tag stärker als Kanada mit 0,16 Millionen Barrel pro Tag wächst. Im kommenden Jahr sollte der negative Produktionstrend in den anderen Non-OPEC-Staaten gestoppt werden. Zum einen werden einige Förderprojekte, welche sich in diesem Jahr verzögert haben, im nächsten Jahr online gehen und zum anderen erwarten wir eine Rückkehr der sudanesischen Produktion. In Summe sollte die Produktion in den Non-OPEC-Ländern ex. USA und Kanada im nächsten Jahr ein leichtes Wachstum von 0,25 Millionen Barrel verzeichnen, was für alle Non-OPEC-Länder einen Produktionsanstieg um 0,95 Millionen Barrel pro Tag ergibt. Bei der OPEC sehen wir im kommenden Jahr keine größeren Änderungen der Produktion.

- Die Nachfrageseite war in diesem Jahr, wie von uns im Kapitalmarktausblick 2012 richtig vorausgesehen, recht schwach. In Regionen, wie den USA und Europa, schrumpfte die Ölnachfrage. Auch China verzeichnetet gemäß den offiziellen Daten voraussichtlich ein Nullwachstum. Einziger Lichtblick waren die Non-OECD-Länder ex. China, die eine Mehrnachfrage von 1,1 Millionen Barrel pro

Die Rohölproduktion in Nordamerika konnte die Verluste der sonstigen Non-OPEC-Staaten kompensieren



Tag generierten. Für das kommende Jahr erwarten wir, basierend auf unserer Prognose des Weltwirtschaftswachstums von 3,2%, einen Nachfragezuwachs von durchschnittlich 1 Million Barrel pro Tag. Für die OECD-Staaten erwarten wir auch im kommenden Jahr negative Wachstumsraten (-0,20 Millionen Barrel pro Tag), wohingegen die Non-OECD-Staaten um 1,2 Millionen Barrel wachsen sollten.

- In Summe erwarten wir für 2013 einen ausgeglichenen globalen Rohölmarkt.

Fazit

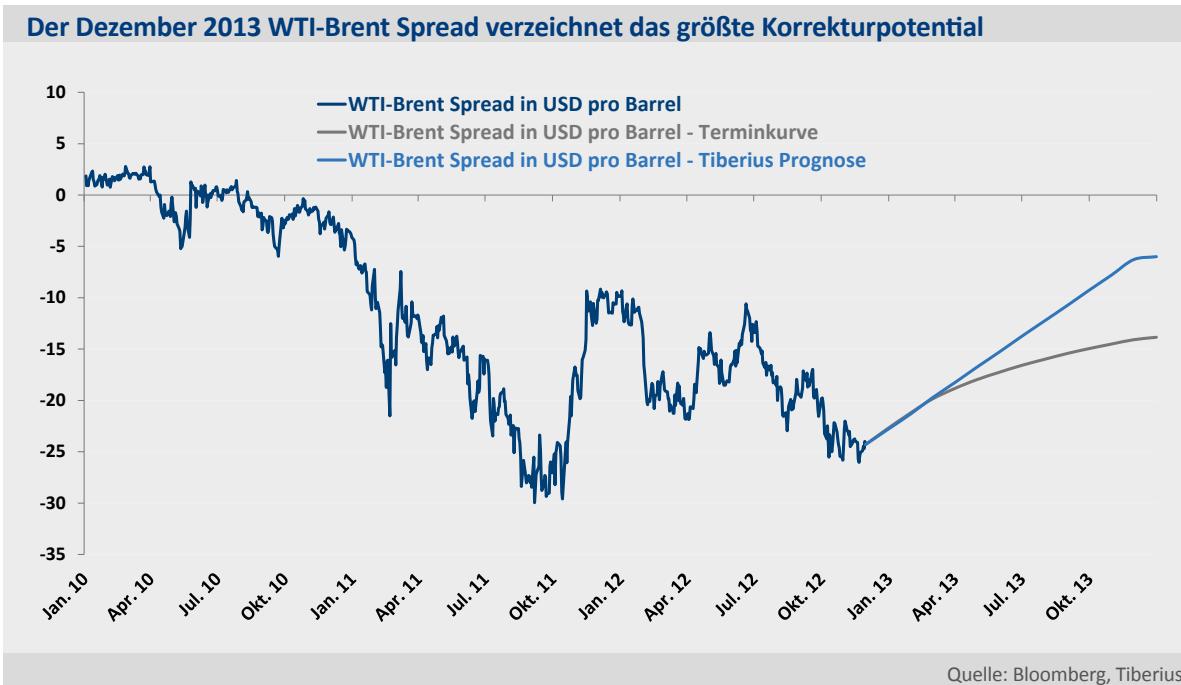
Basierend auf unseren Nachfrage- und Angebotsschätzungen sehen wir den Preis für die globale Rohölbenchmark Brent auch im kommenden Jahr zwischen 100 USD und 125 USD pro Barrel. Im Durchschnitt erwarten wir einen Preis von 115 USD pro Barrel. Das größte Prognoserisiko ist die Konfrontation zwischen dem Iran und dem Westen. Jede nachhaltige Unterbrechung der Rohölversorgung sollte einen scharfen Preisanstieg zur Folge haben. Im Falle eines militärischen Konflikts sehen wir den Rohölpreis auf 150 USD pro Barrel steigen. Auf der anderen Seite ist es nicht auszuschließen, dass der innenpolitische und wirtschaftliche Druck der Sanktionen und des EU-Embargos den Iran zurück an den Verhandlungstisch bringt. Im unwahrscheinlichen Falle einer Rückkehr des iranischen Rohöls an den Weltmarkt dürfte der Preis für Brent die Trading Range nach unten verlassen und um 90 USD pro Barrel notieren.

WTI-Brent Spread: Leicht Übergewichten

- WTI notiert weiterhin mit einem enormen Preisabschlag gegenüber der Rohölsorte Brent. Der Markt wartet auf zusätzliche Transportkapazitäten, um den gegenwärtigen Lagerüberschuss von Cushing an die US-Golfküste zu transportieren. Wir gehen davon aus, dass die Erweiterung der Seaway-Pipeline ausreichen wird, um den Überschuss im Jahr 2013 nahezu komplett abzuarbeiten. Aktuell beläuft sich die Lieferkapazität der Seaway-Pipeline auf 150 Tausend Barrel pro Tag. Im Laufe des ersten Quartals 2013 wird die Kapazität auf 400 Tausend Barrel pro Tag ansteigen.
- In Bakken, North Dakota, wo in den letzten Jahren eine Produktion von 700 Tausend Barrel pro Tag erschlossen wurde, hat in diesem Jahr eine beachtliche Erweiterung der Schienenkapazitäten stattgefunden. Diese zusätzlichen Transportkapazitäten haben es ermöglicht, dass der Produktionsüberhang aus dieser Region teilweise an die US-Golfküste transportiert werden konnte. Inzwischen handelt der Preis für lokales Öl der Region Bakken wieder über dem Preis von WTI. Diese Preisprämie liefert in den kommenden Wochen keinen Anreiz für die Öllieferungen aus dieser Region nach Cushing. Auf der anderen Seite wird dieser positive Effekt noch von der Raffinerieumstellung der Whiting-Raffinerie von BP getrübt. Aktuell befindet sich die Whiting-Raffinerie in einem Umrüstungsprozess von Leicht- auf Schweröl. Im Zuge dieser Umstellung sollte der Lagerabfluss von Cushing zur BP-Raffinerie durch die BP1-Pipeline enttäuschen. Aktuell fließen durch diese Pipeline rund 160 Tausend Barrel. Wir gehen davon aus, dass die Pipelineauslastung bis zum Ende der Raffinerieumstellung bei nahezu Null liegen wird. Wir schätzen, dass in diesem Jahr rund 500 Tausend Barrel pro Tag zusätzliche Schienenkapazität in North Dakota entstanden ist. Für das kommende Jahr erwarten wir eine kleine Zunahme von rund 60 Tausend Barrel pro Tag. Die aktuelle sowie die prognostizierte Schienenkapazität sollte ausreichen, um mit dem Angebotswachstum Schritt zu halten.

- Wie bereits erwähnt, wird die Transportkapazität der Seaway-Pipeline in den kommenden Wochen von aktuell 150 Tausend Barrel pro Tag auf 400 Tausend Barrel pro Tag erweitert. In der Folge sollte sich der Preisabschlag von WTI gegenüber Louisiana Sweet (LLS, Preis für Rohöl an der US-Golfküste) an den Transporttarifen der Seaway-Pipeline orientieren. Auch auf Seiten der Lagerkapazität in Cushing ist es in diesem Jahr zu einer signifikanten Entspannung gekommen. Aktuell beläuft sich die Lagerkapazität auf 80 Millionen Barrel bei einer Auslastung von 45 Millionen Barrel. Wir erwarten daher ein Zusammenlaufen des WTI-LLS Spreads auf -4 USD pro Barrel. Aktuell notiert der Spread bei -20 USD pro Barrel.

westafrikanisches Öl in die USA liefern. Auf der Grundlage unserer Angebots- und Nachfragergeschätzungen sind wir der Meinung, dass die Golfküste Ende 2013 keine Rohölimporte mehr benötigt. Die US-Ostküste wird hingegen weiterhin Rohölimporte benötigen. Dies bedeutet für uns, dass der LLS-Brent Spread zukünftig von den Schienenlieferungen, welche zwischen der US-Golfküsten und der US-Ostküsten wählen können, bestimmt wird.



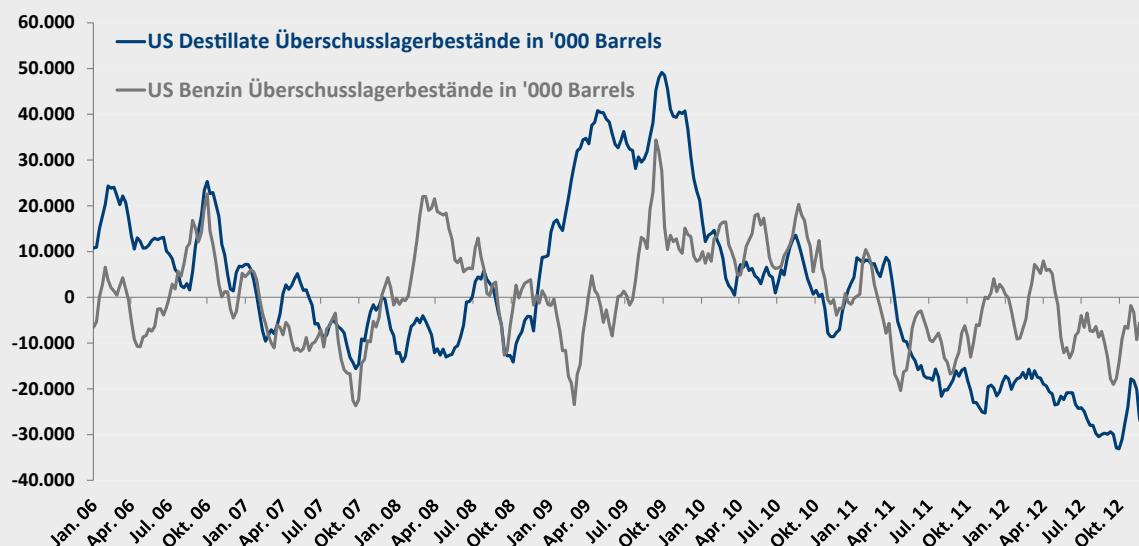
- Implizit stellt sich die Frage, wie der Spread zwischen den beiden Sorten LLS und Brent zukünftig gepreist werden sollte. Aktuell ist der Spread getrieben von den westafrikanischen Ölflüssen und den Angebotssituationen in den USA und Europa. Sofern Brent mit einer Prämie gegenüber LLS notiert, werden die Öllieferungen nach Europa gelenkt. Im Gegenzug, wenn LLS mit einer Prämie gegenüber Brent notiert, wird ein Anreiz geschaffen,
- Aktuell kostet es rund 2 USD pro Barrel mehr, Öl von North Dakota an die US-Ostküste anstatt an die US-Golfküste zu liefern. In der Folge erwarten wir, dass der Spread zwischen LLS und Brent mittelfristig bei -2 USD pro Barrel liegen sollte. Dies bedeutet, dass der WTI-Brent Spread bis Ende 2013 bei -6 USD pro Barrel notieren wird.

Crack Spreads: Neutral

- In diesem Sommer erhielten die globalen Rohölprodukte eine starke Unterstützung von unzähligen Raffinerieausfällen sowie sehr niedrigen Lagerbeständen. Vor allem der globale Benzinpreis verzeichnete zum Teil eine dramatisch physische Knaptheit. Verantwortlich hierfür waren die Raffinerieausfälle in Venezuela und an der US-Ostküste. Diese physische Knaptheit führte dazu, dass sich die aktuellen Benzin-Lagerbestände in den USA auf einem saisonalen Rekordtief befinden. Zum Teil ist es in den vergangenen Monaten auch immer wieder zu extremen Verwerfungen in der Benzin-Terminkurve gekommen. Aufgrund der physischen Knaptheit befindet sich die Benzin-Terminkurve deutlich in Backwardation. In den vergangenen Wochen hat sich die Situation bei Benzin jedoch wieder entspannt. Dies ist der Tatsache

- Auch der Brent-Heizöl Crack Spread profitierte in den vergangenen Monaten markant von den eingangs angesprochenen Raffinerieausfällen. Zuletzt kletterte der Heizöl-Crack Spread auf einen Extremwert von 20 USD pro Barrel. Im Gegensatz zum Benzin-Crack Spread ist es hier in den vergangenen Wochen zu keinem Preisverfall gekommen. Dies hat mehrere Gründe: Zum einen befinden wir uns nun in den saisonal nachfragestarken Wintermonaten. Zum anderen ist es in den vergangenen Monaten nicht zu dem typischen Lageranstieg gekommen. Normalerweise wird im Vorgriff auf den Winter das Heizöllager aufgefüllt. Dies ist in diesem Sommer auf Grund der vielfältigen Raffinerieausfälle und Raffinerieschließungen nicht möglich gewesen. So befinden sich die Destillate-Lagerbestände in Europa auf dem niedrigsten Wert seit Mitte 2008 und in den USA erreichten sie den niedrigsten Wert seit 2000.

Die US-Rohölproduktlagerbestände signalisieren ein saisonal adjustiertes Defizit



Quelle: EIA, Tiberius

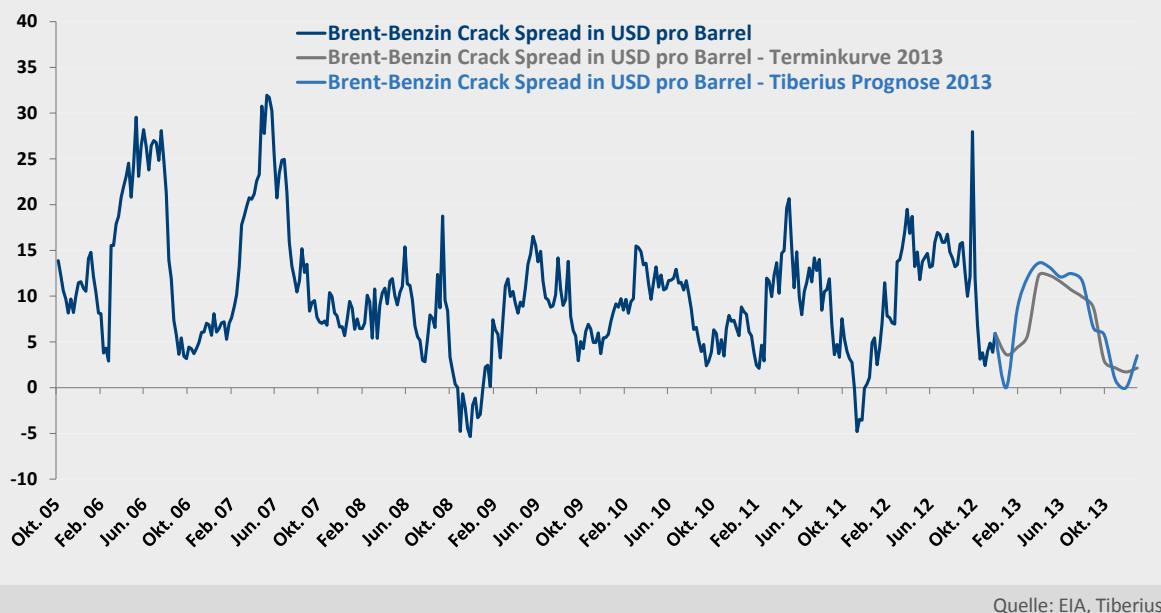
geschuldet, dass wir uns nun in den saisonal nachfrageschwachen Monaten befinden. So ist der generische Brent-Benzin Crack Spread in den vergangenen Wochen um mehr als 10 USD pro Barrel auf 3 USD pro Barrel gefallen.

- Ende 2011 hegten wir die Erwartung, dass der globale Raffineriekomplex in 2012 um rund 1 Million Barrel pro Tag wachsen würde. Diese hat sich so nicht bewahrheitet. Im Gegenteil: Die globale Raffineriekapazität sollte in diesem Jahr um 410 Tausend Barrel pro Tag schrumpfen. Zum einen kam es zu Verspätungen

bei den Eröffnungen der beiden indischen Raffinerien Mangalore und Bhatinda und zum anderen sahen wir Verzögerungen bei Erweiterungen und Neueröffnungen in Europa und in Russland. On Top zu diesen Verspätungen ist es in den USA Anfang des Jahres zu Raffinerieschließungen gekommen. In Summe kam es in den USA zu Schließungen, die sich auf rund 760 Tausend Barrel pro Tag belaufen.

sehen wir sowohl für den Brent-Benzin Crack Spread als auch für den Heizöl-Brent Crack Spread lediglich kleine Trade-Möglichkeiten. Die Terminkurven erscheinen uns gegenwärtig nahezu „fair“ gepreist zu sein. Bei der aktuellen Versorgungslage und den gegenwärtigen Lagerbeständen darf es im kommenden Jahr nicht erneut zu Ausfällen oder Verschiebungen bei den Raffineriekapazitäten kommen.

Brent-Benzin Crack Spreads erscheinen uns nur in den Winterkontrakten falsch gepreist



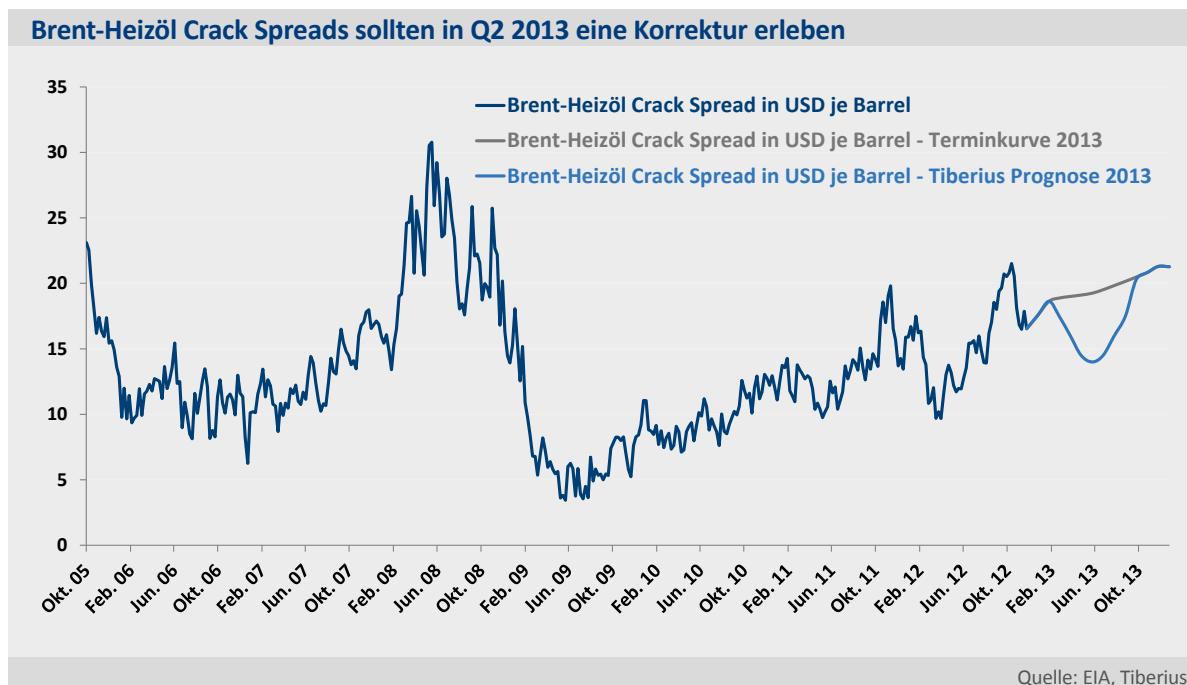
- Für das Jahr 2013 sind wir aber für den globalen Raffineriekomplex und dessen Kapazitätswachstum noch einmal positiv gestimmt. Wir erwarten, dass die Kapazität im kommenden Jahr um rund 1 Million Barrel pro Tag zunimmt. In Relation zu unserer Nachfrageschätzung für das Jahr 2013 von rund 1 Million Barrel pro Tag erscheint uns dies nicht ausreichend, um die gegenwärtige Knappheitssituation aufzulösen. Unter Berücksichtigung der aktuellen Terminkurven

Fazit Benzin Crack Spread

- Für den Brent-Benzin Crack Spread sehen wir lediglich in den kommenden 4 bis 6 Wochen weiteres Abwärtpotential. Das Kursziel liegt bei maximal 0 USD pro Barrel. Für die Sommerkontrakte sehen wir jeweils ein kleines Aufwärtpotential von rund 1 bis 2 USD pro Kontrakt.

Fazit Heizöl Crack Spread

- Für den Brent-Heizöl Crack Spread sehen wir lediglich im zweiten Quartal 2013 deutliches Abwärtpotential. Die Terminkontrakte erscheinen uns vor dem Hintergrund, dass im April/Mai die Winterheizsaison beendet ist, um rund 5 USD zu teuer gepreist.



Erdgas: Untergewichten

Erdgasmarkt in 2012 von extremem Wetter geprägt

- Ein für den US-Erdgasmarkt sehr volatiles und von extremen Wettereinflüssen geprägtes Jahr neigt sich dem Ende zu. Das Jahr 2012 begann in den USA mit dem mildesten Winter seit über 30 Jahren. In der Folge kam es in den US-Erdgas-Lagerstätten zu einem starken Anstieg der Überschusslagerbestände. Der Markt wurde von der Befürchtung umgetrieben, dass bis zum Ende der Einlagerungssaison (injection season) die maximale Lagerkapazität ausgeschöpft ist. Der US-Erdgaspreis fiel in der Spitze im Vergleich zu Ende Dezember 2011 um 36 % und erreichte im April 2012 seinen Jahrestiefstand bei 1,907 USD pro mmBtu.

Die Überschusslagerbestände (aktuelles Lager im Vergleich zum Vorjahr) erreichten einen Spitzenwert von 900 Bcf. Zum Vergleich: Im Durchschnitt betrugen die Überschusslagerbestände in den letzten 5 Jahren 115 Bcf. Als Reaktion auf den starken Preisverfall kam es im Frühjahr zu erhöhter Kohle-Gas-Substitution bei der Stromerzeugung. Bei den damals vorherrschenden Preisen wurden ausreichend hohe ökonomische Anreize geschaffen, um Kohle durch Gas zu substituieren. Die im Jahresvergleich erhöhte Kohle-Gas-Substitution half dem U-Erdgasmarkt, seine hohen Überschusslagerbestände deutlich zu reduzieren.

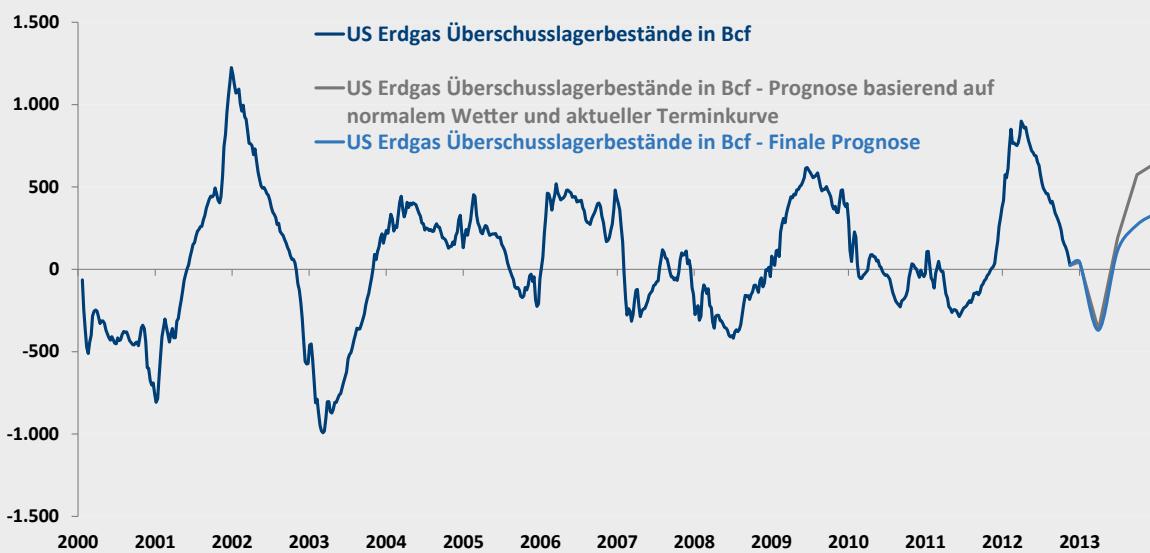
- Grundsätzlich hätte der US-Erdgaspreis den ganzen Sommer unter der Preismarke von 3,00 USD pro mmBtu verharren müssen, um die Kohle-Gas-Substitution zu erhalten.

Ansonsten hätte der Überschusslagerbestand nicht in dem Maße abgebaut werden können, dass die Lagerkapazitätsgrenzen im Spätherbst nicht doch erreicht worden wären. Doch erneut kippte das Wetter alle Kalkulationen. Dieses Mal jedoch von der positiven Seite. So verzeichneten die USA den heißesten Sommer seit dem Jahre 1956. Dies hatte eine erhöhte Benutzung von Klimaanlagen zur Folge – in den Sommermonaten eine sehr wichtige Nachfragekomponente für den Erdgasmarkt. Gleichzeitig führte das heiße Wetter bei einigen Kraftwerken zu Produktionsproblemen, was die Nachfrage nach Erdgas noch mehr erhöhte. All diese positiven Impulse auf der Nachfrageseite führten zu einem Abbau der Überschusslagerbestände auf nahezu Null. Das „Überlaufen“ der Lager war durch das Wetter abgewendet worden, zugleich konnte sich der Erdgaspreis wieder deutlich erhöhen. Erdgas notiert gegenwärtig nahezu auf dem gleichen Niveau wie im November 2011.

Kalender 2013-Erdgaspreise sind überbewertet

- Gemäß unserem Preis-Modell (welches auf unseren Angebots- und Nachfrageschätzungen und den daraus resultierenden Überschusslagerbeständen basiert) kommen wir zu dem Ergebnis, dass die aktuelle US-Erdgas-Terminkurve für das Jahr 2013 signifikant überbewertet ist. Unsere Analyse basiert auf zwei Stufen: Zum einen schätzen wir einen Marktsaldo basierend auf den aktuellen Terminpreisen. Wir unterstellen dabei, dass diese Preise im Zeitablauf stabil bleiben. In einem zweiten Schritt kommen wir zu unserer finalen Prognose, in Abhängigkeit von Preisbewegungen, die sich infolge der saisonal adjustierten Überschüsse und Defizite ergeben. Denn der im ersten Quartal 2013 realisierte Preis beeinflusst die Nachfrage im zweiten Quartal und der realisierte Preis im zweiten Quartal beeinflusst die Nachfrage im dritten Quartal 2013.
- Nach unserer Schätzung wird das Angebot bei den aktuellen Spotpreisen und der aktuellen Terminkurve im kommenden Jahr lediglich ein kleines „Mini-Wachstum“ von 0,63 Bcf/Tag

Die US-Erdgas-Überschusslagerbestände verzeichneten eine Achterbahnfahrt in 2012



Quelle: EIA, Tiberius

verzeichnen. Dieses Angebotswachstum ist primär das Ergebnis von Pipeline-Kapazitäts-erweiterungen in der Schiefergasregion Marcellus. Zudem werden rund 25% der aktuellen Erdgasproduktion zu Produktionskosten von 0 USD pro mmBtu gefördert. Diese Produktion wird in der Regel als Nebenprodukt der Schieferölproduktion erzielt. Die durchschnittlichen Produktionskosten liegen gemäß unseren Schätzungen bei 2,00 bis 2,40 USD pro mmBtu.

- Auf der Nachfrageseite haben wir durchschnittlich normales Wetter unterstellt. Dies hat zur Folge, dass es im ersten Quartal 2013 zu einer deutlichen Mehrnachfrage im Vergleich zum ersten Quartal 2012 kommen wird, da der US-Winter 2011/2012 zu mild war. Wir erwarten, dass die komplette Erdgasnachfrage im ersten Quartal 2013 um 5,40 Bcf pro Tag über dem Vorjahr liegen sollte. Der Aufbau der eben beschriebenen Überschusslagerbestände hatte zur Folge, dass es in diesem Jahr zu erhöhter Kohle-Gas-Substitution gekommen ist. Aufgrund der aktuellen Terminkurven und den Kohle-Gas-Preisverhältnissen würde es bei unveränderten Preisen im zweiten und dritten Quartal 2013 zu einer deutlich reduzierten Kohle-Gas-Substitution kommen. Die komplette Erdgasnachfrage würde um 4,90 Bcf pro Tag (Q2) bzw. um 4,67 Bcf pro Tag (Q3) abnehmen.
- Diese Angebots- und Nachfrageschätzungen hätten zur Folge, dass sich der Erdgasmarkt im ersten Quartal 2013 in einem saisonal adjustierten Defizit und in den darauffolgenden zwei Quartalen in einem dramatischen saisonal adjustierten Überschuss befindet. Für das vierte Quartal 2013 erwarten wir im Jahresvergleich ein neutrales Wachstum. Das Defizit im ersten Quartal 2013 ist wie oben beschrieben einer wetterbedingten erhöhten Heznachfrage im Vergleich zum letzten Winter geschuldet, wohingegen es im zweiten und im dritten Quartal zu einer deutlichen Reduzierung der Kohle-Gas-Substitution kommen sollte. Der Anreiz, Gas statt Kohle zu verwenden, ist bei den aktuellen Terminpreisen nicht hinreichend gegeben. Im Ergebnis werden die Überschusslagerbestände im ersten Quartal auf -369 Bcf sinken und im zweiten Quartal 2013 auf +182 Bcf steigen. Im dritten Quartal würden sogar +630 Bcf erreicht. In der Konsequenz wäre die maximale Lagerkapazität bereits vor dem Ende der Einlagerungssaison aufgefüllt. Wir schätzen die Lagerbestände am Ende der Wintersaison bei 2.146 Bcf und zum Spätherbst würden bei unveränderten Preisbedingungen 4.283 Bcf erreicht. Die maximale Lagerkapazität liegt gegenwärtig bei 4.150 Bcf.
- Die beschriebene Market Balance macht deutlich, dass es im Verlauf des Jahres 2013 zu einer Änderung des Kohle-Gas-Preisverhältnisses kommen muss, um ein mögliches Überlaufen der Lagerbestände zu vermeiden. Auf dieser Grundlage scheinen die Terminpreise 2013 überteuert. Die Erdgas-Terminkurve befindet sich über das ganze Jahr in einem Contango. Investoren müssen also neben den aufgezeigten Kassapreis-verlusten zusätzlich noch mit negativen Roll-Renditen von ca. 10 bis 15% kalkulieren.
- Nachfolgend ist unsere finale Market Balance für das kommende Jahr dargestellt. Wie eingangs erwähnt, wird durchschnittlich normales Wetter unterstellt. Des Weiteren werden nun auch unsere quartalsweisen Preisprognosen für 2013 berücksichtigt. Hierdurch soll der Preiseinfluss aus Periode T auf die zukünftige Nachfrage und auf das zukünftige Angebot in Periode T+1 berücksichtigt werden. Im Gesamtergebnis wird das Angebot im kommenden Jahr um durchschnittlich 0,63 Bcf pro Tag wachsen. Auf der Nachfrageseite erwarten wir einen durchschnittlichen Anstieg von 0,05 Bcf pro Tag. Wir haben in der Tabelle jeweils die Nachfrageschätzungen aus der ursprünglichen Analyse (Annahme normales Wetter und aktuelle Terminpreise) rot gekennzeichnet. Es ist deutlich zu erkennen, dass ohne eine Zunahme der Nachfrage des Stromsektors die Lagerbestände im Herbst deutlich über der 4.000 Bcf Marke liegen würden.

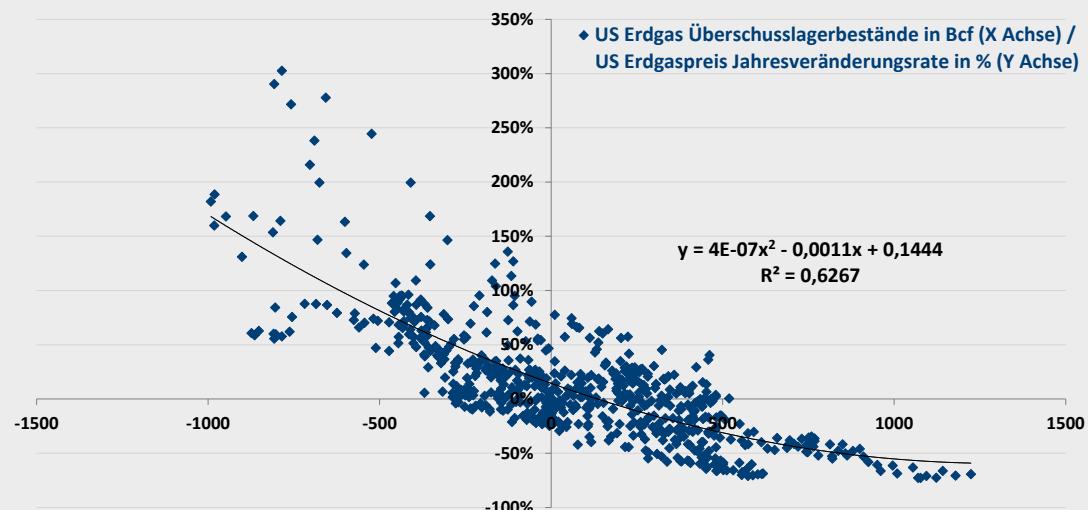
Der US-Erdgasmarkt wird sich auch im kommenden Jahr im Überschuss befinden								
Alle Daten in Bcf/Tag, außer Lagerbestände	Q1 2012	Q2 2012	Q3 2012	Q4 2012	Q1 2013	Q2 2013	Q3 2013	Q4 2013
US Produktion	63,2	62,78	63,68	63,81	64	64	64	64
Kanadische Importe	5,1	6,29	5,78	5,36	5,1	6,29	5,78	5,36
LNG	0,62	0,43	0,42	0,42	0,62	0,43	0,42	0,42
Gesamtangebot	68,92	69,5	69,88	69,59	69,72	70,72	70,2	69,78
Mexikanische Exporte	1,2	1,54	1,5	1,41	1,31	1,58	1,53	1,41
Gewerbliche und Häusliche Nachfrage	32,57	11,67	8,62	24,21	40,10	13,63	7,99	24,21
Industrie Nachfrage	19,46	17,44	17,22	18,49	19,44	17,44	17,06	18,49
Power Nachfrage	20,84	26,04	31,36	20,43	18,62	21 (19,15)	30 (27,46)	20,43
Sonstige Nachfrage	6,09	5,58	5,77	5,96	6,09	5,58	5,77	5,96
Gesamtnachfrage	80,16	62,27	64,47	70,49	85,56	59,22	62,35	70,49
Tägliche Markt Balance	-11,24	7,23	5,41	-0,90	-15,84	11,50	7,85	-0,71
Lagerbestände am Ende des Quartals (Bcf)	2472	3102	3653	3572	2146,89	3181,65 (3348,26)	3888,25 (4283,85)	3824,46 (4220,06)
Quartals Balance YoY					-4,60	4,27	2,44	0,19
Preis Ausblick (\$/mmBtu)					3,60	3,00	3,30	3,50
Preis Terminkurve (\$/ mmBtu)					3,74	3,85	3,91	4,30
Abweichung Prognose - Terminkurve in %					-3,64%	-22,16%	-15,60%	-18,60%

Quelle: EIA, Tiberius

- Im Backtesting zeigt sich ein enger Zusammenhang zwischen den 1-Jahresüberschusslagerbeständen und der prozentualen Erdgaspreisänderung zum Vorjahreswert. In der nachfolgenden Grafik wird dieser Zusammenhang dargestellt. Auf der Abszisse sind die historischen Überschusslagerbestände abgetragen, wohingegen auf der Ordinate die 1-Jahrespreisveränderung des Erdgaspreises zu erkennen ist. Basierend auf diesem Zusammenhang scheinen uns die Preise für das erste Quartal fair bewertet, wohingegen die Terminpreise für die Quartale zwei und drei deutlich über unserem „fairen Wert“ liegen.

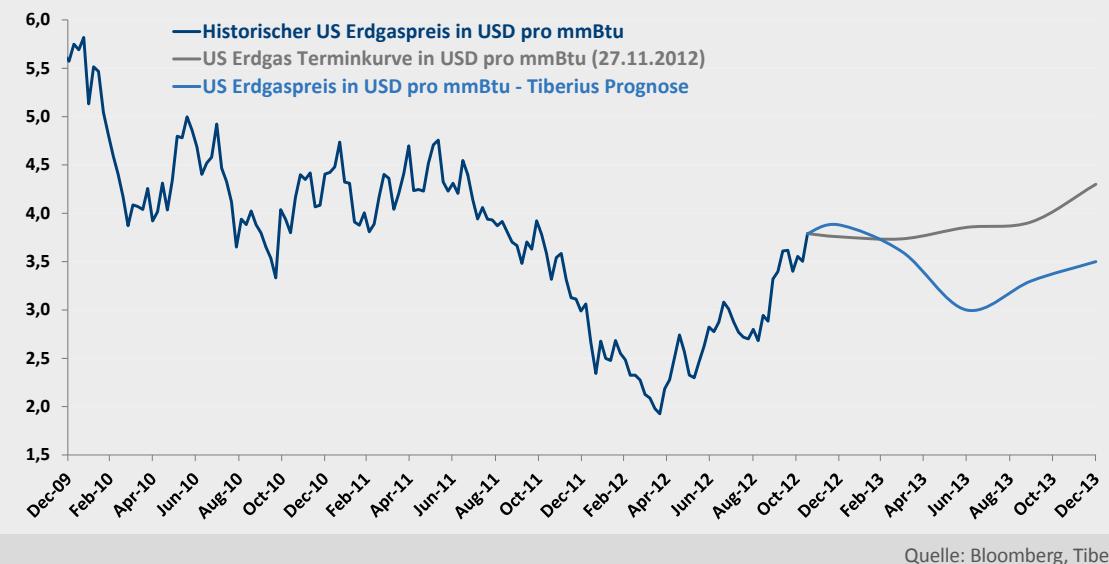
Basierend auf diesem Zusammenhang scheinen uns die Preise für das erste Quartal fair bewertet, wohingegen die Terminpreise für die Quartale zwei und drei deutlich über unserem „fairen Wert“ liegen.

Zwischen den US-Erdgas-Überschusslagerbeständen und dem Preiswachstum ist ein deutlicher Zusammenhang erkennbar



Quelle: EIA, Tiberius

Die Q2 2013 Kontrakte erscheinen deutlich überbewertet



Quelle: Bloomberg, Tiberius

Fazit

Wir erwarten für das erste Quartal 2013 einen Preis von 3,60 USD pro mmBtu (Terminkurve 3,74 USD), für das zweite Quartal einen Preis von 3,00 USD pro mmBtu (Terminkurve 3,85 USD). Der Preisrückgang sollte dazu führen, dass in Quartal zwei und drei genügend Nachfrage durch erhöhte Kohle-Gas-Substitution erzeugt wird. Die rechtzeitige Verhinderung von zu großen Überschusslagerbeständen würde im dritten Quartal einen Preisanstieg auf durchschnittlich

3,30 USD pro mmBtu bzw. im vierten Quartal auf 3,50 USD pro mmBtu ermöglichen. Wir erwarten für das Ende der Wintersaison Lagerbestände von 2.146 Bcf und für das Ende der Sommersaison von 3.888 Bcf. Die Wetterentwicklung stellt das größte Risiko für unsere Prognose dar. Sollte es zu einem kälteren Winter kommen, würde das saisonal adjustierte Defizit im ersten Quartal höher ausfallen und die Notwendigkeit für Kohle-Gas-Substitution wäre nicht in dem Maß gegeben. In diesem Fall sehen wir die aktuelle Terminkurve als fair bewertet an.

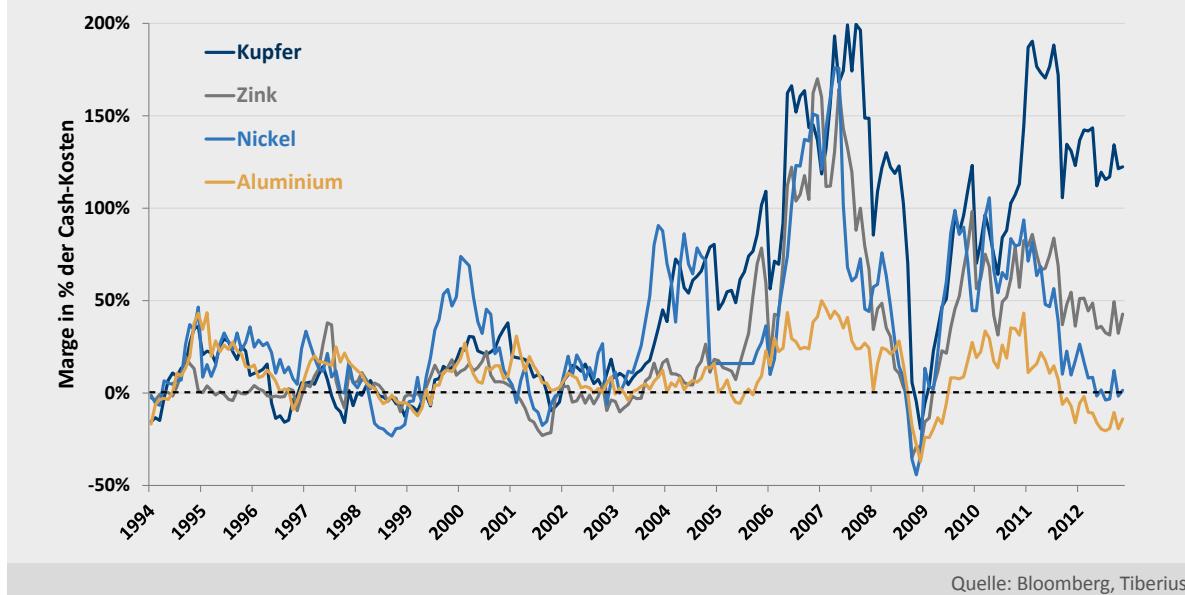
INDUSTRIEMETALLE: VERHALTEN POSITIV

Produktionsgrenzkosten sichern nach unten ab

Unter den Industriemetallen wies aufgrund der enttäuschenden Nachfrageentwicklung lediglich Zinn und zeitweise Kupfer ein Marktdefizit aus. Konsequenterweise waren die Metallmärkte mit Überschüssen (Aluminium, Zink, Nickel und mit Abstrichen Blei) zu einem guten Teil des Jahres damit beschäftigt, Angebot durch einen schleichenden Preisverfall auszupreisen und den Markt neu auszubalancieren. Diese Aufgabe des Marktes ist beim gegenwärtigen Preisniveau, das an den Grenzkosten der Produktion angekommen ist, erledigt. Dies gilt insbesondere bei Aluminium und Nickel. Bei beiden Metallen sind die High-Cash-Cost-Produzenten, die für die letzten 10% der Produktion stehen, bei den gegenwärtigen Marktpreisen nicht mehr profitabel. Bei Aluminium liegen die physicalen Cash-Preise aufgrund der eingeschränkten Liefermöglichkeiten aus Lagern der LME zum Teil 100 bis 200 USD über dem LME Cash-Preis, was aber die Grundsituation eines kostenbedingten Verdrängungswettbewerbs im Raffineriesektor

nicht ändert. Der Verlust von Rusal mit über 118 Millionen US-Dollar im dritten Quartal ist ein Beispiel dafür. Bei Nickel trifft es vor allem die Pig-Iron-Produzenten, die aus unserer Sicht unter 17.000 USD je Tonne Angebotseinschränkungen vornehmen werden. Beide Metalle sind unserer Meinung nach durch die Produktionskosten gut nach unten abgesichert. Bei Blei und Zink liegen Angebotsengpässe nicht in der primären Metallproduktion (Metall-Konzentrat), sondern im Raffineriesektor, insbesondere in China. Dadurch ist die Bruttomarge für die Zinkproduzenten, bezogen auf das raffinierte Metall, trotz hoher Marktüberschüsse im positiven Bereich. Sehr hohe Bruttomargen genießen die Kupferproduzenten, da das Angebotswachstum in den letzten Jahren nicht ausreichte, um den Kupfermarkt in einen Überschuss zu bringen. Für zusätzliches Kupferangebot sind die Grenzkosten neuer Kupferprojekte entscheidend. Diese liegen ca. bei 7.300 bis 7.500 USD je Tonne, rund 5% unter dem aktuellen Marktpreis. Insofern ist zumindest für 2013 der Kupfermarkt ebenfalls in moderatem Maße nach unten abgesichert.

Bruttomarge eines High-Cost-Produzenten (90% Perzentil)

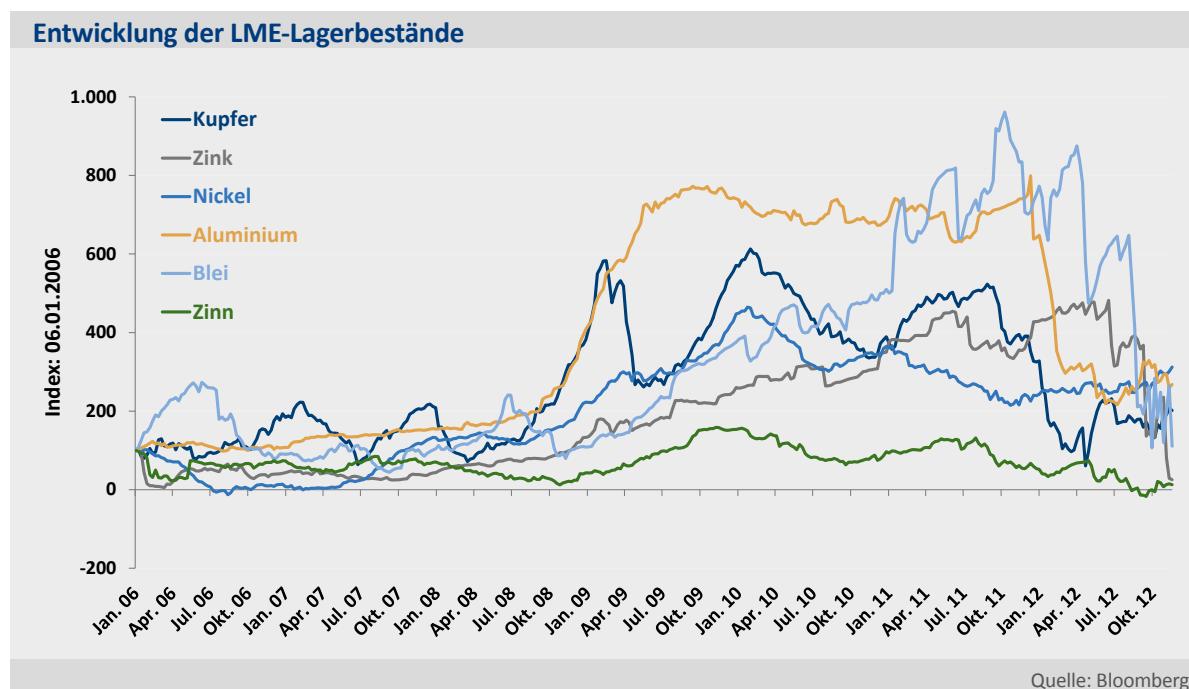


Quelle: Bloomberg, Tiberius

Offizielle Börsenlagerbestände sind zuletzt zurückgekommen

Obwohl die offiziellen Börsenlagerbestände an der London Metal Exchange (LME) wohl kaum als ein realistisches Abbild des unterliegenden Marktsaldos gewertet werden können, zählen sie im Backtesting zu den „besseren“ Indikatoren. Rechnet man die Lagerbestände, die bereits für Auslieferungen vorgemerkt sind (cancelled warrants) heraus, so ist in den letzten Monaten eine deutlich fallende Tendenz bei Blei, Zink, Aluminium, Kupfer und Zinn zu bemerken. Auf kritisch tiefen Niveaus sind die Lagerbestände bei Zinn und Zink.

Roll-Verluste von mehr als 10% p. a. zu erwarten. Bei Aluminium ist jedoch der zweit-endfällige Kontrakt (second nearby: Januar 2013) zum nächst-endfälligen Kontrakt (first nearby: Dezember 2012) in Backwardation, ein Indiz für die Marktverwerfungen, die sich durch Finanzierungsdeals gebundene Lagerbestände und physische Prämien lokaler Cash-Preise infolge von Entnahmeverbeschränkungen an der LME ergeben. In 2013 erwarten wir bei Aluminium und Zink eine allmähliche Verflachung der Kurve und damit einen niedrigeren Contango. Am attraktivsten sind nach wie vor die Terminkurven der Defizitmetalle Zinn und Kupfer. Bei Kupfer ist die Kurve derzeit sehr flach. In 2013 sehen wir eine allmähliche Drehung in Contango. Das

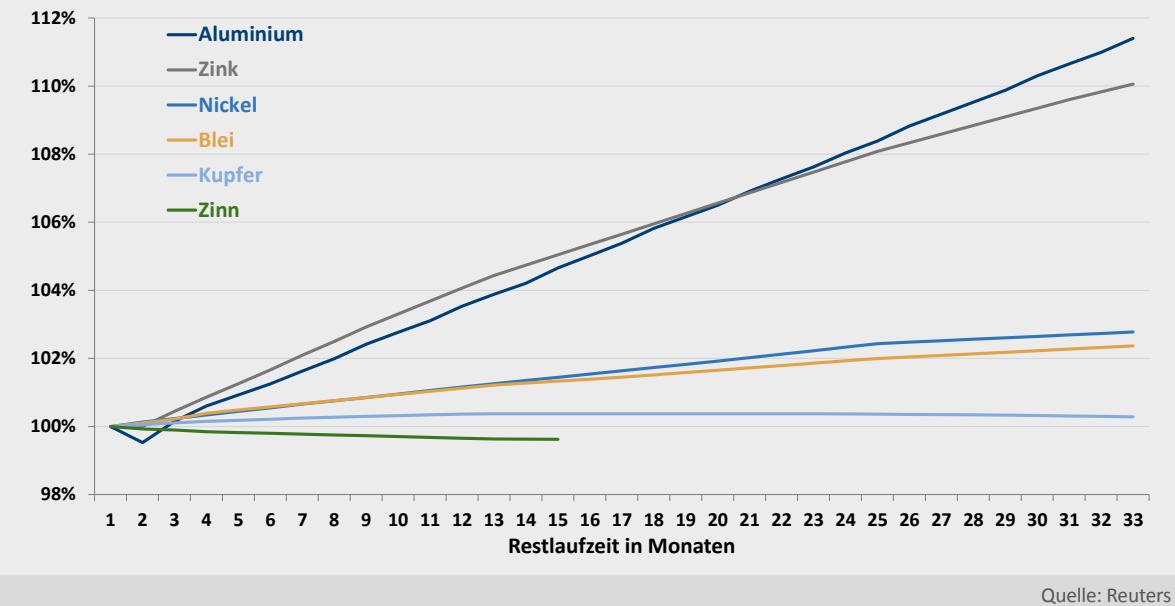


Lagerbestandsänderung noch ohne große Auswirkung auf Terminkurven

Historisch haben wir eine hohe Korrelation zwischen Lagerbestandsänderungen an der LME und Verschiebungen der Terminkurven gemessen. Der jüngste Rückgang der Lagerbestände (s. o.) hat sich noch nicht auf die Terminkurven der Metalle ausgewirkt. Die unattraktivsten Terminkurven weisen die Überschussmetalle Aluminium und Zink auf. In beiden Fällen sind

Gegenteil erwarten wir für Zinn und sehen eine Versteilerung der Kurve in 2013. Wir halten einen physischen Squeeze am vorderen Ende der Terminkurve für nicht unwahrscheinlich.

Terminkurven ausgewählter Industriemetalle Ende November 2012

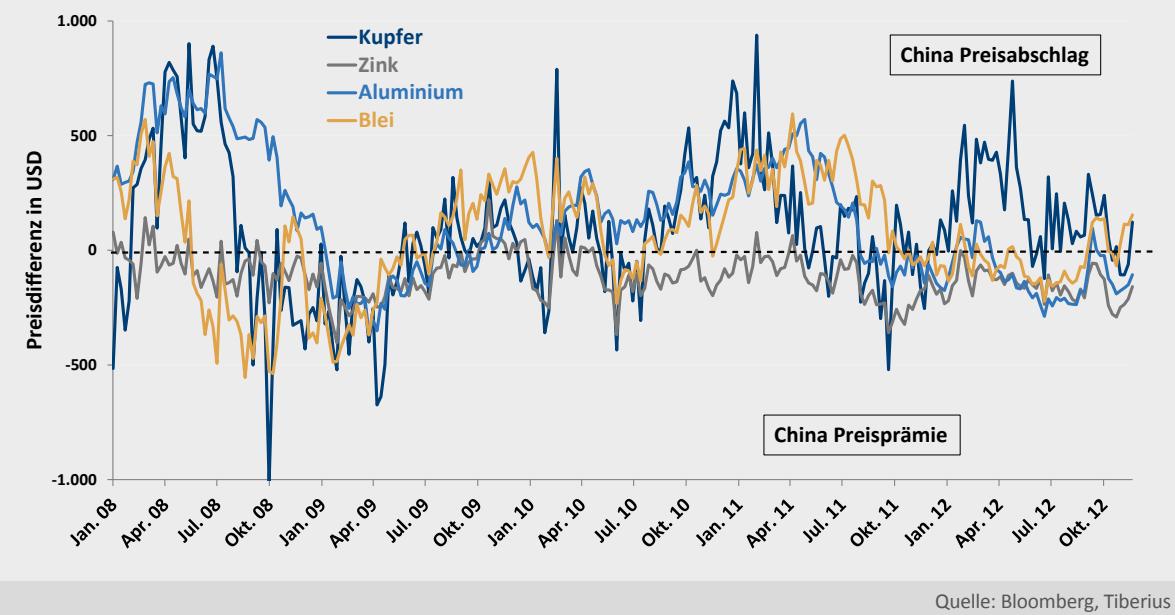


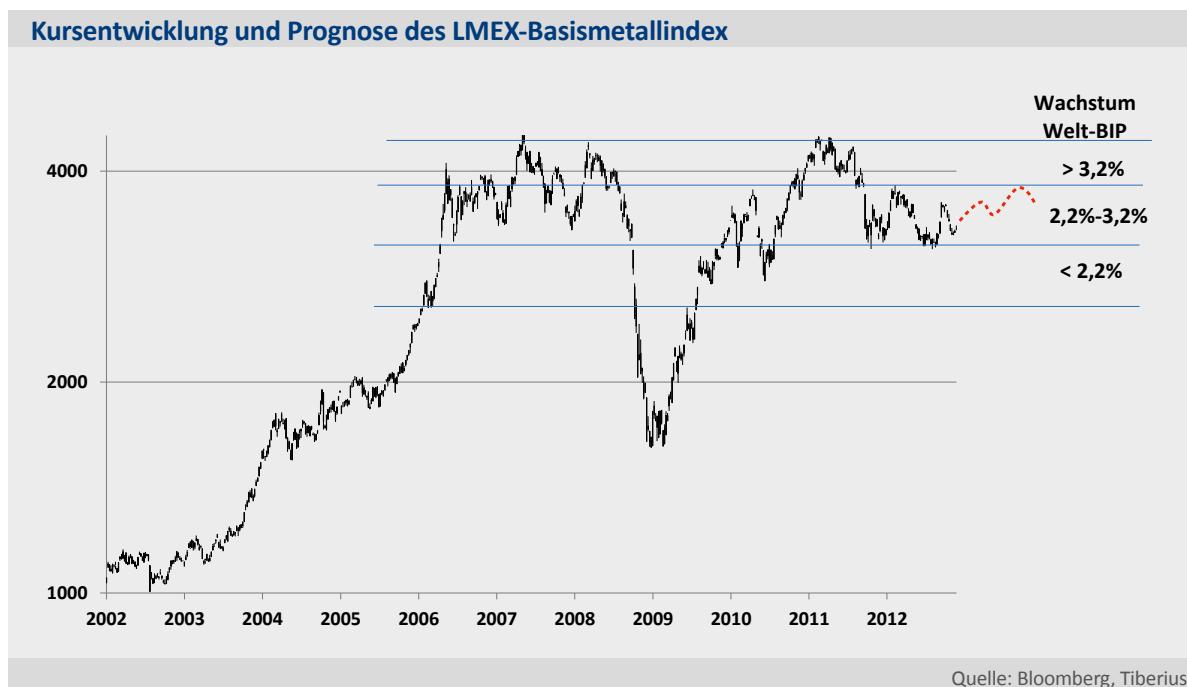
Auf der Nachfrageseite wenig Impulse

Von China, das mit mehr als einem Drittel der Gesamtnachfrage bei einzelnen Basismetallen eine dominante Position einnimmt, ist derzeit keine Belebung der Nachfrage zu spüren. Neben den offiziellen Importdaten, die für alle im LMEX-Basismetallpreisindex vertretenen Metalle zuletzt recht rückläufig waren, sind für uns die Prämien

der physischen Preise in China im Vergleich zur LME maßgeblich. Im Herbst 2011 ergab sich eine perfekte Kaufgelegenheit für Metalle, als die LME-Preise steil abfielen, die Prämien an der Shanghai Futures Exchange aber ein nachhaltiges Kaufinteresse in China indizierte. In diesem Jahr ist bei Aluminium und Zink ebenfalls eine Preisprämie in China zu beobachten. Der jüngste Preisanstieg an der LME war noch nicht groß

Arbitrage zwischen Shanghai Futures Exchange und London Metal Exchange





genug, um die Knappheit in China zu beseitigen, was kurzfristig taktisch eine Kaufgelegenheit eröffnet. Bei Kupfer hingegen signalisieren die Preise an der Shanghaier Börse eine ausreichende Versorgung. Dieses Signal steht im Einklang mit der Vermutung über einen hohen Bestand nicht offiziell berichteter Kupferlager (bonded warehouses). Insgesamt ist eine hohe Nachfragedynamik und eine daraus resultierende Angebotsknappheit für 2013 unwahrscheinlich.

Fazit: Basis-Konjunkturszenario macht einen Markt mit engen Handelsspannen wahrscheinlich

Nach unserem Verständnis wird die Weltwirtschaft im kommenden Jahr mit 3% etwas stärker wachsen als in diesem Jahr. Für ein noch höheres Wachstum ist die Wahrscheinlichkeit angesichts des übergeordneten Deleveraging-Trends gering. Umgekehrt ist auch ein Einbruch der Weltwirtschaft vor dem Hintergrund global leicht expansiver Wirtschaftspolitik wenig plausibel. Für die Basismetalle bedeutet unser Basis-Konjunkturszenario, dass wir innerhalb einer engen Handelsspanne moderate Kurszuwächse sehen sollten. Wir rechnen für den LMEX-Basismetallindex mit einem Kursplus von 10% bis 15% bis zum Jahresende 2013.

Kupfer: Leicht Untergewichten

Angebot

- Bei Kupfer kam es in den vergangenen Jahren zu einem stets wiederkehrenden Phänomen: Regelmäßig wurden auf der Angebotsseite hohe Produktionszuwächse vorhergesagt, die dann in dieser Form nicht eintrafen. Die übliche Mischung von Streiks, Wetterproblemen und niedrigeren Erzgehalten führte dazu, dass die primäre Erzproduktion (Metall-Konzentrat) mehrfach nach unten revidiert werden musste. Im Oktober 2011 wurde die Minenproduktion von Metall-Konzentrat der International Copper Study Group (ICSG) für das Jahr 2012 noch mit 17.612 Kilotonnen prognostiziert, im Oktober 2012 waren es dann <nur> noch 16.524 Kilotonnen.
- Die Probleme bei der Erzproduktion schränkten auch die Produktion von raffiniertem Kupfer ein. Die Raffinerien konnten ihre Kapazitäten nicht wie gewünscht auslasten, was sich in sinkenden Margen (Refining & Treatment Charges) bemerkbar machte. In der Konsequenz dürfte der Markt für raffiniertes Kupfer in 2012 zum dritten Jahr in Folge ein Produktionsdefizit von ca. 200 Kilotonnen

aufweisen, nachdem viele Marktbeobachter zu Beginn des Jahres noch von einem ausgeglichenen Markt ausgegangen waren.

- In den Jahren 2013 bis 2015 dürfte sich aber ein Produktionsüberschuss zeigen. Die Projektliste der geplanten Minenerweiterungen ist lang. Allein in 2013 dürften mehr als 1.500 Kilotonnen an Metall-Konzentrat durch neue Minenprojekte und Erweiterungen existierender Minen realisiert werden. Sowohl die Erzproduktion als auch die Produktion von raffiniertem Kupfer dürften um knapp 6% zulegen. Dies setzt jedoch voraus, dass der Start neuer Projekte nicht nochmals verschoben wird. Die Risikoprämie für ungeplante Angebotsausfälle (Supply Disruption Allowances) dürfte angesichts der historischen Erfahrungen zumindest im ersten Halbjahr 2013 hoch bleiben.

Nachfrage

- Auf der Nachfrageseite besteht die Schwierigkeit, den tatsächlichen Verbrauch Chinas abzuschätzen. Die offiziellen Importzahlen, die über den Jahreswechsel 2011/12 auf einem sehr hohen Niveau waren und seither abgeflacht sind, liefern lediglich eine Indikation, da

Entwicklung des Preisverhältnisses von Kupfer und Aluminium (3-Monats-Forward-Preis)



Quelle: Bloomberg

ein signifikanter Teil der Importe sich in nicht berichteten Lagerbeständen niederschlägt und somit nicht „verbraucht“ wird.

- Nach unseren Schätzungen wird die Kupfernachfrage in diesem Jahr um rund 2% wachsen. Gemäß unseres Makrobildes eines gemäßigt positiven Konjunkturverlaufs unterstellen wir in 2013 eine etwas höhere Wachstumsrate von 2,7%.
- Kupfer wies in den vergangenen Jahren eine wesentlich bessere Performance auf als andere Basismetalle. Dies hat dazu geführt, dass Kupfer insbesondere gegenüber Aluminium relativ teuer geworden ist. Insbesondere in der Bauindustrie dürfte dies zu einer zunehmenden Substitution von Kupfer durch Aluminium führen.

Sentiment

- Kupfer wird an der COMEX gehandelt und ist das einzige Metall, für das Daten zur Positionierung einzelner Marktteilnehmergruppen von der amerikanischen Commodities Futures Trading Commission (CFTC) vorliegen. Kupfer ist der Rohstoff, an dessen spekulativer Positionierung sich am besten das Makrosentiment ablesen lässt. Wenn die Konjunkturängste stark ausgeprägt sind, wie im Herbst 2011 oder zum Ende des zweiten Quartals 2012, besteht zumeist eine markante Netto-Short-Position, die die Chance auf eine Eindeckungs-Rallye eröffnet. Aktuell ist die Nettoposition der spekulativen Marktteilnehmer (Non Commercials) leicht unter die Nulllinie zurückgekommen, nachdem die QE3-Euphorie verflogen ist.

Fazit

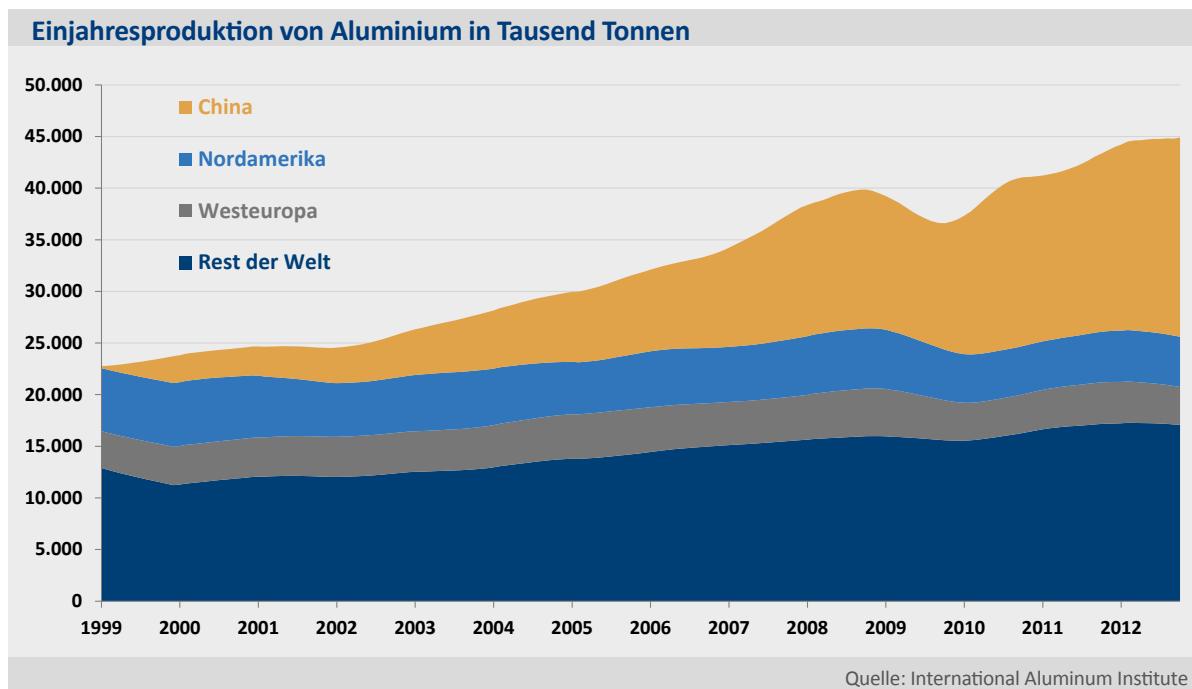
Aufgrund der geplanten Produktionserweiterungen und einer durchschnittlich wachsenden Nachfrage dürfte der Kupfermarkt in den Jahren 2013 bis 2016 einen strukturellen Angebotsüberschuss aufweisen. In 2013 rechnen wir mit einem Marktüberschuss von 250 Kilotonnen. Es ist daher zu erwarten, dass die Kupferpreise in 2013 so stark unter Druck kommen, dass Teile des Angebots unprofitabel werden. Wir rechnen mit einem leichten Preisrückgang auf 7.200 USD je Tonne und empfehlen, Kupfer leicht unterzugewichten.

Aluminium: Leicht Untergewichten

Angebot

- Auf der Angebotsseite von Aluminium herrscht ein strenger Verdrängungswettbewerb. Obwohl der Markt seit Jahren einen hohen Produktionsüberschuss aufweist und mittlerweile ein guter Teil der Produzenten nicht mehr profitabel ist, wurde die globale Aluminiumproduktion in den letzten Monaten weiter ausgedehnt. Die Ursache für diese unterbliebene Angebotsreaktion sind die Produktionsausweitungen in China, das in den letzten Jahren Marktanteile durch die Subventionierung der teilweise unprofitablen heimischen Aluminiumindustrie gewonnen hat.

- Der zweite Grund, weshalb die Produzentenseite bisher nicht reagiert hat, liegt in der Investmentnachfrage nach Aluminium. Aluminium wandert von den Produzenten nicht zum Verbraucher, sondern wird in sogenannten Finanzierungsgeschäften von privaten Investoren physisch gelagert. Diese kaufen zu Kassapreisen und verkaufen gleichzeitig zu wesentlich höheren Kursen auf Termin (der Contango im Aluminium liegt bei mehr als 4% p. a.), was sie für Finanzierungs- und Lagerkosten kompensiert. Dadurch wird dem Markt durch Lageraufbau Aluminium entzogen. Dieses Aluminium kann dennoch kurzfristig auf den Markt kommen, wenn diejenigen, die die Long-Gegenposition am Terminmarkt eingenommen haben, sich wieder von ihren (Termin-)Beständen trennen wollen.



- Aluminium weist aufgrund der hohen Lagerbestände eine notorisch in Contango befindliche Terminkurve auf, die die Finanzierungsgeschäfte (s. u.) ermöglicht. Für Futures-long-only-Investoren bedeutet dies seit Jahren permanente hohe Roll-Verluste. Eine Änderung ist, so lange der Aluminiummarkt von hohen Überschüssen und Lageraufbau geprägt ist, nicht in Sicht.
- Aus den offiziellen Lagerbeständen an der LME kann nur eine bestimmte Höchstmenge pro Tag entnommen werden. Da ein Teil des Angebots zusätzlich durch Finanzierungsgeschäfte gebunden ist, werden an lokalen Verbrauchermärkten 200 bis 300 USD Prämien zum LME-Preis bezahlt. Dies hält rund 5% des Angebots gerade noch profitabel.

- Für 2013 ist wenig Änderung in Sicht. Die Aluminiumproduktion wird trotz Marktüberschusses noch einmal kräftig wachsen. Wir rechnen mit 7% Produktionswachstum.

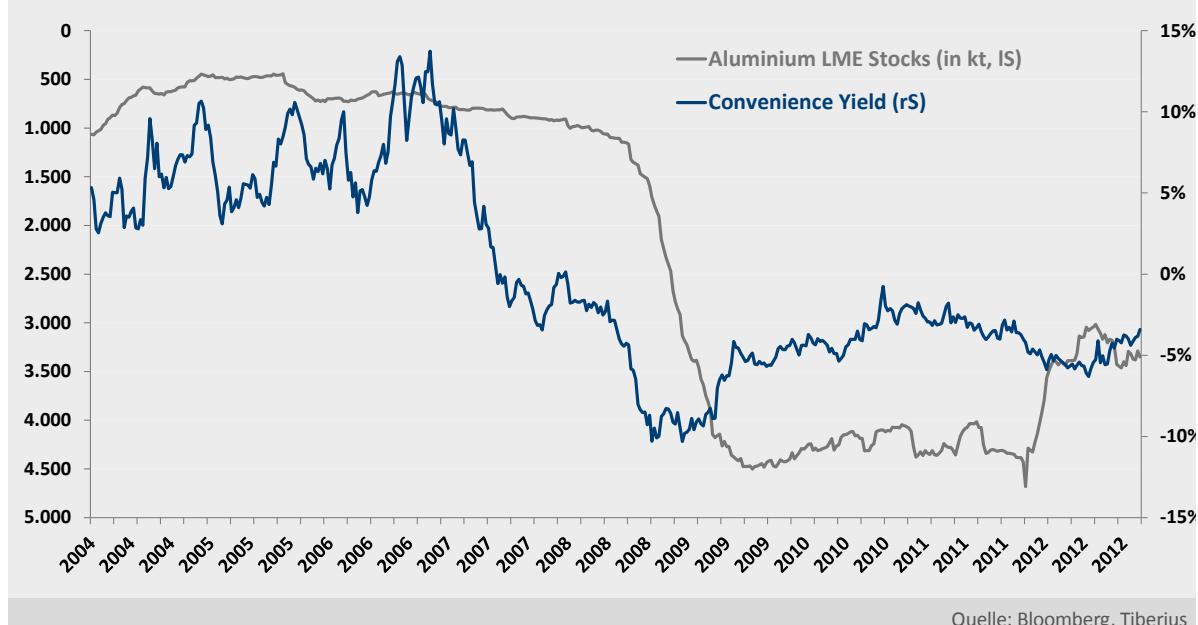
Nachfrage

- Der Aluminiummarkt weist das höchste Nachfragewachstum von den von uns beobachteten Metallen auf. Von 2010 bis 2012 ist die Nachfrage um mehr als 30% gewachsen. Auch in 2013 ist mit einem Nachfragewachstum von mehr als 5% zu rechnen. Positive Impulse kommen von der Bauindustrie und mit Abstrichen vom Transportsektor.
- Die dynamische Nachfrageentwicklung reicht jedoch nicht aus, um den Markt in das Gleichgewicht zu bringen. Wir erwarten 2013 und auch für 2014 noch einmal hohe Produktionsüberschüsse von jeweils mehr als 800.000 Tonnen.

Fazit

Aluminium ist ein klassischer Überschussmarkt mit hohen Lagerbeständen und negativen Roll-Erträgen, der nach unten durch die Produktionskosten abgesichert ist, nach oben aber auch nicht viel Phantasie bietet. Wir empfehlen eine leichte Untergewichtung.

Aluminium-LME-Bestände und Convenience Yield



Nickel: Leicht Übergewichten

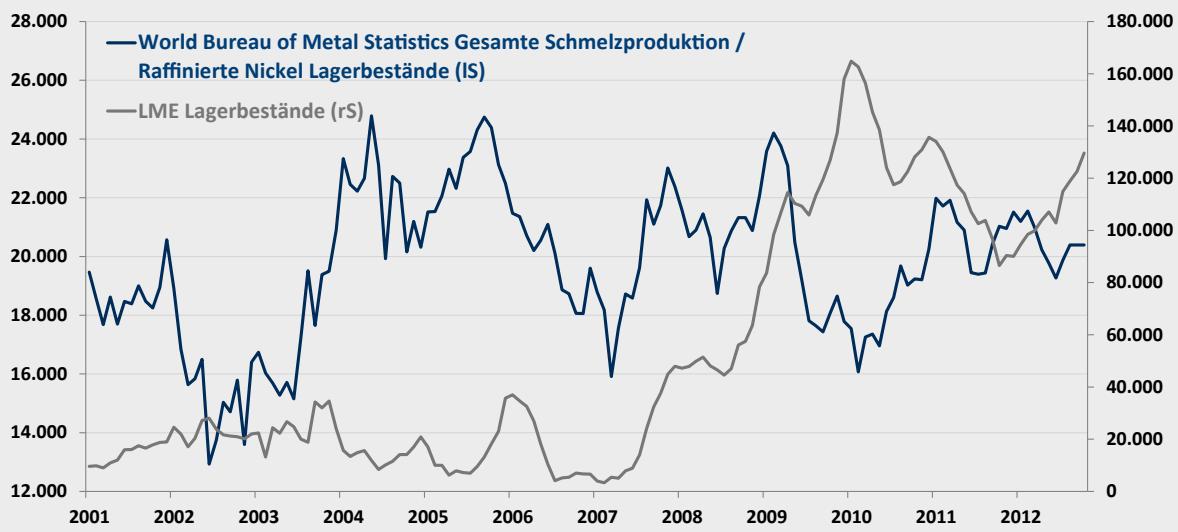
Angebot

- Noch vor einem halben Jahr wurden von den meisten Marktbeobachtern hohe Produktionszuwächse vorhergesesehen. Produktionserweiterungen waren sowohl bei der klassischen Ferro-Nickelgewinnung (Koniambo, Taguang) als auch von den neuen Projekten der High-Pressure-Acid-Leaching (HPAL)-Technologie (Taganito, Ramu, VNC Goro, Ambatovy) geplant. Mehrere Produktionsausfälle mit Produktionsstopps von mehr als einem halben Jahr sorgten seit Sommer dafür, dass das Angebot mehrfach nach unten revidiert werden musste. Für 2013 bedeutet dies, dass die geplanten Produktionssteigerungen in den HPAL-Projekten Ambatovy und VNC Goro mit einem höheren Risikoabschlag belegt werden.
- Langfristig fehlt es dem Nickelmarkt an Angebot, um die wachsende Nachfrage befriedigen zu können. Ab dem Jahr 2017 sind deswegen strukturelle Produktionsdefizite zu erwarten. Das Hauptproblem ist der starke Anstieg der Investitionskosten (Capex) für neue Projekte. Die oben erwähnten Projekte

wären bei heutiger Planung wesentlich teurer und würden bei aktuellen Nickelpreisen kein grünes Licht mehr erhalten. Bei Produktionschwierigkeiten und Nickelpreisen zwischen 15.000 und 17.000 USD je Tonne sind längere Produktionsstopps nicht unwahrscheinlich.

- In die Bresche könnten wie in den Vorjahren die chinesischen Nickel-Pig-Iron (NPI)-Produzenten springen. Nickel-Pig-Iron ist eine Nickel-Eisen-Kombination, die reines Nickel in der Erzeugung von rostfreiem Stahl (Stainless Steel) substituieren kann und als Alternative während des Nickel-Preis-Squeezes im Jahr 2007 entwickelt wurde. Bei den gegenwärtigen Marktpreisen (16.500 USD je Tonne) sind jedoch die meisten NPI-Produzenten nicht mehr profitabel. Da die Preise sich in den letzten drei Monaten unter dieser Preisgrenze bewegt haben, gehen wir davon aus, dass mehr als 50% des NPI-Angebots wegfallen ist. Sollten sich die Produktionssteigerungen bei der reinen Nickelproduktion nicht wie geplant realisieren lassen, wird das NPI-Angebot über höhere Preise (> 20.000 USD je Tonne) wieder in den Markt zurückgeholt werden müssen. Langfristig gibt es auf der NPI-Seite ein großes ungenutztes

Entwicklung von Nickel-Lagerbeständen



Quelle: Bloomberg

Angebotspotenzial, das auch die strategische Lücke ab 2017 auffüllen könnte, was aufgrund höherer Produktionskosten nur bei langfristig erhöhten Preisen der Fall sein dürfte.

- Ein weiterer Unsicherheitsfaktor ist der im Frühjahr 2012 angekündigte Exportstopp für indonesisches Nickel-Erz ab dem Jahr 2014, was die Kosten für chinesische NPI-Produzenten deutlich nach oben treiben könnte.
- Kurzfristig sind Preissteigerungen durch hohe Lagerbestände an der LME und dem Vernehmen nach durch hohe Nickel-Lagerbestände in China limitiert.

Nachfrage

- Die Nickel-Nachfrage wächst weiterhin relativ robust. In diesem Jahr erwarten wir ein Wachstum von rund 4%. Vor dem Hintergrund unseres globalen Konjunkturbildes und der Erholung in der Stahlindustrie rechnen wir mit einem Zuwachs von knapp 7%, wobei die stärksten Impulse von der Produktion rostfreien Edelstahls in den USA und China kommen dürften.
- Der daraus resultierende Marktsaldo sollte noch einen marginalen Überschuss offenbaren. Wir rechnen mit rund 10.000 Tonnen.

Fazit

Nickel steht 2013 mehr oder weniger vor einem ausgeglichenen Markt. Wir sind der Meinung, dass das Nickel-Pig-Iron-Angebot durch einen kurzen Preisanstieg auf 20.000 USD je Tonne zurück in den Markt geholt werden muss. Auch langfristig liegen die Nickel-Preise zu tief, um genügend Produktionsanreize zu bieten. Das Preispotential ist aber durch hohe Lagerbestände und eine schnelle Reaktionszeit der NPI-Produzenten begrenzt. Wir raten zu einer leichten Übergewichtung.

Blei: Leicht Übergewichten

Angebot

- Angebotsengpässe existieren im Bleimarkt in diesem Jahr bei Bleikonzentraten. Schätzungen von mehreren Marktbeobachtern zufolge weist der Markt für Bleikonzentrate ein Defizit von mehr als 30.000 Tonnen auf, obwohl die Bleiproduktion in diesem Jahr stark wächst. So wächst gemäß Daten von Antaika die Minenproduktion von Blei im Jahresvergleich um mehr als 40%. In 2013 dürfte sich das Produktionswachstum etwas abflachen. Die International Lead & Zinc Study Group (ILZSG) schätzt für das kommende Jahr einen Zuwachs der Minenproduktion von 2,8%.

- Die Bleipreise wurden im Sommer 2012 durch ein Marktdefizit für raffiniertes Blei in China gestützt. Gemäß der ILZSG hat China in den ersten acht Monaten von 2012 rund 30.000 Tonnen mehr Blei „konsumiert“ als hergestellt. Dies lag im Wesentlichen an zwei Faktoren: Erstens verfügten die Raffinerien in China nur über geringe Margen Wachstum der Produktion von raffiniertem Blei und zweitens hat sich die chinesische Nachfrage aus dem Batteriesektor kräftig erholt (s. u.).
- Der Markt für raffiniertes Blei befindet sich dieses Jahr in einem Angebotsüberschuss von rund 60.000 Tonnen. Zu Beginn des Jahres wurde noch ein höherer Überschuss angenommen. Das Sekundärangebot an raffiniertem Blei wächst in diesem Jahr mit ca. 2,5% nur verhalten. Für 2013 gehen wir von einem stärkeren Plus (+3,9%) der Sekundärproduktion auf rund 11 Mio. Tonnen aus. In Kombination mit unserer Nachfrage- schätzung führt uns dies wie in 2012 zu einem kleinen Marktüberschuss (60.000 Tonnen).
- In den letzten Wochen ist verstärkt Blei an der LME für Auslieferungen vorgemerkt worden (cancelled warrants). Die Liefervermerkungen beziehen sich vor allem auf Lagerhäuser in den USA, wo der physische Markt heute sehr viel stärker von dem mittlerweile

knappen Recycling-Markt abhängig ist. Der Anstieg der cancelled warrants in den USA sieht in unseren Augen wie der Versuch einer künstlichen Verknappung von verfügbarem Lager durch die Verschiebung von berichteten in nicht berichtete Lager aus.

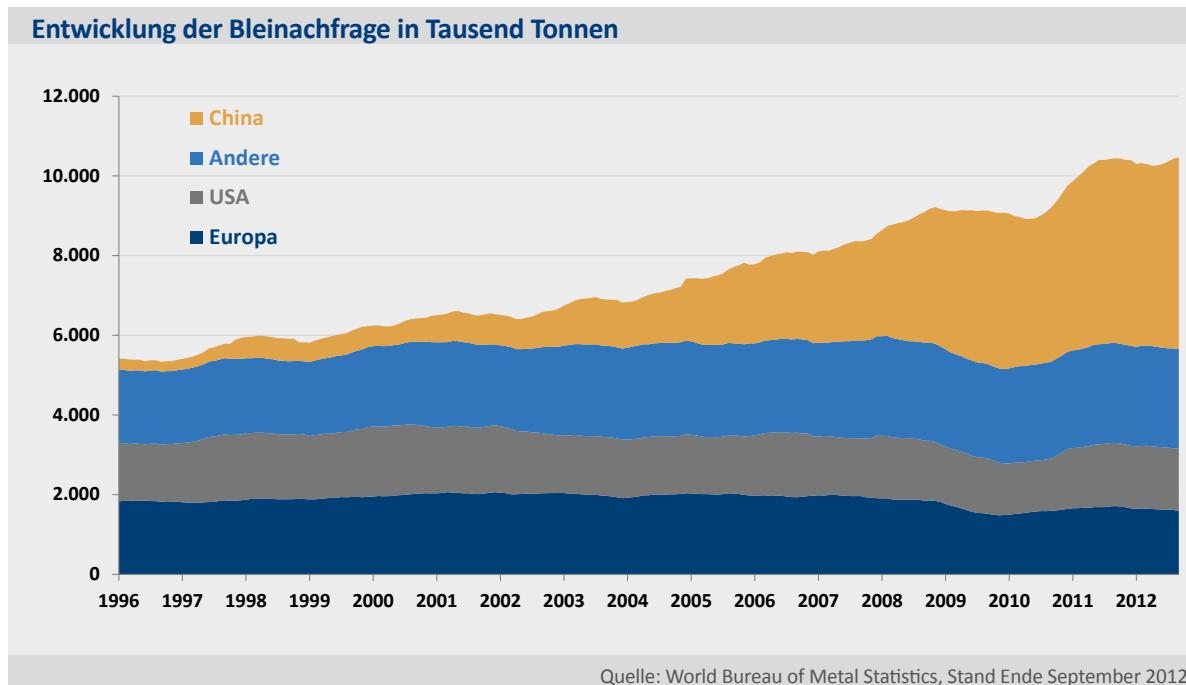
Nachfrage

- Im Jahr 1995 hatte China nach Angaben des World Bureau of Metal Statistics nur einen Anteil von rund 5% an der Weltbleinachfrage. Heute sind es rund 45%. Dementsprechend ist für den Bleimarkt die Dynamik der Nachfrageentwicklung entscheidend. Mit knapp drei Vierteln liegt die Hauptanwendung von Blei in der Batterieherstellung. Nachdem es im Jahr 2011 durch umweltpolitische Auflagen zu einem Rückgang der Batterieherstellung in China gekommen war, hat sich die Produktion in diesem Jahr mit einem Wachstum von knapp 5% kräftig erholt. Ein ähnliches Wachstum ist auch im kommenden Jahr zu erwarten.

- Das globale Nachfragewachstum wird für 2013 von uns mit 3,7% etwas geringer prognostiziert. Das ist vor allem darauf zurückzuführen, dass die Nachfrage in Europa aus dem Automobilbereich im nächsten Jahr marginal zurückgehen wird.

Fazit

Der Bleimarkt hat in diesem Jahr durch eine Nachfragebelebung und durch Knappheit am Konzentratemarkt überrascht. Die Überschussabschätzungen wurden dadurch für 2012 zurückgenommen. Für 2013 wird es voraussichtlich nicht ganz für einen Defizitmarkt reichen, da die Produktion ebenfalls stark anzieht. Allerdings ist die Varianz der Schätzungen der Marktteilnehmer relativ hoch, sodass eine gewisse Risikoprämie gerechtfertigt scheint. Blei wird aber unserer Meinung nach nicht mehr die relative Stärke wie im Sommer/Herbst 2012 zeigen. Wir erwarten eine indexneutrale Preisentwicklung im kommenden Jahr.



Zink: Neutral

Angebot

- Der Zinkmarkt wies in den letzten Jahren hohe Angebotsüberschüsse auf. In der Konsequenz ist der Lagerbestandspuffer wesentlich höher als bei anderen Metallen. Nach unseren Schätzungen decken die Lagerbestände knapp 14% des globalen Verbrauchs ab. Das ist mehr als das Doppelte als beim Schwestermetall Blei. Durch den Lagerüberhang verharrt die Zink-Terminkurve in Contango (s. o.). Für einen long-only-Investor fallen bei einer *Buy and Hold* Strategie Roll-Verluste im zweistelligen Prozentbereich pro Jahr an.
- Ähnlich wie bei Blei kommen 2012 Knappheitssignale von den Raffinerien in China. In China wurden bei Zink in den letzten Jahren große Raffineriekapazitäten aufgebaut. Dennoch geht die tatsächliche Produktion in diesem Jahr zurück, da die Raffineriemargen sehr niedrig sind. Dem Zinkmarkt fehlen durch den Ausgebotsausfall in China rund 250.000 Tonnen, mit denen der Markt zu Jahresbeginn teilweise noch gerechnet hat. Die ILZSG hat ihre Angebotsüberschussschätzung von rund 250.000 Tonnen im April 2012 auf 150.000 Tonnen nach unten revidiert. Entsprechend zählt Zink ab Sommer zu den Outperformern im Industriemetallsektor. Bei den Raffineriemargen (Treatment und Refining Charges) erwarten wir im kommenden Jahr einen moderaten Anstieg von niedrigem Niveau, sodass sich die Produktion von raffiniertem Zink in China im kommenden Jahr kräftig um 450.000 Tonnen erholen dürfte.
- Auf der Minenseite schließen in den nächsten Jahren einige große Minen (u. a. Brunswick und Perseverance). Kurzfristig sind aber in 2013 und 2014 genügend neue Projekte in der Pipeline, sodass wir sowohl für 2012, als auch für 2013 einen Zuwachs von mehr als 5% auf über 14 Mio. Tonnen erwarten. Dennoch dürfte Zink langfristig ab 2015 zu den attraktivsten Metallen zählen. Zum einen fallen die Erzgehalte bei der Zink- und Bleiproduktion

seit Jahren kontinuierlich und zum anderen bedarf es deutlich höhere Zinkpreise, um neue große Minenprojekte in den Markt zu holen. Im Moment handelt der Zinkpreis noch in unmittelbarer Nähe der Produktionskosten. Wir erwarten im Laufe des Jahres 2014 ein verändertes Marktregime hin zu deutlich höheren Marktpreisen (> 2.700 USD je Tonne), um genügend Produktionsanreize zu bieten.

Nachfrage

- Zink kommt vor allem in der Produktion von galvanisiertem Stahl zur Anwendung. Hier war die Nachfrage insbesondere in Europa mit einem Rückgang von schätzungsweise 5% relativ schwach. Der größte Verbraucher ist bei Zink aber, ebenso wie bei vielen anderen Industriemetallen, China. Der Versuch der kontrollierten Abwertung der Immobilienpreise in China (vgl. Konjunktur China) hat die Stahlkonjunktur in 2012 belastet. Das Nachfragewachstum dürfte aber deutlich über den 0,5%, die die ILZSG für 2012 ansetzt (ILZSG schätzt den „offensichtlichen“ Konsum aus der Produktion, berichteten Im- und Exporten und berichteten Lageränderungen ab), liegen. Wir gehen in 2012 von einem Wachstum von 2% und 2013 von 4,5% aus.
- Auf dieser Basis kommen wir für 2012 und 2013 zu einem nahezu ausgeglichenen Markt. Die Gesamtnachfrage dürfte 2013 auf 13,8 Mio. Tonnen steigen, das Angebot an raffinierten Zink sehen wir in 2013 bei 13,85 Mio. Tonnen.
- Zusätzliche Knappheiten ergeben sich an den physischen Märkten durch die Bindung von Lagerbeständen im Rahmen von Finanzierungsgeschäften. Wie bei Aluminium bietet der hohe Contango Anreize, Zink physisch zu lagern und auf Termin zu verkaufen. Da sich diese Finanzierungsgeschäfte auf weniger LME-Lagerlokationen beschränken und die Lagerentnahme von der LME beschränkt ist, haben sich im nordamerikanischen Zinkmarkt ähnlich wie bei Aluminium erhebliche Kassapreisprämien zum LME-Preis entwickelt.

Das hat ähnlich wie bei Blei einen deutlichen Anstieg der Liefervormerkungen (cancelled warrants) für das billigere LME-Metall bewirkt.

Fazit

Der Zinkmarkt hat sich aufgrund des Angebotsrückgangs in China von einem chronischen Überschussmarkt in einen ausgeglichenen Markt gewandelt. Es besteht damit nicht mehr die Notwendigkeit wie in den Vorjahren, Angebot auszupreisen. Auf der anderen Seite sind nachhaltige Defizite bis zum Jahr 2014 nicht zu erwarten und der hohe Lagerüberhang in Verbindung mit negativen Roll-Renditen beschränkt die Preisphantasie. Wir empfehlen eine neutrale Gewichtung.

Zinn: Übergewichten

Angebot

- In 2012 war der Zinnmarkt durch eine hohe Volatilität innerhalb einer Preisspanne von 17.000 US-Dollar bis 25.000 US-Dollar geprägt. Der im Oktober 2011 eingeführte indonesische Exportbann wurde relativ schnell von einigen Produzenten in Bangka und Bitung unterwandert, was dennoch zu einer Halbierung der Zinn-Exporte (im Vergleich zum Vorjahr) im November und Dezember 2011 führte. Die Preisreaktion kam aber erst im Januar 2012. Preissteigerungen von über 30% führten dazu, dass Spekulanten im größeren Stil auf den Zug mit aufsprangen. Im Lauf des Jahres 2012 war eine zunehmende physische Verknappung, ablesbar an den fallenden Lagerbeständen an den LME-registrierten Lagerhäusern auf unter 6.000 mt bis zum November 2012, zu erkennen.
- Die militärisch und politisch destabilisierenden Entwicklungen im Kongo im vierten Quartal 2012 führen unseres Erachtens dazu, dass Angebot und Exporte weiterhin abnehmen werden und wir in 2013 ähnlich fallende Produktionsraten sehen werden wie in 2012. Wir schätzen einen Rückgang von ungefähr 15% der Produktion im Vergleich zum Vorjahr. Für Indonesien sehen wir weiterhin keine wachsenden Produktionsraten, da vor allem die leicht abbaubaren Erzfelder der auf Bangka und Bitung befindlichen Minen stark ausgebeutet wurden, was zu einer Verlagerung des Abbaus offshore geführt hat. Die Veränderungen bei PT Koba Tin führen vermutlich zu einer weiteren Reduktion der Produktion, sodass wir einen Produktionsrückgang aus Indonesien um ca. 8% für 2013 schätzen.

Nachfrage

- Im Zuge der Eurokrise im Frühjahr und Sommer musste jedoch der Zinnpreis trotz global niedriger Lagerbestände und niedrigerem Export aus Indonesien und dem Kongo einen Abschlag in Kauf nehmen

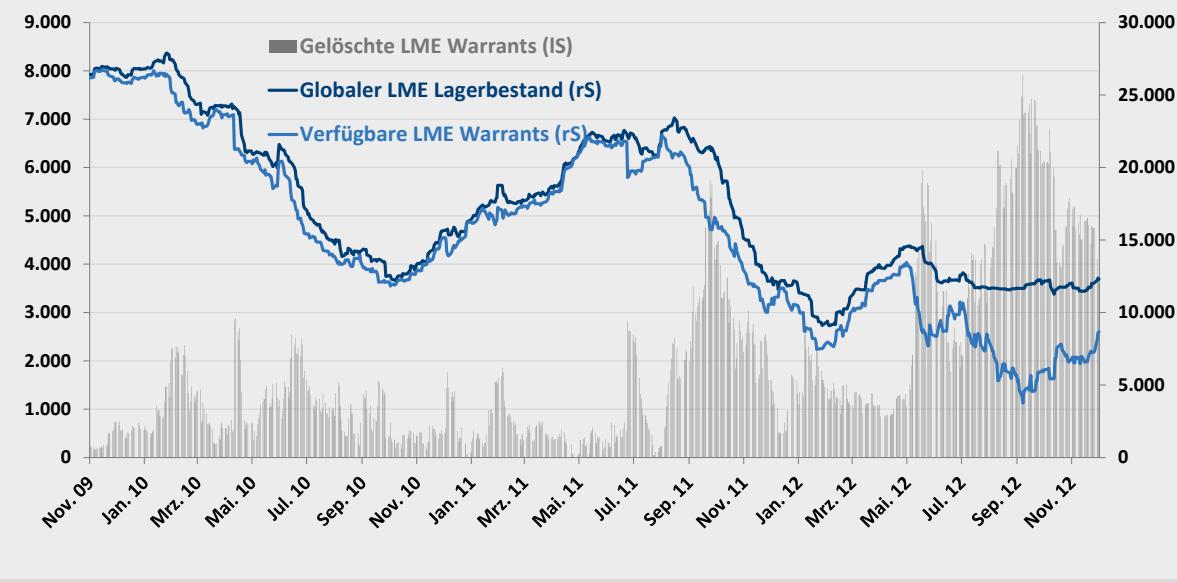
und fiel auf ein Zwei-Jahres-Tief. Die daraus folgenden Reaktionen waren die gleichen wie im Vorjahr und eine Reduktion von Exporten und Produktion vor allem aus Indonesien (minus 11% Produktion im ersten Halbjahr im Vergleich zum Vorjahr) führte zu einer Nachfrage-induzierten Preisreaktion, welche das Preisniveau in eine Preisspanne von 20.000 bis 22.000 US-Dollar zurückbrachte.

- China, welches seit September 2011 Nettoimporteur von Zinn ist, wird unseres Erachtens weiterhin Nettoimporteur bleiben, jedoch deutlich unter 20.000 mt bleiben und somit weniger importieren als 2012. Der südamerikanische Zinnmarkt wird am wenigsten Überraschungen in 2013 bieten, sodass wir mit unseren Schätzungen mit den gleichen Zahlen wie 2012 aufwarten.

Fazit

Für 2013 sind wir positiv für Zinn. Zinn ist ein angebotsgetriebenes Metall, was vor allem durch die Produktionsentwicklungen in Indonesien gesteuert wird. Wir konnten in 2011 als auch 2012 vorübergehende Exportstopps sehen, die zu einer Angebotsverknappung und Preissteigerungen geführt haben. Das kongolesische Angebot bleibt weiterhin unsicher und China wird in 2013 weiterhin Nettoimporteur bleiben. Die Tatsache, dass in jüngster Zeit einige Spekulanten und Fonds die Attraktivität der Fundamentaldaten des Zinnmarktes erkannt haben, könnte zu einer spekulativ getriebenen Hause führen. Wir gehen davon aus, dass die Markthochs aus 2012 übertroffen werden, sehen aber den Marktdurchschnittspreis darunter in einer Spanne von 22.000 bis 24.000 US-Dollar.

Entwicklung der Zinn-Lagerbestände in Lagerhäusern der LME



Quelle: Bloomberg

EDELMETALLE

Gold: Neutral

Angebot & Nachfrage

- Gold ist das einzige Metall, bei dem die industrielle Nachfrage seit 12 Jahren kontinuierlich zurückgeht. Nach den Zahlen von Gold Fields Mineral Services (GFMS) betrug der industrielle Gold“verbrauch“ im Jahr 2000 noch mehr als 3.700 Tonnen. Für dieses Jahr werden gerade noch 2.640 Tonnen erwartet. Besonders schwach ist in diesem Jahr die Schmucknachfrage aus Indien, die im ersten Halbjahr mehr als 120 Tonnen unter dem entsprechenden Vorjahreswert gelegen haben soll. Diese Mindernachfrage ist bedingt durch den Kaufkraftverlust der indischen Rupie. Die Schmucknachfrage schrumpfte aber auch in den europäischen Absatzmärkten. In den elektronischen Anwendungen und im Zahnersatz ist ebenfalls eine rückläufige Tendenz bemerkbar.
- Auf der Angebotsseite ging die Minenproduktion in den großen Goldförderländern Südafrika, Australien, USA, Kanada und besonders Indonesien zurück. Teilweise schwappten die Streiks in der südafrikanischen Minenindustrie auch auf den südafrikanischen Goldsektor (Gold Fields) über. Im Gegensatz zu Platinproduzenten haben die meisten Goldproduzenten gute Profitmargen, sodass von der Kostenseite keine Angebotsreduktion zu erwarten ist.
- Das Recycling von Gold ging im ersten Halbjahr 2012 überraschenderweise ebenfalls zurück. Üblicherweise folgt die Aktivität bei den Goldraffinerien einem Anstieg der Preise mit Zeitverzug. Trotz eines Preisanstiegs sank die Produktion der Goldraffinerien, teilweise auch deswegen, weil Material in der Spekulation auf weiter steigende Preise zurückgehalten wurde.

- Insgesamt sind die Bewegungen auf der physischen Seite aber relativ gering und für die Preisperspektiven eher von untergeordneter Bedeutung. Der Goldmarkt scheint sich in den letzten Jahren an einen riesigen Primärmarktüberschuss von zuletzt mehr als 1.800 Tonnen gewöhnt zu haben. Um dieses Volumen steigen die Goldlager jedes Jahr, wobei der Produktionsüberschuss in den letzten beiden Jahren ca. zu einem Drittel in einen Bestandsaufbau der Zentralbanken und ca. zwei Drittel in die Goldhortung privater Investoren aufgeteilt wurde.

Investmentnachfrage

- Es gibt praktisch nichts, was in den letzten Jahren über die fundamentalen Perspektiven von Gold nicht gesagt wurde. Studien mit hunderten von Seiten wurden über mögliche Währungskrisen und -reformen sowie Gold als Inflationsabsicherung geschrieben. Wir haben uns in diesen Kanon seit vielen Jahren ebenfalls eingereiht. Repititia non placet – eine Wiederholung aller Argumente findet keinen Gefallen. Deswegen in aller Kürze unsere Position zu den wichtigsten Faktoren am Goldmarkt.
- Die Zentralbanken stehen heute bei Gold auf der Käuferseite. Laut GFMS werden sie 2012 knapp 500 Tonnen erwerben. Vor 12 Jahren war dies noch umgekehrt und die europäischen Zentralbanken mussten sich zusammenfinden, um ihre Goldverkäufe in dem Washington Agreement on Gold 1999 auf 400 Tonnen und später 500 Tonnen per annum zu begrenzen. Zentralbanker sind staatlich bezahlte Geld“verwalter“. Sie kaufen das, was in den letzten Jahren performt hat und sie verkaufen, was sich in den letzten Jahren schlecht entwickelt hat. Im Jahr 2012 heißt das bezogen auf Währungsreserven: Verkaufe Euro und kaufe Gold. Dementsprechend standen

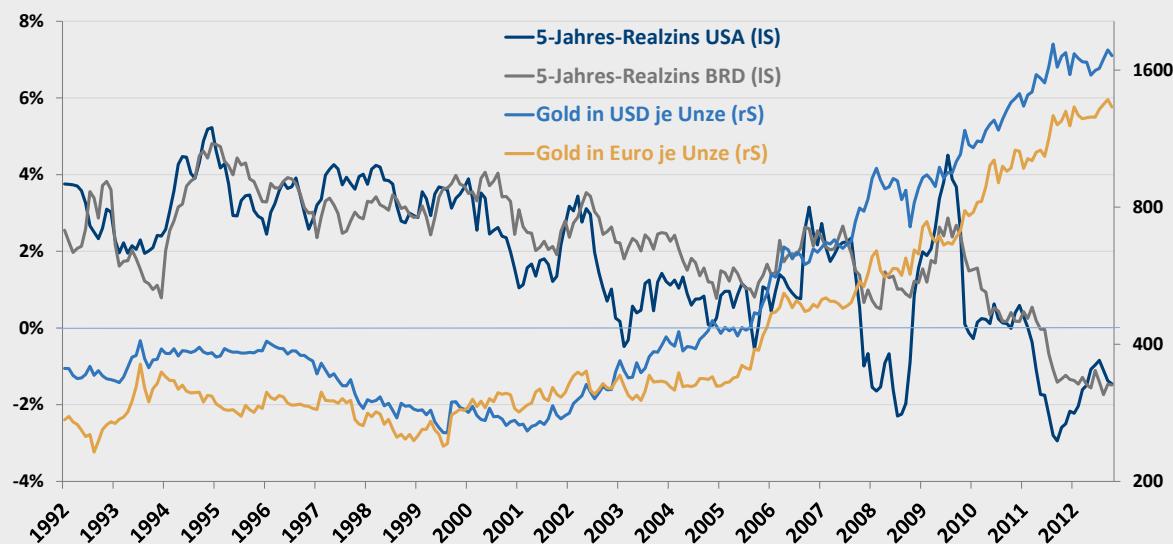
insbesondere die kleineren und mittleren Zentralbanken (Philippinen, Russland, Kasachstan, Mexiko), für die im begrenzten Maße eine Diversifikation von Währungsrisiken möglich ist, auf der Käuferseite. Für die großen Verwalter von Währungsreserven (China, Japan, europäische Zentralbanken) ist der Goldmarkt schlichtweg nicht groß genug, um Risiken ihres Reserveportfolios zu diversifizieren. Diejenigen, die heute Goldreserven in nennenswertem Umfang (US-Zentralbank, europäische Zentralbanken) halten, werden vermutlich nicht verkaufen (sofern die Gegenseite nicht wie in den Jahren 2000 bis 2002 doch ein paar „überzeugende“ Argumente findet), was für die Kaufinteressenten bedeutet, dass eine Absicherung über Gold nicht möglich ist, so lange Investoren ebenfalls in hohem Umfang den Produktionsüberschuss absorbieren. Das bedeutet, dass wir auch 2013 Goldkäufe von mehreren hundert Tonnen, aber nicht viel mehr, von offizieller Seite erwarten dürfen.

- Wir erwarten in 2013 keine übermäßige Volatilität bei den großen Währungen. Wir sehen im nächsten Jahr kein Auseinanderbrechen der Europäischen Währungsunion, kein Niedergang des US-Dollar und keinen hyperinflationären Zusammenbruch der

japanischen Schuldenpyramide. Alle diese Regionen haben ernsthafte und nicht leicht lösbare ökonomische Probleme. Eine Eskalation dieser Probleme in 2013 ist möglich, aber unwahrscheinlich. Und die potenzielle Lösung wird mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit kein neuer Goldstandard sein. Von der Währungsseite wird der Goldmarkt in 2013 schwerlich Impulse bekommen.

- Das Hauptargument für Gold bleiben die negativen Realzinsen in den großen Währungen. Im US-Dollar- und im Euroraum befinden sich die kurzfristigen Zinsen praktisch bei Null. Durch die Geldentwertung verlieren die Investoren an den Bondmärkten real an Kaufkraft. Die Entwicklung der Realzinsen hat sich historisch als einer der besten Timing-Indikatoren für Gold erwiesen. Eine nachhaltige Goldbaisse dürfte erst dann beginnen, wenn die Zentralbanken mit Zinserhöhungen die Inflationserwartungen wieder in den Griff bekommen. Dies ist in keiner der großen Papierwährungen wahrscheinlich. Insofern kommen von den Realzinsen fortgesetzt positive Signale für Gold.
- Die Inflationsperspektiven selbst sind momentan begrenzt. Die „sicheren“ Häfen

Realzinsentwicklung und Goldpreis in USD und Euro



Quelle: Bloomberg, Tiberius

US-Staatsanleihen und deutsche Bundesanleihen werden von Finanzmärkten <noch> nicht angezweifelt. Und gemäß unserer Rentenprognose wird sich dies zumindest in 2013 auch nicht ändern. Dadurch hat sich eine große Lücke zwischen den Geldmengen-basierten Inflationserwartungen und der tatsächlichen Inflation gebildet. Gold ist der Inflation bereits so weit vorausgelaufen, dass es als Inflationsversicherung schlichtweg zu teuer ist.

- Aus technischer Sicht ist der Goldmarkt an einem entscheidenden Punkt angelangt. Gold notiert aktuell bei rund 1.700 USD je Feinunze und ist in einem Seitwärtstrend zwischen 1.500 und 1.800 USD je Feinunze gefangen. An dem oberen Widerstand und auf der unteren Unterstützung ist der Goldmarkt bisher dreimal abgeprallt. Die kurzfristige Euphorie nach der Bekanntgabe von QE3 hat für die Wiederaufnahme des Aufwärtstrends nicht ausgereicht. Andererseits ist auch der von uns vor einem Jahr prognostizierte leichte Abwärtstrend nicht eingetreten. Wir haben dennoch den Eindruck, dass die Goldbullen zunehmend müde werden, den hohen physischen Marktüberschuss (s. o.) in ruhigen Kapitalmarktzeiten zu absorbieren. Die spekulativen Kaufpositionen liegen mit aktuell rund 170.000 Kontrakten deutlich unter dem Rekordhoch von 260.000 Kontrakten vom Herbst 2009. Und auch die ETF-Zuflüsse signalisieren, dass der Goldmarkt nicht mehr das Momentum früherer Tage hat.

Fazit

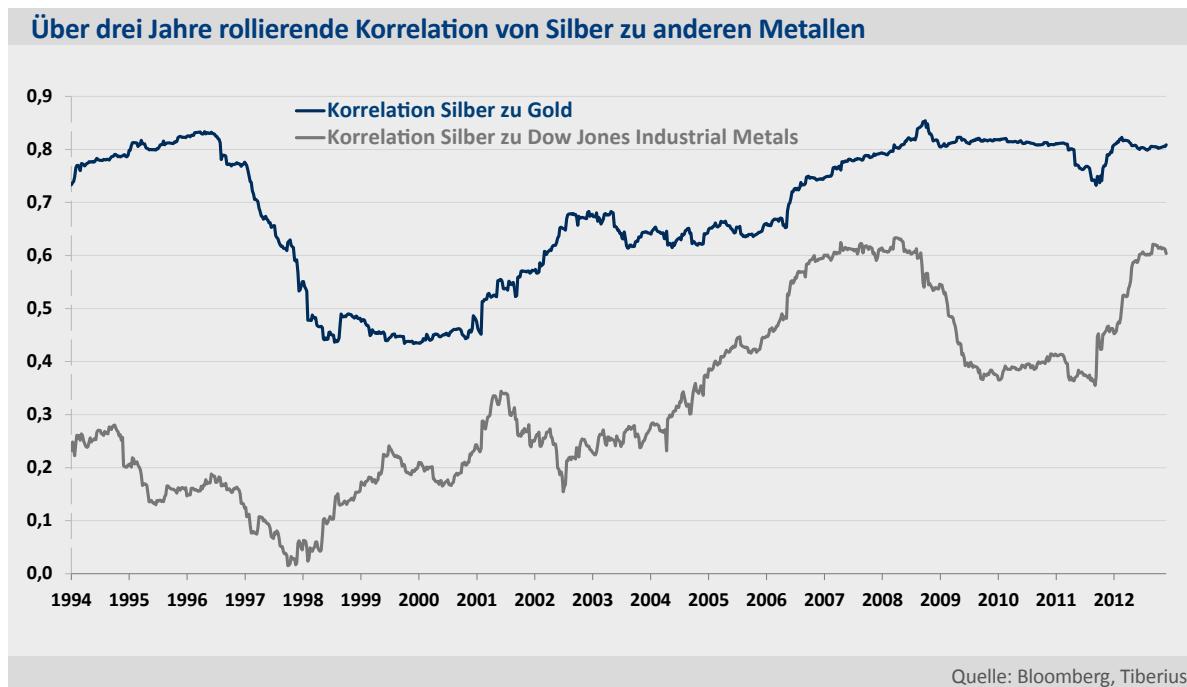
Gold hat in Zeiten negativer Realzinsen nach wie vor seine Berechtigung als Alternative zu den Papierwährungen. Ein Anstieg der nominalen oder realen Zinsen, der eine scharfe Abwertung auslösen könnte, ist nicht in Sicht. Für 2013 ist trotz aller Risiken immer noch die wahrscheinlichste Variante, dass es ein ruhiges Kapitalmarktjahr ohne große Volatilitäten an den Währungsmärkten wird. Wir sehen bei Gold dementsprechend wenig Aufwärts- und wenig Abwärtspotenzial. Gleichzeitig finden wir mehrere Metalle von den

Fundamentaldaten her attraktiver (Palladium, Zinn, Blei, Platin). Wir empfehlen im Jahr 2013 für Gold eine neutrale Gewichtung.

Silber: Leicht Übergewichten

Angebot & Nachfrage

- Ähnlich wie bei Gold und im Gegensatz zu den Industriemetallen ist der Rohstoffcharakter nicht entscheidend für die Preisbildung am Silbermarkt. Die rohstoffbezogenen Daten sind bei Silber im Vergleich zu anderen Metallen eher enttäuschend. Auf der Nachfrageseite fällt in der Photographie und zuletzt auch beim Schmuck Nachfrage weg, die nicht in jeder Phase durch das Wachstum industrieller Anwendungen aufgefangen werden kann. Auf der Angebotsseite stieg die Minenproduktion in den letzten Jahren langsam, aber stetig. Die Folge ist, ähnlich wie bei Gold, ein hoher Produktionsüberschuss, der von den Investoren Jahr für Jahr absorbiert werden muss.
- Unter reinen Angebots- und Nachfrageaspekten sind andere Metalle (Zinn, Blei, Nickel, Zink, Palladium, Platin) attraktiver. Jedoch wird der Preis von Silber in wesentlich höherem Maße durch den Goldpreis als durch die Preisbildung anderer Metalle bewegt. Historisch zeigt sich eine relative konstante Korrelation von Goldpreis- und Silberpreisrenditen von ca. 0,8. Die Korrelation zu den Industriemetallrenditen ist wesentlich geringer und im Zeitlauf nicht stabil. Insbesondere während der Finanzmarktkrise 2008, als die Industriemetallpreise abstürzten, konnte sich der Silberpreis besser halten. Die gleitende 3-Jahres-Korrelation zu Industriemetallen ging dadurch von 0,6 auf 0,35 zurück.

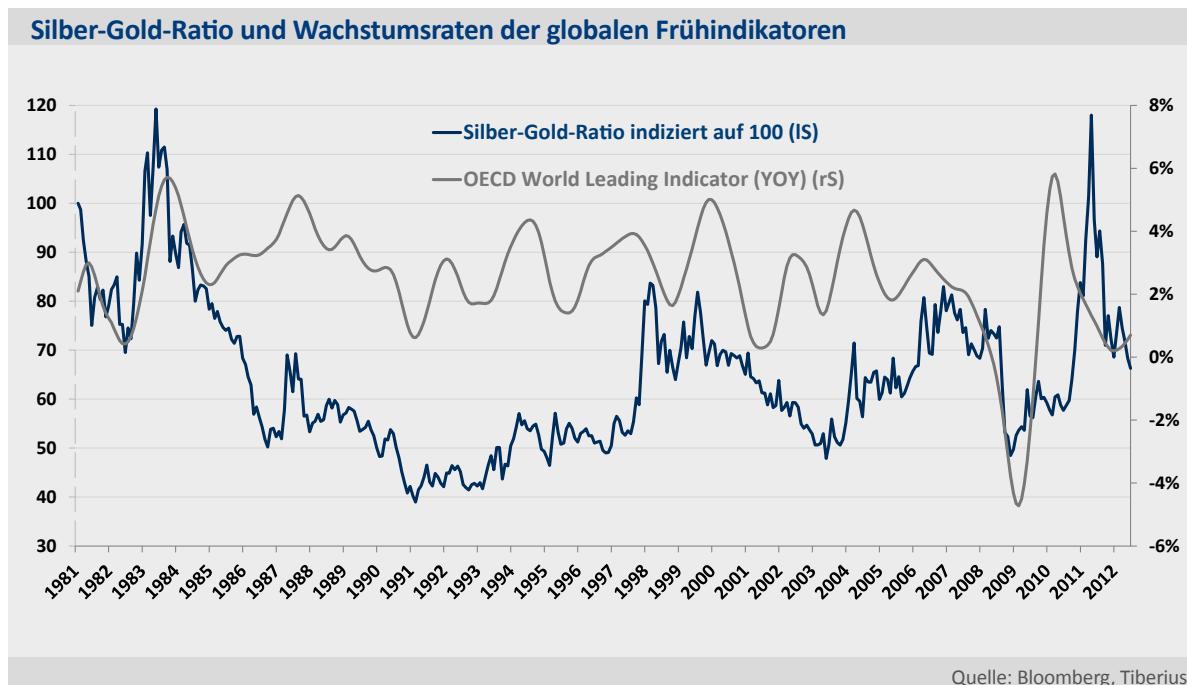


Investmentnachfrage

- Auf der Investmentseite ist für die relative Preisprognose von Silber das Preisverhältnis zu Gold entscheidend. Prinzipiell werden beide Metalle von Investoren als Währungseratz und Inflationsabsicherung gehalten. Die Argumentation für Silber ist hier, ähnlich wie für Gold, mit einem entscheidenden

Unterschied: Der Silbermarkt ist wesentlich kleiner als der Goldmarkt und eignet sich für große Institutionen deswegen nicht zur Vermögensdiversifikation.

- Silber erscheint vielen Investoren in konjunkturellen Aufwärtsphasen attraktiver, da etwas mehr als die Hälfte der physischen Nachfrage aus industriellen Anwendungen



kommt und die weniger konjunkturelastische Schmucknachfrage einen wesentlich geringeren Teil als bei Gold ausmacht. Und tatsächlich tendiert das Silber-Gold-Ratio freundlich, wenn die Wachstumsrate des OECD World Leading Indicator ebenfalls nach oben zeigt. Auf der Basis unserer Makroschätzung erwarten wir im kommenden Jahr eine Stabilisierung der Frühindikatoren im positiven Bereich, was einen leichten Anstieg des Silber-Gold-Ratios impliziert.

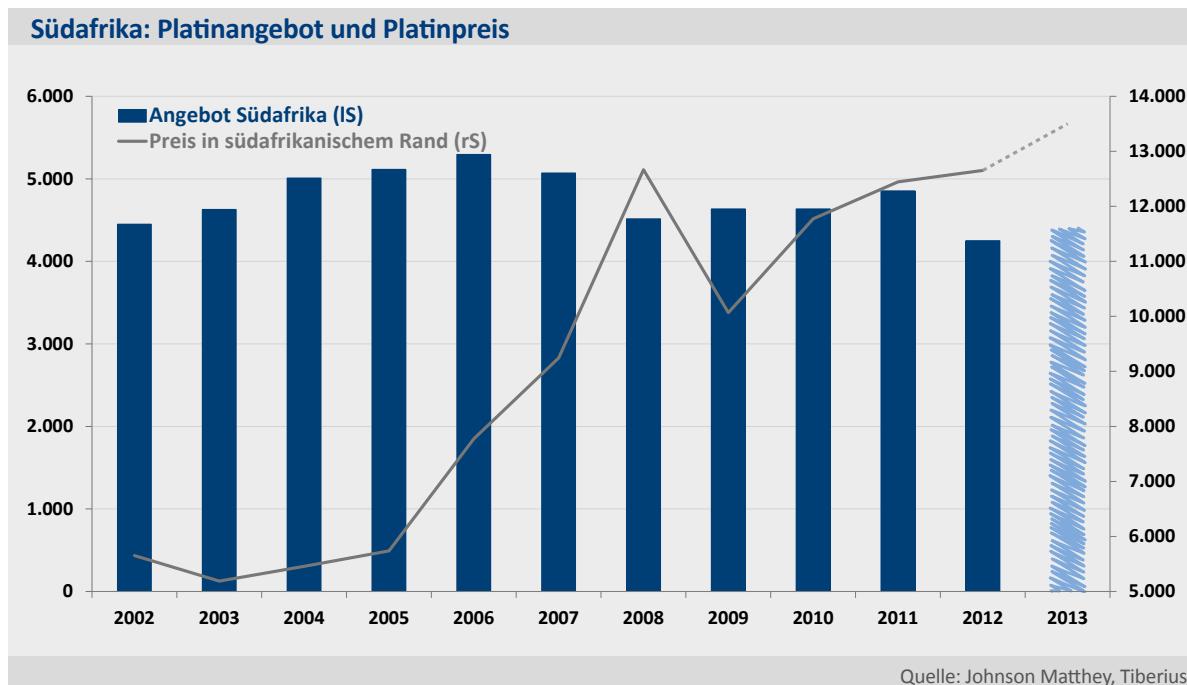
Fazit

Silber wird von Investoren ähnlich wie Gold angefasst. Aufgrund der etwas attraktiveren Nachfrageseite gewichten wir Silber gegenüber Gold, für das wir eine neutrale Gewichtung empfehlen, leicht über.

Platin: Leicht Übergewichten

Angebot

- Das Platin-Angebot ist in 2012 um 10% auf 5,84 Mio. Unzen eingebrochen. Der wichtigste Platinproduzent ist Südafrika, der für rund drei Viertel des Platin-Angebots verantwortlich zeichnet. In der südafrikanischen Platinindustrie begannen bereits im Januar 2012 wilde Streiks in der Rustenburg Mine von Impala Platinum. Im August trafen die Streikaktionen dann Lonmins Marikana Mine. Im Verlauf der Auseinandersetzung kam es zu mehreren Toten und einer Ausdehnung der Streikaktionen auf weitere Minen (Anglo Platinum). Die Streikoperationen endeten mit kräftigen Lohnerhöhungen Mitte September (Lonmin) bzw. Ende Oktober (Anglo Platinum). Insgesamt ging die südafrikanische Platinproduktion streikbedingt und durch freiwillige Angebotsreduktionen um mehr als 500.000 Unzen auf ca. 4,25 Mio. Unzen zurück.
- Die Streiks sind lediglich Ausdruck eines tiefer liegenden Kostenproblems der südafrikanischen Platinproduzenten. Die Kosten der Platinproduktion haben sich gemäß Gold Fields Mineral Services (GFMS) in den letzten fünf Jahren mehr als verdoppelt und stehen, wenn man Ersatzinvestitionen berücksichtigt, bei rund 1.650 USD je Unze. Gleichzeitig ist aber der Platinpreis in südafrikanischen Rand in demselben Zeitraum von 11.000 Rand auf aktuell 14.000 Rand je Unze nur moderat gestiegen. Die hohe Lohninflation, die Beschränkungen in der Energieversorgung, fallende Erzgehalte und schwierigere Produktionsbedingungen in größerer Tiefe werden in den kommenden Jahren in der südafrikanischen Platinindustrie kein großes Wachstum von dem 2012 erreichten Niveau zulassen. Für 2013 rechnen wir mit einem moderaten Wachstum von 3%. Der Risikopuffer, der für Angebotsausfälle eingerechnet werden muss, bleibt aber weiterhin sehr hoch.



- Die Angebotsausfälle reichen nicht ganz aus, um den Platinmarkt für das Gesamtjahr 2012 ins Defizit zu bringen, da auf der anderen Seite auch die Nachfrage nach unten revidiert wurde. Wir schätzen in diesem Jahr einen kleinen Marktüberschuss von 90.000 Unzen, der im kommenden Jahr leicht auf 130.000 Unzen ansteigen sollte.

Nachfrage

- Der physische Verbrauch von Platin wächst gemäß den Schätzungen von Johnson Matthey in 2012 um rund 150.000 Unzen. Dabei weisen die industriellen Anwendungen von Platin eine negative Veränderungsrate auf. Die Nettonachfrage der Autoindustrie für Katalysatoren ist marginal höher, wobei der Rückgang der Bruttonachfrage durch geringeres Recycling von Platin auf der Angebotsseite aufgewogen wird. Die Absatzzahlen der Autoindustrie sind aber insbesondere in Europa, wo Platin verstärkt in Katalysatoren für Dieselfahrzeuge zum Einsatz kommt, enttäuschend, während der Absatz von Fahrzeugen mit Benzinmotoren, für die vorwiegend Palladium nachgefragt wird, sich relativ besser entwickelt hat. Ebenfalls stark rückläufig ist die PlatinNachfrage 2012 in der Herstellung von hochwertigem Glas und in den Elektroanwendungen. Dies wird kompensiert durch eine deutliche Mehrnachfrage in der Schmuckindustrie, wo Platin vor allem auf den Absatzmärkten von seinem Preisabschlag relativ zu Gold profitiert.
- In 2013 erwarten wir ein Wachstum der Gesamtnachfrage von etwas mehr als 2%, hauptsächlich getrieben von den Elektro- und Chemieanwendungen. Für die Nettonachfrage aus dem Automobilbereich ist angesichts der gedrückten Konjunkturentwicklung in Europa von einer erneuten Schrumpfung auszugehen, wobei diese vermutlich überwiegend durch höheres Recycling von Platin aus Katalysatoren zustande kommt.
- In diesem Jahr hat sich die Investmentnachfrage der Exchange Traded Funds auf hohem Niveau gehalten. Dies birgt aus unserer Sicht immer noch die Gefahr eines Sell Offs, sollte sich die Angebotssituation in Südafrika nicht ganz so düster darstellen wie momentan erwartet.
- Die Nettokaufpositionen spekulativer Marktteilnehmer an der NYMEX beliefen sich zuletzt auf rund 35.000 Kontrakte, was mehr als doppelt so viel ist wie noch Ende Juli 2012.

Hier gilt ähnliches Enttäuschungspotenzial wie bei den Exchange Traded Funds.

Fazit

Platin wurde bis zum Sommer 2012 als klarer Überschussmarkt mit geringem Wachstum auf der Nachfrageseite gehandelt. Nach einer kurzen Rallye zu Beginn des Jahres war die Performance im zweiten Quartal 2012 entsprechend negativ. Die Angebotsausfälle in Südafrika beförderten den Platinmarkt an die Schwelle zum Defizit. In 2013 ist bei einer graduellen Normalisierung des Minenangebots aus Südafrika erneut mit einem Angebotsüberschuss zu rechnen, wobei die Risikoprämie für Angebotsstörungen eher hoch angesetzt werden muss. In Richtung des Jahres 2014 müssen aber die strukturellen Kostenprobleme der südafrikanischen Minenindustrie gelöst werden, wozu es höherer Platinpreise (>1.750 USD je Unze bei gegenwärtigen Wechselkursen) bedarf. Für das Gesamtjahr 2013 empfehlen wir eine leichte Übergewichtung.

Palladium: Übergewichten

Angebot

- Der Palladiummarkt durchlebt im Jahr 2012 nach unseren Berechnungen das dritte Angebotsdefizit in Folge. In diesem Jahr beträgt es mehr als 760.000 Unzen, das sind mehr als 10% der Gesamtnachfrage. Das Angebotsdefizit 2012 beruht auf der für den Investor idealen Kombination von fallendem Angebot und steigender physischer Nachfrage (s. u.). Ebenso wie bei Platin ist das Minenangebot durch die Streiks und Unruhen in Südafrika deutlich reduziert worden. Bei einem Anteil von knapp 40% der südafrikanischen Palladiumminen an der Gesamtpproduktion fällt dies jedoch nicht so stark in das Gewicht wie bei Platin (ca. 75% Anteil). Das Palladiumangebot der südafrikanischen Minenindustrie ist schätzungsweise um 150.000 Unzen geschrumpft. Einen Produktionsrückgang in nahezu gleicher Höhe verzeichnete der zweite große Palladiumproduzent Russland (Norilsk Nickel), der für etwas mehr als 40% des Palladiumangebots verantwortlich ist.
- Im Gegensatz zu den Jahren 2007 bis 2011, als Schätzungen von Johnson Matthey zufolge knapp 1 Mio. Unzen jährlich aus russischen Staatsbeständen verkauft wurden, sind die Verkäufe in diesem Jahr relativ gedämpft. Die russischen Palladiumbestände stammen noch aus der Zeit der Jahrtausendwende, als das russische Angebot künstlich knapp gehalten wurde, was den Palladiumpreis damals auf über 1.000 USD je Unze trieb. Die russischen Staatsbestände sollten nach 10 Jahren permanenter Verkäufe heute weitgehend erschöpft sein, einen Eindruck, den russische Offizielle ebenfalls zu vermitteln versuchen. Die Tatsache, dass der Palladiumpreis trotz des großen physischen Defizits und trotz angeblich stark reduzierter russischer Staatsverkäufe (für 2012 schätzt Johnson Matthey 250.000 Unzen nach knapp 800.000 Unzen in 2011) in diesem Jahr kaum von der Stelle kam, lässt unserer Ansicht nach nur zwei Erklärungen zu: Entweder die russischen Staatsverkäufe

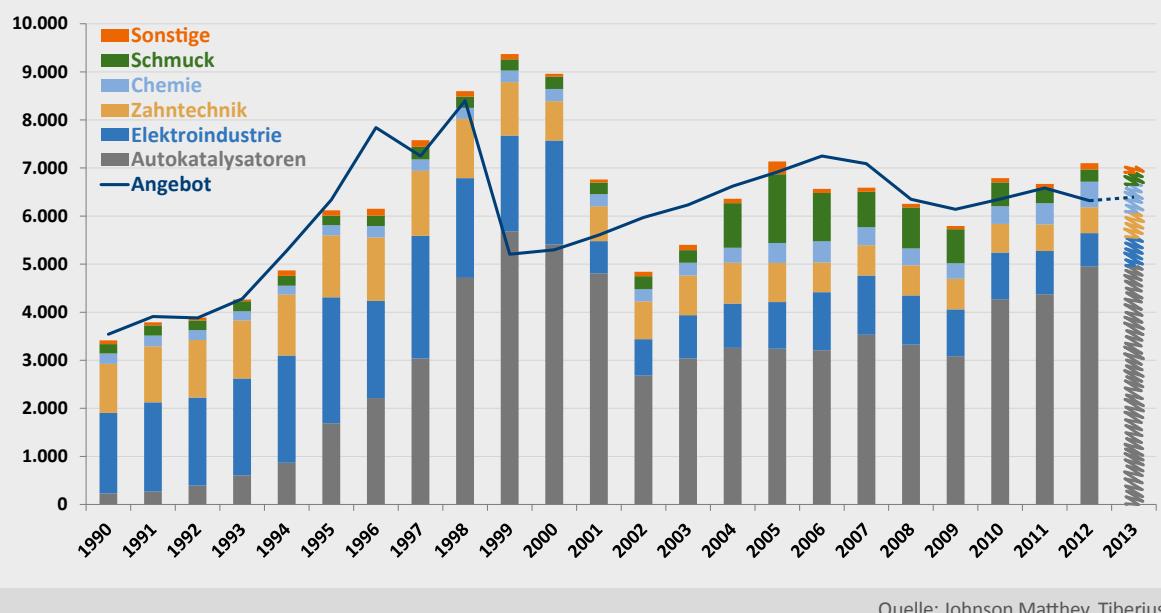
sind höher als angenommen oder die Käufer der russischen Bestände bringen das Metall bei Preisanstiegen an den Markt. Komplett verbraucht worden ist das russische Material nicht, dazu waren die physischen Marktdefizite in den letzten Jahren nicht groß genug.

- Für das Jahr 2013 erwarten wir keine große Steigerung des Minenangebots. Wir sehen die russische Produktion nahezu unverändert und in Südafrika gehen wir von einem moderaten Anstieg aus, der aber ebenso wie Platin mit einem hohen Risikopuffer modelliert werden muss. Der Gesamtmarkt wird dadurch im Defizit bleiben. Nach unseren Schätzungen wird es noch einmal ein Produktionsdefizit von knapp 650.000 Unzen geben.

Nachfrage

- Die physische Nachfrage nach Palladium hat 2012 erneut zugelegt. Wir rechnen mit einem Zuwachs von rund 400.000 auf etwas mehr als 7 Mio. Unzen. Der größte Antrieb kam erneut von der Automobilindustrie, die seit dem Jahr 2009 praktisch den gesamten Zuwachs der Gesamtnachfrage ausmacht. Palladium wird in Katalysatoren für Benzinmotoren verwendet. Diese Fahrzeugkategorie kann durch gute Absatzsteigerungen in China und den USA ein deutlich dynamischeres Wachstum vorweisen als der Markt für Dieselfahrzeuge, der sich stärker auf Europa konzentriert. In Katalysatoren für Dieselmotoren kann Palladium darüber hinaus teilweise das teurere Platin

Palladiumangebot und -nachfrage



substituieren. Im kommenden Jahr sehen wir von der Automobilindustrie keinen großen Nettozuwachs. Der Anstieg der Bruttonachfrage wird aufgewogen durch den Anstieg des Palladium-Recyclings von Altfahrzeugen.

- In den Industrieanwendungen dürfte netto ebenfalls kein großer Zuwachs zu verzeichnen sein. Dem Wachstum in den Chemieanwendungen stehen erneute

Nachfragerückgänge in der Elektronikindustrie und beim Schmuck entgegen.

- Von der Investorenseite schätzen wir Palladium als noch nicht wiederentdeckt ein. Die unterdurchschnittliche Performance von Palladium im Edelmetallbereich in 2012 hat dafür gesorgt, dass technisch-Momentum getriebene Investoren noch nicht auf den Zug aufgesprungen sind. Die Nettokaufposition spekulativer Anleger steht an der COMEX bei knapp 10.000 Kontrakten, ein im Verlauf der letzten Jahre durchschnittliches Niveau.

Fazit

Von den Fundamentaldaten ist Palladium einer der attraktivsten Rohstoffe in unserem Anlageuniversum. Einer steigenden Nachfrage steht ein fallendes Angebot entgegen, wodurch in den vergangenen Jahren hohe Marktdefizite entstanden sind, die durch Verkäufe aus russischen Beständen längst nicht mehr gedeckt werden. Die Performance des Metalls passte in der Vergangenheit jedoch nicht zu dieser Story. Für 2013 sagen wir noch einmal: Die Preisentwicklung passte *noch* nicht zu den fundamentalen Gegebenheiten. Wir empfehlen erneut eine starke Übergewichtung.

GETREIDE UND ÖLSAATEN

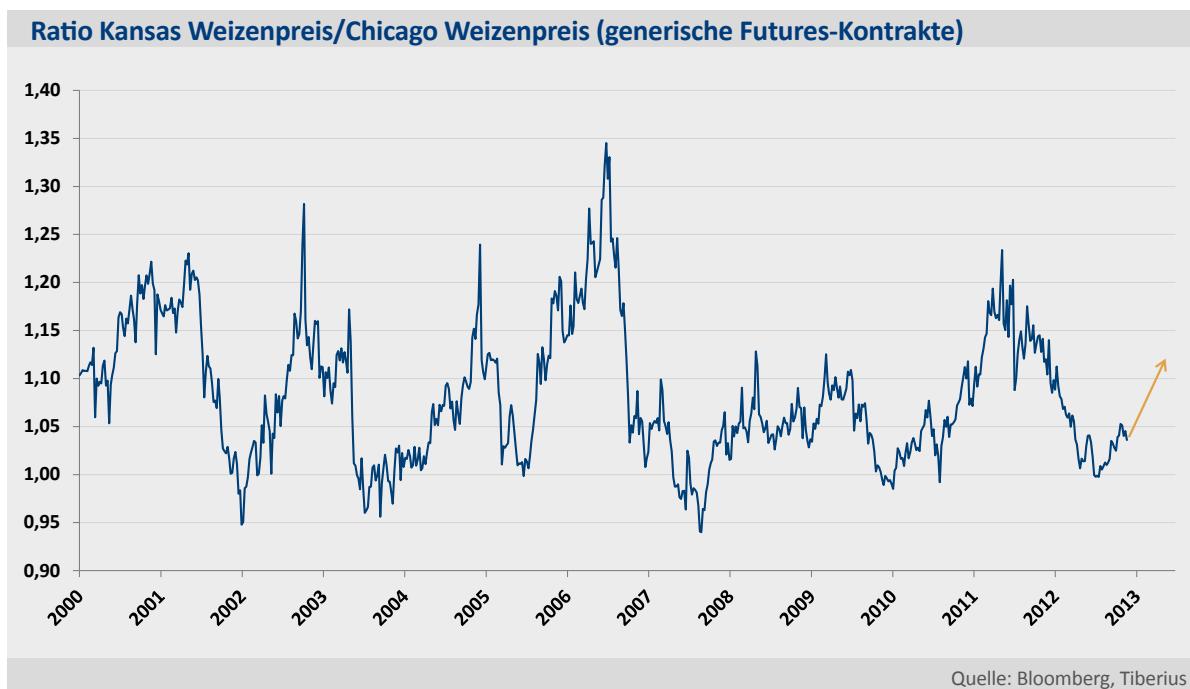
Weizen: Untergewichten

Angebot

- Nachdem sich die globale Weizenproduktion im Marketingjahr 2011/12 von den Ernteausfällen infolge der 2010 aufgetretenen Jahrhundertdürre in Russland, Kasachstan und der Ukraine erholt hatte, traten lediglich zwei Jahre später erneut erhebliche Ernteverluste auf. Aktuell liegen die Produktionserwartungen bei sechs der acht größten Weizenexportnationen unter den Vorjahreswerten. Ein weiteres Mal waren aufgrund von unvorteilhaften Wetterbedingungen die Ernten in Russland, Kasachstan und der Ukraine betroffen. Auch die Ernteprognosen in der EU mussten gesenkt werden. Darüber hinaus liegen die Produktionserwartungen der Hauptexporteure auf der Südhalbkugel, Australien und Argentinien, ebenfalls wetterbedingt unter den ursprünglichen Prognosen. Momentan gehen wir im aktuellen Marketingjahr 2012/13 von einem Rückgang der globalen Weizenernte um knapp 7% gegenüber dem Vorjahr aus.
- Nach dem Anstieg der Weizenpreise auf das höchste Niveau seit den Sommermonaten 2008 erwarten wir im nächsten Marketingjahr 2013/14, normale Anbaubedingungen unterstellt, eine globale Angebotsreaktion um ca. 7,5% gegenüber dem aktuellen Marketingjahr. Nachdem die beiden bedeutenden Exportnationen USA und Kanada das Produktionsvolumen 2012 gegenüber dem Vorjahr erhöhen konnten, sind die Aussichten in den USA für 2013 mit Risiken behaftet. Da sich weite Teile des Landes noch nicht von der schweren Dürre im Sommer 2012 erholt haben, liegen die Einschätzungen des Zustandes des ausgebrachten Winterweizens Mitte November 2012 auf dem niedrigsten Niveau seit Beginn der Aufzeichnungen. Momentan gehen wir 2013

von einer Weizengesamtanbaufläche in den USA von 57,5 Millionen Acres für Winter- und Frühjahrsweizen aus. Dieser Prognose liegen normale Anbaubedingungen und die Erzielung durchschnittlicher Erträge je Flächeneinheit zugrunde, die wir trotz der aktuell schlechten Ausgangslage bei vorteilhaften Anbaubedingungen im Frühjahr 2013 nach wie vor für erzielbar halten. Ebenso wie bei Mais und Sojabohnen basiert diese Annahme auf Daten per Stand Mitte November 2012, sodass sich bis zur Ausbringung des Frühjahrsweizens noch relative Verschiebungen zwischen den einzelnen Anbauarten ergeben können.

- Die Auswirkungen der Dürre in 2012 spiegeln sich momentan vor allem in den US-Gebieten wider, die den proteinhaltigeren Weizen (Kansas Future Kontrakt) anbauen. Aufgrund des Nachfragewachstums bei dieser Weizensorte um knapp 30% im Vergleich zum Vorjahr befindet sich gemäß der Einschätzung des US-Landwirtschaftsministeriums (USDA) das aktuelle Verhältnis der Lagerbestände zum Einjahresverbrauch (Stocks to Use Ratio) mit 20,8% auf dem niedrigsten Stand seit dem Marketingjahr 2007/08. Auf einem deutlich komfortableren Niveau knapp unter 50% liegt hingegen das Stocks to Use Ratio von Futtermittelweizen (Chicago Future Kontrakt). Von einem Anstieg der Prämie höherwertigen Weizens gegenüber Futtermittelweizen wäre auszugehen, sofern sich tatsächlich Produktionsausfälle bei der höherwertigen Weizensorte materialisieren sollten. Darüber hinaus wird der Spread zwischen Kansas Weizen und Chicago Weizen durch das jährliche Rebalancing der bedeutenden Rohstoffindizes unterstützt. In der ersten Januarhälfte 2013 wird Kansas Weizen mit 1,3% Ausgangsgewicht als Indexkomponente in den DJUBS Commodity Index aufgenommen, der bisher nur Chicago Weizen enthielt. Das Indexgewicht von Chicago Weizen fällt



im Zuge der Neuaufnahme von Kansas Weizen um rund die Hälfte auf 3,4%.

Nachfrage

- Beim Großteil der Weizennachfrage aus dem Nahrungsmittelbereich unterstellen wir eine stabile Wachstumsrate. Im Futtermittelbereich hatte eine Verschiebung der Nachfrage von Mais zu Weizen stattgefunden, als der Weizenpreis unter dem Maispreis notierte. In den letzten Dekaden lag der Maispreis normalerweise über dem Weizenpreis. Inzwischen weist die Preiskonstellation wieder das traditionelle Muster einer Prämie von Weizen gegenüber Mais auf. Dementsprechend gehen wir von einem Rückgang der Nachfrage nach Weizen im Futtermittelbereich aus.
- Das hohe Niveau der Weizenpreise führte nach dem Einbringen der Ernten zu großem Wettbewerb im globalen Weizenhandel. Da den meisten Exportnationen jedoch aufgrund der Produktionsausfälle weniger Volumen für den Export zur Verfügung steht, erwarten wir, dass sich die globale Nachfrage nach Weizen in der zweiten Hälfte des US-Marketingjahres 2012/13 in Richtung der USA verlagert. Indem andere Exportnationen bestrebt sind, den

Ausfall russischer Exporte zu kompensieren, fällt das Stocks to Use Ratio in den meisten Exportnationen auf im historischen Vergleich niedrige Niveaus. In unseren Augen besitzen die USA den größten Spielraum, den globalen Weizenmarkt mit Lieferungen zu versorgen. Nach der von uns prognostizierten globalen Angebotsreaktion im Marketingjahr 2013/14 gehen wir aufgrund der größeren weltweiten Verfügbarkeit von Weizen im Anschluss von einem allmählichen Rückgang der US-Weizenexporte auf ein durchschnittliches Niveau aus.

- Die Beurteilung der globalen Versorgungslage anhand des Stocks to Use Ratios suggeriert bei Weizen auf den ersten Blick eine komfortable Situation. Bedenkt man jedoch, dass die Volksrepublik China und Indien, basierend auf den Daten des USDA vom Marketingjahr 2011/12, sowohl zu den drei größten globalen Weizenproduzenten als auch zu den drei größten Nationen mit den höchsten Lagerbeständen gehören, diese dem globalen Exportmarkt jedoch nicht bzw. nur äußerst eingeschränkt zur Verfügung stehen, erscheint die Versorgungslage wesentlich knapper. Rund 40% der globalen Lagerbestände befinden sich in den Händen der beiden asiatischen Großmächte. Dies erklärt, warum Missernten bei

bedeutenden Exportnationen erheblichen Einfluss auf die globale Versorgungslage haben.

Fazit

Das globale Stocks to Use Ratio befindet sich im aktuellen Marketingjahr 2012/13 auf dem niedrigsten Niveau seit dem Marketingjahr 2007/08. Auch in den USA liegt das Stocks to Use Ratio bei lediglich 25%. Im nächsten Marketingjahr 2013/14 erwarten wir global einen relativ ausgeglichenen Marktsaldo und eine Stagnation des Stocks to Use Ratios bei rund 22%. In den USA gehen wir von einem Anstieg des Stocks to Use Ratios auf rund 32% aus. In den letzten Jahren stand die Entwicklung der Weizenpreise oft in Verbindung zur Maispreisentwicklung. Aufgrund der aktuellen Knappheit im globalen Weizenhandel gehen wir 2013 jedoch davon aus, dass sich Weizen in einem gewissen Maße von der Entwicklung des Maispreises loslösen kann. Kurzfristig sehen wir die Weizennotierungen unterstützt, da sich die Nachfragekomponente aus dem Nahrungsmittelbereich sehr unelastisch verhält und sich Weizen gegenüber Mais weiter verteuern sollte, um Nachfrage aus dem Futtermittelsegment auszupreisen. Im Jahresverlauf gehen wir jedoch in Folge der erwarteten Angebotsreaktion von fallenden Weizenpreisen auf rund 7,00 USD je Bushel aus und erwarten keine signifikante Verschiebung der Terminkurve. Da sich die CFTC Netto Long Positionierung der Non Commercials aktuell auf einem im historischen Vergleich hohen Niveau befindet, dürfte sich der Verkaufsdruck beschleunigen, sobald der Rückgang der Weizenpreise einsetzt.

Mais: Untergewichten

Angebot

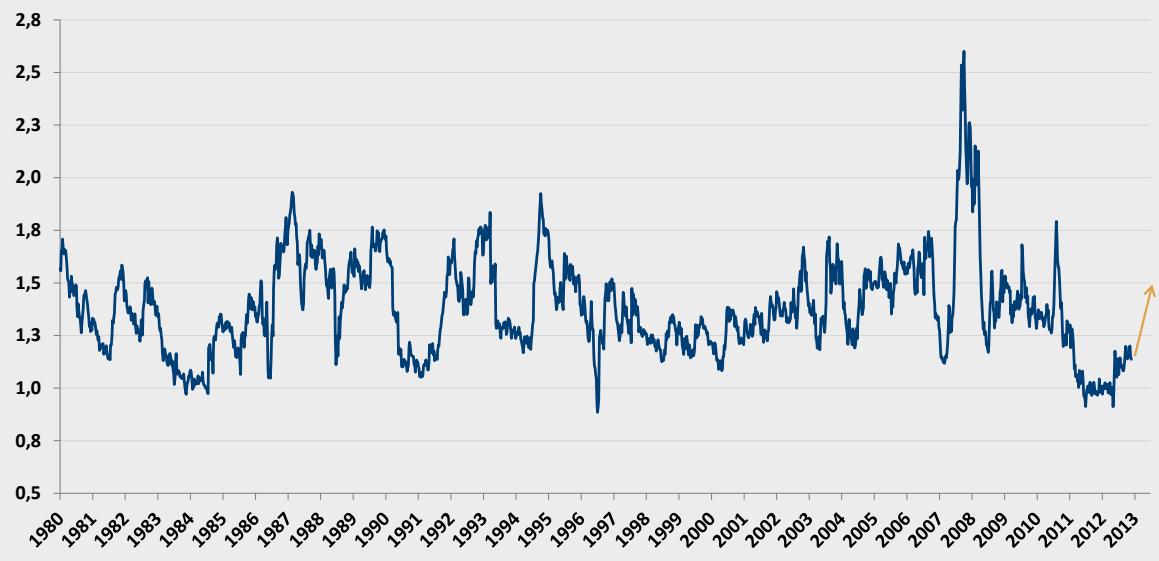
- Wie schnell aus einem prognostizierten Überschussmarkt ein knapper Defizitmarkt werden kann, bewies die Wetterentwicklung in den USA im Jahr 2012. Die schlimmste Dürre seit 1956 dezimierte die Produktionserwartungen drastisch, nachdem bereits die US-Ernten in 2010 und 2011 durch unvorteilhafte Wetterbedingungen geringer als ursprünglich angenommen ausgefallen waren. 2012 revidierte das US-Landwirtschaftsministerium (USDA) die Ernteprognose von einer ursprünglich erwarteten Rekordernte im Mai 2012 bis November 2012 um -27,5%. Das Verhältnis der Lagerbestände zum Einjahresverbrauch (Stocks to Use Ratio) sank in den USA im aktuellen Marketingjahr 2012/13 auf ein kritisch tiefes Niveau von rund 5,5%. Der Maispreis stieg infolgedessen bis Mitte August 2012 auf einen neuen Höchststand.
- Dadurch, dass sich in den USA im aktuellen Marketingjahr 2012/13 auch das Stocks to Use Ratio von Sojabohnen auf einem sehr niedrigen Niveau von knapp unter 5% befindet, benötigen beide Anbauvarianten für den Aufbau höherer Lagerbestände eine größere Anbaufläche in 2013. Gemäß unseren Berechnungen sprechen die relativen Margen- und Knappheitssituationen auf Basis der bis Mitte November 2012 verfügbaren Preise für eine im Vergleich zu 2012 konstante Maisfläche von 96,9 Millionen Acres. Unterstellt man normale Wetterbedingungen und die Erzielung durchschnittlicher Erträge je Flächeneinheit, wäre in den USA eine Rekordernte möglich. Die tatsächliche Anbauentscheidung wird jedoch erst im Frühjahr 2013 gefällt. Dementsprechend haben Veränderungen hinsichtlich der zu erwartenden Erträge und Kosten noch erheblichen Einfluss auf die relative Verteilung der Anbaufläche auf die einzelnen Anbauvarianten.

- Global gehen wir von einer höheren Maisernte im nächsten Marketingjahr 2013/14 aus. Entscheidend wird jedoch der Verlauf der Anbaubedingungen in den USA sein, da die US-Produktion gemäß unserer Einschätzung rund 40% der Weltproduktion beträgt und wir für die US-Ernte eine Wachstumsrate von knapp 32% im Vergleich zum Vorjahr unterstellen. Daneben spielt auch die Wetterentwicklung in anderen großen Produzentennationen eine Rolle. So ist insbesondere die zweite Anbauphase in Brasilien, die Safrinha-Ernte, auf gute Bedingungen angewiesen.

Nachfrage

- Durch die extreme Dürre in den USA im Sommer 2012 wurden erhebliche Kürzungen auf der Nachfrageseite erforderlich, da das vorhandene Angebot ansonsten nicht ausgereicht hätte, das ursprünglich unterstellte Nachfragergebniveau zu decken. Für den Ethanolbereich wurden aufgrund der im Renewable Fuels Standard (RFS) festgelegten zu produzierenden Ethanolmengen in den letzten beiden Marketingjahren 2010/11 und 2011/12 rund 40% der gesamten US-Maisnachfrage verwendet. Aufgrund der gestiegenen Maispreise wiesen
- die wöchentlich veröffentlichten US-Ethanolproduktionsdaten in den Sommermonaten 2012 einen Einbruch auf. Verglichen mit den ursprünglichen Erwartungen im Mai 2012 wird aktuell im gesamten Marketingjahr 2012/13 ein Rückgang der Maisnachfrage aus dem Ethanolbereich um 10% prognostiziert. Wir halten eine weitere Reduktion in den nächsten Monaten für wenig wahrscheinlich, da sich die Marge der Mineralölindustrie, Ethanol Benzin beizumischen, im positiven Bereich befindet und die Verwendung von Ethanol im Benzingemisch auch genutzt wird, um den Oktangehalt zu steuern. Darüber hinaus hat die US-Umweltschutzbehörde (EPA) im November 2012 Forderungen zurückgewiesen, die vorgeschriebenen Ethanolmengen aufgrund der Missernte bei Mais zu verringern. Im nächsten Marketingjahr 2013/14 unterstellen wir eine Rückkehr der US-Maisnachfrage auf das Niveau, das den im RFS definierten zu produzierenden Ethanolmengen entspricht.
- Auch im Futtermittelbereich sind aufgrund der Missernte in den USA Nachfragekürzungen notwendig. Erste Reaktionen sind bereits erfolgt. Die Anzahl der zu mästenden Rinder, die in den Mastprozess aufgenommen

Ratio Weizenpreis/Maispreis (generische Chicago Board of Trade Futures-Kontrakte)



Quelle: Bloomberg, Tiberius

wurden, befindet sich seit September 2012 deutlich unter den Werten der vergangenen Jahre. Der Gesamtbestand der Rinder in den Mastbetrieben fiel infolgedessen unter den 5-Jahresdurchschnitt. Durch die globalen Ernteausfälle bei Weizen und Sojabohnen ist die Versorgungslage bei Futtermitteln knapper als ursprünglich angenommen. Weizen notiert inzwischen wieder mit einer historischen Prämie zu Mais. 2013 gehen wir von einem weiteren Anstieg der Prämie des Weizenpreises gegenüber dem Maispreis aus. Dies deutet auf eine geringere Verschiebung der Futtermittelnachfrage von Mais zu Weizen hin, verglichen mit der Phase, als Weizen reichlich vorhanden war und mit einem Abschlag zu Mais gehandelt wurde. Darüber hinaus ist aufgrund der niedrigeren Ethanolproduktion die Substitution von Mais durch die bei der Ethanolproduktion entstehenden Distillers Dried Grains (DDG) eingeschränkt. Diese könnte sich weiter reduzieren, sofern ein überdurchschnittlich hoher Gehalt der Schimmelpilzgifte (Aflatoxine) in der US-Maisernte 2012 nachgewiesen werden sollte. Da sich die Ansammlung der Gifte bei der Herstellung von Ethanol vervielfacht, kann zu stark befallener Mais nicht mehr als DDG verfüttert werden.

- Die US-Exporte von Mais gingen infolge der extremen Dürre seit Sommer 2012 signifikant zurück und befinden sich deutlich unter dem Niveau der letzten Jahre. Das USDA unterstellt gegenwärtig im aktuellen Marketingjahr 2012/13 einen Rückgang der Maisnachfrage aus dem Exportbereich um rund 25% im Vergleich zum vorherigen Marketingjahr. Deutlich höhere Maislieferungen verließen hingegen die brasilianischen Häfen. Dadurch, dass in Brasilien der zweite Anbauzyklus von Mais, die Safrinha-Produktion, während der letzten Ernte überdurchschnittlich gut ausgefallen war, steigerte Brasilien die monatlichen Exporte deutlich gegenüber den Vorjahren. Da in Brasilien jedoch die Exportkapazitäten beschränkt sind und der Fokus im Frühjahr 2013 auf den Export der geernteten Sojabohnen gerichtet sein sollte, dürften die hohen Maislieferungen aus Brasilien nur noch

kurze Zeit andauern. Denkbar wäre, dass globale Maisnachfrage in die USA verlagert wird und die Exportvereinbarungen von dem aktuell niedrigen Niveau ansteigen. Im nächsten Marketingjahr 2013/14 gehen wir davon aus, dass die Maisexporte aus den USA wieder ein durchschnittliches Niveau erreichen, sofern nicht erneut unvorteilhafte Wetterbedingungen zu Ernteausfällen führen.

Fazit

Im Marketingjahr 2013/14 unterstellen wir bei normalen Anbaubedingungen einen globalen Marktüberschuss in Höhe von 3,4% der Nachfrage und einen Anstieg des globalen Stocks to Use Ratios auf knapp 15%. Auch in den USA gehen wir von einer Steigerung des Stocks to Use Ratios von aktuell rund 5,5% auf etwas mehr als 14% aus. Dementsprechend halten wir das gegenwärtige Preisniveau für überbewertet und erwarten 2013 einen deutlichen Rückgang der Maisnotierungen auf 4,50 bis 5,00 USD je Bushel und ein Auspreisen der aktuellen Knappheitsprämie. Momentan weist Mais noch den höchsten Einjahres-Convenience Yield in unserem Rohstoffuniversum auf. 2013 gehen wir von einer Drehung der Terminstrukturkurve von Backwardation in Contango aus und bevorzugen deshalb im Laufe des Jahres die lang laufenden Futureskontrakte. Hinsichtlich der CFTC Netto Long Positionierung der Non Commercials erwarten wir 2013 eine rückläufige Tendenz. Unvorteilhafte Wetterbedingungen bei den Getreiden und Ölsaaten stellen das größte Risiko für unsere Prognose niedrigerer Maispreise dar.

Sojabohnen: Leicht Untergewichten

Angebot

- 2012 wurden die ursprünglichen Ernteerwartungen der drei größten Sojabohnenproduzenten durch Dürren reduziert. Zunächst waren Brasilien und Argentinien im Frühjahr 2012 betroffen. Die Situation verschärfte sich, als auch in den USA im Sommer 2012 wetterbedingte Produktionsverluste eintraten. In den USA wies die Angebots/Nachfrage-Bilanz bei Sojabohnen im Gegensatz zu Mais zu Beginn des aktuellen Marketingjahres 2012/13 sehr niedrige Anfangslagerbestände auf. Dementsprechend gab es keinen Lagerbestandspuffer, der den Ernteausfall kompensieren konnte. Die Sojabohnenpreise stiegen infolgedessen Anfang September 2012 auf einen neuen Höchststand.
- Für 2013 erwarten wir eine Steigerung der US-Sojabohnenernte. Die höhere Ernte basiert vor allem auf der Annahme durchschnittlicher Ernteerträge unter normalen Anbaubedingungen. Entsprechend den relativen Margen- und Knappeitssituationen und den bis Mitte November 2012 verfügbaren Terminpreisen erwarten wir hinsichtlich der Anbaufläche einen leichten Rückgang auf 76 Millionen Acres. Die tatsächliche Entscheidung, ob Mais oder Sojabohnen angebaut werden, wird allerdings erst im Frühjahr 2013 getroffen. Bis dahin werden die Entwicklungen der Sojabohnenernte in Südamerika sowie des chinesischen Importverhaltens wichtige Entscheidungsgrößen sein, wodurch sich die derzeitigen Kalkulationsgrundlagen noch deutlich verändern können.
- Da der Anbau von Sojabohnen auf der Südhalbkugel zeitversetzt zur Nordhalbkugel erfolgt, dürfte sich die knappe Versorgungslage mit den südamerikanischen Ernten im Frühjahr 2013 verbessern. Sowohl Argentinien als auch Brasilien planen deutliche Angebotssteigerungen. Die Möglichkeit überdurchschnittlicher Ernteerträge in Südamerika sank jedoch zuletzt durch die Zurückstufung

auf neutrale ENSO-Bedingungen, nachdem zunächst noch die Ausbildung eines El Niño Wetterphänomens prognostiziert worden war. Darüber hinaus führten unvorteilhafte Wetterbedingungen zu Schwierigkeiten während der Aussaat. Der Fokus der Marktteilnehmer wird deshalb in den ersten Monaten des Jahres 2013 auf der Wetterentwicklung in Südamerika liegen. Sollten sich die unvorteilhaften Wetterbedingungen fortsetzen, ist mit dem erneuten Aufbau einer Risikoprämie bei den Sojabohnenpreisen zu rechnen.

Nachfrage

- Die US-Ernteerluste scheinen aufgrund später Regenfälle im Sommer 2012 letztendlich nicht so gravierend ausgefallen zu sein wie zunächst befürchtet. Das US-Landwirtschaftsministerium (USDA) erhöhte die Einschätzung der US-Produktion innerhalb von zwei Monaten um rund 9 Millionen Tonnen und reduzierte dadurch die Notwendigkeit, signifikante Kürzungen auf der Nachfrageseite vorzunehmen.
- Im Gegensatz zu Mais weist die US-Sojabohnennachfrage noch keine stark rückläufige Tendenz auf. Die industrielle Verarbeitung (Crush) von Sojabohnen in die Sojabohnenprodukte Öl und Mehl weist in den USA aufgrund der Ernteerluste in Südamerika gegenwärtig sehr stabile Werte auf. Wir gehen davon aus, dass sich die US-Crushnachfrage erst abschwächt, wenn die Versorgungssituation im Produktbereich durch die nächsten Ernten in Brasilien und Argentinien gesichert erscheint.
- Die wöchentlichen US-Exportdaten des USDA lassen keinen Einfluss der schlimmsten Dürre in den USA seit 1956 erkennen. Die Exporte weisen bislang einen sehr stabilen Verlauf auf und liegen deutlich über den Vorjahreswerten. Ob diese Exportvereinbarungen tatsächlich eingehalten werden oder ob sie lediglich abgeschlossen wurden, um sich vor dem Hintergrund einer unsicheren globalen Versorgungslage Sojabohnenlieferungen zu sichern, wird sich erst in den nächsten Monaten zeigen. Ähnlich wie bei den

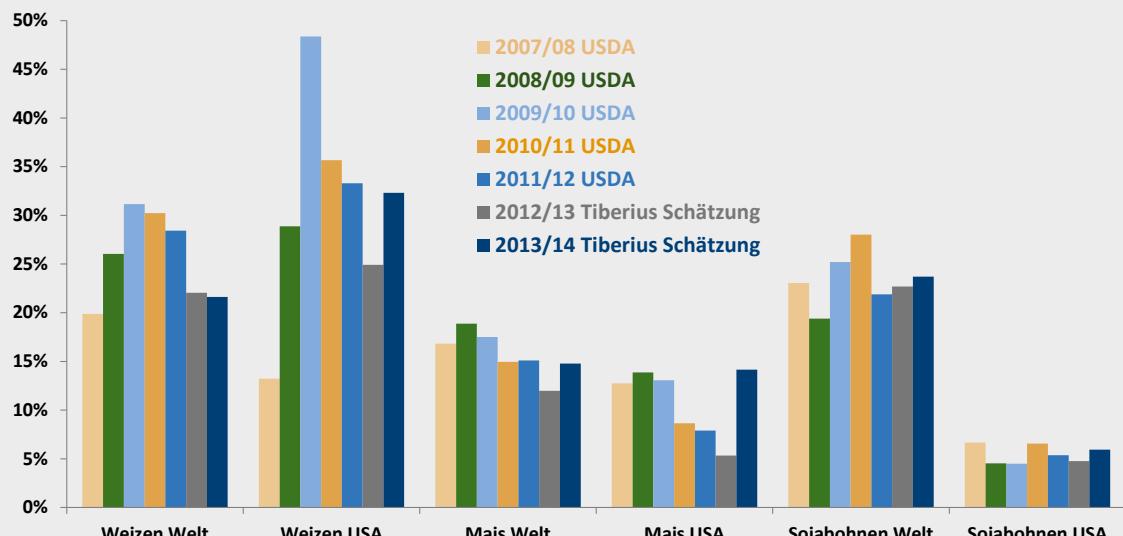
extremen Preissteigerungen bei Baumwolle 2010/2011 könnte es dazu kommen, dass auf hohem Preisniveau abgeschlossene Exportvereinbarungen bei tieferen Preisen aufgehoben werden und sich der Preisrückgang aufgrund von wegfallenden Nachfragevereinbarungen fortsetzt.

- Auf globaler Ebene wird der Sojabohnenhandel von den Importen der Volksrepublik China dominiert. Entsprechend dem saisonal diametralen Verlauf der Sojabohnenernten in den USA und in Südamerika gehen wir von einer Verlagerung der Destination zu Gunsten von Brasilien aus, sobald die Ernten dort im Frühjahr 2013 zur Verschiffung zur Verfügung stehen. Wir rechnen dementsprechend mit einem Rückgang der US-Lieferungen in der zweiten Hälfte des US-Marketingjahres. Engpässe bei der Verschiffung aus Brasilien heraus können jedoch aufgrund der begrenzten Infrastrukturkapazitäten nicht ausgeschlossen werden. Darüber hinaus belasten die neuen Transportregelungen (kürzere Fahrzeiten und längere Ruhepausen für LKW-Fahrer) die Wettbewerbsfähigkeit brasilianischer Sojabohnenexporte.

Fazit

Sowohl global als auch auf US-Ebene erwarten wir marginale Marktüberschüsse bei Sojabohnen im Marketingjahr 2013/14. Dementsprechend gehen wir von einem stabilen globalen Stocks to Use Ratio bei knapp 24% aus. In den USA prognostizieren wir einen geringen Anstieg des Stocks to Use Ratios auf rund 6% und damit eine von Mais und Weizen abweichende Entwicklung, deren Stocks to Use Ratios entsprechend unseren Prognosen in den USA deutlich über den Werten des aktuellen Marketingjahres liegen sollten. Sofern keine ungünstigen Wettereinflüsse auftreten sollten, gehen wir aufgrund der im Vergleich zu 2012 besseren Versorgungslage bei Sojabohnen von einem Preisrückgang auf 12,00 USD je Bushel aus. Wir erwarten eine relativ flache Terminstrukturkurve, die leicht in Contango notieren dürfte. In Relation zu Mais stufen wir Sojabohnen als den aussichtsreicheren Rohstoff ein und erwarten bei der CFTC Netto Long Sojabohnen Positionierung der Non Commercials 2013 einen weiteren Rückgang, nachdem die Position bereits in den letzten Wochen reduziert wurde. Bei den Sojabohnenprodukten sehen wir bei Sojabohnenöl eine gute Nachfrageunterstützung aus dem Bereich

Stocks to Use Ratios ausgewählter Agrarrohstoffe



Quelle: USDA, Tiberius

der alternativen Energien. Da sich die Versorgungslage 2013 bei den Futtermitteln verbessern dürfte, erwarten wir bei Sojabohnenmehl im Jahresverlauf die Auspreisung der gegenwärtigen Knappheitsprämie. Kurzfristig dürfte Sojabohnenmehl durch das jährliche Rebalancing der bedeutenden Rohstoffindizes gegenüber Sojabohnen und Sojabohnenöl unterstützt sein. Sojabohnenmehl wird mit einem Ausgangsgewicht von 2,6% als Indexkomponente in den DJUBS Commodity Index neu aufgenommen. Das Indexgewicht von Sojabohnen reduziert sich hingegen um rund 2,5% und das Indexgewicht von Sojabohnenöl fällt um rund 0,4%.

SOFT COMMODITIES

Baumwolle: Neutral

Angebot

- Die Baumwollpreise werden aktuell durch das Rekordniveau der globalen Lagerbestände belastet, das sich aus der Angebotsreaktion infolge der Höchststände bei den Baumwollnotierungen im Frühjahr 2011 ergab. Das globale Verhältnis der Lagerbestände zum Einjahresverbrauch (Stocks to Use Ratio) befindet sich im aktuellen Marketingjahr 2012/13 mit über 70% auf einem Rekordwert und der globale Baumwollmarkt weist das dritte Jahr in Folge einen Überschuss auf.
- Nachdem bereits im vergangenen Marketingjahr 2011/12 die Baumwollpreise an Attraktivität gegenüber anderen Anbauvarianten verloren hatten, reduzierte die Mehrzahl der bedeutenden globalen Baumwollproduzenten den Anbau im Marketingjahr 2012/13. Das US-Landwirtschaftsministerium (USDA) geht aktuell von einem globalen Produktionsrückgang um 6% im Vergleich zum Vorjahr aus. Lediglich die USA steigerten die Baumwollernte in diesem Zeitraum, obwohl auch dort die Anbaufläche um rund 16% gefallen war. Dies beruht jedoch auf einem Sondereffekt: 2011 wurde die US-Baumwollernte durch die „Jahrhundertdürre“ in den südlichen Bundesstaaten deutlich reduziert. Ein Jahr später ermöglichten bessere Anbaubedingungen, dass ein größerer Anteil der Anbauflächen geerntet werden konnte.
- Da die Baumwollpreise 2012 durch die Produktionsausfälle und Preissteigerungen bei den Getreiden und Ölsaaten erneut an relativer Attraktivität für den Anbau in 2013 verloren haben, erwarten wir in den USA im nächsten Marketingjahr 2013/14 einen weiteren Rückgang der Baumwollflächen. Obwohl die Entscheidung, welche Anbauvariante den Vorzug

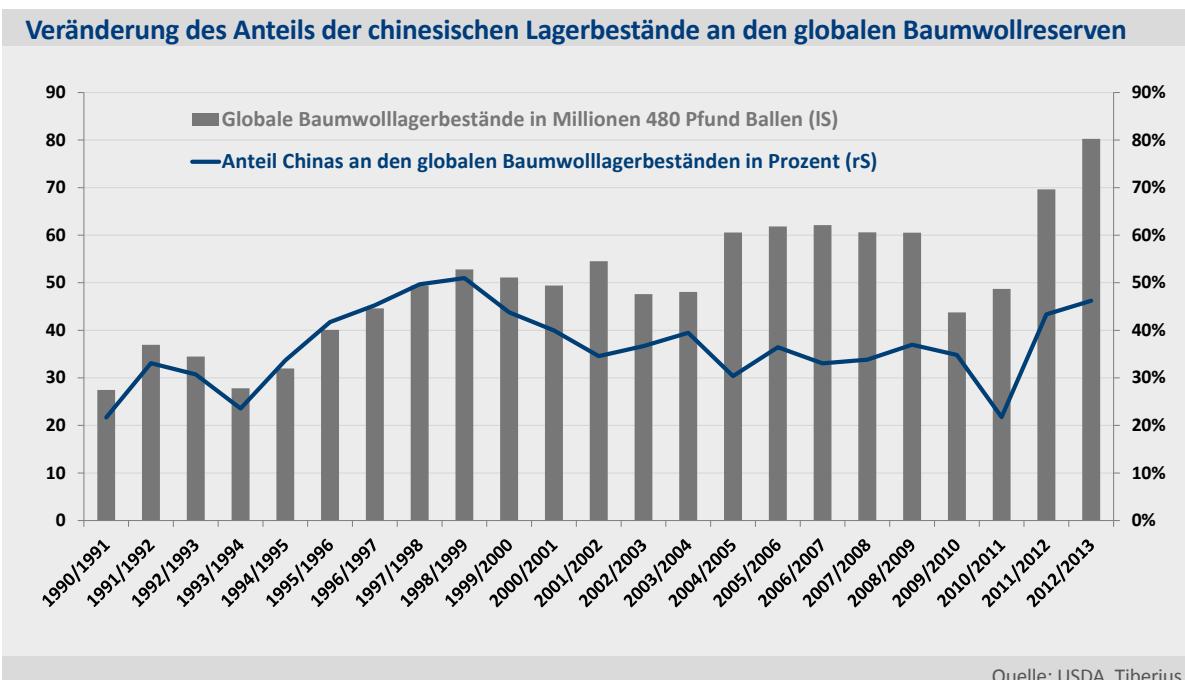
gegenüber einer anderen bekommt, erst im Frühjahr 2013 getroffen wird, gehen wir Mitte November 2012 von einem Rückgang der Anbaufläche für Baumwolle um knapp 24% auf 9,4 Millionen Acres (!) im Vergleich zum Vorjahr aus. Die Ernte fiele dementsprechend um rund 3 Millionen Ballen (480 Pfund) niedriger aus. Auch global erwarten wir aufgrund der höheren Preise bei den Getreiden und Ölsaaten einen Produktionsrückgang um knapp 10% im Vergleich zum Vorjahr.

Nachfrage

- Die Volksrepublik China nimmt als weltweit größter Produzent, Verbraucher und Importeur eine zentrale Stellung im Baumwollmarkt ein. So beeinflusste der Aufbau der staatlichen Lagerbestände in China in letzter Zeit nicht nur die inländischen Preise, sondern hatte auch Auswirkungen auf den globalen Baumwollhandel. Als die Baumwollpreise nach Erreichen des Rekordwerts 2011 einbrachen, trieb die Volksrepublik China den Aufbau der staatlichen Reserven voran, da die Lagerbestände zuvor auf extrem niedrige Niveaus gefallen waren. Infolgedessen stiegen die chinesischen Baumwollimporte an und der Anteil der chinesischen Lagerbestände an den globalen Baumwollreserven konnte sich nach aktuellen Einschätzungen des USDA innerhalb der letzten zwei Jahre mehr als verdoppeln. Die Konzentration von rund der Hälfte der globalen Baumwolllagerbestände in China lässt das globale Stocks to Use Ratio von mehr als 70% in einem anderen Licht erscheinen, da sich die Lagerbestände außerhalb Chinas während der globalen Angebotsausweitung in den letzten Jahren nur marginal erhöhten. Die bestehende Unsicherheit, ob und wie die Baumwollreserven künftig von der Volksrepublik China eingesetzt werden, dürfte

deshalb entscheidenden Einfluss auf die Preisbewegung im Baumwollmarkt besitzen.

Weltwirtschaftswachstums in 2013 erwarten wir im Marketingjahr 2013/14 eine positive Wachstumsrate der Baumwollnachfrage von



- In der Vergangenheit unterstützten die chinesischen Importe die Baumwollnotierungen. 2013 gehen wir jedoch aufgrund des bislang realisierten Lageraufbaus von geringeren Importen aus. Hinsichtlich der Exporte aus den USA unterstellen wir zwei gegenläufige Entwicklungen: Zum einen den bereits erwähnten geringeren globalen Importbedarf. Zum anderen nehmen wir jedoch an, dass die US-Exporte vor dem Hintergrund rückläufiger globaler Produktionserwartungen an Bedeutung gewinnen. Insgesamt gehen wir in den USA im nächsten Marketingjahr 2013/14 von einer stabilen Nachfrage aus. In Kombination mit einer geringeren Baumwollernte sollte sich ein Marktdefizit und ein Rückgang des US-Stocks to Use Ratios um rund 8,5% auf knapp 25% ergeben.
- Im aktuellen Marketingjahr 2012/13 gehen wir von einem Wachstum der globalen Baumwollnachfrage von 2,5% im Vergleich zum Vorjahr aus. In Übereinstimmung mit unserem Makro-Bild eines durchschnittlichen

rund 2%. Höhere Wachstumsraten halten wir im Baumwollmarkt gegenwärtig, auch aufgrund der Substitution durch synthetische Produkte, für wenig wahrscheinlich.

Fazit

Wir erwarten im nächsten Marketingjahr 2013/14 ein globales Defizit in Höhe von rund 3% der globalen Baumwollnachfrage und einen Rückgang des globalen Stocks to Use Ratios um rund 4,5% auf 70,5%. Das globale Lagerbestandsniveau befände sich somit nur knapp unter dem bisherigen Höchststand. In den USA gehen wir ebenfalls von einem im Vergleich zum Vorjahr niedrigeren Stocks to Use Ratio aus und erwarten einen Rückgang um rund 8,5% auf knapp 25%. Kurzfristig dürfte der Lagerüberhang der Vorjahre den Preis belasten, was im ersten Quartal 2013 durch das jährliche Rebalancing der bedeutenden Rohstoffindizes abgemildert werden könnte. Im weiteren Jahresverlauf sollte jedoch die entstehende Defizitsituation stärkeren Einfluss auf die Baumwollpreise gewinnen.

Wir prognostizieren einen anschließenden Preisanstieg bei Baumwolle auf 75 bis 80 US-Cents je Pfund und eine steigende Tendenz der CFTC Netto Long Position der Non Commercials.

unvorteilhaften Wetterbedingungen und den Auswirkungen des Erneuerungsprogramms alter Kaffeebäume ein höheres Erntevolumen im Vergleich zum Vorjahr. Aktuell gehen wir von 9,0 bis 9,5 Millionen 60 kg Säcken aus.

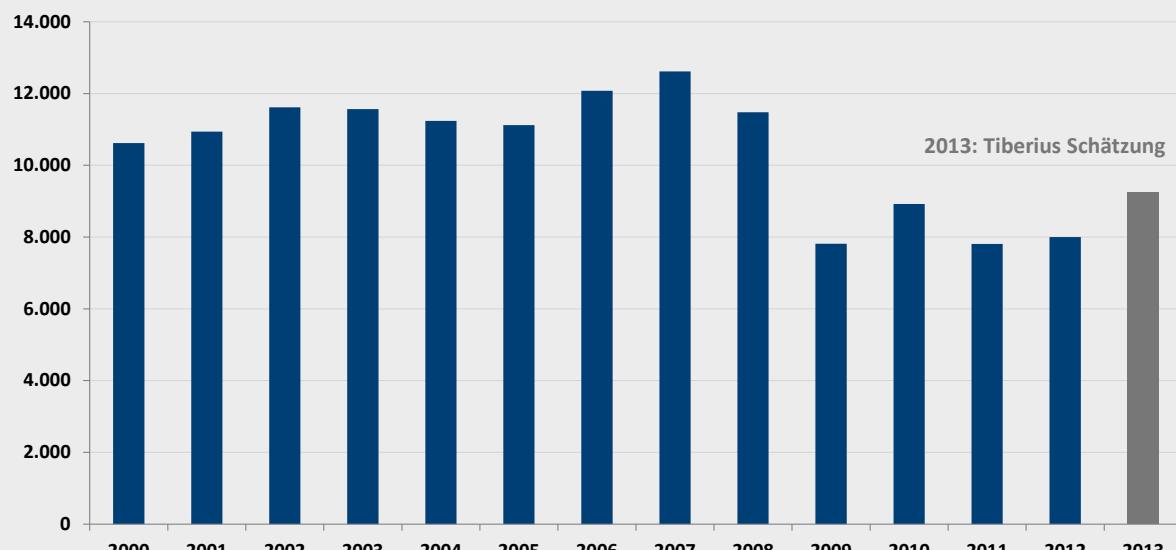
Kaffee: Neutral

Angebot

- Die Angebotsstörung bei hochwertigen kolumbianischen Arabicabohnen besteht nunmehr das vierte Jahr in Folge. Erneut dürften die ursprünglichen Ernteerwartungen aufgrund von negativen Wettereinflüssen nicht erreicht werden. Der Verband der kolumbianischen Kaffeeerzeuger schätzt die Ernte 2012 aktuell mit 8 Millionen 60 kg Säcken nur geringfügig über der bereits niedrigen Ernte des Vorjahres in Höhe von 7,8 Millionen 60 kg Säcken ein. Das Erntevolumen liegt damit weiterhin deutlich unter den in der Vergangenheit erzielten Kaffeeernten von rund 11 Millionen 60 kg Säcken. Auch 2013 erwarten wir kein Angebotswachstum, das an den historischen Durchschnitt heranreicht. Dennoch unterstellen wir bei weniger

- Trotz der Engpässe in Kolumbien entspannte sich die globale Versorgungslage 2012 durch hohe Exportvolumen aus Mittelamerika und durch das höhere brasilianische Erntevolumen im zweijährigen Anbauzyklus („on-year“). Aber auch in Brasilien bewirkten unvorteilhafte Wetterbedingungen, dass die brasilianische Ernte rund 8% unter den ursprünglichen Ernteprognosen liegen dürfte. Das nächste brasilianische „off-year“ könnte hingegen durchaus höher als normalerweise üblich ausfallen. Die in den letzten Jahren erzielten Rekordniveaus der Arabica-Notierungen verbesserten die finanzielle Lage der Kaffeebauern und dürften deshalb die Investitionen in die Bestandspflege der Kaffeplantagen erhöht haben. Zusätzlich ermöglicht die bessere finanzielle Situation den Kaffeebauern eine längere Lagerhaltung der Kaffeebohnen, wenn ihnen das Verkaufsniveau unangemessen erscheint, da Verkäufe nicht zwingend zur Generierung von Liquidität vorgenommen werden müssen.

Kolumbien: Kaffeeproduktion in 1.000 60 kg Säcken



Quelle: Verband der kolumbianischen Kaffeeerzeuger, Tiberius

- Die zertifizierten Lagerbestände an der Intercontinental Exchange (ICE) stabilisierten sich infolge der Kaffeernten in Mittelamerika. Die Börsenlagerbestände waren seit 2009 kontinuierlich gefallen, da aufgrund der fundamentalen Knappheit bei hochwertigen Arabica-Bohnen Lagerbestände aufgelöst worden waren. Obwohl die Lagerbestände seit Ende 2011 um knapp 57% bis Ende Oktober 2012 angestiegen sind, befinden sie sich gegenwärtig, verglichen mit den Lagerbeständen der letzten Dekade, immer noch auf einem sehr niedrigen Niveau. Weiteres Anstiegspotenzial besteht, da ab 2013 auch brasilianische Kaffeebohnen zur Einlieferung zugelassen werden, allerdings nur mit einem Abschlag aufgrund der geringeren Qualität.
- Die Nachfrage nach Arabica-Bohnen wurde in den Kaffeemischungen aufgrund deren Knappheit und dem daraus resultierenden Preisanstieg reduziert. Günstigere Bohnen der Sorte Robusta gewannen dementsprechende Marktanteile. Die Prämie der qualitativ hochwertigeren Arabica-Bohnen gegenüber Kaffee der Sorte Robusta ging im Jahresverlauf 2012 zurück und erhöhte entsprechend die Anreize, die Mischungsverhältnisse der Kafferöstungen wieder zu Gunsten von Arabica-Bohnen umzustellen. Da jedoch die geänderten Röstungen mit höherem Robusta-Anteil von den Verbrauchern gut angenommen wurden, könnten Kafferöster durchaus noch länger einen höheren Anteil der günstigeren Robusta-Bohnen verwenden.

Nachfrage

- Global gehen wir von etwas niedrigeren Wachstumsraten der Nachfrage als in den letzten Jahren aus. Der Kaffeekonsum in Westeuropa und den USA ist nahezu saturiert und verschiebt sich lediglich hinsichtlich der unterschiedlichen Formen des Kaffeekonsums. Das künftige Potenzial einer höheren Kaffeenachfrage liegt in den aufstrebenden Wirtschaftsnationen, die sich hinsichtlich ihrer Ernährungsgewohnheiten zunehmend an den westlichen Industrienationen orientieren und alleine durch den Umstand wachsender Bevölkerungszahlen und steigender Einkommen höhere Nachfrage generieren.
- Der Trend führt dazu, dass künftig ein höherer Anteil der Kaffeernten in den Produzentennationen für den inländischen Konsum verbleibt. Brasilien ist gegenwärtig nach den USA der zweitgrößte globale Kaffeeverbraucher. Der Verband der brasilianischen Kaffeeindustrie (ABIC) unterstellte zuletzt einen Anstieg der inländischen Kaffeenachfrage auf 20,4 Millionen 60 kg Säcke in 2012 bzw. auf 21 Millionen 60 kg Säcke in 2013.

Fazit

Kurzfristig sehen wir die Arabica-Preise durch das jährliche Rebalancing der bedeutenden Rohstoffindizes unterstützt, da das Indexgewicht aufgrund des Preisrückgangs in 2012 erhöht wird. Die Bewegung könnte durch den Anstieg der CFTC Netto Long Positionierung der Non Commercials verstärkt werden. Im historischen Vergleich liegt diese gegenwärtig auf einem im Verhältnis zum Open Interest äußerst niedrigen Niveau. Im Anschluss erwarten wir jedoch fallende Kaffeenotierungen, da die globale Versorgungslage nach dem brasilianischen „on-year“ und der aktuell überdurchschnittlichen Einschätzung des nächsten „off-years“ keine signifikanten Knappheitsprämien begründet, sofern die Kaffeernten anderer bedeutender Produzentennationen nicht durch negative Wetterentwicklungen dezimiert werden. Wir gehen im weiteren Jahresverlauf 2013 deshalb momentan von einem Preisniveau zwischen 125 und 145 US-Cents je Pfund aus.

Kakao: Leicht Übergewichten

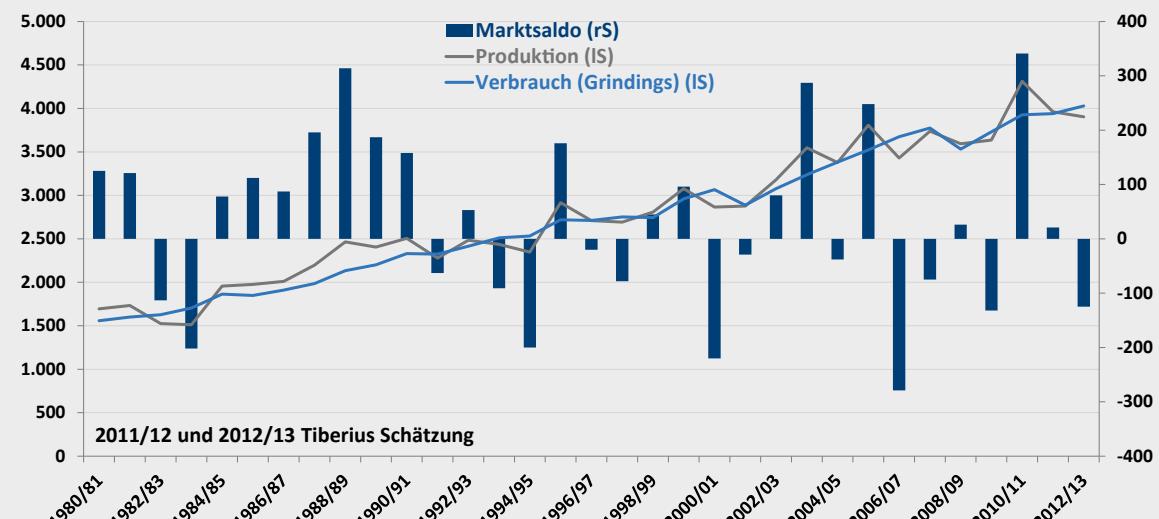
Angebot

- Nach der wetterbedingten Rekordernte im Marketingjahr 2010/11 fiel die globale Kakaoproduktion im vergangenen Marketingjahr 2011/12 aufgrund weniger vorteilhafter Wetterbedingungen in Westafrika niedriger aus. Auf den globalen Rekordüberschuss aus dem Vorjahr folgte im abgelaufenen Marketingjahr ein nahezu ausgeglichenes Verhältnis zwischen Angebot und Nachfrage.
- Auf der Angebotsseite haben die Entwicklungen in der Elfenbeinküste, die rund ein Drittel zur globalen Kakaoproduktion beiträgt, wesentlichen Einfluss auf die Kakaonotierungen. Bisher war der ivorische Kakaosektor durch alternde Kakaobäume, schlechte Infrastruktur und mangelnde Investitionsbereitschaft aufgrund der politisch instabilen Lage geprägt. Eine Reform des Kakaosektors sollte deshalb die Voraussetzungen schaffen, dass künftig die Steigerung der globalen Kakaoproduktion nicht mehr allein durch positive Wachstumsraten anderer Produzentennationen getragen werden muss.

Die Elfenbeinküste konnte in den letzten Jahren kein immanentes Produktionswachstum aufweisen, sondern war allein auf günstige Wetterbedingungen angewiesen. Die Umsetzung der Reform entwickelte sich 2012 besser als zunächst angenommen wurde. Zwar gibt es immer noch einige offene Punkte, bspw. hinsichtlich der Qualität, der Lieferung oder der Lagerung der Kakaobohnen. Die Mindestpreisgarantie sollte den Bauern langfristig jedoch Investitionsanreize aufgrund von besseren Kalkulationsgrundlagen bieten. Da jedoch der Nachbarstaat Ghana den Mindestpreis für die geernteten Kakaobohnen auf einem höheren Niveau als die Elfenbeinküste fixiert hat, ist erneut von einem Anstieg geschmuggelter Kakaobohnen aus der Elfenbeinküste über die Grenze nach Ghana auszugehen. Nachdem bereits die ivorische Produktion im vergangenen Marketingjahr 2011/12 geringer als die Rekordernte im Vorjahr ausgefallen war, erwarten wir aufgrund von suboptimalen Wetterbedingungen einen weiteren Rückgang im aktuellen Marketingjahr 2012/13.

- Auch in Ghana, dem zweitgrößten Kakao- produzenten der Welt, begann das neue Marketingjahr 2012/13 unterdurchschnittlich.

Globaler Kakaomarkt: Produktion, Verbrauch (Grindings) und Marktsaldo in 1.000 Tonnen



Quelle: International Cocoa Organization, Tiberius

Seit Beginn der neuen Saison lagen die Ankäufe von Kakaobohnen gemäß den Angaben der Regulierungsbehörde Cocobod mit 209.451 Tonnen per 8. November 2012 um 31,3% unter dem Niveau des Vorjahreszeitraumes. Wir gehen aktuell von einem Rückgang der ghanaischen Ernte um knapp 10% im Vergleich zum Vorjahr aufgrund von zu niedrigen Niederschlagsmengen aus. Global erwarten wir im Marketingjahr 2012/13 einen Produktionsrückgang um 1,5% im Vergleich zum Vorjahr.

Nachfrage

- Aufgrund der Unsicherheit, in der sich die Konsumenten in den westlichen Industrienationen hinsichtlich der weiteren Entwicklung der wirtschaftlichen Lage befinden, gehen wir im Marketingjahr 2012/13 von einem leicht unterdurchschnittlichen Nachfragewachstum in Höhe von 2,2% aus. Die globale Kakaonachfrage basiert hauptsächlich auf den Entwicklungen im europäischen Markt und dem Nachfrageverhalten in den USA. Aufgrund der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen erwarten wir in diesen Märkten unterdurchschnittliche Nachfragedaten. In den aufstrebenden asiatischen Volkswirtschaften hingegen gehen wir aufgrund der Einkommenssteigerungen und der zunehmenden Bevölkerung in Kombination mit der vermehrten Orientierung an der Lebensweise in westlichen Industriestaaten weiterhin von stabilen positiven Wachstumsraten aus.
- Die Nachfragedaten fielen im dritten Quartal 2012 in der EU zwar besser als erwartet aus, mit einem Rückgang um rund 16% gegenüber dem Vorjahreszeitraum lag die Nachfrage jedoch weiterhin auf einem unterdurchschnittlichen Niveau. Niedrige

Verarbeitungsdaten in den westlichen Industrienationen sind Ausdruck der Verschiebung von Verarbeitungskapazitäten zu Gunsten von kakaoproduzierenden Regionen. Vermehrt möchten Kakaoproduzenten an dem Mehrwert, den die Verarbeitung von Kakaobohnen zu Kakaoprodukten bietet, partizipieren.

- In der Saison 2012/13 erwarten wir zum ersten Mal seit dem Erreichen der globalen Rekordernte 2010/11 einen Rückgang der weltweiten Kakaolagerbestände. Da die Lager aber immer noch im Verhältnis zum Einjahresverbrauch (Stocks to Use Ratio) gut gefüllt sind, unterstellen wir unter normalen Anbaubedingungen trotz eines erwarteten globalen Marktdefizits von 125.000 Tonnen keine Knappheit im globalen Kakaomarkt.

Fazit

Aufgrund des prognostizierten globalen Marktdefizits erwarten wir im Marketingjahr 2012/13 höhere Kakaonotierungen als ein Jahr zuvor. Signifikante Preissteigerungen halten wir unter normalen Bedingungen, sowohl hinsichtlich der Wetterentwicklung als auch bezogen auf die politische Stabilität in den Hauptanbaunationen, für vergleichsweise unwahrscheinlich. Dadurch, dass wir von einem Stocks to Use Ratio leicht über der 40% Marke ausgehen, sehen wir das Preispotential bei 2.700 bis 2.800 US-Dollar je Tonne begrenzt. Mit dem Aufbau von Risikoprämiien ist jedoch zu rechnen, sofern es zu Ernteausfällen oder politisch instabilen Lagen in Westafrika kommen sollte. Preissteigerungen auf das Niveau 3.000 bis 3.500 US-Dollar je Tonne wären in einem solchen Szenario nicht auszuschließen. Wir erwarten eine steigende Tendenz bei der CFTC Netto Long Positionierung der Non Commercials und gehen von keiner signifikanten Veränderung der Terminkurve aus.

Zucker: Leicht Untergewichten

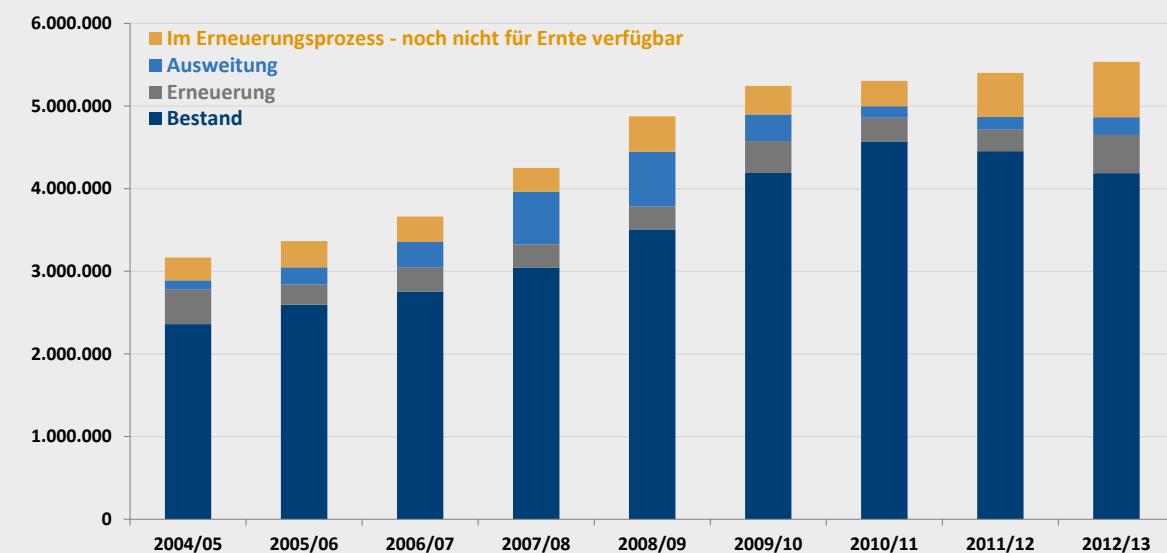
Angebot

- Die Erwartung eines globalen Marktüberschusses sowie der zwischenzeitliche Aufbau von Risikoprämien aufgrund von ungünstigen Wetterentwicklungen bei den größten globalen Produzentennationen beeinflussten die Zuckernotierungen im zurückliegenden Marketingjahr 2011/12. Obwohl ungünstige Wetterentwicklungen in Brasilien, der wichtigsten Nation auf der Angebotsseite des globalen Zuckermarktes, zu Ernteverlusten führten, konnte die globale Zuckerproduktion aufgrund von höheren Ernten in anderen Anbaunationen gegenüber dem vorherigen Marketingjahr 2010/11 um knapp 5% gesteigert werden. Zur besseren globalen Versorgungslage trug vor allem eine höhere Produktion in Thailand, Indien, Russland und der EU bei.
- Die Zuckerrohrernte in Brasilien verzögerte sich aufgrund von zu hohen Niederschlagsmengen und konnte erst im Juli/August 2012 beschleunigt werden. Der zwischenzeitlich aufgetretene Rückstand zum Vorjahr konnte

durch die anschließende Rekordgeschwindigkeit im Ernteverlauf und eine länger als saisonal übliche Ernteaktivität jedoch aufgeholt werden. Gemäß Angaben des brasilianischen Verbands der Zuckerrohrindustrie (UNICA) hatten per 15. November 2012 lediglich 41 zuckerrohrverarbeitende Fabriken aufgrund der nahenden Regenzeit den Betrieb eingestellt. Zur selben Zeit ein Jahr zuvor waren es bereits 166 Betriebe. Der überdurchschnittliche Niederschlag zu Beginn der Saison sollte jedoch auf die nächste Ernte einen positiven Einfluss haben, da das Wachstum neu gepflanzten Zuckerrohrs dadurch gefördert wurde.

- Aufgrund von unvorteilhaften Wetterentwicklungen ist in Thailand und der EU von Produktionsrückgängen auszugehen. Aber auch in Indien reduzierten die unterdurchschnittlichen Niederschlagsmengen des Monsuns die ursprünglichen Ernteprognosen. Global erwarten wir im Marketingjahr 2012/13 eine Stagnation der globalen Zuckerproduktion auf dem Niveau des vorherigen Marketingjahres 2011/12. Die genannten negativen Wachstumsraten in Indien, Thailand und der EU dürften aber

Zuckeranbaufläche in São Paulo/Brasilien (Hauptanbaugebiet von Zuckerrohr) in Hektar



Quelle: UNICA, Tiberius

durch Produktionszuwächse in Brasilien, China und Australien ausgeglichen werden.

Nachfrage

- Im Marketingjahr 2012/13 erwarten wir eine Stabilisierung des jährlichen Nachfragewachstums leicht unter dem Niveau des Vorjahres bei knapp 2%. Hohe Zuckerpreise hatten die Nachfrage in den Marketingjahren zuvor deutlich reduziert. Auf dem aktuell niedrigen Preisniveau gehen wir von durchschnittlichen Nachfragewerten aus den westlichen Industrienationen aus. Höhere Wachstumsraten unterstellen wir jedoch in Asien. Dort sollten das Bevölkerungswachstum und die Ausbildung einer Mittelschicht, die sich zunehmend an der westlichen Ernährungsweise orientiert, eine höhere Zuckernachfrage generieren.
- Aufgrund von guten Ernteprognosen und vergleichsweise hohen Lagerbeständen stufen wir den erforderlichen chinesischen und russischen Importbedarf im aktuellen Marketingjahr relativ verhalten ein. Andere Nationen dürften jedoch das niedrige Zuckerpreisniveau nutzen, um Lagerbestände aufzufüllen, die während den Preissteigerungen in den letzten Jahren abgebaut worden waren.
- Gemäß Angaben von UNICA wurde in Brasilien seit Beginn der Ernte im April 2012 bis zum 16. November 2012 aufgrund der vorteilhafteren Zuckerpreise die Herstellung von Zucker (+1,6% im Vergleich zum Vorjahr) gegenüber der Produktion von Ethanol (-3,0% im Vergleich zum Vorjahr) gesteigert. Der in den vergangenen Jahren erzielte Trend einer Zunahme der Zuckerherstellung gegenüber der Produktion von Ethanol kommt aktuell durch mehrere Aspekte ins Wanken: Die Nachfrage nach Ethanol stieg zuletzt durch höhere Exporte in die USA aufgrund derdürrebedingten Preissteigerungen bei Mais an. Darüber hinaus wird im Mai/Juni 2013 die brasilianische Beimischungsrate von Ethanol zu Benzin von 20% auf 25% erhöht werden. Diese war im Herbst 2011 aufgrund der sich

damals abzeichnenden Knappheit bei Ethanol reduziert worden. Eine Verschiebung des bisherigen Zucker/Ethanol-Produktionsverhältnisses zu Gunsten von Ethanol ist bei einer höheren Ethanolnachfrage wahrscheinlich und würde im Umkehrschluss zu einer geringeren Verfügbarkeit von Zucker führen.

Fazit

Basierend auf den gegenwärtigen Ernteprognosen erwarten wir im Marketingjahr 2012/13 einen geringeren globalen Marktüberschuss als im Vorjahr. Aktuell gehen wir von 2,4 Millionen Tonnen aus. Damit scheint der globale Zuckermarkt fundamental gut versorgt. Im Jahresverlauf sollten die Zuckernotierungen auf 16,50 US-Cents je Pfund nachgeben. Sollten jedoch erneut Ernteverluste aufgrund von widrigen Anbaubedingungen eintreten, wären der Aufbau einer Risikoprämie und dementsprechende Preissteigerungen auf ein Niveau von 22 bis 24 US-Cents je Pfund wahrscheinlich, da in diesem Fall die CFTC Netto Long Positionierung der Non Commercials, die sich gegenwärtig in Relation zum Open Interest auf dem niedrigsten Niveau der letzten Jahre befindet, deutlich ansteigen könnte.

LEBENDVIEH

Lebendrinder: Neutral

Angebot

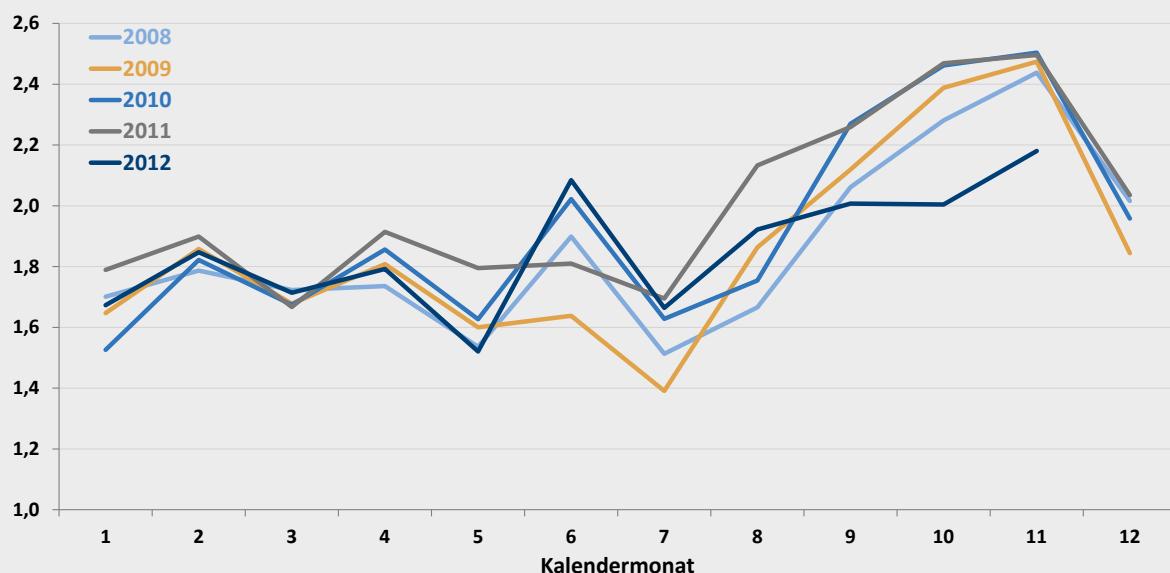
- Die Preissteigerungen bei den Getreiden und Ölsaaten infolge der extremen Dürre in den USA in den Sommermonaten 2012 wirkten sich negativ auf den Lebendviehsektor aus. Im Umfeld steigender Futtermittelpreise besitzen Rinder einen Nachteil gegenüber anderen Masttierarten, da die Fleischerzeugung bei Rindern getreideintensiver ist. Dementsprechend wurden seit dem Sommer 2012 weniger Rinder von den Weiden zur Mast in die Ställe aufgenommen. Gemäß den Angaben des US-Landwirtschaftsministeriums (USDA) wies der Oktober 2012 diesbezüglich mit 2,18 Millionen Rindern den niedrigsten Oktober-Wert seit der Datenerhebung 1996 auf. Die unterdurchschnittliche Entwicklung der Neuaufnahme junger Rinder in den Mastprozess dürfte im ersten Halbjahr 2013 zu einer geringeren Verfügbarkeit von Lebendrindern führen.

- Durch den unterdurchschnittlichen Zuwachs der Rinder, die in den Mastprozess aufgenommen wurden, fiel der Gesamtbestand der Mastrinder auf durchschnittliche Werte zurück. Dieser war 2011 noch überdurchschnittlich angewachsen, da die Weidebedingungen in den südlichen US-Bundesstaaten keine normale Tierhaltung ermöglicht hatten. Die „Jahrhundertdürre“ des Jahres 2011 hatte das Weideland damals so stark dezimiert, dass sich die Bauern gezwungen sahen, im Mastprozess überdurchschnittlich viele Tiere mit Getreide zu füttern, die normalerweise noch länger auf den Weiden gehalten worden wären.

Nachfrage

- In den USA ist aufgrund der Unsicherheit hinsichtlich der weiteren Entwicklung der konjunkturellen Lage und der hohen Rindfleischpreise mit einem Rückgang der inländischen Nachfrage zu rechnen.

Cattle Placed on Feed in den USA in Millionen Stück



Quelle: USDA, Tiberius

Aufgrund der niedrigeren Verfügbarkeit von Lebendrindern unterstellt das USDA gegenwärtig für 2013 einen Rückgang der US-Rindfleischexporte um 1% gegenüber dem Vorjahr. Trotz des erwarteten Rückgangs hätten die Exporte nach wie vor einen erheblichen Einfluss auf der Nachfrageseite, da sie immer noch knapp 10% der Rindfleischproduktion betragen. Zur Kompensation der niedrigeren erwarteten Schlachtraten wird ein Anstieg der Rindfleischimporte um rund 11% im Vergleich zum Vorjahr unterstellt. Die USA würden dadurch wieder zum Netto-Importeur werden, nachdem sie zuletzt mehr Rindfleisch ausgeführt als importiert hatten.

Fazit

Im ersten Halbjahr 2013 gehen wir aufgrund der zu erwartenden geringeren Verfügbarkeit von Lebendrindern von Preissteigerungen auf rund 140 US-Cents je Pfund aus. Die CFTC Netto Long Positionierung der Non Commercials dürfte in diesem Umfeld von dem aktuell neutralen Niveau ebenfalls ansteigen. Im weiteren Jahresverlauf gehen wir von einem Rückgang der Notierungen auf ca. 115 bis 125 US-Cents je Pfund aus, da sich die Versorgungslage im Futtermittelbereich normalisieren und die Verfügbarkeit von Lebendrindern erhöhen sollte. Einen signifikanten Preisverfall stufen wir gegenwärtig als wenig wahrscheinlich ein, da die Notierungen der Lebendrinder durch den Rückgang des Viehbestands in den USA während der letzten Jahre weiterhin unterstützt sein dürften.

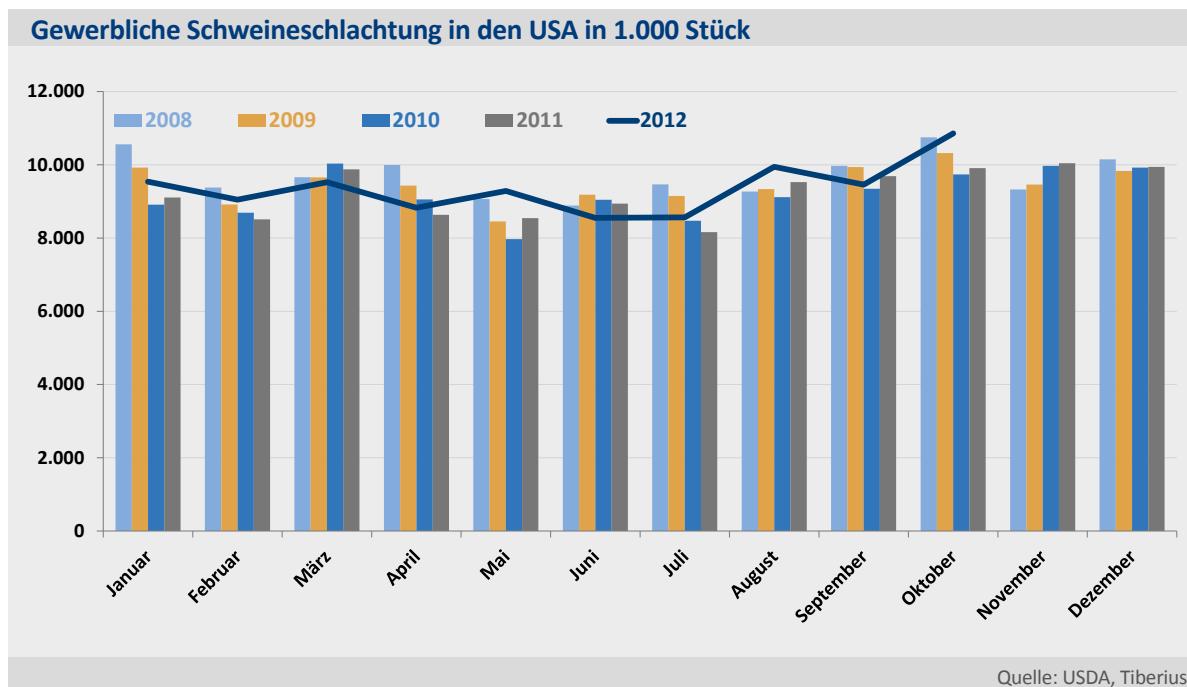
Magere Schweine: Neutral

Angebot

- Im zuletzt veröffentlichten Hogs and Pigs Report des USDA wurde für das Quartal Juni-August 2012 ein Rekordwert von 10,13 bei der Überlebensrate der Ferkel pro Wurf berichtet. Gleichzeitig lag die Aufzuchtherde jedoch das erste Mal seit Dezember 2010 unter dem Vorjahreswert. Aufgrund der gestiegenen Futtermittelpreise wird ein geringerer Anreiz unterstellt, die Produktion kurzfristig zu erhöhen. Vielmehr wird mit einem Rückgang der Ferkel gebärenden Säue in den beiden folgenden Quartalen (September bis November 2012 bzw. Dezember bis Februar 2013) gerechnet. Darüber hinaus ist es wahrscheinlich, dass die Schweine mit einem geringeren Gewicht als normalerweise üblich geschlachtet werden, um auf diese Weise Futtermittelkosten einzusparen. Wir gehen jedoch von keiner signifikanten Reduktion der Aufzuchtherde aus, damit die Flexibilität gewahrt bleibt, die Produktion erhöhen zu können, wenn sich die Margen durch geringere Futtermittelpreise verbessern.

Nachfrage

- Die monatlichen Schlachtraten in den USA stiegen aufgrund der höheren Futtermittelpreise im Sommer 2012 an, nachdem sie zuvor durchschnittliche Werte aufgewiesen hatten. Im Zuge dessen koppelte sich die Lagerbestandsentwicklung gefrorenen Schweinefleischs vom saisonalen Trend ab. Die Lagerbestände wiesen infolgedessen im November 2012 ein deutlich höheres Niveau als in den Vorjahren auf. Da die Exporte von Schweinefleisch ca. 20 bis 25% der Produktion betragen, stellen sie einen wichtigen Nachfragebestandteil dar. 2013 unterstellen wir weiterhin eine hohe asiatische Nachfrage nach Schweinefleisch und erwarten deshalb keinen Rückgang der US-Exporte. Die inländische Nachfrage in den USA sehen wir durch die günstigeren Preise für Schweinefleisch im Vergleich zu Rindfleisch unterstützt.



Fazit

2013 erwarten wir in den USA bei Mageren Schweinen einen Produktionsrückgang im Vergleich zum Vorjahr und weiteres Wachstum auf der Nachfrageseite im Exportbereich. Deshalb gehen wir ebenso wie bei Lebendrindern von einer besseren Wertentwicklung bei Mageren Schweinen im Vergleich zum Sektor Getreide und Ölsaaten aus. Kurzfristig halten wir einen Preisrückgang aufgrund der höheren Verfügbarkeit durch die Zunahme der Schlachtraten für möglich. Diese Bewegung könnte durch den Abbau des in Relation zum Open Interest aktuell hohen Niveaus der CFTC Netto Long Positionierung der Non Commercials verstärkt werden. Im weiteren Jahresverlauf erwarten wir mit Ausnahme der Sommermonate eine relativ stabile Preisentwicklung und gehen zum Jahresende von einem Preisniveau um 80 US-Cents je Pfund aus. Durch die in der Grillsaison höhere Nachfrage nach Schweinefleisch sind saisonal übliche Preissteigerungen im Sommer zu erwarten.

INVESTMENTPRODUKTE

Die Tiberius Gruppe betreut zum 3. Dezember 2012 folgende Investmentprodukte*:

1. Commodity Alpha OP	Long Only
2. Tiberius Commodity Alpha Euro OP**	Long Only
3. Tiberius Active Commodity OP	Long Only
4. Tiberius Absolute Return Commodity OP	Long/Short
9. Tiberius X-Line - Commodity Timing Long 0-100 Index Fund	Long Only + Timing Overlay
8. Magma Capital Global Macro Strategy	Global Macro
5. Tiberius Commodity Fund of Funds	Dachfonds
6. Tiberius EuroBond OP	Fixed Income
7. Tiberius InterBond OP	Fixed Income

* Spezialfonds sind nicht abgebildet

** Der Tiberius Commodity Alpha Euro OP wird zum 31.12.2012 mit dem Commodity Alpha OP verschmolzen

Wenn Sie Fragen zu den Produkten haben, wenden Sie sich bitte an unser Sales Team.
Ebenso richten Sie bitte fachliche Anfragen über die Managementstrategie an unser Sales Team.

Tel.: +41 41 560 00 81; E-Mail: info@tiberiusgroup.com

KONTAKT

Tiberius Gruppe, Headquarter

Tiberius Asset Management AG

Baarerstrasse 53
6300 Zug
Schweiz
Tel.: +41 41 560 00 81
Fax: +41 41 560 00 82
E-Mail: info@tiberiusgroup.com

Tiberius Services AG

Tübinerstrasse 7
70178 Stuttgart
Deutschland
Tel.: +49 711 185 785 00
E-Mail: info@tiberiusgroup.com

Tiberius Asset Management Services UK Ltd.

17c Curzon Street
W1J 5HU London
United Kingdom
Tel.: +44 203 471 20 60
Fax: +44 203 471 20 99
E-Mail: info@tiberiusgroup.com

Wichtige rechtliche Information

Die Angaben in diesem Dokument gelten weder als Verkaufsangebot, als Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes noch als Anlageberatung. Sie dienen lediglich zum Zwecke der Information. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angaben wird keine Haftung übernommen. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen und Einschätzungen können sich jederzeit ändern und geben die Ansicht der Tiberius Group unter den derzeitigen Konjunkturbedingungen wieder.

Anlagen sollen erst nach einer gründlichen Lektüre des aktuellen Rechtsprospektes, des aktuellen Kurzprospektes, der Statuten und des aktuellen Jahres- und Halbjahresberichts sowie nach einer Beratung durch einen unabhängigen Finanz- und Steuerspezialisten getätigten werden. Die erwähnten Dokumente erhalten Sie kostenlos in Papierform oder auf Wunsch elektronisch unter Tel. +41 41 560 0081 / info@tiberiusgroup.com oder bei der Oppenheim Fonds Trust GmbH, Unter Sachsenhausen 4, D-50667 Köln oder im Internet unter [www.oppenheim-fonds.de](http://www oppenheim-fonds.de).

Der Wert und die Rendite der Anteile können fallen oder steigen. Sie werden durch die Marktvolatilität sowie durch Wechselkursschwankungen beeinflusst. Tiberius Asset Management AG übernimmt keinerlei Haftung für allfällige Verluste. Die vergangene Wert- und Renditeentwicklung ist kein Indikator für deren laufende und zukünftige Entwicklung. Die Wert- und Renditeentwicklung berücksichtigt nicht allfällige beim Kauf, Rückkauf und/oder Umtausch der Anteile anfallende Kosten und Gebühren. Die Aufteilung nach Branchen, Ländern und Währungen und die einzelnen Positionen sowie allfällig angegebene Benchmarks können sich jederzeit im Rahmen der im Rechtsprospekt festgelegten Anlagepolitik ändern. Ebenso können die in dieser Broschüre gemachten Aussagen ohne Vorankündigung geändert werden.

Dieses Werk ist urheberrechtlich geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere die der Übersetzung, des Nachdrucks, des Vortrags, der Entnahme von Abbildungen und Tabellen, der Funksendung, der Mikroverfilmung oder der Vervielfältigung auf anderen Wegen und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen, bleiben auch bei nur auszugsweiser Verwertung, vorbehalten. Eine Vervielfältigung dieses Werkes oder von Teilen dieses Werkes ist nicht zulässig. Zu widerhandlungen können den Strafbestimmungen des Urheberrechts unterliegen.

Copyright © 2012 Tiberius Asset Management AG. Alle Rechte vorbehalten.

Redaktionsschluss: 3. Dezember 2012

TIBERIUS

TIBERIUS GROUP

Tiberius Asset Management AG
Baarerstrasse 53
6300 Zug
Schweiz
www.tiberiusgroup.com