

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 Rohstoffutures 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 beschäftigt 18 Mitarbeiter mit fundierter Erfahrung in den Bereichen Rohstoffhandel, Portfolio-Management und quantitativem Research. Die verwalteten Vermögenswerte haben einen Gesamtwert von rund 1 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 kundenspezifischer Lösungen anbieten zu können.

Die Tiberius Gruppe versteht sich als innovativer Anbieter von intelligenten und Mehrwert generierenden Fonds rund um das Themengebiet 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 2015 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.

Ihr Tiberius Team

INHALTSVERZEICHNIS

Die Tiberius Gruppe	1
Inhaltsverzeichnis	2
Prognosen 2015	3
Makro-Prognosen	3
Rohstoff-Prognosen	5
Makroökonomische Perspektiven	8
USA und Europa – auseinanderdriftende Kontinente	8
Japan – Weitere Steuererhöhung zu erwarten?	11
China – Ein weiteres Jahr mit 7% Wachstum	12
Rentenmarkt-Perspektiven	16
Der 10J-Zinsspread USA – Deutschland	18
Die Geldpolitik der Fed	21
Bewertungen und Zinsperspektiven des US-Bondmarkts	25
Bewertungen und Zinsperspektiven des deutschen Rentenmarkts	26
Rohstoffmarkt-Perspektiven	32
Energie	37
Industrie- und Edelmetalle	49
Agrarrohstoffe	59
Rohstoffaktien	67
Investmentprodukte	74
Kontakt	75

PROGNOSEN 2015

MAKRO-PROGOSEN

Rückblick

Bei unseren Makro-Prognosen für das Jahr 2014 lagen wir im Großen und Ganzen richtig. Wir waren davon ausgegangen, dass die Vorzeichen für die globalen Wachstumsperspektiven positiv sind, aber das tatsächliche Wirtschaftswachstum im Vergleich zu vergangenen Zyklen unterdurchschnittlich ausfallen wird. Als Gründe für eine eher verhaltene Wachstumsdynamik hatten wir hohe Schuldenquoten im Privatsektor und bei vielen Staaten, anhaltende Überkapazitäten, sowie eine kaum mehr wirksame Geldpolitik angeführt. Im Einzelnen wurden wir allerdings von der schwachen Konjunkturentwicklung in der Eurozone überrascht, nicht zuletzt, weil die plötzliche und dann anhaltende Ukraine-Krise einen großen und besonderen Belastungsfaktor gerade für den europäischen Kontinent darstellte.

Trotz dieser richtigen Grundeinschätzung lagen wir in unseren Finanzmarkt-Prognosen teilweise deutlich daneben. Wir haben insbesondere unterschätzt, in welchem starkem Maße sich die fortgesetzt stimulierende Geldpolitik auf die verschiedenen Assetklassen auswirkt. Eine derart unkonventionelle EZB-Geldpolitik, mit einem sogar negativen Einlagenzins, hatten wir ebenfalls nicht erwartet.

Für die Aktienmärkte hatten wir nach dem außerordentlich guten Performancejahr 2013 mit einem Konsolidierungsjahr und verhaltenen Kursrückgängen gerechnet. Aber die Aktienmärkte haben die verschiedenen geopolitischen Krisen wie den Sezessionskonflikt in der Ukraine, die islamistische Expansion in Irak und Syrien oder die Ebola-Ausbreitungsgefahr abgeschüttelt und sich, unterstützt von fallenden Zinsen und ausreichend vorhandener Liquidität, nach oben orientiert und neue historische Rekordstände erklommen. Der kräftige Kurseinbruch im Oktober 2014 wurde schnell wieder durch eine zügige Aufwärtsbewegung abgelöst.

Unsere Prognose fallender Zinsen traf dagegen ein. Allerdings fiel der tatsächliche Zinsrückgang teilweise wesentlich stärker aus als erwartet, beispielsweise sank der deutsche 10J-Zins auf deutlich unter 1,00%, und damit weit unter die erwarteten 1,30%. Hier hatte die unkonventionelle EZB-Politik, mit negativen Einlagenzinsen, die gesamte Zinskurve unerwartet stark nach unten gedrückt. Beim US-amerikanischen 10J-Zins dagegen wurde der Prognosewert von 2,30% im November so ziemlich getroffen.

Der EUR/USD-Wechselkurs war zuletzt ebenfalls kaum von unserer Jahresendprognose 1,27 US-Dollar entfernt. Den japanischen Yen hatten wir jedoch nicht so schwach eingestuft.

Aus unserer Sicht gab es triftige Gründe für ein Ende der seit drei Jahren andauernden Phase einer relativ zu den Aktienmärkten wesentlich schlechteren Wertentwicklung bei den Rohstoffmärkten. Aber auch 2014 zogen sich noch weitere Investoren aus dem Rohstoffmarkt zurück. Teilweise wird diese Assetklasse nicht oder nicht mehr als Bestandteil der strategischen Allokation angesehen. Die Rohstoffindizes fielen nach einem positiven ersten Halbjahr erneut und entfernten sich dadurch schließlich von unserem Erwartungswert eines moderaten Kursgewinns.

Prognosen

Die Wachstumsaussichten für das Jahr 2015 stuften wir als positiv ein. Die USA haben dabei alle Voraussetzungen um die Rolle eines Wachstumsmotors auszufüllen. Denn die US-Volkswirtschaft ist in ihrem konjunkturellen Zyklus in eine Phase gekommen, in der auf vermutlich längere Sicht vom Arbeitsmarkt, über anziehende Löhne und Gehälter sowie einen weiteren Beschäftigungszuwachs, wachstumsstützende Effekte kommen

werden. Die vorlaufenden Wirtschaftsindikatoren zeigen nach oben und die Geldpolitik ist nach wie vor sehr stimulierend. Andere Regionen wie insbesondere die Eurozone werden voraussichtlich von der US-Entwicklung profitieren und in einen zumindest moderaten Wachstumspfad einschwenken. Trotz dieses insgesamt positiven Szenarios für 2015, dürfte die Weltwirtschaft, aufgrund struktureller Hemmnisse wie vor allem durch die hohe private und öffentliche Verschuldung, nicht sehr kraftvoll wachsen.

Vor diesem Hintergrund könnte 2015 ein Jahr der teilweisen Normalisierung in dem Sinne sein, dass einerseits strukturelle Probleme weitgehend erhalten bleiben, wohingegen sich andererseits konjunkturzyklisch bedingt ein gewisser verhaltener Inflationsauftrieb sowie in der Folge auch ein teilweise wieder etwas normales Zinsniveau einstellt.

Für die USA erwarten wir im Frühjahr den Beginn einer neuen Leitzinserhöhungsphase, einen Zinsanstieg bei den US-Treasuries, eine abermals freundliche Entwicklung der Aktien und einen stärkeren US-Dollar. Wichtige Gründe für die positive Aktieneinschätzung sind die

anhaltend stimulierende Geldpolitik, die nur zögerlich restriktiver werden dürfte, und die als sehr teuer einzustufenden Anlagealternativen zu Aktien. Aufgrund der Leitfunktion der US-Märkte beeinflusst die US-Einschätzung die Prognosen für andere Märkte. Für die Eurozone ist mit einem anhaltend niedrigen Leitzins, der Umsetzung der angekündigten Wertpapierkäufe seitens der EZB und einer fortgesetzten Euro-Schwäche zu rechnen. Der deutsche 10J-Zins dürfte sich, seinem US-Pendant folgend, nach oben bewegen und die europäischen Aktien könnten, vor dem Hintergrund der aktuell eher schlechten Stimmungslage, positiv überraschen.

Die Assetklasse Rohstoffe beschließt 2014 das vierte Jahr in Folge mit negativer Performance. Die positive, aber noch schwache weltweite Konjunktorentwicklung und das dynamische Angebotswachstum der vergangenen Jahre bremste hier positive Impulse. Die technischen Indikatoren wie Roll-Renditen verbesserten sich in 2014 jedoch gegenüber dem Vorjahr. Aber im Gegensatz zu anderen Assetklassen wie Aktien und Anleihen profitierten Rohstoffe bislang nicht von den Auswirkungen einer expansiven Zentralbankpolitik. Diese ist unter anderem

Anlageklasse	Indexname	2014			2015
		Stand am 22.11.2013	Tiberius Prognose für Ende 2014 vom 25.11.2013	Stand am 21.11.2014	Tiberius Prognose für Ende 2015 vom 21.11.2014
Aktien	S&P 500	1.805	1.650	2.065	2.250
	Dax 30	9.219	8.600	9.715	10.800
	Nikkei 225	15.382	14.000	17.358	17.700
Renten	10J-Zins US	2,74%	2,30%	2,33%	3,20%
	10J-Zins D	1,75%	1,30%	0,77%	1,70%
	10J-Zins JP	0,63%	0,90%	0,46%	0,90%
Leitzinsen	USA	0,25%	0,25%	0,25%	1,25%
	Eurozone	0,25%	0,25%	0,05%	0,05%
	Japan	0,10%	0,10%	0,10%	0,10%
Währungen	EURUSD	1,36	1,27	1,24	1,12
	EURJPY	137,3	135,0	146,3	150,0
	BCOM TR	249	270	238	260
Rohstoffe	Rohöl (WTI)	95	90	77	95
	Gold	1243	1200	1.205	1050

Quelle: Bloomberg, Tiberius

dafür verantwortlich, dass der amerikanische S&P 500 neue Höchststände und die Verzinsung von US-Anleihen Tiefststände erreichte. Das macht Rohstoffe relativ zu Aktien und Anleihen zu einem sehr attraktiven Investment für 2015. Wir erwarten zudem 2015 eine stärkere weltweite Wirtschaftsentwicklung als 2014, ausgehend von einer führenden US-Wirtschaft, einer diesen Impulsen folgenden Entwicklung in der Eurozone und einem stabil wachsenden China. Dies sollte die Preise für zyklische Rohstoffe unterstützen. Auch erwarten wir positive Rückkopplungseffekte für das Wirtschaftswachstum und die Rohstoffnachfrage aus den deutlich gesunkenen Energiepreisen. Lediglich die Stärke des US-Dollars könnte sich als Störgröße bemerkbar machen, sodass wir auf der Makroseite ein Kursplus des Bloomberg Commodity Index von +8% bis +10% unterstellen.

ROHSTOFF-PROGNOSEN

Unsere relativen Prognosen können grundsätzlich die folgenden fünf Ausprägungen annehmen, die als Empfindung einer relativen Übergewichtung (OW) beziehungsweise Untergewichtung (UW), gegenüber dem Bloomberg Commodity Index, zu verstehen sind.: Übergewichten (+2), leicht Übergewichten (+1), Neutral (0), leicht Untergewichten (-1) und Untergewichten (-2).

Wir gehen für das Jahr 2015 von einer stärker wachsenden Wirtschaft und positiven Impulsen durch die gefallen Energiepreise aus. Daher erwarten wir eine Outperformance der zyklischen Rohstoffsektoren Energie und Basismetalle, die wir beide gegenüber dem Bloomberg Commodity Index empfehlen überzugewichten. Der Bereich Edelmetalle dürfte dagegen, durch sich verbessernde Wirtschaftszahlen einerseits und einen erwarteten weiteren Anstieg des US-Dollars andererseits, Gegenwind spüren. Daher stufen wir den Sektor als relatives Untergewicht ein.

Die Agrar- und Viehmärkte sehen wir 2015 mit einer heterogenen Performance. Die Bedingungen auf den Märkten für

Getreide- und Ölsaaten verbessern sich für den Investor gegenüber dem Vorjahr, jedoch noch nicht genug, um eine Übergewichtung zu rechtfertigen. Der Sektor-Score steigt von -4 (2014) auf -2 (2015). Positiv schätzen wir das Chance/Risiko-Verhältnis für den Bereich Soft Commodities ein, während wir die Märkte für Lebewild als Underperformer einstufen.

Unsere Top Long Ideen aus der Einzelrohstoffanalyse 2015 sind Rohöl, Nickel und Zucker. Als Top Short Ideen stehen dagegen Gold, Silber und Magerschwein.

Im Energiesektor (OW) sehen wir in der zweiten Jahreshälfte eine deutliche Erholung der Ölpreise einsetzen. Wichtige Impulse erwachsen aus zusätzlichen Nachfrageimpulsen durch eine stärker wachsende Weltwirtschaft, sowie positive Rückkopplungseffekte auf das Wirtschaftswachstum und die Ölnachfrage durch das aktuell niedrige Energiepreinsniveau. Hierdurch sollte es zudem zu positiven Angebotseffekten kommen. Zusätzlich sprechen einige Unwägbarkeiten für einen Anstieg der Risikoprämie im Ölmarkt. Daher erwarten wir zum Jahresende 2015 WTI bei 95 US-Dollar (+2) und Brent bei 105 US-Dollar (+2). Die Ölprodukte Benzin und Heizöl sollten von diesen Vorgaben profitieren, jedoch erwarten wir – abgesehen von saisonalen Effekten – keine Outperformance gegenüber WTI und Brent. Daher stufen wir Benzin und Heizöl mit +1 ein.

Preisanstiege bei US-Erdgas (0) bleiben auch 2015 durch ein hohes Wachstum der unkonventionellen Förderung begrenzt. LNG Exporte werden in 2015 noch nicht zu einer zusätzlichen Nachfrage in den USA führen. Daher gehen wir in 2015 von einer Handelspanne im Bereich von 3,50 bis 4,50 US-Dollar aus.

Unter allen Basismetallen (OW) stufen wir Kupfer (-1) als relativen Underperformer ein. Auch wenn das Angebotswachstum 2015 nicht so stark wie von vielen Marktteilnehmern erwartet ausfallen dürfte, so verschlechtert sich doch der Marktsaldo. Für Aluminium (0) sehen wir einen Wettlauf um Kapazitäten, sodass

Preissteigerungen hier begrenzt scheinen. Attraktivere Fundamentaldaten weisen Zink, Blei und Zinn auf, die wir mit +1 bewerten. Die Auswirkungen des Exportverbotes in Indonesien und das hierdurch erst noch auftretende Marktdefizit in 2015 veranlassen uns, Nickel in 2015 als besonders starken Kandidaten (+2) einzustufen.

Die industrienahen Edelmetalle (UW) Platin (+1) und Palladium (+1) dürften aufgrund einer höheren Nachfrage durch den boomenden Automobilsektor 2015 unterstützt bleiben. Gold (-2) und Silber (-2) jedoch verlieren aufgrund sich verbessernder wirtschaftlicher Rahmendaten an weiter Attraktivität für den Anleger. Auch sollte hier die erwartete weitere Stärke des US-Dollar sowie ein ansteigendes Zinsniveau belasten.

Im Getreide- und Ölsaaten-Komplex (UW) erwarten wir nach Rekordertragszahlen bei Mais (+1) in 2014 eine Normalisierung und somit geringer ausfallende Ernteerträge für 2015. Sowohl in den USA als auch in Brasilien unterstellen wir zudem eine Reduktion der Anbauflächen und sehen die Exportvolumina der Ukraine aufgrund der anhaltend unsicheren Zustände als einen Risikofaktor an. Im Gegensatz zu Mais erwarten wir bei Weizen (-1) keine erhebliche Verschlechterung der Angebotssituation und eine nahezu unveränderte US Stocks-to-Use-Ratio. Im Ölsaaten-Komplex schätzen wir Sojabohnenöl (0) zwar Neutral, aber als relativen Outperformer gegenüber Sojabohnen (-1) und Sojabohnenmehl (-1) ein. Auch wenn die Preise von Sojabohnen in 2014 bereits stark korrigierten, bleiben in den USA die Anbauflächen weiter hoch, in Südamerika werden diese sogar noch ausgeweitet. Auch beim US Stocks-to-Use-Ratio sehen wir kein Absinken auf deutlich niedrigere Niveaus. Die Lagerbestände von US Sojabohnenöl hingegen befinden sich auf niedrigem Niveau. Zudem könnte in 2015 die Nachfrage nach Biodiesel zunehmen.

Im Segment der Lebendviehmärkte (UW) werden 2015 die negativen Effekte durch das PED-Virus für Magerschwein (-2) abklingen. Die Angebotsreaktion wird im Vergleich zu Lebendrind (-1) schneller voran schreiten und

auch niedrigere Futtermittelpreise dürften zu einer Normalisierung der Preise führen.

Soft Commodities (OW) gehören als Segment innerhalb des Agrarsektors zu den Outperformern. Für Zucker (+2) erwarten wir 2015 eine Verschlechterung des Marktsaldos von einem Überschussmarkt zu einem kleinen Marktdefizit. Kaffee (+1) bleibt auch 2015 von den negativen Wettereinflüssen in Brasilien aus dem Vorjahr betroffen. Für Kakao (0) bleibt die Versorgungslage entspannt, lediglich ein Ausbreiten des Ebola-Virus könnte hier zu Preisvolatilität führen. Die Lage des Baumwollmarktes (-1) verbessert sich nicht signifikant gegenüber 2014. Hohe weltweite Lagerbestände und eine ausbleibende deutliche Angebotsreaktion lassen uns an unserem Untergewicht festhalten.

			2015	
Sektor	Rohstoff	Ticker	Tiberius Relative Prognose 2015 21.11.2014	
Energie (OW)	Rohöl (Brent)	CO	Übergewichten	2
	Rohöl (WTI)	CL	Übergewichten	2
	Benzin	XB	Leicht Übergewichten	1
	Heizöl	HO	Leicht Übergewichten	1
	Erdgas	NG	Neutral	0
Basismetalle (OW)	Aluminium	LA	Neutral	0
	Kupfer (COMEX)	HG	Leicht Untergewichten	-1
	Blei	LL	Leicht Übergewichten	1
	Nickel	LN	Übergewichten	2
	Zinn	LT	Leicht Übergewichten	1
	Zink	LX	Leicht Übergewichten	1
Edelmetalle (UW)	Gold	GC	Untergewichten	-2
	Palladium	PA	Leicht Übergewichten	1
	Platin	PL	Leicht Übergewichten	1
	Silber	SI	Untergewichten	-2
Lebendvieh (UW)	Magerschwein	LH	Untergewichten	-2
	Lebendrind	LC	Leicht Untergewichten	-1
Agrar Getreide (UW)	Mais	C	Leicht Übergewichten	1
	Sojabohnen	S	Leicht Untergewichten	-1
	Sojabohnen-Mehl	SM	Leicht Untergewichten	-1
	Sojabohnen-Öl	BO	Neutral	0
	Weizen (Chicago)	W	Leicht Untergewichten	-1
Agrar Softs (OW)	Kakao	CC	Neutral	0
	Kaffee	KC	Leicht Übergewichten	1
	Baumwolle	CT	Leicht Untergewichten	-1
	Zucker	SB	Übergewichten	2

Quelle: Bloomberg, Tiberius

MAKROÖKONOMISCHE PERSPEKTIVEN

Dr. Torsten Dennin, Dr. Bernd Früh, Luke Gillot

Das Jahr 2014 war durch schwierige Wetterbedingungen, divergierende makroökonomischen Daten, eine unterschiedliche Geldpolitik der Zentralbanken, wachsende Sorgen um Chinas Unternehmensschulden und Immobilienmarkt sowie geopolitische Risiken – von der Ukraine bis nach Westafrika – gekennzeichnet.

USA und Europa – auseinanderdriftende Kontinente

Ein wichtiger Aspekt während des ganzen Jahres war der Beitrag der US-Wirtschaft zum globalen Wachstum und ihre relative Stärke zu anderen Industrieländern. Dies äußerte sich vor allem in der Stärke des US-Dollars sowie der US-Aktien, am Arbeitsmarkt und bei Industrieumfragen (Einkaufsmanagerindex PMI), in 10J-Zinsdifferenzen und der Geldpolitik der Federal Reserve Bank (Fed).

Obwohl im ganzen Jahr volatil, entwickelten

sich die US-Aktienmärkte bemerkenswert besser als die in Europa. Im ersten Quartal von extremen Wetterbedingungen heimgesucht, aber ab dem zweiten Quartal durch bessere Wirtschaftsdaten unterstützt und zusätzlich durch die divergierende amerikanische und europäische Geldpolitik beeinflusst, kletterte der Wertzuwachs des S&P 500 und des US-Dollar-Index auf über 11% bzw. 10%.

Die verbesserte Situation am Arbeitsmarkt unterstreicht die Stärke der US-Wirtschaft. Der Aufschwung in der US-Autoindustrie, die Erholung des Immobilienmarkts und der Fracking-Boom haben zu erheblichen Nachfragesteigerungen geführt, die welche die Hersteller dazu nötigen, ihre Betriebe zu erweitern und das Angebot aufzustocken. Nicht nur dass die Entwicklungen im verarbeitenden Gewerbe die Industrieproduktion seit Jahresbeginn um 3,5% steigen ließen, sie waren auch die treibende Kraft bei der Reduzierung der Arbeitslosenrate auf 5,8% und der Erstanträge auf Arbeitslosigkeit auf 290.000 (siehe Chart). Die Daten seit 1985

US-Daten zur Arbeitslosigkeit



Quelle: Bloomberg

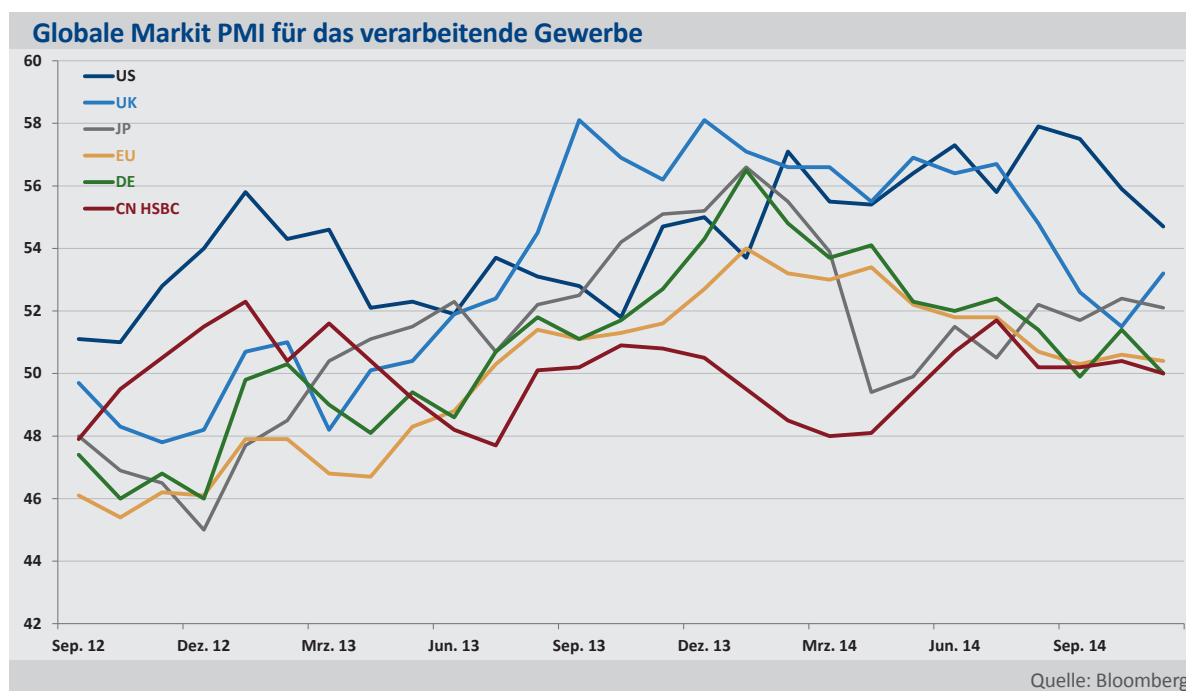
zeigen ein mit vergangenen Boom-Phasen vergleichbar niedriges Niveau der Erstanträge und deuten auf eine weitere Verbesserung der Beschäftigungszahlen in 2015 hin.

Der Aufschwung in der Industrie zeigt sich auch in den Markit PMI-Daten, die während des ganzen Jahres hoch notierten. Obwohl die Daten im historischen Vergleich nicht als übermäßig hoch erscheinen, ist ein PMI-Wert von über 55 Punkte (ISM bei 59) im aktuellen weltwirtschaftlichen Umfeld ziemlich überzeugend. Gerade im internationalen Vergleich der Einkaufsmanagerindices zeigt sich die bedeutsame Stärke der US-Wirtschaft.

Im Zuge der Annäherung an die Ziele einer Inflationsrate von 2% (die Inflationsentwicklung wird im Teil Renten-Perspektiven 2015 erörtert) und einer Arbeitslosenrate von 6% drosselte die Fed schrittweise ihre expansive Geldpolitik bis zum Ende des Wertpapierkaufprogramms im Oktober. Wir erwarten, dass die FED ihre Politik der vorausschauenden verbalen Marktinformation fortführt und dabei weiterhin auf die Entwicklungen der Wachstums- und Inflationszahlen reagiert sowie ihren Zinserhöhungszyklus im Frühjahr 2015 beginnen wird.

Die jüngsten Entscheidungen der Fed in Kombination mit robusten Konjunkturdaten, führten zu einer bemerkenswerten Stärke des US-Dollars. Da die US-Volkswirtschaft vornehmlich binnenwirtschaftlich orientiert ist, also in erster Linie von den Entwicklungen innerhalb des Landes abhängt, sollte ihr Wachstum durch die neu gewonnene Stärke des US-Dollar nicht übermäßig negativ beeinflusst werden. Und für einen wirklich signifikanten Effekt auf die Inflationszahlen wäre eine wesentlich stärkere Aufwertung des US-Dollars erforderlich. Eine Folge der fundamentalen Stärke der USA ist die markante Ausweitung des Spreads zwischen 10-jährigen US-Treasuries und 10-jährigen Bundesanleihen, der fast erneut sein bislang höchstes Niveau von 1999 erreichte.

Kurz vor dem Jahreswechsel erwarten wir, dass die relative Stärke der US-Wirtschaft auch in 2015 weiter anhalten wird. In der derzeitigen Konjunkturphase mit niedrigen Zinsen und gesunkenen Rohstoffpreisen sollte eine Wirtschaft mit einem wachsenden Produktionssektor und einem bemerkenswert festen Arbeitsmarkt eine deutliche Steigerung des Konsums und der Investitionen erfahren. Als wichtigstes Land für die Weltwirtschaft dürfte die USA auch 2015



weiterhin die Führungsrolle für andere Länder und das globale Wachstum einnehmen.

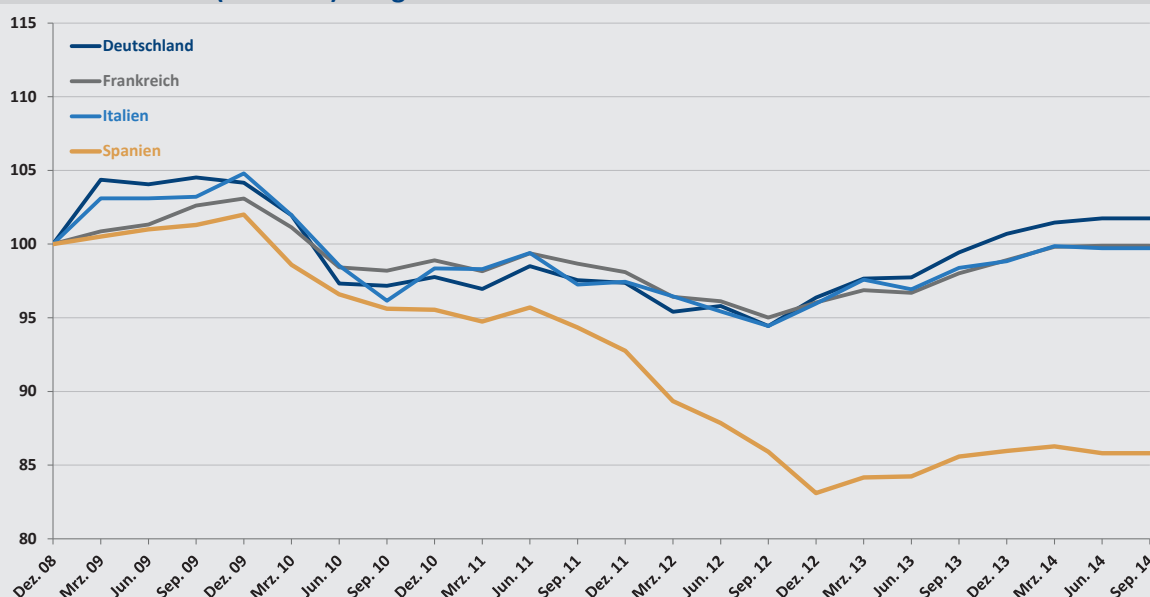
Richtet man von den USA den Blick auf die andere Seite des Atlantiks, so ist das Wirtschaftsumfeld weniger positiv. Die Konjunktur enttäuschte, auch wenn dies teilweise durch den Sonderfaktor Ukraine-Krise und daraus resultierend den negativen Einfluss auf die Wirtschaftsaktivität und -stimmung begründet werden kann. Zunehmende Deflationsängste standen im Mittelpunkt des dritten Quartals, ausgelöst durch die Inflation in der Eurozone, die sich immer mehr dem Nullpunkt näherte, und anderen ebenfalls rückläufigen Wirtschaftsindikatoren, wodurch sich die EZB zu zusätzlichen geldpolitischen Maßnahmen gezwungen sah.

Die Einkaufsmanager-Daten zeigen Spanien als eindeutigen Wachstumsprimus. Es ist das einzige große Land der Eurozone, das die Lohnstückkosten seit der Finanzkrise 2008 deutlich reduziert hat (siehe Chart), was sich nun in der jüngsten positiven Entwicklung der Arbeitsmarktdaten niederschlägt. In Frankreich und Italien hingegen zeigt sich ein eher düsteres Bild. Die Verweigerung der beiden Länder, die Arbeitskosten signifikant zu senken, hat zu einer weiteren

Verringerung ihrer Wettbewerbsfähigkeit in der europäischen Region geführt, was das Risiko für ein erneutes Aufkommen der Schuldenkrise aufrecht hält. Beide Länder müssten ihre Wettbewerbsfähigkeit steigern, um die Chancen auf eine nachhaltige Erholung in der Eurozone zu verbessern. Was Deutschland betrifft, das weiterhin den Status eines sicheren Hafens genießt, ist hier der 10J-Zins auf extrem niedrige Werte gesunken, inzwischen deutlich unter 1,0%. Deutschland und andere Länder der Eurozone haben in der letzten Zeit eher enttäuschende Konjunkturdaten veröffentlicht, die eine Stagnation anzeigen, allerdings immerhin keine Rezession.

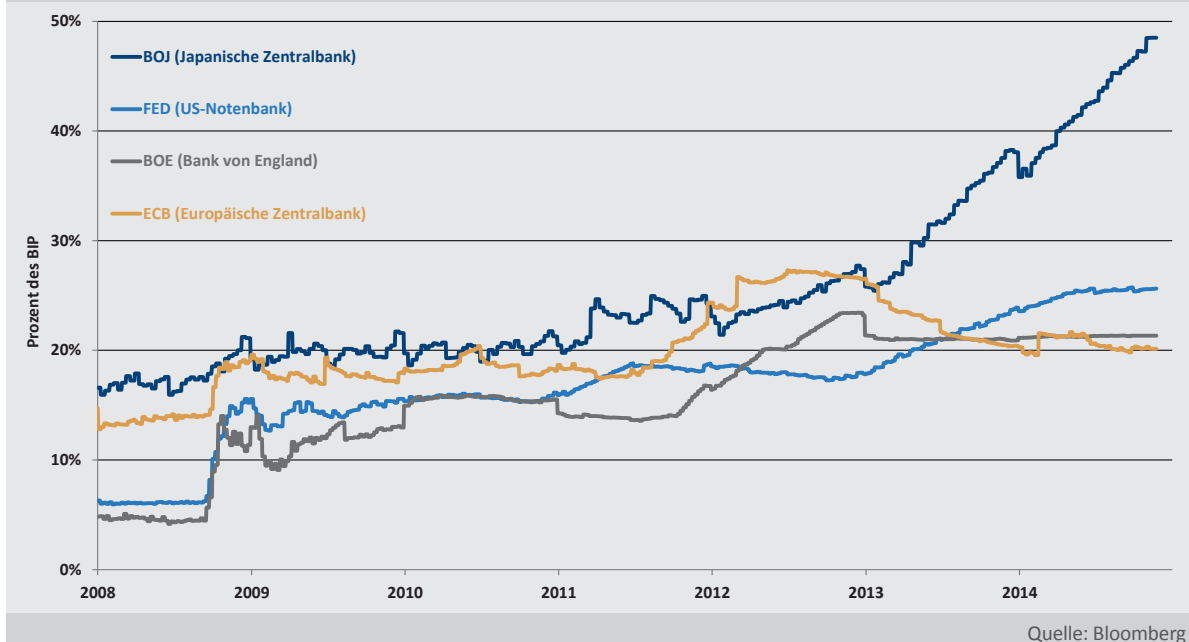
Zum ersten Mal in der Geschichte hat die EZB negative Einlagenzinsen festgelegt in ihrem Versuch, die Kreditvergabe und damit den privaten Verbrauch sowie die Investitionen in der Region anzukurbeln. Um das drohende Aufkommen einer Deflation zu verhindern, folgt Mario Draghi seiner 2012 gemachten ultimativen Rettungsaussage ("whatever it takes") mit der Ankündigung, die EZB-Bilanzsumme auf 3 Billionen EUR auszuweiten, was ungefähr dem Niveau von 2012 entspricht. Das hierzu beschlossene Programm sieht den Kauf von 1 Billion EUR gedeckter und forderungsbesicherter

Lohnstückkosten (indexiert) der großen Länder in der Eurozone seit 2008



Quelle: Bloomberg

Bilanzsummen verschiedener Zentralbanken in % des BIP seit 2007



Wertpapiere vor, wobei die Qualität der letzteren besonders kritisch zu hinterfragen ist.

Davon ausgehend, dass eine deflationäre Phase im Stil Japans zumindest 2015 eher unwahrscheinlich ist, rechnen wir für die Eurozone rechnen wir zunächst mit einer zähen ökonomischen Entwicklung in der Eurozone, die schließlich in einen Wachstumspfad mündet. Vom Aufschwung der US-Wirtschaft angeregt dürften die europäischen Volkswirtschaften letztlich einen konstruktiven Prozess durchlaufen. Eine robuste US-Wirtschaft, die zugleich eine entscheidende Voraussetzung für signifikantes Exportwachstum in Europa darstellt, und der mit ungewissen Folgen verbundene negative EZB-Einlagenzins erhöhen trotzdem die Wahrscheinlichkeit für einen weiteren 10-prozentigen Rückgang des Euro-Dollar-Wechselkurses auf geschätzt 1,12 US-Dollar bis Ende 2015.

Die aktuell sehr expansive Geldpolitik der EZB dürfte die Inlandsnachfrage unterstützen. Trotzdem sind nach wie vor wichtige strukturelle Maßnahmen erforderlich, beispielsweise im Zusammenhang mit der Bereinigung des angeschlagenen Bankensystems oder den notwendigen Arbeitsmarktreformen. Die Inflations- und Konjunkturentwicklung wird von

der EZB genau beobachtet und sollte 2015 eine anhaltend expansive Geldpolitik erlauben.

Japan – Weitere Steuererhöhung zu erwarten?

In Bezug auf Shinzo Abes Ansatz zur Stimulierung der japanischen Wirtschaft über die "drei Pfeile" Geld-, Fiskal- und Strukturpolitik teilen sich die Meinungen. Die Erhöhung der Verbrauchssteuer im April von 5% auf 8%, führte zu einem Inflationssprung auf über 3,5% und war in jeder Hinsicht ein schwerer Schlag für die Wirtschaft im zweiten und dritten Quartal, der einen Rückgang des privaten Konsums, abgestürzte PMI-Daten und damit ein sehr enttäuschendes BIP-Wachstum nach sich zog. Ein derartiger Einbruch der Wirtschaftstätigkeit, deutlich zu erkennen an den schwachen Konsumdaten und dem großen Angebotsüberhang, sollte die Entscheidungsträger maßgeblich dahingehend beeinflussen, die für den Oktober 2015 geplante zweite Steuererhöhung bis 2016 oder möglicherweise darüber hinaus zu verschieben.

Die im Oktober von der japanischen Zentralbank (BoJ) etwas überraschend beschlossene

Erhöhung ihres sowieso schon aggressiven Quantitative und Qualitative Easing (QQE) Programms um 10 Billionen Yen (ca. 85 Mrd. USD) auf ungefähr 80 Billionen Yen (ca. 700 Mrd. USD) pro Jahr lösten einen Anstieg der Aktien aus, die somit seit Jahresbeginn insgesamt über 2% zulegen konnten. Die zuletzt erschienenen negativen Konjunkturdaten waren für die sogenannten Abenomics, deren mittel- und langfristige wirtschaftliche Auswirkungen sowieso ungewiss sind, sicherlich nicht vertrauensfördernd und rechtfertigen die zuletzt umgesetzten Stimulierungsmaßnahmen der BoJ.

Eine deutliche Verbesserung der ökonomischen Situation im Jahr 2015, ohne die eine zweite Steuererhöhung vor 2016 wohl kaum denkbar ist, dürfte entscheidend sein für die Aufrechterhaltung des Vertrauens in Abenomics. Wir gehen von einem wieder anziehenden Wirtschaftswachstum aus, das keine größeren Veränderungen der derzeitigen Geldpolitik der BoJ erwarten lässt.

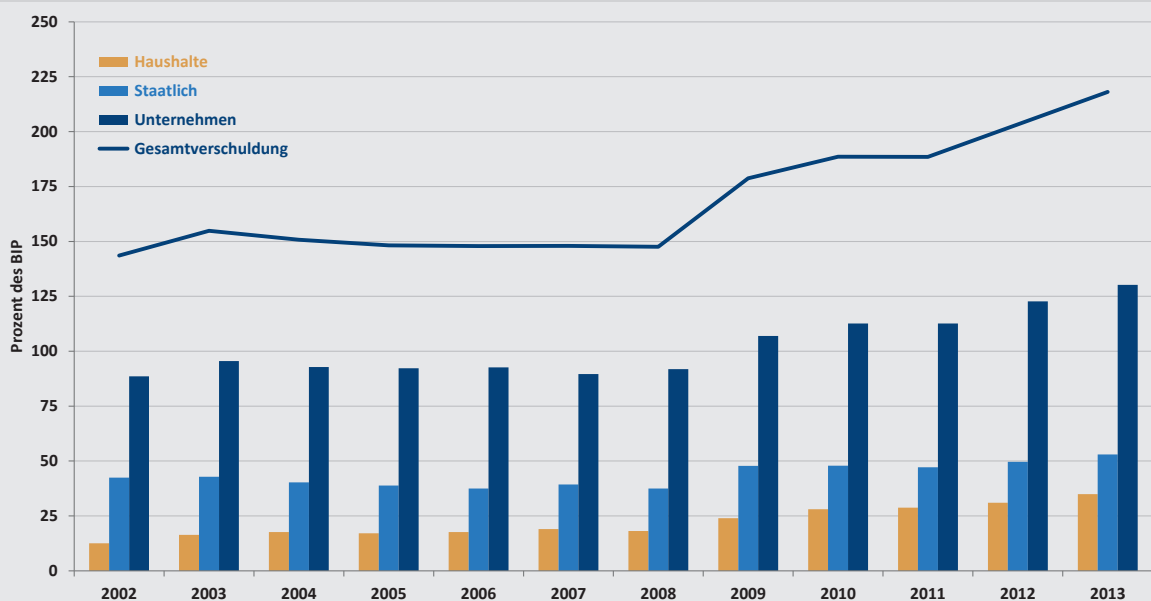
China – Ein weiteres Jahr mit 7% Wachstum

Zwei Aspekte sind in Bezug auf China besonders hervorzuheben, die anwachsenden Schulden im Unternehmenssektor und die seit Anfang 2013 anhaltende Schwäche des Immobilienmarktes.

Es ist allgemein bekannt, dass China ein ernstes Schuldenproblem hat. So sind die Unternehmensschulden, die zwischen 2002 und 2008 noch weitgehend stabil um 90% des BIP lagen, in den letzten fünf Jahren auf weit über 120% gestiegen (siehe Chart). Da eine nachlassende Wirtschaftsdynamik normalerweise die Unternehmensfinanzen belastet, besteht im derzeit schwächeren Umfeld ein gewisses Risiko für die Stabilität des Finanzsystems.

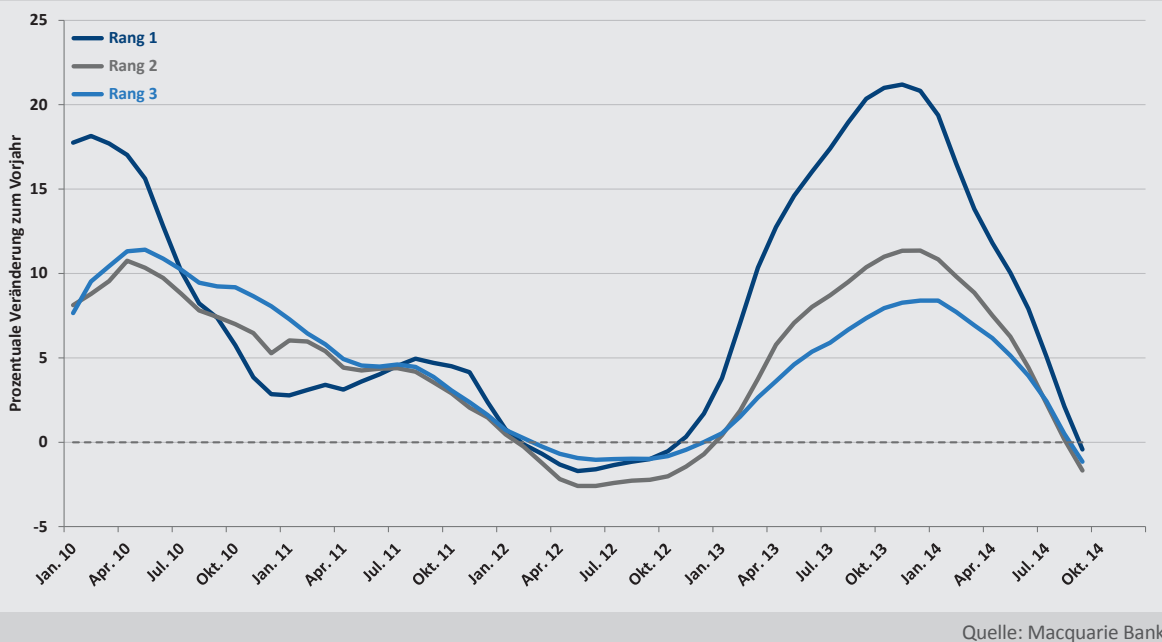
Die schwindende Unternehmensrentabilität liegt inzwischen im Fokus der Zentralregierung, die Pläne zur Erholung des Unternehmenssektors umsetzen will. Angebotsseitige Reformen (Beschränkung von Kapazitätserweiterungen und Verbesserung von Managementsystemen) und die Ankurbelung der Nachfrage (Sozialer Wohnungsbau, Eisenbahnprojekte, Ausbau des Stromnetzes) sollten die allgemeine

Chinas Schulden in % des BIP seit 2002



Quelle: Bloomberg

Chinas Immobilien-Preisindices, Jahreswachstum in % für 70 Städte



Wirtschaftstätigkeit und die Unternehmensgewinne in den kommenden Quartalen steigen lassen. Aufgrund des Übergewichts der Reformen auf der Angebotsseite gehen wir von einer allmählichen Verlangsamung der Wachstumsraten bei der Industrieproduktion und dem BIP aus.

Die chinesischen Behörden bemühen sich aber nicht nur um den Unternehmenssektor, sondern es werden auch zügig Reformen in Angriff genommen, um den strauchelnden Immobilienmarkt (siehe Chart) zu stützen. Angesichts des Wegfalls von Kaufbeschränkungen für Zeit- und Drithäuser und aufgrund der Finanzierungserleichterungen für Immobilienentwickler scheint es nur eine Frage der Zeit, bis eine Stabilisierung bei der Markt- und Kaufstimmung eintritt.

Die Entwicklungen am Immobilienmarkt zeigen unseres Erachtens nach eher eine zyklische Korrektur, die nicht den generellen Zustand der Gesamtwirtschaft widerspiegelt. Für eine wirkliche Trendwende sind jedoch ein weiterer Abbau des Immobilien-Überangebots und eine stärkere Nachfrage zwingend notwendig.

Für eine Wirtschaft, die im letzten Jahrzehnt ein so schnelles und auf Dauer unhaltbares Wachstum erlebt hat, ist ein rückläufiges

Wirtschaftswachstum nicht außergewöhnlich. Insgesamt erwarten wir für 2015 ein Wachstum von über 7%, nicht zuletzt, weil die umsichtige Geldpolitik fortgeführt werden dürfte und staatlicherseits die Umsetzung der Reformen vorangetrieben wird, die wiederum eine nachhaltig positive Konjunktorentwicklung gewährleisten sollte, wobei gegebenenfalls schnell auf einen möglichen Abschwung reagiert werden könnte.

Geopolitische Risiken

Die wichtigsten geopolitischen Risikofaktoren des Jahres waren die Krise in der Ukraine, der Aufstieg des Islamischen Staates und die Ebola-Epidemie. Jedes dieser Themen könnte auch 2015 die Märkte beeinflussen und wird im Folgenden diskutiert.

Ukraine Krise

Seit Euromaidan und der Annexion der Krim hat sich die Lage in der Ukraine schrittweise immer mehr verschlechtert. Was als friedliche Demonstration in Kiew begann, wurde schnell zu einem blutigen regionalen Sezessionskrieg und führte zum tragischen Abschuss eines zivilen Passagierflugzeugs. Das Bestreben der

pro-russischen Separatisten zur Sezession bewirkte in der Konsequenz Wirtschaftssanktionen der Europäischen Union und der USA gegen Russland sowie gegen einige russische Bürger, mit schädlichen Folgen sowohl für die russische und ukrainische Wirtschaft, als auch für die europäisch-russischen Beziehungen.

Trotz der verhärteten Fronten erhöhen die jüngsten negativen Auswirkungen der Sanktionen auf die russische Wirtschaft, insbesondere auf die gesunkene Geschäfts- und Investitionsstimmung, und der Mangel an ukrainischer Macht die Wahrscheinlichkeit, dass Russland und die Ukraine letztlich ihre starre Haltung ablegen und sich beide einer konstruktiven Verhandlungslösung annähern, beispielsweise in Richtung einer Art Autonomiestatus für die ostukrainische Region. Eine solche Lösung wäre nicht nur für beide Seiten gesichtswahrend, sondern auch vorteilhaft für alle Beteiligten, so dass sie bereits in absehbarer Zukunft als durchaus möglich erscheint.

Islamischer Staat im Irak und in Syrien

Der selbsternannte Islamische Staat im Irak und in Syrien (ISIS) expandiert in den nördlichen Regionen des Irak und Syriens äußerst und sorgt damit für Instabilität im gesamten Nahen und Mittleren Osten. Seine Aggression löste militärische Gegenmaßnahmen wie Luftangriffe auf bestimmte Ziele aus, angeführt von den USA und unter direkter Beteiligung der NATO. Im Rahmen der nur begrenzten Bereitschaft der US-Bevölkerung zu einem neuen Krieg im Nahen Osten versucht die US-Regierung so viel wie möglich zu tun, um den Einfluss des ISIS in der Region zurückzudrängen.

Überraschenderweise fielen die Auswirkungen auf die globalen Finanz- und Energiemärkte 2014 ziemlich gering aus, wohl auch weil sich der Großteil der irakischen Ölförderung in der nicht betroffenen südlichen Region des Landes befindet. Der Abzug des Personals von Chevron und Exxon, zu dem bereits es in der Nordregion kam, ist als generell negativ für die Entwicklung der Infrastruktur in der Region zu sehen.

Das Fehlen von stabilen politischen Strukturen im Irak und in Syrien lässt eine tragfähige Lösung dieses Konflikts auf absehbare Zeit als fast unmöglich erscheinen. Daher drohen auch künftig Gefahren für westliche und nahöstliche Länder und es besteht das Risiko von terroristischen Anschlägen im Westen, einer Destabilisierung der benachbarten Türkei und einer Ausdehnung des aggressiv islamistischen Einflusses in andere Länder wie beispielsweise Ägypten.

Neben der Tatsache, dass sich einzelne Länder in der Region mit engen Beziehungen zum Westen aktiv an der Bekämpfung von ISIS beteiligen, hat diese Bedrohung auch zur Aufnahme von Gesprächen zwischen den USA und dem Iran geführt. Diesem Gegner des Westens sind zwar Sanktionen auferlegt, aber dessen mögliche Beteiligung an einer Allianz gegen die ISIS-Bedrohung könnte hier eine Veränderung der politischen Beziehungen mit sich bringen.

Die moderne Technik und die heutigen Reise-möglichkeiten erleichtern es politischen Kräften wie ISIS, weit über den Nahen Osten hinaus Einfluss zu nehmen und als Bedrohung zu wirken. Derartige terroristische Gefahren lassen sich nicht gänzlich beseitigen, so dass wir in der Tat beträchtliche Risiken für die globale Stabilität und damit für das Wirtschaftswachstum sehen.

Ebola

Mit seinen tragischen Folgen für das Leben der Westafrikaner und seiner potenziellen Ausbreitungsgefahr stellt Ebola ein großes Risiko dar. In den meisten Ländern, die von dieser Epidemie heimgesucht wurden, brach die Wirtschaft deutlich ein. Zwar hat der Ebola-Ausbruch weltweit Angst geweckt, aber von kurzfristigen negativen Effekten in speziellen Branchen wie Reisen und Tourismus abgesehen erwarten wir keine signifikant negativen Auswirkungen auf die globale Wirtschaftslage, auch nicht im Hinblick auf Rohstoffe, wobei der Kakaomarkt hier möglicherweise eine Ausnahme darstellt. Die Effekte auf das globale Wachstum dürften ziemlich gering ausfallen.

Zusammenfassung

Wir erwarten, dass die relative Stärke der US-Wirtschaft fort dauert und dass die Fed ihren Zinserhöhungszyklus im Frühjahr 2015 beginnt. Die Fed wird dabei ihre Politik der vorausschauenden verbalen Marktinformation fortführen und weiterhin auf die Entwicklungen bei Wachstums- und Inflationszahlen so reagieren, dass die Finanzmärkte von Überraschungen nach Möglichkeit verschont bleiben. Die Stärke des US-Dollar bleibt voraussichtlich bestehen, getragen von positiven Entwicklungen im verarbeitenden Gewerbe und am Arbeitsmarkt, die wiederum die Investitionen und den Konsum stimulieren. Die US-Wirtschaft dürfte weiterhin eine Führungsrolle für andere Industrieländer einnehmen und das globale Wirtschaftswachstum antreiben.

Die schlingernde Konjunktur der Eurozone dürfte allmählich in einen Wachstumspfad münden, der positiven US-Entwicklung folgend. Ein schwächerer Euro unterstützt das Wachstum und begünstigt den Export, und die inzwischen sehr expansive Geldpolitik der EZB regt zusätzlich die Binnennachfrage an. Der geringe Inflationsdruck sollte eine anhaltend lockere Geldpolitik im Jahresverlauf 2015 erlauben.

Eine aggressive unkonventionelle Geldpolitik der BoJ nach dem Vorbild der Fed wird vermutlich über 2015 hinaus fortgesetzt, wobei alle verfügbaren Maßnahmen eingesetzt werden dürften, um endlich ein Ende der jahrzehntelangen Deflationsphase zu erreichen und in Richtung des 2%-Inflationsziels zu kommen. Wir rechnen mit einem positiven Wachstum im nächsten Jahr, wobei die ökonomische Entwicklung im Rahmen der Abenomics wohl argwöhnisch beobachtet werden wird.

Das chinesische Wachstum wird 2015 voraussichtlich bei gut 7% liegen, da die staatlichen Entscheidungsinstanzen eine umsichtige Geldpolitik betreiben und schwerpunktmäßig strukturelle Probleme angehen, wodurch ein nachhaltiger mittel- bis langfristiger Wachstumskurs möglich erscheint. Im angeschlagenen Unternehmenssektor und am schwachen

Immobilienmarkt sind Verbesserungen zu erwarten, wenn auch vermutlich erst in der zweiten Hälfte des nächsten Jahres.

Die Wirtschaftssanktionen des Westens gegen Russland treffen die russische Wirtschaft, deren Geschäftsklima und Investitionsstimmung bereits gesunken ist. Obwohl momentan keine politische Lösung greifbar erscheint, könnte die Wirtschaftsschwäche Russlands und der Mangel an Macht der Ukraine dazu führen, dass beide Parteien ihre starre Haltung ablegen und ein konstruktiver politischer Prozess zur Lösung dieses Konflikts begonnen wird.

Der Islamische Staat wird weiterhin eine destabilisierende Wirkung haben, die sich nicht nur auf den Nahen Osten beschränkt, sondern darüber hinaus auch die USA sowie einige ihrer ölfördernden Verbündete in eine aktive Rolle zur Bekämpfung dieser expandierenden politischen Kraft zwingen. Eine Beteiligung des Irans beim Kampf gegen ISIS, wäre eine große Unterstützung, dies würde jedoch auch bessere politische Beziehungen zu den USA voraussetzen. ISIS stellt eine reale Bedrohung dar, gerade auch durch die nicht gänzlich zu beseitigende Gefahr terroristischer Anschläge, so dass ein beträchtliches Risiko für die Stabilität und das Wachstum der Weltwirtschaft besteht.

Ebola hat globale Ängste hervorgerufen und das Bewusstsein geschärft, wie schnell eine globale Epidemie auftreten kann. Wir erwarten, dass diese Bedrohung durch Ebola letztlich eingegrenzt bleibt und sich 2015 keine nachhaltig negativen Effekte für die Weltwirtschaft daraus ergeben.

Insgesamt rechnen wir mit einem positiven moderaten Wachstum der Weltwirtschaft bei niedriger Inflation, wobei die USA als Konjunkturmotor einen gewissen Inflationsauftrieb erfahren dürfte.

RENTENMARKT-PERSPEKTIVEN

Dr. Bernd Fröh

2014 wurden viele Marktteilnehmer am Rentenmarkt auf dem falschen Fuß erwischt. So war die allgemeine Erwartung zum Jahresbeginn, dass sich der im zweiten Quartal 2013 einsetzende Zinsanstieg, der den deutschen 10J-Zins von seinem Jahrestiefstand bei 1,13% bis auf 1,93% Ende Dezember geführt hatte, im Laufe von 2014 tendenziell fortsetzt und dadurch ein höheres Zinsniveau erklommen wird. Diese weit verbreitete Erwartungshaltung fußte vor allem auf dem anhaltenden Konjunkturaufschwung und dem damit perspektivisch kommenden Ende der ultralockeren Geldpolitik in den USA.

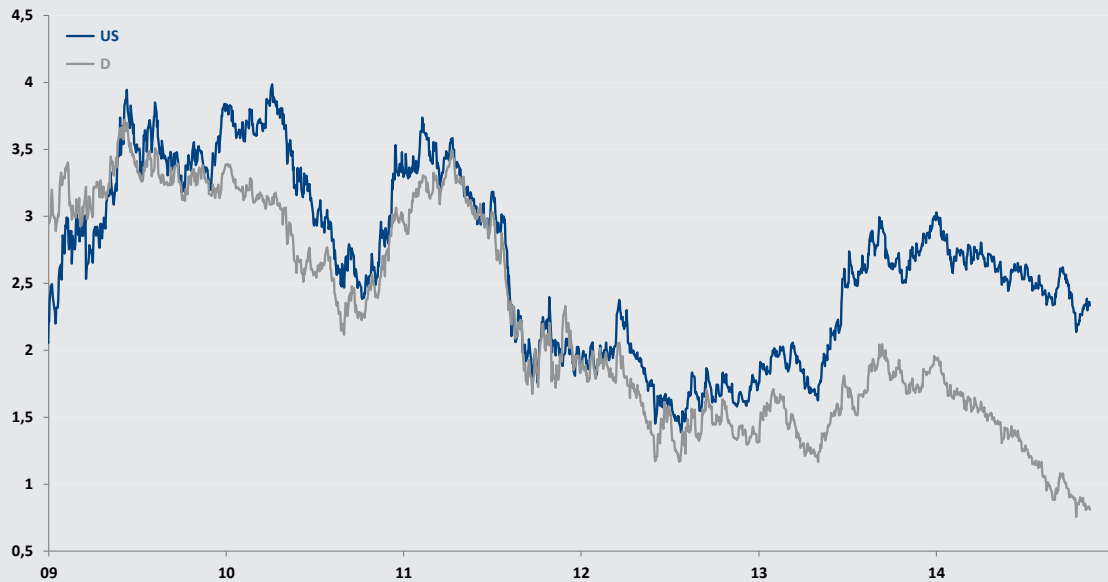
Doch es kam ganz anders. Schon im Januar rutschten die Zinsen kräftig nach unten. Ökonomische Probleme in den Schwellenländern, rückläufige Inflationsraten und fallende Aktienkurse hatten diesen überaus freundlichen Jahresauftakt am deutschen Rentenmarkt hervorgerufen. Dieser Zinsrückgang setzte sich in den Folgemonaten in abgeschwächter Form fort, dies vor allem immer wieder gestützt durch die im Februar ausgebrochene Ukraine-Krise, die Wirtschaftssanktionen gegen den wichtigen europäischen Handelspartner Russland zur Folge hatte und damit den sowieso lediglich moderaten Konjunkturaufschwung in Europa spürbar schwächte. Angesichts der deutlich unter 1,0% gesunkenen Inflationsrate in der Eurozone, die sich immer weiter von der EZB-Zielzone bei knapp unter 2,0% entfernte, und aufgrund der zu schwachen und stockenden Kreditvergabe der Banken überraschte die EZB im Juni dann mit einem für eine Notenbank eines großen Währungsraums historisch einmaligen Schritt, nämlich der Senkung ihres Einlagenzinses für Geschäftsbanken in den negativen Bereich auf -0,10%. Dies löste einen weiteren Zinsrückgang über alle Laufzeiten aus, der über die Sommermonate anhielt, da nun schwächere Konjunkturindikatoren und eine auf nur noch 0,3% gesunkene Inflation in der Eurozone zu verzeichnen waren. Im September sah sich die

EZB daraufhin genötigt, den Leitzins auf nur noch 0,05% und den Einlagenzins auf -0,20% abermals abzusinken sowie ein massives Kaufprogramm für forderungsbesicherte Wertpapiere der Eurozone einzuleiten. In der Folge verfestigte sich die deutsche Zinsstrukturkurve in einer Form, die bis in den dreijährigen Laufzeitenbereich durch eine Negativverzinsung gekennzeichnet ist. Der 10J-Zins gab immer weiter nach und fiel schließlich Mitte Oktober auf sein neues historisches Allzeittief von nur noch 0,72%. Damit hatte er sich 2014 mehr als halbiert und war binnen zehn Monate um 120 Basispunkte gesunken, ganz entgegen der Konsensmeinung zu Jahresbeginn.

Zwei Aspekte sind frappierend an diesem Zinsrückgang von Januar bis Oktober 2014. Erstens erfolgte dieser ohne eine nennenswerte Korrektur und zweitens war er begleitet von einer markanten Ausweitung des 10J-Zinsspreads zwischen US-Treasuries und Bundesanleihen.

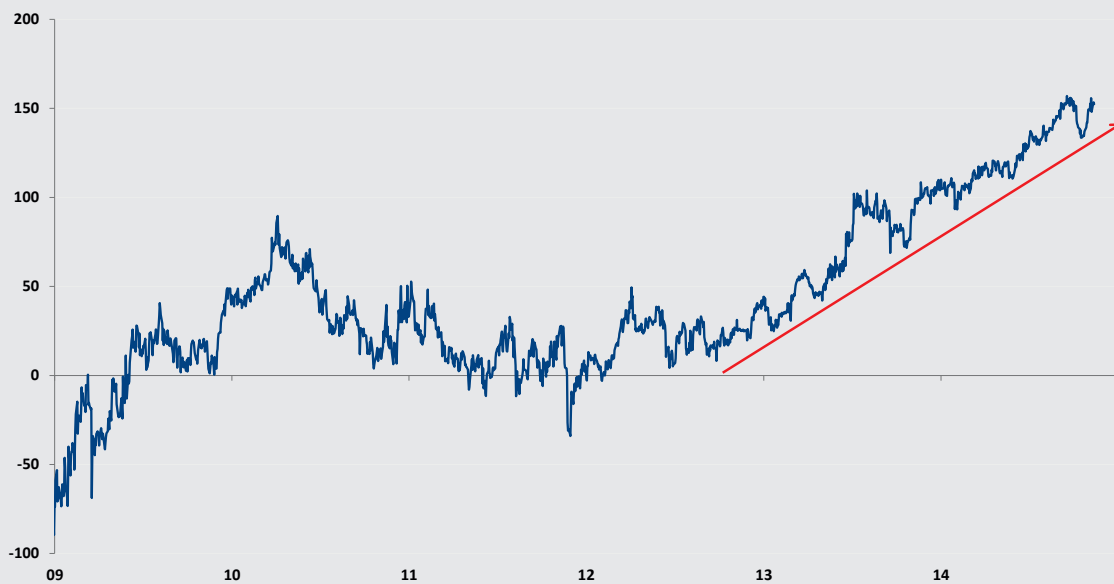
Ein Zinsrückgang über drei Quartale ohne eine wirkliche Zwischenkorrektur ist selten. Selbst wenn die im Zeitablauf veröffentlichten marktbeeinflussenden Indikatoren durchweg in eine Richtung weisen, erfolgt eine trendbestimmte Kursbewegung normalerweise so, dass der Markt im Trend überschießt und wieder korrigiert. Dies war für den deutschen 10J-Zins von Januar bis Oktober nicht der Fall, bei dem ein Zinsrückgang von 120 Basispunkten nicht einziges Mal von einem retardierenden Zwischenanstieg um mehr als 20 Basispunkte unterbrochen wurde. Dies legt den Verdacht nahe, dass ein Sonderfaktor eine Rolle gespielt hat, der im beständig wirksamen Kaufnötigungsdruck bestimmter Marktteilnehmer zu finden ist. So sehen sich angesichts des Niedrigzinsumfelds neben Versicherungen insbesondere Banken wegen ihrer Kosten einem besonderen Druck zur Erwirtschaftung von Mindestzinserträgen ausgesetzt. Im Zuge der fallenden Zinsen wurden Mindestzinsebenen entlang der Zinskurve sukzessive unterschritten,

10J-Zins in % seit 2009: D und US



Quelle: Bloomberg

10J-Zinsspread US – D in Basispunkten seit 2009



Quelle: Bloomberg

was den Drang zur Durationsverlängerung massiv verstärkte. Risikogesichtspunkte sowie Bewertungsaspekte traten diesen Kaufzwängen gegenüber in den Hintergrund. Dieser Aspekt erklärt, warum trotz des kräftigen Zinsrutsches in den ersten Wochen des Jahres auch im weiteren Jahresverlauf ein anhaltender Kaufdruck bei Langläufern vorhanden war, so dass eine normalerweise zu erwartende

Zwischenkorrektur des deutschen Rentenmarktes bis in den Oktober hinein ausblieb. Die Langfristzinsen sanken spätestens im Oktober auf Bewertungsniveaus, die an schweizerische oder japanische Verhältnisse erinnern.

Die starke Ausweitung des 10J-Zinsspreads zwischen US-Treasuries und Bundesanleihen ist die zweite bemerkenswerte Besonderheit

dieses Zinsrückgangs. Obwohl diese Zinsdifferenz von Herbst 2012, bei damals fast gleichem Zinsniveau, bis zum Jahreswechsel 2013/14 bereits um ungefähr 100 Basispunkte angestiegen war, erhöhte sie sich anschließend um weitere 50 Basispunkte. Damit erreichte dieser Zinsspread mit 157 Basispunkten den höchsten Wert seit 1999. Darüber hinaus notierte der deutsche 10J-Zins erstmalig seit dem Zweiten Weltkrieg unter der Hälfte seines US-Pendants! Diese Entwicklung wirft Fragen auf: Wird das Geschehen am deutschen Rentenmarkt weiterhin maßgeblich vom US-Bondmarkt bestimmt oder ist eine nachhaltige Abkopplung möglich? Was sind die Gründe für diese markante Spreadausweitung? Ist ihr enormes Ausmaß überhaupt gerechtfertigt?

Diese Fragen werden im folgenden Kapitel diskutiert. Anschließend wird die Geldpolitik der Fed und dann der US-Bondmarkt analysiert und bewertet. Daraufhin wird dies auch für den deutschen Rentenmarkt vorgenommen. Abschließend wird ein Fazit gezogen und der Ausblick für das Jahr 2015 gegeben.

Der 10J-Zinsspread USA – Deutschland

Die USA sind die mit Abstand größte Volkswirtschaft der Welt, sie stellen die Leitwährung und ihr gewaltiger Importhunger beeinflusst maßgeblich sowie mit synchronisierender Wirkung das Wirtschaftswachstum der übrigen Welt, insbesondere das von Europa. Die konjunkturellen Phasen Europas orientieren sich daher meistens an der Zyklik der US-Konjunktur, oftmals leicht zeitversetzt. Daher werden die europäischen Finanzmärkte entscheidend durch das Geschehen am Finanzplatz USA bestimmt, was insbesondere für den deutschen Rentenmarkt gilt, für den der US-Bondmarkt als taktangebender und richtungsweisender Leitmarkt anzusehen ist.

Dies wird durch den oberen Chart bestätigt, der trotz der beträchtlichen Zunahme des 10J-Zinsspreads zwischen US-amerikanischen

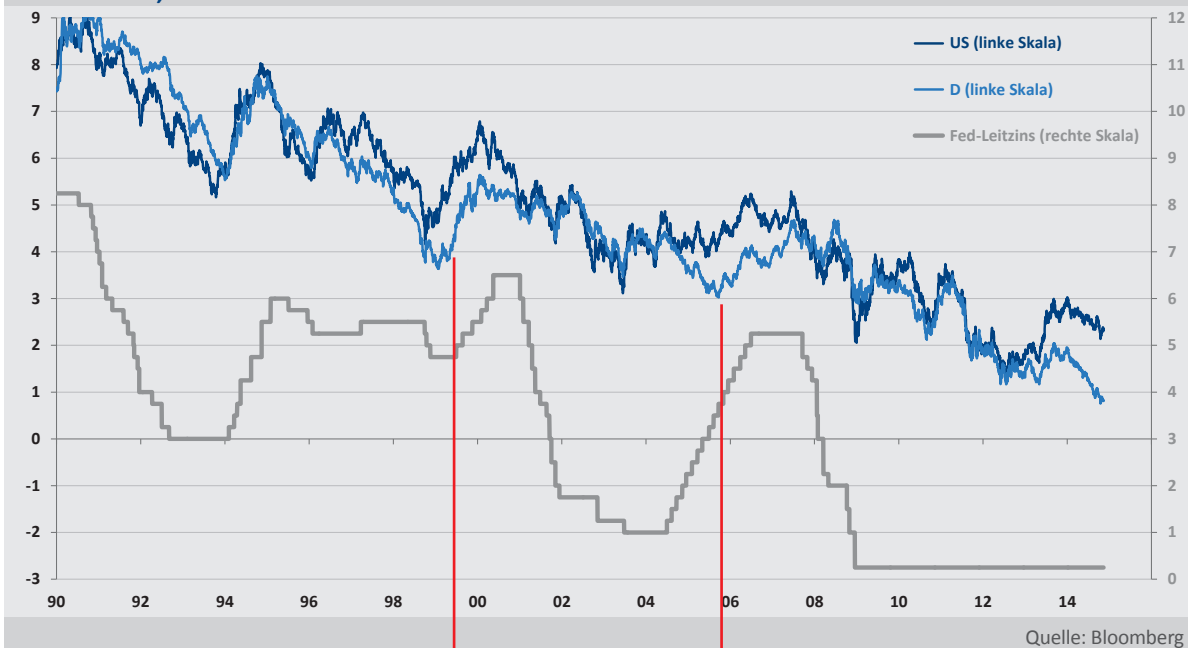
und deutschen Staatsanleihen seit Herbst 2012 insgesamt einen weitgehend synchronen Verlauf der 10J-Zinsen in beiden Ländern zeigt. Lokale Hoch- und Tiefpunkte fallen meistens ungefähr zusammen, genauso wie die kurzfristigen Auf- und Abwärtstrends, wobei der US-Bondmarkt oftmals impulsgebend Trendwechsel einleitet. Auch der 25 Jahre umfassende längere Rückblick seit 1990 dokumentiert diesen überwiegenden Gleichlauf der 10J-Zinsen:

Trotzdem wird deutlich, dass ein signifikantes Auseinanderdriften der Zinsniveaus in den USA und Deutschland über einen größeren Zeitraum durchaus möglich ist. So gab es seit der Wiedervereinigung Deutschlands 1990 drei Phasen, in denen der Zinsspread im Zuge eines mehrjährigen Trends schließlich deutlich über 100 Basispunkte kletterte, nämlich von 1993 bis 1999, von 2003 bis 2005 und von 2009 bis 2014. Es lohnt sich, die aktuelle Entwicklung und den bisherigen Hochpunkt 2014 mit den zwei vergangenen Hochpunktphasen dieses 10J-Zinsspreads 1999 und 2005 zu vergleichen und zu bewerten.

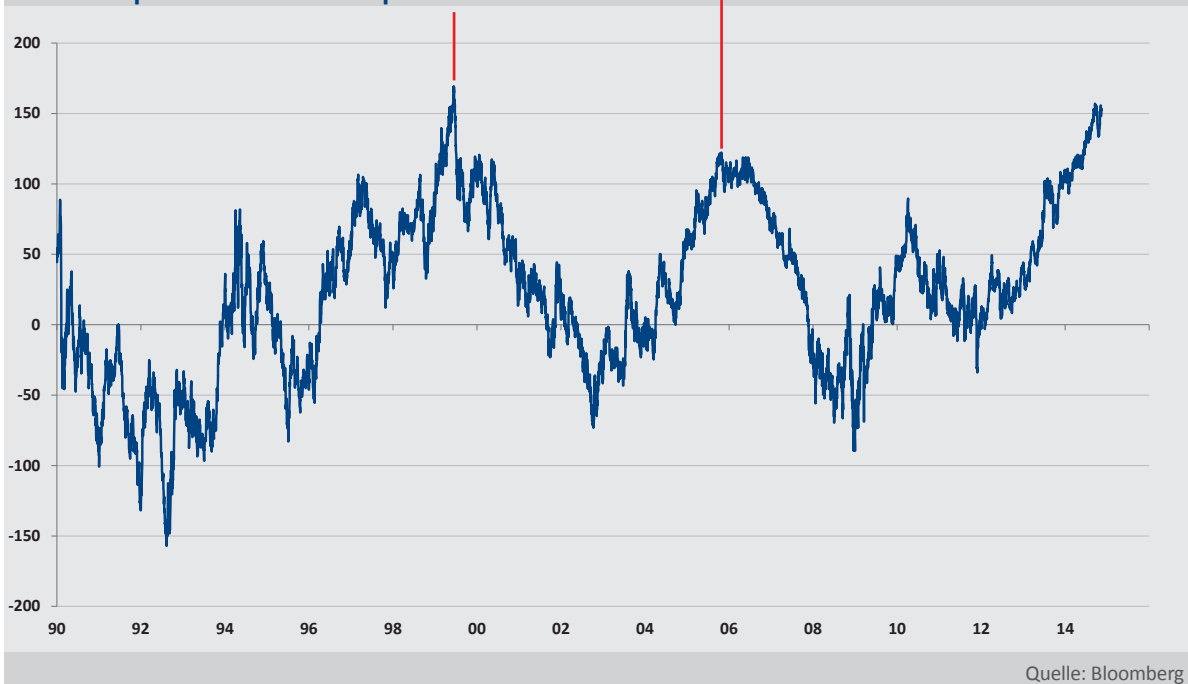
Zu betonen ist, dass das zuletzt im Oktober erreichte Spreadniveau seit 1990 nur einmal kurzzeitig und knapp durch den Hochpunkt von 1999 übertroffen wurde. Tatsächlich ist aber die derzeitige Bewertungsdifferenz zwischen langlaufenden US-Treasuries und Bundesanleihen als dramatisch schwerwiegender einzustufen als 1999! Denn zum einen bestand 1999 ein wesentlich höheres Zinsniveau, so dass der US-10J-Zins prozentual gesehen damals maximal 40% über dem deutschen 10J-Zins notierte, im krassen Unterschied zur heutigen Niedrigzinsphase, bei der es über 150% sind. Zum anderen war der US-Leitzins 1999, beim Erreichen des damaligen Spread-Hochpunkts, um über 200 Basispunkte höher als der deutsche Leitzins, während diese Leitzinsdifferenz aktuell gerade mal 20 Basispunkte beträgt. Damit ist klar, dass die aktuelle Höherbewertung langlaufender Bundesanleihen, im Vergleich zu den laufzeitkongruenten US-Staatsanleihen, trotz eines ähnlichen Spreads als wesentlich höher einzustufen ist als 1999!

Dies gilt auch für das sowieso im Spreadniveau

US-Leitzins, 10J-Zins in D und US in % seit 1990



10J-Zinsspread US – D in Basispunkten seit 1990



niedrigere Vergleichsjahr 2005, in dem der US-10J-Zins ebenfalls maximal 40% über dem deutschen 10J-Zins lag und die Leitzinsdifferenz auch ungefähr 200 Basispunkte zu Gunsten der USA betrug. Schaut man von der Gegenwart nicht 25, sondern über 50 Jahre zurück, so bestand lediglich in den 80er-Jahren eine höherer 10J-Zinsspread von beachtlichen fast

bis zu 600 Basispunkten, was aber ausschließlich der markant und zeitweilig sogar über 1200 Basispunkten höheren Leitzinsdifferenz, also einem sowieso über alle Laufzeiten allgemein höheren US-Zinsniveau geschuldet war.

Damit lässt sich ableiten, dass aktuell wohl das mit Abstand höchste Bewertungsniveau

deutscher langlaufender Bundesanleihen im Vergleich zu US-Treasuries seit über 50 Jahren besteht! Die Frage nach einer Überbewertung von Bundesanleihen stellt sich daher unmittelbar. Zunächst soll jedoch die Dynamik der Zins- und Spreadentwicklung in den Vergleichsjahren 1999 und 2005 diskutiert und in Beziehung zur gegenwärtigen Situation gesetzt werden.

1999 und 2005 wurden, nach einer bereits mehrere Jahre währenden konjunkturellen Aufschwungsphase in den USA, Leitzinserhöhungen vorgenommen und auch die Langfristzinsen stiegen letztlich an. Mit diesem US-Zinsanstieg kletterte auch der Zinsspread über Bundesanleihen an und markierte seinen lokalen Höchststand (rote Linie im obigen Chart), als auch der deutsche 10J-Zins, dem US-Trend folgend, stärker nachzog und kräftig nach oben ging.

Für dieses Szenario anziehender Zinsen treten aus dem Chart ableitend also folgende Abläufe ein: erstens steigt der US-10J-Zins impulsgebend im Zuge von Leitzinserhöhungen an, zieht zweitens den nachfolgenden deutschen 10J-Zins ebenfalls nach oben, so dass drittens der Spreadhöchststand dann markiert wird, wenn der deutsche 10J-Zins trendmäßig plötzlich schneller steigt als sein US-Pendant, wobei viertens der deutsche 10J-Zins in dieser Anstiegsphase insgesamt beträchtlich klettert, nämlich 1999Q1 bis 2000Q2 um 200 Basispunkte sowie 2005Q4 bis 2007Q2 um 160 Basispunkte.

Überträgt man dieses Geschehen auf die heutige Situation, unter der Annahme eines kommenden US-Zinsanstiegs aufgrund des fortgeschrittenen amerikanischen Konjunkturaufschwungs, wäre

mit noch höheren Spreads zu rechnen und Bundesanleihen wären von einem kräftigen Zinsanstieg bedroht. Dieses Verlustrisiko am deutschen Rentenmarkt wäre angesichts des jetzt schon sehr hohen Spreads und der wie oben ausgeführt außerordentlich hohen Bewertung der Bundesanleihen als sehr groß einzustufen.

Was sind die Gründe für die signifikante Spreadausweitung 2014? Ein Sonderaspekt ist hier sicherlich die Ukraine-Krise, von der Europa direkt betroffen ist und die im Zuge der Sanktionen gegenüber dem Handelspartner Russland vor allem zu einer Schwächung der europäischen Konjunktur geführt hat. Auch die EZB-Zinssenkungen und der seit Juni sogar negative EZB-Einlagenzins haben dazu beigetragen. Möglicherweise spielt auch nach wie vor ein Bonitätsbonus für die deutschen Bundesanleihen vor dem Hintergrund der ungelösten europäischen Schuldenkrise eine Rolle. Allerdings hat die Draghi-Aussage „whatever it takes“ vom Juli 2012 eine Entspannung der Krisenstimmung eingeleitet die Zinsspreads zwischen Krisenländer-Anleihen und Bundesanleihen sind seither deutlich zurückgegangen. Letztlich ist der Hauptgrund in der fundamental wesentlich schlechteren Entwicklung der Eurozone im Vergleich zu den USA seit Sommer 2012 zu suchen, dem Beginn der markanten Spreadausweitung.

Tatsächlich lag das Wachstum in der Eurozone weit unter dem der USA. Vor allem aber ist die Inflation der Eurozone im Unterschied zu den USA in diesem Zeitraum stark gefallen.

Vergleich von BIP-Wachstum und Inflationsrate: US, D, Eurozone

	Nom. BIP - Wachstum p.a. seit 2012 Q2	Inflationsrate		
		Sept. 2012	Aktuell	Differenz
US	3,9%	2,0%	1,7%	-0,3
Deutschland	2,7%	2,0%	0,8%	-1,2
Eurozone	1,2%	2,6%	0,4%	-2,2

Quelle: Bloomberg

All dies erklärt eine derartige Ausweitung des 10J-Zinsspreads zwischen den USA und Deutschland. Aber ist ihr enormes Ausmaß wirklich gerechtfertigt? Auch früher gab es Unterschiede bei Inflation und Wachstum zwischen diesen beiden Ländern bzw. den USA und Europa. Eine so einmalig hohe Bewertung von Bundesanleihen, die nun bis drei Jahre Laufzeit negativ verzinst werden und deren Langläufer fast schon japanische Bewertungsverhältnisse aufweisen, ist doch zu hinterfragen.

Sollte es tatsächlich zu einem US-Zinsanstieg kommen, könnte sich diese hohe Bewertung als fatal erweisen und in entsprechend großen Verlusten münden. Dies hängt dann davon ab, ob der gleiche Wirkungszusammenhang wie 1999 und 2005 gilt. Aber davon muss wegen der unverändert herausragenden und taktangebenden Bedeutung der US-Ökonomie für die vernetzte Weltwirtschaft und angesichts des mindestens seit über 25 Jahren bestehenden und oben dokumentierten, weitgehenden Gleichlaufs der 10J-Zinsen in den USA und Deutschland eigentlich ausgegangen werden. Die Vergangenheit hat nun mal gezeigt, dass die kurz- und mittelfristigen Trends der deutschen Langfristzinsen von den US-amerikanischen bestimmt werden.

Damit erhebt sich die Frage, wie wahrscheinlich das Szenario eines kommenden US-Zinsanstiegs ist.

Die Geldpolitik der Fed

Es kam in den letzten zwei Jahrzehnten immer wieder vor, dass die US-Notenbank, aus Furcht vor Verwerfungen an den Finanzmärkten oder sich verfestigenden Kursabwärtstrends in den Risiko-Assetklassen, durch expansive Stützungsmaßnahmen drastisch gegensteuerte und teilweise auch kurzfristig eingriff. So hat die Fed im Herbst 1998 anlässlich der Schieflage des LTCM-Hedgefonds kurzerhand ihren Leitzins gesenkt. Und nach dem Platzen der Dotcom-Aktienblase wurde er 2001 von 6,50% binnen Jahresfrist auf 1,75% gehämmert und dann bis 2003 noch weiter auf 1,00% gedrückt. In die andere Richtung dagegen ging es im Zuge des 2003 einsetzenden mehrjährigen Wirtschaftsaufschwungs langsamer. So wurde zwischen Juni 2004 und Juni 2006 der Leitzins durch viele vorsichtige Zinsschritte lediglich um durchgehend geringe 25 Basispunkte bis auf 5,25% angehoben, die aus Gründen der Marktverträglichkeit jeweils behutsam angekündigt wurden.

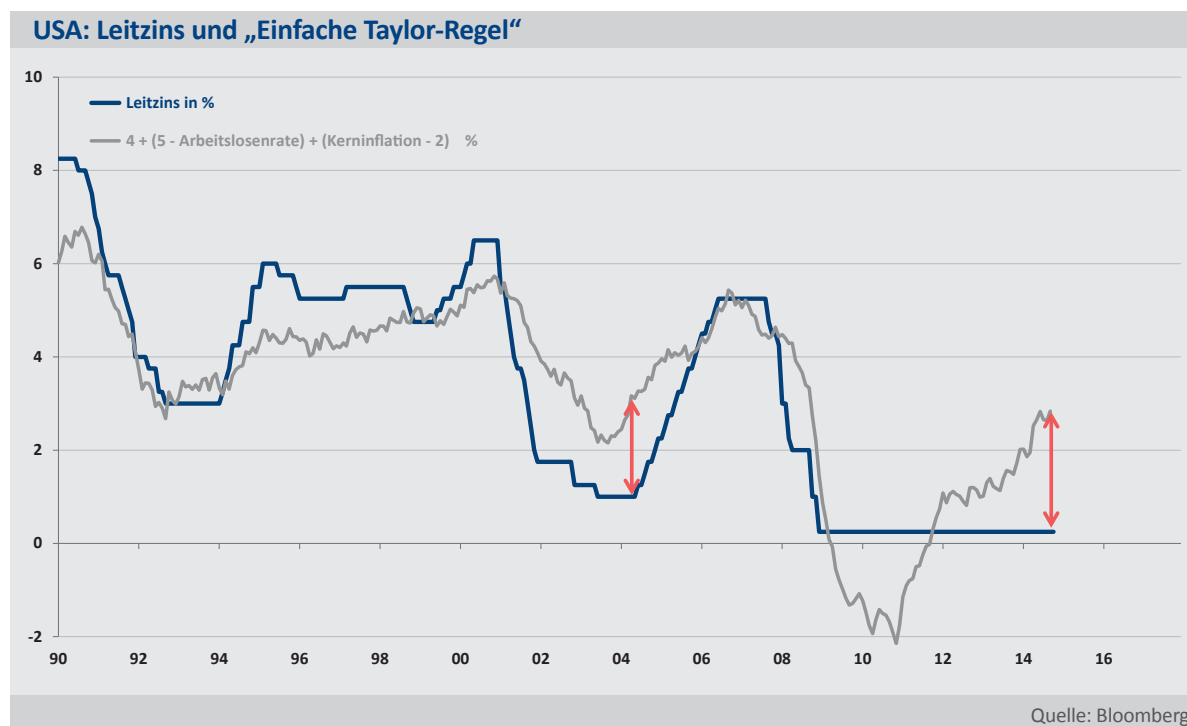
Diese Stützungs politik der Notenbank wurde von den Märkten als eine Art Versicherung verstanden (Greenspan-Put) und stimulierte finanzwirtschaftliche und dadurch beeinflusst auch realwirtschaftliche Investoren zu einer übermäßigen Risikobereitschaft, mit fatalen Folgen. Auch die vorsichtige Vorgehensweise in der Zinserhöhungsphase gebot dem notenbankgläubigen Haussetreiben keinen Einhalt, so dass die Finanzmärkte, insbesondere am US-Immobilienmarkt, den Bezug zu den realwirtschaftlich fundierten Bewertungsverhältnissen verloren. Dies rächte sich dann in der großen Krise 2008, die im Sommer 2007 als Schwäche im Immobilienmarkt begann und sich anschließend unaufhaltsam zu einer allgemeinen Schuldenkrise ausweitete, die schließlich das ganze Finanzsystem erfasste und im Mark bedrohte.

Um die drohende Implosion des Finanzsystems abzuwenden, wurde nun die Fiskal- und Geldpolitik rigoros und die Marktbereinigungskräfte wurden mit massiven Stützungs- und Rettungsmaßnahmen sowie Liquiditätsspritzen ausgehebelt. Die Situation an den Finanzmärkten

konnte dadurch letztlich im ersten Quartal 2009 wieder stabilisiert werden. Seitdem agiert die Fed nicht mehr nur konventionell mit Zinssenkungen, sondern auch unkonventionell mit massiven Wertpapierkäufen, dem sogenannten Quantitative Easing (quantitative Lockerung), wodurch ihre Bilanzsumme stark aufgebläht wurde. Schon im Herbst 2007 hatte die Fed begonnen, ihren Leitzins kräftig zu senken und setzte dies bis Ende 2008 auf quasi Null fort, womit die konventionelle Geldpolitik allerdings an ihr Ende gekommen war. Um die US-Wirtschaft wieder auf

abrückt und damit beginnen wird, ihren Leitzins wieder nach oben zu schleusen. Die Konsenserwartung ist, dass dies im zweiten oder dritten Quartal 2015 erfolgen wird.

Um die beiden letzten Leitzinserhöhungszyklen und ihren jeweiligen Startzeitpunkt vergleichen zu können, lohnt sich der Blick auf eine fiktive „einfache Taylor-Regel“, die als neutralen Schwellenwert für einen 4%-Leitzins eine Arbeitslosenrate von 5% und eine Kerninflation von 2% unterstellt:



Trab zu bringen und mögliche Deflationsgefahren schon frühzeitig und präventiv zu bekämpfen, setzte nun die Fed ein Kaufprogramm für Wertpapiere, vornehmlich US-Treasuries, in Kraft, das zweimal nach seiner jeweiligen Beendigung aufgrund des zu schwachen Wirtschaftswachstums wieder aktiviert wurde und im letzten Oktober nun zum dritten Mal eingestellt wurde. QE1 dauerte von November 2008 bis Juni 2010, QE2 von November 2010 bis Juni 2011 und QE3 von September 2012 bis Oktober 2014.

Die Kapitalanleger beschäftigen sich seit geraumer Zeit mit der Frage, wann die Fed von ihrer ultralockeren Geldpolitik

Nach dieser Regel hätte der US-Leitzins 2009 und 2010 negativ sein sollen, was natürlich nicht möglich war. Seit 2012 ist dieser Leitzins-Referenzwert nun wieder deutlich im positiven Bereich und steuerte im ersten Halbjahr 2014 beschleunigt die 3%-Marke an. Bei einem Referenzwert um diese Marke herum wurden sowohl 1994 als auch 2004 die beiden letzten großen Leitzinserhöhungszyklen eingeleitet. Aber im Unterschied zu diesen beiden Fällen ist derzeit die Diskrepanz zwischen diesem Referenzwert und dem tatsächlichen, bei knapp über Null liegenden Leitzins wesentlich höher (siehe rote Striche für 2004 und aktuell), so dass sich allein aus diesem Vergleich heraus

die Frage ergibt, ob die Fed, die gerade erst im Oktober ihre letzte quantitative Lockerung beendet hat, mit einem ersten Zinsschritt nach oben nicht zu zögerlich ist. Denn Zinsänderungen sind normalerweise erst mit einem großen Zeitverzug in der Realwirtschaft spürbar.

Ist also die Fed „behind the curve“? Zumindest zum jetzigen Zeitpunkt ist dies wohl zu verneinen. Ein wichtiger Grund dafür ist die insgesamt doch eher moderate Wachstumsdynamik der US-Volkswirtschaft, die ja schon zweimal die Fed zur Wiederaufnahme der quantitativen Lockerung veranlasste. Tatsächlich ist der nun über fünf Jahre währende Konjunkturaufschwung der mit Abstand schwächste in der US-Historie seit dem Zweiten Weltkrieg, was anhand des Vergleichs der nominalen BIP-Wachstumsraten dieser Aufschwungsphasen klar zum Ausdruck kommt:

Trotzdem ist nun konjunkturell in der jetzigen Phase des ökonomischen Zyklus, in welcher sich die Situation am Arbeitsmarkt schon signifikant erholt hat sowie weiterhin sukzessive verbessert und dadurch mehr und mehr nachfragewirksame konjunkturelle Auftriebskräfte freigesetzt werden, eine anhaltend positive und sich möglicherweise beschleunigende Wachstumsdynamik zu erwarten. Es gibt strukturelle Hemmnisse am Arbeitsmarkt wie beispielsweise die hohe Zahl schwer zu vermittelnder Langzeitarbeitsloser, aber auf dem inzwischen erreichten Niveau der Arbeitslosenrate dürfte es zu tendenziell anziehenden Löhnen und zu einer weiterhin steigenden Konsumentenstimmung kommen. Zwar liegen die monatlich veröffentlichten Stundenlöhne immer noch nur bescheidene 2% über ihrem Vorjahresniveau, aber die annualisierte Wachstumsrate der im US-Arbeitskostenindex

Vergleich nominales BIP-Wachstum der US-Konjunkturaufschwünge

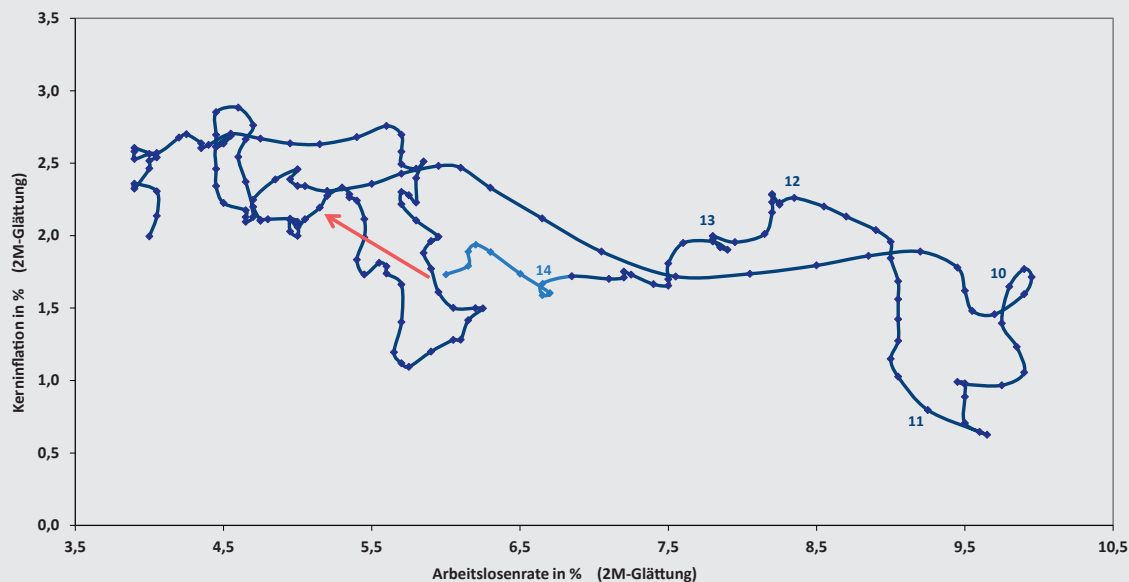
Phase	Nom. BIP-Wachstum, Ø in % qoq
50Q1 - 53Q3	2,69
54Q3 - 57Q2	1,69
58Q3 - 60Q1	2,01
61Q2 - 69Q4	1,86
71Q1 - 73Q3	2,53
75Q2 - 79Q4	2,79
80Q4 - 81Q2	3,47
83Q1 - 90Q2	1,89
91Q2 - 00Q4	1,42
02Q1 - 07Q3	1,35
09Q2 - 13Q2	0,96

Quelle: Bloomberg

Die US-Ökonomie ist nach der schweren Krise 2008 aufgrund der hohen Verschuldung im Privatsektor durch eine strukturell gedrosselte Nachfrage belastet. Daher ist wohl auch auf Sicht vieler Jahre mit einem im historischen Vergleich eher unterdurchschnittlichen Wachstum zu rechnen. Dieser Umstand lässt darauf schließen, dass der Leitzins und das allgemeine Zinsniveau in dem jetzt zu erwartenden Erhöhungszyklus signifikant unter dem Niveau vergangener Zinsbuckel bleiben werden!

ausgewiesenen Löhne und Gehälter erhöhte sich von 2,3% im zweiten Quartal auf 3,0% im dritten Quartal 2014, beides die höchsten Werte der letzten Jahre, so dass hier bereits eine beschleunigte Zunahme zu verzeichnen ist. Eine unter bestimmte Prozentmarken sinkende Arbeitslosenrate führt erfahrungsgemäß zu einem gewissen Inflationsauftrieb.

USA: Philipskurvenbetrachtung seit 2000



Quelle: Bloomberg

Die aktuell starke Konjunktur in den USA spricht klar dafür, dass dort die Arbeitslosenrate, wie schon im bisherigen Jahresverlauf 2014 (hellblaue Punkte), in den nächsten Monaten weiter sinkt, so dass aller Erfahrung nach auch die Kerninflationsrate über kurz oder lang nach oben gehen dürfte. Dieses wahrscheinliche Szenario ist im obigen Chart mit dem roten Pfeil angezeigt. Sollte dies so eintreten, würde der Referenzwert der oben diskutierten fiktiven Taylor-Regel über eine für die Fed kritische Schwelle steigen und eine erste Anhebung des Leitzinses nach sich ziehen, wobei das Augenmerk der Fed vor allem auf die Inflationsentwicklung gerichtet sein dürfte. Sollte sich tatsächlich ein Inflationsauftrieb manifestieren, könnte die Fed unter Umständen sehr schnell „behind the curve“ sein, denn auch nach der jüngsten Beendigung der Wertpapierkäufe ist ein Leitzinsniveau von quasi Null weiterhin sehr expansiv. Möglicherweise sind dann sogar große Zinsschritte nach oben erforderlich.

Für die Fed-Politik hängt also viel davon ab, wann die Inflation spürbar anzieht. Diese wird derzeit durch den starken US-Dollar und den kräftigen Rückgang der Energiepreise gedämpft und liegt etwas unter 2%. Beide Faktoren dürften aber nur einen Zeitaufschub bewirken, denn erstens hängt die Preisentwicklung innerhalb der

hauptsächlich binnenwirtschaftlich orientierten US-Wirtschaft nur in begrenztem Maße vom US-Dollar ab und zweitens bedeuten fallende Energiepreise auch einen direkten Kaufkraftgewinn der US-Verbraucher, so dass die Konjunktur zusätzliche Nachfrageimpulse bekommt.

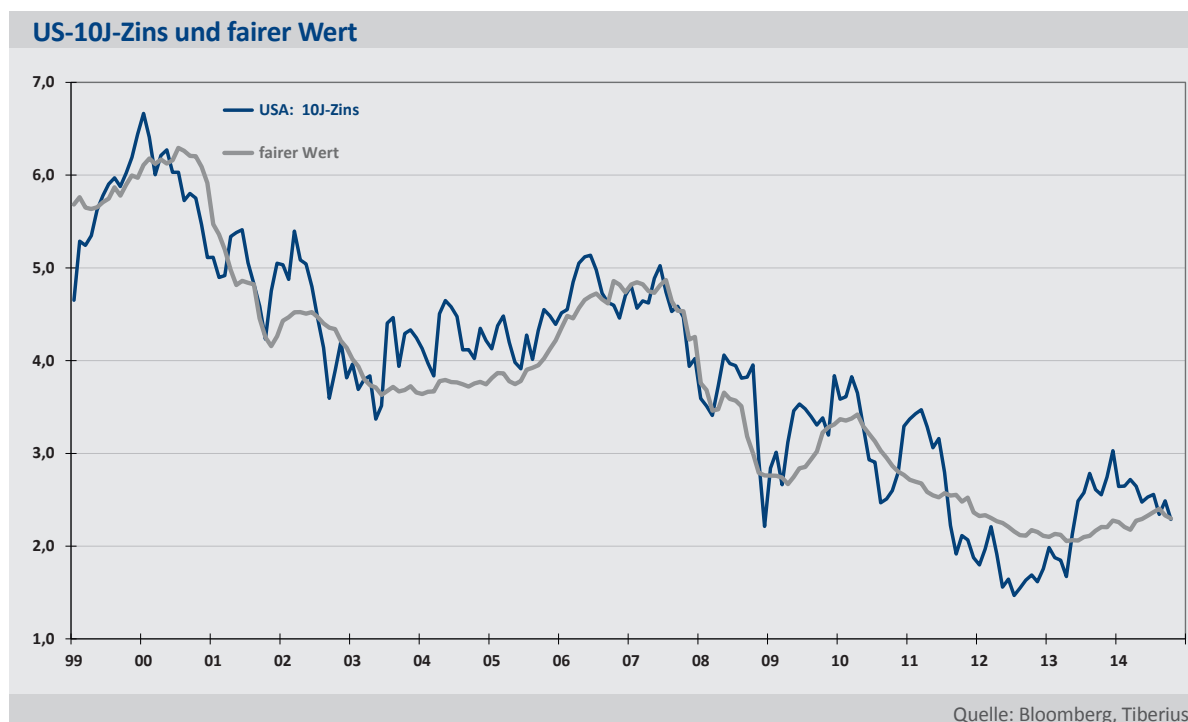
Die Fed hat in den letzten Jahren alles versucht, um die Konjunktur anzukurbeln. Man kann daher davon ausgehen, dass die Fed unter der ins Taubenlager zu zählenden Präsidentin Yellen nur äußerst vorsichtig einen restriktiveren Kurs einleiten wird und im Zweifelsfall einen ersten Zinsschritt lieber noch hinausschiebt, um die Fortsetzung des Aufschwungs nicht zu gefährden und Turbulenzen an den Finanzmärkten erst gar nicht aufkommen zu lassen. Gerade dies trägt jedoch die Gefahr in sich, dass die Fed tatsächlich zu spät agiert und dass dies der Bondmarkt im Zuge erster Inflationsanzeichen durch einen Zinsanstieg am langen Ende quittiert.

Neben einem plötzlich doch einsetzenden Preisauftrieb könnte es einen weiteren Grund für eine unerwartet frühe Zinsanhebung geben. Wegen der anhaltend stimulierenden Geldpolitik und untermauert durch die positive Konjunktur könnten nämlich die Aktienkurse auf so übermäßige Weise steigen, dass die Gefahr

einer Spekulationsblasenbildung offenkundig wird und sich die Fed nach den Erfahrungen mit den geplatzten Blasen 2000 und 2008 dann dazu entschließt, dagegen vorzugehen.

Für 2014 erwarten wir eine anziehende Inflation in den USA und den Beginn eines neuen Leitzinserhöhungszyklus. Der erste Zinsschritt dürfte durchaus schon im Frühjahr kommen.

Schon in der zweiten Jahreshälfte 2013 war es aus fundamentalen Gründen zu einem Anstieg des 10J-Zins gekommen. Allerdings war der Markt noch zu früh dran für die eigentliche Zinswende, denn am kurzen Ende tat sich fast nichts, so dass am langen Ende ein zu hohes Zinsniveau erreicht wurde. Dieses Überschießen des 10J-Zins wird in unserem FairValue-Modell gut veranschaulicht:



Sollte die Fed zu zögerlich mit ihren Zinsentscheidungen sein, würden die Langfristzinsen am US-Bondmarkt deutlich nach oben gehen.

Bewertungen und Zinsperspektiven des US-Bondmarkts

In der derzeitigen Konstellation wird der US-Bondmarkt zunehmend von drei zusammenhängenden Faktoren bedroht. Die gute Konjunktur lässt die Risiko-Assetklassen attraktiver erscheinen, der drohende Inflationsdruck würde Nominalansprüche real mindern und der perspektivisch steigende Leitzins würde die Zinskurve vom kurzen Ende her unter Aufwärtsdruck setzen.

Dieses Modell ist hier nur seit 1999 dargestellt, um die jüngere Vergangenheit besser zu zeigen, reicht aber bis 1958 zurück. Es verwendet als Inputfaktoren nur den US-Frühindikator für die konjunkturelle Entwicklung, die Gesamt- und Kerninflation für die Preisentwicklung und den Dreimonatszins für die Geldpolitik. Die Abweichungen des 10J-Zins von seinem fairen Wert haben eine Standardabweichung von 62 Basispunkten, wobei markante und über einen längeren Zeitraum bestehende Diskrepanzen eher selten vorkommen. Das Modell eignet sich daher gut, um Phasen der Über- und Unterbewertung 10-jähriger US-Treasuries zu identifizieren.

Ende 2013 lag der 10J-Zins ungefähr 60 Basispunkte über seinem fairen Wert, was eine Unterbewertung langlaufender Treasuries

signalisierte. Dies war ein wichtiger Grund dafür, dass wir im Jahresausblick für 2014 einen Zinsrückgang am US-Bondmarkt in Richtung des fairen Werts prognostizierten, der dann auch eintrat. Vor dem letzten Leitzinserhöhungszyklus in den Jahren 2003 bis 2005 war ein in Grundzügen ähnlicher Verlauf zu verzeichnen. So lösten Mutmaßungen über eine Zinswende damals mehrfach Aufwärtsbewegungen des 10J-Zins aus, der aber immer wieder in Richtung seines sich im Wesentlichen seitwärts bewegenden, fairen Werts zurückfiel, bis dann ab Herbst 2005 beide nach oben kletterten. Diesmal gab es seit 2013 bislang nur einen Versuch eines Zinsanstiegs, der durch den Zinsrückgang 2014 bis zeitweise unter den leicht nach oben driftenden fairen Wert konterkariert wurde.

Aufgrund der oben genannten drei Faktoren – fortgesetzt gute Konjunktur, drohender Inflationsdruck und perspektivisch steigender Leitzins - und von deren Verlauf abhängig erwarten wir, dass der faire Wert vorerst weiter leicht nach oben klettert, um dann irgendwann im Jahresverlauf 2015 beschleunigt zu steigen. Der 10J-Zins dürfte eher über seinem fairen Wert liegen und könnte dieser erwarteten Entwicklung des fairen Werts spekulativ vorauslaufen, insbesondere wenn der Markt zur Einschätzung kommt, dass die Fed zu lange mit einer ersten Zinserhöhung zögert.

Das Risiko einer Fehlprognose, dass es also nicht zu einem signifikanten Zinsanstieg kommt, sehen wir vor allem in zwei Faktoren: erstens einem möglicherweise sehr starken US-Dollar, der den Inflationsdruck innerhalb der USA vielleicht doch entscheidend mindert, und zweitens eventuell massiven Kapitalzuflüssen aus deutlich niedriger verzinslichen Ländern in den US-Bondmarkt, die einen US-Zinsanstieg gravierend drosseln könnten.

Bewertungen und Zinsperspektiven des deutschen Rentenmarkts

Angesichts einer deutschen Zinskurve mit negativem Zins bis 3-jähriger Laufzeit und unter 1,00% im 10-Jahresbereich ist offenkundig, dass Bundesanleihen aktuell extrem hoch bewertet sind. Diese Bewertung im internationalen Zinsgefüge anhand von nachvollziehbaren Maßstäben einzuordnen, ist nicht ohne weiteres möglich, da bei Bundesanleihen teilweise nur schwer oder nicht abwägbare Sonderaspekte eine Rolle spielen.

So hatte 2014 die in ihrem weiteren Fortgang ungewisse Ukraine-Krise einen besonderen Einfluss, der sich in zusätzlichen Käufen deutscher Staatspapiere niederschlug. Auch die europäische Schuldenkrise ist ungelöst und sicherlich mit einem gewissen Bonitätsbonus von Bundesanleihen verknüpft, der wiederum kaum quantifizierbar ist und sich jederzeit verändern könnte. Des Weiteren werden geschätzt drei Viertel der Bundespapiere vom Ausland gehalten, darunter ein beträchtlicher Anteil von Zentralbanken, wobei offensichtlich die Notenbank der kleinen Schweiz sogar ungefähr ein Viertel der Bundesanleihen auf dem Buch hat, da sie in den letzten Jahren immer wieder durch den Kauf dieser Euro-denominierten Anleihen eine weitere Aufwertung ihrer eigenen Währung verhindern wollte. Werden sie oder auch andere Notenbanken noch weiter zukaufen? Ein weiterer Aspekt ist die Ungewissheit über das konkrete zukünftige Kaufverhalten der EZB in ihrer nun begonnenen Politik der quantitativen Lockerung. Wird die Bilanzsumme der EZB tatsächlich um 1 Billion Euro erhöht? Erfolgt dies ausschließlich durch den Kauf gedeckter und forderungsbesicherter Wertpapiere wie avisiert, deren Marktumfang und -tiefe dieses Kaufvolumen vielleicht gar nicht hergibt? Viele Marktteilnehmer erwarten inzwischen, dass die EZB ihr Kaufprogramm trotz rechtlicher Vorbehalte auch auf europäische Staatsanleihen ausdehnen wird, wobei in diesem Fall unklar ist, in welchem Maße dann auch Bundesanleihen berücksichtigt werden. Würde diese Art der Geldpolitik vor dem Hintergrund des eigentlich bestehenden Verbots einer Staatsfinanzierung durch die EZB nicht doch

große politische Widerstände in der Eurozone auf den Plan rufen mit ungewissen Folgen?

All diese Sonderfaktoren waren mitverantwortlich für den Zinsrückgang in Deutschland auf das derzeit außergewöhnlich tiefe Niveau und erschweren aufgrund ihrer immanenten Ungewissheit die Beurteilung der Perspektive am deutschen Rentenmarkt. Der folgende Bewertungsvergleich des aktuellen deutschen 10J-Zins, erstens gegenüber den Jahres-Zinstiefs 2012 und 2013 sowie zweitens gegenüber den 10J-Zinsen anderer Länder, insbesondere von Japan und der Schweiz, hilft bei der Einschätzung der Situation.

In dieser Tabelle werden verschiedene Zinsspreads sowie das fundamentale Umfeld an den Tagen des Jahreszinstiefs 2012 und 2013 sowie am 14.11.2014 miteinander verglichen. Folgende Aussagen lassen sich ableiten: Die aktuellen Kurse 10-jähriger Bundesanleihen liegen deutlich über ihrem höchsten Wert 2012 und 2013. Auch in der relativen Bewertung zu 1-jährigen Bundesanleihen und vor allem zu 10-jährigen US-Treasuries schneiden sie besser ab als damals. Der stark gesunkene Zinsspread gegenüber dem Krisenland Italien zeigt an, dass sich seit der Draghi-Rede im Juli 2012 („whatever it takes“) eine signifikante Stimmungsberuhigung in der Euro-Schuldenkrise eingestellt hat, der Bonitätsbonus deutscher Staatsanleihen also gesunken ist. Interessant ist, dass die konjunkturelle Situation der Eurozone momentan eigentlich etwas besser ist als zum Zeitpunkt der damaligen Zinstiefs. Daher sind es lediglich die gesunkene Inflationsrate und der herabgesetzte Leitzins,

die diese aktuelle Höherbewertung in diesem Vergleich rechtfertigen könnten. Und in der Tat ist die Inflationsrate der Eurozone deutlich zurückgegangen und hat wegen ihres niedrigen Niveaus Deflationsbefürchtungen geschürt. Hält man sich aber vor Augen, dass dieser Vergleich gegenüber den Tagen des niedrigsten 10J-Zinses oder gleichbedeutend der höchsten Bewertung am deutschen Rentenmarkt 2012 und 2013 vorgenommen wurde und dass insbesondere gegenüber dem US-Bondmarkt wie weiter oben ausgeführt eine einmalig hohe Bewertung vorliegt, ist dieses hauptsächlich auf die gesunkene Inflation zurückzuführende Bewertungsniveau kritisch zu hinterfragen. Es unterstellt im Grunde ein Abgleiten in deflationäre Verhältnisse in der Eurozone und damit ähnliche Umstände wie in Japan oder in der Schweiz. Tatsächlich notiert der deutsche 10J-Zins nur noch ungefähr 30 bis 45 Basispunkte über dem dieser beiden Länder.

Aber sowohl Japan, wo die aktuell ausgewiesene Inflationsrate aufgrund der diesjährigen Erhöhung der Verbrauchssteuer markant überzeichnet ist, als auch die Schweiz haben seit fünf Jahren eine Inflation von durchschnittlich 0%, verbunden mit längeren deflationären Phasen! Davon kann nun mal in der Eurozone trotz aller Probleme und insbesondere in Deutschland nicht die Rede sein. Zwar ist die europäische Inflationsrate 2014 bis auf zuletzt 0,4% im Oktober gesunken, aber die Kerninflationsrate, die um die volatilen Energie- und Lebensmittelpreise bereinigt ist, pendelt seit Jahresbeginn zwischen 0,7% und 1,0%.

Bewertungsvergleich deutscher 10J-Zins: aktuell, am 2.5.2013, am 1.6.2012

Datum	Deutscher 10J-Zins in %	EZB-Leitzins in %	Zinsspread D: 10J-1J in bp	Zinsspread US - D in bp	Zinsspread I - D in bp	Deutschland ifo-Geschäftsklima	Eurozone Composite PMI	Deutschland Inflationsrate	Eurozone Inflationsrate
01/06/2012	1,13	1,00	111	32	463	105,1	46,4	1,7	2,4
02/05/2013	1,15	0,75	116	48	260	105,7	47,7	1,5	1,4
14/11/2014	0,79	0,05	86	158	155	103,2	52,1	0,8	0,4

Quelle: Bloomberg

Bewertungsvergleich BIP-Wachstum, Inflation, 10J-Zins verschiedener Länder

Land	Nominales BIP-Wachstum		Inflationsrate in %		10J-Zins in %	
	1 Jahr in %	5J-Ø in %	aktuell	5J-Ø	14.11.2014	5J-Ø
USA	3,9	4,0	1,7	2,0	2,37	2,56
Großbritannien	5,4	4,0	1,2	3,0	2,17	2,70
Deutschland	3,1	3,5	0,8	1,5	0,79	2,04
Eurozone	1,5	1,8	0,4	1,7		
Schweiz	1,1	2,0	0,0	0,0	0,35	1,10
Japan	2,0	0,6	3,2	0,1	0,48	0,91

Quelle: Bloomberg

Diese Diskrepanz macht deutlich, dass der Inflationsrückgang 2014 in erster Linie auf die stark gesunkenen Energiepreise zurückzuführen ist, ein Effekt, der noch etwas anhalten könnte. Auch der von ungefähr 1,20 US-Dollar im Juli 2012 auf fast 1,40 US-Dollar im Mai 2014 gestiegene Euro hat drosselnd auf die Teuerungsrate gewirkt, ein Effekt, der sich nun allerdings mit dem Kursverfall des EUR umkehrt. Dass diese preisdrückenden Sondereffekte eine Rolle spielten, zeigt der Zusammenhang zwischen dem um ein Jahr noch vorne verschobenen Verlauf des Konsumklimas und der Inflationsrate, hier für das deutsche GfK-Konsumklima und das europäische Konsumklima der EU-Kommission dargestellt.

Nach diesen Charts zu urteilen, hätten die Teuerungsrate nach dem signifikanten Anstieg des Konsumklimas als Begleiterscheinung der wirtschaftlichen Erholung 2013 eigentlich im Jahresverlauf 2014 nach oben klettern können oder zumindest nicht mehr weiter fallen dürfen. Wenn diese Sondereffekte wegfallen oder zumindest weniger wirksam sind, könnte dies nun auch zeitverzögert geschehen. Oder muss man einfach davon ausgehen, dass dieser Zusammenhang plötzlich nicht mehr gilt, weil beispielsweise deflationäre Kräfte inzwischen überwiegen?

An dieser Stelle sollte erwähnt werden, dass sich die Eurozone derzeit nicht in einer Rezession

Euro-Raum: Inflation



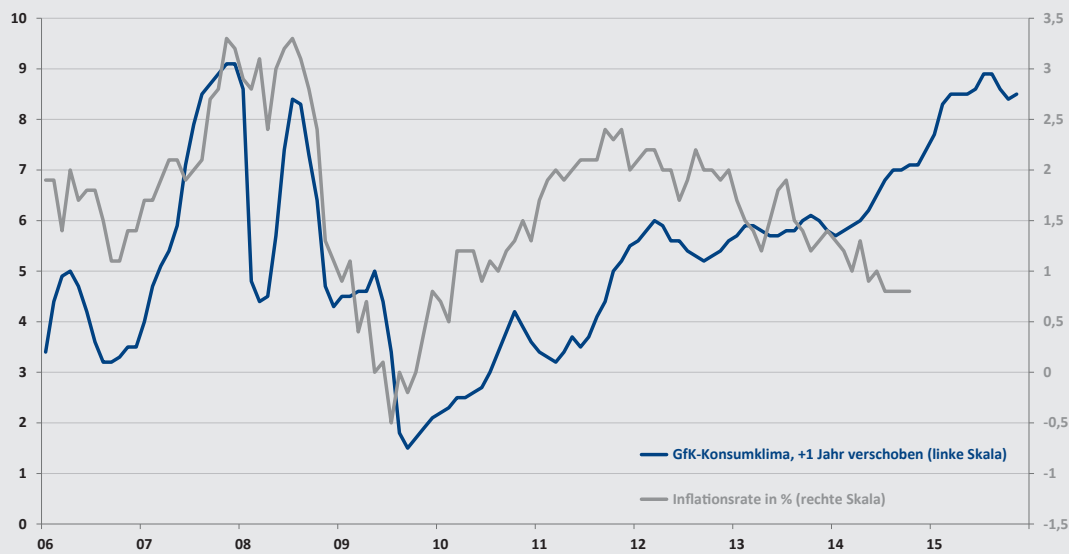
Quelle: Bloomberg

Eurozone: Konsumklima und Inflation



Quelle: Bloomberg

Deutschland: Konsumklima und Inflation



Quelle: Bloomberg

befindet sondern nur in einer Stagnation oder einer quälend langsamen Erholungsphase. Und die positiven Wachstumsperspektiven der USA, die extrem expansive EZB-Geldpolitik und der schwache Euro sprechen dafür, dass der konjunkturelle Auftrieb trotz bestehender Risiken wie der Ukraine-Krise wieder an Fahrt gewinnt. Vermutlich wird die Eurozone dem US-Wachstumspfad zeitverzögert und mit schwächerer Dynamik folgen. Von daher halten wir insgesamt ein deflationäres Szenario zumindest für 2015

für unwahrscheinlich, nicht zuletzt auch, weil die derzeitige Kerninflationsrate nach wie vor deutlich über der Nulllinie liegt. In der Konsequenz sind die aktuellen Bewertungsverhältnisse für langlaufende Bundesanleihen, die nicht mehr weit von den langjährig deflationsgeprägten japanischen oder schweizerischen Langläufern entfernt sind, als eindeutig zu hoch zu klassifizieren.

Das wahrscheinliche Hauptszenario für die deutsche Zinsentwicklung 2015 leitet sich damit

aus der Überbewertung von Bundesanleihen und der oben prognostizierten US-Zinsentwicklung ab, die ihre richtungsweisende Leitfunktion trotz zunehmender Unterschiede in der geldpolitischen Grundausrichtung zwischen Fed und EZB nicht eingebüßt haben dürfte. Gerade weil Bundesanleihen überbewertet sind und dies vor allem, wie oben ausgeführt, im Vergleich zu US-Treasuries, könnte der 2015 erwartete US-Zinsanstieg böse Folgen für den deutschen Rentenmarkt haben, ähnlich wie in den ebenfalls durch einen US-Zinsanstieg initiierten Bärenmarktphasen 1999 und 2006 bis 2007. Wir erwarten eine analoge negative Phase am deutschen Rentenmarkt, die mit einem Anstieg des 10J-Zins um mindestens 80 Basispunkte verbunden sein dürfte.

Die oben genannten Sondereinflussfaktoren für Bundesanleihen tragen alle das Potenzial in sich, dieses prognostizierte Hauptszenario zu stören. Eine um sich greifende Eskalation der Ukraine-Krise würde eine Flucht in Qualität zu Gunsten von Bundesanleihen auslösen. Eine ernste Rückkehr der europäischen Schuldenkrise wäre im ersten Reflex wohl positiv für deutsche Staatspapiere, in der zweiten Reaktion dagegen, aufgrund der außerordentlich hohen impliziten Haftung Deutschlands, vermutlich sehr negativ. Ein akut drohender Bruch der als wichtige Schwelle postulierten 1,20-Marke in der EURCHF-Währungsrelation könnte zusätzliche Großkäufe von Bundesanleihen seitens der Schweizerischen Nationalbank auslösen. Und unkonventionelle Maßnahmen der EZB können erratische Zinsschwankungen hervorrufen.

Von diesen Faktoren soll hier nur auf die Geldpolitik der EZB eingegangen werden, die sich anschickt, wie zuvor schon die Fed und andere wichtige Zentralbanken, zum Mittel der quantitativen Lockerung zu greifen. In der Tat verfolgen diese Notenbanken seit Jahren auf beispiellose Weise diese unkonventionelle Politik und fluten die Finanzmärkte mit Liquidität.

Der Ansatz der EZB zielt darauf ab, die europäischen Banken durch den Kauf von gedeckten und forderungsgesicherten Wertpapieren sowie

durch Kreditprogramme zu einer größeren Kreditvergabe zu animieren. Auch der negative Einlagenzins für Geschäftsbanken bei der EZB dient diesem Ziel.

Damit sind aber Unzulänglichkeiten und Risiken verbunden. Die Banken hätten, schon aufgrund der niedrigen Zinsen, eigentlich keine Hemmnisse, Kredite zu vergeben, aber offensichtlich fehlt es an hinreichend attraktiven Opportunitäten dafür. Die Kreditnachfrage ist auch wegen der bereits hohen Verschuldung vieler potenzieller Kreditnehmer nicht mehr in dem Maße gegeben. Daran dürften diese unorthodoxen Maßnahmen der EZB kaum etwas ändern. Sie setzen vielmehr falsche Anreize, denn wenn riskante Kredite in strukturierter Form verpackt an die EZB weitergegeben werden können oder durch entsprechende Programme begünstigt werden, fördert dies eine unsolide und riskante Art der Kreditvergabe. Letztlich soll wohl vor allem den angeschlagenen Banken in den Krisenländern unter die Arme gegriffen werden, die zielkonfliktträchtig pikanterweise inzwischen unter EZB-Bankenaufsicht stehen. Die EZB beklagt sich über die fehlende Reformbereitschaft bestimmter Krisenländer, aber sie ist es ja, die in der Vergangenheit die Sanktionierungsmechanismen des Finanzmarktes durch ihre Rettungspolitik und ihre in Aussicht gestellte Politik („whatever it takes“) systematisch unterlaufen hat und dies wohl weiter tun wird. In der Konsequenz wird der Reformunwillen in Frankreich und Italien bestärkt, da man sich dort ja offensichtlich auf die Hilfe der EZB verlassen kann.

Auch der negative Einlagenzins ist sehr problematisch. Noch nie hat eine Notenbank eines großen Währungsraums einen negativen Einlagenzins beschlossen, so dass hier ein volkswirtschaftliches Experiment mit ungewissen Folgen gestartet wurde! Kommt es vielleicht über kurz oder lang zu einer massiven Hortung von Bargeld, was dem Finanzsystem auf kontraproduktive Weise Geld entziehen würde? Weitete sich die derzeitige Euro-Schwäche unter Umständen zu einem drastischen Währungsverfall aus? Ist einem grundlegenden Vertrauensverlust in die Einheitswährung angesichts der Anlageschwierigkeiten sicherheitsorientierter Investoren

nicht Tür und Tor geöffnet? In welchem Maße und bis zu welcher Laufzeit fräst sich dieser Strafzins durch die unterschiedlichen Kredit- und Anlageinstrumente? Welche Folgen ergeben sich daraus, beispielsweise für die Finanzbranche oder die Anleger? Lässt sich dieser Strafzins auch wieder ohne negative Effekte abschaffen? Welche Konsequenzen hat auf Dauer eine Politik, die einerseits systematisch Sparer benachteiligt und Steuerzahler übermäßig in Haftung nimmt und andererseits potenziell unsolides Kreditgebaren belohnt? All diese Fragen stellen sich, und das nur, weil eine größere Kreditvergabe auf unorthodoxe Weise erzwungen werden soll.

Nachdem die Wirksamkeit dieser auf die Geschäftsbanken abzielenden EZB-Maßnahmen erst nach geraumer Zeit erkennbar sein wird und es grundsätzliche juristische und politische Vorbehalte gegenüber dem Kauf von Staatsanleihen durch die europäische Notenbank gibt, ist es bis auf weiteres eher unwahrscheinlich, dass die quantitative Lockerung auf Staatsanleihen ausgedehnt wird. Es sind auch Entwicklungen am Finanzmarkt denkbar, nämlich insbesondere ein drastischer Kursrückgang des Euro oder kraftvoll haussierende Aktienmärkte, die eine noch expansivere Politik der EZB eigentlich verbieten würden.

Fazit und Zinsausblick 2015

Unsere Erwartung für das Makroumfeld in 2015 ist, dass die US-Volkswirtschaft ordentlich wächst und sich in einer Phase des konjunkturellen Zyklus befindet, in der über nun stärker steigende Löhne und Gehälter ein gewisser Inflationsauftrieb entsteht. Die Eurozone dürfte dem US-Wachstumspfad zeitverzögert und mit schwächerer Dynamik folgen, ihre Inflation niedrig bleiben, aber nicht in den negativen Bereich abrutschen.

Die Fed wird in unserem Hauptszenario vermutlich im Frühjahr einen neuen Leitzinserhöhungszyklus beginnen, diesen aber behutsam umsetzen, um nicht negative Marktreaktionen

in den Risiko-Assetklassen hervorzurufen. Im Zweifelsfall wird die Fed wohl auch riskieren, zu zögerlich zu sein, was aber einen zügigen Zinsanstieg bei langlaufenden US-Treasuries provozieren könnte. Dieser würde aufgrund des höheren Zinsniveaus am kurzen Ende der Zinskurve sowieso kommen, wobei der 10J-Zins im Jahresverlauf 2015 deutlich über 3,00% klettern dürfte. Insgesamt ist aber nicht damit zu rechnen, dass in dieser Leitzinsanhebungsphase die Niveaus der vergangenen Zinsbuckel erreicht werden.

Die Ausgangslage am deutschen Rentenmarkt ist, dass Bundesanleihen nach dem erfolgten Zinsrückgang überbewertet sind, insbesondere gegenüber US-Treasuries. Auch wenn der EZB-Leitzins im Gegensatz zum US-amerikanischen bei quasi Null bleiben wird, dürfte sich der deutsche 10J-Zins von der Zinsentwicklung am US-Bondmarkt leiten lassen und ebenfalls nach oben gehen. Die Überbewertung am deutschen Rentenmarkt wird sich dann voraussichtlich zumindest teilweise auflösen, so dass wir im Jahresverlauf 2015 mit einem Anstieg des 10J-Zins bis in den Bereich um 1,80% rechnen.

Dieses Hauptszenario könnte durch verschiedene Faktoren gefährdet werden. So könnte ein überaus starker US-Dollar den von uns erwarteten US-Inflationsdruck vielleicht doch entscheidend mindern und der von uns erwartete US-Zinsanstieg wird möglicherweise durch massive Kapitalzuflüsse aus deutlich niedriger verzinslichen Ländern in den US-Bondmarkt gedrosselt. Für den deutschen Rentenmarkt sind mit der Ukraine-Krise, der europäischen Schuldenkrise, dem Kaufverhalten der Schweizerischen Notenbank und den Unklarheiten in der unkonventionellen EZB-Geldpolitik sowieso Unsicherheitsfaktoren gegeben, die für Volatilität sorgen können.

Im langfristigen großen Bild erwarten wir ein anhaltendes Niedrigzinsumfeld, das mit 2015 ein zwischenzeitliches Zinsanstiegsjahr durchlaufen dürfte.

ROHSTOFFMARKT-PERSPEKTIVEN

Vom Schatten in das Licht

Dr. Torsten Dennin, Giuseppe Rapallo,
Sandra Bachofer

Gängige Rohstoffmarkt-Indices wie der Bloomberg Commodity Index (BCOM), S&P Goldman Sachs Commodity Index (S&P GSCI) und Rogers International Commodity Index (RICI) beschlossen das erste Halbjahr 2014 mit Zuwächsen zwischen 5,7% und 7,1%. Im Durchschnitt entwickelten sich Rohstoffe in dieser Periode vergleichbar zu den Aktienmärkten – der S&P 500 legte im ersten Halbjahr 2014 um 6,1% zu.

Während sich die Aktienmärkte jedoch im zweiten Halbjahr 2014 von zwei Kursrücksetzern erholen konnten, fielen die Preise von Rohstoffen hingegen weiter zurück. Vergleichsweise am besten hielt sich der Bloomberg Commodity Index (-6,2%), während RICI (-12,0%) und S&P GSCI (-16,2%) größere Preisabschläge verkraften mussten.

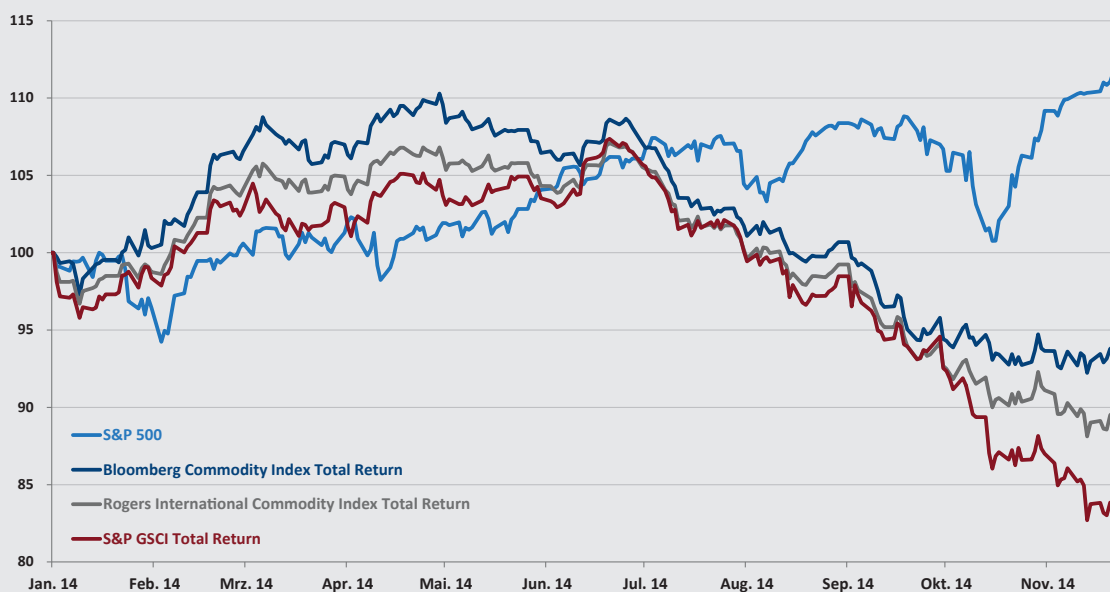
Diese heterogene Entwicklung der Indices erklärt sich durch die unterschiedliche Entwicklung der

Rohstoffsektoren in 2014. Im zweiten Halbjahr stand der Verfall des Ölpreises im Fokus der Märkte. Rohöl der Sorte Brent fiel von 115 US-Dollar auf 76 US-Dollar je Fass zurück, WTI verlor im gleichen Zeitraum 34 US-Dollar und handelte im Tief bei 73 US-Dollar je Fass. In der Summe büsste der Energiesektor, gemessen am BCOM Energie Subindex, in 2014 rund -12,1% an Wert ein.

Die Metallmärkte verzeichneten eine gemischte Entwicklung: Während die Preise für Nickel, Aluminium, Zink und Palladium stiegen, gerieten Silber, Platin, Kupfer, Blei, Zinn zum Teil heftig unter Druck. Trotz negativer Vorgaben der Zins- und Währungsseite handelte die Feinunze Gold gegenüber dem Beginn des Jahres 2014 unverändert bei rund 1.200 US-Dollar. Gemessen an den jeweiligen Subindices des Bloomberg Commodity Index, handelten Industriemetalle 2014 mit einer Preisänderung von durchschnittlich +0,3% unverändert gegenüber dem Vorjahr, wohingegen Edelmetalle durchschnittlich -5,5% im Preis nachgaben.

Auch bei den Agrarmärkten gab es in 2014 keine einheitliche Entwicklung. Die Preise für Getreide und Ölsaaten (-10,6%) gerieten aufgrund nahezu

Entwicklung von Rohstoffindices versus Aktien 2014



Quelle: Bloomberg

Relative Bewertung von Rohstoffen gegenüber Aktien in der langen Frist



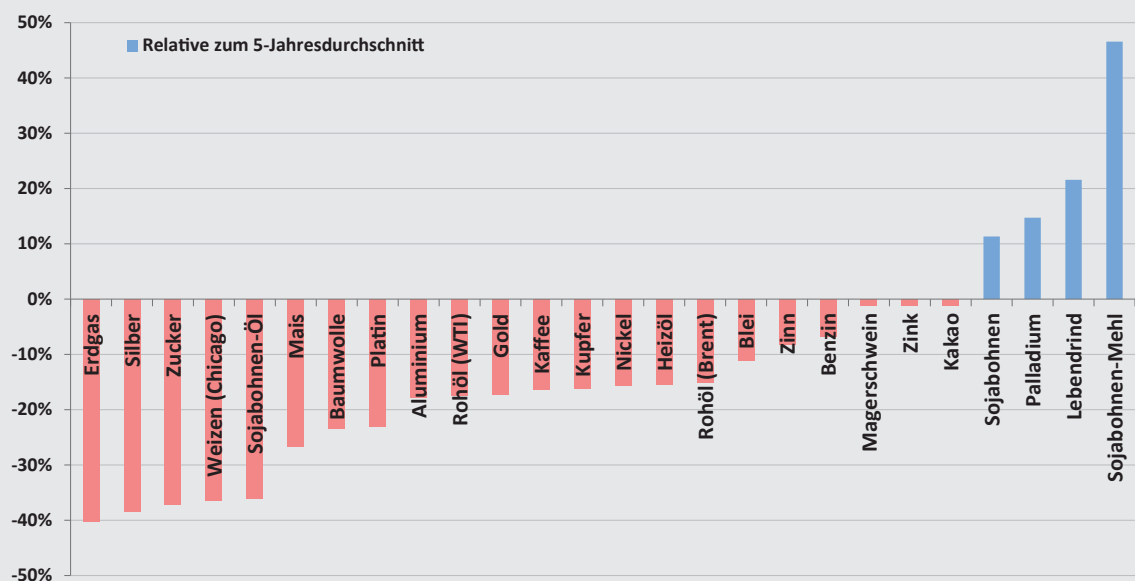
Quelle: Bloomberg, Tiberius

perfekter Wetterbedingungen in den USA unter Druck, während im Gegenzug der Lebendviehbereich (+20,1%) durch die Angebotsknappheit bei Rindern und Schweinen in den USA unterstützt war. Der Bereich Soft Commodities (+0,2%) war durch Extreme gekennzeichnet - dem größten Gewinner (Kaffee +62,3%) stand der größte Verlierer (Zucker -24,4%) im Sektor gegenüber.

Relative Attraktivität von Rohstoffen nahe Extremwerten

Während Aktien- und Anleihen in Folge der lockeren geldpolitischen Massnahmen der Zentralbanken 2014 haussierten, zeigte sich die Assetklasse Rohstoffe hiervon wenig beeindruckt. Im historischen Vergleich 1970-2014 lässt sich das relative Bewertungsniveau

Relative Bewertung einzelner Rohstoffe überwiegend günstig



Quelle: Bloomberg

des Rohstoffmarktes gegenüber Aktien in der langen Frist abschätzen. Zum einen stechen drei Haussen des Rohstoffmarktes besonders heraus: 1974, 1990 und 2008. Hier erreichte das Preisniveau von Rohstoffen, im Vergleich zum Aktienmarkt, einen lokalen Hochpunkt. Zum anderen lässt sich unschwer erkennen, dass Rohstoffe relativ zu Aktien bis auf Anfang der 1970er Jahre und 1998 in den vergangenen fast 45 Jahren nie so günstig bewertet waren wie heute.

Rohstoffe als Assetklasse weisen historisch ein attraktives Bewertungsniveau auf. Relativ zu ihren mittelfristigen Durchschnittspreisen lassen sich selbst beim derzeitigen Preisniveau sowohl „günstige“ als auch „teure“ Rohstoffe identifizieren. Während die Mehrheit des Anlageuniversums einen moderaten bis deutlichen Abschlag zu ihrem mittelfristigen Preisniveau aufweist, sind folgende Rohstoffe besonders günstig bewertet: US-Erdgas, Silber, Zucker, Weizen und Mais. Sojabohnen, Sojabohnenmehl, Palladium und lebende Rinder zählen zu den verhältnismässig teuren Rohstoffen.

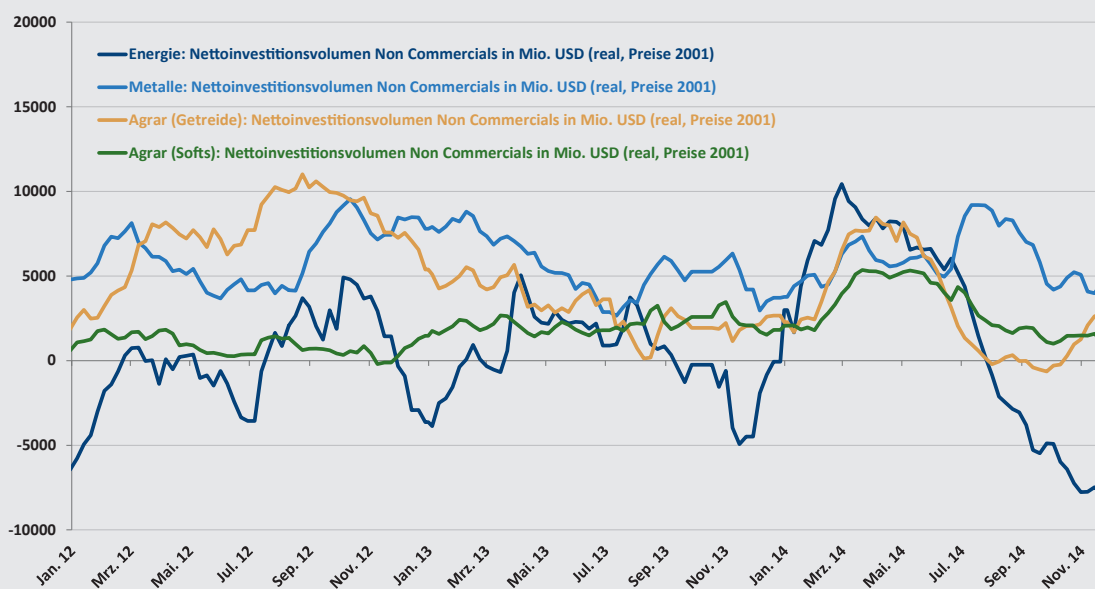
2014 markiert das vierte Jahr in Folge in dem die Assetklasse Rohstoffe nicht in der Lage war, für den Anleger einen positiven

Wertbeitrag zu erwirtschaften. Schlimmer noch: Nach einem sehr erfreulichen ersten Halbjahr ist die negative Entwicklung im dritten und vierten Quartal 2014 nur noch mit der drastischen Entwicklung der Rohstoffmärkte während der Finanzkrise zu vergleichen.

Dies hat beispielsweise bei der Positionierung institutioneller Anleger Spuren hinterlassen. Die Assets under Management (AUM) im Rohstoffsektor, die im ersten Halbjahr 2014 gegenüber 2013 wieder leicht gewachsen waren, scheinen in der Jahresbilanz nun doch leicht unter den verwalteten Mitteln des Vorjahres zu liegen. Ein wichtiger Faktor sind hierbei vor allem die rückläufigen Bestände der Gold Exchange Traded Funds (ETFs). Auch die Netto Long Positionen der nicht kommerziellen Marktteilnehmer sind rückläufig – besonders in den zyklischen Rohstoffsektoren Energie und Metalle. Die in einigen Rohstoffen vorhandenen Short-Positionen machen den Rohstoffmarkt anfällig für technisch bedingte Short-Squeezes, verbunden mit höheren Preisen.

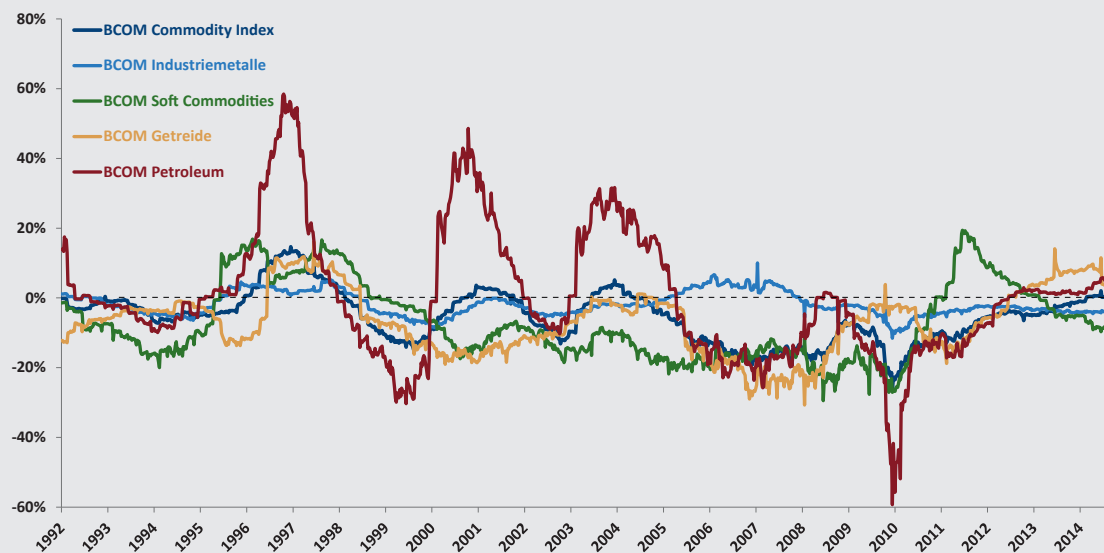
In 2014 erzielte der Bloomberg Commodity Index wieder positive Roll-Erträge auf Index Level. Während einzelne Sektoren abwechselnd

Netto Long Positionen nicht kommerzieller Marktteilnehmer nach Rohstoffsektoren



Quelle: Bloomberg, Tiberius

Roll-Erträge des Bloomberg Commodity Index und der Rohstoffsektoren



Quelle: Bloomberg, Tiberius

und mit einer unterschiedlichen Häufigkeit in Backwardation-Formation handelten, war dies auf Index Level zuletzt 2004 zu beobachten. Das Vorliegen einer für Anleger günstigeren Backwardation der Terminkurve eines Rohstoffes kann allgemein als ein Indiz für Knappheit interpretiert werden, denn in diesem Fall ist ein Rohstoffkäufer bereit eine Prämie für die Verfügbarkeit zu entleihen („Convenience-Yield“).

Das globale Wirtschaftswachstum in 2014 kann als ein zartes Pflänzchen gegenüber den durchschnittlichen Wachstumsraten der vergangenen Jahrzehnte betrachtet werden. Auch aufgrund der Shale-Revolution überraschte die USA besonders positiv, wohingegen die Wachstumsimpulse in den Ländern der Eurozone ins Stottern gerieten.

Prognose der Entwicklung des Bloomberg Commodity Index in 2015



Quelle: Bloomberg, Tiberius

Ausgehend von einer weiterhin führenden US-Wirtschaft, einer diesen Impulsen folgenden Entwicklung in der Eurozone und einem stabil wachsenden China, erwarten wir für 2015 ein anziehendes Wirtschaftswachstum. Das relativ niedrige Niveau der Energiepreise sollte mittelfristig zu negativen Angebotsreaktionen im Energiesektor führen, aber viel wichtiger als positive Rückkopplung einen Anstieg des Wachstums und der Rohstoffnachfrage nach sich ziehen. Hinzukommt, dass im aktuellen Marktumfeld geopolitische Risiken (Makro) und Angebotsrisiken (Mikro) nicht in den Rohstoffpreisen reflektiert sind. Mittelfristig erwarten wir einen Anstieg der Risikoprämien auf ein zumindest durchschnittliches Niveau. Lediglich die Stärke des US-Dollars könnte sich als Störgröße für die Rohstoffmärkte 2015 bemerkbar machen, sodass wir auf der Makroseite ein Kursplus des Bloomberg Commodity Index von +8% bis +10% erwarten.

ENERGIE

Erholung am Ölmarkt 2015

Dr. Torsten Dennin

Es war ein turbulentes Jahr für die Energiemärkte. Die zweite Jahreshälfte 2014 war geprägt von einem drastischen Verfall der Ölpreise. Der Öl-Boom durch das Wachstum der unkonventionellen Förderung von Rohöl und Erdgas in den USA befeuerte die Wirtschaft und unterstützte den Trend zur Reindustrialisierung. Der gesamte nordamerikanische Energiemarkt befindet sich hierdurch im Umbruch.

durch eine Revision der globalen Wachstumsprognosen für 2014 und 2015, sowie ein sich eintrübendes Sentiment der Finanzinvestoren, das sich in einem deutlichen Rückgang der CFTC Non-Commercial Positionen zeigte.

Rohöl der Sorte WTI schnitt im Vergleich zu Brent und den Petroleum-Produkten noch am besten ab. Einer stark steigenden inländischen

Preisentwicklung des Energiesektors 2014 (BCOM Energy und S&P GSCI Energy)



Rohöl. Der positive Preistrend des ersten Halbjahres 2014 im Petroleum-Komplex setzte sich leider nicht fort. So stiegen die Preise für Rohöl der Sorten Brent und WTI bis Juni 2014 auf knapp 115 bzw. 110 US-Dollar pro Fass, büssten jedoch seitdem bis zum Jahresende mehr als 30 Prozent ihres Wertes ein. Auslöser hierfür war eine Verkettung von Ereignissen wie u. a. eine einsetzende Stärke des US-Dollars, rückläufige Produktionsunterbrechungen z. B. in Libyen, die zu einem höheren Angebot führten, ein negativer Ausblick auf die weltweite Nachfrageentwicklung, aufgelöst

Fördermenge zum Trotz, zeigte sich der nordamerikanische Markt in einer guten Verfassung. Die sich verbessernden wirtschaftlichen Rahmendaten und eine Raffinerienachfrage auf Rekordniveau hielten den Markt in Knappheit und die Terminstrukturkurve in Backwardation.

Der Diskont von nordamerikanischem WTI zu europäischem Brent verringerte sich in der Konsequenz von knapp -20 US-Dollar Ende 2013 auf unter -2 US-Dollar Mitte Oktober 2014. Auch andere nordamerikanische Rohölsorten wie Bakken Crude oder West Canada Select

(WCS) verringerten ihren bis dato größeren Preisabschlag zu WTI deutlich. Benzin und Heizöl waren – abgesehen von einer temporären Outperformance von Benzin im Frühjahr/ Sommer – nicht in der Lage eine signifikante Outperformance zum Rohölkomplex zu liefern.

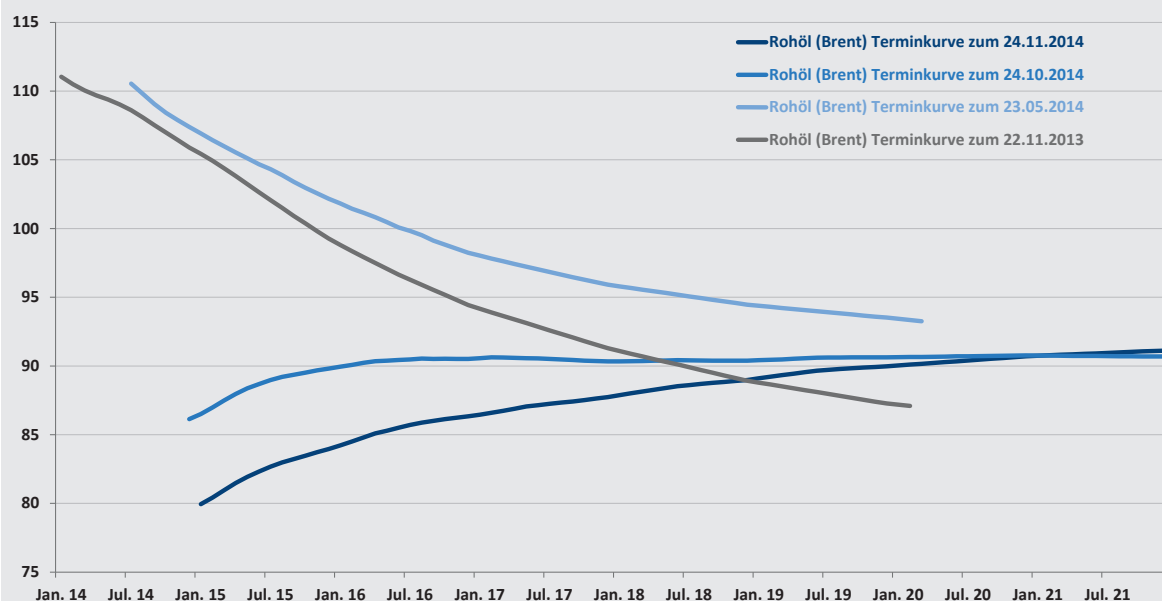
Entwicklung des WTI-Brent-Spreads

Ausgehend von einem Preisabschlag von WTI zu Brent von knapp 15 US-Dollar im Januar 2014 lief der WTI-Brent-Spread 2014 auf unter 2 US-Dollar zusammen. Das Sinken der Lagerbestände in Cushing (USA) fand Ende Juli 2014 bei knapp unter 18 Millionen Fass ein Ende. Bei derzeit fast 81 Millionen Fass Lagerungskapazität kam dieser Rückgang somit in greifbare Nähe dessen, was Betreibergesellschaften als nötige Minimum-Lagerbestände ansehen und bei etwa 8-10 Millionen Fass liegt. Wir erwarten, dass neue Pipeline-Kapazitäten innerhalb der nächsten Monate die Rohöl-Lagerbestände in Cushing wieder ansteigen lassen und so zu einer Ausweitung des WTI-Brent-Spreads beitragen. Für 2015 prognostizieren wir einen Abschlag von

durchschnittlich 8 bis 10 US-Dollar für Rohöl der Sorte WTI gegenüber Brent. Hauptrisiko dieses Szenarios ist die Aufhebung der Exporteinschränkung für US-Rohöl im nächsten Jahr, wodurch der Preisabschlag für US-Rohöl deutlich geringer ausfallen würde. Dieses Szenario bewerten wir mit einer geringen Wahrscheinlichkeit, es birgt jedoch potentiell grossen Auswirkungen in sich.

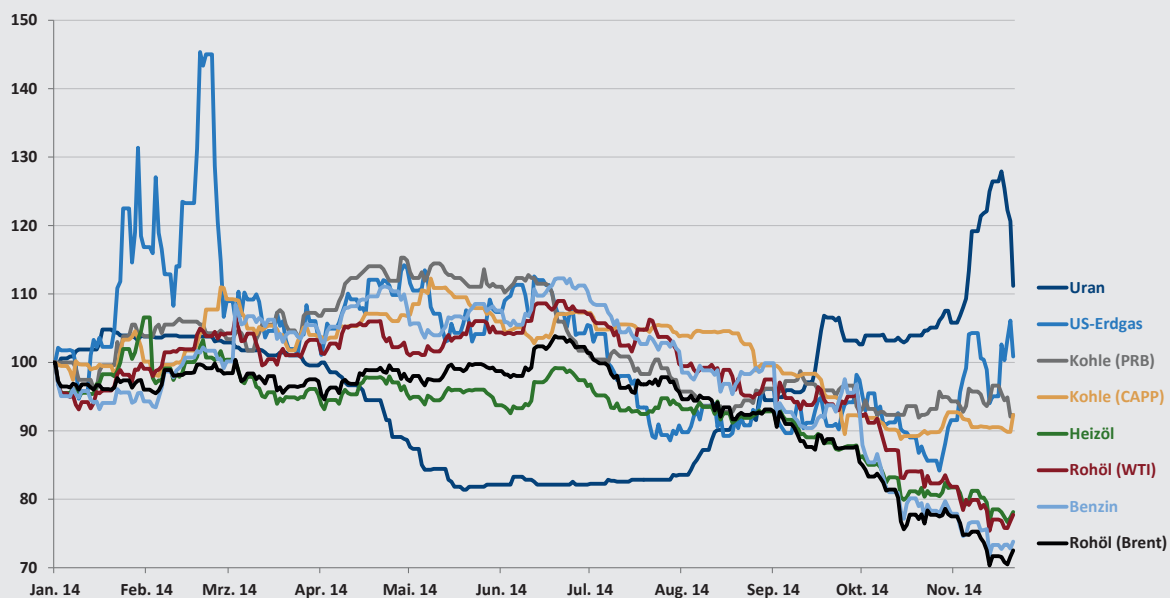
Kohle. Die USA sind nach China und vor Europa der grösste Verbraucher von Kohle und zugleich einer der grössten Exporteure des Energieträgers. Niedrige Frachtraten und ein geringerer inländischer Verbrauch führten zu einem Anstieg der Exportaktivitäten insbesondere nach Europa und Asien. Die Preise der lokalen US-Benchmark-Kohlesorten Powder River Basin (PRB) im Westen und Central Appalachain Coal (CAPP) im Osten belasteten in 2014 die kohlefeindliche Klimapolitik der US-Regierung sowie die durch den Shale-Boom verhältnismässig niedrigen Erdgaspreise. Die Kohlepreise an der US-Ostküste sanken im Durchschnitt um rund -7%, während PRB Kohle um knapp -6% nachgab. Die Tendenz der Kohlepreise in Europa (Rotterdam) war mit -11% im Vergleich sogar noch schwächer.

Entwicklung der Rohöl-Terminkurve (Brent) in 2014



Quelle: Bloomberg

Preisentwicklung ausgewählter Energieträger Rohöl, Benzin, Heizöl, Kohle, Erdgas und Uran



Quelle: Bloomberg

US-Erdgas. In Folge des kalten Winters und des dadurch ansteigenden Bedarfs fielen die Lagerbestände von US-Erdgas bis Ende März 2014 auf 822 bcf zurück, während die Preise in den USA und in Kanada kurzfristig nach oben schossen. Der Rekordwinter 2013/2014 in den USA konnte nur kurz vom Wachstum der unkonventionellen Erdgasförderung ablenken. Die Erdgasproduktion im Marcellus Shale überstieg 2014 knapp 16 BCF pro Tag, was etwas mehr als 20 Prozent der gesamten US-Erdgasförderung entspricht. Vor fünf Jahren lag die Erdgasförderung noch bei etwa einem Zehntel dieses Volumens, was das geometrische Wachstum der Förderung in den letzten Jahren durch den Shale Boom verdeutlicht.

Uran. Uran handelte 2014, dreieinhalb Jahre nach der Atomkatastrophe von Fukushima 2011, bei durchschnittlich 32 US-Dollar je Pfund und damit mit einem deutlichen Abschlag zu seinen mittelfristigen Durchschnittspreisen von 45 US-Dollar je Pfund. Uran scheint im Sommer 2014 bei 28 US-Dollar seine Bodenbildung abgeschlossen zu haben. Positive Impulse gingen von der erneuten Inbetriebnahme mehrerer Reaktoren in Japan aus, während

die Umwandlung von hoch angereichertem, waffenfähigem Uran für die Verwendung in Atomreaktoren, festgelegt im sogenannten HEU-Abkommen, bereits Ende 2013 beendet wurde.

Negative Faktoren für Rohöl 2015 („Rote Ampel“)

„Supply Glut“: Förderwachstum trifft auf Nachfrageschwäche

Teilweise bereits in 2014 eingepreist, jedoch mit noch zu erwarteten Nachwirkungen in 2015, belasten die Aussichten für Rohöl primär drei fundamentale Faktoren: Die Abschwächung des weltweiten Wirtschaftswachstums und folglich eine rückläufige Nachfrage nach Rohöl, sowie eine Normalisierung bislang rekordhoher Angebotsunterbrechungen und der neue Öl-Boom in Nordamerika, die beide zu einem Anstieg des Ölangebotes in 2015 führen werden. Bislang hat es die OPEC unterlassen, den Markt für Rohöl durch Förderkürzungen ins Gleichgewicht zu bringen. Zusätzlich erwarten wir Anfang 2015 eine weitere Schwäche bei Rohöl aufgrund noch ausstehender Abwärtsrevisionen des Ölpreises durch die Finanzmarktteilnehmer.

Abschwächung des Wirtschaftswachstums als Bremse für den Ölpreis

Anfang Oktober reduzierte der Internationale Währungsfonds (IWF) die weltweiten Wachstumsaussichten für 2014 und 2015 auf 3,3% und 3,8%. Die Organisation erdölexportierender Länder (OPEC) liegt mit 3,2% für 2014 und 3,6% sogar nochmals leicht unter diesen Prognosen. Im Vergleich lag das globale Wirtschaftswachstum in den vergangenen 50 Jahren bei durchschnittlich 7,9% pro Jahr. In den vergangenen 20 Jahren sank das Wachstum zwar auf durchschnittlich 5,5% p.a. ab, jedoch verdeutlichen diese Werte, auf welch fragilem Wachstumspfad wir uns derzeit befinden. Auch wenn – vor allem in den entwickelten Volkswirtschaften – die Energieintensität seit einigen Jahren rückläufig ist, besteht ein direkter Zusammenhang zwischen Wirtschaftswachstum bzw. dem Wachstum der Industrieproduktion und dem Preis für Rohöl.

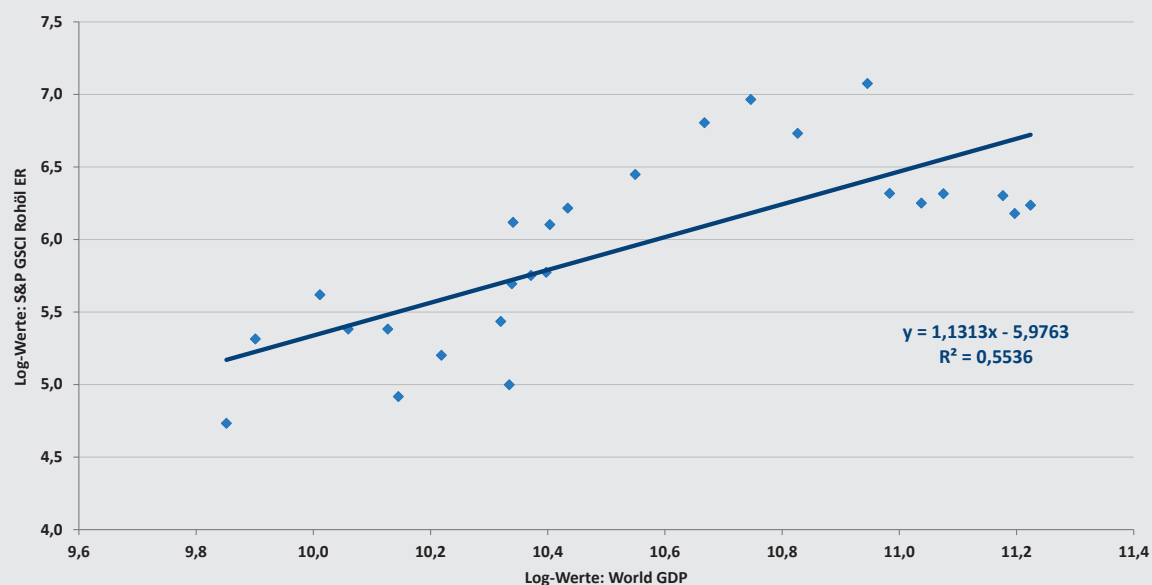
Nachdem der IWF die weltweiten Wachstumserwartungen revidiert hatte, schloss sich die Internationale Energieagentur (IEA) an und korrigierte ihre Prognose des weltweiten Energieverbrauchs um 250.000 Fass nach unten. Infolgedessen fiel

Rohöl der Sorte WTI auf unter 80 US-Dollar je Fass zurück. Die US Energy Information Agency (EIA) prognostiziert für 2014 und 2015 ein Nachfragewachstum von 91,5 mb/d (+1,1%) auf 92,7 mb/d (1,3%). Für den gleichen Zeitraum wird ein Förderwachstum der Nicht-OPEC Länder auf 56,0 (+3,4) und 57,2 (+2,1%) erwartet. Aktuell fördern die OPEC-Staaten zusammen 30,1 md/d. Um den Ölmarkt ins Gleichgewicht zu bringen und somit das Wachstum der Nicht-OPEC Ölproduktion auszugleichen, müsste die OPEC daher ihre Rohölförderung in 2015 auf 29,2 mb/d drosseln (-0,9 mb/d). Jedoch entschied sich die OPEC im November dies aufzuschieben, was den Ölpreis zusätzlich belastete.

Angebotsunterbrechungen im Ölsektor normalisieren sich

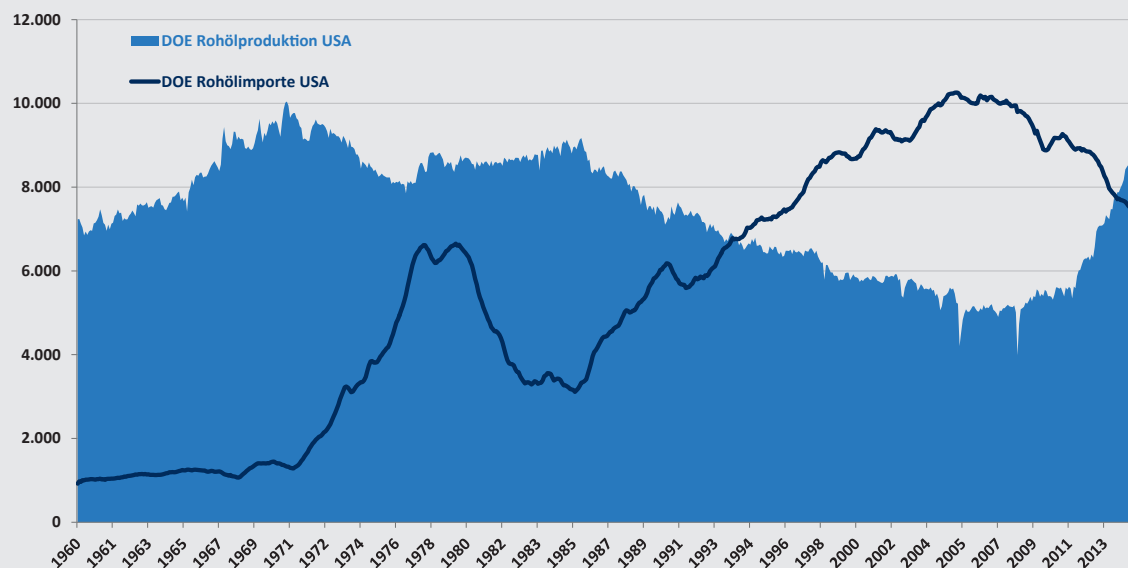
Der Ölmarkt und hier vor allem die OPEC stehen unter Druck, da zusätzliches Rohöl aus geplanten und ungeplanten Angebotsunterbrechungen kontinuierlich auf den Markt strömt. Nach einer Erholung in 2011 fielen die Rohölexporte Libyens in 2014 wieder auf knapp 200 kb/d zurück, was einem Bruchteil der regulären Exporte

Zusammenhang Wirtschaftswachstum und Rohölpreise



Quelle: Bloomberg, Tiberius

Rohölförderung und -importe in den USA



Quelle: Bloomberg

von 1,6 mb/d entspricht. Trotz einer nach wie vor instabilen Lage stiegen die Exporte zum Jahresende 2014 wieder auf knapp 900 kb/d an. Auch der Iran darf aufgrund der aktuellen Sanktionen nur einen geringen Teil seiner Ölförderung auf dem Weltmarkt anbieten. Der Ölexport im nördlichen Irak hingegen war nur temporär von den Aktivitäten der ISIS betroffen, während Förderung und Export im Süden gänzlich unbeeinflusst blieben. Unterbrechungen verzeichneten auch Nigeria, Syrien, Jemen und Süd Sudan. Obwohl die Aktivitäten der ISIS, die Sanktionen gegenüber dem Iran und die angespannte Lage zwischen der Ukraine und Russland ein Damoklesschwert über dem Ölmarkt darstellen, ist der aktuelle Aspekt einer Entspannung dieser Situation und dem hierdurch steigenden Ölangebot negativ für den Ölpreis zu werten.

Ölförderung der USA boomt dank Fracking

Der dominierende Faktor für das Wachstum der Nicht-OPEC Ölförderung ist der neue Öl-Boom in den USA. Ende 1970 lag die Förderspitze der USA bei 9,9 mb/d. Seitdem ging die Förderung kontinuierlich zurück und unterschritt 2008 die Marke von 4 mb/d, was durch die These vom Peak-Oil untermauert wurde. Ende 2014 ist die Förderung von US-Rohöl auf über 8,6 mb/d gestiegen und somit nur noch 13% vom historischen Fördermaximum entfernt. Für 2015 erwarten wir einen weiteren Anstieg der Förderung auf 9,5 mb/d (+10,5%).

Obwohl auch der Rohölverbrauch der USA deutlich gestiegen ist, geht der Öl-Boom zulasten der seit Jahren rückläufigen Importe. Seit den Hochzeiten 2005/2006 sind die amerikanischen Rohölimporte um mehr als 3,3 mb/d auf 7,7mb/d zurückgekommen. Setzt sich das Wachstum der unkonventionellen Rohölförderung in diesem Tempo fort, müsste die USA ab 2020 kein Erdöl mehr von außerhalb Nordamerikas importieren.

Konsensuspreisschätzungen Rohöl (WTI) für 2015



Quelle: Bloomberg, Tiberius

Die Crux mit Analystenschätzungen

Das Sentiment und letztlich auch den Preis könnte zusätzlich der Faktor belasten, dass die Mehrzahl der Finanzanalysten der rasanten Talfahrt des Rohölpreises im vierten Quartal 2014 bislang hinterherschaut und ihre Preisprognosen mitunter noch nicht angepasst haben. Immerhin geben 42 Analysten eine Einschätzung zur Preisentwicklung von Brent und 38 Analysten eine Einschätzung zu Rohöl ab.

Die Median-Preisschätzungen für amerikanisches Rohöl der Sorte WTI für das erste und zweite Quartal 2015 liegen bei 90 und 91 US-Dollar je Fass. Für das dritte und vierte Quartal 2015 steigen diese auf je 94 US-Dollar an. Wir erwarten, dass sich das Preisband der Hoch-, Median- und Tiefschätzungen der aktuellen Marktentwicklung und der Terminkurve annähert, sodass im ersten Quartal 2015 mit einer Vielzahl von Herabstufungen der Preiserwartungen für WTI und Brent zu rechnen ist. Auch wenn dies die fundamentale Marktsituation nicht verändern kann, muss damit gerechnet werden, dass sich eine negative Preisentwicklung auch kurzfristig noch verstärken kann.

Rohöl (WTI) Konsensus-Preismodell

Analysten: 26

WTI	Q4 13	Q1 14	Q2 14	Q3 14	Q4 14
High	108	106	107	105	103
Median	86	90	91	94	94
Low	80	80	80	80	80
TK*	77	77	77	78	78

*Terminkurve

Quelle: Bloomberg, Tiberius

Unklare Faktoren für Rohöl 2015 („Gelbe Ampel“)

Die Auswirkungen und den Wirkungshorizont einiger Faktoren sind aus unserer Sicht nur unklar einzuschätzen. Anders als bei einer „normalen“ gelben Ampel kann diese danach entweder auf rot oder auf grün schalten. Der erste Faktor repräsentiert das Ausmass und die Stabilität des chinesischen Wachstums. Auch Russland ist in der aktuellen Situation für uns hinsichtlich seiner Förderung und Exporte mit Fragezeichen behaftet. Und schliesslich bietet das regulatorische Umfeld in 2015 möglicherweise Überraschungen hinsichtlich der Öffnung der USA für Rohölexporte sowie der Umsetzung der Liberalisierung des mexikanischen Energiesektors.

Niveau und Stabilität des chinesischen Wachstums

Nach vorläufigen Berechnungen des IWF übersteigen die chinesischen Wirtschaftsleistungen (kaufkraftbereinigt) 2014 erstmalig die Wirtschaftskraft der USA – China rückt also an die Spitze der Gruppe der grössten Volkswirtschaften und verdrängt somit die USA nach 142 Jahren von Platz 1. Diese Daten sind zwar kaufkraftbereinigt, aber auch in absoluten Zahlen sollte China die USA in wenigen Jahren überholt haben, denn die chinesische Volkswirtschaft wächst auch weiterhin wesentlich dynamischer als die USA. Der IWF rechnet mit einem chinesischen Wirtschaftswachstum von 7,4% in 2014 und von 7,1% in 2015, wohingegen das Wachstum in den USA nur auf 2,2% in 2014 und von 3,1% in 2015 geschätzt wird. Bereits Ende 2013 überholte nach Angaben der EIA die chinesische Volkswirtschaft die USA als grösster Importeur von Rohöl. In den USA sind die Importe dank eigenem Öl-Boom rückläufig, während die chinesischen Importe aufgrund des höheren Wirtschaftswachstums und einem boomenden Automarkt stark ansteigen.

Die EIA schätzt für 2014 und 2015 einen Anstieg des Rohölbedarfs der chinesischen

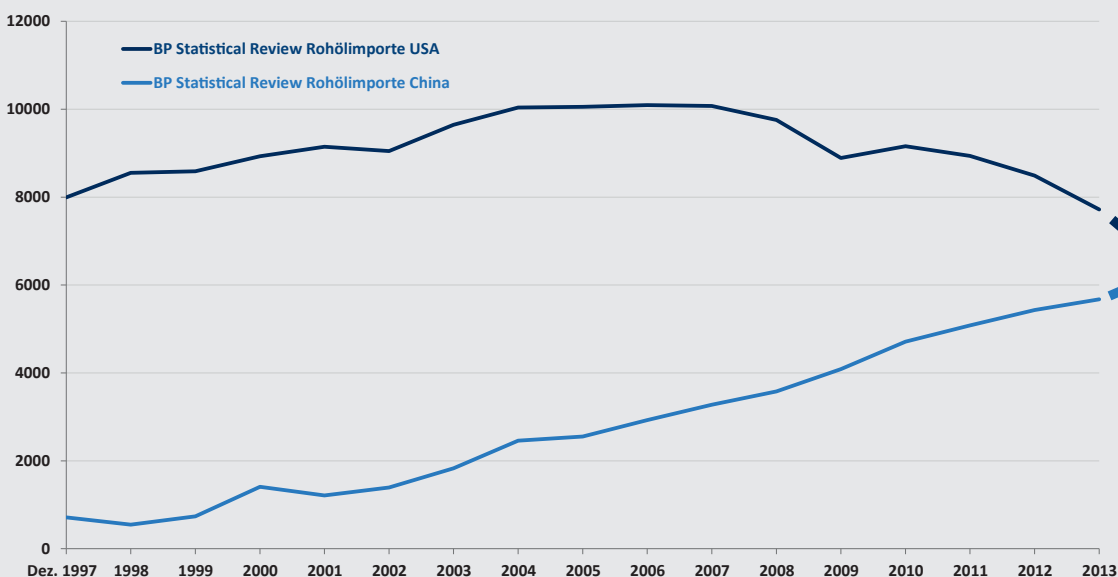
Volkswirtschaft von jeweils knapp 0,4 mb/d, womit China 2015 weltweit den höchsten Beitrag zum Nachfragewachstum beisteuert. So ist, in absoluten Zahlen betrachtet, der gesamte Ölverbrauch des Landes von 5,7 mb/d in 2003 auf derzeit knapp 11 mb/d angestiegen. Unser Basisszenario geht somit in 2015 von positiven Impulsen für die chinesische Ölnachfrage aus, diese könnten jedoch durch den Transformationsprozess der chinesischen Volkswirtschaft und durch Probleme durch ein gestiegenes Verschuldungsniveau, der Schattenbanken oder des Immobilienmarktes abgeschwächt werden.

Russland wirtschaftlich auf dem falschen Weg

Nach einem turbulenten Jahr 2014, in dem der Konflikt zwischen Russland und der Ukraine eskalierte („Einmarsch in der Ostukraine“) und sich Russland in einem gewagten Schritt die autonome Teilrepublik Krim einverleibte, könnten die wirtschaftlichen Probleme des Landes 2015 in den Vordergrund rücken.

Der russische Rubel befindet sich seit Ausbruch des Konfliktes im freien Fall: das Verhältnis EUR/

China und USA – Rohölimporte im Vergleich



Quelle: Bloomberg

RUB stieg in 2014 von 45 auf 61 (+36%) und USD/RUB von 32 auf knapp 50 (+56%). Die Reaktion des Westens auf die territorialen Avancen Russlands bestand bislang in der Verhängung von Wirtschaftssanktionen. Der wirksamste Hebel jedoch ist der Ölpreis: Russland ist mit einer Förderung von rund 10,6 mb/d das grösste Produzentenland ausserhalb der OPEC, und der Staatshaushalt ist von den Einnahmen des Ölgeschäftes in hohem Maße abhängig. So rückt in direkter Folge des Ölpreiserückgangs 2014 die Stabilität der russischen Staatsfinanzen immer mehr in den Fokus. Einschneidend für die russische Wirtschaft und den Ölmarkt wäre eine Ausweitung der Sanktionen auf den Export von Rohöl durch die EU und die USA analog zum Irak.

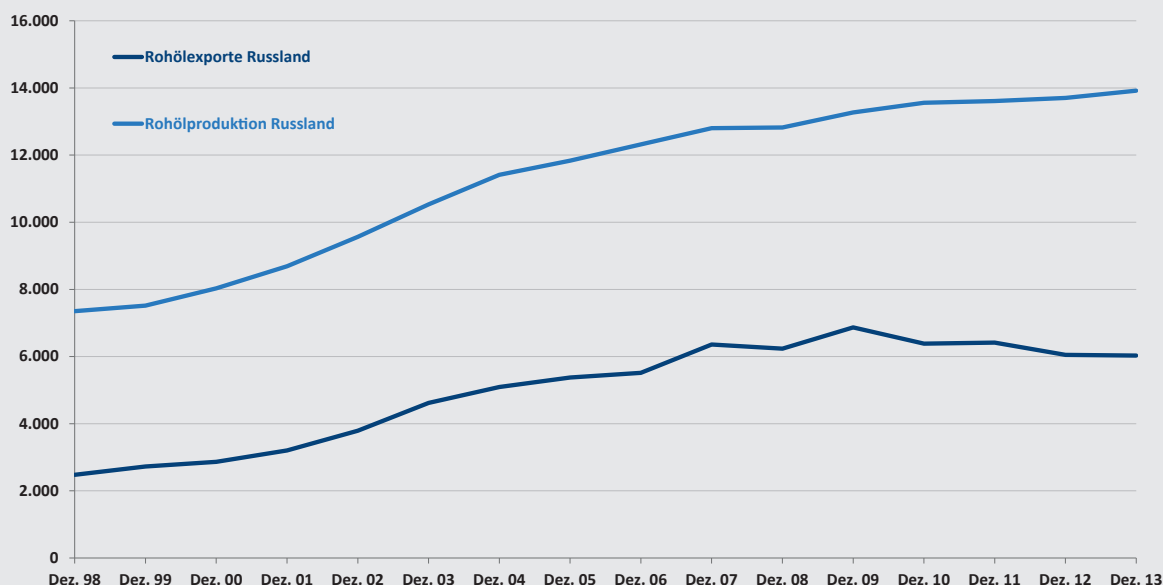
Aber auch ohne eine Verschärfung der bestehenden Sanktionen ergibt sich ein Problem: Ohne westliche Technologie und Kapital wird Russland mittelfristig nicht in der Lage sein, das rückläufige Förderniveau der konventionellen Ölfelder aufrechtzuerhalten. Hierzu sind zusätzliche Investitionen in horizontale Bohrtechnologien und zur Erschliessung von Schieferölvorkommen nötig. Beide Faktoren bergen somit das Potential einer sich verschärfenden Angebotsknappheit und steigender Ölpreise.

Wandel in Nordamerika

Im August 2014 schaffte Präsident Enrique Peña Nieto in einem historischen Beschluss das Monopol des staatlichen Energiekonzerns PEMEX ab. Mit der Abschaffung des seit 1938 bestehenden staatlichen Ölmonopols öffnet sich Mexiko für private in- und ausländische Explorationslizenzen, durch deren Vergabe neue Investitionen gefördert werden sollen. Die Zahlungen der staatlichen Ölgesellschaft repräsentieren den überwiegenden Teil des Staatshaushalts, jedoch geht das Fördervolumen in Mexiko beständig zurück: wurden 2003 noch durchschnittlich 3,8 mb/d gefördert, waren es 2013 nur noch knapp 2,8 mb/d. Insbesondere der Golf von Mexiko lockt mit Möglichkeiten der Offshore-Förderung, für die der PEMEX jedoch die nötigen Mittel fehlen.

Auch weiter nördlich ist ein Wandel der Energiepolitik zu erkennen. So gerät in den USA – Dank des Öl-Booms – das seit den 1970er Jahren verhängte Exportverbot für Rohöl ins Wanken. Seit dem arabischen Ölembargo ist der Export von US-Rohöl verboten, lediglich raffinierte Produkte wie Benzin oder Diesel dürfen ausgeführt werden. Erstmals erhielten

Rohölförderung und -exporte in Russland



Quelle: Bloomberg

die beiden Firmen Enterprise Product Partners und Pioneer Natural Resources die Erlaubnis geringfügig raffiniertes Rohöl, sogenanntes Kondensat, zu exportieren. Diese Entwicklung könnte sich als Vorbote einer grundsätzlichen Aufhebung des Exportverbotes erweisen.

nicht-kommerziellen Marktteilnehmer in WTI als auch die Positionen der Finanzinvestoren in Brent deutlich zurück. Letztere erreichten sogar Tiefstände, die zuletzt 2011 und 2012 beobachtet werden konnten. Das im vierten Quartal 2014 erreichte Niveau sehen wir jedoch als übertrieben bearish an.

Positive Faktoren für Rohöl 2015 („Grüne Ampel“)

Eine preisbedingte Einschränkung des Angebots wird durch positive Nachfrage- und Währungseffekte unterstützt. Eine Verbesserung des Sentiments und eine adäquate Bewertung der Risikoprämie bei Rohöl dürften den Preis unterstützen.

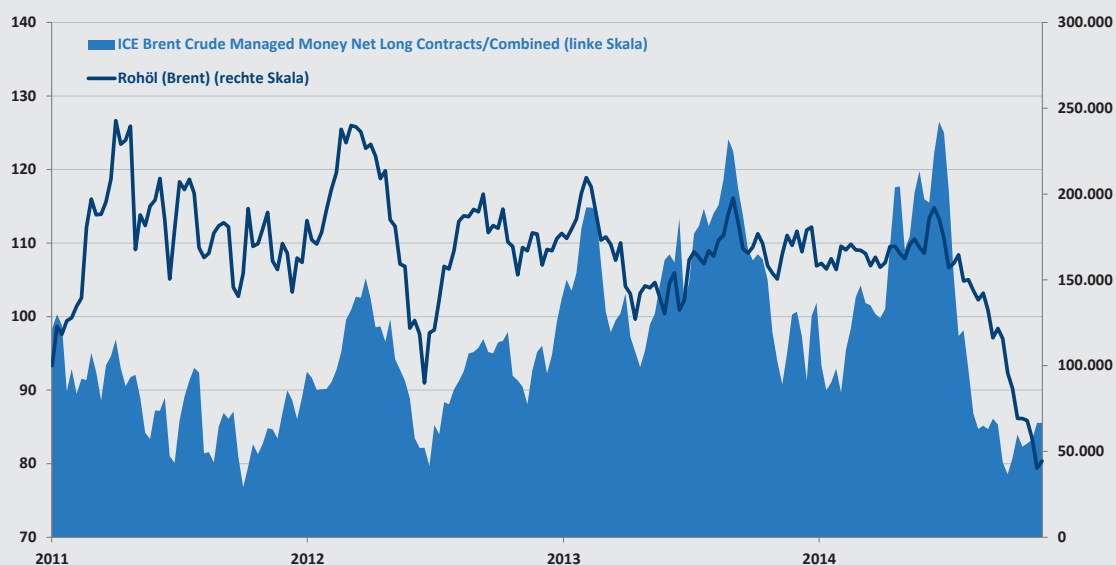
Bearishes Sentiment eröffnet Chancen

Einhergehend mit dem Preisverfall an den Energiemärkten fiel auch das Engagement der Finanzinvestoren. Ausgehend von rekordhohen Positionierungen in WTI und Brent im Sommer 2014 gingen sowohl die Nettopositionen der

Rückkehr der Risikoprämien

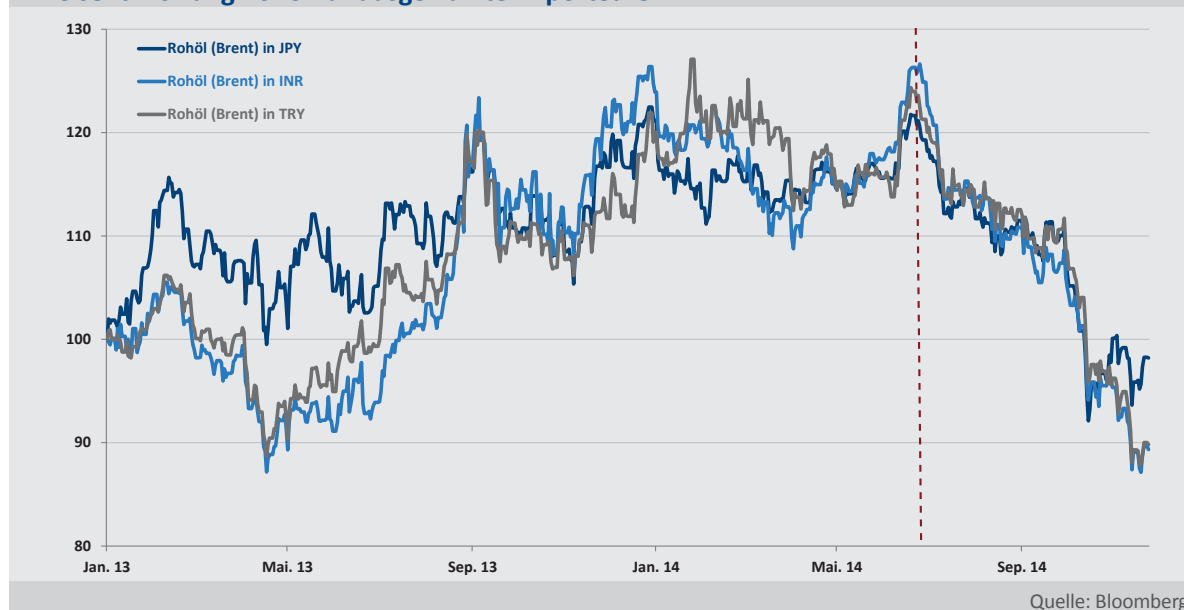
Geopolitische Risiken, insbesondere drohende Angebotsunterbrechungen, quittieren die Rohstoffmärkte üblicherweise mit einem Risikoaufschlag beim Ölpreis. In 2014 zeigte sich der Ölmarkt jedoch gegenüber vielen Risiken widerstandsfähig: Der Israel-Gaza Konflikt, das Säbelrasseln des Iran, Syrien, die Eskalation des Konfliktes zwischen der Ukraine und Russland und schliesslich der Terror der ISIS in einer ölreichen Region. Wichtige Transportwege sind besonders anfällig gegenüber Übergriffen – so werden zum Beispiel über die Strasse von Hormus täglich mehr als 17 Millionen Fass Rohöl transportiert, etwa ein Fünftel des weltweiten Bedarfs. Weitere wichtige Seetransportwege sind die Strasse von Malakka (15 mb/d) und der Suezkanal (5 mb/d).

Positionierung von Marktteilnehmern niedrig (Brent Managed Money Net Long)



Quelle: Bloomberg, Tiberius

Preisentwicklung Rohöl für ausgewählte Importeure



Auch die Hurrikansaison 2014 war wie von der Nationalen Ozean- und Atmosphärenverwaltung (NOAA) der USA erwartet unterdurchschnittlich ruhig. Die Atlantische Hurrikansaison 2014, die im Juni beginnt und Ende November ausklingt, folgte der ruhigsten Sturmsaison seit 20 Jahren in 2013. So kommt es während einer aktiven Sturmsaison vor allem im Golf von Mexiko wiederholt zu Angebotsunterbrechungen. Für 2015 erwarten wir, dass ein Teil der Risikoprämie am Ölmarkt wieder aufgebaut wird.

Positive Rückkopplung durch Preis- und Währungseffekte

Bis zum ersten Halbjahr 2014 litten unter steigenden Ölpreisen insbesondere die ressourcenreich wachsenden Entwicklungs- und Schwellenländer aber auch einzelne Industrienationen wie Japan. Die hieraus resultierenden negativen Nachfrageeffekte wurden durch Währungseffekte, insbesondere die Schwäche vieler Emerging Markets Währungen noch verstärkt. Gerade die vergangenen 18 Monate, also 2013 und das erste Halbjahr 2014, waren für viele Importländer besonders schmerzlich. In lokaler Währung verteuerte sich Rohöl in dieser Periode zum Beispiel für Japan, Indien, Indonesien oder für die Türkei

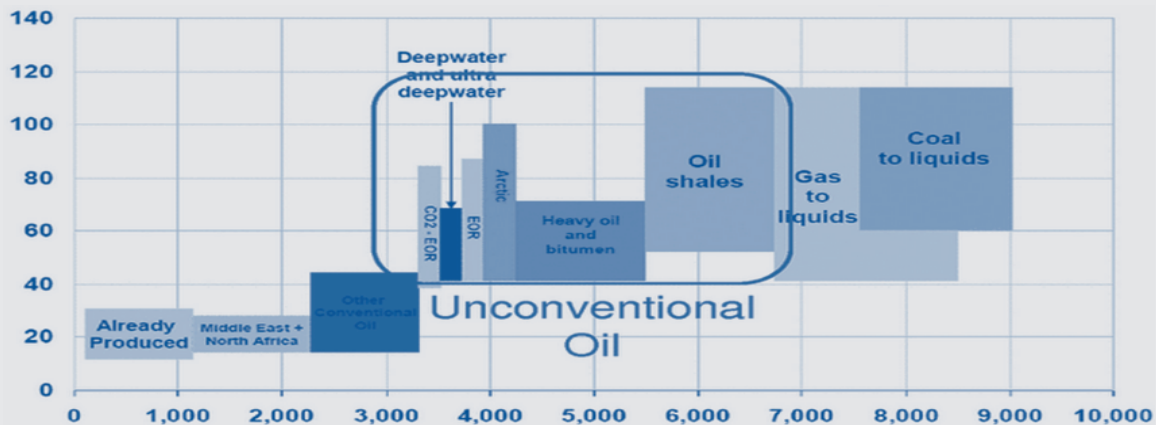
um 20-30%, während Rohöl in US-Dollar lediglich um 5% anstieg. Dies änderte sich erst zum zweiten Halbjahr 2014 durch die einsetzende Stärke des US-Dollars und den Verfall des Ölpreises.

Schätzungen zufolge sind rund 0,5% des jährlichen US-Wirtschaftswachstums 2014 den primären und sekundären Effekten günstigerer Energiepreise zuzuschreiben. Ein nachhaltiger Rückgang des Rohölpreises ausserhalb der USA von mehr als 25% in nur wenigen Wochen sollte einen vergleichbaren Effekt für das weltweite Wachstum erzielen. Diese Impulse sollten vornehmlich in ressourcenreich wachsenden Importländern wie China, Indien, Indonesien oder der Türkei zu spüren sein, aber auch in Industrieländern sollte zusätzliches Wachstum und Nachfrage generiert werden. Wir rechnen bereits im ersten Halbjahr 2015 mit spürbar positiven Impulsen.

Angebotsreaktionen rücken in den Fokus

Auch wenn die USA und die OPEC das Gegenteil beteuern, so hat die aktuelle Lage am Ölmarkt den Charakter eines Pokerspiels, bei dem die Chips auf dem Tisch die weltweiten Marktanteile der Ölförderung sind. Die OPEC hat sich Ende

Kosten der Ölförderung im Vergleich



Quelle: IEA, Tiberius

November bewußt gegen Angebotseinschränkungen entschieden, um nicht Marktanteile an die boomende US-Ölindustrie zu verlieren und nimmt somit tiefere Preise in Kauf, wohlwissend dass es zwangsläufig zu negativen Angebotseffekten innerhalb der nordamerikanischen unkonventionellen Ölförderung in 2015 kommen wird.

Denn der Öl-Boom in Nordamerika steht auf tönernen Füßen. Um die hohen Rückgangsraten im Bereich der unkonventionellen Förderung auszugleichen, muss in hoher Frequenz neu gebohrt werden. Die Rentabilität unterscheidet

sich nicht nur von Feld zu Feld, auch innerhalb eines Vorkommens kann es je nach geologischen Bedingungen zu grossen Unterschieden kommen. Die Schätzungen zur Preiselastizität der unkonventionellen Ölförderung in Nordamerika variieren daher deutlich. Die Internationale Energieagentur erwartet beim derzeitigen Preisniveau von Rohöl in 2015 einen Investitionsrückgang von 10%, was mittelfristig zu einem Rückgang der Förderung führt. Andere Marktteilnehmer gehen bei Ölpreisen um die 80 US-Dollar davon aus, dass etwa ein Drittel der Schieferölförderung nicht mehr rentabel ist. Jedoch ist in diesem Spiel

Preisentwicklung Brent und WTI



Quelle: Bloomberg, Tiberius

die Kartelldisziplin der OPEC von entscheidender Bedeutung. Ein Ölpreis von weniger als 80 US-Dollar bringt die Staatshaushalte der meisten Mitgliedsländer in Schwierigkeiten. Während Saudi Arabien und – ausserhalb der OPEC – Russland noch über genügend finanzielle Reserven verfügen, um eine Phase niedriger Ölpreise auch über längere Zeit zu überbrücken, ist die Lage von Nigeria und Venezuela dagegen angespannt.

Fazit – Rohöl steigt 2015 auf 105 US-Dollar

Gewichtet mit den Ausprägungen für Auswirkung („Impact“) und Eintrittswahrscheinlichkeit („Probability“) sehen wir als das Hauptszenario 2015 eine deutliche Erholung des Ölpreises im zweiten Halbjahr 2015. Obwohl die Faktoren „Ausweitung der weltweiten Förderung“ und „niedrigeres Wirtschaftswachstum“ inklusive dem Risikofaktor China nicht zu unterschätzen sind, gewichten wir

die positiven Angebots- und Nachfrageeffekte, bedingt durch den Preisverfall und die Änderung der Rentabilität der unkonventionellen Förderung in den USA, höher. Zudem beziehen wir auch die unterschiedlichen Risikofaktoren mit ein.

Da sich die Auswirkungen der negativen Impulse mit hoher Wahrscheinlichkeit noch ins erste Quartal erstrecken, erwarten wir, dass sich Rohöl (Brent) im zweiten Halbjahr 2015 ins Preisband von 90 bis 120 US-Dollar zurück bewegt. Als Mittelwert des Preisbandes ist daher unsere Jahresendprognose 105 US-Dollar pro Fass für Brent und 95 US-Dollar pro Fass für WTI. Im Petroleum-Komplex gehen wir – abgesehen von saisonalen Effekten – nicht von einer Outperformance der Ölprodukte Benzin und Heizöl gegenüber Rohöl aus. US-Erdgas sehen wir 2015 bei einem durchschnittlichen Preis von 4,0 US-Dollar, unter Berücksichtigung einer erwarteten Handelsspanne von 3,50 – 4,50 US-Dollar.

INDUSTRIE- UND EDELMETALLE

Giuseppe Rapallo

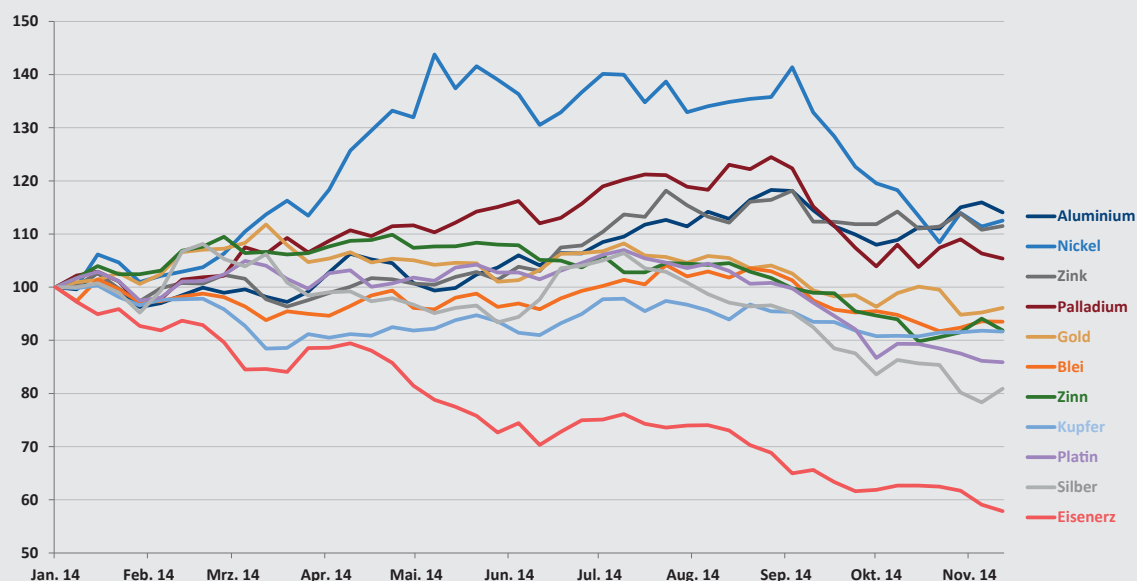
RÜCKBLICK 2014

Die Entwicklung der Metallpreise im Jahr 2014 ergab kein einheitliches Bild und war stark von den jeweiligen fundamentalen Rahmendaten beeinflusst. Der Bloomberg-Subindex für Industriemetalle verbesserte sich um 1,4%, wohingegen der Edelmetallsubindex rund -4,7% verlor. Nickel (18,0%), Palladium (10,1%), Zink (9,6%) und Aluminium (8,5%) konnten dieses Jahr mit Gewinnen glänzen, während Eisenerz (-48,0%), Silber (-16,1%), Platin (-10,9%), Kupfer (-10,6%), Blei (-8,9%) und Zinn (-7,9%) zum Teil drastisch an Wert verloren. Die Preisentwicklung von Gold fiel mit -0,6% relativ neutral aus.

Während die Wertsteigerung für Nickel und Zink auf eine antizipierte Knappheit in 2015 zurückzuführen ist, konnte bei Aluminium und Palladium tatsächlich schon dieses Jahr ein knappes physisches Angebot festgestellt werden. Die Verluste in Silber und Platin ergaben sich aus der Tatsache, dass beide Metalle dem Pfad von Gold folgten. Alle drei Edelmetalle standen seit dem

Spätsommer unter einem massiven Verkaufsdruck, welcher aufgrund von höherer Volatilität größere Verluste für Silber und Platin implizierte. Ebenso stieg zur Jahreshälfte der Verkaufsdruck bei Zinn nachdem wachsende indonesische Exporte, steigende Lagerbestände und eine nachlassende Dynamik auf der Nachfrageseite den fundamentalen Bull-Case in Frage stellten. Blei weist seit Anfang 2013 gegenüber seinem Schwestermetal Zink eine kontinuierlich schwächere Performance auf. Lag der Preis von Blei zu Jahresanfang 2014 noch 146 US-Dollar je Tonne höher als der von Zink, so fiel dieser relativ um 383 US-Dollar und stand im November rund 237 US-Dollar je Tonne niedriger als der Zinkpreis. Eine ganze Reihe von Argumenten führte zu einer schwachen Performance von Kupfer. Einerseits sahen die meisten Analysten, aufgrund von positiven Angebotsentwicklungen, den Markt in einem leichten Überschuss, andererseits sorgten schwächere Wirtschaftsdaten aus China im ersten Quartal 2014 für eine schwächere Nachfrage.

Wertentwicklung ausgewählter Metalle 2014



Quelle: Bloomberg

Ein Auslöser für den massiven Preisverfall im März lag bei der chinesischen Firma Chaori Solar Energy, welche ihren Zahlungsverpflichtungen nicht nachkommen konnte. Die Zentral- und Provinzregierung ignorierten die Situation bewusst, obwohl diese bei Zahlungsproblemen bislang immer unterstützend einsprangen. Dies hatte eine große Signalwirkung und bewies die von der Regierung angestrebte restriktivere Organisation der Kreditvergabe. Insgesamt verschlechterte dies die erwartete Nachfragedynamik des weltweit größten Kupferkonsumenten und rückte die massive Menge der Kupferbestände in den Zolllagern, welche größtenteils als Besicherung für Kreditgeschäfte dienen, in den Vordergrund. Auffällig war auch der massive Preisverfall von Eisenerz. Aufgrund von hohen chinesischen Lagerbeständen und anhaltender expansiver Produktionsraten der drei weltgrößten Produzenten Vale SA, Rio Tinto und BHP Billiton fiel der Preis auf ein 5-Jahrestief. Notierte der Preis zum Jahresbeginn bei 134,2 US-Dollar je Tonne, so stand dieser im November nur noch bei 69,8 US Dollar, was einem Preisverfall von knapp 50% entspricht.

Gold: Ein glänzendes Comeback?

Wir hatten uns in den letzten Jahren bereits vielfach über das Thema Gold geäußert. Den Preisanstieg zur Jahrtausendwende sahen wir vor allem darin begründet, da Gold im Vergleich zu anderen Anlageklassen, aber auch als Rohstoff, stark unterbewertet war. In den folgenden elf Jahren stieg der Goldpreis von zunächst unter 300 US-Dollar auf über 1.900 US-Dollar je Feinunze bei relativ, im Vergleich zu anderen Anlageklassen, geringer Volatilität. Im Jahr 2011 war aus unserer Sicht der Goldpreis zu hoch. Viele Kaufargumente galten nicht mehr und Gold war vor allem im Vergleich zu Aktien und anderen Rohstoffen zu teuer. Zusätzlich wies Gold einen strukturellen Angebotsüberhang auf und somit war die Korrektur des „Mega-Trends“ für uns unvermeidlich.

Die Goldnachfrage fiel in diesem Jahr auf ein 5-Jahrestief. In den ersten drei Quartalen 2014

lag die weltweite Gesamtnachfrage für Gold bei 2.963 Tonnen und somit rund 5,6% niedriger als im Vorjahr während der gleichen Zeitperiode. Ein Rückgang war vor allem in der Schmuck-, Barren- und Münznachfrage zu verzeichnen. Die physisch hinterlegten Gold Exchange Traded Funds (ETF's) verzeichneten zwar weniger Abflüsse als im Vorjahr, jedoch lagen diese in den ersten drei Quartalen immer noch bei ca. 84 Tonnen ausgehend von einem Gesamtbestand von 1.540 Tonnen am Anfang des Jahres. Aufgrund der anhaltenden Substitution von Gold durch andere Materialien, ist auch die Nachfrage in der Industrie dieses Jahr etwas schwächer ausgefallen, welche Ende September bei 296 Tonnen lag und somit rund 4,5% geringer gegenüber der Vorjahresperiode. Die anhaltenden Unsicherheiten bezüglich der Wirtschaftsentwicklungen, die geopolitischen Risiken und die, relativ zu den Vorjahren, niedrigen Preise waren Anlass für die Zentralbanken ihre Goldbestände zu erhöhen. Nettokäufe lagen bis September 2014 bei 335 Tonnen, und somit 3,1% höher als in der Vorjahresperiode. Die Entwicklung der letzten Quartale setzte sich auch im dritten Quartal 2014 fort und so waren es vor allem die Länder Russland (55 Tonnen), Kasachstan (28 Tonnen) und Aserbaidshjan (7 Tonnen) die am meisten Gold in ihren Beständen aufnahmen. Insgesamt haben Käufe durch die Zentralbanken seit 2010 Jahren merklich zugenommen.

Die indischen Importe lagen im dritten Quartal bei 182,9 Tonnen und damit im Vergleich zum dritten Quartal 2013 60% höher, jedoch waren diese im vergangenen Jahr durch die von der Regierung angelegten Handelsrestriktionen stark gedämpft. Die physische Nachfrage in China fiel im Jahr 2014 schwach aus. Bei der chinesischen Schmucknachfrage war ein Sättigungseffekt festzustellen, nachdem im Vorjahr Rekordimporte aufgrund des niedrigen Goldpreises verzeichnet wurden. Die niedrige inländische Nachfrage nach physischem Gold wirkte sich entsprechend negativ auf die Gesamtimporte aus.

Im Vergleich zum Vorjahr ist das Angebot in den ersten neun Monaten nicht gestiegen und stand bei insgesamt 3.147,4 Tonnen. Wir gehen von

unveränderten Wachstumszahlen im vierten Quartal aus und sind der Meinung, dass das Gesamtangebot für das Jahr 2014 mit 4.200 Tonnen rund 1% niedriger ausfallen wird als im Jahr 2013. Vor allem das Volumen an recyceltem Material ist im dritten Quartal weiter gesunken und lag mit 250,5 Tonnen 25% tiefer als im Jahr zuvor. Wir sehen dies als Konsequenz der tiefen Preise. Insgesamt ist das Angebot an Gold seit drei Jahren rückläufig, nachdem es im Jahr 2011 mit 4.512,4 Tonnen sein Hoch erreicht hatte.

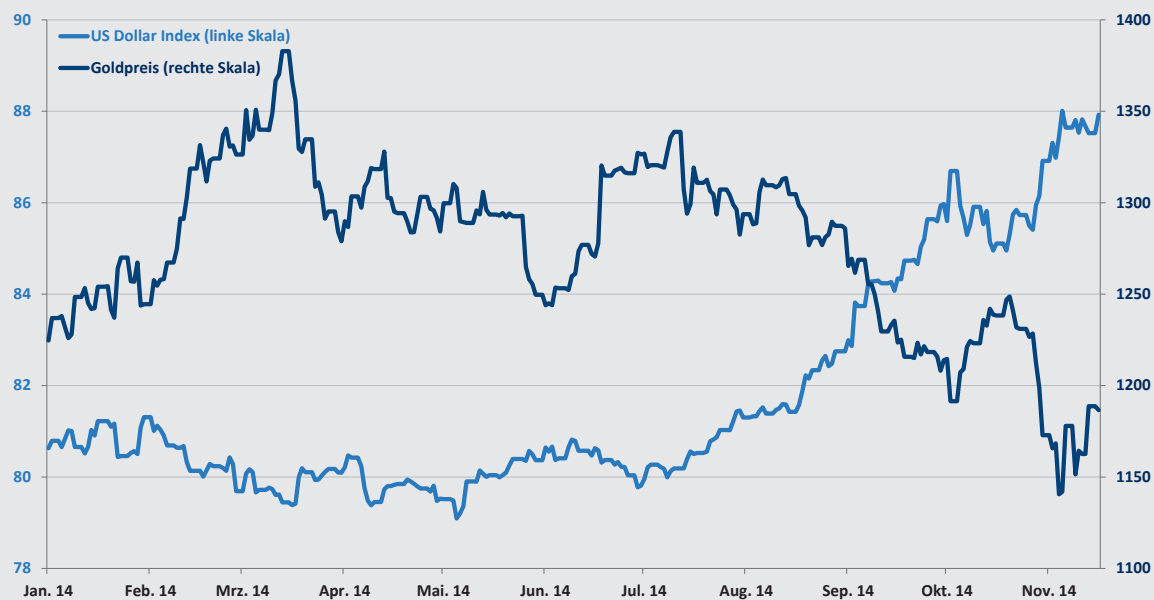
Aus der Sicht des Anlegers ist Gold jedoch mehr als einfach nur ein Rohstoff. Gold wird als eine Anlagealternative zu den traditionellen Anlageklassen wie Aktien, Anleihen und Immobilien interpretiert. Das Spannende bei Gold ist, dass sich diese Anlage nicht mit konventionellen Bewertungsmaßstäben quantifizieren lässt. Gold erwirtschaftet für sich genommen keine Rendite. Ebenso sind die Rollrenditen, welche sich bei Rohstoffen aus der Struktur der verschiedenen Terminpreise ergeben, zweitrangig. Die Terminkurve eines Rohstoffes ändert sich vor allem durch die Dynamik der Angebots- und Nachfrageentwicklung. Bei Gold ist das physische Angebot seit Jahren sehr viel höher als die industrielle Nachfrage, welche wiederum relativ klein zu dem von Investoren gehaltenem Anteil an Gold ist. Folglich lebt der Goldmarkt von der Bereitschaft der Investoren, die Angebotsüberschüsse zu absorbieren. Die Rendite des Metalls ergibt sich einzig und allein von der Veränderung des Kassapreises. Im Vergleich zu anderen Finanzvehikeln steht bei Gold vor allem die Vermögenssicherung im Vordergrund. Gold ist genau dann attraktiv, wenn es relativ zu anderen Anlageklassen zurückgeblieben ist, und Vermögensverluste in diesen Anlageklassen drohen.

Der Goldpreis handelte zu Beginn des Jahres auf einem ganz speziellen Niveau. Im Januar notierte der Preis um die 1.200 US-Dollar je Feinunze und somit nicht weit entfernt von den Werten im Dezember und April 2013, welche bis dahin die Tiefststände der letzten drei Jahre definierten. Von diesen Tiefstständen ausgehend begann das Jahr 2014 recht positiv für den Kassapreis, der am 17. März das Jahreshoch von 1.392 US-Dollar

je Feinunze erreichte. Vor allem die aufflammenden geopolitischen Krisen in der Ukraine, Syrien und dem Irak begründeten die Aufwertung des Preises um rund 13%. Zu dieser Zeit dominierte die Performance von Gold bei Weitem die gängigen Aktienindizes wie den S&P500 (+3%), NIKKEI (-6%), Stoxx600 (3%), DAX (1,4%), so wie deutsche und amerikanische 10-jährige Staatsanleihen. Der Markt schien die geopolitischen Krisen schnell und effizient einzupreisen und bewegte sich erst wieder im dritten Quartal, diesmal jedoch mit dem Ziel die 3-Jahres-Tiefs wieder anzugreifen. Mitte Juli schien sich der Markt viel stärker auf die global wirtschaftlichen Themen einzulassen. Vor allem die starke Bewegung der US-Währung, immerhin rund 8% im dritten Quartal und somit der größte Quartalsanstieg seit 6 Jahren, brachte den Goldpreis zurück auf den Stand von Januar. Die Korrelation zwischen dem Goldpreis und dem US-Dollar Index (30-, 60-, 90-Tage) fiel auf Niveaus kleiner -0,9 und bestätigte die starke lineare Abhängigkeit der zueinander entgegengesetzten Bewegungen.

Die Dynamik im US-Dollar Index hatte eine Vielzahl von Gründen, maßgeblich war jedoch die konjunkturelle Divergenz zwischen Europa und den USA, welche sich im Verlauf des Jahres verstärkte. Die europäischen und amerikanischen Einkaufsmanagerindizes (PMI's) lagen ab Sommer 2013 bei über 50 Indexpunkten, was eine expandierende Wirtschaftsleistung signalisierte. Der Trend änderte sich schlagartig im Februar 2014. Während der US-PMI weiter seinen positiven Trend fortsetzte, begann sich das Momentum in Europa stark zu verlangsamen. Im Hinblick auf das Schwächeln der europäischen Wirtschaft, den viel zu niedrigen Inflationszahlen und der Dysfunktion bezüglich der Kreditvergabe von Banken sah sich die Europäische Zentralbank (EZB) gezwungen, den Leitzins auf 0,05% zu senken und, mit einem historisch einmaligen Schritt, Geschäftsbanken mit einer Erhöhung des Strafzinses für Einlagen in Höhe von -0,2% zu belasten. Gleichzeitig kündigte die EZB ein massives Kaufprogramm für forderungsbesicherte Wertpapiere der Eurozone (Asset-Backed Securities, ABS) an. In den USA hingegen waren es die verbesserte

Entwicklung Goldpreis und US-Dollar Index



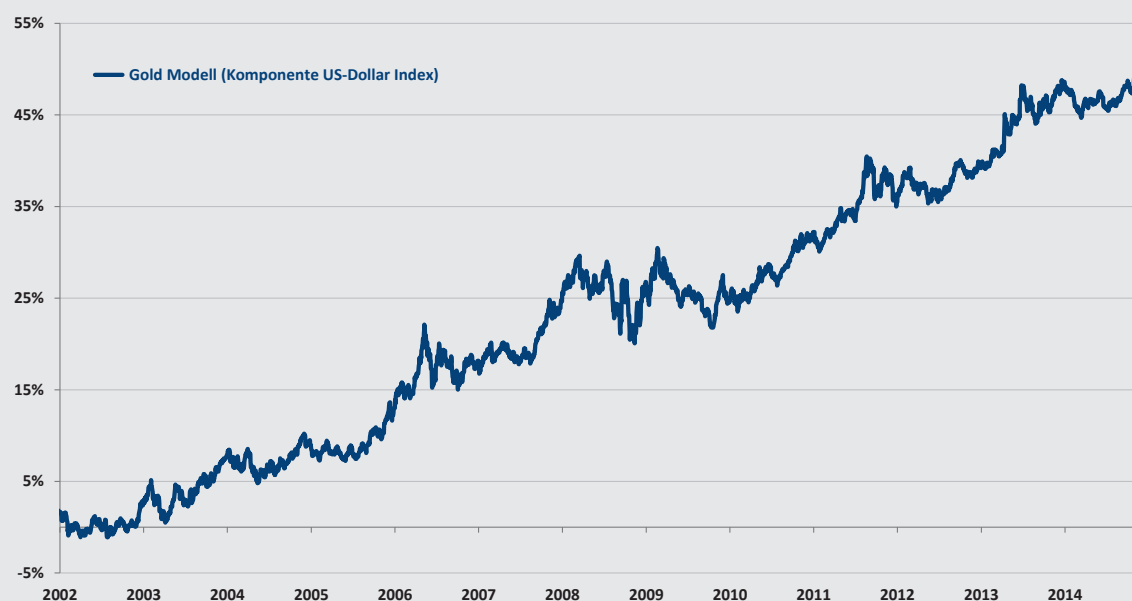
Quelle: Bloomberg

Arbeitsmarktsituation und die stabile Konjunktur, was die Beendigung des Anleihenkaufprogramms (Quantitative Easing) in dritter Generation zur Folge hatte. Noch in der gleichen Woche kündigte die Bank of Japan an, die ohnehin schon massiven Staatsanleihekäufe stark auszuweiten. Schlussendlich durchbrach der US-Dollar Index sein Anfang Oktober aufgestelltes Jahreshoch.

Für die europäischen Anleger sah die Situation in 2014 etwas freundlicher aus. Der Wert von Gold in Euro stieg bis November um +10,6%. Für den Anleger in Europa konnte Gold mit seinen vermögenssichernden Eigenschaften glänzen.

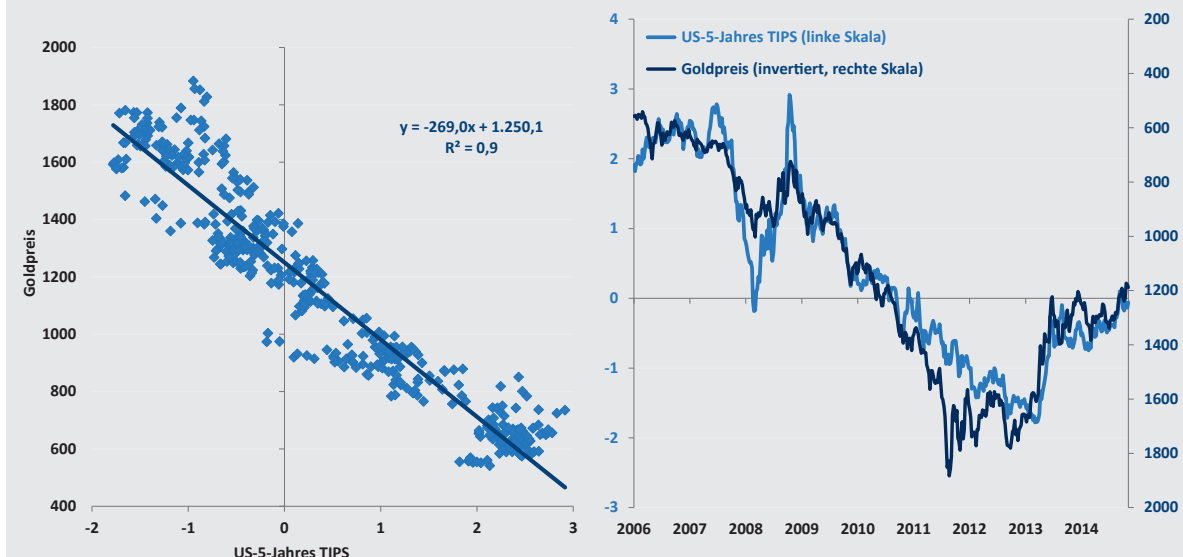
Die Auswirkungen der starken US-Währung spiegeln sich auch in unserem langfristigen

Backtesting-Performance der Komponente „Gold/US-Dollar Ratio“ unseres Gold-Modells



Quelle: Tiberius

Starker Zusammenhang zwischen Gold und den 5-jährigen inflationsgeschützten US-Realrenditen



Quelle: Bloomberg, Tiberius

Tiberius Gold Modell wieder. Eine der Komponenten des Modells betrachtet die langfristigen Veränderungen des Gold-Dollar-Verhältnis, die eine relativ hohe Information Ratio (Verhältnis von Rendite zur Volatilität) liefert. Das empfohlene Handelssignal steht zurzeit auf Verkauf.

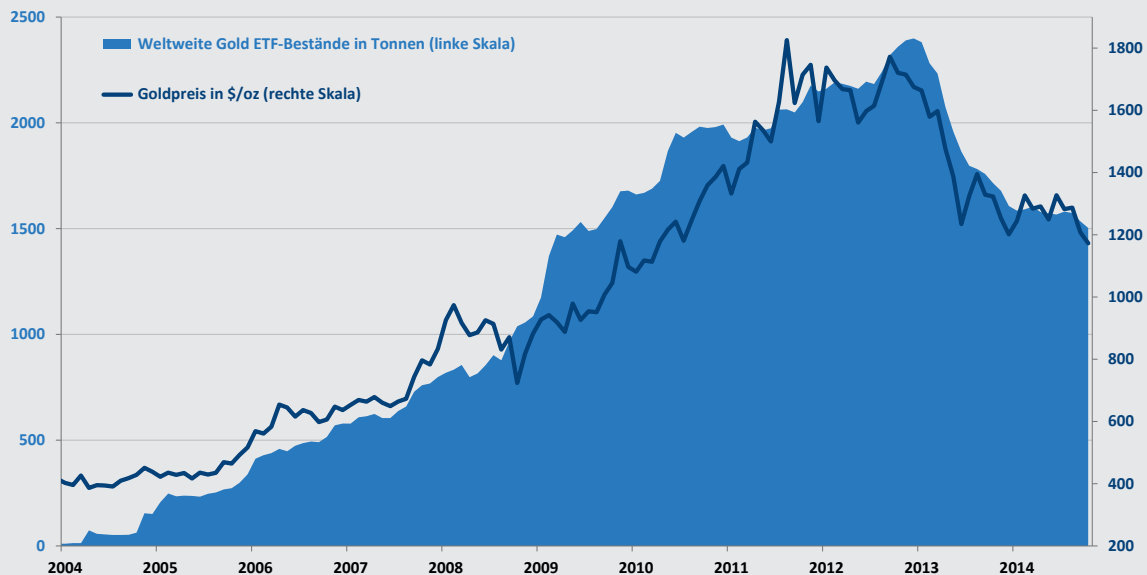
Ein Argument für den Kauf von Gold sind die negativen Realzinsen. Investoren verlieren am Anleihenmarkt real an Kaufkraft. Zwischen der Entwicklung des Goldpreises und den Realzinsen lässt sich ein starker linearer Zusammenhang ableiten. Mehr noch, die Entwicklung der Realzinsen hat sich als einer der besseren Timing-Indikatoren erwiesen. Trotzdem scheinen die Realzinsen ihren Boden definiert zu haben und ziehen weiter an. Wir gehen im Jahr 2015 von einem weiteren Anstieg der Zinsen aus, was den Goldmarkt belasten sollte.

Die Goldpositionierungen am Terminmarkt werden wöchentlich durch die US Commodity Futures Trading Commission (CFTC) berichtet. Die Short-Positionen bewegen sich in Richtung Allzeithoch und stehen derzeit bei rund 99 Tausend Kontrakten wohingegen Käufer ihre Bestände auf 184 Tausend Kontrakte merklich abgebaut haben. Somit befinden sich die Netto-Positionen bei 85 Tausend Kontrakten, was

einem Niveau entspricht, welches im April 2013 nach dem starken Preisverfall und im Jahr der Weltwirtschaftskrise erreicht wurde. Wir sehen die Marktzusammensetzung zwischen Bullen und Bären als ein Warnsignal, dem ein Short-Squeeze mit steigenden Preisen folgen könnte.

Die physisch hinterlegten Gold Exchange Traded Funds (ETF's) wuchsen seit 2004 von 100 Tonnen auf mehr als 2.300 Tonnen an. Beginnend mit dem Jahr 2013 wurde dieser Bestand um rund 35% dezimiert und stand Anfang 2014 bei nur noch 1.540 Tonnen. Im Laufe des Jahres 2014 beschleunigten sich die Verkäufe wieder, so wurden zwischen Januar und August rund 42 Tonnen verkauft und seit Anfang September über 100 Tonnen abgeführt. Im Vergleich zum Vorjahr fallen die diesjährigen Abflüsse zwar wesentlich geringer aus, jedoch zeigt der Trend weiterhin nach unten. Wir gehen davon aus, dass sich dieser Trend in 2015 fortsetzt und beobachten diese Zeitreihe als Sentimentindikator der Goldinvestoren. Die Güte der Vorhersage dieser Größe zweifeln wir an und sind der Meinung, dass diese nur zeitverzögert auf den Goldmarkt reagiert. Bei unseren stochastischen Analysen konnten wir keine Vorhersagekraft zum Goldpreis ableiten. Visualisiert man den Goldpreis und die ETF-Positionierung ist vor allem Anfang 2013 zu

Goldpreis und ETF-Bestände



Quelle: Bloomberg

erkennen, dass die Größe der ETF-Positionen weiter stiegen während der Goldpreis bereits fiel. Dies steht im starken Kontrast zum Silbermarkt. In diesem, so scheint es, wird jede Preisschwäche genutzt um die ETF-Bestände auszubauen.

Fazit

In unserem Base-Case Szenario gehen wir im Jahr 2015 von einer positiven US-Konjunktorentwicklung aus. Europa wird, wenn auch etwas schwächer und zeitverzögert, dem US-Wachstumspfad folgen. In den USA sehen wir eine Zinsanhebung bereits im Frühjahr 2015 als wahrscheinlich an. Als Konsequenz gehen wir von einem noch stärkeren USD Index aus und denken, dass Gold in diesem Umfeld keine große Chancen hat eine positive Rendite zu erwirtschaften.

Für die Gold-Bullen ist die Hoffnung jedoch noch nicht verloren. Die niedrige Inflation ist uns ein Dorn im Auge. Es ist schon lange kein Geheimnis mehr, dass die Zentralbanken nicht in der Lage sind mit ihren Maßnahmen auch nur ansatzweise die Inflation auf die angestrebten Zielwerte zu bringen. Das durch Direktkäufe von Anleihen geschaffene Zentralbankgeld kommt nicht beim Endverbraucher an, sondern fließt in die Aktien- und Bondmärkte - mit der Konsequenz, dass

realer Konsum und Investitionen ausbleiben. Nun ist es aber so, dass der jüngste Preisverfall im Energiesektor noch nicht in der Kerninflation reflektiert ist. Die Frage ist, welche Reaktion von der EZB zu erwarten ist, sollte es zu einer deflationären Entwicklung im Euroraum kommen. Vermutlich würden die bereits implementierten Kaufprogramme weiter vergrößert werden, was jedoch das unterliegende Problem des ausbleibenden Konsums und der fehlenden Investitionen nicht lösen würde. Zu Recht könnte man die Zahlungsfähigkeit einiger Mitgliedstaaten der ohnehin schon angeschlagenen Eurozone in Frage stellen. Aktien- und Bondmärkte würden in einen Panikmodus versetzt werden und die europäische Gemeinschaftswährung würde gegenüber dem Dollar deutlich abwerten. In diesem Fall wäre Gold definitiv der sichere Hafen, den alle Anleger suchen. Der Wert der US Währung würde bezogen auf den Goldpreis nur eine untergeordnete Rolle spielen. Das Risiko, welches von aufgeblähten Zentralbankbilanzen ausgeht, ist nicht nur in Europa vorhanden. In Japan ist das Potential für eine Marktkorrektur an den Bondmärkten viel ausgeprägter. Bis es aber zu einem Regimewechsel in dieser Größenordnung kommt, könnten noch Jahre vergehen. Für 2015 sehen wir das Risiko als gegeben, aber nicht als überhöht an.

Als weitere Risikokandidaten sehen wir Russland und China. Während Russland merklich unter den Sanktionen und dem Misstrauen der Anleger zu leiden scheint, so hatte auch China ein spannendes Jahr. Das Reich der Mitte hat alle Hände voll damit zu tun, den sehr heiß gelaufenen Wirtschaftsmotor auf ein normales Tempo zu drosseln. Die Datenlage ist wenig verlässlich, was jede Prognose und Einschätzung erschwert. Zwar melden sich jedes Jahr Analysten, welche im nächsten Jahr den unausweichlichen Untergang des großen chinesischen Reiches heraufbeschwören, dennoch hat es China jedes Jahr geschafft diese Stimmen zum Verstummen zu bringen und der Welt das Gegenteil zu beweisen. In unserem Base-Case-Szenario gehen wir nicht von einer großen China-Krise aus. Trotzdem gibt es Punkte, denen man spezielle Beachtung schenken sollte: Der Häusermarkt zeigte vor allem in der Mitte des Jahres 2014 deutliche Schwächen und brachte den Angebotsüberhang zurück in den Fokus. Ebenso gilt es die Höhe der Unternehmensverschuldung zu beobachten.

Eine geringe Gefahr sehen wir durch die salafistisch geprägte Terrororganisation „Islamischer Staat“. Wir denken nicht, dass der Westen in irgendeiner Weise so tief in einen Konflikt hineingezogen wird, dass über eine Risikoprämie in Gold nachgedacht werden muss. Relativ dazu sehen wir es als wahrscheinlicher an, dass im Westen Terroranschläge verübt werden. Wir gehen aber davon aus, dass sich ein solcher Akt des Terrors nur kurzfristig auf den Goldpreis auswirken wird.

Insgesamt sehen wir den Goldpreis nächstes Jahr zwischen 950 US-Dollar und 1.200 US-Dollar je Feinunze. Den Jahresendpreis prognostizieren wir bei 1.050 US-Dollar je Feinunze. Wir sehen eine hohe Wahrscheinlichkeit für kurzfristige Preisbewegungen nach oben, glauben jedoch, dass eine solche Entwicklung nicht nachhaltig sein wird.

Nickel: Reichlich Performance

What a year! Der Nickelmarkt offerierte im Jahr 2014 definitiv Möglichkeiten zur Performance. Der an der London Metal Exchange (LME) gehandelte 3-Monats-Forward konnte seinen Wert von Januar bis Mai um mehr als 50% seit Anfang des Jahres steigern. Damit hob sich Nickel klar gegenüber den anderen Basismetallen ab, welche bis zu dem Zeitpunkt nur schwache Renditen aufwiesen. Das Jahreshoch wurde am 13. Mai 2014 erreicht und lag bei 21.625 US-Dollar je Tonne, somit steigerte sich der Preis seit Jahresbeginn um stolze 55,6%. Nach dem starken Anstieg folgte eine massive Abwertung des Preises um 32%, der im Oktober 14.690 US-Dollar je Tonne erreichte.

Gleich zu Beginn des Jahres hatte sich die Dynamik im Nickelmarkt schlagartig geändert. Indonesien, als weltgrößter Exporteur von Nickel-erz, führte am 12. Januar 2014 ein Exportstopp für unverarbeitetes Erz ein. Die Einführung des Exportstopps wurde im Prinzip schon 2009 mit dem „Indonesian Mining Act“ vorgestellt, jedoch gab es noch im Januar eine Vielzahl an Gründen, die Zweifel bezüglich der tatsächlichen Einführung rechtfertigten. Viele Analysten gingen davon aus, dass es nicht zu einem kompletten Exportstopp kommt, sondern erwarteten eine aufgeweichte, leichtere Gesetzesformulierung. Diese Einschätzung war falsch und immerhin betrafen die von der indonesischen Regierung getroffenen Maßnahmen rund 25% der weltweiten Förderung. Für die Chinesen ist Nickel in seiner Rohform sehr wichtig, da es zur Herstellung von Nickel-Pig-Iron (NPI) dient. NPI ist eine Nickel-Eisen-Kombination, die reines Nickel in der Erzeugung von rostfreiem Stahl (Stainless Steel) substituieren kann und als günstigere Alternative während des Nickel-Preis-Squeezes im Jahr 2007 entwickelt wurde. Die Zielsetzung der Exportrestriktionen ist es, Indonesien stärker am Wertschöpfungsprozess zu beteiligen. China bezog im Vorjahr den Großteil seines Erz- und Konzentratimports aus Indonesien und sah sich nun gezwungen, Gedanken über Investitionen innerhalb des Förderlandes zu machen. Diese Situation lieferte genug Argumente, um die

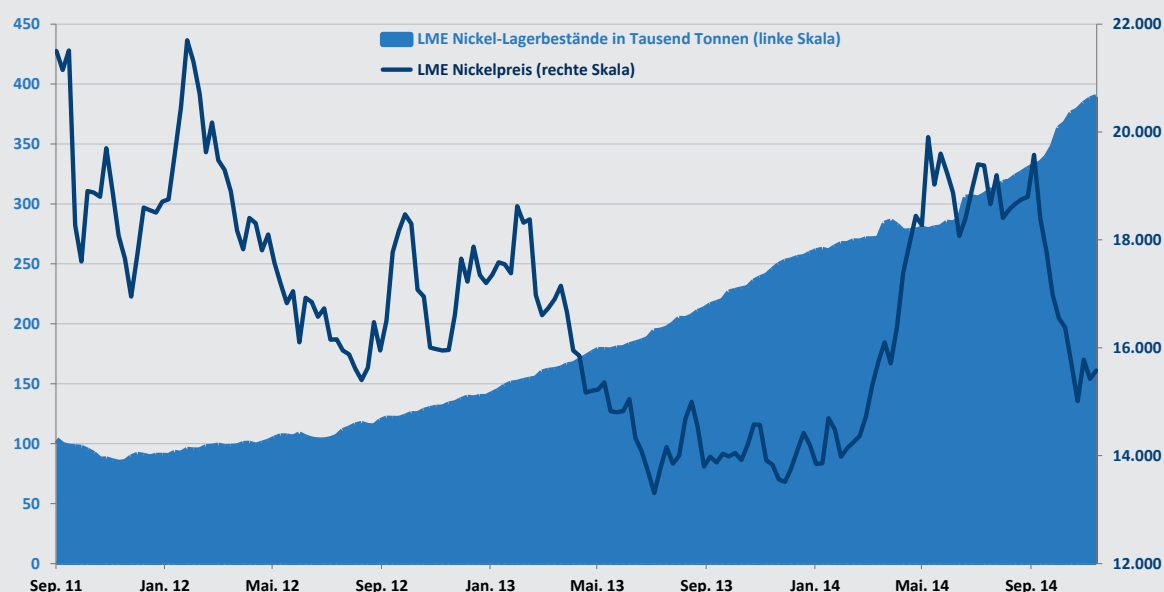
Preise kräftig steigen zu lassen. Die letzte Phase des starken Preisanstiegs im April/Mai war dennoch eine Marktüberhebung und so wurden Analysten großer Bankinstitute nicht müde, sich gegenseitig mit höheren Preisprognosen zu überbieten. Jahresendprognosen für 2014 von 30.000 US-Dollar je Tonne waren keine Seltenheit.

Parallel zu der angespannten Angebotssituation zeigen die von der LME registrierten Lagerbestände ein völlig anderes Bild. Die strukturelle Einlagerung von zuviel produziertem Nickel führte zu noch nie dagewesenen Rekordbeständen. Seit drei Jahren wachsen die Nickelbestände in den Lagerhäusern unaufhaltsam und haben sich im Vergleich zum Januar 2012, mit einem Wert von mittlerweile 397.000 Tonnen mehr als vervierfacht. Wurde Anfang des Jahres die Haltedauer der chinesischen Nickelvorräte auf ungefähr neun Monate prognostiziert, so kam es doch für die meisten Marktbeobachter unerwartet, als sich im September 2014 noch immer keine Knappheit bei den LME Lagerbeständen andeutete. Für den Nickelpreis konnte das nichts Gutes bedeuten.

Das Warten auf die Knappheit

Anfang September gerieten alle Basismetalle unter Preisdruck. Eine starke Aufwertung des US-Dollar, die Abkühlung chinesischer Wirtschaftsdaten (v. a. Industrieproduktion, Immobilienmarkt) und ein Rückgang der Nachfrage nach rostfreiem Stahl in China und Europa gaben genug Anlass, den Kasus Nickel nochmals genauer aufzurollen. Die Geduld der Käufer, welche aus langfristig strategischen Gründen das Metall in ihr Portfolio aufnahmen, wurde strapaziert, da diese sich seit Monaten in einem volatilen Seitwärtstrend gefangen sahen. Weder am physischen Markt noch in den LME-Lagern wurde eine Knappheit signalisiert, obwohl sich diese schon längst in den Zahlen hätte zeigen müssen. Die Angebotssituation in China hatte sich völlig anders entwickelt als erwartet. Nachdem die indonesischen Nickelimporte wegbrachen, griffen die Chinesen auf das minderwertigere philippinische Nickelerz zurück. Die von Marktbeobachtern geschätzte Haltedauer von chinesischen Nickelerzbeständen musste stark revidiert werden als sich herausstellte, dass chinesische NPI Produzenten das minderwertigere philippinische Nickelerz mit dem restlichen, noch gelagerten und

Entwicklung der Nickel-Lagerbestände an der LME und Nickelpreis



Quelle: Bloomberg

hochwertigerem indonesischen Erz streckten. Schlussendlich führten all diese Gründe zu einem Preisverfall zurück auf 14.700 Dollar je Tonne.

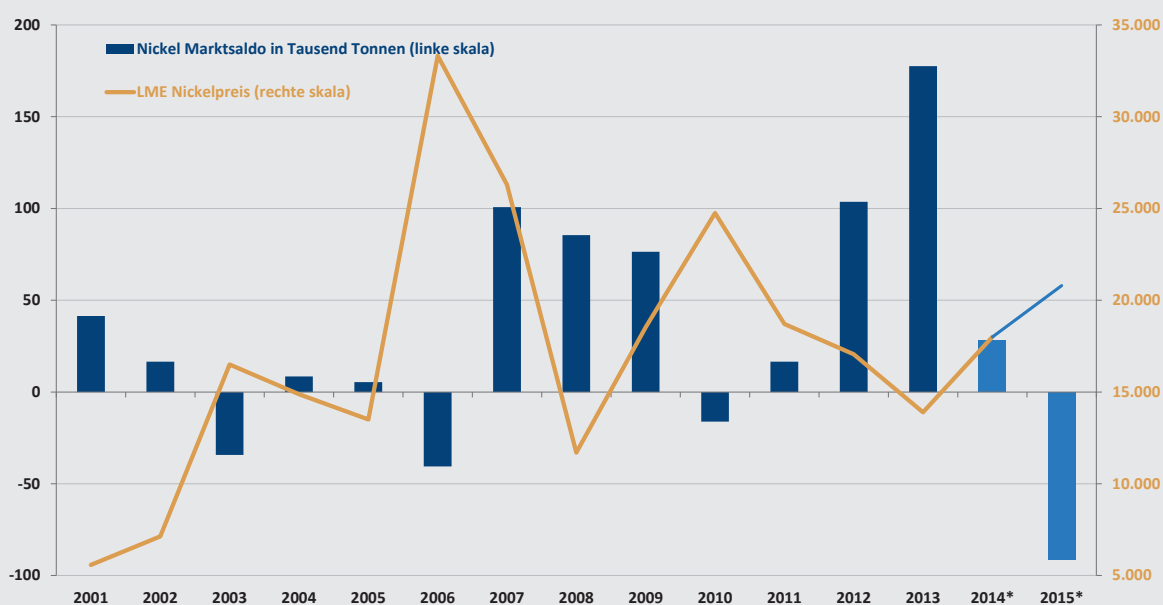
AUSBLICK

Trotz der Preiskorrektur erwarten wir keinen weiteren Preisverfall. Mit der Abwertung der Preise hatte sich gleichzeitig der Kostendruck für die NPI Produzenten erhöht. Bei Preisen von 15.000 US-Dollar je Tonne nehmen wir an, dass etwa ein Fünftel der NPI Produzenten nicht mehr profitabel arbeiten. Die Stabilisierung der Preise auf diesem Niveau und Schließungen von Produktionskapazitäten in China sehen wir als Bestätigung dieser Aussage. Im Gegensatz zu dem steigendem Lagerbestand an der LME gehen verschiedene Schätzungen davon aus, dass der Bestand an Nickelerz in China über das Jahr 2014 hinweg kontinuierlich abgenommen hat. Analysten schätzen, dass die chinesischen Bestände von Nickelerz um 10 Millionen Tonnen (rund 37%) abgenommen haben. Trotz aller Bemühungen der Chinesen Nickelerz von anderen Staaten zu beziehen, wird es wohl keinen

Grund geben warum sich dieser Trend umkehren sollte. Sollten die chinesischen Lager weiter fallen würde dies höhere Nickelerzpreise nach sich ziehen. Als Folge dessen würden die Produktionskosten wieder ansteigen, was als Konsequenz höhere Preise an der LME implizieren würde.

Das Risiko einer Lockerung, oder sogar einer Aufhebung der Exportrestriktion sehen wir als gering an. In unserem Base-Case-Szenario sehen wir keine Änderung der Exportvorschriften, zumal die neugewählte indonesische Regierung und der neugewählte Präsident Joko Widodo das Gesetz bestätigten. Auch die Planung und Implementierung neuer Weiterverarbeitungsanlagen in Indonesien kommt nur schleppend voran, zwar befinden sich die ersten Projekte im Aufbau, jedoch ist deren Anzahl recht überschaubar. Die Intension der indonesischen Regierung Produktionskapazitäten anzuziehen zeigt noch nicht die erwartete Wirkung. Für Unternehmer ist das Investment momentan einfach nicht attraktiv genug. Lange Genehmigungsphasen und Bauzeiten in Kombination mit dem massiven Verfall der Nickelpreise im Sommer 2014 erschweren die Projektplanung. Zusätzlich gibt es für Unternehmen, die in indonesische Projekte investiert

Preisentwicklung von Nickel und Marktsalden



Quelle: Bloomberg, WBMS, Tiberius

haben, noch kein klar definiertes Prozedere ab welchem Zeitpunkt Exporte zugelassen werden. Wir gehen im nächsten Jahr nicht davon aus, dass sich diese Situation grundsätzlich auflöst und zu einer Ausweitung des Angebots führt.

Derzeit scheint jedoch der Markt gut versorgt zu sein. Die LME-Lager weisen weiterhin Rekordbestände und gleichzeitig einen Rückgang der zur Auslieferung vorgemerkten Lagerbestände (Cancelled Warrants) auf. Jedoch sind die Angebotsalternativen für das hochwertige indonesische Nickelerz stark begrenzt. Das philippinische Erz, welches einen geringeren Metallgehalt aufweist, kann nur bedingt als Substitut dienen. Noch befindet sich die Terminkurve in Contango, was keine physische Knappheit signalisiert, jedoch scheint sich diese langsam in Backwardation zu drehen. Das strukturelle Überangebot der letzten Jahre wird bis Ende 2014 auf nur noch 28,1 Tausend Tonnen zurückgehen. Wir sehen 2015 das Marktsaldo in einem Defizit von 91,5 Tausend Tonnen und rechnen mit einem Jahresendpreis von 20.800 US-Dollar je Tonne.

AGRARROHSTOFFE

Chancen bei Mais und Zucker 2015

Sandra Bachofer

Rückblick 2014

Der Agrarbereich weist 2014 eine heterogene Wertentwicklung auf. Während sich die Excess Returns beim Sektor Getreide und Ölsaaten per Mitte November 2014 durchgängig im negativen Bereich befinden, erzielte der Bereich Lebendvieh positive Renditen. Soft Commodities hingegen weisen ein uneinheitliches Bild auf: Die Spanne reicht in diesem Sektor von der absolut besten bis zur absolut schlechtesten Wertentwicklung innerhalb des gesamten Agrarbereichs.

Vergleichsweise niedrige Lagerbestände im Verhältnis zum Einjahresverbrauch (Stocks to Use Ratios) sorgten zunächst für Preisunterstützung bei Sojabohnen, Mais und Weizen. Im Sommer ermöglichten nahezu optimale Wetterbedingungen in den USA während den jeweils kritischen Anbauphasen die Erzielung von Spitzenerträgen je Flächeneinheit, die zu Rekordern bei Mais und Sojabohnen in den USA führten. Auch bei Weizen konnte der globale Ernteertrag auf einen neuen Höchstwert gesteigert werden. Die Ernteergebnisse führten zu deutlich komfortableren Stocks to Use Ratios in den USA, wodurch die Notierungen zunehmend unter Druck gerieten. Mais weist per Mitte November 2014 aufgrund der schlechteren Terminkurve im Vergleich zu Sojabohnen einen YTD Excess Return von -13,9% auf, während Sojabohnen im selben Zeitraum -5,0% einbüßten. Weizen konnte sich mit -13,6% etwas besser als Mais halten.

Lebendrind und Magerschwein setzten sich aufgrund der Angebotsknappheit in den USA deutlich von dem Abwärtstrend ab, der bei vielen anderen Rohstoffen die Wertentwicklung, vor allem im 2. Halbjahr 2014, dominierte. Hintergrund für die positiven YTD Excess Returns bei Lebendrind (+27,8%) und Magerschwein (+9,2%)

sind Sondereffekte, die sich auf das Angebot in den USA auswirken. Die US-Rinderherde ist nach wie vor durch die Folgen der letzten Dürren dezimiert, als viele Rinder aufgrund von unzureichend vorhandenem Weideland und hohen Futtermittelpreisen geschlachtet wurden. Die Nachfrage nach Rindfleisch zeigt sich trotz des hohen Preisniveaus bisher robust, sodass die Kombination aus geringem Angebot und starker Nachfrage für Preisauftrieb sorgte. Aufgrund einer Viruserkrankung des US-Schweinebestands, die zu einer hohen Sterblichkeitsrate bei Ferkeln führt, kam es zu einer Verknappung des Angebotes bei Magerschwein. Obwohl die Auswirkungen auf die Schweinefleischproduktion bisher durch die Erzielung höherer Schlachtgewichte teilweise abgemildert werden konnten, waren die Notierungen aufgrund des deutlichen Rückgangs des Schweinebestands auf Niveaus von 2006 unterstützt.

Während Kakao mit +2,1% bei den Soft Commodities ein nahezu neutrales Ergebnis erzielte, weist Kaffee der Sorte Arabica mit +62,3% den höchsten Zuwachs auf Excess-Return-Basis auf. Dürrebedingte Ernteauffälle in Brasilien, dem größten globalen Arabica-Produzenten, führten zu einem extremen Preisanstieg im 1. Quartal 2014, wodurch sich die Notierungen für Arabicakaffee nahezu verdoppelten. Zucker und Baumwolle verbuchten mit -24,4% und -22,0% aufgrund bestehender Angebotsüberschüsse die negativsten Excess Returns innerhalb des gesamten Agrarbereichs. Bei Zucker belastete zusätzlich der in den vergangenen Jahren erzielte Lageraufbau die Notierungen, während bei Baumwolle eine Angebotsausweitung und ein Umbruch der chinesischen Baumwollpolitik für erheblichen Preisdruck sorgten.

Ausblick 2015

Nachdem die Preise vieler Agrarrohstoffe 2014 aufgrund nahezu exzellenter Anbaubedingungen und daraus resultierenden erheblichen Angebotssteigerungen auf deutlich tiefere Bewertungsniveaus im Vergleich zum Vorjahr gefallen sind, gehen wir 2015 nur noch von einem begrenzten Abwärtspotenzial im Agrarbereich aus. Die bei vielen Agrarrohstoffen deutlich gesunkenen Anbaumargen sollten eine allgemeine Angebotsreaktion in Form einer Ackerflächenreduktion bewirken. Neben geringeren Anbauflächen dürfte sich die erwartete Normalisierung der Ernteerträge im Bereich Getreide und Ölsaaten, durchschnittliche Wetterbedingungen unterstellt, ebenfalls negativ auf die prognostizierten Erntevolumen auswirken. Generell erwarten wir eine langgezogene Bodenbildung, da der Anstieg der Lagerbestände vieler Rohstoffe kurzfristigen Preissteigerungen entgegensteht.

Obwohl wir für den gesamten Agrarbereich (Getreide und Ölsaaten, Lebewild und Soft Commodities) 2015 keinen signifikanten Preisanstieg prognostizieren, ergeben sich innerhalb des Sektors deutliche Unterschiede. So notieren einzelne Agrarrohstoffe bereits wieder in der Nähe attraktiver Bewertungsniveaus, während bei anderen Agrarrohstoffen noch Preisrückgänge erwartet werden.

Im Folgenden wird aus jedem Subsektor ein Rohstoff näher erläutert, der unserer Meinung nach 2015 ein im relativen Vergleich interessantes Entwicklungspotenzial innerhalb des jeweiligen Subsektors besitzt. Kurze Einschätzungen zu allen Agrarrohstoffen enthält der Abschnitt „Rohstoff-Prognosen 2015“.

Getreide und Ölsaaten: Mais

Trotz des Verlusts von Ackerfläche an andere Anbauarten, konnte aufgrund nahezu idealer Wetterverhältnisse in den USA während der Sommermonate 2014 eine Mais-Rekordernte von 366 Millionen Tonnen erzielt werden. Dies gelang durch den Anstieg der Erträge je Flächeneinheit auf ein Rekordniveau von 173,4 Bushel je Acre. Auch global liegt die Maisproduktion im Marketingjahr 2014/15 marginal über dem im Vorjahr erzielten bisherigen Höchstwert von knapp 990 Millionen Tonnen.

Dem hohen Angebot steht in den USA im aktuellen Marketingjahr 2014/15 eine verhaltene Nachfrage gegenüber. Aufgrund des hohen globalen Wettbewerbs im Maishandel und des chinesischen Importverbots einer bestimmten genveränderten Maissorte liegen die US-Exportvereinbarungen bisher unter den Werten des Vorjahres. Darüber hinaus wird die Futtermittelnachfrage weiterhin durch niedrige Viehbestände beeinflusst. Die US-Rinderherde ist nach wie vor noch durch die Auswirkungen der extremen Dürreperioden in den vergangenen Jahren dezimiert und der US-Schweinebestand ist ebenfalls aufgrund der Ausbreitung des Porcine Epidemic Diarrhea (PED) -Virus, der zu einer hohen Ferkel-Sterblichkeitsrate führt, rückläufig. Darüber hinaus bietet die Nachfrage aus dem Ethanolbereich aufgrund der maximalen Beimischungsrate von 10% Ethanol zu Benzin („blend wall“) kein weiteres inländisches Wachstumspotenzial, da höhere Beimischungs-raten nach wie vor von den Verbrauchern abgelehnt werden und deshalb hierfür auch keine ausreichende Infrastruktur geschaffen wird.

Die Kombination aus Rekordernte und verhaltener Nachfrage führte zu einem Preisverfall bei Mais von rund 5,00 US-Dollar je Bushel im April/Mai 2014 auf rund 3,20 US-Dollar je Bushel Anfang Oktober 2014. Wir gehen davon aus, dass die Tiefpunkte der Maisnotierungen somit bereits erreicht wurden, da Mais in 2015 aufgrund der besseren fundamentalen Einschätzung, vor allem gegenüber Sojabohnen und

Weizen, unterstützt sein dürfte. Darüber hinaus werden die Maisproduzenten in den USA vermehrt dazu übergehen, die Lagerhaltung in ihren Betrieben zu erhöhen um Angebot vom Markt zu nehmen, sollten die Notierungen nochmals in die Region der 2014 erreichten Tiefpunkte fallen. Die Terminkurve, die eine Contango-Formation aufweist, spiegelt höhere Terminpreise in 2015 wider und setzt somit Anreize zur Lagerhaltung und Veräußerung zu einem späteren Zeitpunkt.

In den USA, dem größten globalen Maisproduzenten, erwarten wir einen generellen Rückgang der Ackerflächen aufgrund der gefallen Preise und dadurch niedrigeren Produzentenmargen. Die Ackerflächenreduktion dürfte sich allerdings noch in einem moderaten Rahmen bewegen, da sich die Produzenten aufgrund der hohen Agrarpreise in den vergangenen Jahren in einer vergleichsweise guten finanziellen Ausgangslage befinden. Die relativen Entwicklungen der Preise und Produzentenmargen der vier Anbauvarianten Weizen, Mais, Sojabohnen und Baumwolle per Mitte November 2014 signalisieren keine signifikanten Ackerflächenverluste bei Weizen und Baumwolle. Auch das relative Verhältnis zwischen Sojabohnen und Mais befand sich Mitte November 2014 auf einem Niveau, das auf einen weiteren Ackerflächenverlust bei Mais zu Gunsten von Sojabohnen schließen lässt. Wir gehen momentan davon aus, dass die US-Maisanbaufläche 2015 auf 88,1 Millionen Acres von 90,9 Millionen Acres im Vorjahr reduziert wird. In Kombination mit einem erwarteten Rückgang des Ertrags je Flächeneinheit von 173,4 Bushel je Acre in 2014 auf das Niveau des langfristigen Trends von 163,0 Bushel je Acre in 2015 ergibt sich eine deutliche Angebotsreduktion um -9,2% im Vergleich zum Vorjahr.

Auch in Südamerika wird eine Ackerflächenverschiebung aufgrund der relativen Bewertungsniveaus von Mais zu Sojabohnen erwartet. Die Trockenheit in Brasilien im Oktober 2014 dürfte die Höhe der bisher erwarteten Flächenverschiebung zu Sojabohnen nochmals steigern, da davon auszugehen ist, dass Anbauflächen, auf denen wetterbedingt die Aussaat von Mais nicht möglich war, in der Folge

für den Sojabohnenanbau genutzt werden, da deren Aussaat ein längeres Zeitfenster als Mais besitzt. Aufgrund der Trockenheit ist darüber hinaus zu erwarten, dass die Sojabohnenernte später als normalerweise üblich erfolgen wird und der im Anschluss folgende Anbau der Felder mit Mais (Safrinha) in Teilen Brasiliens deshalb nicht mehr möglich sein wird.

Die Anbauverzögerungen in Brasilien deuten darauf hin, dass sich der globale Anteil der Maisexporte im 2. Halbjahr 2015 zu Gunsten der USA verschieben dürfte. Aber auch der weiterhin andauernde Konflikt zwischen der Ukraine, dem drittgrößten globalen Maisexporteur, und Russland birgt das Risiko geringerer ukrainischer Maisexporte in 2015 aufgrund von Finanzierungsproblemen im Agrarbereich und höheren Inputkosten für Saatgut und Treibstoff, bedingt durch die Abwertung der ukrainischen Währung. Sollte sich die Krise weiter verschärfen, ist davon auszugehen, dass bei den Maisnotierungen eine entsprechende Risikoprämie aufgebaut wird.

Im Futtermittelbereich spricht der im historischen Vergleich günstige Maispreis gegenüber dem Preis von Weizen für einen Nachfrageanstieg. Auch die Tatsache, dass im Lebendviehbereich die niedrigen Viehbestände teilweise durch die Erzielung höherer Schlachtgewichte ausgeglichen wurden, unterstützte die Nachfrage nach Futtermitteln. 2015 erwarten wir einen höheren Schweinebestand durch die Eindämmung der Auswirkungen des PED-Virus und darüber hinaus Bestrebungen, den Rinderbestand zu erhöhen.

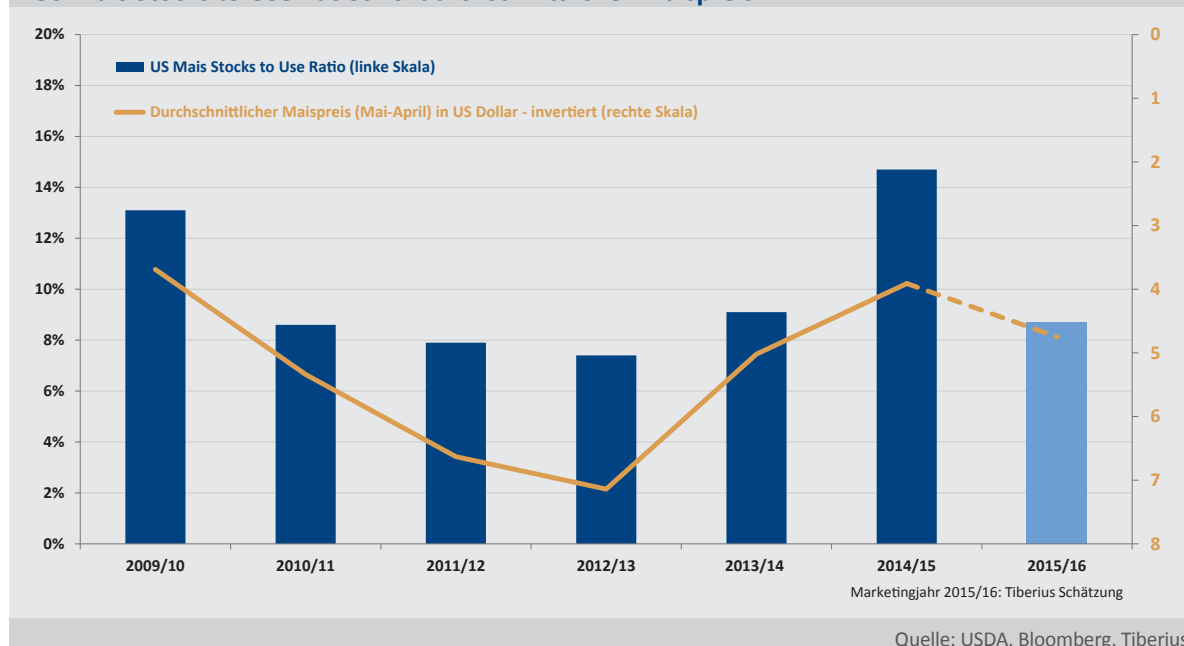
Da die Steigerung der Nachfrage aus dem Ethanolbereich in den USA aufgrund der maximalen Beimischungsrate zu Benzin begrenzt ist, wäre eine höhere Nachfrage aus dem Ausland nach US-Ethanol notwendig, damit der Ethanolbereich überhaupt eine positive Wachstumsrate aufweisen könnte. Um eine höhere ausländische Nachfrage bedienen zu können, müssten allerdings zunächst zusätzliche Logistikkapazitäten im Schienenverkehr geschaffen werden, da durch den vermehrten Transport von in den USA geförderten Rohöl die Kapazitäten für Getreide und Ethanol deutlich reduziert wurden und

Engpässe bereits in der Vergangenheit zu lokalen Diskrepanzen der Lieferströme geführt haben.

Aufgrund der erwarteten Kombination eines geringeren Angebots und eines Wachstums der Nachfrage bei Mais im Marketingjahr 2015/16 im Vergleich zum Vorjahr, gehen wir aktuell von einem Rückgang des US Stocks to Use Ratios von 14,7% im Marketingjahr 2014/15 auf 8,7% im Marketingjahr 2015/16 aus. Infolgedessen erwarten wir einen Anstieg der Maispreise in den Bereich 4,50-5,00 US-Dollar je Bushel zum Jahresende 2015. Darüber hinaus muss Mais gegenüber Weizen und Sojabohnen relative Attraktivität hinsichtlich der Anbaumargen 2016 entwickeln, um einem erneuten Verlust von Ackerfläche an die anderen Anbauvarianten im Marketingjahr 2016/17 entgegenzuwirken.

des US-Landwirtschaftsministeriums (USDA) auf den niedrigsten Stand seit 2006 zurück. Das PED-Virus führt zu einer hohen Sterblichkeitsrate bei Ferkeln. So ist es möglich, dass bis zu 100% aller Ferkel, die weniger als vier Wochen alt sind, die Infektion nicht überleben. Bei älteren Tieren führt das Virus zu Flüssigkeitsverlust, sodass die Tiere langsamer an Gewicht zunehmen und die Fortpflanzungsfähigkeit abnimmt. Erstmals wurde das Virus in den USA im Mai 2013 diagnostiziert. Anschließend breitete sich das Virus flächendeckend in den USA aus, da die Schweinebestände keine Immunität gegenüber dem Virus besaßen und auch keine entsprechenden Heilmittel existierten. Auch in Teilen Kanadas und Mexikos traten Virusinfektionen auf.

US Mais Stocks to Use Ratios vs. durchschnittlicher Maispreis



Lebendvieh: Magerschwein

Magerschwein konnte sich 2014 dem generellen Abwärtstrend im Agrarbereich aufgrund der in den USA aufgetretenen Angebotsknappheit entziehen. Der Bestand wurde aufgrund des Porcine Epidemic Diarrhea (PED) –Virus dezimiert und fiel in den ersten beiden Quartalsberichten 2014 (Hogs and Pigs Report)

Die aufgrund des geringeren Schweinebestands rückläufige Anzahl geschlachteter Tiere wurde allerdings teilweise durch die Erzielung höherer Schlachtgewichte ausgeglichen. Niedrigere Futtermittelpreise als in den vergangenen Jahren und überschüssige Stallflächen infolge der Ausbreitung des PED-Virus, wodurch die Tiere länger als normalerweise üblich in den Betrieben gehalten werden konnten, führten zu einem Anstieg

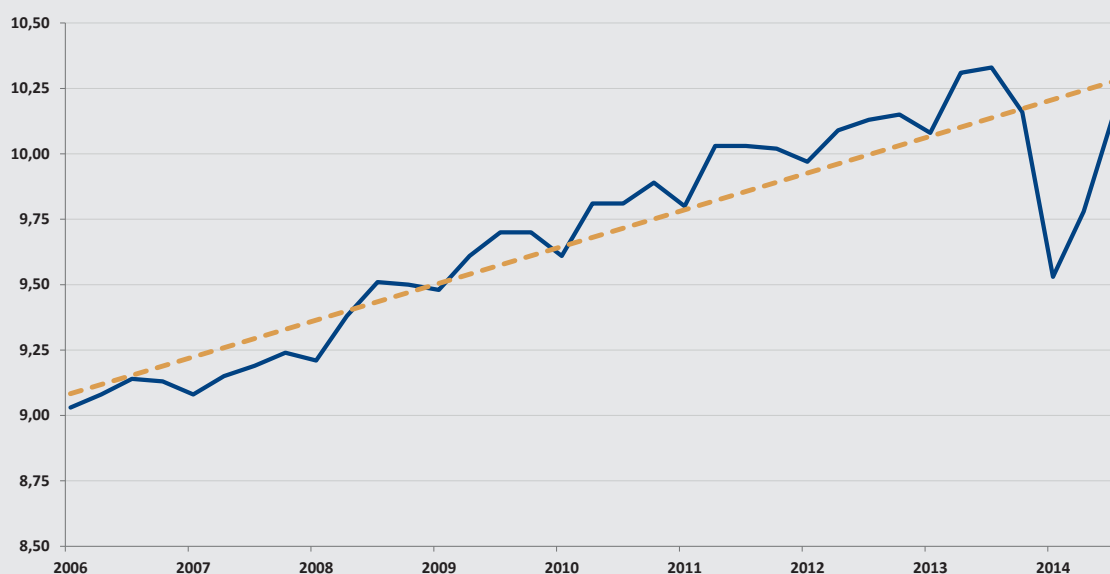
der Schlachtgewichte auf Rekordwerte. Dadurch sank die Produktion von Schweinefleisch im Zeitraum Januar bis September 2014 lediglich um -1,2% im Vergleich zum Vorjahr, obwohl die Anzahl geschlachteter Tiere im selben Zeitraum um -4,9% gegenüber dem Vorjahreswert fiel.

Der im September 2014 veröffentlichte USDA Hogs and Pigs Report spiegelt zwar hinsichtlich des Schweinebestands - Zuchttiere ausgenommen - noch immer einen Rückgang im Vergleich zum Vorjahr wider, der auf die Auswirkungen des PED-Virus im Frühjahr/Sommer 2014 zurückzuführen ist. Im Vergleich zum vorherigen Quartal beträgt die Wachstumsrate allerdings +6,7% und lässt auf eine künftig bessere Angebotssituation schließen. Darüber hinaus konnte sich auch die Anzahl der überlebenden Ferkel je Wurf in den letzten beiden Quartalen wieder stabilisieren und wurde zuletzt mit einem Wert von 10,16 Ferkeln berichtet. Dies lässt sich zum einen auf die langsamere Ausbreitung des Virus während der wärmeren und trockeneren klimatischen Bedingungen in den Sommermonaten zurückführen. Zum anderen dürfte aber auch die Einhaltung strengerer Hygienemaßnahmen in den einzelnen Betrieben die weitere Ausbreitung des PED-Virus reduziert haben. Darüber hinaus weist auch der Zuchttierbestand mit einer Veränderungsrate

von +1,8% zum Vorjahr den höchsten Zuwachs seit 2007 auf. Nicht zuletzt lassen die im Bericht geäußerten Absichten der Schweinezüchter, die Anzahl abferkelnder Säue in den nächsten beiden Quartalen um jeweils rund 4% im Vergleich zum Vorjahr zu erhöhen, auf eine deutliche Angebotsreaktion schließen. Die erfolgten Preisanstiege für Magerschwein und Schweinefleisch in Kombination mit deutlich günstigeren Futtermittelpreisen scheinen entsprechende Anpassungsprozesse bewirkt zu haben.

Zwar stellt das PED-Virus vor allem aufgrund der aggressiveren Ausbreitung während der Wintermonate noch immer ein gewisses Risiko für den Schweinebestand dar. Wir gehen jedoch davon aus, dass die Betriebe inzwischen Verhaltensweisen ableiten konnten, die Ausbreitung künftig erfolgreicher einzudämmen, bspw. durch bessere Hygienevorkehrungen oder auch wärmere Stalltemperaturen im Winter. Hinzu kommt, dass erkrankte Tiere eine gewisse Immunität entwickeln, die eine erneute Infektion im besten Fall komplett verhindern kann, zumindest aber die Sterblichkeitsrate des Nachwuchses reduziert. Darüber hinaus wurden zwischenzeitlich zwei Impfstoffe entwickelt, die im weiteren Zeitverlauf ebenfalls dazu beitragen sollten, dass sich die Wachstumsrate

Ferkel per Wurf in den USA (vierteljährlich)



Quelle: USDA, Tiberius

der überlebenden Ferkel je Wurf 2015 wieder dem langfristigen Trend annähern sollte.

2015 gehen wir von einem Anstieg der Schlachtraten in den USA aus, der sich auf die verbesserte Angebotssituation und die Tatsache zurückführen lässt, dass die inländische Nachfrage nach Schweinefleisch weiterhin durch die teureren Preise für Rindfleisch unterstützt sein dürfte. Da der Exportanteil von Schweinefleisch ca. 20-25 % der Produktion beträgt, stellen die Ausfuhren einen wichtigen Nachfragebestandteil dar. 2014 waren die US-Exporte von Schweinefleisch im Jahresvergleich zuletzt rückläufig. Zum einen lässt sich dies auf das hohe Preisniveau zurückführen, zum anderen verteuerte die Abwertung des japanischen Yen gegenüber dem US-Dollar die Einfuhr in die wichtigste Importnation neben Mexiko. 2015 erwarten wir einen leichten Anstieg der US-Exporte von Schweinefleisch zum Vorjahr, da durch die Angebotsreaktion eine größere Verfügbarkeit besteht und eine solide ausländische Nachfrage unterstellt wird, die allerdings durch die Stärke des US-Dollars belastet sein dürfte.

Der im August 2014 angekündigte Importstopp Russlands für Einfuhren von Schweinefleisch aus den USA, der EU und Kanada dürfte lediglich geringe Auswirkungen auf die Liefervolumen der USA nach Russland haben, da die Exporte nach Russland bereits zuvor aufgrund des russischen Einfuhrverbots von Schweinefleisch, das mit dem Wachstumshormon Ractopamin behandelt wurde, deutlich reduziert worden waren.

Vielmehr könnten die Exportvolumen der EU und Kanadas, die ursprünglich für Lieferungen nach Russland vorgesehen waren, für zusätzliche Einfuhren in die USA genutzt werden, um die PED-Virus bedingte Angebotsknappheit abzumildern.

2015 erwarten wir eine Normalisierung der Angebotssituation in den USA durch die Eindämmung der Auswirkungen des PED-Virus. Infolgedessen gehen wir von einem deutlichen Anstieg des US-Schweinebestands von rund +6% im Vergleich zum Vorjahr aus. Niedrige Futtermittelpreise in Kombination mit hohen Bewertungsniveaus bei Magerschwein und

Schweinefleisch stellen hohe Anreize für eine Vergrößerung des Tierbestands dar. In Relation zu Lebendrind gehen wir bei Magerschwein von einer schlechteren Wertentwicklung aus, da die Angebotsausweitung bei Lebendrind eine längere Reaktionszeit benötigt. 2015 erwarten wir bis zum Jahresende einen Preisrückgang bei Magerschwein auf rund 65-70 US-Cents je Pfund, der durch den Abbau der CFTC Netto Long Positionierung der Non Commercials verstärkt werden könnte. Von saisonal üblichen Preissteigerungen aufgrund der höheren Nachfrage während der Grillsaison ist im Sommer auszugehen.

Soft Commodities: Zucker

Zum Jahresbeginn 2014 stand der größte globale Produzent und Exporteur von Zucker, Brasilien, im Fokus des Geschehens. Eine langanhaltende und extreme Dürreperiode führte zu Schäden in den brasilianischen Hauptanbaugebieten. Deutliche Revisionen der ursprünglichen Ernteprognosen waren somit unausweichlich. Gegenwärtig wird mit einem Rückgang der Zuckerernte in den südlichen Anbauregionen und Zentralbrasilien (South/Central) von 597 Millionen Tonnen im Marketingjahr 2013/14 auf rund 550 Millionen Tonnen im Marketingjahr 2014/15 gerechnet. Der erwartete Verlust der Zuckerproduktion liegt bei rund 3 Millionen Tonnen, nachdem im Marketingjahr 2013/14 noch 34,3 Millionen Tonnen erzielt werden konnten.

Dennoch kam es im Jahresverlauf 2014 zu einem Preisverfall von rund 16,40 US-Cents je Pfund auf in der Spitze 13,32 US-Cents je Pfund im September 2014. Die Ursache hierfür liegt in den hohen globalen Lagerbeständen, die in den vergangenen vier Marketingjahren aufgrund weltweit erzielter Angebotsüberschüsse aufgebaut worden waren. Darüber hinaus ermöglichten die trockenen Wetterbedingungen in Brasilien einen schnellen Erntefortschritt, wodurch in den Sommermonaten 2014 die jährlichen Veränderungsraten des erzielten Erntevolumens sogar positive Entwicklungen aufwiesen. Der zuletzt veröffentlichte Erntebericht des brasilianischen

Verbands der Zuckerrohrindustrie (UNICA) per 1. November 2014 weist auch aktuell noch ein Gesamterntevolumen auf, das nur marginal vom Vorjahreswert abweicht. Die Ernte wird jedoch in den nächsten Wochen aufgrund des gefallenen Angebots und zu erwartender geringerer Erträge rapide abnehmen, sodass die Erntesaison früher als normalerweise üblich beendet werden wird. Per Ende Oktober 2014 hatten bereits 41 zuckerrohrverarbeitende Fabriken den Betrieb eingestellt im Vergleich zu 15 Unternehmen im vergangenen Jahr.

Wir gehen davon aus, dass sich die Situation in Brasilien im Marketingjahr 2015/16 nicht signifikant verbessern wird. Da sich die trockenen Bedingungen über viele Monate erstreckten, benötigt das Zuckerrohr Zeit, sich von den schädigenden Einflüssen zu erholen. Darüber hinaus werden die gefallenen Zuckernotierungen und die immer noch hohe Verschuldungssituation vieler Betriebe der Zuckerindustrie geringe Anreize setzen, Investitionen in die Erneuerung des Bestandes oder dessen Pflege zu tätigen. Insgesamt erwarten wir im Marketingjahr 2014/15 global einen Rückgang der Zuckerproduktion um -1,5% im Vergleich zum Vorjahr. Zum einen aufgrund von wetterbedingten niedrigeren Ernten in anderen wichtigen Anbaunationen (Indien, Thailand, China), zum anderen aufgrund des erneut deutlichen Rückgangs der Zuckernotierungen, die sich seit dem Hoch Anfang 2011 bei rund 36 US-Cents je Pfund inzwischen mehr als halbiert haben. Eine Angebotsreaktion wäre bereits deutlich früher erfolgt, würden nicht einige bedeutende asiatische Produzentennationen den inländischen Anbau durch staatliche Interventionen stützen.

Im Marketingjahr 2014/15 erwarten wir ein stabiles Nachfragewachstum von +2,0% im Vergleich zum Vorjahr, das sich im Wesentlichen auf das globale Bevölkerungswachstum und die zunehmende Orientierung der sich ausbildenden asiatischen Mittelschicht an der westlichen Ernährungsweise zurückführen lässt. Westliche Industrienationen weisen zwar einen höheren Pro-Kopf-Verbrauch als Entwicklungsländer auf, allerdings ist die Nachfrage dort bereits

nahezu gesättigt, sodass sich hohe Wachstumsraten nur noch in Entwicklungsländern erzielen lassen. Da bereits in den vergangenen Marketingjahren globaler Angebotsüberschüsse fallende Zuckernotierungen genutzt wurden, um niedrige Lagerbestände wieder aufzufüllen, erwarten wir im Marketingjahr 2014/15 hieraus keine bedeutenden Nachfrageimpulse.

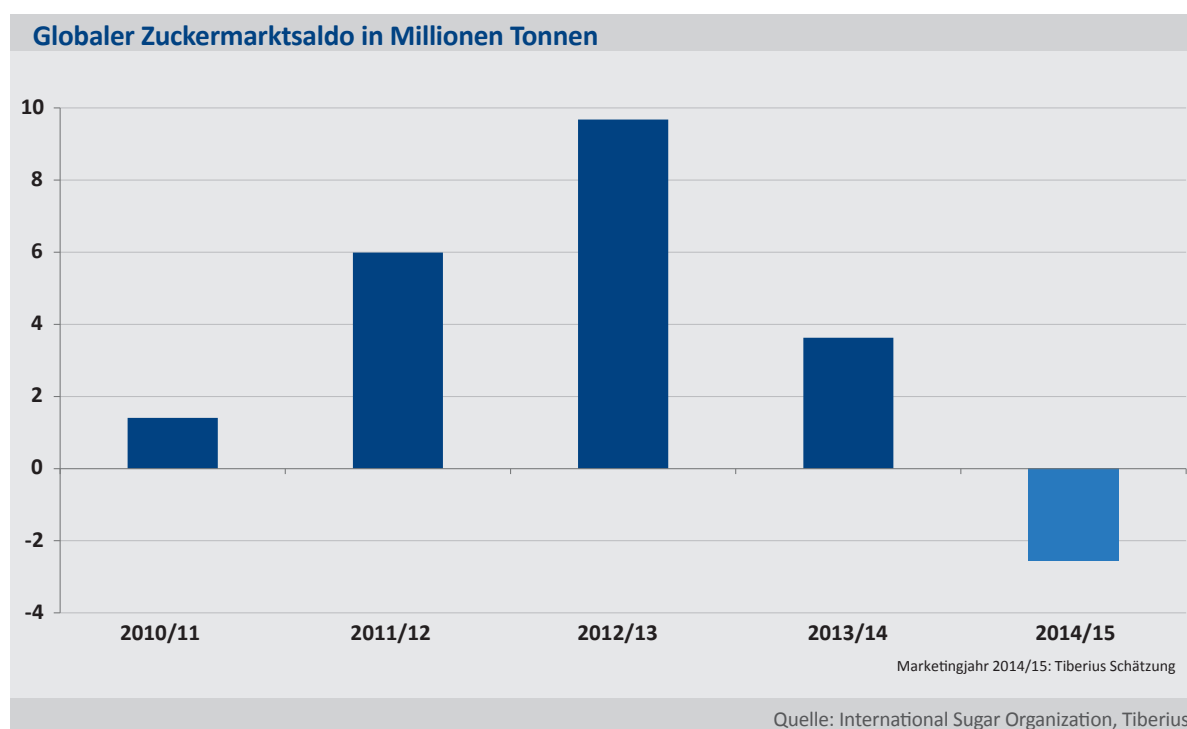
Entsprechend des letzten UNICA Ernteberichts wurde in Brasilien seit Beginn der Ernte im April 2014 bis zum 1. November 2014 aufgrund der höheren Anreizstruktur die Produktion von Ethanol (+6% im Vergleich zum Vorjahr) gegenüber der Zuckerproduktion (-1% im Vergleich zum Vorjahr) gesteigert. Zwar wurde die Nachfrage aus dem Ausland nach brasilianischem Ethanol aufgrund der Rekordmaisernte in den USA negativ beeinträchtigt. Ethanol besitzt jedoch zwischenzeitlich eine größere Bedeutung hinsichtlich der inländischen Nachfrage nach Zuckerrohr. Die generelle Grundlage für die Erhöhung der maximalen Beimischungsrate von Ethanol (anhydrous) zu Benzin von aktuell 25% auf 27,5% wurde von der brasilianischen Präsidentin Dilma Rousseff im September 2014 geschaffen. Die tatsächliche Umsetzung ist damit aber noch nicht gegeben. In letzter Zeit wurden Testreihen durchgeführt, welche die Auswirkungen einer höheren Beimischungsrate von 27,5% Ethanol zu Benzin auf die Funktionsfähigkeit von Motoren analysieren. Abschließende Testergebnisse werden zeitnah erwartet. Eine tatsächliche Erhöhung der Beimischungsrate auf 27,5% hätte im Umkehrschluss eine Stabilisierung der Zuckernotierungen zur Folge. Die vor kurzem durch das brasilianische Mineralölunternehmen Petrobras bekannt gegebene Erhöhung der Benzinpreise um +3% auf Raffinerieebene fällt gemäß Angaben von UNICA jedoch nicht hoch genug aus, um eine Steigerung der Ethanolnachfrage (hydrous) bei Fahrzeugen, die mit beliebigen Mischungsverhältnissen zwischen Benzin und Ethanol betrieben werden können (Flex Fuel), zu bewirken.

Die Abwertung des brasilianischen Reals gegenüber dem US-Dollar nach der Wiederwahl von Dilma Rousseff markierte ein 9-Jahres-Tief bei 2,63 USD/BRL Mitte November 2014. Die

Schwäche des brasilianischen Reals gegenüber dem US-Dollar mildert zwar den Rückgang der globalen Zuckernotierungen auf die Exporteure und den Anstieg der inländischen Produktionskosten ab. Allerdings dürfte sich bei weiterer Schwäche der brasilianischen Währung die Anreizstruktur zur Erhöhung der Produktion von Zucker für den Exportmarkt gegenüber Ethanol verschieben, wodurch letztendlich das Bewertungsniveau von Zucker belastet werden könnte.

Im Marketingjahr 2014/15 erwarten wir auf dem globalen Zuckermarkt einen Übergang von den bisher erzielten Angebotsüberschüssen

zu einem geringen globalen Angebotsdefizit in Höhe von -2,6 Millionen Tonnen. Infolgedessen gehen wir von einem Anstieg des Zuckerpreises auf 20 US-Cents je Pfund zum Jahresende 2015 aus. Sollten jedoch unvorteilhafte Wetterbedingungen die Ernte in einer wichtigen Produzentennation schädigen, wären höhere Notierungen aufgrund des Aufbaus einer Risikoprämie zu erwarten. Da sich die CFTC Netto Long Positionierung der Non Commercial auf einem im historischen Vergleich sehr niedrigen Niveau befindet, ist von einem lediglich begrenzten weiteren Verkaufsdruck auszugehen.



ROHSTOFFAKTIEN

Rohstoffaktien vor erneutem Anstieg 2015

Dr. Torsten Dennin

Die Entwicklung 2014 im Rückspiegel

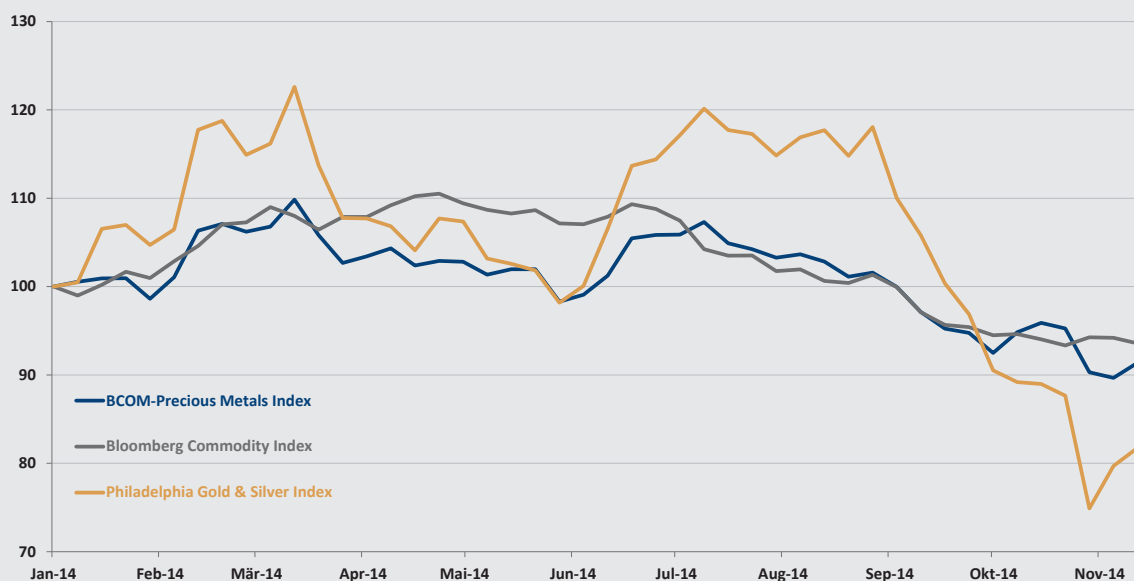
Bis Ende Juli lieferten sich Rohstoffaktien, also Unternehmen des Metals & Mining Segments und Unternehmen des Energiesektors, die jeweils im MSCI World Metals & Mining Index und MSCI World Energy Index enthalten sind, ein Kopf-an-Kopfrennen. Beide Segmente lagen zum Monatsultimo rund 5% über dem Niveau der weltweiten Aktienmärkte, gemessen am MSCI World Aktienindex. Noch fulminanter schnitten Gold- und Silberminen ab. Aufgrund der positiven Vorgaben des Goldpreises und der niedrigen Bewertung legten Goldminen in 2014 einen Traumstart hin und lagen bereits im März bei einem Kursplus von durchschnittlich 26%. Nach einer Konsolidierung und einem erneuten Anstieg bildete dieses Minensegment im Sommer ein Plateau aus. Per Ende Juli notierten Gold- und Silberminen noch immer rund 15% höher als der MSCI World und knapp 10% über dem Niveau von Bergbau- und Energietiteln.

Doch zu Beginn der zweiten Jahreshälfte zeichnete sich bei Rohstoffaktien ein weniger gutes Ergebnis ab. Das Sentiment trübten rückläufige Rohstoffpreise und später auch der Rückgang des Ölpreises. Das erneute Testen der Marke von 1.180 US-Dollar für eine Feinunze Gold sorgte für Turbulenzen im Goldminensektor. Ausgehend von ihren im März erreichten Höchstkursen verloren Gold- und Silberminen bis Anfang November durchschnittlich knapp über 40% ihres Börsenwertes.

Positionierung von Institutionellen Investoren nahe Tiefstständen

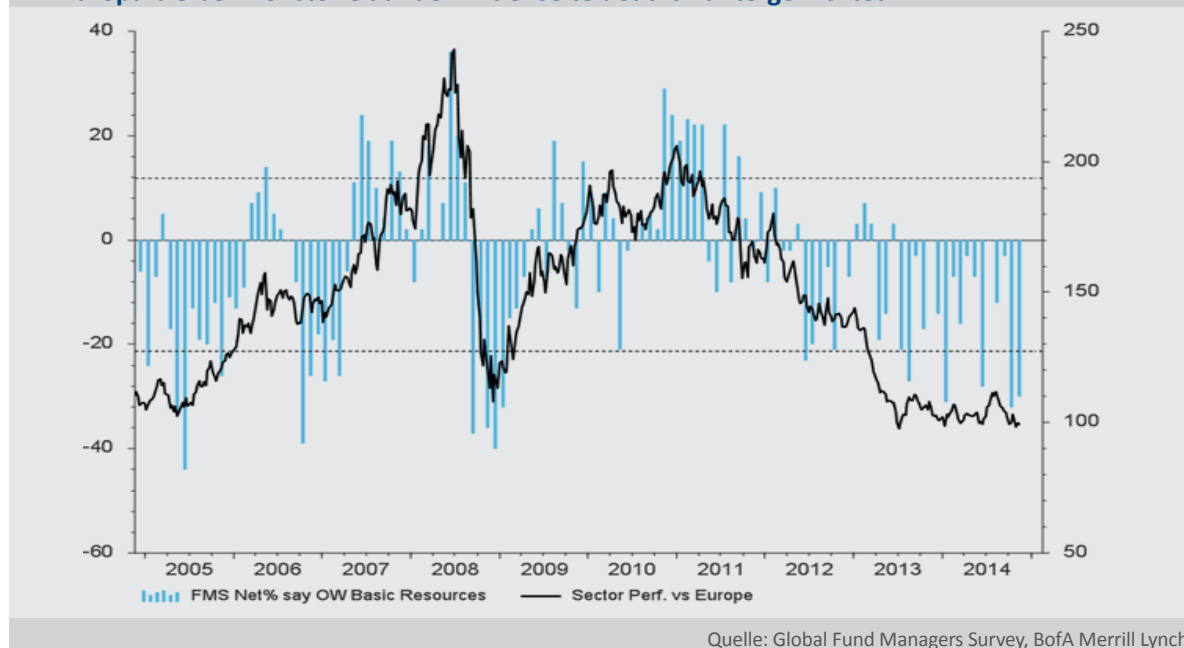
Nach aktuellen Daten des globalen und europäischen Fund Managers Survey (November) bleiben Fonds Manager weiterhin in allen

Performance der unterschiedlichen Rohstoffaktiensegmente 2014



Quelle: Bloomberg

In Europa bleiben Rohstoffe auf der Aktienseite deutlich untergewichtet

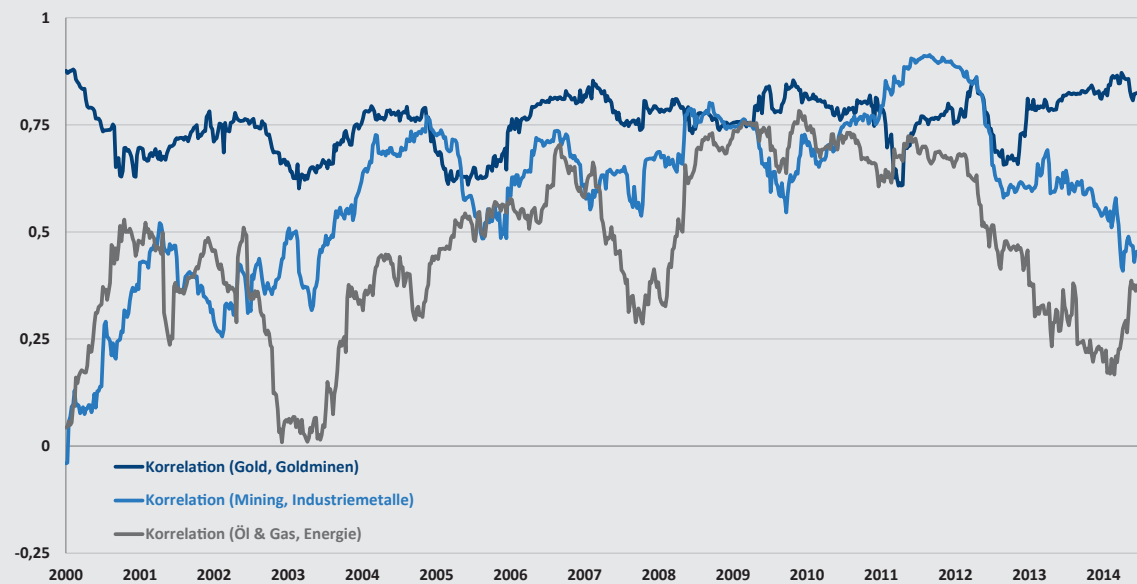


rohstoffnahen Sektoren deutlich untergewichtet. Obwohl sich in Europa das Sentiment gegenüber dem Basic Resources Sektor im Vergleich zum Vormonat leicht verbessert hat, besteht weiterhin ein deutliches Untergewicht gegenüber dem breiten Aktienmarkt. Damit ist das Sentiment ein Spiegelbild der Performance des Sektors im dritten und vierten Quartal 2014. Als weiterer Faktor kommt die gesunkene Marktkapitalisierung der rohstoffnahen Aktiensegmente zum Tragen. Je geringer der Börsenwert bzw. dessen Anteil am Marktindex ist, desto leichter fällt es institutionellen Investoren ein Aktiensegment nicht zu berücksichtigen. Analog zum ersten Halbjahr 2014 erwarten wir in 2015 eine Umschichtung („Asset Rotation“) bei den institutionellen Anlegern zugunsten der rohstoffnahen Aktiensektoren, die der positiven relativen und absoluten Performance folgen sollte.

Rohstoffpreise sind wichtig, sind aber nicht alles

Aus der Beobachtung der vergangenen 15 Jahre lässt sich schlussfolgern, dass die Aktienperformance von Unternehmen der Branchen Energie sowie Metals & Mining nicht überwiegend mit der Entwicklung der Preise von Rohöl oder Industriemetallen zusammenhängt. Die Korrelation schwankt zwischen Null („kein Zusammenhang“) und 0,8 („starker positiver Zusammenhang“). Der Zusammenhang zwischen der Entwicklung des Goldpreises und der Aktienperformance von Gold- und Silberminen ist dagegen deutlich stärker ausgeprägt. Seit 2000 schwankte die Korrelation zwischen 0,60 und 0,97. Auch die durchschnittliche Korrelation dieser Beobachtungsperiode ist mit 0,75 überdurchschnittlich hoch, während im Sektor Metals & Mining (0,58) und Energie (0,45) dagegen durchschnittlich zwar ein positiver, jedoch weniger stark ausgeprägter Zusammenhang besteht.

Korrelation von Rohstoffpreisen und Rohstoffaktien



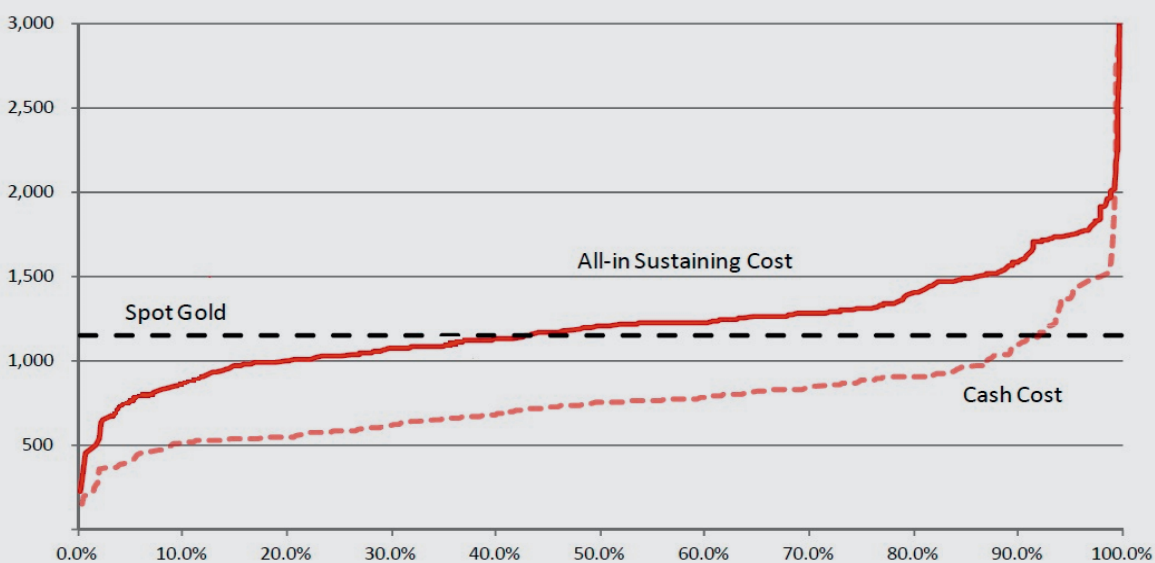
Quelle: Bloomberg

Zum Jahresende 2014 ist die Korrelation zwischen Energie- und Bergbauaktien und den Rohstoffpreisen eher unterdurchschnittlich ausgeprägt. Steigende Rohstoffpreise und eine wieder ansteigende Korrelation sollten zu einer Outperformance beider Aktiensektoren gegenüber der Rohstoffpreisentwicklung führen.

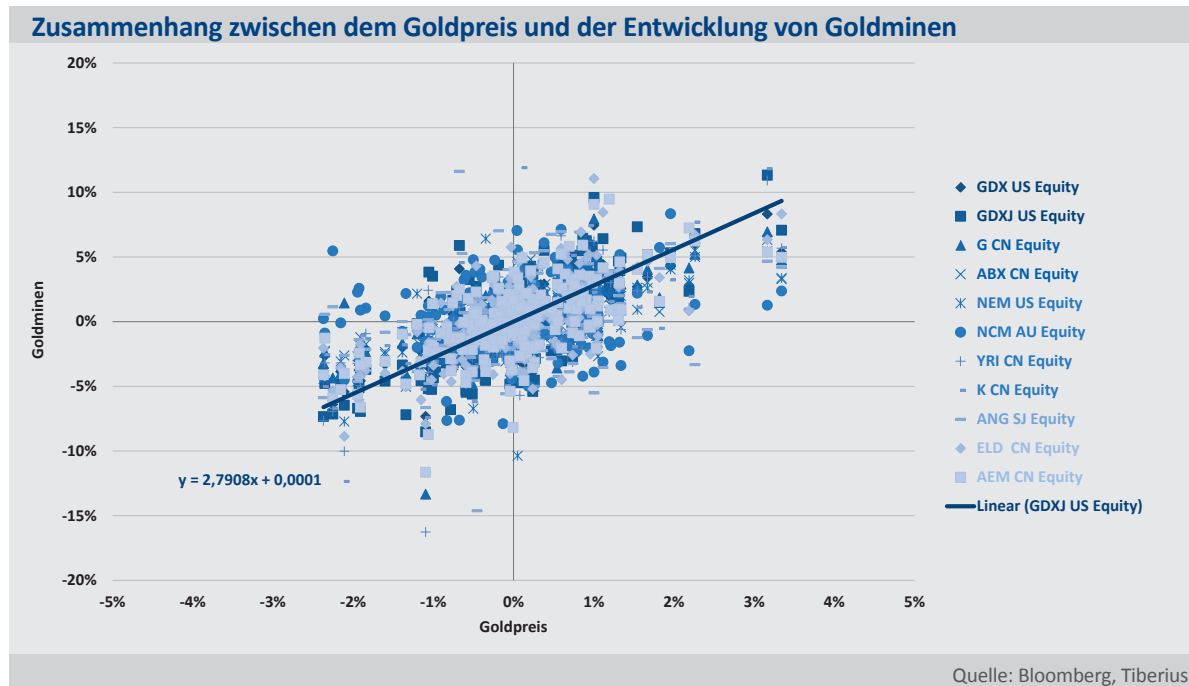
Goldminenindustrie führt einen Kampf gegen die Kostenstruktur

Nicht nur aufgrund der hohen Korrelation, sondern auch wegen der hohen Sensitivität bei Veränderungen des Goldpreises sticht das Segment der Goldminen derzeit hervor. Dies liegt insbesondere an der Profitabilität der Branche, beziehungsweise der Ermangelung der selbigen.

Ausblick auf die Kosten der Goldminenindustrie



Quelle: GSMS, WGC



2014 führten Entlastungen bei den operativen Kosten (OPEX) durch sinkende Energiepreise aber auch die Kostendisziplin der Unternehmen bei der Suche nach neuen Vorkommen und der Entwicklung neuer Projekte (CAPEX) sowohl zu einer Senkung der Gesamtkosten als auch der Cash Costs. Die 2013 vom World Gold Council (WGC) eingeführte „All-In-Sustaining-Costs“ (AISC) Methode beinhaltet neben den bisher üblichen Cash Costs auch die Ausgaben für den Erhalt und die Erweiterung der Förderung sowie allgemeine Unternehmenskosten. Während der Großteil der Goldindustrie bereits 2013 und 2014 bei Goldpreisen unter 1.200 US-Dollar je Feinunze nicht mehr profitabel wirtschaften konnten, liegt der Kostendurchschnitt der Branche 2015 voraussichtlich bei nur noch 1.080 US-Dollar. Wenn auch in geringerem Umfang haben Unternehmen des Energiesektors und des Bergbausegmentes mit den gleichen negativen Preisvorgaben zu kämpfen, jedoch sehen wir hier die Bodenbildung abgeschlossen.

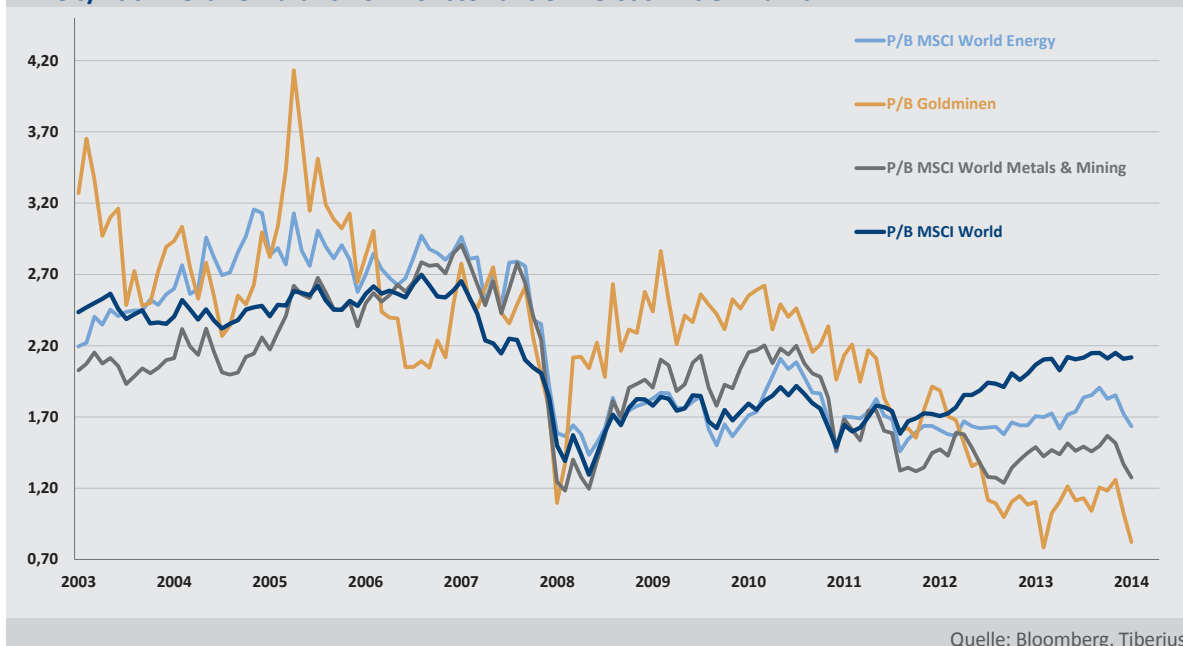
Die Kostenstruktur nahe den aktuellen Goldpreisen erklärt die überproportionalen Kursausschläge der Goldminenbranche, jedes Mal wenn der Goldpreis um das Niveau von 1.200 US-Dollar je Feinunze handelte. Kleinere Goldminen, die im Market Vectors Junior Gold

Miners ETF zusammengefasst sind, wiesen in den vergangenen zwei Jahren einen Hebeleffekt von 2,8-fach zum Goldpreis auf – nach oben, wie auch nach unten. Als im November 2014 der Goldpreis schliesslich die bereits zum dritten Mal verteidigte Marke von 1.180 US-Dollar nach unten durchbrach, fielen die Börsenwerte von Goldminen auf ein neues 10-Jahrestief.

Günstig, günstiger, am günstigsten: Energie, Bergbau, Goldminen.

Da eine Analyse anhand von Ertragskennzahlen wie Kurs/Gewinn-Verhältnis (P/E) oder Preis/Free Cash Flow Ratio (P/FCF) sich die Segmente Oil & Gas, Metals & Mining und Goldminen nur begrenzt Sinn ergibt, greifen wir auf substanzorientierte Kennzahlen wie das Verhältnis von Aktienpreis zum anteiligen bilanziellen Buchwert (P/B) bzw. Nettoinventarwert (P/NAV) zurück. In der Theorie entspricht der faire Aktienpreis dem Buchwert pro Aktie, und eine Aktie ist umso preiswerter, je niedriger ihr P/B-Verhältnis ist. Das Preis/Buchwert-Verhältnis des MSCI World Aktienindex ist mit 2,12 derzeit vergleichsweise hoch, liegt jedoch noch rund 25% unter den Spitzenwerten von 2006/2007. Somit kann noch

Preis/Buchwert Verhältnis von Rohstoffaktien versus Aktienmarkt



nicht von einer Übertreibung der Aktienkurse gesprochen werden. Ende Oktober handelten Energietitel jedoch mit einem Abschlag von knapp 23% zum Buchwert des breiten Aktienmarktes, Minenkonzerne mit einem Abschlag von knapp 40% und das Segment der Goldminen sogar 60% unter dem Marktdurchschnitt.

Die Unternehmen im Öl & Gas Sektor handeln Ende Oktober im Durchschnitt bei einem P/B von 1,63. Dies ist im Vergleich zum Aktienmarkt und mit einem Abschlag von 25% auf das durchschnittliche P/B der vergangenen 10 Jahre (2,16) relativ günstig. In den vergangenen 10 Jahren wurde nur während der Finanzkrise 2008/2009 mit 1,43 ein tieferes P/B-Verhältnis erreicht. Noch günstiger sieht es bei den Minenkonzernen aus: Die P/B-Bewertung des Sektors (1,27) hat sich dem Tief während der Finanzkrise (1,18) bereits angenähert und weist derzeit einen Abschlag von rund 35% auf das durchschnittliche Preis/Buchwert-Verhältnis der vergangenen 10 Jahre auf (1,98).

Das Segment der Gold- und Silberminen handelt im Verhältnis zum Buchwert Ende Oktober 2014 zu Ausverkaufspreisen. Der Buchwert im Sektor liegt bei durchschnittlich 0,82, was sogar tiefer ist als während der Finanzkrise. Selbst gegenüber dem Durchschnitt der vergangenen 10 Jahre

handeln Goldminen mittlerweile mit einem Abschlag von mehr als 60%. Daher halten wir das aktuelle Bewertungsniveau für nicht nachhaltig.

Viele Rohstoffaktien bieten neben einer ansprechenden Bewertung und soliden Gewinnperspektiven auch attraktive Dividendenrenditen. Aufgrund der Kursentwicklung sind die Dividendenrenditen des Rohstoffaktiensegmentes sowohl im STOXX 600 als auch im MSCI World Index kontinuierlich gestiegen. In Europa versprechen Öl- und Gas-Konzerne ihren Aktionären derzeit Dividendenzahlungen von 4,9%, während Bergbaukonzerne rund 3,5% an ihre Anteilseigner ausschütten. Sogar Goldminen, die im Philadelphia Gold & Silver Index zusammengefasst werden, zahlen durchschnittlich noch 1,5%. Die Ertrags- und Bilanzentwicklung des Bergbausegmentes spricht für eine gut unterstützte Payout-Ratio. Im Energiesektor hingegen stellen wir die Stabilität der Ausschüttungen, ausgelöst durch den massiven Rückgang des Ölpreises, in Frage. Bei Goldnotierungen unter 1.200 US-Dollar je Feinunze erwarten wir sogar drastische Einschnitte bei einem Großteil der Goldminen.

Prognose 2015: Zweite Chance für Rohstoffaktien

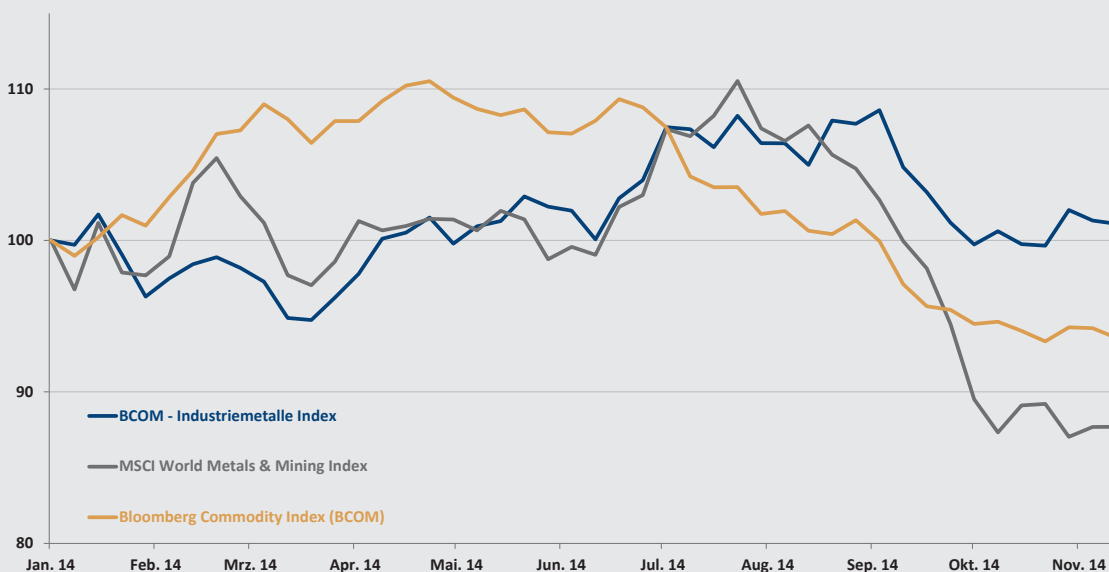
Im Energiesektor gehen wir von einem deutlichen Wiederanstieg des Ölpreises in 2015 aus, jedoch kann sich dieser bis in die zweite Jahreshälfte herauszögern. Je länger der Anstieg des Ölpreises auf sich warten lässt, desto gravierender wird der Anpassungsprozess für Energietitel ausfallen. Wir betrachten die Aussichten des Sektors nicht homogen. Am defensivsten und werthaltigsten beurteilen wir das Segment der integrierten Ölgesellschaften wie einer Royal Dutch Shell, Total oder Exxon sowie das Segment Transport und Lagerung, darunter die Betreiber von Pipelines. Der Bereich Exploration und Produktion („E&P“) weist den grössten Hebeleffekt bei einem Anstieg des Ölpreises auf. Für das Segment Service und Dienstleistungen sehen wir 2015 nur unterdurchschnittliche Chancen, da das niedrige Niveau der Ölpreise die aktuelle Auftragslage und die zukünftigen Abschlüsse negativ beeinflusst. In der Summe erwarten wir für den Aktiensektor Öl & Gas eine zum Gesamtmarkt gleichlaufende Entwicklung. Als ein attraktives Randthema im Energiemarkt identifizieren wir für 2015 und 2016 das Thema Uran. Hier scheint im Sommer 2014 die Bodenbildung

des Uranpreises abgeschlossen.

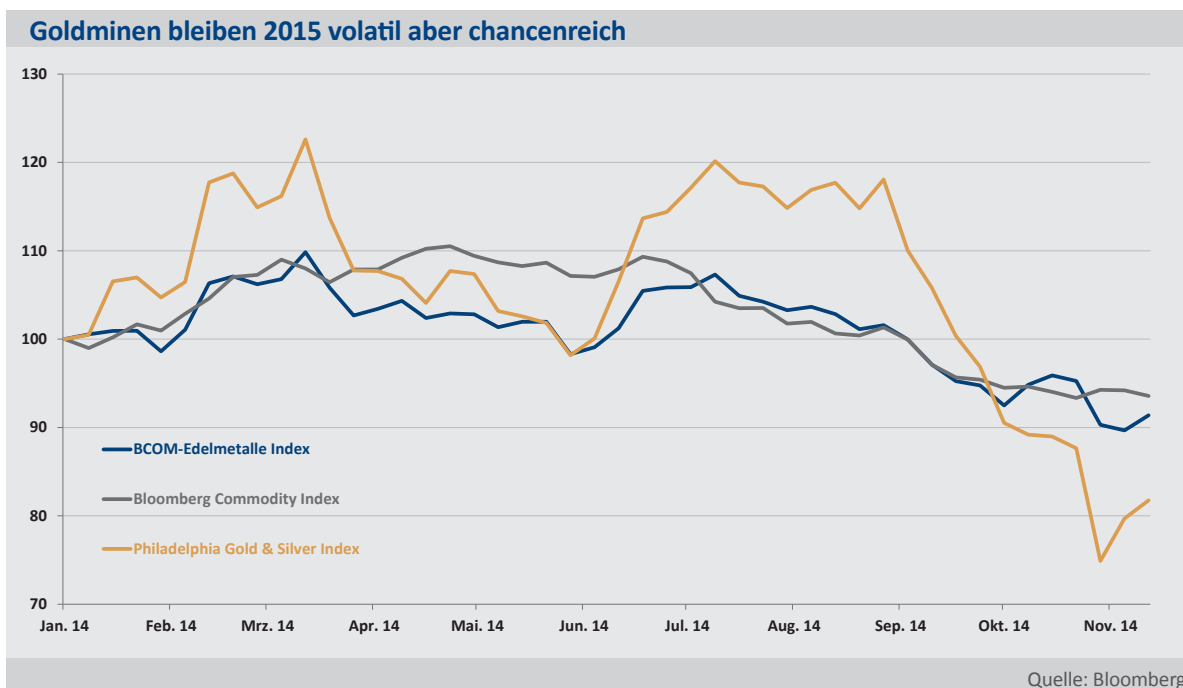
Unsere fundamentale Rohstoffanalyse prognostiziert steigende Preise für Nickel, Zink und Blei. Dies eröffnet im Bereich Metals & Mining attraktive Chancen für spezialisierte Minenkonzerne. Ebenfalls bleibt die Kupferförderung 2015 für die Minenkonzerne ein profitables Geschäft. Trotz des Rückgangs beim Kupferpreis ist die zu verdienende Marge weiterhin attraktiv. Der Verdrängungswettbewerb im Markt für Eisenerz hält jedoch dagegen noch weiter an. Das Eisenerzoligopol – bestehend aus Rio Tinto, BHP Billiton und der brasilianischen Vale SA – wird das derzeit niedrige Preisniveau zu Lasten der eigenen Margen und auf Kosten des Überlebens vieler kleinerer Unternehmen durchstehen können. Jedoch sollte 2015 aus Investorensicht als ein Übergangsjahr angesehen werden. Ebenfalls nicht übermässig optimistisch schätzen wir die Entwicklung im Bereich Kraftwerkskohle, metallurgischer Kohle sowie im Bereich Stahl ein.

Eine bereits in 2015 einsetzende Erholung der Eisenerzpreise sollten Anleger als Opportunität für das entsprechende Aktiensegment sehen. Im Segment diversifizierter Minenkonzerne mit Exposure zu Kupfer, Nickel, Zink und Blei sehen wir dagegen attraktivere und fundamental

Rohstoffaktien 2015 mit Aufholpotential zur Rohstoffpreisentwicklung



Quelle: Bloomberg



fundierte Chancen. In der Summe erwarten wir für das gesamte Aktiensegment 2015 eine Entwicklung, die deutlich über der Performance des breiten Aktienmarktes liegt. Als attraktives Randthema im Bergbausegment identifizieren wir für 2015 das Thema Diamanten. Im Gegensatz zu den Edelmetallen verläuft hier die Preisentwicklung sehr stabil und die fundamentalen Aussichten des Sektors verbessern sich.

Nach einem überraschend positiven Start ins Jahr 2014 weisen Gold- und Silberminen im Fahrtwasser der Preiskorrektur bei Edelmetallen eine weitere enttäuschende Jahresbilanz vor.

Nach 2011 (-19%), 2012 (-6,7%) und 2013 (-48%) ist dies das vierte negative Jahr in Folge. Hierbei darf aber nicht vergessen werden, dass Goldminen im März 2014 mit einem Kursgewinn von knapp 30% die attraktivste Anlagemöglichkeit waren. Wir erwarten für den Sektor in 2015 eine Fortsetzung der volatilen Entwicklung, sehen aber die Opportunität für überproportionale Kursgewinne nur unter der Voraussetzung steigender Notierungen für Gold und Silber. Im Hinblick auf das gewichtete Chance/Risiko-Verhältnis stellen Gold- und Silberminen 2015 jedoch das attraktivste Investment dar.

INVESTMENTPRODUKTE

Die Tiberius Gruppe betreut unter anderem folgende Investmentprodukte*:

1.	Commodity Alpha OP	Long Only
2.	Tiberius Active Commodity OP	Long Only
3.	Tiberius Commodity Fund of Funds	Dachfonds
4.	Tiberius EuroBond OP	Renten
5.	Tiberius InterBond OP	Renten

* Spezialfonds und Fonds, für die Tiberius die Anlageberatung durchführt, sind nicht abgebildet

Wenn Sie Fragen zu den Produkten haben, wenden Sie sich bitte an unser Sales Team.
Tel.: +41 41 560 00 81; E-Mail: info@tiberiusgroup.com

KONTAKT

Tiberius Gruppe

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 GmbH

Calwer Strasse 11
70173 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 getätigt werden. Die erwähnten Dokumente erhalten Sie kostenlos in Papierform oder auf Wunsch elektronisch bei Tiberius Asset Management AG (+41 41 560 00 81/info@tiberiusgroup.com) oder bei der jeweiligen Verwaltungsgesellschaft.

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 Brochüre 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. Zuwiderhandlungen können den Strafbestimmungen des Urheberrechts unterliegen.

Copyright © 2014 Tiberius Asset Management AG. Alle Rechte vorbehalten.

Redaktionsschluss: 21. November 2014