

TIBERIUS



KAPITALMARKT
AUSBlick 2017

Kapitalmarkt Ausblick 2017

INHALTSVERZEICHNIS

Die Tiberius Gruppe	2
Rückblick: 15 Jahre Rohstoffinvestments	3
Prognosen 2017	4
Makro-Prognosen	4
Rohstoff-Prognosen	6
Makroökonomische Perspektiven 2017	8
USA	8
Europa	13
China	19
Götterdämmerung im Nahen Osten	24
Rentenmarkt-Perspektiven 2017	31
Rohstoffmarkt-Perspektiven 2017	42
Energie	46
Industriemetalle	53
Edelmetalle	56
Agrarrohstoffe	61
Unternehmen des Rohstoffsektors	65
Investmentprodukte - Tiberius	73
Kontakt	74
Impressum	74

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- sowie Edelmetalle und Agrar anbietet. Dies ist ihnen gelungen. Heute ist die TAM weltweit einer der erfolgreichsten Anbieter aktiv verwalteter Rohstoffanlageinstrumente.

Die Tiberius Gruppe besteht aus 12 Mitarbeitern mit fundierter Erfahrung in den Bereichen Rohstoffhandel, Portfolio-Management und quantitativem Research. Die verwalteten Vermögenswerte haben einen Gesamtwert von rund 650 Mio. 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 mehrwertgenerierenden Fonds rund um das Themengebiet Rohstoffe. Generell kennzeichnend für die Produkte sind Transparenz, Qualität und ein den Zeichen der Zeit entsprechender 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 2017 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

Follow our company page on



Rückblick

15 JAHRE ROHSTOFFINVESTMENTS

Lassen Sie uns eine kurze Zeitreise ins Jahr 2001 unternehmen. Der durchschnittliche Preis für ein Fass Rohöl (WTI) lag bei 26 USD. Im Jahresverlauf fiel der Preis für eine Tonne Kupfer an der LME von 1.800 auf unter 1.400 USD zurück. Gold handelte zwischen 255 und 293 USD je Feinunze und machte Anstalten erstmalig das Niveau von 300 USD zu überwinden. Weizen und Mais handelten durchschnittlich bei 2,70 und 2,08 USD je Scheffel.

Das prägendste Ereignis des Jahres 2001 waren die Terroranschläge am 11. September auf das World Trade Center und das Pentagon in den USA, bei denen rund 3.000 Menschen ums Leben kamen. Zwar wurde der Kopf der Al-Qaida, Osama bin Laden, 2011 von US-Soldaten erschossen, doch ist auch heute, 15 Jahre später, der Krieg gegen den globalen Terror noch immer nicht gewonnen. Aber zumindest der militärische Sieg gegen den Islamischen Staat ist in greifbare Nähe gerückt. Eine Entwicklung, die wir im Kapitel „Götterdämmerung im Nahen Osten“ dieses Kapitalmarktausblicks aufgreifen.

Im Weißen Haus wurde der Demokrat Bill Clinton von George W. Bush abgelöst, 15 Jahre später übernimmt als designierter Präsident der Republikaner Donald Trump die Amtsgeschäfte vom demokratischen Hoffnungsträger Barrack Obama. Zynische Beobachter bemerken, das 9/11 von 11/9 abgelöst wurde.

2001 steckten Rohstoffe als für den Anleger investierbare Asset Klasse noch in den Kinderschuhen. Der Bloomberg Commodity Index, als Gradmesser des Geschehens an den Rohstoffmärkten wurde nur wenige Jahre zuvor, 1998, als Dow Jones AIG Commodity Index aus der Taufe gehoben. Alternative Anlagekategorien als Ergänzung der traditionellen Anlage in Aktien und Anleihen kamen auch Dank der Stiftungsvermö-

gen von Yale und Harvard immer mehr in Mode. 2005 veröffentlichten Gorton und Rouwenhorst „Facts and Fantasies about Commodity Futures“, was weiter dazu beitrug, Rohstoffe als Teil der professionellen Asset Allokation zu verankern.

Ende 2001 trat China der Welthandelsorganisation (WTO) bei. Ein Startschuss für die rasante Entwicklung des Landes und eine Herausforderung für die weltweiten Rohstoffmärkte. Binnen weniger Jahre entwickelte sich das Land der Mitte zum dominierenden Faktor der weltweiten Rohstoffnachfrage: Der Commodity Super-Cycle war geboren. Rohöl erreichte 147 USD je Fass, Kupfer handelte über 10.000 USD je Tonne, Gold übertraf 1.900 USD je Feinunze und Weizen sowie Mais verteuerten sich auf 9,50 bzw. 8,40 USD je Scheffel.

Der Euphorie folgte die Ernüchterung in Form einer Dauerkrise seit der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise und einem sich über fünf Jahre erstreckenden Bearmarket für Rohstoffe. Heute, Ende 2016 stehen wir erneut am Ausgangspunkt einer Rohstoff-Hausse. Das Interesse der Anleger kehrt zurück. Erstmals steigen die in Rohstoffe investierten Mittel wieder deutlich an. Rohstoffe übertreffen Aktien in der Wertentwicklung. Der Preis für ein Fass Rohöl testete im Frühjahr 2016 das Niveau von 26 USD. Kupfer handelte durchschnittlich bei 4.700 USD je Tonne, Gold bei rund 1.250 USD je Feinunze. Im Agrarsegment bewegten sich die Preise für Weizen und Mais bei durchschnittlich 4,40 bzw. 3,60 USD je Scheffel. Vor dem Hintergrund einer im Frühjahr 2016 abgeschlossenen Bodenbildung handeln die meisten Rohstoffe weit unterhalb ihrer mittel- und langfristigen Durchschnittspreise.

Dies sehen wir als solides Fundament eines neu beginnenden Rohstoff-Zyklus.

Prognosen 2017

MAKRO-PROGNOSEN

Dr. Bernd Früh, Dr. Torsten Dennin

Rückblick

Bei unseren Makro-Prognosen für das Jahr 2016 hatten wir erwartet, dass die Weltwirtschaft moderat wächst und die US-Ökonomie hierbei eine führende Rolle einnimmt. Der private Verbrauch sollte die tragende Säule der US-Volkswirtschaft sein und die Teuerungsraten im Zuge des festen Arbeitsmarkts nach oben tendieren. Des Weiteren waren wir für Europa davon ausgegangen, dass auch hier die konjunkturellen Vorzeichen positiv bleiben, wenn auch die Wachstumsdynamik wegen struktureller Probleme und verschiedener Krisen gegenüber den USA abfällt.

Mit dieser Einschätzung lagen wir im Wesentlichen richtig. Trotzdem wurden wir in einem für die Finanzmärkte wichtigen Aspekt eines Besseren belehrt. Denn im Zuge der von China ausgehenden Finanzmarkturbulenzen im Januar und Februar kam es zu einem weiteren Verfall der Rohölpreise, die im Februar dann ihren Tiefpunkt erreichten, und auch die Preise einiger Agrarrohstoffe durchliefen im ersten Halbjahr einen Talboden. In der Folge stiegen die Inflationsraten 2016 nicht in dem Maße an wie von uns erwartet, auch wenn die US-Kerninflationsrate leicht nach oben kletterte.

Dieser durch den Rückgang der Rohstoffpreise zurückgehaltene Inflationsdruck ermöglichte es den Notenbanken, ihre außergewöhnlich expansive Geldpolitik fortzusetzen. So verzichtete die Fed auf einen zweiten Zinsschritt nach oben und die EZB weitete im März ihr monatliches Wertpapier-Kaufprogramm auf 80 Mrd. EUR aus und senkte ihren Leitzins auf 0,00% und ihren Einlagenzins auf -0,40%.

Aufgrund dieser Entwicklung lagen wir in unseren Finanzmarkt-Prognosen teilweise deutlich daneben. Insbesondere hatten wir mehrere Zinserhöhungen der Fed erwartet und damit einhergehend einen Anstieg der Langfristzinsen in den USA und Europa sowie eine erneute Stärkephase des US-Dollar. Die 10J-Zinsen gingen dagegen zurück und fielen in der Eurozone aufgrund des verstärkten EZB-Kaufprogramms und der Brexit-Entscheidung im Juni sogar in den negativen Bereich, den sie bis Oktober kaum mehr verließen. Und der US-Dollar zeigte aufgrund der ausgebliebenen Fed-Zinserhöhungen keine Stärke, sondern verlor vielmehr bis April ungefähr 7% gegenüber dem Euro, auch wenn er diese Verluste dann

wieder bis Oktober aufholte. Für die Aktienmärkte hatten wir wegen positiver Konjunkturaussichten einen moderaten Kursanstieg prognostiziert. Der durch den chinesischen Aktienmarkt induzierte kräftige Kurseinbruch zu Jahresbeginn mit Verlusten der Aktienindizes von deutlich über 10% stellte diese Prognose frühzeitig in Frage. Aber mit der Kurserholung der Dividendenpapiere seit dem Februar-Tief näherten sich die Notierungen wieder unseren Prognosewerten an, insbesondere am US-Aktienmarkt.

Für die Rohstoffmärkte prognostizierten wir ein Kursplus von 15%. Trotz eines schwachen Jahresauftakts 2016 notierte der Bloomberg Commodity Index im Sommer 2016 rund 15% im Plus. Auch Rohöl (WTI) machte Anstalten, die Marke von 60 USD erobern zu wollen – ausgehend von Tiefstpreisen von 26 USD pro Fass im Februar, ein Preisaufschlag von 100%. Der massive Contango führte jedoch dazu, dass der Excess Return, d.h. der Ertrag für den Anleger, deutlich geringer ausfiel. Unsere zu optimistische Einschätzung der US-Zinsentwicklung führte dagegen zu Prognosefehlern für das Segment der Edelmetalle. In der Folge lagen unsere Schätzungen für die Goldpreisentwicklung deutlich zu tief. Richtig dagegen lagen unsere optimistischen Prognosen bei Zink und Zucker, sowie unsere pessimistische Einschätzung für Benzin und Lebendrind. Auch wenn der Rohstoffmarkt die Zugewinne von +15% nicht halten konnte, so scheint die Trendwende doch geschafft und eine Bodenbildung abgeschlossen. 2016 entwickelten sich Rohstoffe erstmalig wieder besser als Aktien.

Prognosen

Die Wachstumsaussichten für das Jahr 2017 sind positiv. Die USA haben dabei alle Voraussetzungen, weiterhin die Rolle eines Wachstumsmotors auszufüllen. Denn die US-Volkswirtschaft ist in ihrem konjunkturellen Zyklus in einer Phase, in der auch nach sieben Jahren Aufschwung noch Potenzial für stärker steigende Löhne und Gehälter sowie einen weiteren Beschäftigungszuwachs besteht. Vom festen Arbeitsmarkt werden demnach wachstumsstützende Effekte auf vermutlich noch längere Sicht kommen. Die vorlaufenden Wirtschaftsindikatoren zeigen leicht nach oben und die Geldpolitik ist nach wie vor stimulierend. Hinzu kommt nun

noch die Wahl von Donald Trump zum neuen US-Präsidenten, der zumindest nach seinen geäußerten Plänen für einen starken Konjunkturimpuls sorgen dürfte. Andere Regionen wie insbesondere die Eurozone werden voraussichtlich von der US-Entwicklung profitieren. Auch China dürfte ein zumindest moderates Wachstum aufweisen. Trotz dieses insgesamt positiven Szenarios für 2017 bestehen für die Weltwirtschaft weiterhin strukturelle Hemmnisse wie vor allem die hohe private und öffentliche Verschuldung. Vor diesem Hintergrund könnte 2017 ein Jahr werden, das zumindest in den USA durch einen stärker werdenden Inflationsauftrieb gekennzeichnet ist, der durch den festen Arbeitsmarkt und die positive Entwicklung am Immobilienmarkt forciert wird. Hinzu kommt, dass nach den Preistiefs im ersten Halbjahr 2016 bei Rohöl und vielen Agrarrohstoffen nun für 2017 weltweit mit Inflationsraten zu rechnen ist, die auf höherem Niveau über den Kerninflationen liegen. Insbesondere die US-Kerninflation tendiert bereits seit geraumer Zeit nach oben.

In der Folge dürfte sich am US-Bondmarkt wieder ein etwas normales Zinsniveau einstellen. Wir erwarten, dass die Fed zu einer konsequenteren Leitzins-erhöhungspolitik genötigt wird. Daraus leiten wir einen steigenden US-10J-Zins sowie eine erneute Stärke des US-Dollars ab. Die Aktienmärkte müssen diese erwartete restriktivere Fed-Politik erst einmal verarbeiten, werden aber vom positiven konjunkturellen Umfeld unterstützt. Hier ist unser Hauptszena-

rio zuerst eine Phase stärkerer Schwankungen ohne klaren Trend und danach ein sich etablierender Aufwärtstrend.

Aufgrund der Leitfunktion der US-Märkte beeinflusst unsere US-Einschätzung die Prognosen für andere Märkte. Für die Eurozone ist mit einem anhaltend niedrigen Leitzins und einer erneuten Euro-Schwäche zu rechnen. Der deutsche 10J-Zins dürfte sich seinem US-Pendant folgend nach oben bewegen.

Technisch befinden sich die Rohstoffmärkte mit Tiefstständen im Januar 2016 und einem positiven Ausbruch über die 200-Tagelinie im April 2016 im Bullenmarkt. Die überzeugende relative und absolute Performance der Asset Klasse Rohstoffe 2016 spiegelt sich auch in einem Anstieg der verwalteten Gelder wider – hier erwarten wir eine Fortsetzung dieser Entwicklung. Das konjunkturelle Umfeld dürfte auch 2017 keine Steine in den Weg legen, sodass wir mit einer fortschreitenden Verbesserung zahlreicher Marktsalden rechnen. Viele Teilmärkte weisen noch Überschüsse auf, die sich 2016 aber bereits verringerten und 2017 weiter abgebaut werden sollten. Die weniger steil als erwartet verlaufende Anpassung des US-Zinsniveaus lässt auch die Edelmetalle Gold und Silber in einem attraktiveren Licht scheinen als im vergangenen Jahr. Für 2017 prognostizieren wir auf dieser Grundlage ein Kursplus für den Bloomberg Commodity Index von 20% für das Gesamtjahr.

Tiberius Kapitalmarktprognosen

Anlageklasse	Indexname	2016			2017
		Stand am 20.11.2015	Tiberius Prognose für Ende 2016 vom 20.11.2015	Stand am 09.11.2016	Tiberius Prognose für Ende 2017 vom 09.11.2016
Aktien	S&P 500	2.089	2.180	2.163	2.380
	Dax 30	11.119	11.600	10.646	11.500
	Nikkei 225	19.879	20.400	16.251	17.300
Renten	10J-Zins US	2,26%	3,00%	2,05%	3,00%
	10J-Zins D	0,48%	1,50%	0,20%	1,00%
	10J-Zins JP	0,32%	0,90%	-0,07%	0,60%
Leitzinsen	USA	0,25%	1,25%	0,50%	2,25%
	Eurozone	0,05%	0,05%	0,00%	0,00%
	Japan	0,10%	0,10%	0,10%	0,10%
Währungen	EURUSD	1,06	0,95	1,09	0,95
	EURJPY	130,8	130	115	110
Rohstoffe	BCOM TR	164	190	170	200
	Rohöl (WTI)	42	60	45	60
	Gold	1.078	1.000	1.278	1.450

ROHSTOFF-PROGNOSEN

Dr. Torsten Dennin

Tiberius Rohstoffprognose 2017

Sektor	Rohstoff	Ticker	Tiberius Relative Prognose 2017 09.11.2016	
Energie (Übergewichten)	Rohöl (Brent)	CO	Übergewichten	2
	Rohöl (WTI)	CL	Übergewichten	2
	Benzin	XB	Leicht Übergewichten	1
	Heizöl	HO	Leicht Übergewichten	1
	Erdgas	NG	Übergewichten	2
Basismetalle (Übergewichten)	Aluminium	LA	Leicht Untergewichten	-1
	Kupfer	HG	Leicht Untergewichten	-1
	Blei	LL	Leicht Übergewichten	1
	Nickel	LN	Neutral	0
	Zinn	LT	Neutral	0
	Zink	LX	Übergewichten	2
Edelmetalle (Untergewichten)	Gold	GC	Neutral	0
	Palladium	PA	Leicht Untergewichten	-1
	Platin	PL	Leicht Untergewichten	-1
	Silber	SI	Leicht Übergewichten	1
Lebendvieh (Untergewichten)	Magerschwein	LH	Leicht Untergewichten	-1
	Lebendrind	LC	Leicht Untergewichten	-1
Agrar - Getreide (Übergewichten)	Mais	C	Neutral	0
	Sojabohnen	S	Leicht Übergewichten	1
	Sojabohnen Mehl	SM	Leicht Übergewichten	1
	Sojabohnen Öl	BO	Leicht Übergewichten	1
	Weizen (Chicago)	W	Neutral	0
Agrar - Softs (Untergewichten)	Kakao	CC	Leicht Untergewichten	-1
	Kaffee	KC	Neutral	0
	Baumwolle	CT	Leicht Übergewichten	1
	Zucker	SB	Leicht Untergewichten	-1

Quelle: Bloomberg, Tiberius

Unsere relativen Prognosen können grundsätzlich die folgenden fünf Ausprägungen annehmen, die als Empfehlung 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 2017 von einer stärker wachsenden Wirtschaft und einer anhaltenden Verbesserung vieler Marktsalden aus. Daher erwarten wir eine Outperformance der zyklischen Rohstoffsektoren Energie und Basismetalle, die wir beide gegenüber dem Bloomberg Commodity Index empfehlen überzugewichten (OW). Obwohl sich das Bild für Edelmetalle (UW) klar zum Vorjahr gebessert hat, erwarten wir trotzdem keine Outperformance gegenüber dem breiten Rohstoffmarkt. Die Agrar- und Viehmärkte sehen wir 2017 mit einer heterogenen Performance. Lebewiege bleibt nach einem massiven Abverkauf 2016 auch 2017 ein Untergewicht (UW), Soft Commodities stufen wir neu auf Untergewichten (UW), während wir die Märkte für Getreide und Ölsaaten als Outperformer (OW) einstufen. Unsere Top Long Ideen aus der Einzelrohstoffanalyse 2017 sind Rohöl, Erdgas und Zink, während wir auf diesem Preisniveau keine Top Short Ideen empfehlen.

Im Energiesektor (OW) prognostizieren wir eine Erholung des Ölpreises auf 60 US-Dollar (WTI) bis zum Jahresende 2017, was einer Preissteigerung von über 30% entspricht (+2). Der für den Anleger negative Terminkurveneffekt hat sich über die letzten Monate bereits abgeschwächt und wir erwarten für 2017 eine weitere Verringerung des Contango bei Rohöl. Wir unterstellen eine weitere schrittweise Verbesserung der Marktsalden und im späteren Jahresverlauf erste Schritte zu einer Normalisierung der Lagerbestände. Die Petroleum-Produkte Benzin (+1) und Heizöl (+1) dürften von diesem Trend profitieren. Jedoch sehen wir die Raffineriemargen 2017 gegenüber dem Vorjahr unter Druck, sodass die Preisentwicklung etwas schwächer verlaufen dürfte. Spürbar positive Impulse durch LNG und Pipeline-Projekte sollten dagegen zu strukturell höheren Preisen für US-Erdgas (+2) führen. Hier erwarten wir 2017 Preise zwischen 3,50 und 4,0 USD. Unter allen Basismetallen (OW) stufen wir Aluminium (-1) und Kupfer (-1) als relative Underperformer ein. Beide Teilmärkte bleiben auch 2017 im Überschuss. Für den Kupfermarkt sehen wir sogar eine weitere Verschlechterung der Marktsalden aufgrund eines Anstiegs der Minenproduktion. Für Nickel (0) und Zinn (0) prognostizieren wir eine neutrale Entwicklung. Zink (+2) dagegen dürfte die positive Entwicklung des Vorjahres weiter fortschreiben, da der Markt im Defizit bleibt und kein neues Angebot an den Markt kommt. Abgeschwächt gilt dies auch für Blei (+1).

Die Entwicklung des Goldpreises verlief 2016 deutlich positiver als von den meisten Marktteilnehmern unterstellt. Für 2017 stufen wir Gold neutral (0) ein und sehen größere Chancen bei Silber (+1). Ein Grund liegt in der fallenden Sekundärförderung des Metalls. Aufgrund der schwächeren industriellen Nachfragekomponente sehen wir 2017 für Platin (-1) und Palladium (-1) eine im Vergleich zum Rohstoffmarkt unterdurchschnittliche Entwicklung.

2017 sind wir hinsichtlich der Entwicklung der Preise für Getreide und Ölsaaten konstruktiv und stufen das Segment als relatives Übergewicht (OW) ein. Wir sehen sowohl die Stocks-to-Use Ratios in den USA als auch die US-Erträge je Flächeneinheit nach Rekordwerten 2016/17 im folgenden Erntejahr 2017/18 sinken. Weizen (0) und Mais (0) dürften sich analog zum breiten Rohstoffmarkt entwickeln, während wir den Soja-Komplex als Outperformer einstufen. Sojabohnen (+1) weisen eine im Vergleich zu Weizen und Mais geringere Stocks-to-Use Ratio auf, die nächste US-Ernte dürfte im Vergleich zum Vorjahr fallen und Argentinien senkt aus fiskalpolitischen Gründen im nächsten Jahr nun doch nicht die Exportzölle. Sojabohnenmehl (+1) profitiert durch eine anziehende inländische Nachfrage und Sojabohnenöl (+1) durch höhere Energiepreise sowie die nachgelagerten Effekte negativer El Niño Einflüsse auf die asiatische Palmölproduktion. Soft Commodities (UW) dürften sich 2017 uneinheitlich entwickeln. Während Baumwolle (+1) eine Bodenbildung abgeschlossen hat und sich die fundamentalen Rahmendaten verbessern, belastet die Erwartung höherer Ernten in Westafrika die Entwicklung von Kakao (-1). Nach einer deutlichen Preissteigerung bei Zucker (-1) 2016 wird zwar für das Erntejahr 2016/17 erneut ein globales Defizit erwartet. Dies scheint jedoch in den aktuellen Notierungen bereits eingepreist, sodass es unserer Meinung nach zusätzlicher positiver Faktoren bedarf, um einen weiteren Preisanstieg zu rechtfertigen. Für Kaffee (0) erwarten wir eine Entwicklung im Rahmen des allgemeinen Rohstoffmarkts. Nachdem 2016 Ernteverluste bei Robusta den Markt stützten, erwarten wir 2017 ein niedrigeres Erntevolumen von Arabica in Brasilien. Im Segment Lebewiege (UW) ist nach dem erheblichen Verlust 2016 auch für 2017 noch keine signifikante Trendwende zu erkennen. Bei Leberrind (-1) setzt sich das Herdenwachstum in den USA fort und auch bei Magerschweinen (-1) belastet die Herdengröße das Preisniveau. Als positive Faktoren können steigende Futtermittelpreise, zunehmende Nachfrage auf tiefen Preisniveaus und eine einsetzende technische Bodenbildung nach massiven Abverkäufen angeführt werden.

Makroökonomische Perspektiven 2017

USA

Dr. Bernd Fröh

Der Konjunkturaufschwung geht weiter

Die US-amerikanische Volkswirtschaft befindet sich im achten Jahr ihres Aufschwungs nach der sehr schweren Rezession 2008/09. Die beachtliche Länge der Aufschwungsphase hat zwar in den letzten Jahren zu einem Rückgang der Arbeitslosenrate von 10% auf nunmehr 5% geführt, darf aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Wachstumsdynamik der weltweit größten Ökonomie eher schwach ist. In der Tat sind die realen Wachstumsraten im Vergleich zu früheren konjunkturellen Expansionsphasen gering und die nominalen Wachstumsraten sind sogar mit Abstand die schwächsten: Der Rückgang der nomina-

die eine Schuldenkrise war, durch das Bemühen um Schuldenkonsolidierung im Privatsektor strukturell gedrosselt wird.

Seit einigen Quartalen ist der industrielle Bereich schwach und drückt die Wachstumsrate nach unten. So ist der Auslastungsgrad in der Güterproduktion seit 2015 gefallen, zeigt aber seit einigen Monaten wieder Stabilisierungstendenzen.

Die Schwäche bei der Industrieproduktion hat 2016 zu einer Wachstumsdelle geführt, die aber durch den privaten Verbrauch aufgefangen wird. Tatsächlich wächst der Konsum spätestens seit 2015 deutlich stärker als das BIP und ist damit die tragende Säule für die US-Wirtschaft. Der feste Arbeitsmarkt lässt erwarten, dass dies auch 2017 anhalten wird.

Im Zuge des mehrjährigen Wirtschaftsaufschwungs hat sich der Arbeitsmarkt seit 2010 kontinuierlich erholt. Zwar gibt es nach wie vor erhebliche strukturelle Probleme wie die große Zahl von Langzeitarbeitslosen, der gewachsene Anteil von Billiglohnjobs und die seit der Finanzkrise niedrigere Partizipationsrate, auch ist der Stellenzuwachs insgesamt geringer als in früheren konjunkturellen Aufschwungsphasen, aber trotzdem ist die derzeitige Situation am Arbeitsmarkt eindeutig gut. So sind die Erstanträge auf Arbeitslosigkeit unter die Tiefpunkte von 1987, 2000 und 2006 gefallen, obwohl es heutzutage wesentlich mehr Arbeitnehmer gibt. Die Arbeitslosenrate ist mit zuletzt 5% ziemlich gering, allerdings noch nicht so niedrig wie 2000 und 2007.

Die Tatsache, dass die Arbeitslosenrate in den letzten Monaten nicht noch weiter unter die 5%-Marke gefallen ist, sowie die Wachstumsdelle im bisherigen Jahresverlauf 2016 werfen die Frage auf, ob der recht fortgeschrittene Konjunkturzyklus nun langsam an sein Ende kommt und eventuell eine Rezession bevorsteht. Als ein Erklärungsansatz für das Ende eines Konjunkturaufschwungs wird oft ein notwendiger Bereinigungsprozess nach zuvor erfolgter Überinvestition angeführt, der zum Beispiel auf krisenhafte

Nominales BIP-Wachstum USA

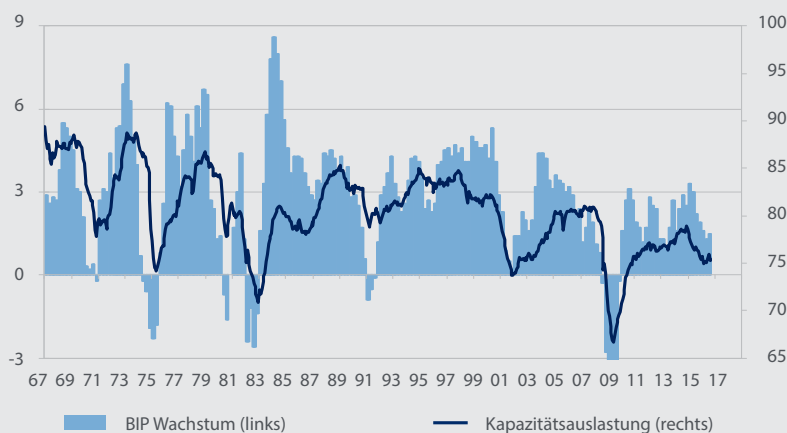
Phase	Nom. BIP-Wachstum*
1950/Q1 - 1953/Q3	2,69
1954/Q3 - 1957/Q2	1,69
1958/Q3 - 1960/Q1	2,01
1961/Q2 - 1969/Q4	1,86
1971/Q1 - 1973/Q3	2,53
1975/Q2 - 1979/Q4	2,79
1980/Q4 - 1981/Q2	3,47
1983/Q1 - 1990/Q2	1,89
1991/Q2 - 2000/Q4	1,42
2002/Q1 - 2007/Q3	1,35
2009/Q2 - 2016/Q3	0,91

* Ø in % qoq

Quelle: Bloomberg

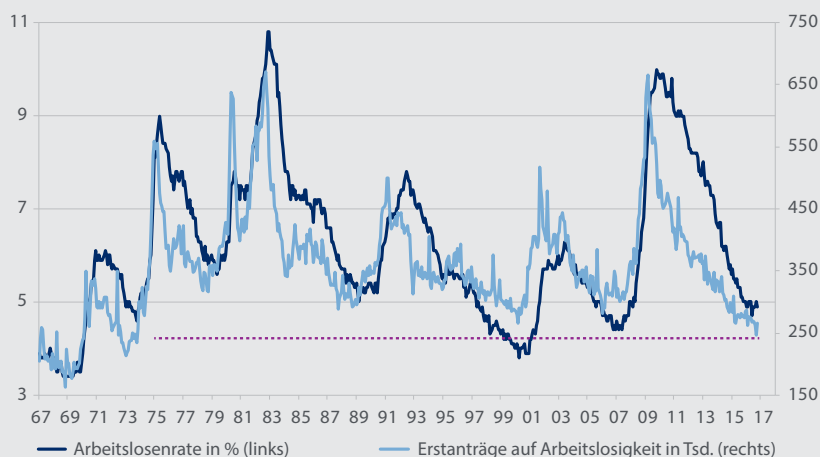
len Wachstumsraten in den Aufschwungsphasen seit 1980 hat in erster Linie mit der tendenziell sinkenden Inflationsrate in diesem Zeitraum zu tun. Beim gegenwärtigen Aufschwung kommt noch hinzu, dass die Güternachfrage nach der schweren Krise 2008,

USA: BIP Wachstum und Kapazitätsauslastung in %



Quelle: Bloomberg

USA: Arbeitslosenrate und Erstanträge auf Arbeitslosigkeit



Quelle: Bloomberg

Weise am US-Immobilienmarkt nach 2007 erfolgte. Ein anderer Auslöser für eine Rezession könnte irgendein Schockereignis sein, das die Wirtschaftstimmung schlagartig einbrechen lässt. Ein weiteres Erklärungsmuster ist das einer konjunkturellen Überhitzung, welche die Teuerungsraten nach oben treibt und eine restriktive Geldpolitik notwendig macht, die dann wiederum zumindest eine Konjunkturabkühlung oder eben eine Rezession auslöst.

Eine andere mit Inflationsrisiken sowie einer dann restriktiv reagierenden Geldpolitik verbundene Erklärung setzt bei der Lohn- und Gehaltsentwicklung als eigentlich auslösenden Faktor für das Ende eines Konjunkturaufschwungs an. Wenn die Arbeitnehmer durch einen entsprechend hohen Lohn- und Gehaltsanstieg stark an den Unternehmensgewinnen parti-

Sollte demnach erst ein hinreichend großer Lohnzuwachs den eigentlichen Ausschlag für das Ende eines längeren Konjunkturzyklus geben?

Der Vergleich von Lohnanstieg und Arbeitslosenrate seit 1985, also seit die Inflation im Trend sinkt, legt tatsächlich nahe, dass der Tief- und Wendepunkt bei der Arbeitslosenrate erst kommt, wenn die Stundenlöhne ungefähr um 4% gegenüber dem Vorjahr ansteigen, so 1989, 2000 und 2007!

Es ist nicht verwunderlich, dass eine sinkende Arbeitslosenrate mit steigenden Löhnen einhergeht. Erstaunlich ist es aber schon, dass seit 30 Jahren der Tiefpunkt bei der Arbeitslosenrate, also das Ende einer langjährigen Aufschwungphase jeweils mit einem Lohnanstieg von ungefähr 4% zusammenfällt. Möglicherweise ist diese 4%-Steigerungsrate als Mar-

zipieren, werden die Unternehmen anfälliger für Wachstumschwankungen und im Falle schwächerer Konjunkturaussichten schneller bereit zu restriktiven Maßnahmen wie beispielsweise einem Investitionsstopp oder Entlassungen. Die Kausalitätskette für das Erlahmen der konjunkturellen Auftriebskräfte und den Beginn einer Rezession im konjunkturellen Zyklus wäre also: die über eine bestimmte und von der Gewinnsituation abhängige Schwelle gestiegene Partizipation der Arbeitnehmer an den Erträgen der Unternehmen, möglicherweise begleitet durch eine preisteigerungsbedingt restriktiver werdende Geldpolitik, nötigt die Unternehmen irgendwann zunehmend zu vorsichtigeren und bremsenden Maßnahmen, die letztlich über Einsparungen bei Investitionen und Personal gesamtwirtschaftlich in einer Rezession münden.

ke für die Arbeitnehmerpartizipation an den Unternehmensgewinnen tatsächlich eine Vorbedingung für das potenzielle Ende der derzeitigen konjunkturellen Expansion. Wenn dem so ist, steht die US-Ökonomie nicht vor einer Rezession sondern der Aufschwung geht weiter, denn die Stundenlöhne ziehen zwar seit geraumer Zeit an, liegen aber mit ca. 2,5% deutlich unter dieser Marke!

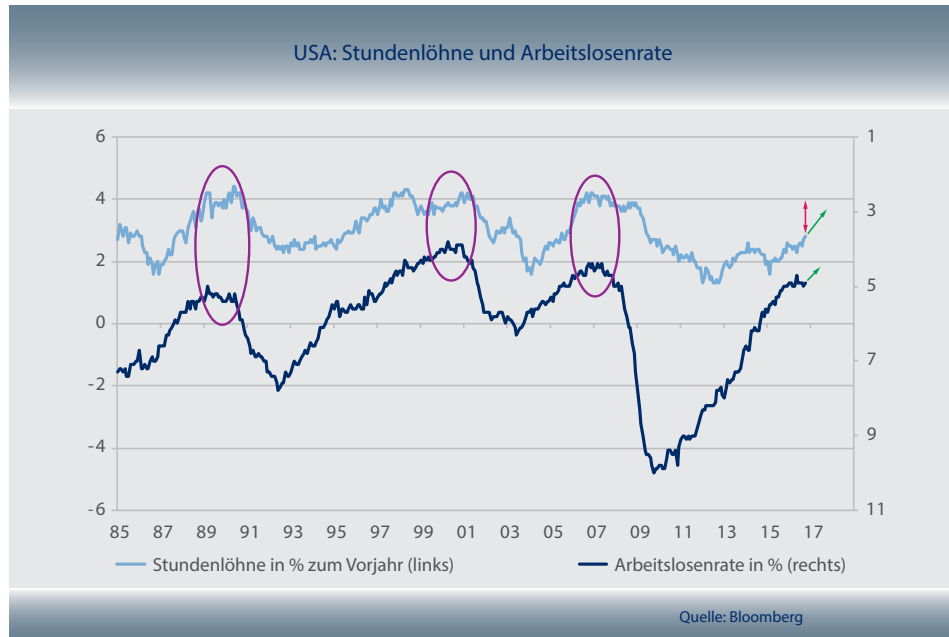
Ein wichtiger Bestimmungsfaktor für die seit einigen Monaten um 5,0% stagnierende Arbeitslosenquote

prägt sein wird. Wir gehen trotz der außergewöhnlichen Verhältnisse nach der Finanzkrise davon aus, dass konjunkturzyklische Wirkungszusammenhänge weiterhin ihre Gültigkeit haben und erwarten die Fortsetzung des US-Konjunkturaufschwungs.

Dafür sprechen auch die Einkaufsmanagerindices, die nach dem wohl durch die Brexit-Entscheidung hervorgerufenen Einbruch zuletzt schnell wieder nach oben stiegen, wobei auch hier die Diskrepanz

zwischen dem eher schwachen Verarbeitenden Gewerbe und dem sehr positiven Dienstleistungssektor auffällig ist.

Die seit 2015 aufgegangene Schere zwischen der Stimmung im Verarbeitenden Gewerbe und der des Dienstleistungsbereichs bestätigt noch einmal, dass die Wachstumsdelle der US-Volkswirtschaft vornehmlich auf die Schwäche des industriellen Sektors zurückzuführen ist. Die Einkaufsmana-



deutet darauf hin, dass diese noch nicht ihren Tiefpunkt erreicht hat. So stieg die Anzahl der Erwerbspersonen in den ersten drei Quartalen 2016 um 1,6 Millionen an, was ungefähr zu gleichen Teilen durch das Bevölkerungswachstum und durch die seit 2014 wieder leicht ansteigende Partizipationsquote abgedeckt wurde. Da aber seit 2008 zunehmend die „Babyboomer“-Generation (Jahrgang 1946 bis Jahrgang 1964) in das Ruhestandsalter kommt und ein steigender Anteil der Rentner auf die Partizipationsquote drückt, dürfte diese in den nächsten Quartalen ihren Anstieg nicht mehr oder zumindest nur noch abgeschwächt fortsetzen. In der Folge müssen arbeitskräftesuchende Unternehmen in stärkerem Maße auf das Reservoir der Arbeitslosen zurückgreifen oder zumindest stärker um die Menschen im erwerbsfähigen Alter konkurrieren. Daher ist angesichts der anhaltenden Nachfrage nach zusätzlichen Arbeitskräften damit zu rechnen, dass die Arbeitslosenrate noch etwas weiter absinkt und der Lohn- druck zunimmt.

Unseres Erachtens fehlt im derzeitigen US-Aufschwungszyklus noch die letzte Phase, die von stärker steigenden Löhnen und Gehältern, einer anziehenden Inflationsrate und einer dann notwendigerweise zunehmend restriktiver agierenden Fed-Politik ge-

gerindices sind Indikatoren der Unternehmensseite. Für die Privathaushalte sorgt der feste Arbeitsmarkt dafür, dass die Perspektiven gut bleiben. Trotz struktureller Hemmnisse profitiert ein wachsender Teil der Bevölkerung von den Beschäftigungsmöglichkeiten und das Einkommen breiter Bevölkerungsschichten erhöht sich seit einigen Jahren. Dies zeigt sich insbesondere beim medianen Realeinkommen, das interessanterweise in den ersten drei bis vier Jahren des derzeitigen Aufschwungs deutlich sank und nun aber zügig ansteigt und eventuell schon 2016 den Hochpunkt von 2007 erreicht.

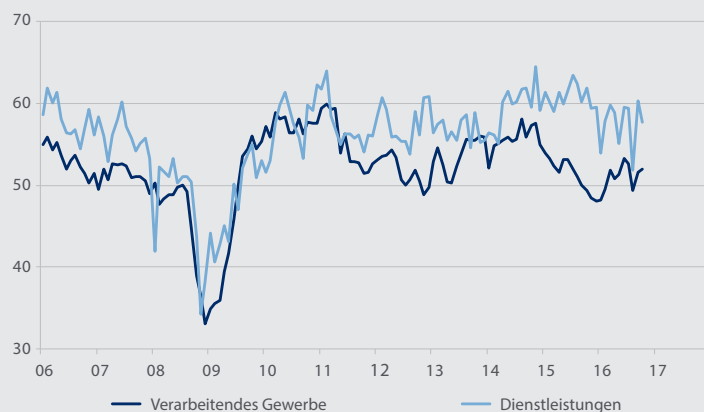
Die Kluft zwischen Arm und Reich geht in den USA immer weiter auseinander. Die extrem expansive Fed-Politik seit der Finanzkrise ist hier mitverantwortlich, da höhere Preise für Vermögenswerte wie Aktien oder Immobilien in erster Linie den oberen Einkommensschichten zugutekommen. Trotzdem verdeutlicht der Anstieg des medianen Realeinkommens seit 2013, dass die finanziellen Mittel der Bevölkerung insgesamt zunehmen und dies insbesondere auch für die Mittelschicht zutrifft. Die Einkommensentwicklung bildet eine gute Grundlage für eine nachhaltig positive Konsumneigung, so dass der private Verbrauch 2017 die Konjunktur maßgeblich stützen dürfte. Im Gegensatz zu 2007 droht kein Platzen ein-

ner Immobilienblase und der sich bereits seit 2015 in der Konsolidierung befindende industrielle Sektor dürfte eher wieder Tritt fassen, zumal der wieder höhere Ölpreis die schwer angeschlagene Fracking-Industrie vor einem weiteren Absturz bewahrt. Daher ist ein weiterer Anstieg des Konsumentenvertrauens nach dem Muster früherer Konjunkturzyklen zu erwarten. Auch hier deutet das gegenwärtig noch nicht erreichte Niveau von 1989 oder 2007 darauf hin, dass der Wirtschaftsaufschwung noch Potenzial hat und deswegen noch nicht zu Ende geht.

Nicht nur der Arbeitsmarkt, auch der Immobilienmarkt hat sich von seiner schweren Krise in den letzten Jahren kontinuierlich erholt. Inzwischen trägt die Baubranche immer mehr zum Wirtschaftswachstum bei. Diese positive Entwicklung ist zinsinduziert und das nach wie vor sehr niedrige Zinsniveau begünstigt weiterhin die Immobilienbranche. Die Häuserpreise steigen seit 2012 und beispielsweise der S&P/Case-Shiller-Hauspreisindex steuert allmählich seinen Hochpunkt von 2006 an. Dadurch wird die allgemeine Wirtschaftsstimmung positiv beeinflusst.

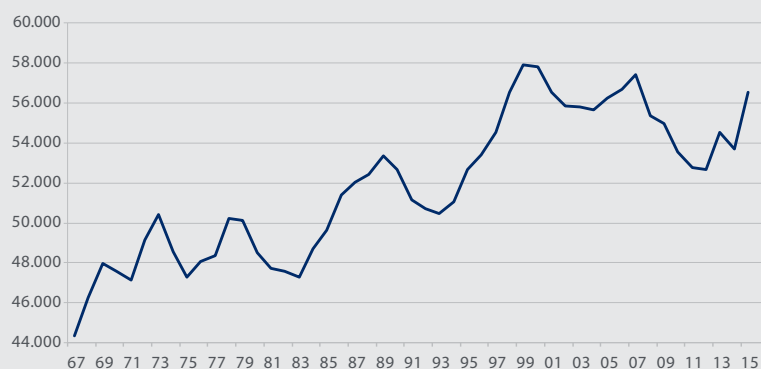
Durch die Wahl von Donald Trump zum Präsidenten der USA hat sich eine neue Situation ergeben, die einen sehr starken Impuls für die US-Konjunktur bedeutet. Denn wenn man Trumps Aussagen im Wahlkampf Glauben schenken will, hat er wirtschaftspolitisch im Kern drei Dinge vor: erstens massive Steuersenkungen, zweitens ein großes staatliches Infrastruktur-Investitionsprogramm und drittens protek-

USA: Einkaufsmanagerindex



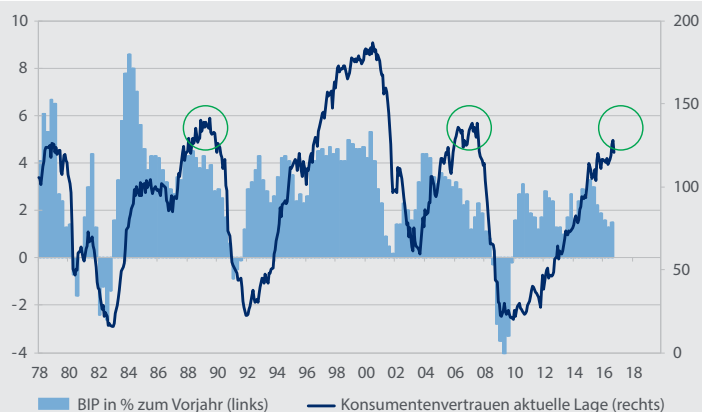
Quelle: Bloomberg

Medianes Jahres-Realeinkommen der US-Privathaushalte in USD von 1967 bis 2015



Quelle: Bloomberg

USA: BIP Wachstum und Konsumentenvertrauen aktuelle Lage



Quelle: Bloomberg

tionistische Maßnahmen zu Gunsten der heimischen Wirtschaft, unter anderem die Neuverhandlung verschiedener Freihandelsabkommen. Auch wenn diese wirtschaftspolitischen Maßnahmen nur zum Teil umgesetzt werden sollten, stellen sie eine starke Stimulanz der US-Binnenwirtschaft dar.

Für 2017 ist insgesamt eine durch den Konsum getragene Fortsetzung des nun siebenjährigen US-Konjunkturaufschwungs zu erwarten. Der Immobilienmarkt prosperiert und die Schwäche im industriellen Bereich dürfte überwunden werden. Es handelt sich konjunkturzyklisch gesehen wohl um die letzte Phase eines langjährigen Aufschwungs, in dem die Arbeitnehmer über steigende Löhne und Gehälter immer mehr an den Unternehmensgewinnen partizipieren und mit einem allmählich stärker werdenden Inflationsdruck auch letztlich eine etwas restriktivere Geldpolitik eingeschlagen wird. Diese Phase einer konsumseitig prosperierenden Ökonomie kann noch weit über ein Jahr andauern.

EUROPA

Sandra Bachofer

Ein Kontinent in der Dauerkrise

Wer glaubte, dass Europa im Sommer 2015 mit der griechischen Tragödie um eine erneute Rettung des Landes vor dem Staatsbankrott bereits den Höhepunkt der Krise erreicht hatte, wurde eines Besseren belehrt als die Folgen der Migrationsbewegung und des Votums Großbritanniens, die Europäische Union zu verlassen, den Kontinent in seinen Grundfesten erschütterten. Die Zerreißprobe Europas spitzte sich zu, Ordnungsverlust und die Handlungsunfähigkeit der Politik nahmen neue Dimensionen an.

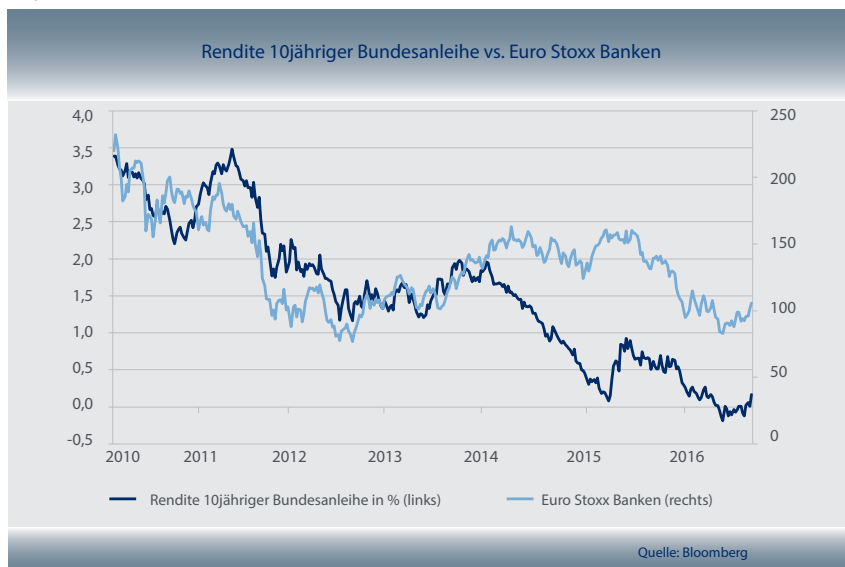
Die noch immer ungelösten Probleme einer Währungsunion, die sich aus unterschiedlich starken nationalen Volkswirtschaften und Wirtschaftsideologien zusammensetzt, traten 2016 in den Hintergrund. Weiterhin billiges Geld der EZB und niedrige Inflationsraten halfen die grundlegenden Ungleichgewichte zu übertünchen und unterstützten das Wirtschaftswachstum. Durch die erneut gewonnene Zeit konnten grundlegende Strukturreformen von den Regierungen der schwachen Mitgliedsstaaten weiter auf die lange Bank geschoben werden. Staatsverschuldungen und Defizitquoten verharren nach wie vor auf hohen Niveaus. Die Auswirkungen des geldpolitischen Experiments eines negativen Zinsumfelds sind inzwischen in der Realwirtschaft nicht mehr zu leugnen. Bankentitel taumeln, die Finanz- und Versicherungsbranche bangt um ihr Geschäftsmodell und sucht ihr Heil in der Reduktion von Kosten und zugesagten Leistungen. Dass das Anreizsystem erfolgreichen Wirtschaftens außer Kraft gesetzt wird, wenn Kapital keinen Preis und unterschiedliche Bonitäten

keine entsprechenden Risikoaufschläge mehr fordern und dadurch auch Altersvorsorge mit konservativen Anlagevehikeln nahezu unmöglich gemacht wird, beunruhigt zwar die Bevölkerung, verlor aber aufgrund schwerwiegender neuer Konflikte zwischen den Mitgliedsstaaten der Europäischen Union 2016 zunächst an Bedeutung.

Ihren Ausgang nahm die Zuspitzung der Krise im Umgang mit der Migrationsbewegung, die hektische, unüberlegte Entscheidungen zur Folge hatte und eine Politik mit Weitsicht vermissen ließ. Der Alleingang Deutschlands unter der irrigen Annahme, dass die restlichen 27 EU-Staaten dem deutschen Handeln uneingeschränkt folgen würden, legte den Grundstein für die gegenwärtigen tiefen Gräben der Zerrissenheit innerhalb der Europäischen Union. Deutschland hat sich dadurch nicht nur selbst in die politische Isolation manövriert, sondern die Ängste vor einer unkontrollierten Zuwanderung zum dominierenden Thema für das Referendum in Großbritannien befördert.

Die Folgen sind bekannt. 17 Millionen Briten stimmten für den Austritt ihres Landes aus der Europäischen Union, die dadurch nicht nur ein G7-Mitglied sondern auch ihre zweitgrößte Volkswirtschaft mit der drittgrößten Bevölkerung und einer geostrategisch bedeutenden Armee verliert. Die Schockwellen an den Kapitalmärkten blieben nach der Entscheidung nicht aus. Die Furcht vor den Auswirkungen des Brexit führte zum Absturz des britischen Pfunds. Gegenüber dem Euro erreichte

die britische Währung den niedrigsten Stand seit fünf Jahren und zum US-Dollar notiert das Pfund mit rund 1,20 Dollar sogar auf dem tiefsten Niveau seit 1985. Die britischen Aktienmärkte zeigten sich jedoch von dem Ausgang des Referendums nicht lange beeindruckt. Der Leitindex FTSE 100 stieg seit dem Brexit-Votum um mehr als 20 Prozent an und erreichte im Oktober 2016 einen neuen Höchststand. Internationale Rohstoffkonzerne gehören zu den Schwergewichten des



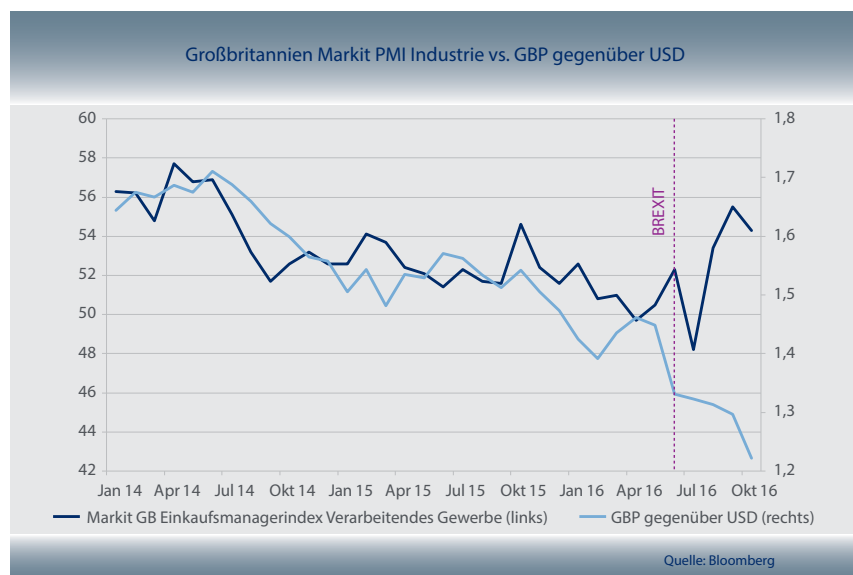
Index und werden kaum von den Auswirkungen des Brexits auf die britische Konjunktur belastet. Darüber hinaus wirkte sich die Schwäche des britischen Pfunds auf die Exportlastigkeit des Leitindex positiv aus, sodass viele Käufer zugriffen. Aber auch der breitere FTSE 250, der viele britische Unternehmen enthält, die stark vom Heimatmarkt abhängen, konnte zulegen und erreichte neue Rekordwerte. Die Unsicherheit über die künftigen politischen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen sowie die Zutrittsbarrieren zum EU-Binnenmarkt wird zwar 2017 zu einer Investitionszurückhaltung führen. Um einen starken Wachstumsrückgang abzufedern, legte die britische Regierung jedoch bereits ein Wohnungsbauprogramm auf und auch die Bank of England reagierte mit einer Leitzinssenkung, um die Wirtschaft zu stützen. Die Stimmungsumkehr in der britischen Industrie spiegelt sich im Markt-Index wider, der im September 2016 auf ein Niveau von 55,5 Punkten gestiegen war und damit den höchsten Stand seit mehr als zwei Jahren erreichte, nachdem er infolge des Referendums zunächst auf 48,2 Punkte eingebrochen war. Im Oktober 2016 fiel die Stimmung leicht auf 54,3 Punkte zurück.

hängiges und souveränes Land nach dem Austritt aus der europäischen Gemeinschaft. Der Begrenzung der Zuwanderung wird dabei eine höhere Priorität eingeräumt als dem weiterhin weitgehend freien Zugang zum EU-Binnenmarkt. Die EU selbst strebt ebenfalls eine harte Verhandlungslinie an, um weiteren austrittswilligen Nachahmern an Großbritannien ein abschreckendes Exempel zu statuieren. Die Verhandlungsposition der EU wird allerdings in den nächsten 12 Monaten durch Wahltermine in den EU-Kernländern geschwächt, deren Wahlkampfphasen und Regierungsbildungsprozesse die Handlungsfähigkeit sowohl auf nationaler als auch auf europäischer Ebene erheblich einschränken werden. Die Terminierung des Beginns der Austrittsverhandlungen auf spätestens Ende März 2017 wurde von der britischen Seite durchdacht gewählt, da in einem derartigen Umfeld bestmögliche Verhandlungserfolge zu erzielen sind.

Gemessen am Verhältnis der Exporte zur Wirtschaftsleistung dürften sich die Folgen eines Wegfalls des freien Zugangs zum EU-Binnenmarkt für Großbritannien als schwerwiegender erweisen als die Auswirkungen, die sich für die Handelsbeziehungen ergeben, die

die restlichen 27 EU-Länder mit Großbritannien unterhalten. Letztendlich kann dies aber erst nach Abschluss der Austrittsverhandlungen beurteilt werden, deren Fokus auf dem Finanzplatz London liegen wird. Die Hauptstadt genießt nicht nur eine zentrale Rolle wegen der Bedeutung der Finanzbranche für die Wirtschaftsleistung des Landes (rund 12 Prozent des BIP) und der mehr als zwei Millionen Beschäftigten des Sektors, sondern auch weil viele nicht-europäische Institute die britische Hauptstadt als Europazentrale wählen,

um von dort aus im Rahmen des EU-Passes Geschäfte mit den restlichen Ländern der EU zu tätigen. Erste Institute kündigten bereits an, 2017 aufgrund der unklaren Rahmenbedingungen Geschäftseinheiten aus London abziehen und in andere EU-Staaten zu verlagern, sicherlich auch mit der Intention, den harten Verhandlungskurs der britischen Regierung aufzuweichen. Aufgrund des Brexit-Votums dürfte London seine Vormachtstellung im europäischen Finanzbereich verlieren und auch der Immobilienmarkt infolge geographischer Umstrukturierungen Einbußen erleiden. Dennoch kann auch hier noch kein generelles Negativszenario skizziert werden, da unter anderem die künftige Ausgestaltung der Regulierung des Sektors die globalen Kapitalströme beeinflussen wird. Letztendlich könnte Großbritannien auch als



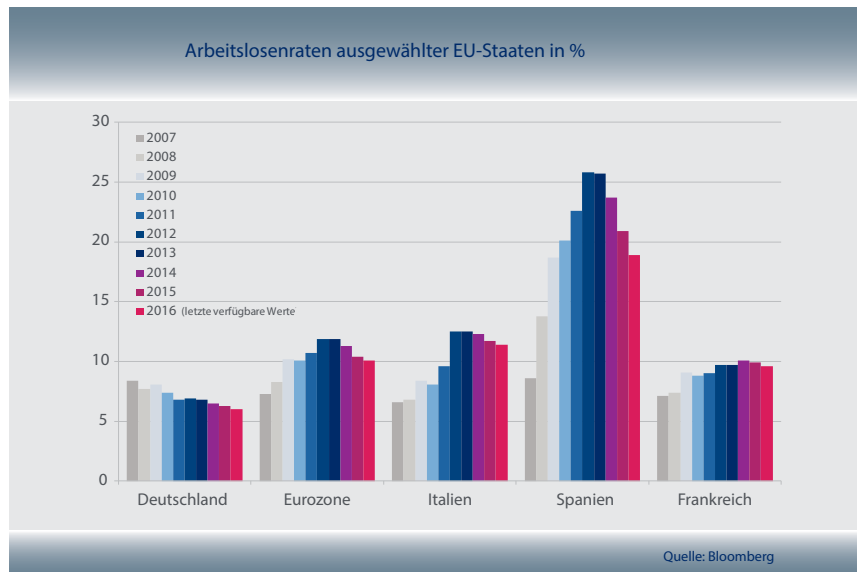
Der bislang beispiellose Scheidungsprozess wird langwierig und kompliziert. Allein die Tatsache, dass Großbritannien bei der Einführung des Euros an seiner eigenen Währung festgehalten hat, reduziert den Vorgang um eine weitere Komplexitätsstufe. Ob sich das Brexit-Votum, das vom vorherigen Premierminister Cameron kurzfristig, leichtfertig und egozentrisch zur Sicherung des eigenen innenpolitischen Machtanspruchs gestellt wurde, zum Vor- oder Nachteil Großbritanniens erweisen wird, werden die kommenden Jahre zeigen. Dass Premierministerin May einen harten Verhandlungskurs führen dürfte, zeichnet sich bereits ab. Entgegen den Erwartungen der EU-Verantwortlichen, steuert Theresa May auf eine klare Trennung von der Europäischen Union zu und skizziert Großbritannien als ein vollkommen unab-

Gewinner aus der gegenwärtigen Situation hervorgehen, falls sich die Europäische Union tiefer im gegenwärtigen Krisenmodus verstricken sollte.

Die gravierendste Folge des Ausscheidens Großbritanniens aus der Europäischen Union ist die Verschiebung des Kräfteverhältnisses zwischen den marktwirtschaftlich ausgerichteten Nordstaaten, deren ökonomischer Erfolg unter anderem auf den Anforderungen ehemaliger Hartwährungssysteme beruht und den Südstaaten, die eine generell andere Auffassung von einer europäischen Gemeinschaft, nämlich im Sinne eines Haftungsverbands und einer Transferunion besitzen. Diese Ansicht kollidiert mit den Prinzipien des Europäischen Stabilitätspakts, da notwendige, aber unpopuläre Strukturreformen nicht in Angriff genommen werden. Haushaltssanierungen und ein Umbau der Sozialsysteme besitzen in den Mittelmeerländern keine Priorität und werden lediglich dann widerwillig begonnen, wenn die Bedingungen europäischer Rettungsschirme diese zwingend vorschreiben. Dass die Mitgliedschaft in einem gemeinsamen Währungsraum, in dem man jahrelang von der impliziten Bonität und dadurch realisierter Zinsvorteile solventer Mitgliedsstaaten profitierte, nicht nur Vorteile, sondern auch Pflichten besitzt, nämlich u.a. den konsequenten Abbau von Haushaltsdefiziten und die Rückführung hoher Staatsverschuldungsquoten, kann von den Regierungsverantwortlichen jedoch weiterhin negiert werden solange die EZB durch massive Staatsanleihekäufe jeglichen politischen Druck aus dem System nimmt.

Da Deutschland mit Großbritannien nicht nur seinen wichtigsten Verbündeten hinsichtlich einer marktorientierten Wirtschaftsrichtung sondern auch die Sperrminorität im Ministerrat verliert, ist davon auszugehen, dass Frankreich zusammen mit den Mittelmeerländern die Gelegenheit nutzen wird, nicht nur die Vergemeinschaftung der Haftung (Einlagensicherung, Arbeitslosenversicherung, Eurobonds) voranzutreiben, sondern auch die Spielräume fiskalpolitischer Ausgabenprogramme auszudehnen.

Dies geschieht vor dem grundlegenden Dilemma, in dem sich die nationalen Regierungen der Europäischen Union befinden. Die Bevölkerungen der einzelnen Mitgliedsstaaten stellen zunehmend die Sinnhaftigkeit und den Nutzen der Zugehörigkeit sowohl zur EU als auch zur Euro-Zone in Frage, seitdem die



ursprüngliche Übereinkunft zwischen nationalen Regierungen und ihren Bürgern, politische Souveränität nach Brüssel für im Gegenzug höhere Sicherheit und größeren Wohlstand abzugeben, nicht mehr gilt. Die Nichteinhaltung europäischer Verträge (Maastricht, Dublin, Schengen) und die Folgen, die sich daraus ableiten, lassen die Zugehörigkeit zur europäischen Gemeinschaft zunehmend als unkalkulierbares Risiko erscheinen. Der Unmut der Wähler über diese Entwicklungen führte vor allem im vergangenen Jahr zu einem Erstarken der Parteien sowohl am rechten als auch am linken Rand des Parteienspektrums, womit überwiegend Protest gegen den gegenwärtigen Regierungsstil zum Ausdruck gebracht wird. Gleichzeitig kündigt die Stärke dieser Wählerwanderung die Bildung starker Regierungskoalitionen auf, da diese inzwischen oft mehr als zwei Parteien erfordern oder teilweise sogar nur als tolerierte Minderheitsregierungen handlungsfähig sind.

Um zunehmende innenpolitische Auseinandersetzungen zu entschärfen, die Wählergunst durch die Verteilung sozialer Wohltaten zurückzugewinnen, den eigenen Machterhalt zu sichern und nicht zuletzt den kurzfristigen Zusammenhalt auf europäischer Ebene wiederherzustellen, dürfte deshalb in den nächsten Jahren eine expansivere Fiskalpolitik unter Aufweichung des Stabilitätspakts und der von Deutschland geforderten Austeritätspolitik vollzogen werden. Deutschland würde dadurch erneut übergangen und befände sich nicht nur hinsichtlich der Ausgestaltung der Geldpolitik im Abseits.

Italien wird bei der Auslotung der künftigen wirtschaftlichen Ausrichtung Europas eine Schlüsselrolle zukommen. Bereits in der Vergangenheit genoss Rom bei europäischen Institutionen eine Sonderrolle, da eine Schieflage des Landes aufgrund seiner Größe nicht analog zu Griechenland aufgefangen werden könnte. Die hohe Staatsverschuldung, das schwache

Wirtschaftswachstum, die Bankenkrise und das Unterlassen struktureller Reformen schwächen schon seit langem die Stabilität des Kontinents. Aus Furcht vor politischer Instabilität und dem Aufstieg der anti-europäischen Fünf-Sterne-Bewegung versucht Brüssel mit allen Mitteln Matteo Renzi im Amt zu halten. So durfte Italien bereits in den vergangenen Jahren Staatsschulden aufnehmen, die sich nicht in den offiziellen Defizitkriterien widerspiegeln. Auch der nächste Haushaltsplan beinhaltet bereits wieder Sonderposten. Renzi testet dadurch die Grenzen aus, die Brüssel und Deutschland hinsichtlich der Aufrechterhaltung der Währungsunion zu akzeptieren bereit sind. Da die Mittelmeerstaaten ihre wirtschaftliche Wettbewerbsfähigkeit im Grunde nur durch die Abwertung einer eigenen Währung zurückerlangen können, den Austritt aus dem Euroraum jedoch wegen der nicht abschätzbaren Kosten und kurzfristigen Einschnitte scheuen, wird eine Umgestaltung des Systems in Richtung flexibler Ausnahmeregeln angestrebt. Als Druckmittel werden hierbei bereits zunehmend die Belastungen durch die Migrationskrise in die Verhandlungen eingebracht. Die weiterhin bestehende Uneinigkeit auf europäischer Ebene hinsichtlich des Umgangs mit diesem nach wie vor ungelösten Schlüsselthema bietet eine gute Grundlage für eine starke italienische Verhandlungsposition.

Die Konflikte über die künftige Ausgestaltung des Regelwerks auf europäischer Ebene fallen in einen Zeitraum, der durch Wahlen in mehreren Kernländern geprägt ist. Nachdem es Spanien nach rund 300 Tagen und zwei Wahlterminen doch noch gelungen ist, im Oktober 2016 eine Minderheitenregierung unter dem bisherigen Ministerpräsidenten Rajoy zu bilden, stehen bereits die nächsten Entscheidungen auf nationalen Ebenen an. Am 4. Dezember 2016 stimmt Italien über die von Ministerpräsident Renzi geplante Verfassungsreform ab, welche die Rolle des Senats innerhalb des bisherigen Zweikammern-Systems deutlich verkleinern und diesen aus dem Gesetzgebungsprozess ausschließen soll. Ein „Durchregieren“ soll dadurch vereinfacht werden, indem die bisherige Möglichkeit des Zurückweisens an die jeweils andere Kammer entfallen würde. Am selben Tag stimmt die österreichische Bevölkerung über ihren neuen Bundespräsidenten ab. 2017 werden dann zunächst die Niederlande im März die Parlamentswahl, danach Frankreich im Mai die Präsidentschaftswahl und anschließend Deutschland im September die Bundestagswahl abhalten.

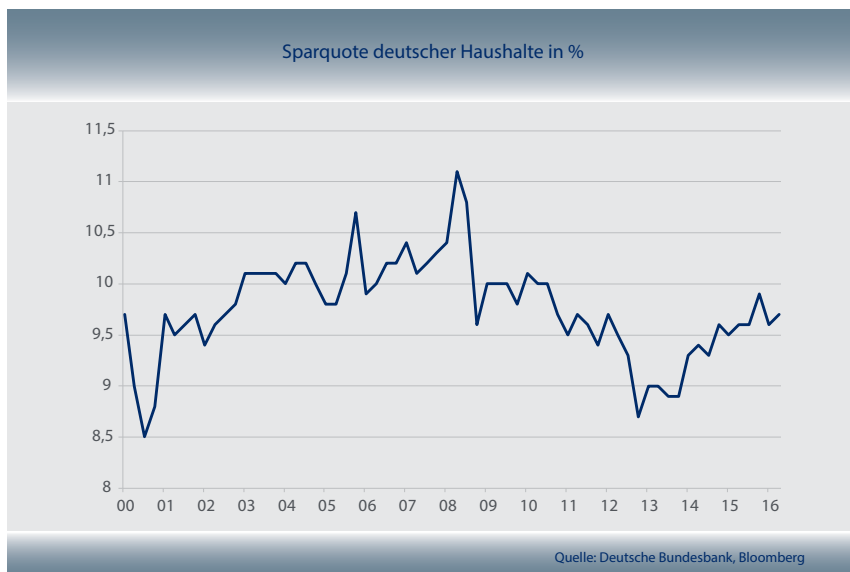
Bereits Anfang Dezember 2016 könnte die politische Stabilität in Europa schwer ins Wanken geraten, falls Ministerpräsident Renzi das Referendum verlieren sollte. In Frankreich ist davon auszugehen, dass es der Front National im Mai 2017 in den zweiten Wahlgang schafft. Ein Sieg bei der Präsidentschaftswahl gilt zwar aktuell noch als wenig wahrscheinlich, sollte

dieser jedoch eintreten, geriete die Währungsunion aufgrund eines in Aussicht gestellten Referendums über den weiteren Verbleib im Euro in starke Turbulenzen. Bei einem Sieg eines anderen Kandidaten ist zu erwarten, dass eine neu gewählte Regierung den Schuldenabbau nicht zur obersten Priorität erklärt. Selbst das Erreichen einer Defizitquote von weniger als 3 Prozent des BIP wäre wohl unrealistisch, nachdem diese Vorgabe bereits seit Jahren verfehlt, von Brüssel aber stets toleriert wird. In den Niederlanden, Österreich und Deutschland ist davon auszugehen, dass die Parteien am rechten Rand der Parteienlandschaft Zulauf bekommen. Der aktuelle Regierungstil, Beratungen über große Leitthemen auf obersten Ebenen abzuhalten, die entweder ergebnislos abgebrochen oder deren Entscheidungen nicht in die Realpolitik übersetzt werden, nährt den Politikverdruss und verdeutlicht die schwache Position Europas im geopolitischen Gefüge eines sich verstärkenden Ost-West-Konflikts.

Seitdem in Deutschland die ‚Alternative für Deutschland (AfD)‘ Protestwählern oder ehemaligen Nichtwählern eine Stimme im Parlament verleiht, geraten traditionelle Regierungskonstellationen zunehmend unter Druck. Damit die Haftungsrisiken, die sich für die deutschen Steuerzahler aus dem Bruch der Nichtbeistandsklausel des Maastricht-Vertrags für die Rettungsprogramme Griechenlands ergeben, nicht vor der Bundestagswahl thematisiert werden, wurden weitere Diskussionen über einen erforderlichen Schuldenschnitt bewusst auf 2018 vertagt. Die Forderungen des Internationalen Währungsfonds (IWF), der jedoch Schuldenerleichterungen für eine bessere Schuldentragfähigkeit verlangt bevor er sich erneut bei der Rettung Griechenlands einbringt, kommen deshalb für die Regierungsverantwortlichen zur Unzeit, da der Bundestag seine Zustimmung zum dritten Hilfspaket für Griechenland von einer Beteiligung des IWF abhängig machte.

Obwohl sich die deutsche Wirtschaft nicht zuletzt aufgrund der Exportvorteile durch die Abwertung des Euros und bislang niedriger Rohstoffpreise als robust erwies, nehmen die Sorgen innerhalb der Bevölkerung zu, unter anderem auch weil sie nicht wie in früheren wirtschaftlichen Stärkephasen an dem Aufschwung durch entsprechende Steuererleichterungen und niedrigere Sozialversicherungsbeiträge partizipiert. Eine Senkung der Abgabenlast unterbleibt, obwohl sich das absolute Steueraufkommen des Staates auf einem Rekordniveau befindet. Die längst überfällige Abschaffung des Solidaritätszuschlags und der Ausgleich der Belastung durch die kalte Progression unterblieben jedoch weiterhin, um nur zwei Beispiele zu nennen. Gravierender erscheint jedoch die generell schwelende Vertrauenskrise in das politische System und die Stabilität der Währung aufgrund bereits eingegangener Beistandsverpflich-

tungen. Sorgen hinsichtlich einer weiteren Verge-meinschaftung, unter anderem der Einlagensicherung, und einer Aushöhlung der Sozialsysteme paaren sich mit Ängsten vor einem wirtschaftlichen und sozialen Abstieg im nächsten Konjunkturabschwung angesichts relativ beschränkter geldpolitischer Stützungspotenziale auf dem gegenwärtigen Zinsniveau. Die Konsequenzen, die sich daraus auch für die Altersvorsorge ergeben, führten zuletzt dazu, dass im Rahmen zunehmender Verunsicherung trotz eines Nullzinsumfeldes wieder mehr gespart wird.



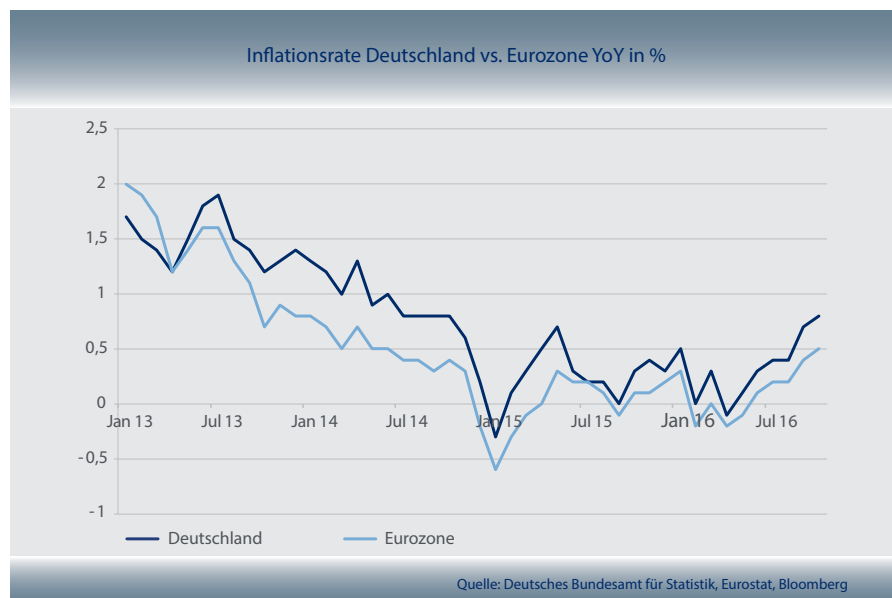
Bereits jetzt ist absehbar, dass anziehende Inflationsraten 2017 zu neuem Konfliktpotenzial führen werden. Der Ölpreis verteuerte sich von seinem Tief knapp unter 30 US-Dollar/Barrel Anfang 2016 im Jahresverlauf auf rund 50 US-Dollar/Barrel. Die daraus resultierenden Basiseffekte werden 2017 nicht nur die Realzinsen weiter in den negativen Bereich drücken und somit Sparer stärker belasten, sondern auch die EZB in Erklärungsnot bringen. Um die ultralockere Geldpolitik der EZB zu rechtfertigen, verwies Mario Draghi in der Vergangenheit stets auf die niedrige Gesamtinflationsrate der Eurozone und klammerte bewusst die Kerninflation aus, die aufgrund herausgerechneter Energiepreise mit Jahresveränderungsraten von knapp unter einem Prozent als Argument für die Abwehr eines drohenden Deflationsumfeldes wenig geeignet war.

Die originären Beweggründe der Geldpolitik der EZB werden sich nun im Umgang mit steigenden Inflationsraten offenba-

ren. Wenn niedrige Gesamtinflationsraten tatsächlich der Grund für die bisherige expansive Geldpolitik waren, müssten deutlich steigende Inflationsdaten im Umkehrschluss 2017 eine Abkehr von der Politik des billigen Geldes bewirken. Behält die EZB hingegen ihren expansiven Kurs bei und klammert die Effekte steigender Ölpreise auf die Inflationsentwicklung in ihrer künftigen Argumentation aus, würde sie dadurch indirekt eingestehen, dass die bisher betriebene Geldpolitik nicht auf die Steigerung der Inflationsrate in den Bereich von zwei Prozent abzielte, sondern

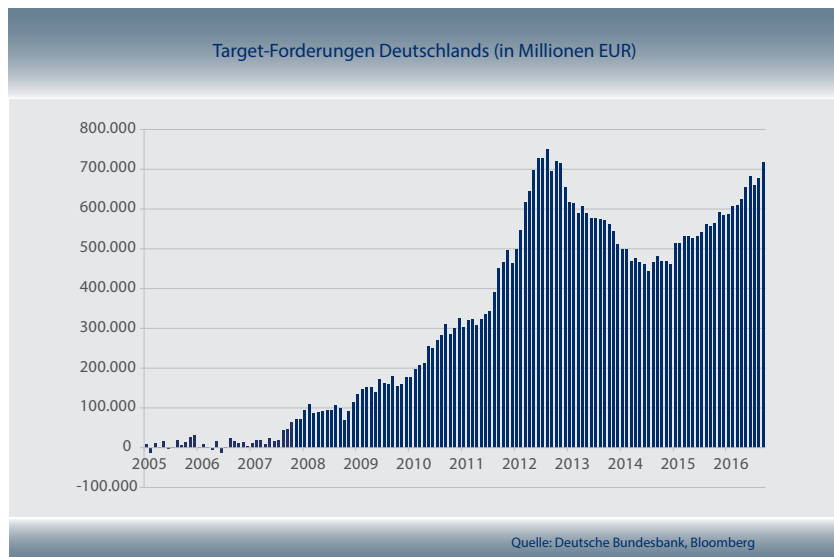
der untersagten Staatsfinanzierung von überschuldeten Mitgliedern des Euroraums dient. Von letzterer Annahme ist auszugehen, da sich die EZB durch den bisherigen Krisenmodus in eine Sackgasse manövriert hat. Politische Reformen wurden aufgrund der geldpolitischen Maßnahmen weder in der Vergangenheit erzwungen noch sind diese gegenwärtig abzusehen, so dass die EZB an der lockeren Geldpolitik festhalten wird, um die Währungsunion weiterhin zu stabilisieren.

Die im Jahresverlauf 2017 steigende Diskrepanz zwischen Zins- und Inflationsniveau wird den Konflikt zwischen der EZB und Deutschland weiter verschärfen, da deutsche Sparer aufgrund der höheren Inflationsrate Deutschlands gegenüber der Eurozone stärker von dieser Entwicklung und den entsprechend negativen Auswirkungen auf den Realzins betroffen sein werden. Die Fliehkräfte des europäischen Zusammenhalts werden sich 2017 auch vor diesem Hintergrund weiter verstärken.

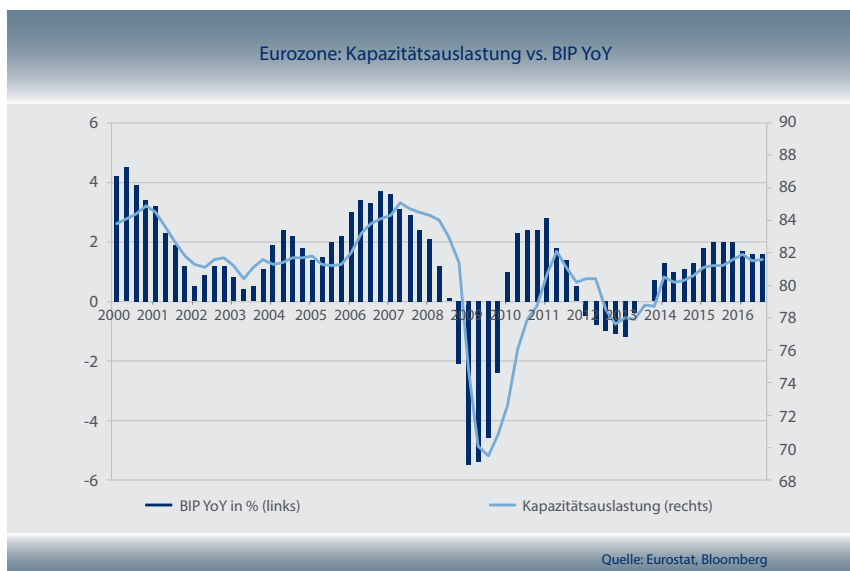


Auch im achten Jahr nach Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise zeigen sich die europäischen Strukturen nicht gefestigt. Die Beherrschung der Staatsschuldenkrise hängt weiter von einem niedrigen Zinsniveau und Staatsanleihekäufen der EZB ab. Portugal droht hierbei das Ausscheiden aus dem Aufkaufprogramm der EZB, sollte die kanadische Ratingagentur DBRS die Bewertung des Landes herabstufen. Die Notwendigkeit eines zweiten Rettungsprogramms wird deshalb aktuell nicht ausgeschlossen, nachdem auch die sozialistische Minderheitsregierung viele Reformschritte und Einsparmaßnahmen der Vorgängerregierung aufgehoben hat und die inländische Bankenkrise nicht unter Kontrolle gebracht werden konnte. Die Schaffung von Auslagerungsinstituten für notleidende Kredite (Bad Banks) und deren Generierung von Kapitalbedarf besitzen sowohl in Portugal als auch in Italien oberste Priorität, um Bankenschieflagen zu beherrschen und die Anwendung der neu geschaffenen Bail-in Regelungen zu umgehen. Nachdem der initiale Weg in die Haftungsgemeinschaft beim ersten Rettungspaket Griechenlands eingeschlagen wurde und sich in den Folgejahren verfestigte, ist auch 2017 damit zu rechnen, dass dieser Pfad bei weiteren Schieflagen beschritten wird. Die Zunahme weiterer Kreditkaskaden, die die Kosten eines Auseinanderbrechens der Währungsunion erhöhen, spiegeln sich nicht zuletzt bereits in dem signifikanten Anstieg der Target-Forderungen der Deutschen Bundesbank gegenüber dem Eurosystem auf inzwischen wieder rund 700 Milliarden Euro wider.

Vor dem Hintergrund der weiterhin bestehenden strukturellen Probleme entwickelte sich die europäische Konjunktur ordentlich. Auch die Kapazitätsauslastung verbesserte sich seit dem letzten Wachstumsrückgang 2013 kontinuierlich. Die positiven Konjunkturaussichten der US-Wirtschaft, der weiterhin schwache Eurokurs und die expansive Geldpolitik der EZB sowie die zu erwartende Auflage von fiskalpolitisch motivierten Ausgabenprogrammen sollten das europäische Wachstum auch 2017 stützen und leicht gegenüber 2016 verbessern. Die Existenz struktureller Unterschiede zwischen schwachen und starken Mitgliedsstaaten wird jedoch weiterhin zu divergierenden Wachstumsraten führen, da bspw. die hohe Jugendarbeitslosigkeit die gesamtwirtschaftliche Situation und die Wettbewerbsfähigkeit Südeuropas belastet.



Die Grundsatzfrage ist jedoch, ob die politisch Verantwortlichen die Lehren aus dem Ausscheiden Großbritanniens aus der Europäischen Union ziehen werden, nämlich dass das weitere Anstreben einer ganzheitlichen Wirtschafts- und Finanzunion den unterschiedlichen nationalen Vorstellungen und Interessen hinsichtlich der Sinnhaftigkeit und des Nutzens einer europäischen Gemeinschaft nicht gerecht werden kann und deshalb stets zur Entwicklung dynamischer Fliehkräfte führen wird. Vor dem Hintergrund eines bislang ausgebliebenen politischen Kurswechsels besitzen wir diesbezüglich erhebliche Zweifel.



Die Grundsatzfrage ist jedoch, ob die politisch Verantwortlichen die Lehren aus dem Ausscheiden Großbritanniens aus der Europäischen Union ziehen werden, nämlich dass das weitere Anstreben einer ganzheitlichen Wirtschafts- und Finanzunion den unterschiedlichen nationalen Vorstellungen und Interessen hinsichtlich der Sinnhaftigkeit und des Nutzens einer europäischen Gemeinschaft nicht gerecht werden kann und deshalb stets zur Entwicklung dynamischer Fliehkräfte führen wird. Vor dem Hintergrund eines bislang ausgebliebenen politischen Kurswechsels besitzen wir diesbezüglich erhebliche Zweifel.

CHINA

Sandra Bachofer

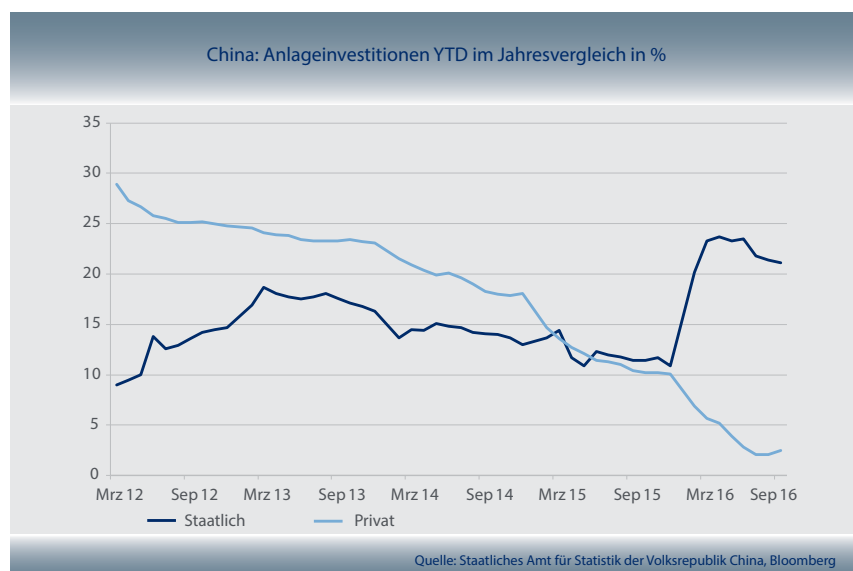
Ein Riese im Umbruch

Entgegen vieler pessimistischer Prognosen der vergangenen Jahre, die vor einem schweren Einbruch der Wirtschaftsleistung in der zweitgrößten Volkswirtschaft der Welt gewarnt hatten, stabilisierte sich das Reich der Mitte 2016 gemäß den offiziell vermeldeten Regierungsdaten. Das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) wurde auch für das 3. Quartal 2016 mit 6,7% gegenüber dem Vorjahr vermeldet, nachdem bereits für die ersten beiden Quartale 2016 exakt derselbe Wachstumsanstieg veröffentlicht worden war. Industrieproduktion, Einkaufsmanagerindizes und Einzelhandelsumsätze festigten sich ebenfalls im Jahresverlauf 2016. Die staatliche Führung hatte gegen eine weitere Abschwächung der Wirtschaft mit einer expansiven Fiskalpolitik interveniert, wobei Investitionen vor allem im Infrastrukturbereich vorgenommen wurden. Ein erneuter Boom am chinesischen Immobilienmarkt fungierte darüber hinaus als zweiter Wachstumstreiber. Vor dem Hintergrund einer global schwachen Wirtschaftsleistung, einem daraus resultierenden Rückgang der Nachfrage nach chinesischen Produkten und vielfältiger inländischer Probleme, konnte das Wachstum zuletzt jedoch lediglich durch massive Staatsausgaben erzielt werden. Die privaten Anlageinvestitionen sind signifikant rückläufig, da die unsicheren Wirtschaftsaussichten, erschwelter Markt- und Kreditzugang gegenüber Staatsbetrieben und eine sinkende Profitabilität zu Investitionszurückhaltung führten.

Partei scheint die Erfüllung des im 13. Fünfjahresplans definierten Ziels eines jährlichen Wirtschaftswachstums von mindestens 6,5% weiterhin gegenüber grundlegenden strukturellen Reformen priorisiert zu werden. Schwache, nicht wettbewerbsfähige Staatsunternehmen werden weiter finanziert und künstlich am Leben gehalten, wodurch private Investitionen aus dem Markt gedrängt werden, eine Marktberichtigung unterbleibt, die Fehlallokation von Kapital fortgesetzt und der beabsichtigte Strukturwandel der Wirtschaft verzögert wird. Dieses Vorgehen ist vor dem Hintergrund nachvollziehbar, dass die chinesische Führung in der Wachstumsschwäche beabsichtigt, staatliche Stärke zu demonstrieren. Generell wird von der chinesischen Regierung hinsichtlich der Wirtschaft die Kontrolle und Lenkungsfunction des Staates über die notwendige Effizienz gestellt, die eine stärker marktwirtschaftlich orientierte Grundordnung erfordern würde. Überlegungen der chinesischen Führung, das Haushaltsdefizit auf 4 bis 5 Prozent des BIP gegenüber den ursprünglich geplanten 3 Prozent für 2016 zu erhöhen, lassen ebenfalls den Schluss zu, dass dem vorgegebenen Wachstumsziel Reformbemühungen untergeordnet werden. Ein gesundes Wachstum ließe sich daraus allerdings nicht ableiten, sofern hierbei erneut lediglich die traditionell subventionierten Infrastruktur- und Anlageinvestitionen durch staatseigene Betriebe gefördert werden.

Von den chinesischen Kadern der Kommunistischen

Der Zentralregierung in Peking ist jedoch bewusst, dass das Vertrauen gestärkt und die Investitionsbereitschaft der Privatwirtschaft zurückgewonnen werden muss, um das Wachstum der Anlageinvestitionen, das sich auf dem niedrigsten Stand der letzten 17 Jahre befindet, zu beleben. Dies stellt eine enorme Herausforderung dar, da bereits einzelne Industriezweige im Begriff sind, Teile ihrer Produktionsstätten ins Ausland (Afrika, Südostasien) zu verlagern, da dort Standorte mit deutlich geringeren Lohnkosten als in China unterhalten werden können. Die Vorteile, die einst



für China als billige Werkbank im globalen Wirtschaftskreislauf sprachen, suchten sich chinesische Unternehmen nun in weniger entwickelten Ländern, die heute ähnliche Grundvoraussetzungen bieten wie einst China vor seinem industriellen Aufstieg.

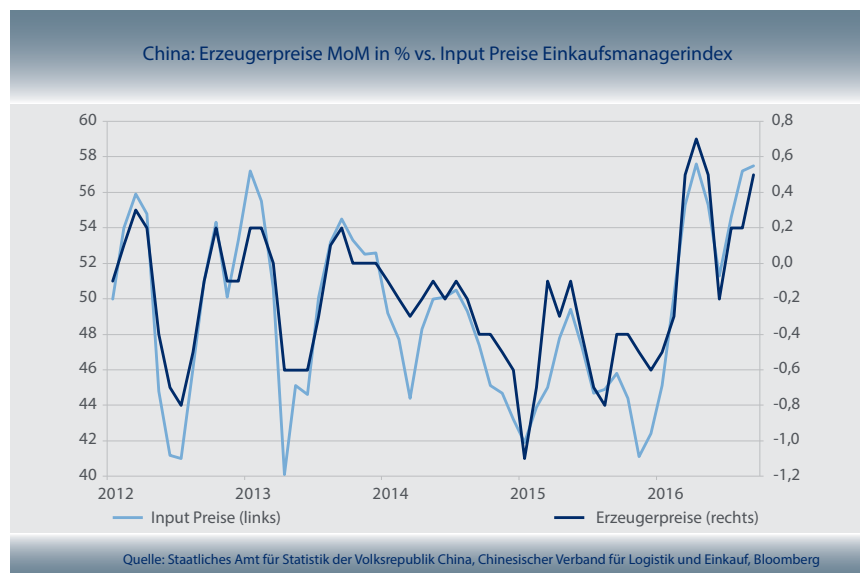
Ein Vehikel, das die Last des Investitionsschubs auf breitere Schultern verlagern soll, stellen öffentlich-private Gemeinschaftsprojekte (public-private partnerships) dar, die zunehmende Bedeutung erlangen sollen. Darüber hinaus wird versucht, die hohe Verschuldung im chinesischen Unternehmenssektor von rund 170% des BIP zu reduzieren. Die Wandlung von Fremdkapital in Eigenkapital (debt-to-equity swaps) soll bei soliden, zukunftssträchtigen Unternehmen Anwendung finden, wird jedoch für „Zombie-Firmen“ ohne Aussicht auf eigenständiges, erfolgreiches Wirtschaften ausgeschlossen. Darüber hinaus sollen Unternehmensfusionen und Firmenübernahmen zu einer Konsolidierung beitragen. Die zunehmende Bereitschaft der Regierung, marode Staatsbetriebe auch zu liquidieren, kündigt die von den Kapitalgebern bisher unterstellte implizite Staatsgarantie auf und sollte in den kommenden Jahren zu einer stärker risikogewichteten Kapitalvergabe führen. Reformbemühungen sind somit zu erkennen. Eine schnelle Umsetzung, die zu einem deutlichen Anstieg der langfristigen Investitionsbereitschaft der Privatwirtschaft führen könnte, erwarten wir 2017 jedoch nicht, weshalb künftige Wachstumsimpulse erneut von zusätzlichen Staatsausgaben abhängen dürften.

Auf der Angebotsseite gab die chinesische Regierung Zielvorgaben zum Abbau von strukturellen Überkapazitäten aus. Im Fokus stehen hierbei die Kohle- und die Stahlindustrie. Letztere geriet heftig in die Kritik anderer Produzentennationen als sie als Reaktion auf den globalen Konjunktureinbruch versucht hatte, ihr Material zu Dumpingpreisen auf dem Weltmarkt abzusetzen. Die Restrukturierung der Angebotsseite stellte sich jedoch aufgrund sinkender Profitabilität als unumgänglich heraus. Deshalb sollen im Stahlbereich bis zu 150 Millionen Tonnen und im Kohlesektor bis zu 500 Millionen Tonnen Fertigungskapazitäten bis 2020 abgebaut werden, wobei den Provinzregierungen schwere Strafverfolgungen angekündigt wurden, sofern die geplanten Kürzungen nicht umgesetzt werden sollten. Massenentlassungen und entsprechende Arbeiterproteste gegen die Schließung von Produktionsstätten wären die Folge. Im

Zuge der Umstrukturierung soll die Entstehung einer Massenarbeitslosigkeit jedoch unbedingt vermieden werden, da man soziale Aufstände fürchtet. Es bleibt allerdings zu bezweifeln, dass es der Regierung gelingt, durch entsprechende Umschulungen und Umsiedlungen von Arbeitskräften den aufkommenden Unmut und die Sorgen vor dem wirtschaftlichen und sozialen Abstieg in der Bevölkerung zu besänftigen. Mangels einer üblicherweise höheren Qualifikation der Arbeitskräfte dominiert die Angst, sich in reinen Arbeitsbeschaffungsmaßnahmen wiederzufinden.

Es gibt jedoch auch erfreuliche Entwicklungen. Als positiver Effekt wirkt sich seit Jahresbeginn 2016 die Stabilisierung der Rohstoffpreise auf die Konjunktur in China aus. Die Jahresveränderung der Erzeugerpreise drehte im September 2016 zum ersten Mal seit Anfang 2012 wieder in den positiven Bereich. Die monatlichen Veränderungsraten hatten sich bereits zuvor stabilisiert. Dies spiegelt sich auch in den Input-Preisen, der Subkomponente des offiziellen Einkaufsmanagerindex, wider. Beide Kennzahlen verließen 2016 den bisherigen Seitwärtstrend der vergangenen Jahre und erreichten höhere Niveaus.

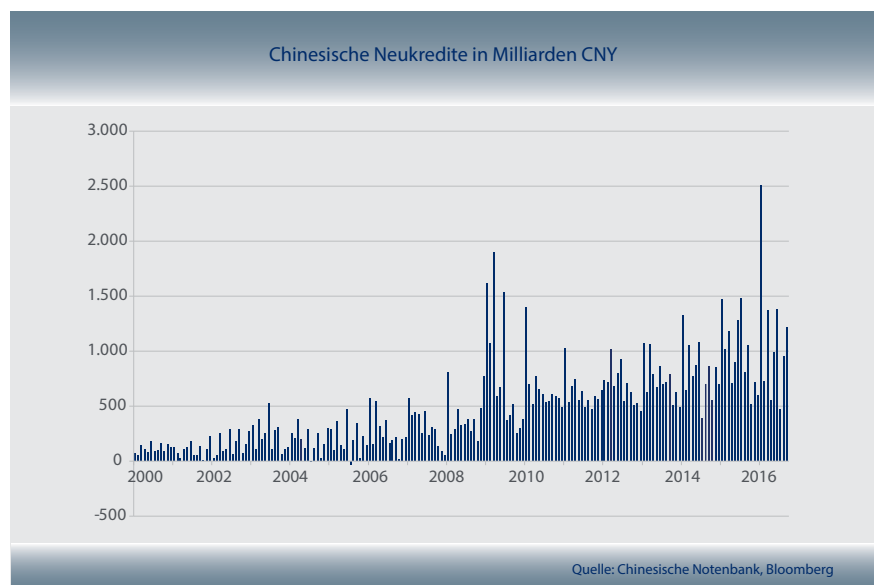
Zur Diversifikation der Ausrichtung des chinesischen Industriesektors trägt die zunehmende Anzahl von ausländischen Direktinvestitionen in Europa bei. Angesichts schwieriger Investitionsbedingungen im Inland sichern sich chinesische Unternehmen mit Firmenübernahmen in hochentwickelten Industrieländern nicht nur Know-how führender Technologien, sondern auch direkten Zugang zu innovativen Wirtschaftszweigen einschließlich bereits bestehender Absatzwege. Gleichzeitig dient dieses Vorgehen der Zielerreichung der Agenda „China 2025“, wonach sich das Reich der Mitte in den nächsten Jahren und anschließend bis zum 100. Jahrestag der Gründung der Volksrepublik 2049 zur führenden Nation in hochtechnologischen Branchen entwickeln soll.



Angesichts der Herausforderungen, die China seit dem Ausbruch der letzten globalen Finanz- und Wirtschaftskrise zu meistern hatte, bleibt festzuhalten, dass die Verantwortlichen einen schweren Einbruch der chinesischen Wirtschaftsleistung durch entsprechende Marktinterventionen abwenden konnten. Darüber hinaus wurde die Volkswirtschaft einem strukturellen Wandel unterworfen, der entsprechende Anpassungsprozesse erfordert, wenn im Zuge dessen der Fokus stärker auf die inländische Nachfrage der aufstrebenden Mittelschicht gelegt wird. Die geplante Verschiebung der Wachstumstriebfeder aus dem industriellen Bereich in den Konsum- und Dienstleistungssektor sowie in innovative Branchen mit einer höheren Wertschöpfungskette als die der Schwerindustrie und Massenproduktion von Billigwaren ist kein einfaches Unterfangen, hebt jedoch bei erfolgreicher Umsetzung ein ehemaliges Schwellenland auf eine höhere Entwicklungsstufe. In diesem Prozess ist von rückläufigen Wachstumsraten auszugehen, wenn in der langjährigen Umbruchsphase bisherige Schlüsselindustrien an Bedeutung verlieren und durch neue Wachstumstreiber ersetzt werden. Diese Mammutaufgabe kann jedoch nicht allein mittels einer zentralen Steuerung der Wirtschaft durch die Staatsbetriebe erfolgen, sondern hängt davon ab, inwieweit es der chinesischen Regierung gelingen wird, die langfristige Investitionsbereitschaft der Privatwirtschaft zu reanimieren.

Neben der Fiskalpolitik wurden in den letzten Jahren auch geldpolitische Stimuli eingesetzt, um die chinesische Wirtschaft zu stützen. Seit November 2014 wurde der Leitzins mehrmals um insgesamt 165 Basispunkte gesenkt. Er notiert seit Oktober 2015 bei 4,35 Prozent und damit so tief wie noch niemals zuvor. Ebenfalls seit Ende 2014 wurde der Mindestreservesatz für Großbanken um insgesamt 300 Basispunkte auf 17 Prozent reduziert. Liquidität ist ausreichend vorhanden, nachdem die Vergabe neuer Kredite Anfang des Jahres 2016 deutlich angestiegen ist. Forderungen nach weiteren Zinssenkungen bzw. Reduzierungen des Mindestreservesatzes werden stets geäußert, wenn die Veröffentlichung wichtiger Wirtschaftskennziffern unter die Markterwartungen fällt. Weitere monetäre Lockerungsmaßnahmen halten wir allerdings erst für gegeben, wenn die Zielmarke des Wirtschaftswachstums von mindestens 6,5% p.a. trotz erfolgter fiskalischer Stimuli in Gefahr gerät. Vorher dürften die Risiken einer weiteren geldpoliti-

schen Lockerung durch die chinesische Notenbank (People's Bank of China, PBoC) höher eingeschätzt werden als der zusätzliche Nutzen. Eine expansive Geldpolitik würde die Aufblähung von Preisblasen, eine weitere Abwertung der Währung und entsprechende Kapitalabflüsse fördern. Ebenso würden die Bestrebungen, nicht effiziente Industriesektoren zu reformieren, konterkariert. Das gescheiterte Bemühen anderer bedeutender Notenbanken, die trotz expansivster Geldpolitik keine signifikanten Wachstumsimpulse in der Realwirtschaft aufgrund ins Leere laufender Transmissionsmechanismen bewirken konnten, dient dem Reich der Mitte zusätzlich als abschreckendes Beispiel. Im Gegensatz zu den Notenbanken in Europa, Japan oder den USA besitzt die chinesische Zentralbank im Falle eines deutlichen Wachstumsrückgangs jedoch noch ausreichend Potenzial, die Marktkräfte über traditionelle Stimulierungsmaßnahmen zu stützen, da sowohl der Leitzins als auch der Mindestreservesatz noch deutlichen Senkungsspielraum im konventionell positiv verzinsten Bereich bieten.



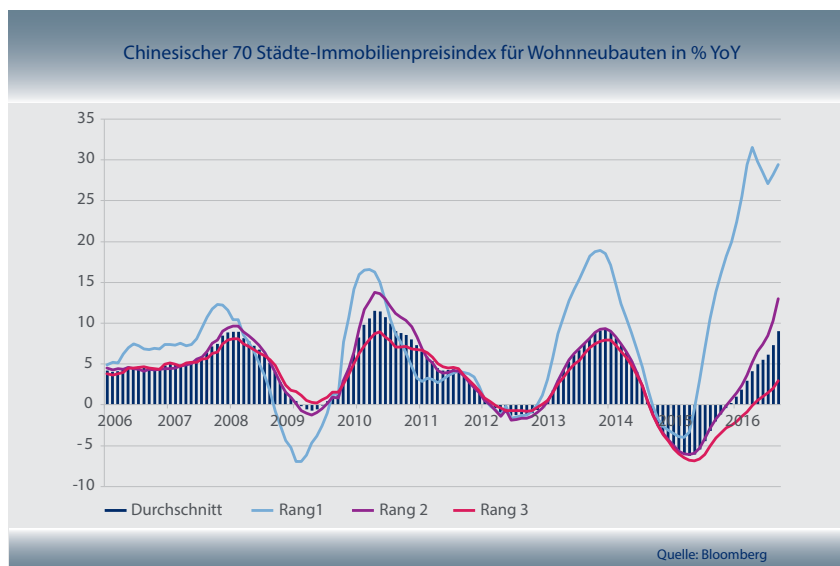
Bei den künftigen Überlegungen hinsichtlich einer weiteren monetären Lockerung werden die Auswirkungen auf potenzielle Kapitalabflüsse eine bedeutende Rolle spielen. Nachdem China die Welt im Sommer 2015 mit einer plötzlichen Währungsabwertung von rund 6,20 auf knapp 6,45 Yuan gegenüber dem US-Dollar überraschte, setzten massive Kapitalabflüsse ein. Im Jahresverlauf 2016 wurde eine weitere Schwächung auf rund 6,75 Yuan je US-Dollar zugelassen. Beteuerungen seitens der chinesischen Führung, dass sich China nicht an einem globalen Abwertungswettlauf beteilige, um inländische Erzeugnisse auf dem Weltmarkt attraktiver zu machen, konnten die Skepsis der Marktteilnehmer vor einem weiteren Währungsverfall bislang nicht zerstreuen. Zwar wurden durch strengere Kapitalverkehrskontrollen die Mittelabflüsse reduziert, dennoch erzeugte die kon-

tinuierliche Schwäche der chinesischen Währung, die inzwischen auf dem tiefsten Niveau der letzten sechs Jahre notiert, bislang kein Vertrauen auf eine baldige Stabilisierung. Da eine fallende Währung die Furcht vor einer weiteren Schwäche nährt, intervenierte die chinesische Zentralbank und versuchte den Yuan durch US-Dollar Verkäufe zu stützen. Dieses Vorgehen wirkte sich auch auf die Devisenreserven aus. Die für September 2016 berichteten Fremdwährungsreserven fielen im Vergleich zum Vormonat erneut um knapp 19 Milliarden US-Dollar auf 3,166 Billionen US-Dollar. Dies entspricht dem niedrigsten Stand seit Mai 2011. Im Gesamtjahr 2015 fielen die Devisenreserven um 513 Milliarden US-Dollar, während sie in den ersten drei Quartalen 2016 um knapp 164 Milliarden US-Dollar zurückgingen.

Die bisherigen Reformbemühungen Chinas hinsichtlich der schrittweisen Liberalisierung und Internationalisierung der eigenen Währung führten Anfang Oktober 2016 zur Aufnahme des chinesischen Yuan in den Korb der Sonderziehungsrechte des Internationalen Währungsfonds als fünfte Weltreservewährung neben US-Dollar, Euro, japanischem Yen und britischem Pfund. Die Anerkennung, die China durch diesen Schritt zu Teil wurde, blieb dem Land bisher allerdings bei der Aufnahme in den 'MSCI World Emerging Markets Index' verwehrt. Wie bereits in den Jahren zuvor wurden chinesische Festlandaktien im Juni 2016 nicht in den Index aufgenommen. Dies spiegelt die Vorbehalte wider, die internationale Investoren nach wie vor gegenüber den Erfolgsaussichten weiterer Kapitalmarktreformen in China besitzen. Der Crash des Aktienmarktes im Jahre 2015 und die planwirtschaftlichen Reaktionen der verantwortlichen Behörden (Aussetzung der Handelbarkeit und staatliche Interventionen zur Stützung des Marktes) veranschaulichten, dass das chinesische Vorgehen noch deutlich von marktorientierten Standards entfernt ist. Seitdem allerdings auch Notenbanken westlicher Industrienationen in den letzten Jahren damit begonnen haben, deutlich marktbeeinflussende Ankäufe von Wertpapieren im Rahmen massiver quantitativer Lockerungsprogramme vorzunehmen, können diese zuvor vornehmlich marktwirtschaftlich ausgerichteten Systeme ihren originären Trumpf einer effizienteren Allokation von Kapital gegenüber Systemen mit einer weniger markliberalen Auffassung nicht mehr uneingeschränkt in die Waagschale werfen.

Das Wachstum der chinesischen Wirtschaft wird 2017 wesentlich von der weiteren Entwicklung

des Immobiliensektors abhängen. Zeichnete sich der erneute Immobilienboom zuletzt als wichtige Wachstumsstütze aus, mehren sich inzwischen die Anzeichen einer drohenden Überhitzung des Marktes. Diese ist vor allem in den bedeutenden Städten Chinas ausgeprägt, wobei Schanghai, Peking und Shenzhen mit den größten Preisanstiegen aufwarten können. Der breite, gleichgewichtete Durchschnitt des chinesischen 70 Städte-Immobilienpreisindex, der auch weniger bedeutende Zentren als die großen Metropolen enthält, weist wesentlich niedrigere Wachstumsraten auf, hat jedoch inzwischen die Höchststände des vorherigen Zyklus erreicht. Um einem weiteren Preisanstieg entgegenzuwirken, führten zahlreiche Städte mit Überhitzungsanzeichen Restriktionen in Form von höheren erforderlichen Mindestanzahlungen oder der Begrenzung des Erwerbs von zusätzlichen Immobilien (Zweit- oder Drittobjekten) ein. Dabei gilt es, den stetigen Anstieg des Kreditwachstums im Hypothekenbereich einzudämmen und eine zunehmende Fehlallokation zwischen vorgenommener Bautätigkeit und demographischen Wanderungsbewegungen auszutarieren, um die generelle Investitionsbereitschaft in den Immobiliensektor zu erhalten und den ungenutzten Immobilienüberhang nicht noch weiter zu vergrößern. Ins Bild passt, dass seitens der Geldpolitik in den letzten Monaten keine Lockerungen vorgenommen wurden, um einen zusätzlichen Preisauftrieb nicht noch weiter zu befeuern. Die zuletzt rückläufigen jährlichen Wachstumsraten bei den Baubeginnen, gemessen an der im Bau befindlichen Fläche, deuten darauf hin, dass es im ersten Halbjahr 2017 zu einer Abkühlung im Immobilienbereich kommen dürfte, nachdem sich auch die Dynamik bei den Baufertigstellungen bereits verlangsamt hat. Zuletzt weiterhin hohe Immobilienverkäufe dürften durch vorgezogene Abschlüsse in Antizipation der verhängten staatlichen Restriktionen beim Immobilienerwerb beeinflusst worden sein.



Eine unkontrollierte Abkühlung des überhitzten Immobilienbereichs hat grundsätzlich das Potenzial, eine Destabilisierung des chinesischen Finanzsystems aufgrund von Hypothekenausfällen und einen schweren Wirtschaftseinbruch zu bewirken. Da die Investitionsmöglichkeiten von Privatleuten im abgeschotteten Finanzmarkt Chinas außerhalb des Häusermarkts sehr beschränkt sind, lösten bereits in den Jahren zuvor erhebliche Kapitalströme in dieses Segment Überhitzungserscheinungen aus. Trotz genereller Skepsis der internationalen Kapitalmärkte gelang der chinesischen Regierung damals eine Beruhigung des Immobilienmarktes, die keine globalen Schockwellen auslöste. Dieser Erfahrungsschatz wird nun erneut zum Einsatz kommen müssen. Rückläufige Wachstumsraten im Immobilienbereich werden zwar die Wirtschaft belasten, sollten aber 2017 zu keinem signifikanten Einbruch führen, sofern eine tiefgreifende Vertrauenskrise unterbunden und die Stabilität des Finanzsystems durch staatliche Organe gesichert werden kann.

Obwohl die offiziellen jährlichen Wachstumsraten des BIP für die ersten drei Quartale 2016 mit jeweils 6,7% stark darauf hindeuten, dass mit dem berichteten Mittel des offiziellen Wachstumsziels zwischen 6,5 und 7 Prozent dessen Erfüllung oberste Priorität genießt, nährt die Konstanz der veröffentlichten Quartalswerte zugleich die Skepsis gegenüber deren Aussagekraft. Eine Wirtschaft, die sich im strukturellen Umbruch befindet, industrielle Überkapazitäten kappt und einen drastischen Rückgang der privaten Anlageinvestitionen zu verkraften hat, sollte die Möglichkeit größerer Wachstumsschwankungen auf niedrigere Niveaus zugestanden werden, um gleichzeitig sinnvolle strukturelle Reformen, die wiederum das künftige Wachstum auf ein solideres Fundament stellen, vornehmen zu können. Mittelfristig erwarten wir diesbezüglich ein Umdenken, da die aktuellen Probleme des Immobilienmarktes die Notwendigkeit der Kontrollierbarkeit von Risiken verdeutlichen und das reine Vertrauen auf eine immer weitere Kreditausweitung für Marktinterventionen als Lösungsansatz keine Nachhaltigkeit besitzt. Kreditfinanzierte Fehllifikationen befördern vielmehr den Anstieg der Ausfallwahrscheinlichkeit notleidender Kredite und bergen entsprechende Systemrisiken. Für 2017 gehen wir jedoch davon aus, dass der bisherige Regierungsstil grundsätzlich fortgeführt wird und im Falle eines drohenden Absinkens des Wirtschaftswachstums unter die Zielmarke von 6,5% zunächst erneut fiskalische Stützungsmaßnahmen vorgenommen werden. Sollten diese Maßnahmen nicht ausreichen, dürfte die Geldpolitik weiter gelockert und bei potenziell systemischen Risiken Kapitaltransfers vorgenommen werden. Obwohl dies keiner Marktbereinigung dient, würde sich China lediglich ähnlicher Rettungsvehikel bedienen, die auch inzwischen andere bedeutende Wirtschaftsnationen nutzen, um ihre jeweiligen

Wirtschafts- und Finanzsektoren künstlich zu stabilisieren und nicht den eigentlichen Marktkräften auszusetzen. Für 2017 erwarten wir deshalb ein offiziell berichtetes Wachstum des chinesischen BIP von 6,5% gegenüber dem Vorjahr.

Durch die Wahl von Donald Trump zum 45. Präsidenten der Vereinigten Staaten von Amerika könnte das chinesische Wirtschaftswachstum belastet werden, sofern Trump seine im Wahlkampf geäußerten Maßnahmen gegenüber China tatsächlich umsetzen sollte. Chinesische Billigexporte wurden von Trump für den Verlust von Millionen amerikanischer Arbeitsplätze verantwortlich gemacht. Er drohte deshalb im Rahmen des geplanten protektionistischen Regierungsstils mit der Einführung signifikanter Importzölle in Höhe von 45% auf chinesische Produkte. Dass dies nach der Übernahme der Regierungsgeschäfte im Januar 2017 tatsächlich Realpolitik wird, wagen wir jedoch zu bezweifeln. Ein derartiges Vorgehen könnte leicht in einen Handelskrieg zwischen den beiden größten Volkswirtschaften der Welt münden, wenn Peking auf einen derartigen Affront im Gegenzug mit entsprechenden Importzöllen auf US-Produkte reagieren würde. Ohnehin besitzt China im bilateralen Kräftemessen als größte Gläubigernation der USA in Form von amerikanischen Staatsanleihebeständen ein nicht zu unterschätzendes Druckmittel. Die wirtschaftliche Abschottungspolitik Trumps und der mögliche Rückzug der USA aus der globalen militärischen Verantwortung könnte Chinas Position im asiatischen Raum sogar stärken, falls das amerikanisch-asiatische Freihandelsabkommens TPP von der neuen US-Regierung abgelehnt und Japan und Südkorea geringere militärische Unterstützung erfahren sollten. Infolge eines möglichen Bedeutungsverlusts der Eckpunkte der zuletzt verfolgten asiatischen US-Außenpolitik, in Form einer stärkeren militärischen Präsenz und der Schaffung einer Handelszone, die China ausschließt, würden andere asiatische Staaten vermutlich vermehrt die Nähe zur Volksrepublik China suchen.

Für den längerfristigen Ausblick Chinas wird die Neubesetzung des Politbüros im Herbst 2017 von entscheidender Bedeutung sein. Im Ständigen Ausschuss werden fünf der sieben Mitglieder aus Altersgründen ausscheiden. Lediglich Staats- und Parteichef Xi Jinping und Ministerpräsident Li Keqiang fallen nicht unter diese Regelung. Der Personalwechsel dürfte Aufschluss über den designierten Nachfolger von Xi Jinping und die künftige strategische Ausrichtung Chinas geben.

GÖTTERDÄMMERUNG IM NAHEN OSTEN

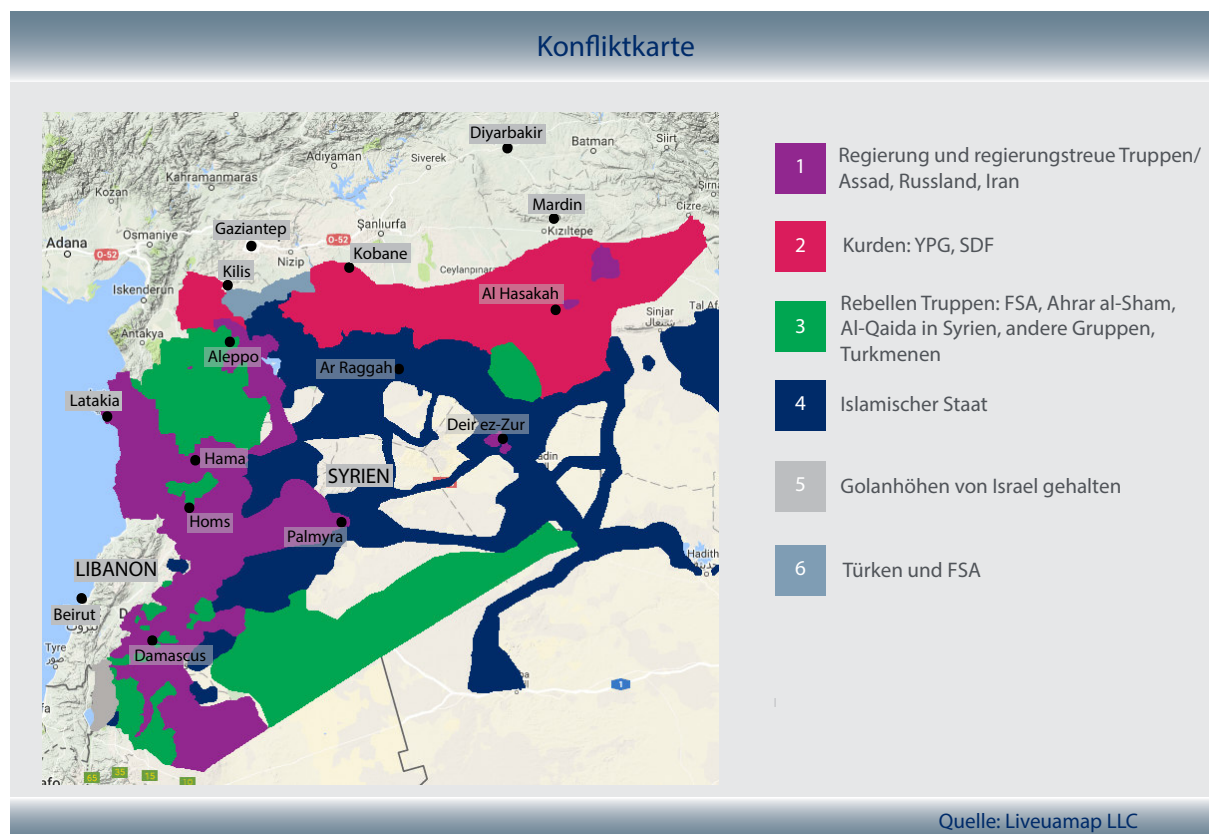
Marc Zeck, Markus Dittmer

Aktuelle Situation in Syrien, Irak und Libyen

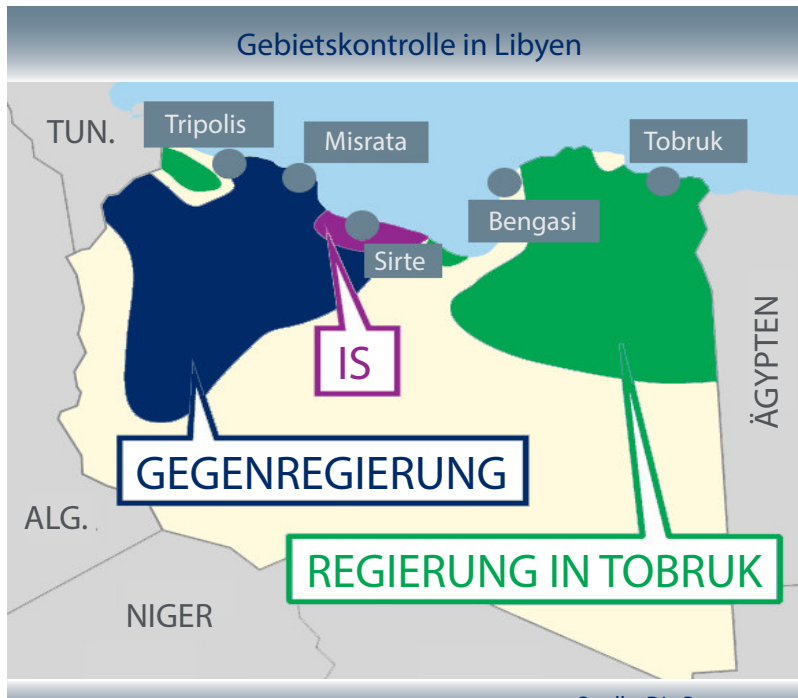
Der seit 5 Jahren andauernde Bürgerkrieg in Syrien hat sich aufgrund der Parteinahme der Russen und Iraner für den derzeitigen Machthaber Baschar al-Assad, der Unterstützung der Rebellen durch die Amerikaner, Saudis und Türken sowie dem Kampf des IS gegen alle Parteien zu einem internationalen Konflikt entwickelt. Baschar al-Assad kann sich dank der Hilfe des russischen und iranischen Militärs sowie der Hisbollah-Miliz behaupten und erzielte durch die Unterstützung zuletzt sogar Geländegewinne. Dominiert wird der Konflikt zwischen Regierung und Rebellen momentan von den heftigen Kämpfen um die strategisch wichtige Metropole Aleppo. Nach dem erbitterten Kampf um Kobane, den kurdische Milizen dank der amerikanischen Luftwaffe für sich entscheiden konnten, ist hingegen der IS in Syrien stark unter Druck geraten und hat bedeutende Gebietsverluste zu verzeichnen. Im Irak machen die irakischen Sicherheitskräfte inzwischen größere Fortschritte und deuten an die Herrschaft des Islamischen Staates im Irak zu beenden.

Der arabische Frühling hat seine Wurzeln auch in Libyen, dort startete die Revolution mit Demonstrationen gegen die Herrschaft von Muammar al-Gaddafi im Februar 2011. Nach der Eskalation zu einem bewaffneten Konflikt, konnten die Rebellen die Gefechte dank internationaler Unterstützung in Form von Luftschlägen gegen die Truppen Gaddafis gewinnen. Allerdings gelang es daraufhin nicht in den folgenden Wahlen eine gemeinsame dauerhafte und stabile Regierung in Libyen zu bilden und schon kurz darauf begannen sich Übergangsrat und Revolutionsbrigaden zu bekämpfen. Inzwischen ist die Lage in Libyen mehr als unübersichtlich. Es bekämpfen sich nun die zwei großen Übergangsparteien, die international anerkannte Regierung, die aus dem gewählten Abgeordnetenrat hervor ging mit Sitz in Tobruk, sowie die islamistischen Gegenregierung, die in Tripolis residiert und weitere lokale Milizen. Das Chaos und Durcheinander in Libyen wusste einmal mehr der Islamische Staat für sich zu nutzen. Während sich die zwei großen Parteien in Libyen ohne große Fortschritt

Konfliktkarte



te bekämpfen, konnte der IS die Stadt Sirte und umliegende Geländeabschnitte erobern. Durch die Unterstützung amerikanischer Kampflugzeuge gelang es 2016 der Übergangsregierung in Tripolis, den IS nach Sirte zurückzutreiben. Inzwischen herrschen dort seit mehreren Monaten blutige Straßenkämpfe um die letzten von den Dschihadisten gehaltenen Wohnviertel.



Die 3 Hauptakteure des Islamischen Terrors

Im Jahr 2017 werden vermutlich 3 Terrororganisationen die Schlagzeilen beherrschen. Der IS besitzt momentan die wohl größte Ausstrahlungskraft auf Islamisten und ist global in den Medien präsent. Allerdings hat der IS seinen militärischen Zenit bereits überschritten und in 2016 bedeutende Gebiete und Einnahmequellen verloren. Um die militärischen Niederlagen zu kompensieren, intensivierte der IS die Anschläge auf zivile Ziele in Europa wie auch im Nahen Osten.

Regional agierend, aber nicht minder brutal ist Boko Haram. Die Terrororganisation kämpft für die Einführung der Scharia sowie gegen westliche Bildung im Norden Nigerias und den angrenzenden Ländern wie Kamerun, Niger und Tschad. Große mediale Aufmerksamkeit erlangte Boko Haram durch die Entführung 200 nigerianischer Schülerinnen sowie dem Treueschwur gegenüber dem Islamischen Staat im Jahr 2015.

Obwohl aus der öffentlichen Wahrnehmung weitestgehend verschwunden, agiert auch Al Qaida weiterhin hinter den Kulissen. Im Gegensatz zum IS verlässt

sich Al Qaida auf eine dezentrale Terrorzellenstruktur, die im weitesten Sinne von der Idee der Gründer zusammengehalten wird. Aufgrund der losen Struktur lässt sich kaum belegen, ob diese „Idee“ aufgrund der Aktivitäten des IS an Attraktivität eingebüßt hat. Festhalten lässt sich, dass der Anfang des Jahrtausends formulierte Plan durch Bürgerkriege für Unruhe auf der arabischen Halbinsel zu sorgen bis heute funktioniert.

Gemeinsamkeiten zwischen den verschiedenen Gruppierungen lassen sich mehr oder weniger in den Zielen erkennen. Alle kämpfen für die Errichtung eines Islamischen Staates unter der Rechtsordnung der Scharia. Auch in der Art der verübten Anschläge lassen sich ähnliche Muster erkennen. Oft sind so genannte weiche Ziele im Fokus der Terroristen. Dies bedeutet Verunsicherung in der Zivilbevölkerung zu schüren und das Gefühl der Machtlosigkeit gegenüber Anschlägen zu verbreiten.

Unterschiede lassen sich in der Komplexität der Anschläge erkennen. Während Al Qaida auf

jahrelange Erfahrung sowie auf ein globales Netzwerk für ihre terroristischen Akte zurückgreifen kann, befindet sich der IS erst im Aufbau einer solchen komplexen Struktur und ist mehr auf „einsame Wölfe“ angewiesen, die ohne große logistische Unterstützung zuschlagen. Die logistische Struktur einer Terrororganisation ist ein nicht zu vernachlässigender Faktor. Große und aufsehenerregende Anschläge benötigen viel Vorbereitung und professionelles Personal. Zugleich ist die Logistik auch ein Schwachpunkt bei der Planung von Anschlägen, da durch Kommunikation und Beschaffung der benötigten Materialien die Gefahr besteht die Aufmerksamkeit der Behörden auf sich zu lenken.

Voraussichtlicher Zusammenbruch des Islamischen Staates im Jahr 2017

Seit seinem militärischen und flächenmäßigen Höhepunkt im Jahre 2014 befindet sich der Islamische Staat an mehreren Fronten massiv unter Druck. Entscheidend hierfür war die Niederlage bei Kobane, wo es kurdischen Milizen gelang, den Vorstoß des IS zu stoppen. Seitdem verlor der IS viele seiner wichtigen Nachschubrouten in die Türkei, durch die Material so-

wie ausländische Kämpfer nach Syrien einsickerten. Inzwischen stehen die Verbündeten der westlichen Allianz gegen den IS, auch dank diverser westlicher Spezialeinheiten, vor Rakka, der offiziellen Hauptstadt des IS in Syrien.

Im Irak scheint es, als würden die irakischen Sicherheitskräfte noch Ende 2016 zum entscheidenden Schlag gegen den IS ausholen und die letzte verbleibende Bastion der Gotteskrieger in Mossul zurückerobern. Die am 17.10.2016 gestartete Offensive soll das Ende des IS im Irak einläuten, nachdem die Jahre zuvor der IS im Irak, teilweise kampfflos, von Sieg zu Sieg geeilt war. Inzwischen scheint das Engagement der Staaten Früchte zu tragen und aus der irakischen Armee eine zumindest teilweise kampffähige Streitmacht zu entwickeln. Weiterhin wird aber Unterstützung der Anti-IS-Allianz sowie der kurdischen Volksverteidigungseinheiten benötigt, wie die militärischen Operationen zur Befreiung von Ramadi, Falludscha und auch Mossul zeigen.

Was geschieht nach dem Zusammenbruch des Islamischen Staates?

Eine Möglichkeit ist, dass die ausländischen Kämpfer versuchen in ihre Heimatländer zurückkehren und dort den Kampf in Form von Attentaten fortzuführen. Eine weitere Option besteht darin, den Kampf gegen die Sicherheitskräfte vor Ort aus dem Untergrund fortzuführen und die Sicherheitslage in den Ländern zu destabilisieren. Beides wäre eine Angleichung des IS an Al Qaida, mit der möglichen Folge eines Wettkampfes zwischen beiden Terrororganisationen um die Vorherrschaft im islamischen Terror.

Wie geht es in Syrien nach dem Islamischen Staat weiter?

Die komplexe und unübersichtliche Situation in Syrien mit seinen verschiedenen Akteuren und unterschiedlichsten Interessenslagen sowie der nahenden militärischen Niederlage des Islamischen Staates wirft die Frage auf, wie es danach weitergeht. Die USA scheinen nach ihren misslungenen Demokratisierungsversuchen in Afghanistan und im Irak kein Interesse zu haben auf ein erneutes Kriegsabenteuer in einem weiteren muslimischen Land. Die Vereinigten Staaten wirken nach fast 15 Jahren kriegsmüde. Russland hingegen nutzte die Gelegenheit, um im Mittleren Osten energie- und geopolitische Interessen zu wahren. Durch die Stationierung russischer Soldaten in Syrien wird eine Lösung des Konflikts nur im Einklang mit Russland gelingen. Das syrische Regime konnte dank der russischen Unterstützung in

den letzten Monaten einige Geländegewinne erzielen, sowie die zwischen syrischen Rebellen und syrischen Truppen gesplante Metropole Aleppo einkesseln. Machthaber Baschar al-Assad konnte sich mit seinen Verbündeten den westlichen Teil Syriens mit den wichtigen Industriestädten sowie die Hauptstadt Damaskus und den Zugang zum Mittelmeer sichern. In Nordsyrien konnten kurdische Milizen (YPG) große Geländegebietes vom IS zurückerobern, sie zählen zudem zu den stärksten Verbündeten der Anti-IS-Koalition und gelten als deren verlängerter Arm am Boden. Jedoch eröffnete sich durch das Erstarken der kurdischen Milizen ein weiterer Konfliktherd. Die Türkei sah sich genötigt selbst in Syrien aktiv zu werden und unterstützte syrische Rebellen mit eigenen Truppen bei der Rückeroberung grenznaher Dörfer. Vereinzelt kam es auch zu Scharmützeln zwischen der Türkei und YPG auf syrischem Hoheitsgebiet. Die Türkei möchte einen Staat Kurdistan nahe seiner eigenen Grenze unbedingt verhindern.

Für die vielen zersplitterten syrischen Rebellengruppen ist ein Sieg gegen das inzwischen von Russland, Iran und Hisbollah unterstützte syrische Regime in weite Ferne gerückt. Untereinander zerstritten, bekämpfen sie sich gegenseitig oder bilden Zweckbündnisse. So verschwimmen allerdings auch die Grenzen zwischen moderat geltenden Gruppen und radikal islamistischen Gruppierungen. Einzig und allein die große finanzielle Unterstützung durch Saudi Arabien erhält viele dieser Gruppen am Leben. Hier zeigt sich auch zugleich ein weiterer Konfliktherd, im Hintergrund des Syrienkonflikts buhlen der Iran und Saudi Arabien um die Vorherrschaft im Nahen Osten.

In dieser komplexen Situation eröffnet die Wahl von Donald Trump zum US-Präsidenten zwar keine Lösung des Konflikts, aber die Zahl der Szenarien sinkt drastisch. Durch die militärischen Erfolge des Assad Regimes und der Rückendeckung Russlands ist es wahrscheinlich, dass Assad den Versuch unternimmt die Herrschaft über ganz Syrien wieder herzustellen. Bisher standen dem die Kurden im Norden und verschiedene von den USA unterstützte gemäßigte Rebellengruppen entgegen sowie der IS. Trump sprach vor der Wahl davon, dass er die Unterstützung von Rebellen reduzieren möchte und von Assad als notwendiges Übel im Kampf gegen den IS. Auch wenn dies kein Freifahrtschein für Assad ist, wird sich die USA einer Militäroffensive Assads im Osten Syriens nicht allzu ablehnend gegenüber verhalten. Das Verhältnis Europas zu den beteiligten Parteien wird darunter sicher leiden, der europäischen Stimme fehlt in diesem Konflikt aber das Gewicht. Die Regionalmächte Iran und Saudi Arabien werden „ihre“ Parteien weiterhin unterstützen, dieser Stellvertreterkrieg ist für den Ausgang des Konflikts aber bedeutungslos. Die Position der Kurden ist durch die Wahl Trumps ebenso geschwächt, aber aufgrund ihres ef-

fektiven Kampfes gegen den IS wird die USA die Unterstützung nicht so schnell entziehen.

Wie geht es im Irak nach dem

Islamischen Staat weiter?

Nicht weniger kompliziert stellt sich die Lage im Irak dar. Hier wird es für eine Befriedung des Landes auf mehrere Punkte ankommen. Zunächst muss sich die Zentralregierung in Bagdad mit den Peschmerga über die Verwaltung der kurdischen Gebiete einigen. Zuletzt kam es immer wieder zu Konflikten über eroberte Landstriche zwischen beiden Parteien. Des Weiteren streben die Kurden, die bereits zuvor schon große Autonomie genossen, weiterhin nach einem eigenen Staat Kurdistan. Masud Barzani, kurdischer Regionalpräsident und Truppenführer fordert für sein Volk, das nach seinen Angaben die Hauptlast im Kampf gegen den IS getragen habe, die Souveränität sowie die Neuordnung des Iraks.

Entscheidend wird auch sein, ob es der mehrheitlich schiitischen Regierung im Irak gelingt, die Aussöhnung zwischen den beiden großen Religionsgruppen der Schiiten und Sunniten voranzutreiben. Ein erster Schritt ist, dass schiitische Milizen bei der Eroberung der großen sunnitischen Metropole Mossul nur bedingt teilnehmen aber nicht in die Stadt einrücken sollen. Eine optimistische Lesart wäre, dass der IS den Sunniten und Schiiten gemeinsamer Feind ist und eine Zusammenarbeit beider Religionsgruppen hier beginnt. Wurde der IS in 2014 noch als Befreier sunnitischer Bürger von schiitischer Herrschaft beispielsweise in Mossul begrüßt, könnten die Sunniten nun bei geglückter Befreiung der Stadt die irakische Zent-

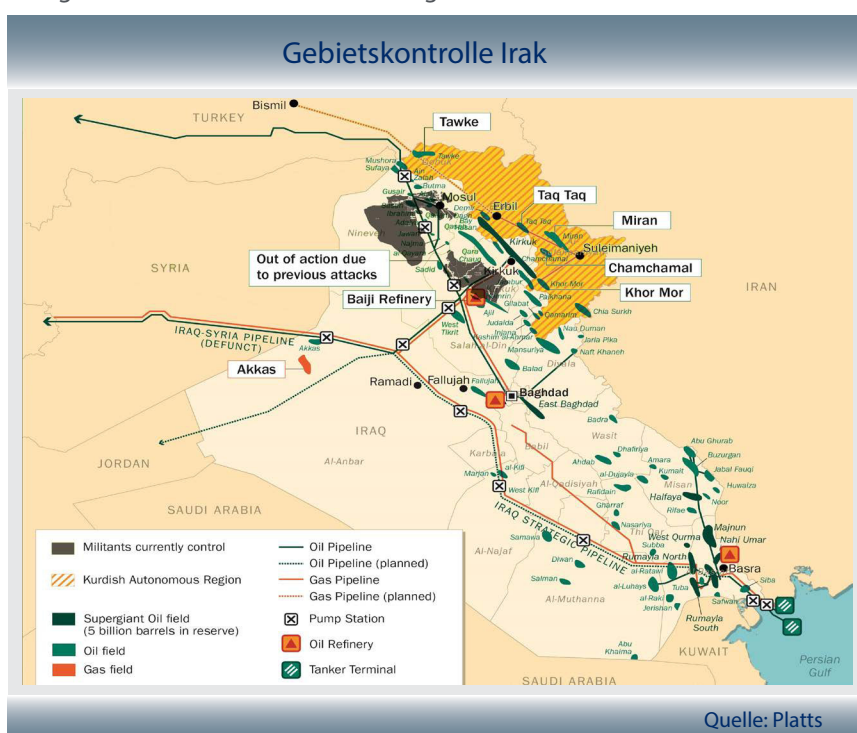
ralregierung akzeptieren. Zugleich ist Al Qaida im Irak geschwächt, sodass ein erneutes Befeuern eines Bürgerkrieges erheblich schwieriger wird als Mitte der 2000er Jahre.

Zuletzt kommt es darauf an, die reichen Erdölvorkommen des Landes zu nutzen, um in der vom Krieg gebeutelten Region die Infrastruktur, Bildungsstätten, medizinische Versorgungseinrichtungen sowie staatliche Einrichtungen aufzubauen. Hier wird sich zeigen, ob die Zentralregierung in Bagdad aus den Fehlern der Vergangenheit gelernt hat oder das Land weiter in Korruption und Vetternwirtschaft versinkt.

Irakische Ölproduktion

Ein Sieg der Anti-IS-Allianz im Irak hätte signifikante Auswirkungen auf die Ölproduktion in den kommenden Jahren. Durch die dann verbesserte Sicherheitslage, wiederhergestellte Pipelines und der Entspannung des irakischen Finanzhaushalts könnte die Ölproduktion in 2017 um mehr als 500kbpd steigen.

Der IS kontrolliert zwar keines der großen Ölfelder im kurdischen Nordosten oder schiitischen Südosten des Iraks, aber indirekt hinderte der IS den Irak in den letzten Jahren an einer substantiellen Ausweitung der Produktion. Zum einen verläuft die mit 1600kbpd größte Ölpipeline des Iraks, die Kirkuk Ceyhan Pipeline, durch das vom IS besetzte Gebiet im Nordosten zwischen Mosul und Hawija in Richtung Türkei, andererseits hat in 2016 die durch die Offensive angespannte Haushaltslage des Iraks zu Zahlungsausfällen oder Verzögerungen zum Nachteil der im Südosten tätigen irakischen Ölunternehmen geführt.



Die Kirkuk Ceyhan Pipeline wurde in den vergangenen Jahren vom IS zunächst sabotiert, nach der Einnahme des betroffenen Gebiets nutzte der IS die Pipeline dann als Transportmittel für den Ölverkauf in die Türkei. Die irakische Regierung und die Verantwortlichen der kurdischen Region im Nordosten des Iraks stoppten deswegen periodisch die Einspeisung von Öl in die Pipeline. Wenn der IS aus der Region zwischen Mosul und Hawija vertrieben ist, könnte die Pipeline wieder ununterbrochen in Betrieb genommen werden und den dort produzierenden Unternehmen wieder günstigen Zugang zum europäischen Markt gewährleisten. Da kaum andere Absatzwege existieren und Mehrproduktion zu niedrigen Preisen in den lokalen Markt gegeben werden müsste, ist die Befreiung der Kirkuk Ceyhan Pipeline Voraussetzung, damit die Ölunternehmen die Produktion hochfahren, bzw. ihre Investitionen ausweiten.

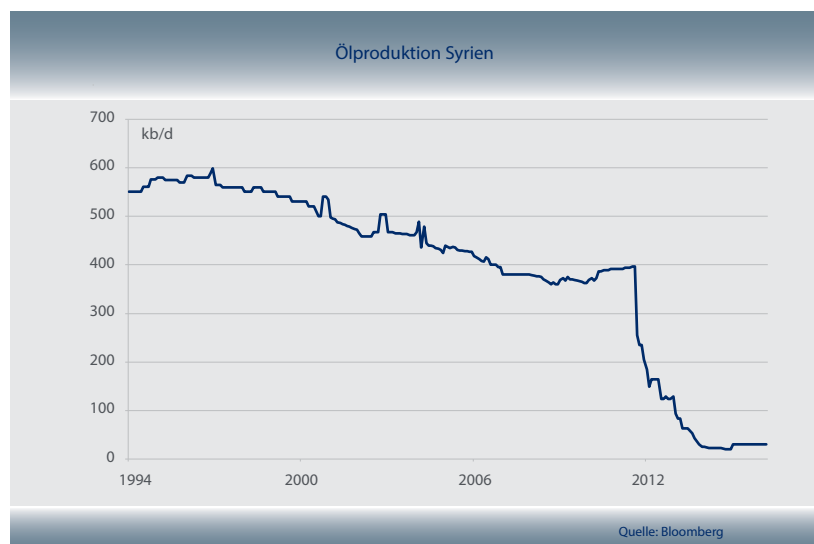
Die Ölfelder in der kurdischen Region im Nordosten des Iraks sind im Vergleich zu den südöstlichen Feldern zwar kleiner und geologisch schwieriger auszubeuten, aufgrund der unterschiedlichen Steuerregime beim derzeitigen Ölpreis jedoch hochprofitabel. Die irakische Regierung hat für die Ölfelder im Südosten des Iraks mit den Ölunternehmen Dienstleistungsverträge abgeschlossen, die einen fixen Betrag pro Barrel Öl auszahlen. Bei sehr niedrigen oder stark fallenden Ölpreisen käme dies natürlich den Unternehmen gelegen. Im derzeitigen Umfeld mehr oder minder steigender Ölpreise ist diese vertragliche Vereinbarung aber unattraktiv. Die Ölfelder der kurdischen Region hingegen werden als Production Sharing Agreement ausgebeutet, den Firmen steht bei einem Ölpreis über den Produktionskosten somit mehr Geld zu als bei einem Dienstleistungsvertrag. Der Break Even Ölpreis für die kurdischen Felder liegt zwischen 20-35 USD pro Barrel und die Erschließungskosten bei niedrigen 2-4 USD pro Barrel. Obwohl Kalkstein Reservoirs und geologisch zum Teil kompliziert, gehören die Felder als konventionelle onshore Reservoirs somit zu den vielversprechendsten Feldern der Welt. Dementsprechend ist das Interesse der internationalen Ölindustrie groß, sofern es gelingt dem IS die Kontrolle über die Kirkuk Ceyhan Pipeline zu entreißen.

Das Förderungspotential im Irak hat sich trotz der Unsicherheit über die Kirkuk Ceyhan Pipeline bereits in 2015 gezeigt. Die Steigerung der irakischen Ölproduktion in 2015 hat über 60% zu der Gesamtproduktionssteigerung der OPEC beigetragen. Die südöstlichen und nordöstlichen Öl-

felder trugen dazu zu gleichen Teilen bei. Neben der potentiellen Ausweitung der Produktion der nordöstlichen Felder erwartet der Markt, dass die Produktion der südöstlichen Felder in 2016 leicht sinkt, da die irakische Regierung zum Jahreswechsel von einer schwierigen Haushaltslage sprach und eigentliche Gelder der Ölindustrie für die Offensive der Armee nutzen musste. Nach dem potentiellen Ende der Offensive im kommenden Jahr sollten hingegen wieder Mittel frei werden, um die Ölunternehmen im Südirak zu bezahlen. Somit könnte die Ölproduktion sowohl im Nordosten und Südosten des Iraks im kommenden Jahr ansteigen. Die irakische Regierung ging im Falle eines langen Kampfes gegen den IS davon aus, dass die Ölproduktion bis 2020 auf 6mb/d ausgeweitet werden kann. Dies entspräche einer jährlichen Produktionsausweitung um 500 kb/d. Im Markt wurde die irakische Prognose bisher als zu optimistisch betrachtet, als wahrscheinlicher galt, dass in 2017 und 2018 unter dem Druck des IS keine Ausweitung der Produktion gelingen wird. Dies könnte sich nun als zu pessimistisch herausstellen.

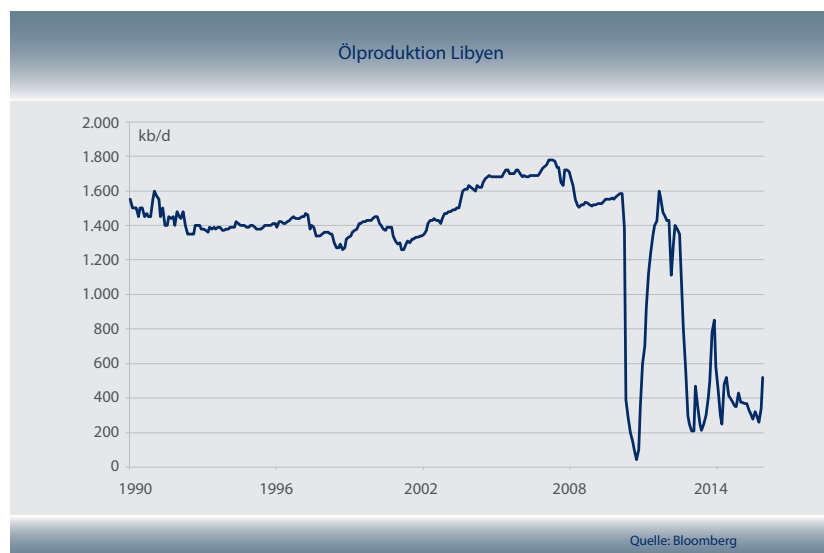
Syrische und libysche Ölproduktion

27.000 Faß! Das ist die aktuelle Förderung pro Tag in Syrien. In dem vom Bürgerkrieg zerrissen Land mit seinen über hundert Konfliktparteien ist es momentan unmöglich eine gezielte und nachhaltige Förderung von Erdöl auf die Beine zustellen. Ein sicheres Umfeld lässt sich momentan unter den gegebenen Umständen nicht garantieren und wirkt sich so äußerst unfreundlich auf ausländische Investoren aus. Des Weiteren wurden viele ehemals vom IS kontrollierten Anlagen und Förderstätten durch russische sowie Kampfflugzeuge der Anti-IS-Koalition bombardiert und zerstört. So sollte dem IS seine Haupteinnahmequelle, dem illegalen Handel mit dem schwarzen Gold, entzogen werden. Welches Aufholpotenzial in



Syrien steckt, zeigt sich im längerfristigen Verlauf der Förderungsmöglichkeiten des Landes. Durch den Einmarsch der Amerikaner in den Irak, einer der wichtigsten Handelspartner Syriens, ging die Produktion von 500.000 Barrel/Tag seit 2003 regelmäßig zurück. Schlussendlich kollabierte die Förderung des Erdöls unter dem bewaffneten Konflikt in Syrien 2011 ganz.

Extrem unter dem Chaos in Libyen leidet die Ölförderung. Zu Gaddafis Zeiten wurden im Durchschnitt 1,5 Mio. Faß am Tag gefördert. Nachdem teilweisen Zusammenbruch im Jahr 2010/2011 hat sich die Förderung im Jahr 2016 bei ungefähr 300.000 b/day eingependelt, was noch immer ein Bruchteil dessen ist, was Libyen imstande wäre zu fördern. Hauptursache dafür war die Ausbreitung des Islamischen Staates. Durch die Besetzung von Sirte und die Eroberung der umliegenden Gebiete gelangten so auch einige Ölfelder in die Hände der Extremisten. Dadurch mussten wichtige Ölhäfen wie Es Sider, Ras Lanuf und Zuetina teilweise geschlossen werden. Ölpipelines der großen Ölfelder im Sirte Becken, darunter auch die zwei Größten Sairi und Messla, enden in diesen wichtigen Häfen und konnten so nicht mehr als Anlaufstelle dienen. Inzwischen konnte der Islamische Staat in Libyen wieder zurück gedrängt werden, was zu einer Erhöhung der Ölproduktion im Lande führte. Im Oktober 2016 meldete Ministerpräsident Fayed Serraj ein Anstieg der Ölproduktion auf 580.000 bis 600.000 b/day. Des Weiteren steht man mit westlichen Gemeinden in Verhandlungen um eine mögliche Ausweitung der Förderung um weitere 380.000 b/day.



Auswirkungen auf die Flüchtlingskrise

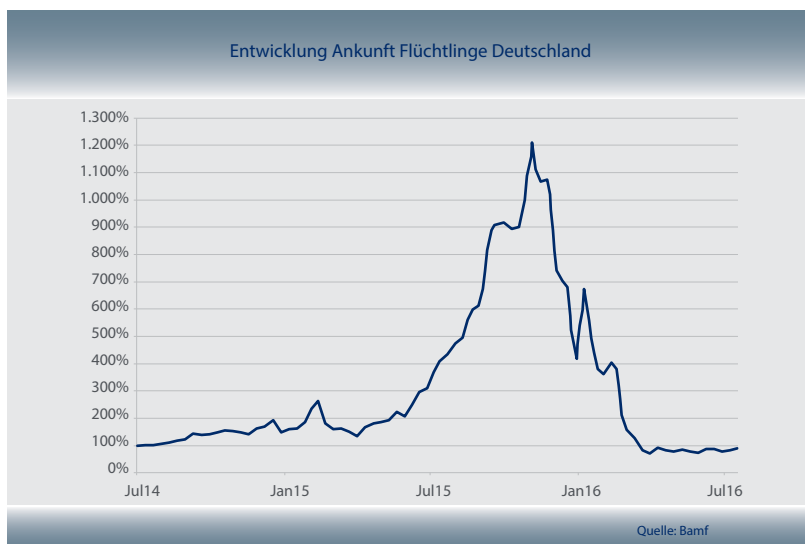
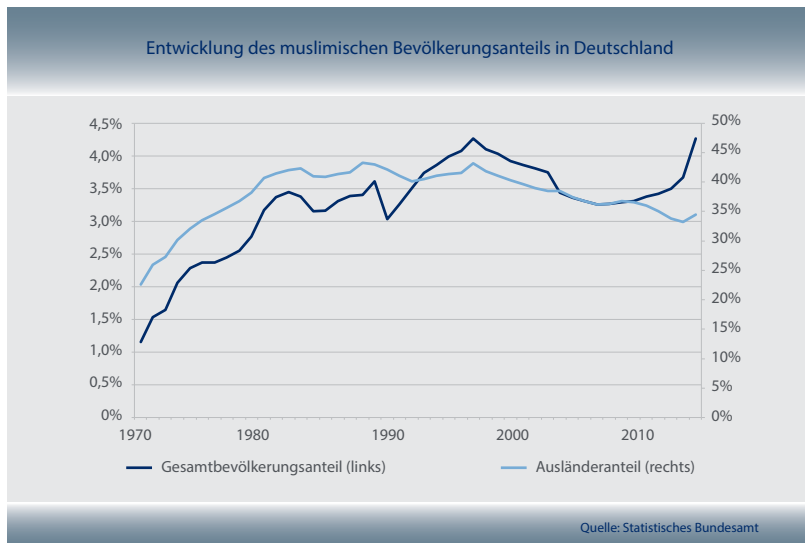
Die Frage nach den Folgen des IS und der Flüchtlingskrise für Europa ist eigentlich die Frage nach den

politischen Auswirkungen. Die populärste These, die auch der erste Entwurf dieser Analyse zu belegen suchte, hält den Aufstieg der neuen Rechten in Europa für eine direkte Folge des IS und der Flüchtlingskrise. Die Wahlerfolge der AfD in Deutschland in diesem Jahr sprechen vordergründig dafür, ein Optimist müsste im Umkehrschluss nach dem Ende der Flüchtlingskrise Anfang 2016 und dem voraussichtlichen Ende des IS im kommenden Jahr die neue Rechte unter Druck kommen sehen. So ist durch die Flüchtlingskrise der Anteil der Muslime in Deutschland lediglich auf das Niveau der 90er Jahre gestiegen, nachdem ihr Anteil in den vergangenen Dekaden stetig gesunken ist. Da seit Anfang 2016 die Zahl der ankommenden Flüchtlinge auf das Vorkrisenniveau gefallen ist, wird die Zahl der Muslime unter den Migranten in Deutschland ebenfalls wieder zu sinken beginnen. Die Nettoauswanderung einiger Bevölkerungsgruppen wie der Türken dürfte weiter zunehmen. Wäre die neue Rechte ein Phänomen der Flüchtlingskrise, wäre ihr Erfolg temporär.

Der Aufstieg der neuen Rechten begann aber nicht 2014 mit dem IS oder 2015 mit der Flüchtlingskrise, er begann nicht in Deutschland oder Syrien, sondern im Jahr 2002 in Frankreich. Damals gewann Jean-Marie Le Pen die Präsidentschaftswahl - zumindest beinahe, denn er konnte nicht die absolute Mehrheit der Stimmen auf sich vereinen. In der folgenden Stichwahl ging er gegen eine verschreckte Koalition von Wählern aller Couleur unter. Die Rechte in Europa musste erkennen, dass der konservativer Nationalismus

nicht fähig ist, Mehrheiten zu gewinnen. Und sie lernte. In den Niederlanden wirbelte zur selben Zeit der Gegenentwurf zum konservativen Nationalismus die Politik durcheinander. Pim Fortuyn, schwul, ex-Kommunist, progressiv und Islamfeind, schuf einen progressiven Nationalismus. Seine politischen Forderungen nach Frauenrechten, Ausweitung des Sozialstaats, Schutz von (nicht-muslimischen) Minderheiten waren klassische Positionen der Linken. Statt des Kapitals bedrohe nun der Islam die Errungenschaften der Feministen, 68er, Liberalen, die Arbeit des kleinen Mannes. Seine Idee löste das klassische Dilemma der Randparteien, dass die politi-

sche Mitte immer mehr Wähler anziehen wird, durch die Vereinnahmung des politisch komplementären Pols. Die traditionelle Linke wollte oder konnte ihren Grundsatz der internationalen Solidarität um jeden Preis nicht aufgeben und überließ damit der neuen Rechten weitgehend kampflos das Feld. Pim Fortuyn



Zusammengefasst ist der Aufstieg der neuen Rechten in Europa weder „neu“ noch „spontan“ sondern das Ergebnis einer langfristigen Neuausrichtung, die vor mehr als 10 Jahren begann. Das Ende des IS und der Flüchtlingskrise wird daran nichts ändern.

Zusammenfassung

Es ist nicht davon auszugehen, dass der politische Druck sowie die antieuropäische Stimmung in den europäischen Staaten nach dem Ende des IS nachlassen wird. Positive Auswirkungen wird der Niedergang des IS auf die Ölförderung und den Export haben, hier rechnen wir mit einem Anstieg. Trotz militärischer Fortschritte in Libyen und im Irak ist die Region noch weit von politischer Stabilität entfernt. In Syrien ist durch die US Wahl eine Restauration des Assad Regimes wahrscheinlicher geworden.

wurde einen Tag nach der französischen Präsidentschaftswahl ermordet, aber seine Idee wurde von allen rechten Parteien in Europa aufgegriffen.

Die NPD in Deutschland implementierte das neue „Kümmerer“ Image eher dilettantisch, von den „wahren Finnen“, der norwegischen „Fortschrittspartei“, der dänischen „Volkspartei“, der niederländischen „Partei für die Freiheit“, der „Neu-flämischen Allianz“ in Belgien bis zum „Front National“ Marie Le Pens in Frankreich wurde das neue Konzept hingegen erfolgreich umgesetzt. Die Verteidigung progressiver Werte gegen den Islam war von nun an immer eine bedeutende Säule der Parteiprogramme. Die deutsche AfD wurde im Gegensatz zu den anderen Parteien erst spät gegründet und hat unter Frauke Petry ein deutlich konservativeres Programm angenommen, aber auch sie ist besonders stark in traditionell linken Regionen und sprach bspw. in Berlin gezielt mit Islamkritik homosexuelle Wähler und Frauen an.

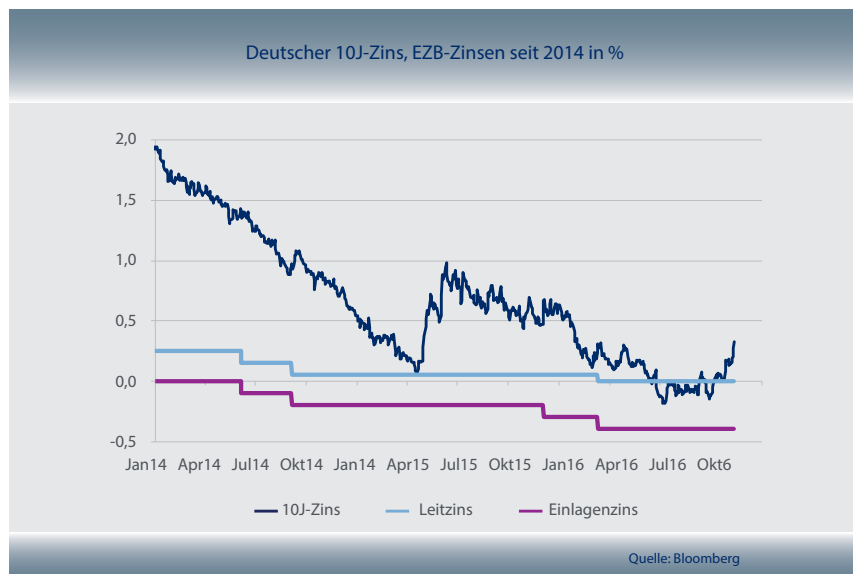
Rentenmarkt-Perspektiven 2017

Dr. Bernd Fröh

Wer gedacht hatte, das zuvor kaum vorstellbare Tief des deutschen 10J-Zinses von nur 0,05% im April 2015 sei das historische Allzeittief schlechthin gewesen, sah sich 2016 eines Besseren belehrt. Nachdem der 10J-Zins im Mai und Juni 2015 noch bis auf 1,00% empor geschneit war, ging er zuerst allmählich wieder zurück und rutschte seit Jahresbeginn 2016 dann kräftig nach unten, um schließlich im Zuge der Brexit-Entscheidung im Juni in den Minusbereich zu sinken. Dabei wurde am 6. Juli ein neuer historischer Tiefpunkt von -0,20% markiert und seitdem rentierten 10-jährige Bundesanleihen bis Oktober überwiegend mit negativem Vorzeichen. Gleichzeitig liegt der Zins am kurzen Ende der Zinskurve um fast 30 Basispunkte unter dem negativen EZB-Einlagenzins von -0,40%!

steht das wesentlich größere Risiko signifikanter Verluste gegenüber. Es müssen also schon sehr außergewöhnliche Umstände vorherrschen, dass Investoren solche Bewertungsverhältnisse hinnehmen.

Auch auf internationaler Ebene wurde ein nie gekanntes, niedriges Zinsniveau erreicht. Der beträchtliche Anteil negativ verzinsten Rentenpapiere zeigt, dass aus dem Ruder gelaufene Überbewertungen bestehen, die eine Blase darstellen. Dies wird durch die Worte des weltweit renommierten Rentenfondsmanagers Bill Gross gut ausgedrückt: „Global yields lowest in 500 years of recorded history. \$10 trillion of negative rate bonds. This is a supernova that will explode one day.“



Die Hauptursache für dieses extrem tiefe Zinsniveau liegt weniger in der fundamentalen makroökonomischen Situation begründet, die weltweit durch ein moderates Wachstum und niedrige Inflationsraten gekennzeichnet ist und daher ein normales Zinsniveau verdient hätte, sondern in der sehr expansiven Geldpolitik der wichtigsten Notenbanken. Zwar hat die Fed schon im Dezember 2015 eine erste Zinserhöhung vorgenommen, dennoch nimmt sie jede sich bietende Gelegenheit, wie wieder etwas schwächere Konjunkturdaten oder Kurs-

Mit klassischen Bewertungsmodellen ist dieses Zinsniveau nicht zu erklären. Nicht nur, dass die sogenannten „japanischen Verhältnisse“, die ein Synonym für ein anhaltendes Umfeld allzu niedriger Zinsen vor dem Hintergrund deflationärer Preistrends und eines überschuldungsbedingten kümmerlichen Wachstums sind, trotz einer seit Jahren positiven Kerninflationsrate in der Eurozone bei weitem übertroffen wurden. Auch die Tatsache einer Negativverzinsung bis in den langen Laufzeitbereich hinein verdeutlicht die eigentliche Absurdität dieser Situation, denn bis zur Endfälligkeit gehaltene, negativ verzinsten Wertpapiere bedeuten für den Investor zwingend einen Verlust und der eher bescheidenen Chance von zwischenzeitlich noch möglichen moderaten Kursgewinnen

rückgänge an den Aktienmärkten, als willkommenen Anlass, um einen zweiten Zinsschritt nach oben trotz eines festen Arbeitsmarktes und eines zumindest leicht anziehenden Inflationsdrucks wieder zu verschieben. Und die japanische und europäische Notenbanken pumpen durch massive Wertpapierkäufe vornehmlich von Staatsanleihen sehr viel Geld in das Finanzsystem, wobei die EZB über einen negativen Einlagenzins fast die gesamte Zinskurve unter die Nulllinie drücken konnte.

Eine zweite und unerlässliche Ursache für diese Negativzinsen liegt in der zumindest bislang geltenden Sachlage begründet, dass diese unkonventionelle Geldpolitik auch tatsächlich wirksam am Finanzmarkt

durchgesetzt werden kann, denn die wichtigsten Investorengruppen nehmen die teilweise völlig überzogenen Bewertungsniveaus am Rentenmarkt hin, sei es aus regulatorischen Zwängen heraus oder aus kapitulierender Akzeptanz des von der Notenbank gewünschten Zinsniveaus. Dies war in früheren Zeiten durchaus anders, als eine derart aggressive Notenbankpolitik durch die Marktkräfte gewissermaßen bestrafend korrigiert wurde. Gerade auch während der drei Phasen von beträchtlichen Fed-Wertpapierkäufen (Quantitative Easing) 2008-2010, 2010-2011 und 2012-2014 kam es jeweils zu signifikanten Anstiegen des US-10J-Zins von mindestens 130 Basispunkten, da die Verkäufe privater Investoren die Käufe der US-Notenbank übertrafen. Gleichermäßen hatte der deutsche Zinsanstieg von Mai und Juni 2015 deutlich vor Augen geführt, dass auch das EZB-Kaufprogramm konterkariert werden kann.

Die Geldpolitik dürfte wohl auch 2017 von zentraler Bedeutung für die Finanzmärkte sein. Daher wird sie im Folgenden zuerst analysiert und in Beziehung zum Ziel der finanziellen Repression gesetzt. Danach wird insbesondere die US-Geldpolitik mit dem zu erwartenden Leitzinspfad vor dem Hintergrund der Inflationsperspektiven diskutiert. Daraufhin wenden wir uns dem US-Bondmarkt und anschließend dem deutschen Rentenmarkt zu. Abschließend leiten wir daraus die Zinsperspektiven für 2017 ab.

Geldpolitik und finanzielle Repression

Die Geldpolitik verfolgt in normalen Zeiten das Ziel, Inflationsrisiken vor dem Hintergrund der konjunkturellen Wachstumsdynamik zu kontrollieren, also nur insoweit ökonomisch stimulierend zu wirken, als die Inflationsgefahren eingedämmt bleiben. Dies erfolgt durch die Leitzinspolitik bzw. die Geldmengensteuerung. In Phasen deflationärer Gefahren schaltet der Politikmodus auf sehr expansiv, um eine drohende Wechselwirkung zwischen ökonomischer Nachfrageschwäche und sinkenden Preistrends zu unterbinden.

Seit dem Höhepunkt der Finanzkrise 2008 greifen die Notenbanken zusätzlich zu unkonventionellen Maßnahmen, nachdem auch eine Nullzins-Geldpolitik als nicht mehr ausreichend angesehen wird. Zu übermächtig erscheinen Deflationsgefahren, strukturelle Wachstumshemmnisse und die generelle Bedrohung der Finanzmarktstabilität. So haben die Fed, die Bank of England, die Bank of Japan sowie die EZB massive Kaufprogramme für Wertpapiere und hier vornehmlich für Staatsanleihen aufgelegt. Die EZB hat überdies sogar seit Sommer 2014 als erste große Notenbank ihren Einlagenzins in den negativen Bereich gesenkt!

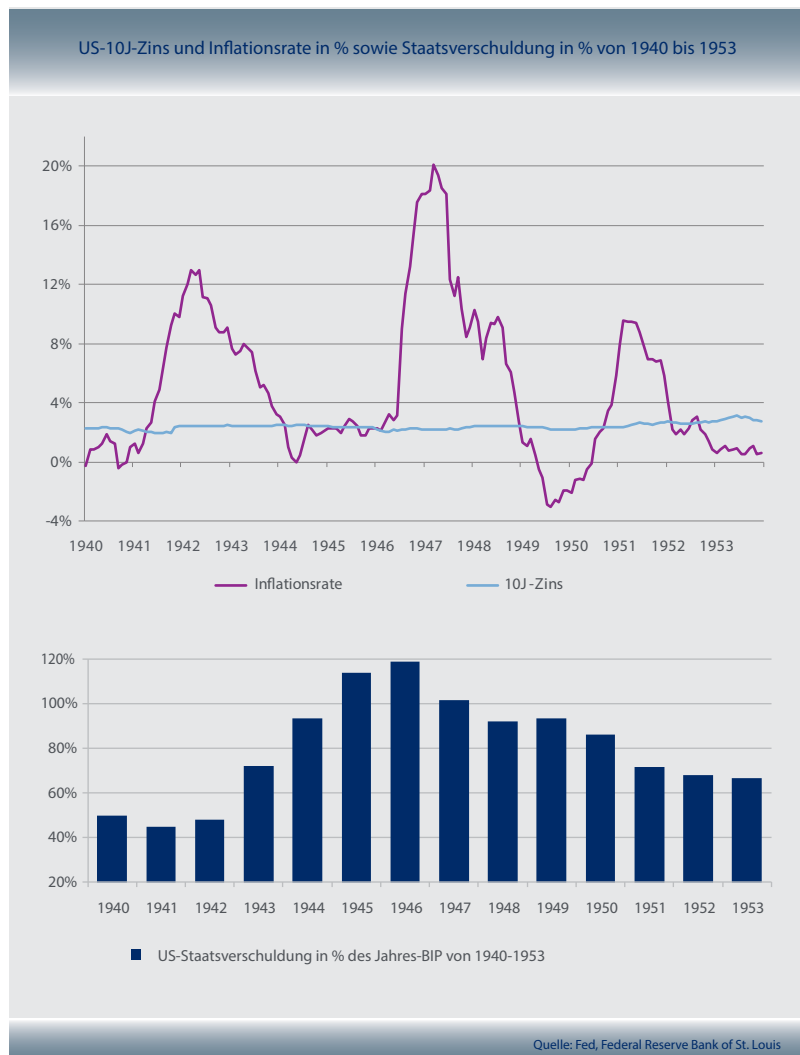
Neben den Themen Deflationsbekämpfung und Kon-

junkturstimulation als Notenbankziele sollte ein anderer Aspekt nicht außer Acht gelassen werden, nämlich die Frage, inwieweit die Geldpolitik in Zeiten übermäßiger oder explodierender Staatsverschuldung zu einer kostengünstigeren Staatsfinanzierung oder zum Abbau von Staatschulden beitragen kann, sei es freiwillig oder politisch erzwungen. Käufe von Staatsanleihen und eine Politik der finanziellen Repression seitens der Notenbank sind die Mittel dafür. Der Staat hat ein ganzes Arsenal an Möglichkeiten, um seine Schulden zu reduzieren. Steuer- und Abgabenerhöhungen sind ein eher normaler Weg. Es besteht aber auch im Zweifelsfall der Anreiz, den reicheren Teil der Bevölkerung durch direkte Zwangsmaßnahmen zur Kasse zu bitten, beispielsweise durch eine Sondersteuer oder mit Hilfe von Zwangsanleihen, die von Vermögenden oder auch von Institutionen wie Banken, Versicherungen oder Pensionsfonds gezeichnet werden müssen und deren Rückzahlung ungewiss ist oder nur mit deutlichen Abschlägen erfolgt. Auch eine Zwangshypothek für Immobilienbesitzer käme in Frage oder direkte Enteignungen. Eine weitere Möglichkeit wäre natürlich ein Schuldenschnitt, der aber mit dem unschönen Etikett „Staatspleite“ verbunden wäre.

Diese Maßnahmen haben den Nachteil, dass sie bremsend auf die Konjunktur wirken, eine allzu offensichtliche Benachteiligung bestimmter Bevölkerungsgruppen bedeuten oder, wie im Falle einer Pleite, als Staatsversagen beurteilt werden würden. Ein probateres und weniger Widerstand hervorrufendes Mittel wäre es dagegen, die Notenbank für die Zwecke der Staatsfinanzierung oder Staatsentschuldung einzuspannen, und zwar durch eine Politik der finanziellen Repression.

Finanzielle Repression bedeutet, dass die Marktmechanismen am Rentenmarkt unter maßgeblicher Einschaltung der Notenbank ausgehebelt werden, indem die Staatsanleihen zinsen durch entsprechende Notenbankkäufe über einen längeren Zeitraum unter die Inflationsrate gedrückt werden. Dadurch bleibt die Staatsfinanzierung kostengünstig und aufgrund der mit der Inflation steigenden Staatseinnahmen kann sich der Staat im Laufe der Zeit real entschulden. Leidtragende sind die Sparer und Zinsanleger, deren Erträge den inflationsbedingten Verlust der Kaufkraft nicht kompensieren können. Diese kombinierte Politik der Inflationierung und künstlichen Zinsmanipulation ist umso wirksamer, je größer die Differenz zwischen Inflation und Zinsniveau ist. Ein Beispiel für eine erfolgreiche finanzielle Repression ist die unkonventionelle US-Geldpolitik von 1942 bis 1951.

Um die großen Ausgaben für den Zweiten Weltkrieg zu finanzieren, wurde 1942 eine Obergrenze für den Zins festgelegt, für kurzlaufende US-Staatspapiere



bei 0,38% und für langlaufende bei 2,50%. Diese Obergrenze wurde bis 1951 durch Fed-Käufe eingehalten, obwohl die Inflationsrate nach dem Krieg, im Zuge der Umstellung auf eine Ökonomie mit wieder überwiegend zivilwirtschaftlichem Charakter und wegen des starken Nachholbedarfs beim Konsum, 1947 bis auf fast 20% stieg! Durch diesen künstlich stark negativ gehaltenen Realzins sank die US-Staatsverschuldung von ca. 120% 1946 auf ca. 70% 1952. Der entscheidende Faktor für diese Erholung der Staatsfinanzen war dabei die hohe Inflation auf Grundlage eines kräftigen Wachstums.

Ein eher versteckter Versuch der finanziellen Repression ist die EZB-Politik als Reaktion auf die europäische Staatsschuldenkrise. In der Eurozone stellt die seit der Finanzkrise stark gestiegene Staatsverschuldung ein großes Problem dar, das man gerne durch eine Inflationierungspolitik verringern möchte. Insbesondere die Krisenländer der 2010 ausgebrochenen und bis heute schwelenden Schuldenkrise werden durch die ausufernden Schulden erdrückt und können ihre Wettbewerbsfähigkeit nicht mehr wie früher durch eine Währungsabwertung verbessern.

Der Umgang mit der Krise und den hohen Staatsschulden verschiedener Länder der Eurozone ist nicht ohne Widersprüche. Starke Mitgliedsländer der Eurozone fordern einerseits Struktur-reformen bei den Krisenstaaten ein, unterstützen aber andererseits die Rettungsmaßnahmen und Staatsanleihenkäufe der EZB, die damit die Disziplinierungsfunktion des Kapitalmarkts ausschaltet. Denn steigende Zinsen würden die betroffenen Staaten zu einer konsequenten Reformpolitik zwingen. Tatsächlich betreiben die EZB und die nationalen Notenbanken unter dem Deckmantel der Deflationsbekämpfung und der Euro-Rettung mit ihrem Anleihe-kaufprogramm eine eigentlich untersagte Staatsfinanzierung, gerade der überschuldeten Krisenländer, und untergraben damit den erforderlichen Reformdruck. Das nicht eingestandene Ziel ist auch hier die finanzielle Repression, die nun krampfhaft durch sogar negative Zinsen angestrebt wird.

Aber ist in der Eurozone eine finanzielle Repression überhaupt erfolgreich umsetzbar? Sie ist ja

umso wirksamer, je höher das Wirtschaftswachstum und damit einhergehend je höher die Inflation ist. Jedoch im Unterschied zur US-Volkswirtschaft nach 1946 haben wir es heutzutage in der krisengeplagten Eurozone nur mit einem moderaten Wachstum und einer niedrigen Inflation zu tun. Bei einem nur wenig negativen Realzins würde ein signifikanter Rückgang der Staatsverschuldung wohl weit über eine Generation brauchen! Damit bliebe nur der Weg über ein weiteres Absenken der Zinskurve, diese ist aber bereits zu großen Teilen negativ und schon jetzt zeigen sich unerwünschte und wachstumsdrosselnde Nebeneffekte.

So stellt ein negativer Einlagenzins eine signifikante Belastung für die Geschäftsbanken dar, die diese nicht ohne weiteres an ihre Kundschaft weitergeben können. Mit der gesunkenen Differenz zwischen langfristigen Kreditzinsen und kurzfristigen Refinanzierungszinsen fallen die Zinsmargen. Banken, deren Ertragsbasis erodiert oder die sogar in Schwierigkeiten stecken, was in der Eurozone zunehmend der Fall ist, erhöhen tendenziell ihre Risikovorsorge und sind restriktiver in der Kreditvergabe. Hier wirkt ein zu

stark negativer Zins kontraproduktiv auf das EZB-Ziel der verstärkten Kreditvergabe zur Konjunkturankurbelung durch die Banken. Auch das Geschäftsmodell der Lebensversicherungen wird durch die gesunkenen Ertragsmöglichkeiten am Zinsmarkt signifikant beeinträchtigt. Und wenn sich Sparen kaum mehr lohnt oder sogar bestraft wird und die Altersvorsorge nur noch eingeschränkt möglich ist, schwindet auch das allgemeine Vertrauen in die Stabilität der ökonomischen Verhältnisse. Eine positive Wirtschaftsentwicklung ist aber auf ein gehöriges Maß an Optimismus angewiesen. Hinzu kommt, dass allzu billiges Geld Fehlallokationen der realwirtschaftlichen Ressourcen fördert, so dass - zumindest auf mittlere und längere Sicht - das Wachstumspotenzial der Volkswirtschaft gedrosselt wird.

Diese Aspekte verdeutlichen, dass die Vorstellung, man müsste die Zinsen nur hinreichend weit in den negativen Bereich senken, um die Konjunktur erfolgreich auf Trab zu bringen, falsch ist. Vielmehr kommt es dadurch zu kontraproduktiven Effekten, die das Ziel einer positiven Konjunkturentwicklung beeinträchtigen. Daraus leitet sich ab, dass einer expansiven Geldpolitik mit Hilfe von negativen Zinsen Grenzen gesetzt sind. Tatsächlich gibt es auch innerhalb der EZB inzwischen zunehmend Zweifel an der Wirksamkeit dieser Negativzinspolitik. So hat sich beispielsweise die EZB-Direktorin Lautenschläger im September dahingehend geäußert, dass die Minuszinsen trotz ihrer Nebenwirkungen und Risiken zwar derzeit noch angemessen seien, dass aber Skepsis gegenüber weiteren Zinssenkungen angebracht sei. Sehr interessant in diesem Zusammenhang ist der neue Ansatz der japanischen Notenbank, die durch den Kauf und den Verkauf von japanischen Staatsanleihen die Zinsstrukturkurve über alle Laufzeiten festlegen will. Vorgesehen ist anscheinend eine Zinskurve, die am kurzen Ende deutlich negativ, im 10J-Bereich ungefähr bei 0% und bei überlangen Laufzeiten positiv ist. Damit soll eine gewisse Kurvensteilheit hergestellt werden. Dahinter steckt auch hier die Sorge, dass die Wirtschaft durch die ultraexpansive Geldpolitik mehr leidet als profitiert. Ob diese Art von Zinskurvenpolitik allerdings geeignet ist, die kontraproduktiven Effekte von Minuszinsen bei den kurzen und mittleren Laufzeiten wirksam zu kompensieren, kann bezweifelt werden.

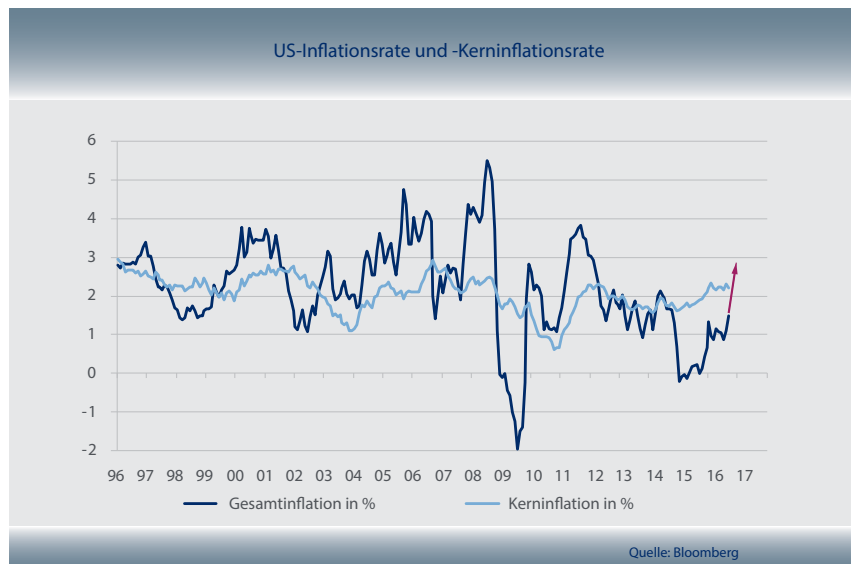
Aus den immer deutlicher werdenden Grenzen der Negativzinspolitik ergibt sich, dass weitere EZB-Zinsschritte nach unten eher unwahrscheinlich

sind. Solange also die Inflation in der Eurozone relativ niedrig bleibt, ist das Mittel der finanziellen Repression kaum geeignet, einen nachhaltigen Abbau der Staatsschulden zu bewerkstelligen, so dass zu diesem Zweck gegebenenfalls auf eine der anderen oben erwähnten Maßnahmen zurückgegriffen werden muss.

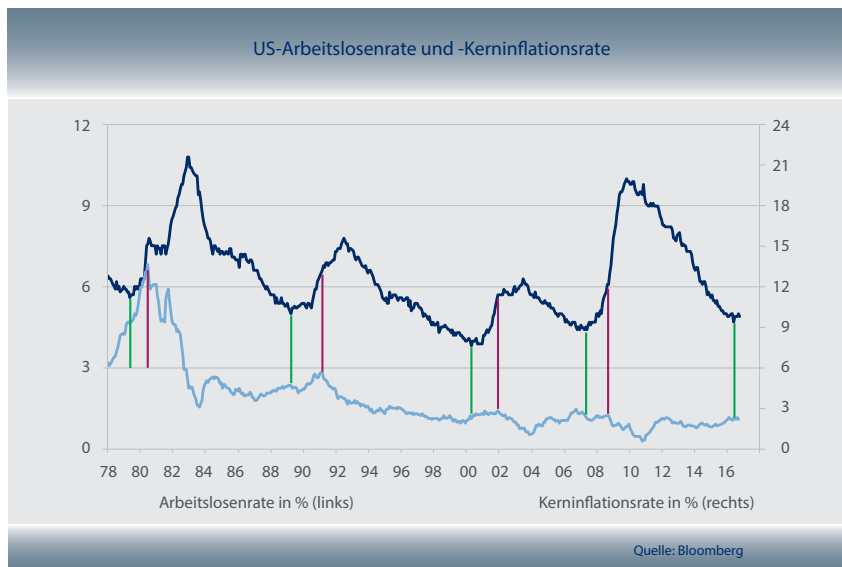
Leitzinspolitik der Fed

Auch die Fed betrieb in den Jahren nach dem Höhepunkt der Finanzkrise dreimal eine unkonventionelle Geldpolitik, indem sie in großem Stil hauptsächlich Staatsanleihen kaufte. Seit Herbst 2014 beschränkte sie sich jedoch auf eine Nullzinspolitik, die im Zuge des fortgesetzten Wirtschaftsaufschwungs durch eine erste kleine Zinserhöhung im Dezember 2015 beendet wurde. Seitdem beschäftigen sich die Marktbeobachter intensiv mit den Fragen, wann der nächste Zinsschritt nach oben erfolgt und wie der zu erwartende Leitzinserhöhungspfad aussehen könnte. Die Fed hat jahrelang durch eine anhaltend expansive Geldpolitik dafür gesorgt, dass Finanzmarktstörungen möglichst schnell eingedämmt und die Risiko-Assetklassen nachhaltig gestützt wurden, so dass nun nach einer mehrjährigen Aufwärtsbewegung recht hohe Kursniveaus erreicht sind und im Falle einer nun restriktiven Geldpolitik mit unter Umständen großen Kursrückschlägen zu rechnen ist, die negativ auf die Realwirtschaft durchschlagen könnten. Daher wird die Fed grundsätzlich sehr vorsichtig mit dem Anziehen der Zinszügel sein. Das schwache nominale Wirtschaftswachstum und vor allem die energiepreisbedingt niedrige Inflationsrate waren daher willkommener Anlass, eine zweite Zinserhöhung immer wieder zu verschieben.

Nicht unerheblich ist jedoch, dass zwischen der Inflationsrate und der um die Energie- und Lebensmittel bereinigten und deutlich gestiegenen Kerninflationsrate eine große Lücke klafft:



Die Inflationsrate ist mal über und mal unter der Kerninflationsrate, je nach Preisentwicklung der Energie- und Lebensmittel. Statistische Basiseffekte lassen nun aber, nach dem Ölpreistief im Februar 2016 und sehr niedrigen Preisniveaus einiger Agrarrohstoffe 2016, erwarten, dass die Inflationsrate 2017 über der Kerninflationsrate liegen wird! Aus diesem Grund wird die Kerninflation ausschlaggebend für die Fed-Leitzinspolitik der nächsten Quartale sein!



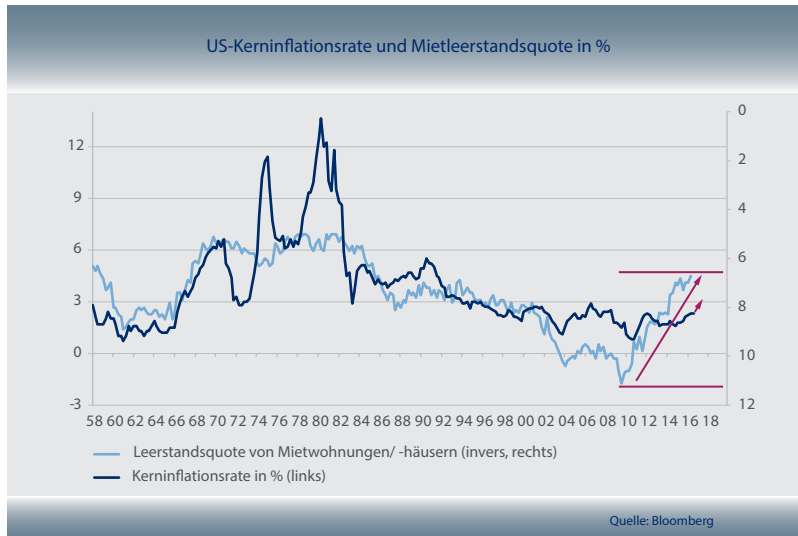
Tatsächlich gibt es ausgehend vom Arbeits- und Immobilienmarkt klare Anzeichen erster inflationärer Tendenzen. So zeigt sich der Arbeitsmarkt trotz seiner nach wie vor bestehenden strukturellen Probleme, wie Langzeitarbeitslosigkeit und Billiglohnjobs, insgesamt in guter Verfassung: geringe Arbeitslosenrate, sehr wenige Erstanträge auf Arbeitslosigkeit, kontinuierlicher Stellenzuwachs, hohes und weiterhin steigendes Konsumentenvertrauen. In der Folge ziehen inzwischen auch die Löhne und Gehälter etwas an, wenn auch bislang eher moderat. Beispielsweise lagen die Stundenlöhne zuletzt mit 2,7% über dem Vorjahresniveau, was immerhin die größte Steigerung seit sieben Jahren ist. Damit ist man allerdings noch deutlich entfernt von den letzten drei Tiefpunktphasen bei der Arbeitslosenrate 1989/90, 2000 und 2006/07, als der Lohnanstieg jeweils bei ungefähr 4% lag. Möglicherweise ist eine hinreichend starke Lohn-Partizipation der Arbeitnehmer an den Unternehmensgewinnen Voraussetzung dafür, dass nicht mehr in dem Maße neu eingestellt wird und somit die Arbeitslosenrate nicht weiter sinkt. Der bisher nur moderate Lohnanstieg könnte daher ein Hinweis darauf sein, dass der Tiefpunkt bei der Arbeitslosenrate noch nicht erreicht ist!

Das gestiegene mediane Realeinkommen der US-Privathaushalte verdeutlicht, dass sich die Einkommenssituation breiterer Bevölkerungsschichten seit 2012 signifikant verbessert hat (siehe Chart im Teil „USA - der Konjunkturaufschwung geht weiter“). Dies ist eine gute Basis für den zukünftigen Konsum, der weiterhin die tragende Säule für die US-Ökonomie sein dürfte, voraussichtlich verbunden mit einem allmählich zunehmenden Preisdruck bei Konsumgütern. Dabei spricht vieles dafür, dass die Arbeitslosenrate noch geringfügig zurückgeht, zumindest aber niedrig bleiben wird. Ein erneuter Rückgang der binnen Jahresfrist um ungefähr einen halben Prozentpunkt auf nunmehr 2,3% angestiegenen Kerninflation ist damit eher unwahrscheinlich.

Tatsächlich kam es 1979, 1989, 2000 und 2007 jeweils erst über einem Jahr nach Verlassen der Tiefpunkte bei der Arbeitslosenrate zu einer Trendwende nach unten bei der Kerninflationsrate, und zwar jeweils nachdem die Arbeitslosenrate wieder deutlich auf mindestens 5% angestiegen war. Allerdings stieg die Kerninflationsrate in den beiden letzten Fällen nach 2000 und nach 2007 bis zu ihrem Abdrehen nach unten nicht mehr signifikant an. Sowohl das Konsumentensentiment als auch die Lohn- und Gehaltszuwächse haben aber gegenwärtig noch Potenzial nach oben, so dass von dieser Seite her ein weiterer Anstieg der Kerninflation gut vorstellbar ist. Außerdem dürfte der Tiefpunkt der Arbeitslosenrate noch nicht erreicht sein.

Für eine weiter anziehende Kerninflation spricht auch der Immobilienmarkt, der sich zinsunterstützt in den letzten Jahren sukzessive erholt hat. So sind die Häuserpreise kräftig nach oben geklettert und der NAHB-Häusermarkindex liegt nur noch etwas unter dem Niveau seiner Boomjahre 2004 und 2005. Da die Lebenshaltungskosten aus dem Bereich Wohnen und Mieten (shelter) einen beträchtlichen Anteil des Kerninflationsindex ausmachen, besteht ein Zusammenhang zwischen der Kerninflationsrate und der Quote leerstehender Mietwohnungen und -häuser, die mittlerweile von 11% Ende 2009 auf unter 7% gesunken ist! Dieser deutliche Rückgang führt zu einem steigenden Inflationsdruck. Tatsächlich war eine Leerstandsquote von 7% oder darunter in der Vergangenheit meistens mit einer Kerninflation von mindestens 3% verbunden.

Insgesamt leitet sich also aus dem festen Arbeits- und Immobilienmarkt für 2017 eine tendenziell anziehende Kerninflationsrate ab, die in Richtung 3% und eventuell darüber steigen dürfte. Und die Gesamtinflationsrate wird aufgrund statistischer Basiseffekte höchstwahrscheinlich deutlich darüber liegen. Tritt



US-amerikanischen Konsumentenpreisebene haben. Auch von dieser Seite ist für 2017 mit einem höheren Preisauftrieb bei westlichen Konsumgütern zu rechnen.

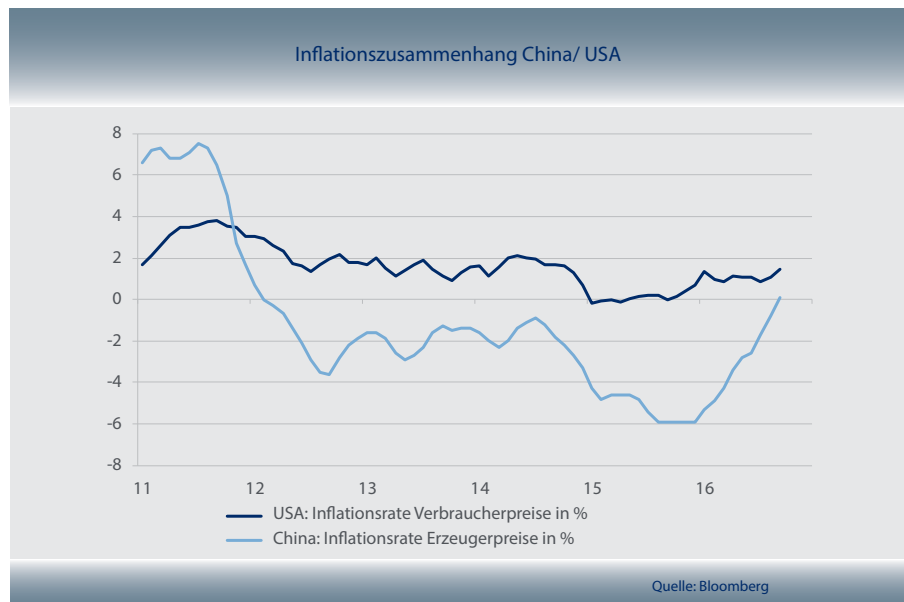
Es besteht ein Zusammenhang zwischen der Arbeitslosenrate und der Inflation, der in der Phillipskurve ausgedeutet wird. Eine niedrigere Arbeitslosenrate sollte demnach zeitverzögert mit einer höheren Inflation korrespondieren. Es ist aufschlussreich, die US-Leitzinspolitik anhand dieser zwei Indikatoren zu bewerten, wobei wir für die Inflationsentwicklung den Konsumentenpreisindex her-

dieses Szenarios wie erwartet ein, müsste die Fed wohl mit mehreren Zinserhöhungen reagieren, vermutlich widerwillig und weit über den derzeitigen Marktkonsens hinaus.

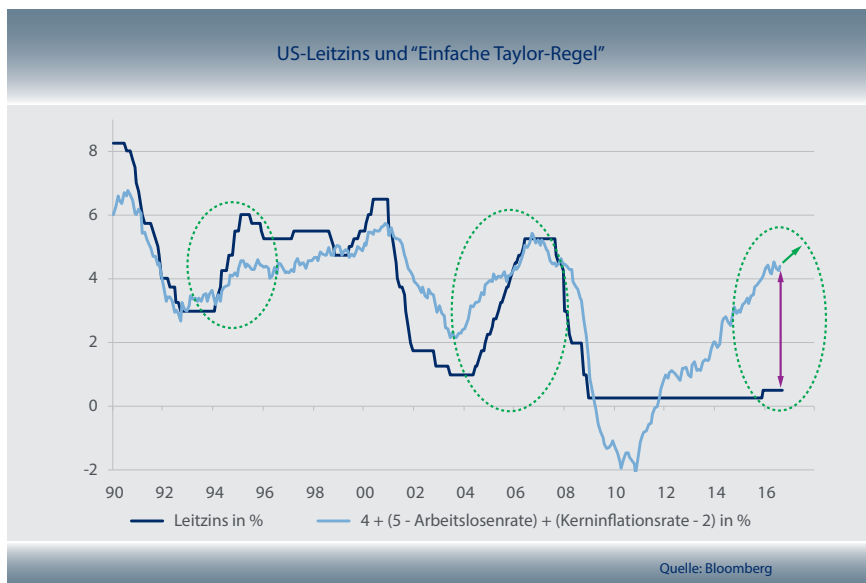
anziehen. Die Fed orientiert sich seit 2000 hauptsächlich am Preisindex für persönliche Konsumausgaben

An dieser Stelle sollte erwähnt werden, dass sich die globalen Rahmenbedingungen für die Preisentwicklung allmählich verändern. Während noch vor der Finanzkrise 2008 mehrheitlich eine weitere Liberalisierung des Welthandels vertreten wurde, werden heute zunehmend protektionistische Maßnahmen favorisiert wie beispielsweise sehr vehement durch Donald Trump im US-Wahlkampf. So wurden laut Welthandelsorganisation WTO seit 2008 sehr viele neue Handelsbeschränkungen eingeführt, neben dem nur moderaten Weltwirtschaftswachstum ein wichtiger Grund für die Stagnation des Welthandels. Ein geringerer internationaler Austausch an Vor- und Fertigprodukten bewirkt, dass disinflationäre Effekte schwinden, was tendenziell höhere Teuerungsrate nach sich zieht. Darüber hinaus steigt die Bedeutung nationaler Einflussfaktoren auf die Inflationsentwicklung.

Als weiterer Aspekt deutet die Bodenbildung bei Rohstoffen 2016 darauf hin, dass die Auftriebskräfte bei den vorgelagerten Preisebenen langsam stärker werden. Dies macht sich beispielsweise bei den chinesischen Erzeugerpreisen bemerkbar, die erstmalig seit 2012 wieder über ihrem Vorjahresniveau liegen und in der Tat Einfluss auf die Teuerungsrate der



und weniger am Konsumentenpreisindex. Die aktuell bei 1,7% und damit unter dem Fed-Inflationsziel notierende Kerninflationsrate des Preisindex für persönliche Konsumausgaben liegt aus verschiedenen Gründen durchschnittlich einen halben Prozentpunkt unter der des Konsumentenpreisindex, weist aber im Wesentlichen den gleichen Verlauf auf, so dass zur Beurteilung der Fed-Politik auch die Kerninflationsrate des Konsumentenpreisindex herangezogen werden kann. Um die beiden letzten Leitzinserhöhungszyklen mit der derzeitigen Situation nach einer ersten vorsichtigen Zinserhöhung zu vergleichen und um eine Vorstellung über den anstehenden Zinserhöhungspfad gewinnen zu können, bietet sich eine fiktive „einfache Taylor-Regel“ an, die als neutralen Schwellenwert für einen 4%-Leitzins eine Arbeitslosenrate von 5% und eine Kerninflation von 2% unterstellt:



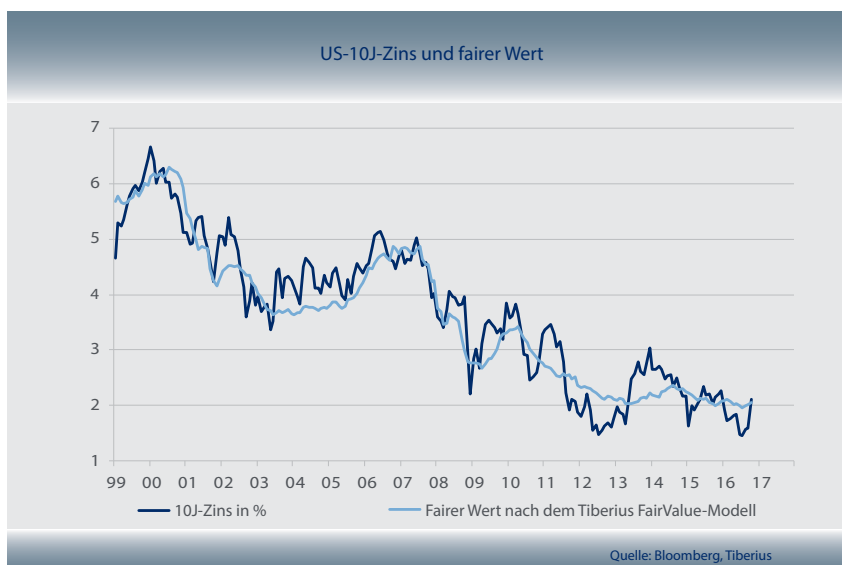
te für die Preisentwicklung und der Dreimonatszins für die Geldpolitik ein. Es eignet sich gut, um die Änderungen des fundamentalen Umfelds und der Geldpolitik mit dem tatsächlichen Kursverlauf des 10J-Zins in Beziehung zu setzen und um Über- und Unterbewertungen bei langlaufenden US-Treasuries zu identifizieren. Es reicht bis 1958 zurück und wird in unserem Chart seit 1999 dargestellt:

Der Referenzwert dieser Regel ist seit 2012 wieder im positiven Bereich und ist seit 2014 kräftig - auf inzwischen deutlich über 4% - gestiegen. Es hat sich eine sehr große Lücke zwischen dem nur einmal leicht angehobenen Leitzins und diesem Referenzwert aufgetan, ganz im Gegensatz zu den beiden letzten großen Leitzinserhöhungszyklen 1994 und 2004!

Anhand dieses Charts und angesichts des vermutlich weiter nach oben kletternden Taylor-Regel-Referenzwerts wird sehr deutlich, dass die Fed Gefahr läuft, „behind the curve“ zu geraten. Schließlich sind Zinsanpassungen im Normalfall erst mit einem großen Zeitverzug auch in der Realwirtschaft spürbar. Sollte sich wie erwartet der Wirtschaftsaufschwung in den USA fortsetzen und das Inflationsniveau 2017 nach oben, in den Bereich von 3%, vorstoßen, sind wohl mehrere und eventuell größere Zinsschritte nach oben erforderlich, um den dann aufkommenden Inflationsängsten entgegen zu wirken. Von daher erwarten wir, dass die oben beschriebene Lücke zwischen Leitzins und Taylor-Regel-Referenzwert 2017 ungefähr um die Hälfte verringert wird und der Leitzins bis Jahresende auf 2,25% hochgenommen wird.

Bewertung und Zinsperspektiven des US-Bondmarkts

In unser FairValue-Modell des US-10J-Zins gehen als Inputfaktoren ausschließlich der Frühindikator für die Konjunktur, die Gesamt- sowie Kerninflationsra-



Der faire Wert ist seit dem vierten Quartal 2014 bis Sommer 2016 im Trend leicht rückläufig. Die Gründe hierfür waren die gesunkene Inflationsrate in Folge des beträchtlichen Energiepreisverfalls sowie die im ersten Halbjahr 2016 nachlassenden Konjunkturindikatoren. Der US-10J-Zins orientierte sich an der Bewegung des fairen Werts, ging unter Schwankungen ebenfalls zurück und lag geraume Zeit unter seinem fairen Wert, insbesondere im Sommer 2016 recht deutlich.

Die Faktoren, die für den Rückgang des fairen Werts seit zwei Jahren verantwortlich sind, werden sich voraussichtlich in den kommenden Monaten umkehren und so dürfte sich die etwas eingetrübte konjunkturelle Stimmung wieder aufhellen. Aber vor allem ist mit einer deutlichen Zunahme des Inflationsniveaus 2017 zu rechnen, wenn statistische Basiseffekte im Energie- und Lebensmittelbereich wirksam werden. Wenn dann noch die Fed Zinserhöhungen vornimmt, steigt auch der Geldmarktzins als dritter Input-Faktor des FairValue-Modells.

Aus diesen Gründen erwarten wir, dass der faire Wert seine zuletzt begonnene leichte Aufwärtsbewegung fortsetzt und in den kommenden Monaten weiter ansteigt. Eventuell geschieht dies beschleunigt, insbesondere dann, wenn die Fed zu kräftigeren Zinsschritten nach oben genötigt sein sollte. Der faire Wert dürfte 2017 in den Bereich von 2,7% bis 3,1% vorstoßen.

In der Folge ist auch mit einem Anstieg des 10J-Zins zu rechnen, der sich der Richtung des fairen Werts anschließen dürfte und eventuell, wie 2013, vorausseilend über die Kurve des fairen Werts hinaus ansteigen könnte. Wir erwarten daher, dass der US-10J-Zins 2017 nach oben geht und die 3,0%-Marke zumindest zeitweise übertrifft. Für das Jahresende prognostizieren wir aus heutiger Sicht einen Wert von 3,00%.

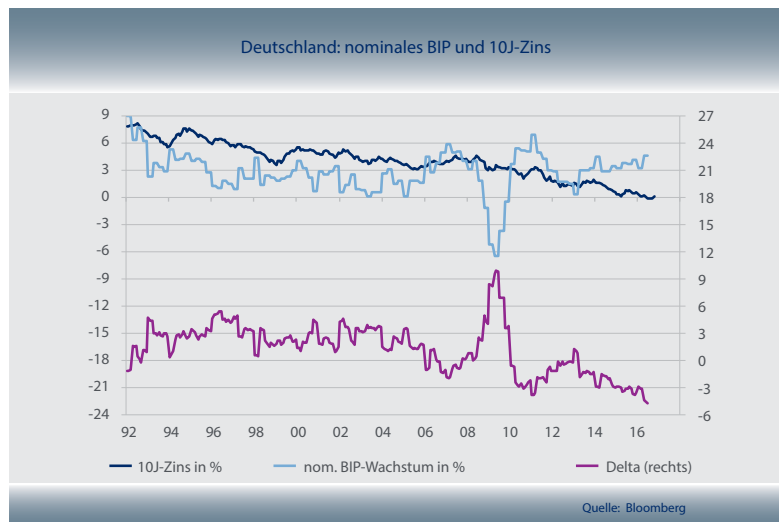
Durch die Wahl von Donald Trump zum neuen Präsidenten der USA hat sich eine neue Situation ergeben, die als sehr schlecht für den US-Bondmarkt eingestuft werden muss. Donald Trump steht gegen das politische Establishment und dürfte eine deutliche Neuausrichtung der Politik mit einigen unorthodoxen Entscheidungen umsetzen. Beispielsweise stellt er außenpolitisch eine Annäherung mit Putin-Russland in Aussicht, mit unklaren Konsequenzen.

Wenn man Trumps Aussagen im Wahlkampf Glauben schenken will, hat er wirtschaftspolitisch im Kern drei Dinge vor: erstens massive Steuersenkungen, zweitens ein großes staatliches Infrastruktur-Investitionsprogramm und drittens protektionistische Maßnahmen zu Gunsten der heimischen Wirtschaft, unter anderem die Neuverhandlung verschiedener Freihandelsabkommen. Die Konsequenzen dieser Politik für den US-Bondmarkt sind eklatant negativ und einschneidend, da nun ein großes Budgetdefizit droht und Protektionismus tendenziell inflationserhöhend wirkt. Hinzu kommt, dass Trump und insbesondere sein Vizepräsident Mike Pence gegenüber dem Doppelmandat der Fed sowie der unkonventionellen Fed-Geldpolitik der letzten Jahre sehr kritisch sind und unter Umständen hier Änderungen anstreben könnten. Daher könnte der prognostizierte Zinsanstieg deutlich höher ausfallen.

Bewertung und Zinsperspektiven des deutschen Rentenmarkts

Was soll eine negative Verzinsung bis weit in den langen Laufzeitbereich hinein anderes sein als eine massive Überbewertung am deutschen Renten-

markt? Auch die extrem große Differenz zwischen dem nominalen BIP-Wachstum und dem 10J-Zins in Deutschland spricht Bände:



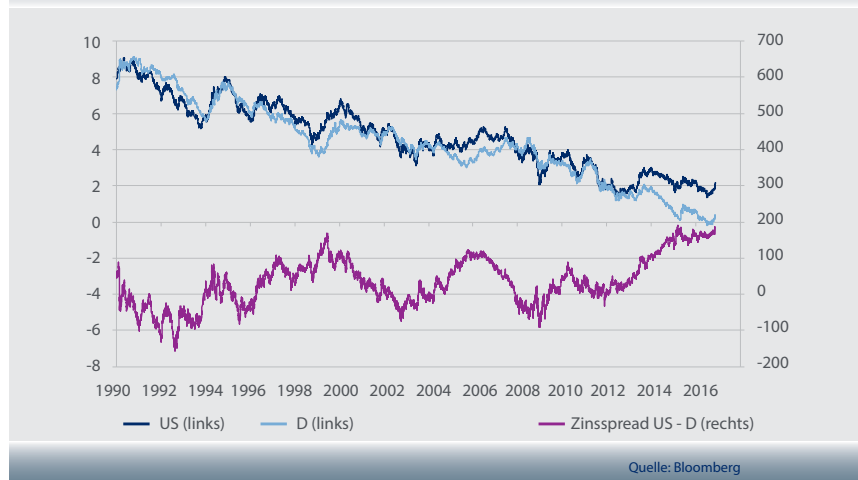
Das deutsche Zinsniveau wird neben der zuletzt immer unwichtiger gewordenen, fundamentalen Situation der Eurozone maßgeblich von zwei Faktoren bestimmt, dem US-Bondmarkt in seiner richtungsweisenden Leitfunktion und der EZB-Politik. Letztere hat durch ihre ultraexpansive und unkonventionelle Geldpolitik für dieses extrem tiefe Zinsniveau gesorgt.

Obwohl sich die 10J-Zinsdifferenz zwischen den USA und Deutschland im Laufe der Zeit deutlich verschieben kann, stimmen lokale Hochpunkte sowie Trendverläufe zwischen dem US-amerikanischen und dem deutschen 10J-Zins meistens überein, wobei der US-Bondmarkt die Richtung und den Takt vorgibt.

Daher ist davon auszugehen, dass der für 2017 erwartete Zinsanstieg am US-Bondmarkt auch den deutschen Rentenmarkt negativ beeinflussen wird, zumal seit 2015 bereits eine historisch außergewöhnlich hohe Zinsdifferenz von 160-190 Basispunkte besteht, die wohl nicht ohne weiteres noch deutlich ausgedehnt werden kann. Eine Zinsprognose ließe sich damit relativ einfach aus der für den US-Bondmarkt ableiten.

Aber während sich eine US-Zinsprognose aufgrund der seit 2014 wieder konventionellen Geldpolitik in erster Linie auf die Analyse der Konjunktur und Inflation beschränken kann, stellt sich die Situation für die Eurozone anders dar. Denn die EZB hat sich inzwischen vornehmlich dem Ziel der sogenannten „Euro-Rettung“ verschrieben, die in der Realität die Staatsfinanzierung der angeschlagenen Krisenstaaten der Eurozone ist und aufgrund der schwelenden und ungelösten europäischen Staatsschuldenkrise weiterhin auf der Tagesordnung der EZB steht. In der Folge ist auch künftig mit einer unkonventionellen

10J-Zins in USA und D in %, Zinsspread in BP seit 1990



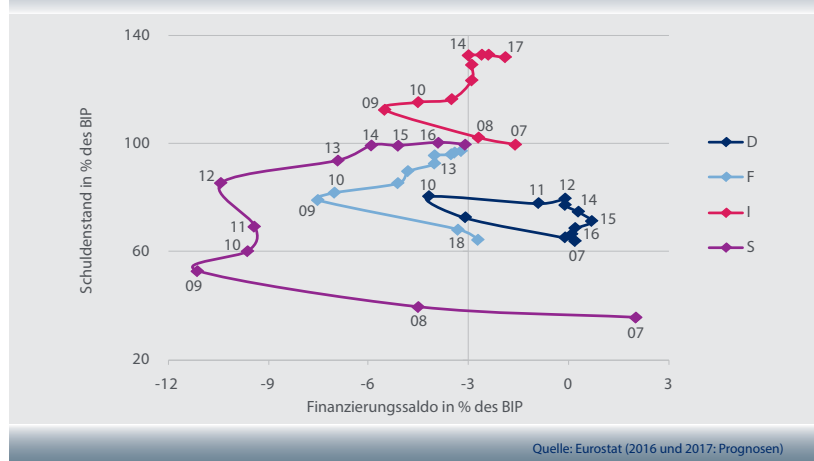
gen Währungsunionenländern gewinnen EU- und Eurogegnerische Parteien signifikant an politischem Gewicht. Damit steigt der politische Druck in der Eurozone, von der sowieso nur halbherzigen Austeritätspolitik abzurücken und das zunehmend isolierte Deutschland in der Frage der Finanz- und Wirtschaftspolitik zu übergehen. In der Geldpolitik ist dies ja im Grunde schon seit längerem der Fall.

Eine expansivere Finanzpolitik würde die Staatsverschuldung weiter erhöhen, die in Frankreich, Italien und Spanien im Gegensatz zu Deutschland weit vom Maastricht-Wert von 60% entfernt ist.

EZB-Geldpolitik zu rechnen und gerade die vorher kaum für möglich gehaltene Zinsentwicklung der letzten zwei Jahre mit inzwischen absurden Zinsniveaus in der Eurozone unter der Ägide von Draghis „whatever it takes“ unterstreicht, dass nur schwer prognostizierbare Verhältnisse bestehen. Das beispiellose Jonglieren mit einem signifikant negativen Einlagenzins sowie mit massiven Käufen von Staatsanleihen auch minder Bonität stellt vor dem Hintergrund der politisch-ökonomischen Krise der Eurozone ein volkswirtschaftliches Experiment der EZB mit ungewissem Ausgang dar! Eine Zinsprognose ist daher schwer und steht unter dem besonderen Vorbehalt ungewisser politischer Entwicklungen.

nien im Gegensatz zu Deutschland weit vom Maastricht-Wert von 60% entfernt ist.

Staatsverschuldung und Haushaltsbudget D, F, I, S von 2007 bis 2017



Der Brexit offenbart eine grundlegende Krise der EU, die durch große Uneinigkeit und Entscheidungsunfähigkeit in wichtigen Fragen wie beispielsweise der Migration gekennzeichnet ist. Dies gilt genauso für die Eurozone, die sich ohne Großbritannien sowieso kaum mehr von der EU unterscheidet, wo sich Geber- und Nehmerländer mit unterschiedlichen Problemen und mit gegensätzlichen Haltungen zu Strukturreformen und zur Wirtschafts- und Finanzpolitik gegenüber stehen. Viele Länder stehen vor großen innenpolitischen Auseinandersetzungen. Spanien findet trotz mehrerer Wahlen keine tragfähige Regierung. Italien hat große Probleme im Bankensektor und das anstehende Referendum könnte heftige politische Verwerfungen nach sich ziehen. Und Frankreich wählt nächsten Mai und der rechte Front National könnte die Mehrheit erringen. In diesen drei wichti-

Ohne das Kaufprogramm der EZB würden diese Schulden noch höher sein, denn es hält die Staatsfinanzierung künstlich billig. So notierten zuletzt französische, italienische und spanische Staatsanleihen bis in den 7-, 2- und 3-jährigen Laufzeitenbereich unter 0%! Ein deutlicher Zinsanstieg könnte ab einer gewissen Schwelle eine sich aufschaukelnde Wechselwirkung aus immer untragbarer werdenden Staatsschulden und steigenden Zinsen für Staatspapiere auslösen, die ohne drastische Gegenmaßnahmen wohl unweigerlich in die Staatspleite führen würde. Hält man sich die innenpolitischen Spannungen einiger Länder und die Krisen in der Eurozone vor Augen, ist man über die geringe Risikoprämie bei Staatsanleihen dieser Länder erstaunt. Offensichtlich gelingt es der EZB, die Zweifel über die Schuldentragfähigkeit der überschuldeten Länder und den Fortbestand der Währungsunion im Zaum zu halten. Dies

könnte auch noch für eine längere Zeit anhalten.

Auf der anderen Seite hängt der Erfolg der EZB-Politik entscheidend von ihrer Glaubwürdigkeit ab. Das politische Fundament der EZB ist die Währungsunion, deren politische Unterstützung aber gerade in so wichtigen Ländern wie Italien und Frankreich zu erodieren beginnt. Daher sind nun Szenarien gut vorstellbar, in denen die Währungsunion starke Risse bekommt und die Glaubwürdigkeit der EZB signifikant leidet. In diesem Fall würde die bisherige Akzeptanz oder Kapitulation der Rentenmarktakteure gegenüber der EZB umschlagen und es käme zu einer starken Abwertung der Zinstitel in Europa.

Unabhängig von diesem Risiko mehrten sich die Zeichen, dass die EZB-Geldpolitik an ihre Grenzen kommt. Zu offensichtlich sind die kontraproduktiven Effekte der Minuszinspolitik auf die Konjunktur und insbesondere auch auf die Geschäftsbanken. So hat die EZB im September nicht wie teilweise erwartet eine Fortsetzung ihres Kaufprogramms über den nächsten März hinaus angekündigt und einzelne EZB-Direktoriumsmitglieder äußern sich skeptisch über weitere Zinssenkungen. Tatsächlich beschränkt sich die EZB mit ihren Käufen auf maximal 33% (teilweise auch nur auf 25%) einzelner Wertpapiere, um nicht über die Sperrminoritätsgrenze zu kommen, und diese Obergrenze ist vielfach schon erreicht. Die EZB weicht ja auch schon seit letztem März bei ihren Wertpapierkäufen zum Teil auf Unternehmensanleihen aus.

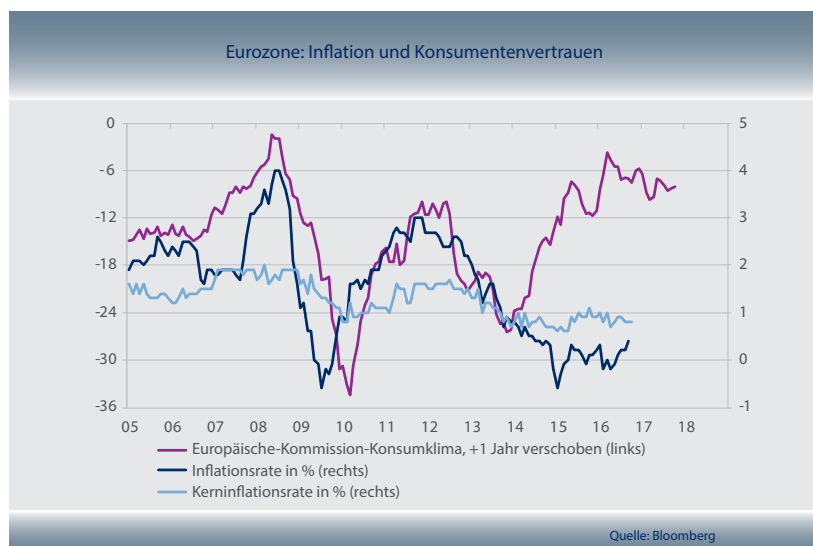
Nicht nur wegen einer angebrachten politischen Risikoprämie, sondern auch wegen der fundamentalen Situation, wäre ein deutlich höheres Zinsniveau in der Eurozone gerechtfertigt. Trotz großer struktureller Probleme vor allem in einzelnen Krisenländern, welche die konjunkturellen Auftriebskräfte hemmen, setzt sich der moderate Konjunkturaufschwung in der Eurozone fort, der seit 2013 zu einem Rückgang

der Arbeitslosenrate von 12% auf allerdings immer noch sehr hohe 10% geführt hat. Zwar war die Inflation 2016 zeitweise knapp unter 0%, aber nur wegen den gesunkenen Energiepreisen. Die Kerninflationsrate der Eurozone befindet sich seit 2014 innerhalb der recht kleinen Spanne von 0,6%-1,0%, also klar im positiven Bereich.

Wie in den USA ist auch für die Eurozone aufgrund statistischer Basiseffekte aus dem Energie- und Lebensmittelsektor damit zu rechnen, dass die Inflationsrate 2017 über der Kerninflationsrate liegen wird. Aufgrund des eigentlich guten Konsumentensentiments wäre insgesamt ein etwas höheres Inflationsniveau gut vorstellbar.

Fasst man die verschiedenen Einflussfaktoren für den deutschen Rentenmarkt zusammen, deuten diese für 2017 auf ein höheres Zinsniveau im mittleren und langen Laufzeitenbereich hin. Ausschlaggebend hierfür dürfte der erwartete Zinsanstieg am US-Bondmarkt sein, der die Richtung vorgeben wird. Zwar hat man den Eindruck, dass die EZB inzwischen auch den langfristigen Zins in der Eurozone bestimmen kann, aber auch in der Vergangenheit konnten sich deutsche Rententitel nicht nachhaltig von der US-Zinsentwicklung abkoppeln. Hinzu kommt, dass noch negativere Zinsen vermutlich gar nicht von der EZB erwünscht sind, die sich zur Vermeidung wachstumsschädlicher Effekte wohl auch mit einem etwas höheren Zinsniveau - zumindest bei Langläufern - anfreunden kann. Daher ist eine teilweise Übertragung oder zumindest Ausweitung des expansiven Politikmodus von der Geld- auf die Wirtschafts- und Finanzpolitik in der Eurozone wahrscheinlich, auch aufgrund des ersten innenpolitischen Drucks in den mediterranen Ländern. Dies würde den Konjunkturaufschwung stützen und ebenfalls eher für anziehende Zinsen sprechen.

Drei nicht zu unterschätzende Risikoaspekte für die europäischen Staatsanleihen sollten an dieser Stelle nicht vergessen werden: erstens ist der europäische Rentenmarkt völlig überbewertet, so dass eine Korrektur unter Umständen sehr drastisch ausfallen könnte. Zweitens besteht die nicht unwahrscheinliche Möglichkeit signifikanter politischer Veränderungen in der Eurozone, beispielsweise in Frankreich, welche den bisherigen politischen Zusammenhalt für die Euro-Währungsunion aufbrechen könnte, womit dann wahrscheinlich die Glaubwürdigkeit der EZB leiden und folgerichtig auch die Akzeptanz ihrer Geldpolitik verloren gehen würde. Drittens droht aufgrund der vielfältigen Krisen



und der zunehmend fragiler werdenden, politischen Situation in der EU bzw. in der Eurozone ein Kursrückgang des Euro. Sollte sich dieser zu einem regelrechten Kursabsturz ausweiten, beispielsweise aufgrund ernster politischer Zerwürfnisse in der Eurozone, könnte dies die EZB zur Währungsstützung nötigen, die wohl glaubhaft nur durch eine Umkehrung der bislang expansiven Geldpolitik umgesetzt werden kann.

Insgesamt erwarten wir am deutschen Rentenmarkt bei den Langläufern einen etwas schwächeren Zinsanstieg als in den USA, so dass sich der 10J-Zins-spread noch geringfügig ausweiten wird. Der deutsche 10J-Zins dürfte im Jahresverlauf 2017 über die 1,00%-Marke klettern, wobei wir für das Jahresende einen Wert von 1,00% prognostizieren.

Prognose und Fazit für den Rentenmarkt

Seit der Finanzkrise steigt die globale Verschuldung weiter an. Die Schulden schränken den finanziellen Handlungsspielraum von Staaten und Privathaushalten ein, so dass die Weltwirtschaft tendenziell nur eine moderate Wachstumsdynamik entfalten kann. Dennoch wird dadurch nicht die konjunkturelle Zyklizität der Volkswirtschaften ausgehebelt.

In den USA ist 2017 eine durch den Konsum getragene Fortsetzung des nun siebenjährigen Aufschwungs zu erwarten. Trumps avisierte Fiskal- und Wirtschaftspolitik ist hierbei ein sehr starker Wachstumsimpuls zu erwarten. Der Immobilienmarkt prosperiert und die Schwäche im industriellen Bereich dürfte überwunden werden. Die Inflation wird aufgrund statistischer Basiseffekte bei Energie- und Lebensmittelpreisen über der Kerninflationsrate liegen, die voraussichtlich in den Bereich von ungefähr 3,0% klettern dürfte. In der Folge muss die Fed reagieren und dürfte ihre Leitzinsen in mehreren Schritten bis auf ungefähr 2,25% anheben. Am US-Bondmarkt erwarten wir einen Anstieg des 10J-Zins auf ungefähr 3,0%.

Das krisenbehaftete Europa wird vermutlich eine etwas schwächere, aber ähnliche fundamentale Entwicklung durchlaufen. Möglicherweise wird zu einer wesentlich expansiveren Finanz- und Wirtschaftspolitik umgeschwenkt. Die EZB-Zinsen bleiben voraussichtlich unverändert niedrig, aber die unkonventionelle Geldpolitik wird aufgrund kontraproduktiver Effekte wahrscheinlich nicht mehr signifikant ausgeweitet. Der deutsche 10J-Zins dürfte sich von seinem extrem tiefen Niveau lösen und, der US-Zinsentwicklung nachfolgend, nach oben bis in den Bereich von 1,0% klettern. Angesichts der massiven Überbewertung von Bundesanleihen könnte es auch zu drasti-

scheren Kursverlusten am deutschen Rentenmarkt kommen. Die Zinsprognose für die Eurozone steht unter dem Vorbehalt der politischen Ungewissheiten in Europa, die erratische Zinsbewegungen möglich machen könnten.

Aufgrund schuldenbedingter struktureller Probleme erwarten wir in den nächsten ein bis zwei Jahren lediglich eine konjunkturzyklisch hervorgerufene Ausbildung eines Zinsbuckels im Rahmen einer Normalisierung der Zinsen. Einen nachhaltigen Zins-Aufwärtstrend halten wir hingegen für unwahrscheinlich.

Rohstoffmarkt-Perspektiven 2017

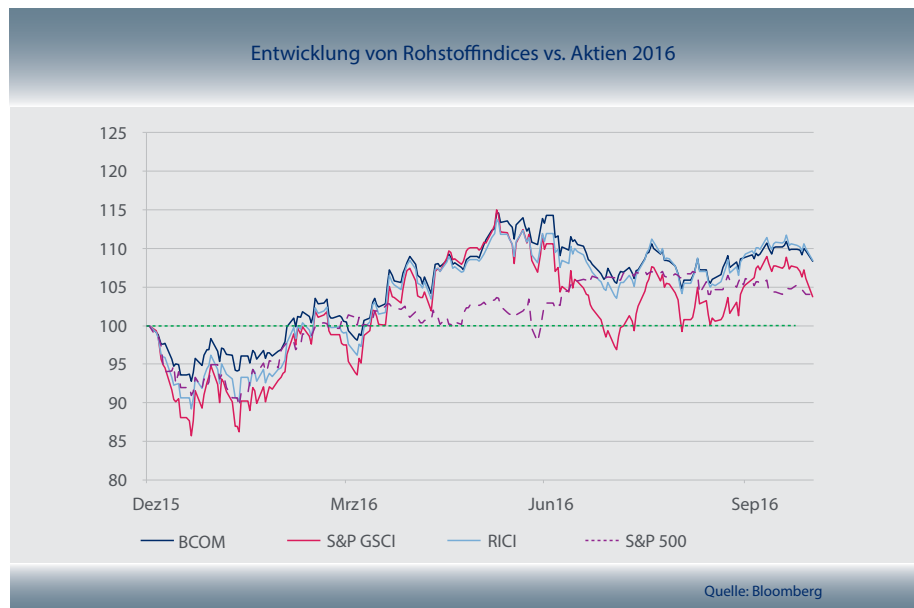
DER BEGINN DES COMEBACKS EINER

ASSET KLASSE

Dr. Torsten Dennin

Anfang 2016 blickten Anleger auf fünf schmerzhafteste Baisse-Jahre zurück. Und es zeichnete sich keine Besserung ab. Im Gegenteil: verloren Rohstoffe, gemessen am Bloomberg Commodity Index, 2015 durchschnittlich rund ein Viertel ihres Wertes, ging es im Januar 2016 noch einmal um weitere -7,2% in die Tiefe. Seit dem Frühjahr 2014 verloren Anleger im Durchschnitt fast die Hälfte ihrer investierten Mittel. Rückblickend kann der Januar 2016, ohne dass sich die fundamentalen Rahmenbedingungen der Rohstoffmärkte änderten, als Kapitulationsniveau aufgefasst werden.

flüsse in die Asset Klasse Rohstoffe, einem Anstieg der ETF Bestände und der CFTC Positionen widerspiegelt.



Der Goldmarkt lief hierbei der Erholung des breiten Rohstoffmarktes voraus. Nachdem Gold Ende 2015 zweimal bis auf 1.050 USD abverkauft worden war, führte die Aussicht auf weiterhin geringe Zinsen in den USA zu einem Stimmungswechsel hinsichtlich des Edelmetalls. Anfang Februar 2016 durchbrachen die Notierungen für Gold erstmalig wieder die 200-Tagelinie. Im April folgte der Bloomberg Commodity Index und sprang ebenfalls über die 200-Tagelinie, nachdem Rohöl im Februar kurzfristig bis auf 26 USD abgerutscht war.

Seit April 2016 kann für den Rohstoffmarkt festgehalten werden, dass sich sowohl die Stimmung als auch das technische Bild aufhellten. Von ihren Tiefpunkten legten die Rohstoffmärkte, gemessen an Bloomberg Commodity Index (BCOM), S&P Goldman Sachs Commodity Index (S&P GSCI) und Rogers International Commodity Index (RICI), rd. +25% zu und entwickelten sich erstmalig wieder besser als die Aktienmärkte.

Ein bedeutender Treiber der positiven Renditen 2016 war die Wertentwicklung von Gold und Silber. Der Edelmetall-Sektor verteuerte sich um +21,4% ggü. dem Vorjahr, was sich in der Verteilung der Mittelzu-

Aufgrund des massiven Contangos bei Rohöl weißt die Performance des Energiesektors trotz einer fulminanten Preiserholung von 26 auf über 50 USD im Jahresverlauf lediglich ein kleines Plus von +2,0% auf. Industriemetalle (+14,2%) und Agrargüter (+7,3%) verteuerten sich dagegen deutlicher.

Die Rohstoffmarktentwicklung 2016 beurteilen wir als technische Erholung von einem überverkauften Niveau. Viele Teilmärkte weisen noch immer keine attraktiven Fundamentaldaten auf, jedoch ist eine relative Verbesserung zu beobachten. Der Angebotsüberschuss auf dem weltweiten Ölmarkt ist gesunken, die Lagerbestände einiger Metallmärkte fallen und die Stocks-to-use Ratios einzelner Agrarrohstoffe verbessern sich im Erntejahr 2016/17 ebenfalls. Wir prognostizieren eine Fortsetzung dieser Entwicklung mit dem Resultat attraktiverer Rohstofffundamentaldaten verbunden mit einem höheren Preisniveau.

Das Thema Rohstoffe

ist wieder gefragt

Die erfreuliche Entwicklung vieler Rohstoffpreise

fürte in den rohstoffnahen Aktiensegmenten geradezu zu einem Freudentaumel. Insbesondere die Aktien von Gold- und Silberminen erlebten 2016 ein Revival, gefolgt vom Aktiensegment Bergbau.

zinsung 10-jähriger Anleihen auf durchschnittlich +1,73% p.a. zurück, Deutschland bezahlte seinen Gläubigern durchschnittlich +0,11% pro Jahr.

Asset Klassen Matrix. Rohstoffe, Gold und Minen wieder vorne

2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016*
Goldminen 59%	Goldminen 123%	Goldminen 67%	Immobilien 32%	Bergbau 34%	Immobilien 35%	Bergbau 40%	Global- anleihen 7,2%	Bergbau 78%	Goldminen 33%	Inflations- anleihen 14%	Immobilien 20%	S&P 500 30%	Immobilien 28%	Immobilien 3%	Goldminen 92%
Immobilien 14%	Gold 25%	Bergbau 64%	Energie 25%	Emerging Markets 30%	Bergbau 35%	Emerging Markets 36%	Gold 5,8%	Emerging Markets 74%	Gold 30%	Gold 10%	Emerging Markets 15%	MSCI World 24%	S&P 500 11%	Cash 0,3%	Bergbau 53%
Hedgefonds 8,7%	Rohstoffe 24%	Emerging Markets 52%	Emerging Markets 22%	Goldminen 29%	Emerging Markets 29%	Gold 31%	Cash 2,5%	Unternehmens- anleihen 44%	Immobilien 28%	Immobilien 7,5%	Unternehmens- anleihen 44%	Energie 15%	Inflations- anleihen 3,6%	S&P 500 -0,7%	Gold 20%
Inflations- anleihen 7,9%	Global- anleihen 17%	Immobilien 37%	Bergbau 14%	Energie 26%	Gold 23%	Energie 27%	Inflations- anleihen -2,4%	Goldminen 42%	Bergbau 22%	Global- anleihen 6%	S&P 500 13%	Hedgefonds 7%	MSCI World 3%	Inflations- anleihen -1%	Emerging Markets 17%
Cash 4,2%	Inflations- anleihen 17%	MSCI World 31%	MSCI World 13%	Gold 18%	Goldminen 22%	Goldminen 21%	Hedgefonds -23%	Immobilien 28%	Rohstoffe 17%	Unternehmens- anleihen 5,9%	MSCI World 13%	Unternehmens- anleihen 5,9%	Unternehmens- anleihen 2,1%	Global- anleihen -2,7%	Energie 16%
Global- anleihen 2,6%	Hedgefonds 4,7%	S&P 500 26%	Unternehmens- anleihen 10%	Rohstoffe 18%	MSCI World 18%	Inflations- anleihen 12%	Unternehmens- anleihen -24%	MSCI World 27%	Emerging Markets 16%	Cash 0,3%	Gold 7,1%	Immobilien 2,7%	Global- anleihen 1,7%	MSCI World -2,7%	Unternehmens- anleihen 14%
Gold 2,5%	Immobilien 3,6%	Energie 23%	Global- anleihen 10%	Immobilien 12%	Energie 16%	Rohstoffe 11%	Goldminen -26%	Gold 24%	S&P 500 13%	S&P 500 0%	Inflations- anleihen 7%	Cash 0,2%	Cash 0,2%	Hedgefonds -3,6%	Rohstoffe 8,3%
Bergbau 1,1%	Cash 1,6%	Rohstoffe 23%	S&P 500 9%	MSCI World 7,6%	S&P 500 14%	Global- anleihen 10%	Rohstoffe -17%	S&P 500 23%	Unternehmens- anleihen 13%	Energie 1,6%	Global- anleihen 4,1%	Global- anleihen -2,6%	Hedgefonds -0,6%	Unternehmens- anleihen -5%	Inflations- anleihen 6,8%
Unternehmens- anleihen 0,2%	Bergbau -4,3%	Unternehmens- anleihen 20%	Inflations- anleihen 8,5%	Cash 3,4%	Hedgefonds 9,3%	MSCI World 7,1%	Immobilien -38%	Energie 23%	MSCI World 10%	MSCI World -7,6%	Hedgefonds 3,5%	Emerging Markets -5%	Gold -1,7%	Gold -1,0%	Immobilien 6,7%
Emerging Markets -4,9%	Emerging Markets -8%	Gold 19%	Rohstoffe 7,6%	S&P 500 3%	Unternehmens- anleihen 7,9%	Cash 5%	S&P 500 -38%	Rohstoffe 19%	Energie 10%	Hedgefonds -8,9%	Cash 0,3%	Inflations- anleihen -8,6%	Emerging Markets -4,6%	Emerging Markets 17%	Global- anleihen 6,5%
Energie -8,8%	Energie -8,4%	Hedgefonds 13%	Gold 5,5%	Inflations- anleihen 2,8%	Global- anleihen 6,8%	Hedgefonds 4,2%	Energie -19%	Hedgefonds 13%	Inflations- anleihen 6,3%	Goldminen -13%	Energie -1,8%	Rohstoffe -14%	Energie -14%	Rohstoffe -23%	S&P 500 5,8%
S&P 500 -13%	Unternehmens- anleihen -8,8%	Global- anleihen 13%	Hedgefonds 2,7%	Hedgefonds 2,7%	Cash 4,9%	S&P 500 3,5%	MSCI World -42%	Inflations- anleihen 11%	Hedgefonds 5,2%	Rohstoffe -1,2%	Rohstoffe -1,1%	Bergbau -17%	Goldminen -17%	Energie -32%	MSCI World 4,1%
MSCI World -18%	MSCI World -21%	Inflations- anleihen 8,4%	Cash 1,8%	Unternehmens- anleihen 2,1%	Inflations- anleihen 0,4%	Unternehmens- anleihen 2,4%	Emerging Markets -54%	Global- anleihen 6,1%	Global- anleihen 5%	Emerging Markets -20%	Bergbau -1,3%	Gold -28%	Rohstoffe -17%	Goldminen -32%	Hedgefonds 0,8%
Rohstoffe -22%	S&P 500 -23%	Cash 1,3%	Goldminen -11%	Global- anleihen -4,4%	Rohstoffe -17%	Immobilien -16%	Bergbau -56%	Cash 0,3%	Cash 0,2%	Bergbau -29%	Goldminen -11%	Goldminen -55%	Bergbau -20%	Bergbau -42%	Cash 0,1%

* 01.01.2016 - 31.10.2016

Quelle: Bloomberg

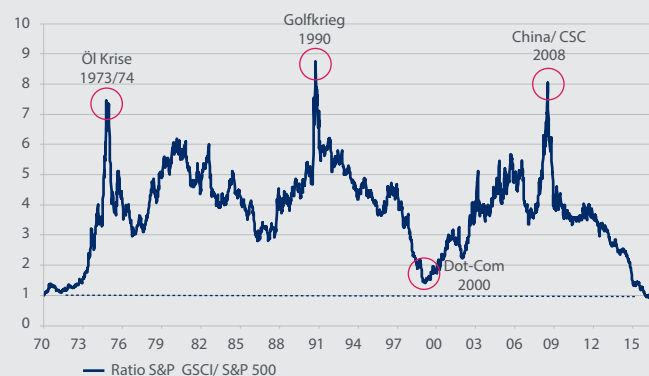
Relative Bewertung spricht für Rohstoffe

Nicht nur absolut sondern auch relativ zu Aktien vollzogen Rohstoffe im 1. Quartal 2016 eine Bodenbildung. Gemessen am normierten Verhältnis von S&P GSCI zu S&P 500 handeln Rohstoffe relativ zu Aktien auf dem tiefsten Niveau seit fast 50 Jahren. Die absoluten Indexstände, der Ausblick auf die kommende Berichtssaison und klassische Bewertungsmethoden lassen die Aktienmärkte zwar nicht überhitzt aber zumindest als historisch „teuer“ erscheinen.

Die Null- bis Negativ-Zinspolitik sowie die Anleihen-Kaufprogramme bedeutender Notenbanken katapultierten auch die Notierungen von Anleihen in bisher nicht gekannte Dimensionen. In den USA fiel die Ver-

Aktien erscheinen teuer, und mit Anleihen ist kein Geld zu verdienen. Das niedrige Zinsniveau führte ebenfalls bereits zu einem merklichen Anziehen der Immobilienpreise. Gründe genug, sich mit einer Asset Klasse zu beschäftigen, die in den vergangenen fünf Jahren ein Schattendasein fristete und deren reale Güterpreise noch nicht durch die Marktverzerrungen der Zentralbanken inflationiert wurden: Rohstoffe.

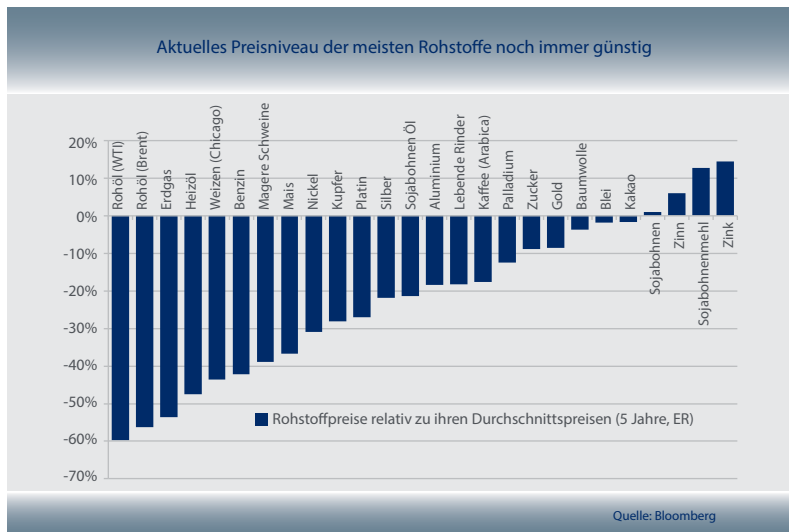
Relative Bewertung: Aktien "teuer", Rohstoffe "günstig"



Quelle: Bloomberg

Viele Rohstoffe noch immer günstig

Relativ zu ihren mittelfristigen Durchschnittspreisen handeln die meisten Rohstoffe noch immer auf einem vergleichsweise „preiswerten“ Niveau. Die überwiegende Mehrheit der Rohstoffe im Anlageuniversum weist per Ende Oktober 2016 einen deutlichen Abschlag bezogen auf das jeweilige durchschnittliche Preisniveau der vergangenen fünf Jahren auf. Auf einem besonders tiefen Preisniveau handeln zum Beispiel Rohöl, Petroleum-Produkte, Weizen und Mais.



Diversifikationsvorteil von Rohstoffen

Der Wert einer alternativen Anlagekategorie, wie z.B. von Rohstoffen und Gold, bemisst sich am Grad des Diversifikationsvorteils gegenüber traditionellen Anlagen wie Aktien und Anleihen. Das Ziel ist eine Verstärkung der Portfoliorendite im Zeitverlauf, sodass eine minimale Allokation einer Anlagekategorie selbst in Phasen, die mit einer negativen Renditeerwartung verbunden sind, sinnvoll sein kann. Rohstoffe weisen gegenüber Aktien und Anleihen auf Sicht von einem und drei Jahren niedrige Korrelationskoeffizienten auf, was – einen für den Anleger vorteilhaften – geringen Gleichlauf der Wertentwicklung bedeutet.

Interesse der Anleger an Rohstoffen kommt zurück

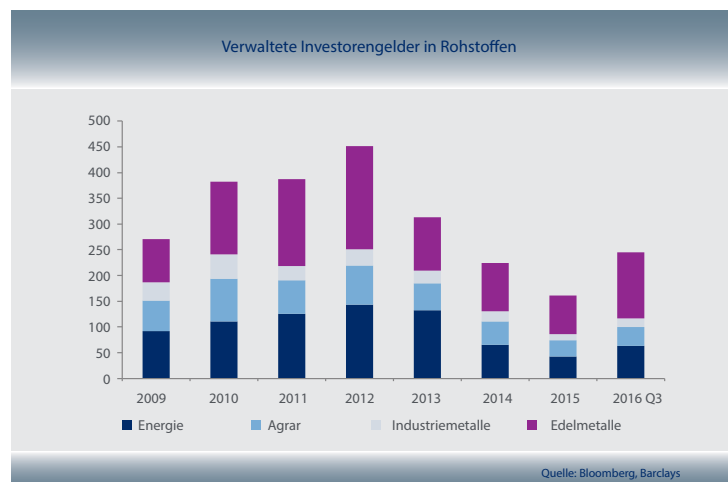
2016 verzeichnet die Asset Klasse Rohstoffe zum ersten Mal seit 2012 wieder Zuflüsse: getrieben insbesondere durch Kapitalanlagen in Gold und anderen

Edelmetallen sind die in Rohstoffe investierten Gelder in den ersten neun Monaten 2016 um über 50% ggü. dem Vorjahr angewachsen. Die negative Wertentwicklung der vergangenen fünf Jahre spiegelt sich auch im gesunkenen Niveau der verwalteten Gelder wider. Diese erreichten 2012 für Rohstoffe einen Spitzenwert mit weltweit rund 451 Mrd. USD und schrumpften bis Ende 2015 auf 161 Mrd. USD. Aufgrund der freundlichen Preisentwicklung im Rohstoffsektor sowie der hohen Bewertung des Aktienmarkts und der geringen Rendite von Anleihen erwarten wir, dass das Interesse der Investoren an Rohstoffen 2017 weiter steigen wird.

Konstruktiver Ausblick auf die Ertragskomponenten von Rohstoffinvestments

Der Ertrag eines Rohstoffinvestments setzt sich neben der Preisentwicklung des jeweiligen Rohstoffs aus folgenden Komponenten zusammen: Roll-Ertrag („Roll-Yield“) und Verzinsung der Besicherung („Collateral Yield“). Der Zins- und Zinseszins-Effekt der Besicherung von Rohstofftermingeschäften kann im aktuellen Kapitalmarktumfeld vernachlässigt werden. Mittelfristig erwarten wir jedoch positive Impulse durch ein höheres Zinsniveau in den USA. Der Roll-Yield, also der Ertrag, der aus der Prolongation der jeweiligen Rohstoffterminkontrakte resultiert, verschlechterte sich 2016 gegenüber dem Vorjahr. Auf Index-Ebene lagen die Belastungen dieses Jahr bei rund 9,3%. Diese negative Entwicklung ist dem massiven Preisverfall von Rohöl im 1. Quartal 2016 geschuldet, die nun jedoch hinter uns liegt. 2017 erwarten wir eine Verbesserung der Terminmarktstruktur, da sich viele Marktsalden

Der Wert einer alternativen Anlagekategorie, wie z.B. von Rohstoffen und Gold, bemisst sich am Grad des Diversifikationsvorteils gegenüber traditionellen Anlagen wie Aktien und Anleihen. Das Ziel ist eine Verstärkung der Portfoliorendite im Zeitverlauf, sodass eine minimale Allokation einer Anlagekategorie selbst in Phasen, die mit einer negativen Renditeerwartung verbunden sind, sinnvoll sein kann. Rohstoffe weisen gegenüber Aktien und Anleihen auf Sicht von einem und drei Jahren niedrige Korrelationskoeffizienten auf, was – einen für den Anleger vorteilhaften – geringen Gleichlauf der Wertentwicklung bedeutet.



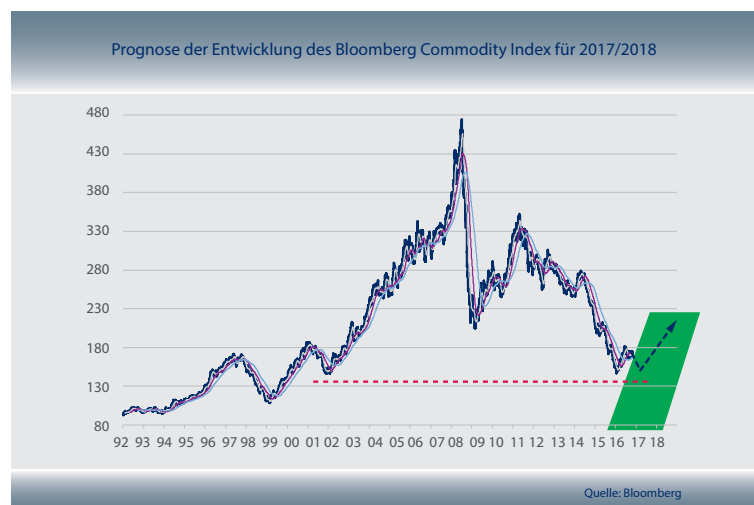
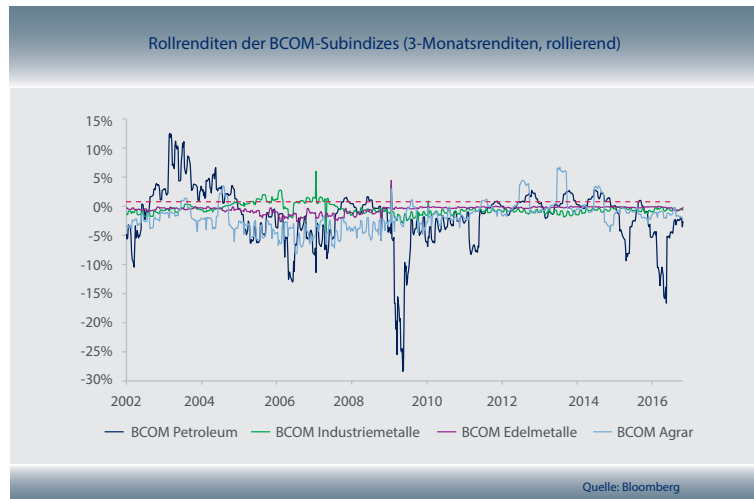
zum positiven („Knappheit“) verbessern dürften.

Rahmendaten für Rohstoffe weiter aussichtsreich

Das makroökonomische Umfeld weltweit bleibt geprägt von niedrigen, d. h. unter Trend liegenden, Wachstumsraten, geringer Inflation und hohen Schuldenständen. EU-Verdrossenheit, Brexit und das Management der Flüchtlingskrise beherrschen den europäischen Kontinent, während die USA weiter einem schwachen aber soliden Wachstumspfad folgen. Trotz inhärenter Risiken scheint die chinesische Volkswirtschaft den Transformationsprozess dagegen ohne weitere Wachstumseinbußen zu bewältigen. Die Wirtschaftsentwicklung in Brasilien, Russland und Indien sowie in einigen Emerging Markets könnte 2017 sogar positiv überraschen.

Vor dem Hintergrund der aktuellen wirtschaftlichen Rahmendaten sind daher die Aussichten für den Rohstoffsektor besser als es auf den ersten Blick den Anschein erweckt. Derzeit ist zwar noch auf vielen Teilmärkten ein Angebotsüberschuss festzustellen, doch das Tief liegt hinter uns. Fünf Jahre Baisse führten in vielen Märkten zu spürbaren Kapazitätsanpassungen. Negative Preiseffekte verursacht durch die Abwertung von Rohstoffproduzentenwährungen schwächten sich merklich ab, und auch der Höhenflug der US-Währung scheint begrenzt. Im Ergebnis prognostizieren wir für 2017 für viele Rohstoffeinzelmärkte eine Verbesserung der Marktsalden.

- Konjunkturelles Umfeld: niedriges Wachstum, aber stabil und ggf. leicht ansteigend
- Fundamentale Daten: Marktsalden vieler Rohstoffe verbessern sich / USD-Zyklus hat den Zenit überschritten
- Kapitalzuflüsse: Zuflüsse bei AuM und CFTC / Interesse der Anleger steigt
- Terminkurven und Korrelationen: Diversifikationsvorteil steigt und negative Kurveneffekte reduzieren sich
- Preisniveau: Abgeschlossene Bodenbildung im April 2016, aber noch immer günstig
- Markttechnik: Rohstoffe seit April 2016 im Bullenmarkt (200-Tagelinie)



Für alle diese Indikatoren erwarten wir 2017 eine positive Entwicklung im Vergleich zum Vorjahr. Die initialen positiven Faktoren für die Rohstoffmärkte entspringen der Angebotsseite. Wir erwarten im Verlauf des Jahres 2017 auch unterstützende Impulse von der Nachfrageseite. Unser Ausblick basiert auf Rohstoffmärkten, die 2017/2018 zurück ins Gleichgewicht von Angebot und Nachfrage finden, jedoch vor dem Hintergrund eines bereits angepassten, höheren Preisniveaus. Im Laufe des Jahres 2017 erwarten wir für den Bloomberg Commodity Index daher Zugewinne von +20%. Im Hinblick auf das durchschnittliche Kursniveau der vergangenen 3 und 5 Jahre erscheint uns dies als eine konservative Annahme, die vor allem der schwachen Verbesserung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen geschuldet ist.

ENERGIE

Dr. Torsten Dennin

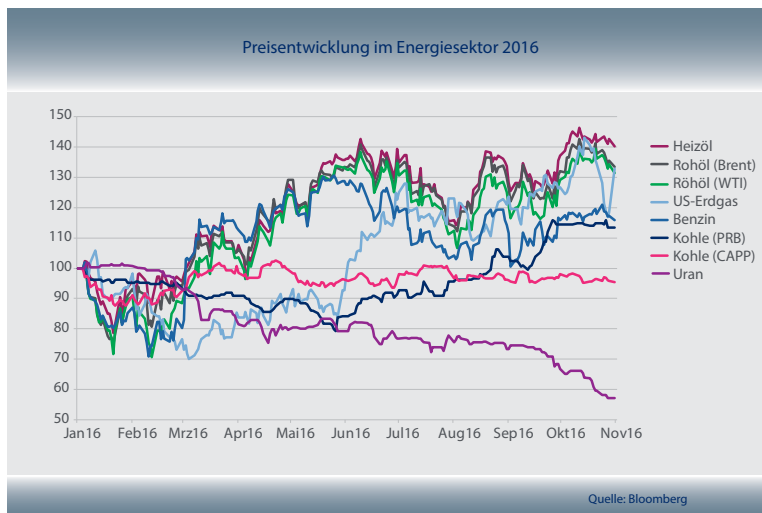
Energiemärkte im Rückspiegel

Im Zentrum des Interesses standen 2016 die Kapriolen des Ölpreises. Nach einem dramatischen Wertverlust im vierten Quartal 2015 von 100 auf 37 USD ging es in den ersten Wochen des Jahres 2016 noch einmal kräftig abwärts auf 26 USD, die in der ersten Februarhälfte (-30%) erreicht wurden. Von diesem Niveau erholten sich die Notierungen der Rohölsorten WTI und Brent während der nächsten Monate auf wieder über 50 USD. Im Durchschnitt verteuerte sich der Petroleumkomplex (Rohöl, Heizöl und Benzin) um rund 25% im Jahre 2016. US-Erdgas profitierte von überdurchschnittlich heißen Sommertemperaturen und verteuerte sich ebenfalls um rd. 30%. Hochpreisige US-Kohle (CAPP) verlor im ersten Halbjahr 2016 den Preiskampf gegen Erdgas und verbilligte sich um rd. 8%, während vergleichsweise günstige PRB-Kohle um 13% zulegen konnte. Die rote Laterne des Energiesektors trägt Uran. Der Brennstoff für Kernkraftwerke verbilligte sich um 43% auf unter 20 USD/lb, das tiefste Niveau seit über 10 Jahren.

schuss befindet. Die USA tragen rund 30% zur weltweiten Nachfrage nach Uran bei. Hier stehen aktuell 9 Kernkraftwerke bis 2024 zur Schließung an. Inklusive neuer Kapazitäten in 2020 und 2021 würde dies eine Netto-Reduktion von etwa 4-5 GW bedeuten, was ca. 5% der jährlichen Brennstoffnachfrage ausmacht. Auf der anderen Seite des Pazifiks erweitert China auch 2017 seine Kapazitäten. Nachdem das Land 2014 fünf neue Reaktoren ans Netz brachte, waren es 2015 sechs Reaktoren und bis Ende 2016 sollen sieben Reaktoren fertig gestellt werden. Derzeit sind im Land der Mitte 35 Reaktoren im Betrieb und weitere 20 im Bau. Bis 2020 sollen so knapp 30 GW zusätzlich ans Stromnetz gehen. Problematisch hinsichtlich der Nachfrageseite ist, dass die Uran-Importe von China in den ersten 9 Monaten 2016 ungewöhnlich schwach ausfielen. Seit 2010 nutzt China opportunistisch ein fallendes Preisniveau, um Lagerbestände für die Deckung des zukünftigen Bedarfs aufzubauen. Nach Branchenschätzungen erreichte die Lagerhaltung Ende 2015 ein

Niveau, welches etwa 16 Jahre des aktuellen Verbrauchs abdeckt. Japan betreibt im Oktober 2016 lediglich zwei seiner mehr als 50 Reaktoren. Es laufen derzeit Gesuche, weitere 24 Reaktoren zurück ans Stromnetz zu bringen.

Kurzfristig erwarten wir vor diesem Hintergrund, dass der Preis für Uran in den kommenden Monaten belastet bleibt. Preise unter 20 USD sehen wir jedoch längerfristig als nicht nachhaltig an, da bereits jetzt rund ein Drittel der weltweiten Förderung nicht kostendeckend arbeitet. Mittelfristig prognostizieren wir einen Anstieg auf über 40 USD.



Uran: Nachfrageschwäche und hohe Lagerbestände belasten kurzfristig

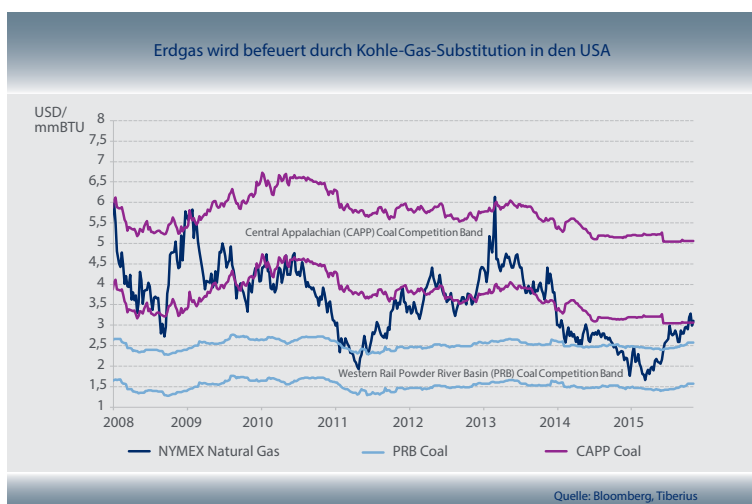
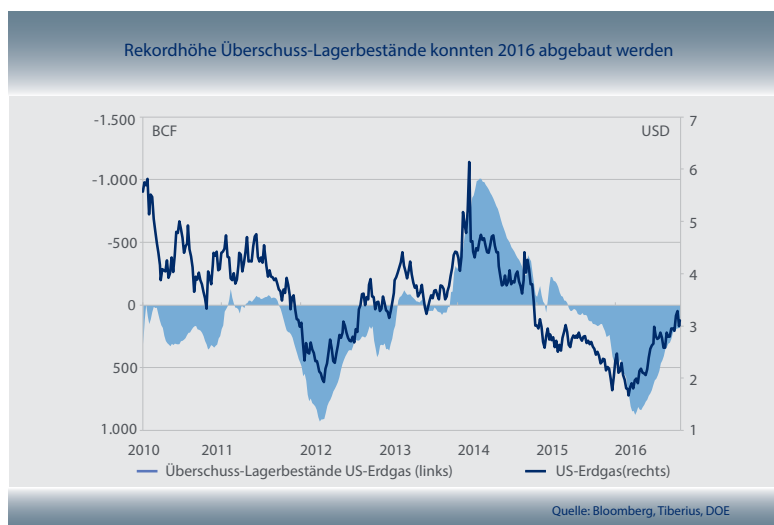
Das nach dem Auslaufen des HEU-Abkommens Ende 2013 leicht rückläufige Sekundärangebot von Uran wurde nach vorläufigen Zahlen für 2016 durch die Ausweitung der primären Förderung u.a. durch Camoco, BHP Billiton und Rio Tinto überkompensiert, sodass sich der Marktsaldo noch immer im Über-

Erdgas: Gasverflüssigung und Anteil an US-Stromerzeugung wächst

2016 löste Erdgas mit einem Anteil von 33% an der US-Stromerzeugung endgültig Kohle als dominierende Quelle ab. Kernkraft folgt mit einem Anteil von knapp 20% auf dem dritten Platz. Zum Vergleich: 2002 dominierte Kohle den US-Strommarkt mit knapp über 50% Marktanteil, während Erdgas bei rund 18%

Marktanteil lag. Die Nachfrage nach Erdgas zur Stromerzeugung weist seit 2014 einen steigenden Trend auf, aber auch die saisonalen Spitzenwerte im Juli und August 2016 übertrafen die Peak-Nachfrage der vergangenen 5 Jahre. Das Wachstum der Stromerzeugung aus Erdgas in den USA zu Lasten von Kohle hält auch 2017 an. Neben Umweltauflagen ist eine Konsequenz des Shale-Gas-Booms eine deutliche Zunahme der Kohle-Gas-Substitution. Hochpreisige US Kohle (CAPP) konkurriert bei hohen Erdgaspreisen mit Erdgas, während im aktuellen Umfeld Erdgas Marktanteile selbst gegenüber der vergleichsweise günstigen PRB-Kohle gewinnt. Zwischen 2016 und 2018 prognostiziert die EIA ein weiteres Kapazitätswachstum um 18,7 GW. Viele der neuen Kraftwerke liegen

Überschuss-Lagerbestände reduzierten sich merklich. Ende Oktober 2016 notiert der US-Erdgaspreis inzwischen wieder auf dem Niveau des durchschnittlichen Preises der vergangenen 5 Jahre.



in der Region des stark wachsenden Marcellus und Utica Shales. Beim aktuellen Preisniveau von Kohle sehen wir keine Gefahr für eine Substitution von Erdgas durch Kohle, solange die Preise für Erdgas nicht dauerhaft oberhalb der Range von 3,50-4 USD/mmBTU notieren.

Mit Lagerbeständen von 3.643 BCF startete US-Erdgas auf dem höchsten Lagerbestandsniveau der vergangenen 10 Jahre ins Jahr 2016. In Folge der überdurchschnittlichen Lagerbestände und eines weiterhin hohen Produktionsvolumens, rutschte Erdgas im Frühjahr 2016 deutlich unter die Marke von 2 USD/mmBTU.

Bis Ende März war der Markt nicht in der Lage, die Rekordlagerbestände trotz der niedrigen Preise abzubauen. Das Niveau von 2.500 BCF wurde hierbei nicht signifikant unterschritten. Überdurchschnittlich hohe Temperaturen im Sommer führten jedoch zu einer Trendwende: Der Verbrauch zog an und die

Nach acht Jahren eines stetigen Produktionswachstums zeigte im vierten Quartal 2016 der negative Trend der Rig Counts für Erdgas Wirkung. Wurden im Januar 2015 noch 329 Bohrungen gezählt, bewegten sich die von Baker Hughes registrierten Rigs von März bis August 2016 zwischen 80 und 90 ein Rückgang von mehr als 75%.

Die EIA prognostiziert einen deutlichen Rücksetzer der US-Dry Gas Produktion von 75 auf 71 BCF im vierten Quartal 2016, bevor der Wachstumstrend wieder aufgegriffen werden sollte und die Produktion zum Jahres-

ende 2017 bei 78 BCF liegen dürfte. Analog zu Rohöl konnten High Grading und Effizienzsteigerungen durch technologische Verbesserungen den Effekt fallender Rig Counts bei der unkonventionellen Gasförderung mildern. Die Förderung im Marcellus, die Ende Februar 17,1 BCF/d erreichte, fiel bis Ende Oktober 2016 auf 16,4 BCF/d zurück (-4%). Zur Verdeutlichung: Die Gasförderung im Marcellus hat sich in den vergangenen acht Jahren mehr als vervierzehnfacht und steht für rund 20% der gesamten Erdgasförderung der USA.

Wir interpretieren 2016 als Wachstumsdelle im Boom der Shale-Gas-Förderung. Hier ist nicht nur der Preis für Erdgas der entscheidende Faktor, sondern es müssen auch die anderen Flüssiggaskomponenten der Förderung wie Ethan, Propan, Butan, etc. einbezogen werden, welche die Wirtschaftlichkeitsrechnung beeinflussen (Natural Gas Liquids, NGLs).

Für den Umfang der Gasförderung erwarten wir 2017

auf der Grundlage wieder steigender Rig Counts und der Preiserholung ab dem 2. Halbjahr 2016 nach einem leichten Produktionsrückgang ein wieder erstarkendes Wachstum der Förderung. Bei der industriellen Nachfrage nach Erdgas erwarten wir einen Anstieg im Rahmen der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Die beiden Bereiche der privaten und kommerziellen Nachfrage sehen wir strukturell leicht schwächer, was jedoch durch von der Norm abweichende Wetterbedingungen revidiert werden könnte. Die Wachstumstreiber der US Erdgasnachfrage bleiben 2016 die Bereiche Stromerzeugung und industrielle Nachfrage. 2017 wird hier die Nachfrage aufgrund neuer Kraftwerke und Projekte der Chemie- und Düngemittelindustrie steigen.

Wir prognostizieren für 2017 eine Preistrage von 3,50-4 USD/MMBtu. Damit sind wir für 2017 trotz einer wieder stärker wachsenden Förderung deutlich optimistischer bezüglich der Preisentwicklung von Erdgas als der Durchschnitt der Analysten (3 USD) und die Terminkurve (3,50 USD). Wir sehen zwei Felder, die das Angebots-/Nachfragegleichgewicht und den Preis im nächsten Jahr stützen sollten: Pipelineprojekte und Gasverflüssigung.

2014 und 2015 sind in Nordamerika etwa 3 BCF/d an Pipeline-Kapazitäten neu geschaffen worden. Dieses Jahr wächst die Kapazität um voraussichtlich ein weiteres BCF/d an. Über das Jahr 2017 gehen wir von einem weiteren Wachstum von 5-7 BCF/d aus, was den Gasmarkt deutlich entlasten sollte. Ein Risiko könnte in Verzögerungen aufgrund von Umweltauflagen bestehen. Für Mexiko erwarten wir 2017 einen weiteren Rückgang der Gasproduktion (PEMEX), sodass auch die US-Exporte weiter ansteigen sollten.

Als bedeutender Faktor im Marktgleichgewicht für Erdgas wird sich 2018 bis 2020 die Gasverflüssigung (Liquified Natural Gas, LNG) erweisen. Die erste Ausbaustufe des Projektes Sabina Pass lief im Februar 2016 an und sorgte für eine zusätzliche Nachfrage von 0,6 BCF/d. 2017 kommen weitere 3 Stufen hinzu (1,8 BCF/d) und 2018 wächst die Kapazität von Sabina Pass auf 3,8 BCF/d. Mit Cameron, Freeport, Cove Point und Corpus Christi wird über die Jahre 2019 und 2020 in der Summe eine Kapazität von 8 BCF/d erreicht. Die Kombination aus der Inbetriebnahme neuer Pipeline-Kapazitäten und der Zusatznachfrage durch die Gasverflüssigung dürfte das Produktionswachstum 2017 überkompensieren.

Kohle: Gute Marktverfassung

in Asien - aber Krise im

US-Kohlebergbau

Innerhalb der vergangenen fünf Jahre sind in den

USA rund 30% aller Kohlekraftwerke vom Netz gegangen. Pläne für neue Kohle-Kraftwerke liegen auf Eis, denn neben der Preis-Konkurrenz durch günstiges Erdgas als Folge des Fracking-Booms ist es vor allem der Clean-Energy-Act der Obama-Administration, der von politischer Seite belastet. Die EIA schätzt für die USA, nach China und vor Europa der zweitgrößte Verbraucher von Kohle, einen Rückgang des Verbrauchs von 9% im Jahre 2016 als Folge der Konkurrenz durch Erdgas und einer insgesamt niedrigeren Elektrizitätsnachfrage aufgrund des milden Winters. Die Preise der lokalen Benchmark-Kohlesorten Powder River Basin (PRB) im Westen und Central Appalachain Coal (CAPP) notierten Ende Oktober 2016 bei 12 USD bzw. bei 40 USD. In Europa (Rotterdam) stiegen die Kohlepreise von im Tief 44 USD auf mehr als 75 USD 2016 an, was in etwa dem Durchschnittspreis der vergangenen fünf Jahre entspricht.

In China ist 2015 der Verbrauch von Kohle (-3,7%) noch einmal deutlicher gefallen als 2014 (-2,9%). Die EIA prognostiziert in der Oktober-Ausgabe des International Energy Outlook bis 2040 eine Schrumpfkurve des chinesischen Anteils am weltweiten Kohleverbrauch von derzeit 50% auf 46% zugunsten anderer asiatischer Länder und insbesondere Indiens. Trotzdem vollzog sich in der Region 2016 eine deutliche Erholung der Preise sowohl für Kraftwerkskohle als auch für metallurgische Kohle. Begründet liegt dies in einem Anziehen der Importe, da die heimische Förderung in China aus umweltpolitischen Gründen deutlich reduziert wurde. Dies wiederum führte zu Sonderbewegungen in den Preisen von Kohle aus Newcastle und Queensland.

Während die Rahmendaten für den Kohle-Seehandel im asiatischen Raum auch 2017 weiter freundlich erscheinen, bleibt der Ausblick für den US-Markt schwach. Hier belasten ein starker US-Dollar und vergleichsweise günstiges Erdgas.

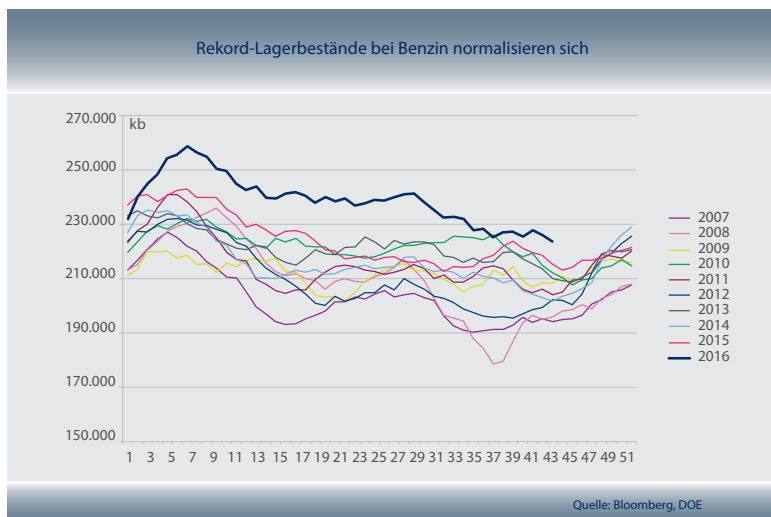
Petroleum-Komplex:

Benzinschwemme

(vorerst) abgewendet

Der massive Contango, d.h. die für den Anleger negative Struktur der Terminkurve bei WTI, ließ den Investment-Ertrag trotz einer Verteuerung von Rohöl um 26,5% mit -3,9% negativ tendieren. Die Preisentwicklung von Benzin (+14,4%) sticht 2016 negativ aus dem Petroleum-Komplex hervor, dessen andere Produkte WTI (+26,5%), Brent (29,5%) und Heizöl (+35,9%) sich deutlich stärker verteuerten.

Im Frühjahr 2016 sah die Situation bei Benzin hoffnungslos aus. Die Raffinerien kapitalisierten einen überdurchschnittlich hohen Crack-Spread und pro-



duzierten am Limit ihrer Kapazität. Der Preis für Benzin fiel sogar unter die Marke von 1 USD/Gallone, ein Preis der selbst während der Finanzkrise 2008/2009 nicht erreicht worden war. Die Nachfrage sprang jedoch an, wie an den inländischen Verbrauchszahlen abzulesen ist, und allmählich beruhigte sich die Lage.

Global kommt hinzu, dass trotz steigender Importe von Rohöl der Output raffinierter Produkte in China – ausgehend von Rekordständen im Sommer 2016 – einen Dämpfer erfahren hat. Trotzdem liegen die Benzin-Lagerbestände in den USA noch deutlich über ihren durchschnittlichen Werten, und auch die OECD Lagerbestände dürften im Sommer 2017 neue Höchststände erreichen. Die 2016 stark ausgeprägte Kapazitätsauslastung der US Raffinerien erreichte Ende Oktober bei 85,2% ihr saisonales Tief. Über den Winter erwarten wir wieder einen Anstieg auf zwischen 92 und 94%. Die attraktiven Margen der Raffinerien dürften auch weiterhin die Ausweitung der Produktion befeuern, sodass wir die These beibehalten, dass global die Raffineriekapazität stärker wächst als die Nachfrage. Insbesondere die chinesischen Exporte von Benzin und insbesondere von Diesel dürften im Frühjahr 2017 den Markt belasten. Aus diesem Grund erwarten wir für das Gesamtjahr 2017 eine gedämpfte Preisentwicklung bei Petroleum-Produkten.

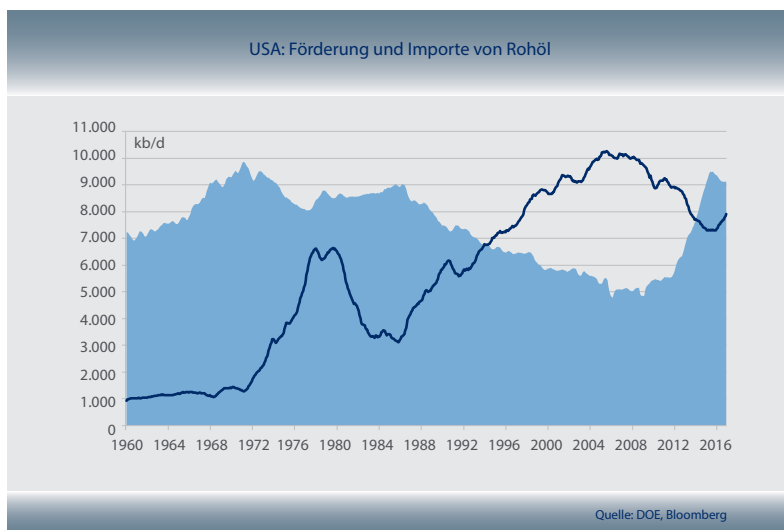
US Rohölförderung und Angebotsunterbrechungen

Im Sommer 2016 wüteten Waldbrände in Alberta, Kanada. Wie sich schnell herausstellte, waren rund um das Rohöl-Hub Fort McMurray nicht nur rund 600.000

Hektar Land, sondern auch zahlreiche Ölsand-Projekte betroffen, was zu kurzfristigen Förderverlusten von etwa 1mboe führte. Schätzungen zufolge summieren sich die Schäden auf bis zu 4-5 Mrd. CAD – die teuerste Naturkatastrophe in der Geschichte Kanadas. Die Förderausfälle führten zu einer kurzfristigen Entspannung des deutlich überversorgten Ölmarktes.

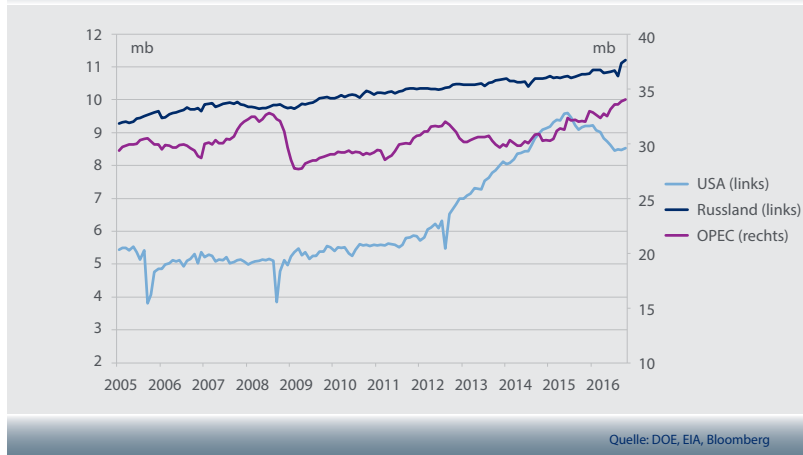
Das tiefe Preisniveau führte nämlich nicht, wie von den meisten Marktbeobachtern angenommen, zu einer deutlichen Reduzierung der US-Ölförderung. Diese sank zwar

von 9,6mboe/d um knapp 12%, stabilisierte sich aber seit August 2016 bei rund 8,6mboe/d. High Grading und Effizienzsteigerungen durch technologische Verbesserungen kompensierten teilweise die massive Reduktion der neuen Bohrungen („Rig Counts“). Ab dem ersten Quartal 2017 sehen wir die US-Ölförderung ihren Wachstumspfad mit niedrigerem Tempo wieder aufnehmen.



Eine Entspannung des – nicht zuletzt durch die sinkenden US-Importe – überversorgten weltweiten Ölmarktes verhinderte aber nicht die USA, sondern Russland und die OPEC. Zusammengekommen vereinen OPEC, USA und Russland rund zwei Drittel des weltweiten Fördervolumens von Rohöl. OPEC und Russland steigerten ihre Förderung 2016 auf immer neue Rekordniveaus, wobei große Förderländer Produktionsausfälle kleinerer Länder kompensierten. Nach dem Aufheben der westlichen Sanktionen steuert der Iran auf 4mboe/d zu und durch die Erschließung neuer Felder in Sibirien stieg die Förderung von Russland auf ein neues Post-Sowjet-Hoch. Aus diesen Gründen hingen Marktteilnehmer an den Lippen der OPEC wie an den Aussagen der FED zur US-Zinspolitik.

Ölförderung: OPEC, Russland und USA



Länder mit 46,6mbd (+0,1%) nahezu unverändert bleibt. Trotz der weltweiten Verbesserung vieler Wirtschaftsindikatoren, wie zum Beispiel der Einkaufsmanagerindizes, bleibt das globale Wirtschaftswachstum schwach. Ein Kernrisiko in der Nachfrageschätzung ist das Wachstumstempo der Emerging Markets und der BRIC-Staaten. Hier sehen wir 2017 vom aktuellen Niveau ein Potenzial für positive Überraschungen. Das dominierende Thema des Ölmarktes bleibt aber 2017 die Angebotsseite.

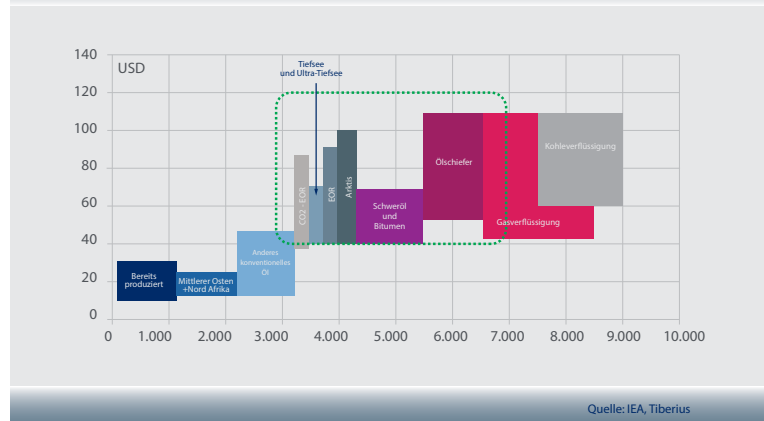
Aussichten für 2017: Schrumpfende Investitionen als Basis einer nachhaltigen Erholung

Das Ende des dritten Quartals 2016 interpretieren viele Marktteilnehmer als Kehrtwende der OPEC-Politik. Ende September einigten sich die OPEC-Mitglieder intern (mit Iran) und extern (mit Russland) auf eine baldige Kürzung der Ölförderung. Obwohl eine faktische Kürzung noch in der Zukunft liegt, reagierte der Markt frenetisch auf die Ankündigung. Scheint es doch, als hätte die OPEC den Kampf gegen die US-Shale-Industrie verloren. Was in diesem Kontext übersehen wird, ist jedoch, dass die globale Fördermenge bis zum Jahresende 2016 weiter ansteigt. Aus diesem Grund sehen wir die Notierungen an den Ölmärkten im letzten Quartal 2016 unter Druck, was sich in unserer Preisprognose spiegelt.

Entwicklung der Nachfrage: Leichte Abschwächung des Wachstums eingepreist

Im aktuellen Short-Term Energy Outlook von Oktober 2016 senkt die US Energy Information Administration ihren Ausblick auf das weltweite Rohöl-Nachfragerückgang auf je +1,3mbd für 2016 und 2017. Global sieht die EIA die Nachfrage nach Rohöl in 2017 auf 96,6mbd steigen, was aber knapp unter der weltweit prognostizierten Förderung von 97,0mbd liegt. Die Nachfrage der nicht-OECD Länder dürfte zusammengekommen erstmalig 50mbd überschreiten (+2,6%), während die Nachfrage innerhalb der OECD

Kosten der Ölförderung im Vergleich



Angebotsentwicklung, Kosten und CAPEX: Die Gefahr eines zukünftigen Angebotsdefizits wächst

Der rapide Fall des Ölpreises im vierten Quartal 2015 und im ersten Quartal 2016 auf im Tief unter 26 USD führte zu deutlichen Anpassungen der Ausgabenbudgets der Öl & Gas Industrie weltweit. Die Investitionsausgaben (CAPEX) des Sektors schrumpften in 2015 und 2016 um je 20%. In China fällt die Öl-Fördermenge 2016 voraussichtlich um 6-8% vor dem Hintergrund der CAPEX-Kürzungen von Sinopec, Petro China und CNOOC. Dies wurde durch steigende Importe kompensiert, die das Land der Mitte 2016 vor den USA zum weltweit größten Ölimporteur machten. Neben China waren Produktionsrückgänge aufgrund der Investitionszurückhaltung auch in Mexiko, Venezuela und Kolumbien spürbar.

Auf Basis der Budgetplanung der 10 größten Energie-Unternehmen erwarten wir für 2017 im dritten Jahr in Folge eine Schrumpfkur der Investitionsausgaben weltweit. Diese dürfte aber mit Rückgängen von

5-10% moderater ausfallen als im Vorjahr.

In den USA ist die Anzahl der neuen Öl-Bohrungen seit Ende 2014 rückläufig. Im zweiten Quartal 2016 war ein Tiefpunkt der Bohrungen bei 316 erreicht, ein Rückgang um 80% gegenüber den Hochs von 2014. Seitdem steigt die Anzahl der Bohrungen wieder moderat an. Technologische Weiterentwicklung hat zu einem Anstieg der Bohreffizienz geführt, die Intensität des Frackings wurde erhöht, und es fand eine zunehmende Konzentration auf die besten Lagen der jeweiligen Felder statt („high grading“). Herausragend sind hier die weiter wachsenden Aktivitäten im Permian, die aufgrund einer Entdeckung des Unternehmens Apache weiter wachsen. Im Gegensatz zu älteren Angaben der IEA führte die technologische Entwicklung unter dem Druck geringerer Ölpreise dazu, dass rund zwei Drittel der unkonventionellen Öl-Förderung in der Range von 45-65 USD profitabel arbeiten.

Die Abwertung vieler Produzentenwährungen wie RUB, BRL, NOK oder CAD gegenüber dem US-Dollar hat 2016 den Höhepunkt überschritten, und scheidet als unterstützender Faktor auf der Kostenseite 2017 aus. Konsensus-Schätzungen der Industrie zufolge werden die marginalen Kosten der weltweiten Öl-Förderung 2016 in der Range von 65-75 USD pro Fass liegen.

Die Beschneidung von Erweiterungsinvestitionen („Brownfield Expansions“) bei bestehenden Feldern spiegelt sich schon 2016 in einem Anstieg der durch-

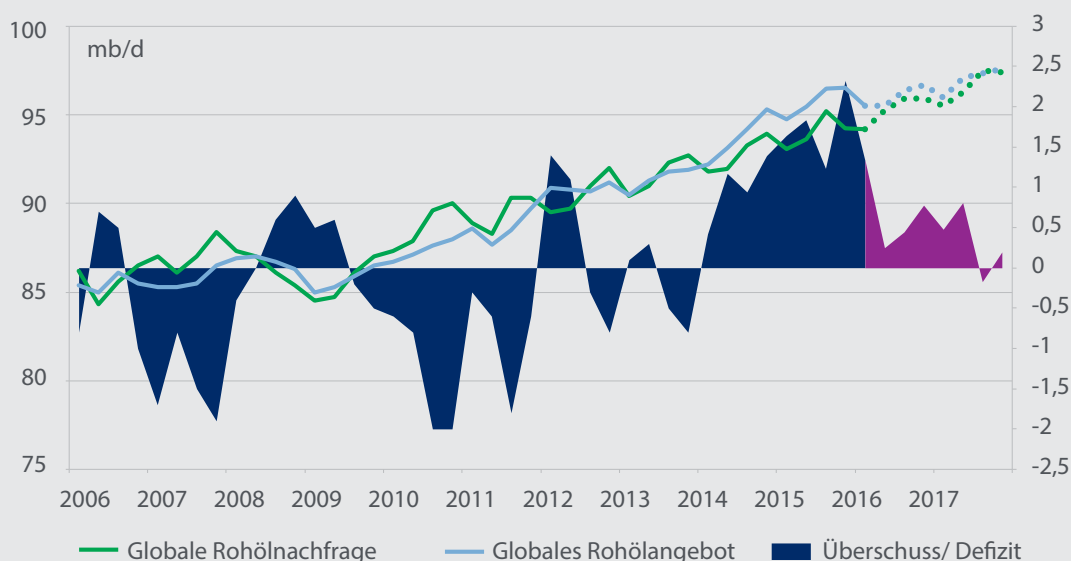
schnittlichen Decline Rates wider, was sich 2017 fortsetzen dürfte. Durch die Reduzierung der Ausgaben für Wachstumsprojekte erwarten wir eine deutliche Wirkung auf die Rohölförderung ab 2020. Kurzfristig wächst die Gefahr von Produktionsunterbrechungen

Preiserholung trotz Marktüberschuss

Die Lage am Ölmarkt hat sich im Vergleich zum Jahresanfang 2016 deutlich entspannt. Der Marktüberschuss ist von monatlichen Durchschnittswerten von knapp 3mboe pro Tag („Supply Glut“) auf knapp 1mboe pro Tag zusammengeschrumpft. Ausgehend von einem für Ende Oktober 2016 geschätzten Marktüberschuss von 0,9mboe am Tag erwarten wir für die folgenden drei Monate keine weitere Entspannung der Lage am Ölmarkt. Ausgehend von aktuell sogar ansteigenden Fördermengen der OPEC und von Russland kann nur ein gemeinsamer Kürzungsschritt von mindestens 1-1,5mboe pro Tag eine Entspannung des Ölmarktes beschleunigen. Ob die OPEC ihren hierzu gefassten Beschluss auch tatsächlich umsetzt, bleibt abzuwarten. Die Fördereinbußen der USA aufgrund des niedrigen Preisniveaus erwiesen sich als zu schwach. Zudem erwarten wir im ersten Quartal 2017 wieder ein Wachstum der US-Rohölproduktion gegenüber dem aktuellen Niveau.

Die US-Rohöllagerbestände sind im Vergleich zu den vergangenen 10 Jahren weiterhin deutlich erhöht. An dem Trend kann auch das Abschmelzen der Lager-

Rohöl: Ausblick auf Angebots- und Nachfrageentwicklung



Quelle: DOE, EIA, Bloomberg

bestände in Cushing, OK seit Sommer 2016 nichts ändern. Auch die OECD Rohöl-Lagerbestände weisen ein historisch hohes Niveau auf. Eine nachhaltige Erholung des Marktgleichgewichtes des globalen Ölmarktes ist auf diesem Niveau zwingend mit einer Reduktion der Lagerbestände verbunden. Unter Einbeziehung unserer Schätzungen zur Angebots- und Nachfrageentwicklung sehen wir eine Normalisierung der Lagerbestände erst in der zweiten Jahreshälfte 2017 einsetzen und sich bis Ende 2018 hinziehen.

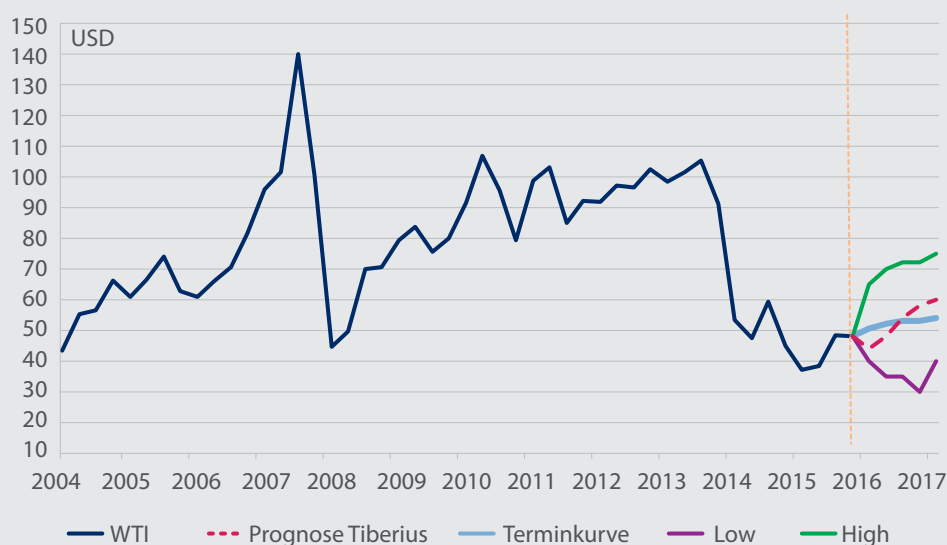
Trotz dieser pessimistischen Töne muss aber auch die relative Verbesserung der Marktsalden berücksichtigt werden. Daher ist es unsere Überzeugung, dass wir mit Preisen von 26 USD je Fass Rohöl im Frühjahr 2016 das Tief im Ölpreis gesehen haben. Wir erwarten über die kommenden Monate eine volatile Preisentwicklung zwischen 40 und 55 USD pro Fass für amerikanisches Rohöl der Sorte WTI. Für Ende 2017 prognostizieren 33 Analysten einen Preis für WTI zwischen 40 und 75 USD, während die Terminkurve einen Rohölpreis von 54 USD impliziert.

Die EIA prognostiziert für 2017 ein durchschnittliches Preisniveau von 50 USD für WTI, und 51 USD für Brent. Der Spread zwischen WTI und Brent sollte durch neu geschaffene Exportmöglichkeiten und das Transportdifferential begrenzt bleiben. Wir erachten die Implikation von 1 USD jedoch als zu konservativ und unterstellen eine Range von 3 USD. Für WTI erwarten wir einen Anstieg zum Jahresende 2017 auf 60 USD, was einer Verteuerung von rund 25% gegenüber den aktuellen Preisen entspricht. Diese Preisprognose spiegelt eine noch immer schwache Marktverfassung wider.

Rohöl (WTI): Preisentwicklung und Konsensuspreisschätzungen 2017

Rohöl (WTI) / Konsensus-Preismodell (Analysten:33)

WTI	Q4/16	Q1/17	Q2/17	Q3/17	Q4/17
High	65	70	72	72	75
Low	40	35	35	30	40
Terminkurve	51	52	53	53	54
Tiberius	44	48	54	58	60



INDUSTRIEMETALLE

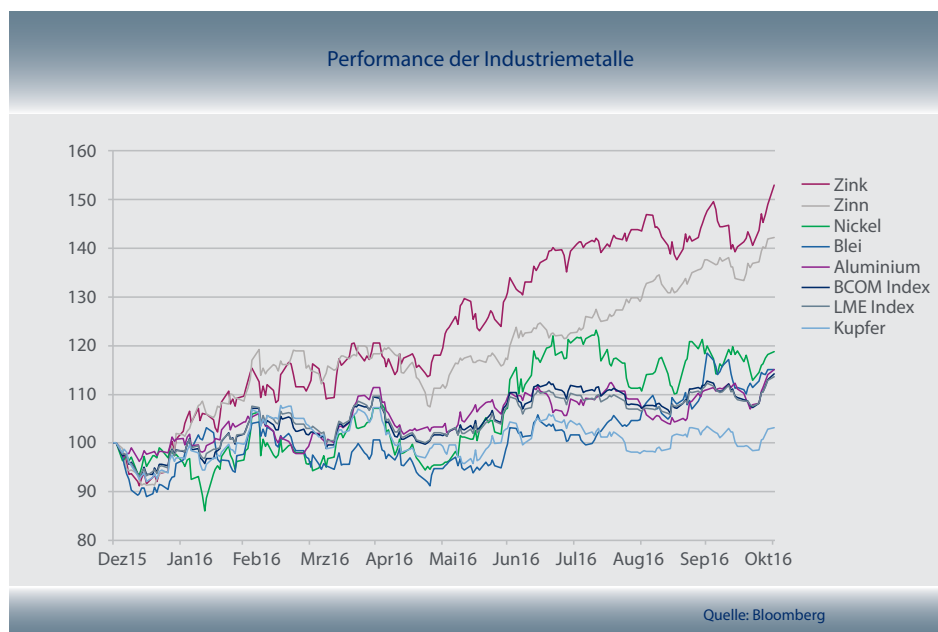
Giuseppe Rapallo

Beeindruckendes Comeback

Das Jahr 2016 war geprägt durch Angebotskürzungen und einer stabilen Nachfrage. Nach fünf Jahren Preisverfall stellten sich die Industriemetalle erstmals gegen ihren Trend und meldeten sich mit einer beeindruckenden Performance zurück. Der Wert des London Metals Exchange Index (LMEX) steigerte sich um satte 13,6% und der Bloomberg Commodity Subindex der Basismetalle (BCOMIN) notierte 14,2% höher. Angesichts der großen Unterschiede auf der Angebots- und Nachfrageseite gab die individuelle Preisentwicklung der einzelnen Metalle ein sehr differenziertes Bild ab.

welche sich in dem gleichen Zeitraum halbierten. Der Rückgang der Kosten für die Weiterverarbeitung ist ein Indikator dafür, dass die Zinkhütten tatsächlich einem knappen Konzentratsangebot ausgesetzt sind. Durch den Anstieg der Nachfrage um 0,5% im gleichen Zeitraum verschob sich das globale Marktsaldo von ca. 200 Tausend Tonnen Überschuss zu einem Defizit von rund 162 Tausend Tonnen. Die gestiegene Nachfrage resultierte vor allem durch einen merklich stärkeren Bedarf nach verzinktem Stahl. Kritisch bewerten wir die Tatsache, dass die chinesischen Prämien für die physische Lieferung und die chinesischen

Importe von Zink noch nicht in dem Maße angestiegen sind wie wir das erwartet hätten. Wir gehen davon aus, dass die chinesischen Produzenten noch genügend Zink auf Lager haben, diese jedoch sukzessive abgebaut werden. Sollten die Lager entsprechend niedrige Niveaus erreichen, wird dies eine weitere Verschärfung des Marktsaldos herbeiführen. Da sich die Angebotsproblematik in naher Zukunft nicht lösen wird und wir damit rechnen, dass die Nachfrage nach Zink weiterhin stabil bleibt,



Die größte Rendite zeigte sich bei den Zinkpreisen. Zink war das einzige Metall im Sektor, bei dem sich eine tatsächliche Angebotsknappheit feststellen ließ und erreichte eine Wertsteigerung von 53,0%. Das Wegbrechen des Angebots lässt sich hauptsächlich durch das Schließen der großen Minen in Australien (Century) und in Irland (Lisheen) erklären. Aber auch die Produktionskürzungen, wie z.B. durch Glencore in Höhe von rund 3% des globalen Angebots, zeigten 2016 erstmals Wirkung. Gemäß den Zahlen der International Lead and Zinc Study Group (ILZSG) gab die weltweite Minenförderung von Zink im ersten Halbjahr 2016 um rund 7,3% gegenüber dem Vorjahreswert nach. Dies hatte sich direkt auf die Weiterverarbeitungskosten von Zinkkonzentrat ausgewirkt,

gehen wir im neuen Jahr von weiteren Preissteigerungen aus. Wir betrachten dennoch die Entwicklung auf der Minenseite sehr genau. Der Preisrally könnte ein jähes Ende gesetzt werden, sollte die Bergbauindustrie höhere Preislevel nutzen, um zusätzliches Angebot an den Markt zu bringen.

Mit einer Preissteigerung von 42,2% war Zinn das zweitstärkste Metall. Wie auch schon bei Zink war im Zinnmarkt ein Zusammenspiel von knappem Angebot und stärkerer Nachfrage Auslöser für die Rally. Die indonesischen Exporte sind in den ersten neun Monaten 2016 im Schnitt um rund 12% gegenüber dem Vorjahreswert gefallen, hingegen ist die Produktion von raffiniertem Zinn in China in den ersten sie-

ben Monaten um rund 12% im Vergleich zum Vorjahr gestiegen. Die globale Nachfrage der Endverbraucher hat sich 2016 mit einem Wachstum von rund 1% durchaus positiv entwickelt. Insgesamt halbierten sich die Lagerbestände der LME auf 2.895 Tonnen, den tiefsten Stand seit 27 Jahren, und die Backwardation weitete sich im Oktober auf das Jahreshoch von 240 US-Dollar aus. Als Risiko gelten die nicht gänzlich transparenten Exporte von Myanmar, welche laut Marktbeobachtern in 2016 nochmals stark zugelegt haben. Gemäß den Zahlen des World Bureau of Metals Statistics (WBMS) hat sich die Myanmar Minenproduktion in den ersten sieben Monaten um fast 89% auf rund 29 tausend Tonnen vergrößert. Für das Jahr 2017 gehen wir von einem ausgeglichenen Marktsaldo aus und denken nicht, dass sich die diesjährige Preisentwicklung wiederholen wird. Wir sind der starken Überzeugung, dass das aktuelle Preisniveau von rund 20'500 US-Dollar je Tonne einen guten Anreiz schafft das Angebot wieder auszuweiten. Für das Jahr 2017 gehen wir daher von einer neutralen Preisentwicklung aus.

Die Nickelpreise konnten dieses Jahr um 18,8% zulegen. Die Preise erreichten ihr Jahrestief im Februar bei 7.550 US-Dollar je Tonne und kletterten bis Ende Oktober auf 10.475 US-Dollar je Tonne. Die tiefen Preise im Jahr 2015/2016 führten zu Angebotsausfällen und zu einer Knappheit am Sekundärmarkt. Zusätzlich verschärfte sich die Situation, nachdem die philippinische Regierung einen Produktionsstopp anordnete, um die Umweltsicherheitsstandards der inländischen Minen zu überprüfen. Positiv zu bewerten war die Nachfrage, welche stark von der erhöhten chinesischen Produktion von rostfreiem Stahl getrieben war. Die höhere Nachfrage spiegelte sich auch an den LME Lagerbeständen wieder, welche 2016 kontinuierlich abgebaut wurden. Ende Oktober waren nur noch 364 Tausend Tonnen auf Lager, was seit dem Hoch im Juni 2015 einem Rückgang von mehr als 22% entspricht. Trotz zweistelliger Performance und dem Abbau der LME Lager, notieren die Prämien für die physische Lieferung auf niedrigem Niveau und auch die Terminkurve wies das ganze Jahr 2016 eine Contango-Struktur auf. Um dies zu verstehen, gibt ein Blick auf den Commitment of Trader Report (CoTR) der LME etwas mehr Aufschluss. Die Struktur der Money Manager (Spekulant) zeigt 2016 einen Abbau von ca. 39% der Short-Positionen und einen Aufbau von rund 33% der Long Positionen, was somit einer netto Vergrößerung von 45.051 Kontrakten entspricht. Das von den Marktteilnehmern erwähnte Argument, dass ein Großteil der Nickelproduzenten (ca. 70%) Cash-Flow-Negativ operierten, ist zwar richtig, dennoch gehen wir davon aus, dass lediglich 15-20% tatsächlich dem Risiko ausgesetzt sind zu schließen. Insgesamt denken wir, dass sich viele Marktteilnehmer zu früh positioniert haben und eine tatsächliche Verknappung noch nicht erkennbar ist. Für das Jahr

2017 empfehlen wir eine neutrale Position in Nickel.

Die signifikanten Minenschließungen im Zinkmarkt hatten auch einen Einfluss auf das Schwestermetall Blei, werden doch beide Metalle hauptsächlich in denselben Minen abgebaut. Dennoch konnte Blei lediglich um 15,2% zulegen. Der Grund hierfür ist im Wesentlichen die höhere Rückgewinnungsrate (mehr als 50%) aus Bleischrott. Laut ILZSG verringerte sich Minenförderung in den ersten sechs Monaten 2016 um -6,7% im Vergleich zum Vorjahr (bei Zink waren es -7,3%), wohingegen die Produktion von raffiniertem Blei im gleichen Zeitraum um 2,4% angestiegen ist. Zusätzlich verzeichnen wir einen Rückgang der chinesischen E-Bikes Nachfrage und eine kontinuierliche Substitution von Blei durch Lithium für die Herstellung von Batterien. Insgesamt weitete sich der Marktüberschuss in den ersten sechs Monaten um weitere 35% auf rund 33,7 Tausend Tonnen aus. Wir gehen davon aus, dass Blei weiterhin der Wertentwicklung von Zink folgen wird, jedoch mit einer weit schwächeren Ausprägung.

Dicht hinter der Performance von Blei lag Aluminium mit 15,1%. Aufgrund der immer tiefer fallenden Preise, welche um den Jahreswechsel zeitweise unter 1.500 US-Dollar je Tonne lagen, hatte der Produktionsrückgang im letzten Quartal 2015 und in den ersten zwei Monaten 2016 an Dynamik gewonnen. Die monatliche Produktion in China ist von ihrem Hoch im Juni 2015 von rund 2,8 Millionen Tonnen um ca. 25% auf rund 2 Millionen Tonnen im Februar gefallen. Die offiziellen Lagerbestände an der LME verzeichnen dieses Jahr einen weiteren Abbau von rund 26% und fielen auf 2,1 Millionen Tonnen. Seit den Höchstwerten im Januar 2014 hat sich die Menge an gelagertem Material um ca. 61% verkleinert. Dennoch gehen wir davon aus, dass der Großteil der Materialabflüsse in inoffiziellen Lagern verschwindet und somit nur noch schwer quantitativ greifbar ist. Nachdem sich die Preise im ersten Quartal 2016 stabilisierten, sprang die monatliche chinesische Produktion wieder an. Von Februar auf September stiegen die Produktionsraten um ca. 33% auf ca. 2,7 Millionen Tonnen an und haben somit das Allzeithoch fast wieder erreicht. Insgesamt sehen wir in diesem Markt keine nachhaltige Verbesserung. Wir bleiben dabei, dass Aluminium weder in naher noch in ferner Zukunft wirklich knapp ist und empfehlen ein Untergewicht.

Kupfer – Schwächste Performance

Im vergangenen Jahr schnitt Kupfer relativ zu den anderen Industriemetallen mit 3,1% am schlechtesten ab. Insgesamt eine enttäuschende Tatsache, ließ doch die positive Nachfrageentwicklung in China und die zweistellige Wertsteigerung des LMEX bzw. des BCOMIN etwas anderes erwarten. Leider ist der Kupfermarkt seit 2012 überversorgt. Gemäß den Zah-

len des WBMS ist im Vergleich zur Vorjahresperiode die globale Minenförderung um rund 6,7% in den ersten acht Monaten gestiegen. Ein Grund für die starke Minenproduktion war die geringe Anzahl an Produktionsstörungen, welche 2016 den kleinsten Wert der letzten fünf Jahre annahm. Im Moment gibt es keine Anzeichen für Produktionskürzungen, das Gegenteil ist sogar der Fall. Wir gehen davon aus, dass die großen Minen, wie Grasberg, Escondida oder Las Bambas ihre Förderung auch im kommenden Jahr weiter erhöhen. Für raffiniertes Kupfer schätzen wir dieses Jahr ein Produktionswachstum von rund 2,0% und für 2017 ein Wachstum von 2,3%.

Die globale Kupfernachfrage entwickelte sich 2016 solide, jedoch nicht übermäßig positiv. Der Großteil des Nachfragewachstums war in China festzustellen. Gestützt durch eine expansive Fiskalpolitik seitens der Regierung hatte sich dies vor allem in der für Kupfer so wichtigen Bauindustrie und im Ausbau des Stromnetzes positiv bemerkbar gemacht. Für das Jahr 2017 gehen wir davon aus, dass dieser Effekt nachlässt. Die Kupfernachfrage sehen wir 2017 bei 1,9% und somit etwas geringer als die 2,3%, welche wir für das Jahr 2016 schätzen. Die weiterhin steigenden chinesischen Importe von Kupferkonzentrat haben zu einem Anstieg der dortigen Weiterverarbeitungskosten geführt. Dies ist ein klares Anzeichen, dass den chinesischen Kupferhütten reichlich Konzentrat zur Verfügung steht. Gleichzeitig ist die Shanghai-Prämie für die physische Lieferung von raffiniertem Kupfer seit Anfang des Jahres um ca. 32% gefallen. Aber auch am europäischen Markt ist die Prämie für die physische Lieferung um rund 10% gefallen. Zwar haben sich die offiziellen Lagerbestände der Börsen (LME, SHFE, CME) in den ersten neun Monaten lediglich um ca. 22 Tausend Tonnen erhöht (4,6%), jedoch sind Schätzungen zufolge die chinesischen Zolllager („Bonded Warehouses“) um rund 27% auf 520 Tausend Tonnen angestiegen. Insgesamt sind dies alles Anzeichen, dass an den jeweiligen Standorten mehr Material zur Verfügung steht als tatsächlich von den Verbrauchern benötigt wird. Für das Jahr 2016 schätzen wir ein Marktüberschuss von 244 Tausend Tonnen und für das Folgejahr ein Überschuss von 353 Tausend Tonnen. Der überversorgte Markt ist jedoch keine neue Information und gilt schon lange als Tatsache. Neu ist der Umstand, dass die Produktionskosten relativ nahe an den Preistiefs 2016 liegen. Wir gehen davon aus, dass bei 4.500 US-Dollar schon 20% aller Produzenten Cash-Flow negativ operieren. Sollten die Kosten für Energie weiter ansteigen oder die US-Währung an Stärke verlieren könnte sich die Situation am Kupfermarkt schnell ändern. Dieser Umstand und die Tatsache, dass sich die Kupferpreise seit 2011 halbiert haben, lässt vermuten, dass der Großteil der Preisbewegung hinter uns liegt. Mehr noch, das Chance-Risiko-Verhältnis weiter auf fallende Kurse zu setzen verliert dadurch an Attraktivität. Für das

neue Jahr empfehlen wir daher lediglich eine kleine strategische Short-Position in Kombination mit einer Long-Position in Zink oder Blei.

EDELMETALLE

Marc Zeck

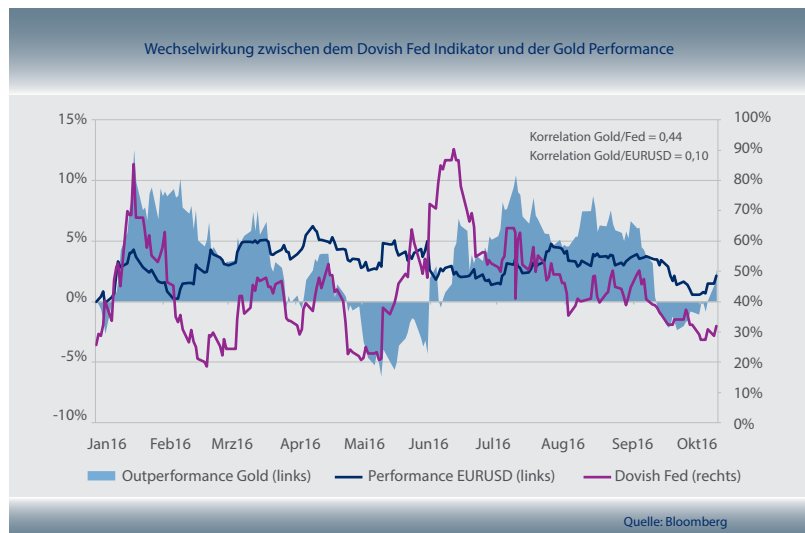
Gold: Rückblick

Anfang 2016 durchbrach Gold den Abwärtstrend der letzten Jahre und verließ vor dem Energie- und Industriemetallsektor den Bärenmarkt, wenn auch aus ganz eigenen Gründen. Der Anstieg des Goldpreises begann mit sehr schwachen US-Wirtschaftsdaten im ersten Quartal, die Angst vor einer Rezession schürten. Im selben Zeitraum wertete der chinesische Yuan gegenüber dem Dollar stark ab, was Erinnerungen an den Kurssturz der Weltbörsen im August 2015 ins Bewusstsein rief. Weitere Zinsanhebungen der Fed schienen nun in weite Ferne gerückt. Vielmehr schwoll das Volumen negativ verzinsster sicherer Staatsanleihen explosionsartig an. Die Nullverzinsung von Gold erschien auf einmal sexy.

Der Preis stieg um 20%, bis er sich im zweiten Quartal bei 1.250 US-Dollar je Feinunze stabilisierte, nachdem weder der chinesische Kapitalmarkt implodierte, noch die US-Wirtschaft in eine Rezession abglitt. Erst der Brexit im Juni 2016 sorgte für einen weiteren Preisanstieg um 100 US-Dollar auf 1.350 US-Dollar je Feinunze. Auf diesem Niveau verblieb der Preis im dritten Quartal. Die oberflächlich ereignislosen Sommermonate verschleiern jedoch, dass die großen Zentralbanken hinter den Kulissen heftig um den geldpolitischen Kurs stritten. Aus der zweiten Reihe der EZB und BoJ wurden auffällig viele Kommentare nach Außen getragen, die Zweifel an der Fortführung der ultralockeren Geldpolitik nährten. Im September enttäuschten beide Zentralbanken sodann die Erwartungen bzgl. einer weiteren Lockerung der Geldpolitik und die Fed stärkte die Erwartungen an eine Zinsanhebung im Dezember. Letztlich fiel der Goldpreis unter dem Druck der Septemberereignisse auf 1.250 US-Dollar je Feinunze, wenn auch der turbulente Kursverfall vom 4. Oktober die Marktteilnehmer in seiner Heftigkeit überraschte. Angesichts auch im Oktober weiter steigender ETF Goldbestände sprachen einige Marktteilnehmer von einer Einmalreaktion, die im Wesentlichen von einer Korrektur der extremen Positionierung an den Terminmärkten herrührte.

Letztlich lässt sich der Kursverlauf dieses Jahres recht

gut als Funktion der US-Zinsprognose deuten. Die durchschnittliche Erwartung der Marktteilnehmer bezüglich des US-Zinsniveaus zum Jahresende läuft auffallend parallel zu der Kursperformance von Gold relativ zum breiten Rohstoffmarkt. Der Dollar hingegen spielte keine Rolle. Wie im Folgenden dargelegt, wird in Abwesenheit signifikanter Angebots- oder Nachfrageimpulse diese Koppelung des Goldkurses an das US-Zinsniveau auch im kommenden Jahr die bedeutendste Rolle spielen.

*Angebot*

Die Goldminenproduktion geht im Jahr 2016 mit hoher Wahrscheinlichkeit zum ersten Mal seit 2008 zurück. Der Grund dafür sind zurückgestellte Investitionen in Reaktion darauf, dass der Goldpreis in den vergangenen Jahren zunächst unter die Gesamtproduktionskosten (C3) fiel und später sogar die reinen Produktionskosten den Goldpreis übertrafen. Die Bemühungen der Unternehmen die Kosten zu drücken, trug zwar ebenfalls Früchte, so sind die C3 Kosten in diesem Jahr wieder unter den Goldpreis gesunken, die Unternehmen waren aber auch Nutznießer von stark gesunkenen Energiekosten und Schützenhilfe von der Währungsseite. Der Kanadische Dollar verlor seit 2013 ca. 10% pro Jahr an Wert gegenüber dem Dollar, der Australische Dollar ebenfalls 10% pro Jahr und der Südafrikanische Rand ca. 20% pro Jahr. In diesem Jahr haben diese Währungen ca. 5% gegenüber dem Dollar zugelegt. Auch bei den Energiekosten begann das Pendel in diesem Jahr in die an-

dere Richtung auszuschlagen. Die durchschnittlichen Energiekosten werden im kommenden Jahr zum ersten Mal seit dem Ölpreisverfall steigen. Damit könnte die reine Goldminenproduktion in 2017 zum ersten Mal seit 2013 unter 3 Tausend Tonnen fallen.

Ebenso ist das Goldpreisniveau weiterhin nicht attraktiv für den Recyclingmarkt. In diesem Jahr werden zwischen 1,1 und 1,2 Tausend Tonnen Recyclingmaterial auf den Markt kommen, was im Durchschnitt der letzten Jahre liegt. Der Kursanstieg von 1.050 auf 1.350 US-Dollar je Feinunze in diesem Jahr schien keinen nennenswerten Einfluss auf den Recyclingmarkt zu haben, ein moderater Preisanstieg in 2017 würde den Rückgang der Minenproduktion daher keineswegs ausgleichen können.

Zuletzt ist davon auszugehen, dass die Zentralbank Venezuelas den stetigen Verkauf von Gold im kommenden Jahr zurückfahren wird. Die Prognose ist unabhängig vom Ölpreis. Steigt dieser, wird der Haushalt entlastet, würde er entgegen der Erwartung weiter fallen, wird die Regierung nicht zu halten sein. Die restlichen Zentralbanken werden ihre Goldankäufe wie in der Vergangenheit weiterführen. Der Rückgang der Goldkäufe von ca. 500 Tonnen in 2015 auf 300 Tonnen in 2016 sollte sich in 2017 auf 400 Tonnen „normalisieren“.

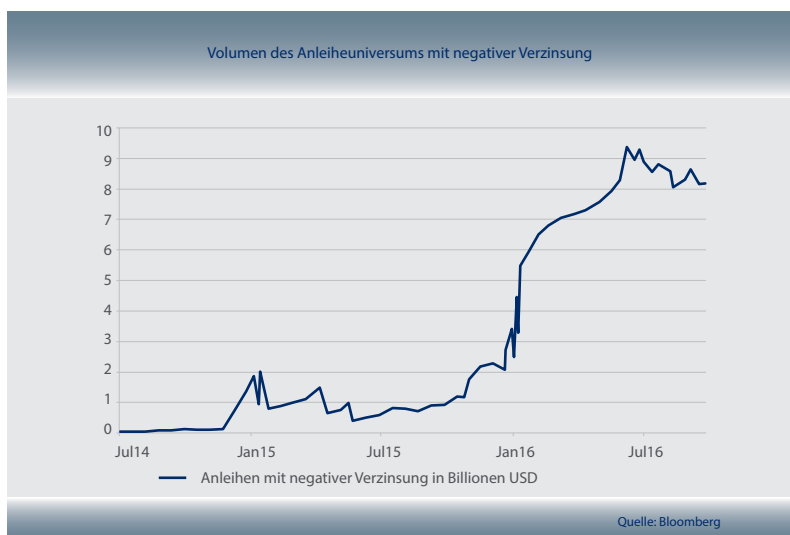
Zusammengefasst geht das Goldangebot im kommenden Jahr zurück, da die Unternehmen die notwendigen Investitionen aufgeschoben haben und Energiekosten sowie die Währungsentwicklung einer prozyklischen Produktionsausweitung entgegenstehen. Hinzu kommen ein träger Recyclingmarkt und das wahrscheinliche Ende der Goldverkäufe der Zentralbank Venezuelas.

Nachfrage

Die physische Nachfrage enttäuschte im ersten Halbjahr 2016 gewaltig. Die Schmuckverkäufe in Asien brachen gegenüber dem ersten Halbjahr 2015 um -32% auf 561 Tonnen ein, in den beiden größten Märkten Indien und China um jeweils -54% auf 142 Tonnen bzw. -26% auf 214 Tonnen. Der extreme Zusammenbruch des indischen Marktes ließ sich zunächst über einen Streik der dortigen Goldschmuckverkäufer, eine schwache Monsunsaison und Regionalwahlen in mehreren Landesteilen erklären. Allerdings wurde die vermeintlich aufgeschobene Nachfrage auch im dritten Quartal nicht aktiv, was angesichts einer relativ starken wirtschaftlichen Entwicklung verwundert. Die

parallele Schwäche des chinesischen Marktes mag daher auf ein strukturelles Problem hindeuten. Hier erklären die abkühlende chinesische Wirtschaft und die boomende Konkurrenzklasse Immobilien das nachlassende Interesse an Schmuck als Investition zumindest in der Tendenz, wenn auch nicht in der Intensität. Marktbeobachter gehen davon aus, dass die Nachfrage sich im kommenden Jahr erholen wird, vermögen aber keine überzeugenden Argumente anzubieten. Da jedoch weder für die indische noch chinesische Wirtschaft im kommenden Jahr ein abruptes Abrutschen wahrscheinlich ist, die Goldpreisentwicklung relativ zu den chinesischen und indischen Aktienmärkten gut dasteht und der chinesische Immobilienmarkt abkühlt, erscheint ein weiterer Nachfrageeinbruch ebenso unwahrscheinlich.

Wichtiger als die Schmucknachfrage ist in diesem und den folgenden Jahren das Delta der Investitionsnachfrage in Form von Münzen, Barren und ETFs. Gegenüber dem Vorjahr ist das Investitionsvolumen um mehr als 100% angestiegen, hauptsächlich aufgrund großer Zuflüsse in Gold ETFs. In den ersten sechs Monaten stieg das Volumen der Gold ETFs um ca. 550 Tausend Tonnen, wobei hauptsächlich Investoren aus Europa und den USA ETFs kaufen. Asien fragte hingegen Münzen und Barren nach. Der plausibelste Grund für den Kaufrausch in den ETFs ist das explosionsartige Wachstum negativ verzinsten sicherer Staatsanleihen. Nun rentieren US-Staatsanleihen nicht im negativen Bereich, das Schrumpfen der Renditeprämie gegenüber Gold genügt den Investoren aber als Kaufanreiz. Dementsprechend wird die hohe Korrelation des Gold Kurses zu den US-Leitzinsniveauserwartungen auch im kommenden Jahr anhalten. Der Markt sieht derzeit den US-Leitzins zum Jahresende 2017 zwischen 0.5% und 1% liegen, was gemessen an der Entwicklung der Zinserwartungen für das Jahr 2016 realistisch erscheint. In diesem Fall sollte die Nachfrage nach Gold als Substitut für sichere Anleihen weiterhin stark bleiben.



Kurzfristig hat auch die spekulative Nachfrage gemessen anhand der CFTC Future Positionen wieder Raum für zusätzliche Impulse. Nachdem die Netto Positionierung im Laufe des Jahres extreme Werte angenommen hatte, hat die Goldpreiskorrektur im Oktober die Netto Positionierung wieder auf ein gesundes Maß reduziert.

Somit hängt die Nachfrage im kommenden Jahr wesentlich an dem Leitzinsniveau der Fed. Von der physischen Nachfrage werden wenige Impulse ausgehen, sodass die Nachfrage nach ETFs, Münzen und Barren entscheidend sein wird. Sollte die Fed den Leitzins im Rahmen der Markterwartungen anheben, wird die Nachfrage im kommenden Jahr leicht wachsen. Zusammen mit der rückläufigen Goldproduktion, dem trägen Recyclingmarkt und den geringeren Goldverkäufen der Zentralbank Venezuelas wird sich der Angebotsüberschuss der letzten Jahre am Goldmarkt in Richtung eines leichten Nachfrageüberhangs auflösen. Aufgrund der recht starken Performanceerwartung für den breiten Markt und des Risikos einer adversen Zinsentwicklung stufen wir Gold als „Neutral“ ein.

Silber: Rückblick

Silber hatte einen bemerkenswerten Lauf in diesem Jahr. Im ersten Halbjahr stieg der Kurs um mehr als 40%, bevor er sich im dritten Quartal zwischen 18 und 20 US-Dollar je Feinunze stabilisierte. Erst zu Beginn des vierten Quartals konsolidierte der Silberpreis im Tandem mit Gold. Rückblickend reagierte Silber in diesem Jahr ähnlich sensitiv auf die US-Geldpolitik wie ein Edelmetall. Sein Industriemetalldarakter trat fast vollständig zurück. Aufgrund der geringeren Liquidität waren die Kursausschläge wesentlich heftiger als beim Gold. So stieg das Gold/Silber Kursverhältnis in der Schwächephase Anfang des Jahres noch um 10 Punkte auf nahe 80, nur um zum Ende des zweiten Quartals während der Edelmetallrally auf knapp 65 zu fallen. In der Schwächephase

der Edelmetalle zu Beginn des vierten Quartals stieg das Kursverhältnis wieder über 70. Die Angebots- und Nachfragecharakteristik für Silber ähnelt auch im kommenden Jahr dem Gold, mit ein wenig mehr Unterstützung durch die physische Nachfrage wie im Chart dargelegt.

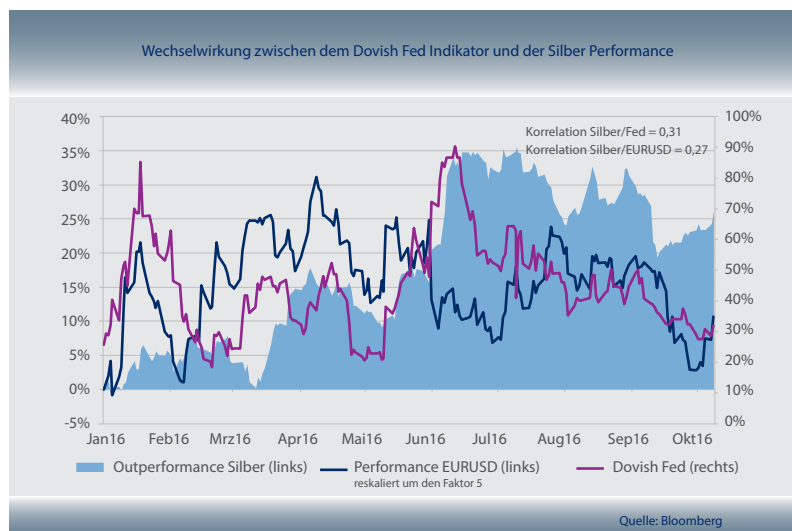
Angebot

Die Silberminenproduktion war im ersten Halbjahr dieses Jahres bereits sehr schwach. Wenn sich dieser Trend erwartungsgemäß fortsetzt, ist die Silberproduktion in 2016 zum ersten Mal seit mehr als einer Dekade rückläufig. Wie andere Unternehmen auch, haben die Silberproduzenten ihre Investitionen in Reaktion auf den fallenden Kurs drastisch gekürzt, sodass es in den kommenden Jahren an notwendigen neuen Projekten fehlt. Ebendies trifft auch auf die Blei-Zink Minen zu, deren Silberbeiprodukt mittlerweile den größten Anteil an der Silbergesamtproduktion inne hat. Ähnlich wie für den Goldkomplex gilt auch für den Silberkomplex, dass die Produzenten einen Großteil ihrer operativen Kostenersparnisse der letzten Jahre über die Energie- bzw. Währungsseite eingefahren haben. Da im kommenden Jahr die Energie- und Währungskosten steigen werden, ist eine prozyklische Produktionsausweitung auch mittels bestehender Projekte unrealistisch. Aufgrund des absolut immer noch niedrigen Silberpreises ist ebenso vom Recyclingmarkt kein zusätzlicher Impuls zu erwarten. Insgesamt könnte daher das Silberangebot im kommenden Jahr unter 30 Tausend Tonnen fallen.

Nachfrage

Die industrielle Nachfrage ohne Photovoltaik enttäuschte in diesem Jahr. Der relativ zu den Erwartungen schwachen wirtschaftlichen Entwicklung in den Industriestaaten konnte sich der Sektor nicht entziehen. Lediglich der Photovoltaikbereich zeigte muntere Dynamik, hervorgerufen durch eine starke Nachfrage aus China. Über 20GW an Solarkapazität

wurde alleine im ersten Halbjahr in China installiert, nachdem weltweit im vergangenen Jahr 50GW installiert wurde. Bis 2020 könnte sich die derzeit bestehende Kapazität von ca. 200GW verdreifachen. Die daraus hergeleitete Prognose von jährlich 8% Silbernachfragewachstum aus dem Photovoltaikbereich mag optimistisch sein, die Erwartung vieler Marktteilnehmer einer jährlich um 5% sinkenden Nachfrage aus dem Gesamtindustriesektor ist angesichts einer sich erholenden US-Wirtschaft in 2017 aber übertrieben pessimistisch. Damit bietet die Industrienachfrage Überraschungspotential.



Die Silberschmucknachfrage hat in diesem Jahr eine kleine Schwächephase überstanden, hauptsächlich aus Indien und auch hier resultierend aus dem Schmuckverkäuferstreik. Anders als Gold scheint sich die Nachfrage aber erholt zu haben. Insgesamt wird die weltweite Silberschmucknachfrage in diesem Jahr mehr oder minder unverändert bei 9 Tausend Tonnen liegen. Im kommenden Jahr ist eine leichte Ausweitung der Silberschmucknachfrage in Reaktion auf das weltweit höhere Wirtschaftswachstum zu erwarten. Im Gegensatz zur Goldschmucknachfrage ist die Silberschmucknachfrage in den letzten Jahren trotz des fallenden Preises gestiegen, angetrieben mehr von einem Modetrend als von einem Investmentgedanken. Der absolut leicht gestiegene Preis sollte daher keinen dämpfenden Einfluss auf die Nachfrage haben.

Die Investmentnachfrage in Form von Münzen, Barren und ETFs bietet hingegen ein sehr uneinheitliches Bild. Die Barrennachfrage ist im ersten Halbjahr über 20% gegenüber dem Vorjahreszeitraum gefallen. Ursächlich war der Absturz der indischen Nachfrage um 40%, in Reaktion auf hohe Lagerbestände als Folge der Rekordimporte im letzten Halbjahr 2015. Der Anstieg des Silberkurses im Laufe des Jahres hat die Lagerbestände zwar reduziert, aber noch nicht bereinigt. Nicht so schwach, aber ebenfalls enttäuschend verlief im ersten Jahr die Barren Nachfrage aus China, die um 6% unter dem Vorjahresniveau lag. Die globale Silbermünzennachfrage stieg hingegen im ersten Halbjahr um ca. 30% gegenüber dem Vorjahreszeitraum. Der stärkste Impuls ging aber in diesem Jahr von der ETF-Nachfrage aus. In diesem Jahr stieg die ETF-Nachfrage bereits um 2 Tausend Tonnen und könnte bis Ende des Jahres 2,5 Tausend Tonnen erreichen. Das ist der stärkste Anstieg seit 2012 und auch das höchste Delta innerhalb der Sektoren Schmuck, Industrie und Investment. Auch wenn die ETF-Nachfrage den Charakter von Silber in Richtung eines Edelmetalls verschiebt, scheint die Nachfrage dennoch träger zu sein als in Gold. Die Volatilität der Silber ETF-Bestände ist nur halb so hoch wie die der Gold ETF-Bestände.

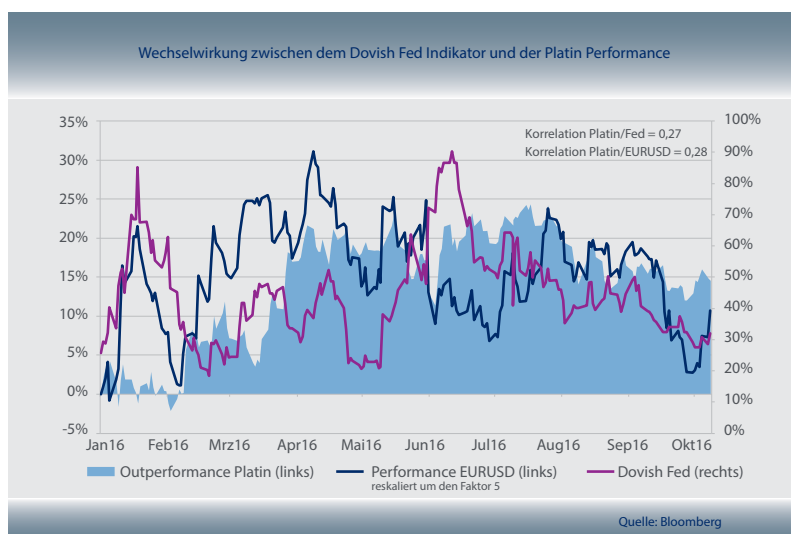
Ähnlich wie bei Gold hat der Kursrückgang Anfang Oktober auch bei Silber zu einer Normalisierung der CFTC Netto Future Positionierung geführt.

Zusammengefasst haben die ETF-Bestandsbewegungen Silber in diesem Jahr eine Edelmetallcharakteristik verpasst. Für das kommende Jahr sollten eine sinkende Produktion und leicht positive Impulse der

physischen Nachfrage dazu führen, dass Silber bei einer US-Leitzinsbewegung im Rahmen der Markterwartung steigt. Der positive fundamentale Grundton sollte einen möglichen US-Leitzinsschock zudem dämpfen, sodass im kommenden Jahr in beiden Szenarien mit einem Sinken des Gold/Silber Verhältnisses zu rechnen ist. Silber ist daher leicht übergewichtet.

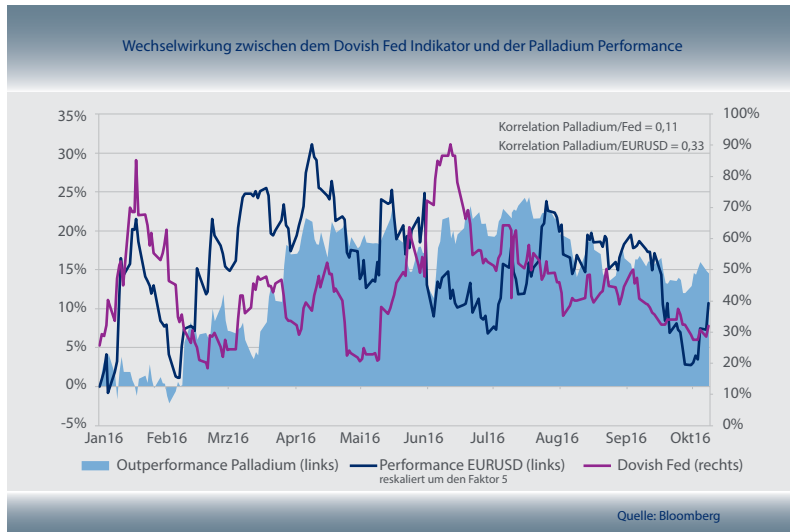
Platin & Palladium: Rückblick

Platin und Palladium taten sich in diesem Jahr wesentlich schwerer als Gold und Silber. Zunächst sah es nach einem guten Jahr für Platin aus, das bis Mitte Juli um 30% stieg, wohingegen Palladium bis Anfang Juli Mühe hatte über den Jahresanfangskurs hinaus zu steigen. Im dritten Quartal schloss Palladium dann zu Platin auf, bevor beide Metallkurse zu Beginn des vierten Quartals stark nachließen und derzeit bei +8% (Platin) und +10% (Palladium) stehen. Anders als bei Gold und Silber hatte die Fed Leitzinserwartung lediglich einen leichten Einfluss auf den Kursverlauf von Platin und praktisch keinen auf Palladium. Im Folgenden legen wir dar, warum die Autoindustrie beiden Metallen im kommenden Jahr zum Verhängnis wird.



Angebot

Die Platin- und Palladiumproduktion in Südafrika ist im ersten Halbjahr um 4% bzw. 5% zurückgegangen. Die Ursache war ein 12-tägiger Produktionstop einer Anglo Platinum Raffinerie und die langsame Wiederinbetriebnahme des Werks. Stattdessen wurden die bestehenden Lagerbestände der Metalle heftig abverkauft, um das Metallangebot stabil zu halten. Der Lagerbestandwiederaufbau wird in den kommenden Monaten das Angebot drücken, zudem haben die Produzenten der Platin Gruppen Metalle (PGM) in den letzten Jahren ihre Investitionen stark zurückgefahren, so dass auch bei höheren Preisen im kommenden Jahr keine spontane Angebotsausweitung denkbar ist. Vielmehr haben Lonmin, Royal Bafokeng



und Amplat ihre Investitionspläne für 2017 auf Eis gelegt. Außerdem haben Stillwater Mining und North American Palladium teure Werke bis auf weiteres runtergefahren. Angesichts steigender Energiekosten ist nicht anzunehmen, dass die Unternehmen die Werke bei kleineren Kurserholungen sofort wieder hochfahren. Auch die Lohnkosten steigen wieder. Ende Oktober einigte sich AMCU mit Amplats auf jährliche Lohnerhöhungen zwischen 7% - 12,5%. Die Einigung mit Impala Platinum und Lonmin steht noch aus.

Der Preissprung von Palladium im dritten Quartal scheint mit der angekündigten Wartung von Norinickels (ehemals Norilsk Nickel) Polar Division in Russland zusammenzuhängen. Norinickel hatte im ersten Halbjahr ausreichend Lagerbestand, um den Ausfall zu kompensieren, ihre Prognose für das zweite Halbjahr legte aber nahe, dass ihr Lager signifikant abverkauft wurde, sodass der Umsatzausblick für das zweite Halbjahr runterkorrigiert wurde.

Ähnlich wie bei Gold und Silber hat der Recyclingmarkt auch für die PGMs in diesem Jahr enttäuscht, hauptsächlich aufgrund der geringeren Metallpreise. Zusammengefasst wird das PGM Angebot im kommenden Jahr aufgrund fehlender Investitionstätigkeit zurückgehen.

Nachfrage

Leider sieht die Nachfrage für Platin und Palladium im kommenden Jahr weniger rosig aus. Der für Platin wichtige chinesische Schmuckmarkt schwächelt weiterhin. Seit 2014 geht der Umsatz im chinesischen Markt zurück und der 15% Rückgang in 2016 hat den globalen Platinschmuckumsatz um ca. 10% auf das niedrigste Level der vergangenen Jahre gedrückt. Ähnlich wie bei Gold und Silber ist der Rückgang der Nachfrage ein Resultat der schwächeren wirtschaftlichen Entwicklung in China. Zudem scheint die Attraktivität von Platinschmuck als Investment gegenüber

Goldschmuck abgenommen zu haben. Nicht einmal der Preisabschlag gegenüber Gold hat potentielle Käufer gereizt. Nachdem zuletzt die Verkäufer den Platingehalt in den Schmuckstücken reduziert haben, um die Produktionskosten zu drücken, ist es kaum wahrscheinlich, dass die Chinesen im kommenden Jahr Platinschmuck als Investment wiederentdecken.

Auch der Autosektor macht wenig Hoffnung. In diesem Jahr sind die globalen PKW Verkäufe gegenüber dem Vorjahr zwar um nahezu 4% angestiegen. Dies ist aber hauptsächlich eine Funktion der sehr

schwachen Basiszahlen aus dem Vorjahr. Im kommenden Jahr wird die Vergleichsbasis höher sein, sodass die Impulse rein vom Nachrichtenfluss schwächer sein werden. Hinzu kommt, dass in China die Steuervergünstigungen für PKWs zum Jahresende auslaufen, der US-Automarkt sichtbar schwächelt und die europäische Aufholjagd langsam ausläuft. Auf der Platinnachfrage lastet zusätzlich, dass Dieselmotoren weiterhin an Popularität verlieren. Allein in diesem Jahr ist der Marktanteil um 2% gefallen. Selbst der World Platinum Investment Council, der traditionell optimistisch hinsichtlich der Nachfrageentwicklung ist, geht davon aus, dass der Rückgang der Dieselaautos im kommenden Jahr das Wachstum der breiten Autonachfrage ausradieren wird.

Zuletzt sieht es mit der Investmentnachfrage beim Platin bedenklich aus. Selbst der steigende Preis konnte in diesem Jahr nicht verhindern, dass Geld aus den Platin ETFs abfloss. Zusammengefasst sinkt zwar die PGM Produktion aufgrund der unterlassenen Investitionen der Industrie, die Schwäche des chinesischen Schmuckmarktes und der Nachfragerückgang am Automarkt dominieren aber den Nettoeffekt. Deshalb sind Platin und Palladium in unserem Anlageuniversum untergewichtet.

AGRARROHSTOFFE

Sandra Bachofer

Rückblick 2016

Der Agrarbereich spiegelt in den ersten zehn Monaten des Jahres 2016 auf Excess Return Basis nicht nur die Heterogenität des Sektors sondern auch die Bandbreite möglicher Wertentwicklungen in der Asset Klasse Rohstoffe wider. Gemessen an den Agrar-subindices des Bloomberg Commodity Index waren Soft Commodities (+26,0%) deutlich besser unterstützt als Getreide und Ölsaaten (-3,1%) während Lebewiehe (-17,9%) am schlechtesten abschnitt.

Zucker (+35,4%) erzielte im Soft Commodities Segment die höchste Preissteigerung. Vor dem Hintergrund, dass der globale Zuckermarkt nach mehreren Überschussjahren ein Marktdefizit im Erntejahr 2015/16 aufweist, stiegen die Notierungen vom Jahrestief bei rund 12,50 US-Cents im Februar 2016 auf zwischenzeitlich knapp 24 US-Cents an. Die Aufwertung des brasilianischen Reals gegenüber dem US-Dollar von 3,96 auf 3,19 Real je USD, wodurch geringere Anreize für brasilianische Zuckerexporte bestanden, und auf das Klimaphänomen El Niño zurückzuführende dürrebedingte Ernteaufschläge in Indien sorgten für Unterstützung bei den Fundamentalfaktoren. Kaffee (+20,4%) bildete bei 110 bis 120 US-Cents einen technischen Boden aus und erreichte Ende Oktober 2016 in der Spitze Werte von 165 US-Cents. Neben der Aufwertung des brasilianischen Reals und streikbedingten Lieferverzögerungen in Kolumbien wirkten sich negative Wettereinflüsse auf die Erntevolumen in einzelnen Anbaunationen, vor allem hinsichtlich der Sorte Robusta, unterstützend auf die Notierungen aus. Baumwolle (+8,3%) konnte sich von den Tiefständen bei rund 55 US-Cents im März 2016 erholen als sich eine abnehmende Verfügbarkeit in Indien und Pakistan infolge unvorteilhafter Wetterbedingungen abzeichnete. Zudem erwies sich die Nachfrage nach Baumwolle in Verkaufsauktionen von staatlichen chinesischen Lagerbeständen deutlich höher als ursprünglich angenommen. Kakao (-14,8%) versuchte zunächst den Preisverfall vom Jahresbeginn auszugleichen. Unter den Erwartungen liegende Ernten in Westafrika, unter anderem aufgrund besonders starker Harmattan-Winde, in Kombination mit einem globalen Marktdefizit im Erntejahr 2015/16 bewirkten zwar eine Preisstabilisierung. Das nahezu stagnierende globale Nachfragewachstum und charttechnische Schwäche führten letztendlich aber zu einem weiteren Abverkauf.

Der in Chicago gehandelte Weizenkontrakt (-19,4%)

fiel Ende August auf ein Zehnjahrestief unter 4 US-Dollar je Scheffel, da hohe globale und US-Lagerbestände sowie ein hohes Verhältnis der Lagerbestände zum Einjahresverbrauch (Stocks-to-use Ratio) die Notierungen belasten. Während bedeutende Anbaunationen wie die USA, Russland und Kanada im Vergleich zum Vorjahr Produktionssteigerungen erzielen konnten, kam es in Europa aufgrund überdurchschnittlich hoher Regenfälle zu deutlichen Ernteeinbußen, vor allem in Frankreich. Nachdem die Wetterbedingungen in den USA während der kritischen Anbauphase für Mais (-7,0%) vorteilhaft verliefen, wird vom US-Landwirtschaftsministerium (USDA) eine US-Rekordernte von rund 380 Millionen Tonnen prognostiziert. Bei Mais kamen die Notierungen in den letzten Jahren von den Höchstständen bei über 8 US-Dollar im Jahr 2012 auf inzwischen 3,5 US-Dollar je Scheffel zurück. US-Sojabohnennotierungen (+16,6%) entwickelten sich 2016 hingegen positiv und stiegen von Niveaus knapp unter 9 US-Dollar zum Jahresbeginn auf in der Spitze 12 US-Dollar im Juni 2016 an als wetterbedingte Ernteaufschläge in Argentinien zu Preissteigerungen führten. Die US-Anbausaison verlief hingegen phänomenal, sodass vom USDA für die aktuelle Saison 2016/17 ebenfalls eine Rekordernte von rund 115 Millionen Tonnen in Aussicht gestellt wird. Die Notierungen kamen zwischenzeitlich auf Werte knapp unter 9,5 US-Dollar zurück, stabilisierten sich aber anschließend bei 10 US-Dollar.

Der Lebewiehesektor bildet 2016 abgeschlagen das Schlusslicht bei den Agrarrohstoffen, da die Ausweitung der Viehbestände sowohl die Notierungen von Lebewiehe (-17,0%) als auch von Magerschwein (-19,0%) belasteten.

Ausblick 2017

Nachdem die Preise der Agrarrohstoffe 2016 vor allem im Bereich Getreide und Ölsaaten aufgrund nochmals nahezu perfekter Anbaubedingungen in den USA und daraus resultierenden Angebotssteigerungen auf tiefere Bewertungsniveaus im Vergleich zum Vorjahr gefallen sind, gehen wir 2017 von einer soliden Bodenbildung aus. Der zu erwartende Rückgang der Rekorderträge je Flächeneinheit in den USA und dadurch rückläufige Stocks-to-Use Ratios sollten eine Verbesserung der Fundamentalfaktoren bewirken. Steigende Futtermittelpreise dürften auch den massiven Preisverfall im Lebewiehebereich stoppen

und eine langgezogene Bodenbildung einleiten. Soft Commodities spiegeln erneut die Heterogenität von Agrarrohstoffen wider, da von unterschiedlichen Wertentwicklungen bei den Einzelrohstoffen auszugehen ist.

Nachdem sich die Prognosen hinsichtlich der Entwicklung eines im historischen Vergleich stark ausgeprägten El Niño Phänomens 2016 bewahrheitet hatten, bildete sich die Klimaanomalie im Anschluss wieder zurück und das Pendel schwang zwischenzeitlich in Richtung des gegensätzlichen Klimaphänomens um. Da es sich gegenwärtig jedoch nur um eine leicht ausgeprägte Form von La Niña handelt und auch die US National Oceanic and Atmospheric Administration (NOAA) den weiteren Fortbestand von La Niña lediglich mit einer Wahrscheinlichkeit von 55% im Winter 2016/2017 für gegeben hält, danach aber ENSO neutrale Bedingungen im Pazifik prognostiziert, erwarten wir 2017 keine signifikanten Wettereinflüsse auf die weltweiten Anbaubedingungen im Agrarbereich durch klimatische Sondereffekte. Aus diesem Grund gehen wir von einer geringeren Volatilität der Preise als im Vorjahr aus.

Im Folgenden wird aus jedem Subsektor ein Rohstoff näher erläutert, der unserer Meinung nach 2017 ein im relativen Vergleich interessantes Entwicklungspotenzial innerhalb des jeweiligen Subsektors besitzt. Kurze Einschätzungen zu allen Agrarrohstoffen enthält der Abschnitt „Rohstoff-Prognosen 2017“ (S. 6f).

Getreide und Ölsaaten:

Sojabohnen

Obwohl in den USA in den letzten drei Erntejahren sowohl durch die Ausweitung der Anbaufläche als auch durch vorteilhafte Wetterbedingungen in der kritischen Anbauphase deutlich höhere Ernteerträge je Flächeneinheit erzielt werden konnten, führten die daraus resultierenden Erntesteigerungen zu keinem signifikanten Aufbau der Lagerbestände bzw. Stocks-to-Use Ratios. In den Erntejahren 2014/15 und 2015/16 beziffert das USDA das US Stocks-to-Use Ratio mit jeweils 5% und auch 2016/17 wird trotz Rekordanbaufläche und Rekordertrag vom USDA im Oktober 2016 ein US Stocks-to-Use Ratio von weniger als 10% prognostiziert. Ernteauffälle in Argentinien und eine anhaltend hohe chinesische Nachfrage nach US-Exporten unterstützten das Wachstum der Nachfrageseite.

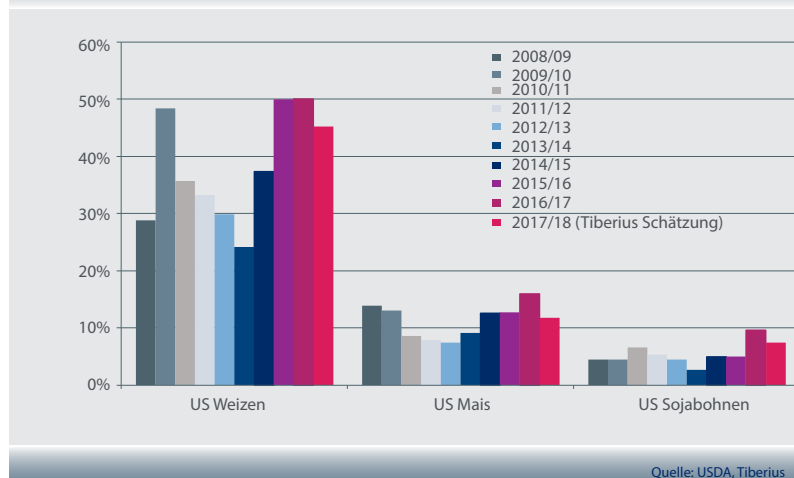
Für das nächste Erntejahr 2017/18 unterstellen die ersten Ackerflächenprognosen und das Bewertungsverhältnis zwischen Sojabohnen und Mais in den USA einen weiteren Anstieg der Anbaufläche für Sojabohnen von 83,7 Millionen Acres 2016 auf von uns erwartete 85,1 Millionen Acres 2017. Von einer erneuten

Steigerung des US-Erntevolumens gehen wir jedoch nicht aus, da wir einen Rückgang des Sojabohnenertrags je Flächeneinheit von 51,4 Scheffeln je Acre 2016 auf das Niveau des langfristigen Trends von 46,8 Scheffeln je Acre 2017 unterstellen. Daraus ergibt sich eine Angebotsreduktion um rund 8% im Vergleich zum Vorjahr. Auf der Nachfrageseite erwarten wir in den USA aufgrund des Wachstums des Viehbestands ein anhaltend hohes Verarbeitungsniveau (Crush) von Sojabohnen in die beiden Produkte Sojabohnenmehl und Sojabohnenöl. Auch bei den US-Exporten erwarten wir keinen signifikanten Rückgang im Vergleich zum Vorjahr. Die Sondereffekte, die sich für die globale Wettbewerbsfähigkeit der größten Anbaunationen durch einen starken US-Dollar und schwache südamerikanische Währungen in der Vergangenheit ergaben, verstärken sich beim argentinischen Peso nicht mehr signifikant und drehen beim brasilianischen Real bereits 2016 ins Gegenteil. Hinzu kommt, dass in Argentinien die Abschaffung der Exportzölle für Mais und Weizen im Zuge der Wahl von Mauricio Macri zum neuen Präsidenten Ende 2015 zu einem signifikanten Anstieg des Anbaus von Mais und Weizen führt. Dies geschieht auch vor dem Hintergrund der positiven Effekte einer Fruchtfolgerotation zu Lasten der bisherigen Monokultur von Sojabohnen. Die Tatsache, dass die Regierung die ursprünglich für 2017 in Aussicht gestellte weitere Reduktion des Exportzolls auf Sojabohnen von aktuell 30% aufgrund fiskalpolitischer Zwänge aussetzt, sollte 2017 zu einer nach wie vor hohen globalen Nachfrage nach US-Lieferungen führen. Argentinien benötigt die durch Sojabohnenausfuhren generierten Deviseneinnahmen für das Staatsbudget und strebt deshalb eine sukzessive Absenkung des Exportzolls erst ab 2018 an. Da der Anstieg der brasilianischen Sojabohnenproduktion das Exportpotenzial Brasiliens erhöht, stufen wir die US-Exporte allerdings etwas niedriger im Vergleich zum Vorjahr ein.

China, verantwortlich für knapp zwei Drittel der globalen Sojabohnenimporte, kündigte zwar an, die heimische Anbaufläche von Sojabohnen bis 2020 zu Lasten von Mais auszuweiten, dies wirkt sich kurzfristig jedoch nicht mildernd auf den weiterhin hohen Importbedarf aus. Nachdem China Anti-Dumping-Abgaben auf DDGs (Distiller's Dried Grains) eingeführt hat und dementsprechend mit geringeren DDG-Importen zu rechnen ist, dürfte dies die Nachfrage nach Sojabohnenmehl als Substitutionsprodukt erhöhen und die Wachstumsraten chinesischer Sojabohnenimporte stützen.

Aus den genannten Gründen sehen wir im Erntejahr 2017/18 das US Stocks-to-Use Ratio auf 7,5% fallen und rechnen mit einem Preisanstieg von gegenwärtig rund 10 US-Dollar je Scheffel auf 12,75 US-Dollar je Scheffel.

Stocks-to-Use Ratios



einen Anstieg der US-Rinderherde von rund 2%.

Lassen sich von der Angebotsseite gegenwärtig lediglich durch den erwarteten Anstieg der Futtermittelpreise erste preisunterstützende Tendenzen ableiten, gehen wir auf der Nachfrageseite von einer deutlicheren Verbesserung aus. Sowohl bei der inländischen Nachfrage als auch bei den US-Exporten erwarten wir einen Anstieg der jährlichen Wachstumsraten. Diese dürften jedoch bei den US-Ausfuhren deutlich

höher ausfallen als bei der inländischen Nachfrage, die weiterhin durch billiges Schweinefleisch belastet wird.

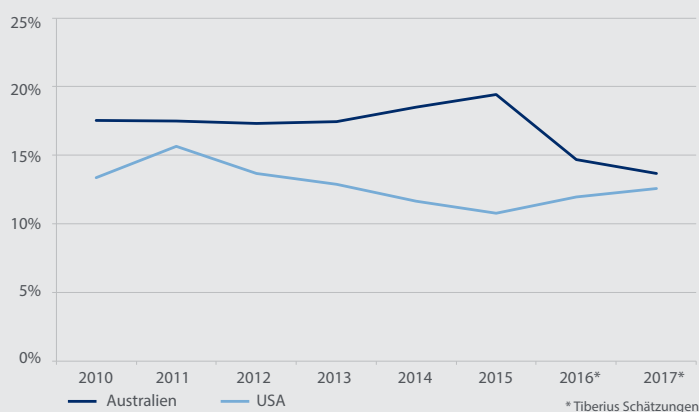
Auf globaler Ebene ist mit einer Erhöhung der US-Ausfuhren bei Rind- und Kalbfleisch zu rechnen, da zum einen US-Lieferungen aufgrund des zwischenzeitlich erreichten tieferen Preisniveaus die Wettbewerbsfähigkeit verbessern konnten und zum anderen australische Exporte nochmals an Bedeutung verlieren werden. Australien sah sich in den letzten Jahren ebenfalls mit der Tatsache konfrontiert, die eigenen Viehbestände aufgrund extremer Dürreperioden abzubauen. Dieser Sondereffekt steigerte die australischen Ausfuhren von Rind- und Kalbfleisch erheblich und minderte die damalige Knappheit auf dem US-Markt. 2017 dominiert in Australien der Aufbau des Viehbestands, die ehemaligen Sondereffekte durch dürrebedingte, erhöhte Schlachtraten sind ausgelaufen, sodass die USA vor dem Hintergrund einer wachsenden Rinderherde erneut vom australischen Exportrückgang profitieren sollte. Wir erwarten

Lebendvieh: Lebendrind

Die Preise von Lebendrind weisen seit nunmehr fast zwei Jahren einen ausgeprägten Abwärtstrend auf und fielen von rund 170 US-Cents in der Spitze des 2010 begonnenen Preisanstiegs inzwischen wieder auf rund 100 US-Cents zurück. Die fundamentale Wende eines einsetzenden Herdenwachstums in den USA, nachdem zuvor extreme Dürrebedingungen und entsprechend gravierende Weidelandverluste den Viehbestand drastisch reduziert hatten, spiegelt sich in dem Preisverlauf der vergangenen sieben Jahre wider. Auch 2017 wird sich das Wachstum der US-Rinderherde fortsetzen und deshalb signifikanten Preissteigerungen entgegenstehen.

Nachdem im Vorjahr die Sondereffekte zu Beginn einer Ausweitung des Viehbestands die Rindfleischproduktion beeinflussten, indem hohe Schlachtgewichte die geringe Anzahl der verfügbaren Tiere für die Fleischerzeugung überkompensierten, normalisierte sich die Situation inzwischen. Im Zeitraum Januar bis September 2016 stieg die Anzahl der geschlachteten Tiere um 5,4% gegenüber dem Vorjahr an, während die Rindfleischherzeugung im selben Zeitraum nahezu identisch um 5,7% wuchs. Dies lässt sich unter anderem auf den Anstieg der leichteren, weiblichen Tiere um 12% im Vergleich zum vorherigen Jahr zurückführen, nachdem im selben Vorjahreszeitraum noch ein Rückgang um 15% aus Reproduktionsgründen zu verzeichnen war. 2017 gehen wir von einer Fortsetzung des Herdenwachstums aus und unterstellen

Marktanteile globaler Exporte von Rind- und Kalbfleisch



nach bereits deutlich gestiegenen jährlichen Wachstumsraten 2016 von rund 10% im Folgejahr ebenfalls Zuwächse von rund 8%.

Insgesamt erwarten wir vorwiegend aufgrund steigender Nachfragedaten 2017 bei Lebendrind den Beginn einer langgezogenen technischen Bodenbildung und gehen von Preissteigerungen von gegenwärtig rund 100 US-Cents auf 110 US-Cents aus.

Soft Commodities: Baumwolle

Nachdem die Preise von Baumwolle seit Mitte 2014 eine Seitwärtskonsolidierung im Bereich von ca. 60 US-Cents ausgebildet hatten, gelang im Sommer 2016 der Ausbruch aus der technischen Bodenbildung auf Niveaus von rund 70 US-Cents per Ende Oktober 2016. Das fundamentale Bild am globalen Baumwollmarkt hellte sich auf, nachdem im Erntejahr 2014/15 in der Spitze ein Stocks-to-use Ratio von 100 Prozent erreicht worden war. Zwei Jahre später ist das weltweite Stocks-to-use Ratio um rund 20 Prozentpunkte auf nunmehr knapp unter 80 Prozent gefallen, das tiefste Niveau seit dem Erntejahr 2011/12.

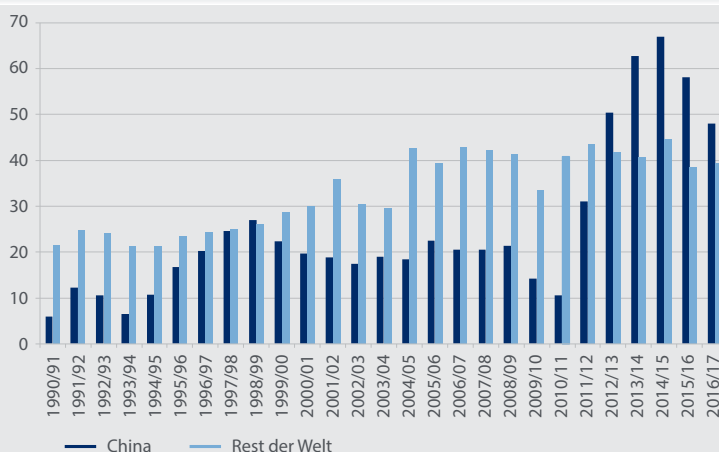
Im Wesentlichen lässt sich diese Entwicklung auf eine Umkehr der chinesischen Baumwollpolitik zurückführen. China vollzog eine Wende, bei der sowohl die staatlichen Subventionen für den inländischen Baumwollanbau reduziert als auch die in den vergangenen Jahren angehäuften Reserven aus staatlichen Lagerbeständen abgebaut wurden. Mehr als 12 Millionen Ballen Baumwolle wurden aus staatlichen Lagern im Zeitraum Mai bis September 2016 verkauft. Weitere Verkaufsauktionen sind ab März 2017 geplant. Der deutliche Überhang chinesischer Baumwolllager gegenüber dem Rest der Welt dürfte sich somit weiter normalisieren.

Die globale Anbaufläche von Baumwolle liegt im Erntejahr 2016/17 mit knapp 30 Millionen Hektar auf dem niedrigsten Niveau seit 1986/87. Die bedeutenden Baumwollnationen Indien, China und Pakistan weisen durchgängig Anbauflächenverluste auf. In Indien und Pakistan fallen diese gravierend aus, konnten jedoch durch überdurchschnittliche Erträge je Flächeneinheit ausgeglichen, in Pakistan sogar überkompensiert werden. Insgesamt wurde die globale Produktion gegenüber dem Vorjahr um rund 6,5% gesteigert, unter anderem auch durch eine deutlich höhere Baumwollernte in den USA. Dort stieg die Produktion um knapp 25% im Jahresvergleich aufgrund höherer Produktionsanreize im Vergleich zu anderen Anbaualternativen. Im nächsten Erntejahr 2017/18 erwarten wir in den USA eine weitere, wenn auch weniger signifikante Erntesteigerung aufgrund einer um rund 1 Million Acres höheren Anbaufläche und besserer Erträge je Flächeneinheit. Global gehen wir von einer jährlichen Wachstumsrate der Baumwollproduktion von 5% aus.

Gleichzeitig unterstellen wir jedoch auch einen stärkeren Anstieg der globalen Nachfrage, die zuletzt auf marginale Zuwächse von deutlich weniger als einem Prozent gefallen war. Die höheren Nachfragerwerte führen wir zum einen auf eine sich verbessernde Wettbewerbsfähigkeit von Baumwolle gegenüber synthetischen Fasern zurück, zum anderen auf eine höhere Nachfrage infolge einer weiterhin stabilen globalen Konjunkturentwicklung.

Vor dem Hintergrund eines erwarteten weiteren Rückgangs des globalen Stocks-to-Use Ratios auf rund 70% und einem leicht niedrigeren Stocks-to-Use Ratios in den USA von etwas mehr als 25% im nächsten Erntejahr 2017/18 gehen wir von einem weiteren Anstieg der Baumwollpreise auf 90 US-Cents aus.

Baumwolllagerbestände in Millionen 480 Pfund Ballen



Quelle: USDA

Unternehmen des Rohstoffsektors

MODERAT POSITIVER AUSBLICK

Dr. Torsten Dennin, Marc Zeck

Rückblick

Nachdem bereits 2015 die Wertentwicklung der rohstoffnahen Aktiensektoren Bergbau, Gold und Energie für den Anleger enttäuschend verlief, verloren Aktien des MSCI World Metals & Mining Index, des Philadelphia Gold & Silver Index und des MSCI World Energy Index bis zum 20. Januar 2016 weitere -19,3%, -11,4% und -14,6% an Wert. Die Bilanz der vergangenen fünf Jahre sieht verheerend aus: während weltweit die Aktienmärkte, gemessen am MSCI World Aktienindex, um +30% zulegten, verloren Bergbautitel im Durchschnitt drei Viertel ihres Wertes. Härter noch traf es die Aktien von Goldminen, deren Marktkapitalisierung nur noch 20% ihres Wertes von vor fünf Jahren widerspiegelt. Dagegen sieht ein dividendenbereinigter Verlust von -30% bei Unternehmen des Aktiensegments Öl & Gas noch vergleichsweise moderat aus.

Grund genug zu Beginn des Jahres 2016 nun endgültig die Flinte ins Korn zu werfen. Die fundamentalen Aussichten für die rohstoffnahen Aktiensegmente blieben negativ, doch ging zum einen der Abverkauf des Sektors zu weit, die substanzorientierte Bewertung nahm zum Teil groteske Formen an. Zum anderen sorgten anziehende Metallpreise, angefangen bei Gold sowie die Ankündigung von Angebotskürzun-

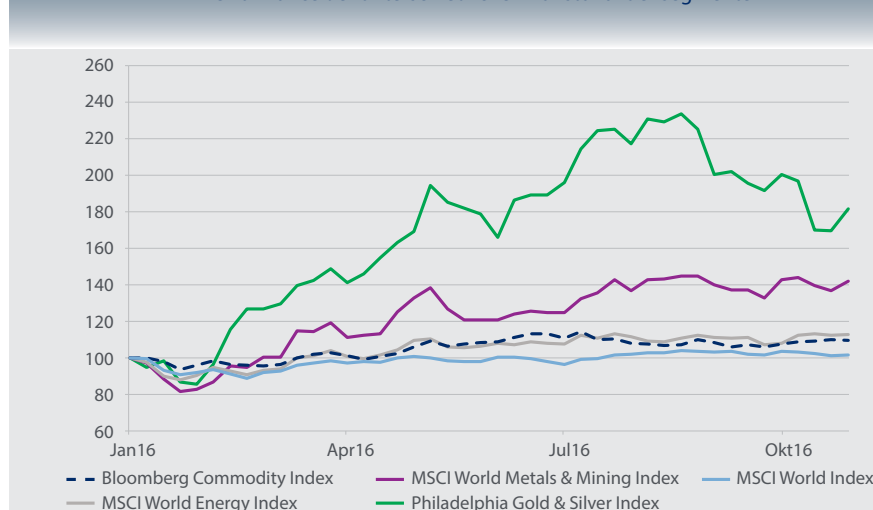
gen bei einigen Basismetallen für einen positiven Stimmungsumschwung. Was als „Relief-Rally“ Ende Januar begann, verfestigte sich zu einer Aufholjagd gegenüber dem breiten Aktienmarkt. Insbesondere die zuvor arg gebeutelten Goldminen (+92%) und das Segment Bergbau (+53%) gewannen, zugegebenermaßen von einem extrem niedrigen Niveau, deutlich.

Seit Jahresanfang geben die Branchen Materials (+15,6%) und Energy (+14,3%) im MSCI World Aktienindex (+1,7%) den Ton an. Schlusslichter hingegen bilden Healthcare (-9,1%), Real Estate (-7,0%) und Finance (-1,9%). In Europa zeichnet sich ein ähnliches Bild ab: bezogen auf den breiten STOXX 600 Aktienindex (-6,8%) befinden sich Basic Resources (+42,3%) und Energy (+12,3%) im Höhenflug, während Versicherungen (-15,7) und Banken (-15,9%) den Index belasten.

Trotz dieser erfreulichen Entwicklung sind Anleger noch immer skeptisch. Laut Daten des aktuellen BofA Merrill Lynch Fund Managers Surveys zum Ende des dritten Quartals 2016 bleiben Investoren weltweit und in Europa in Grundstoffen deutlich untergewichtet.

Besonders eindrucksvoll entwickelte sich 2016 das Segment der Gold- und Silberminen. Gemessen am Philadelphia Gold & Silver Index verdreifachte sich der Wert der im Index gelisteten Unternehmen wie Barrick Gold, Newmont Mining oder Goldcorp von Januar 2016 bis August 2016. Anleger sollten aber über diese beeindruckende Zahl nicht vergessen, dass Goldminen – gerechnet vom Hoch 2011 – bis Januar 2016 durch-

Performance der unterschiedlichen Rohstoffaktiensegmente



Quelle: Bloomberg

schnittlich rund 80% ihres Wertes verloren. Ein positives Umfeld für Gold vorausgesetzt, sehen wir 2017 gegenüber dem Goldpreis noch Aufholpotential im Segment der Gold- und Silberminen.



Kupfer und Aluminium schwach. Beide Märkte haben weiterhin mit einem starken Angebotsüberschuss zu kämpfen. Der Preisverfall der letzten Jahre hat es nicht vermocht Produktionskapazitäten im erforderlichen Maße aus dem Markt zu nehmen, vielmehr dämpft sich die Kurserholung dieses Jahres fortan selbst durch die nun folgende Angebotsausweitung.

So richtig gute Nachrichten sind das letztlich nur für Gold und Silber Produzenten. Die Analyse der Preis- und Performanceentwicklung der vergangenen 15 Jahre belegt einen ausgeprägten linearen Zusammenhang der Performance des Rohstoffaktiensegmentes und Rohstoffpreisen (Korrelation). Grundsätzlich kann die Korrelation zwischen den Werten 1 („starker positiver Zusammenhang“), Null („kein Zusammenhang“) und -1 („starker negativer Zusammenhang“) schwanken. Am stärksten ausgeprägt ist dies für Gold: Die Entwicklung von Goldminen korreliert mit $p = 0,78$ mit der Preisentwicklung einer Feinunze Gold ($R^2 = 0,61$). Die Performance von Minenwerten (MSCI World Metals & Mining) zeigt eine positive Korrelationskoeffizienten von 0,61 ($R^2 = 0,37$) und das Aktiensegment Öl & Gas (MSCI World Energy) korreliert mit $p = 0,69$ ($R^2 = 0,48$) mit der Preisentwicklung von Rohöl, Heizöl und Benzin.

Rohstoffpreise

Nach einem holprigen Start ins Jahr 2016 nahm der Kursanstieg der Metalle Fahrt auf, hauptsächlich aufgrund von realisierten oder angekündigten Produktionskürzungen. Die physische Nachfrage hingegen enttäuschte, zumindest auf der Edelmetallseite. So profitierten Platin und Palladium im ersten Halbjahr von einer temporären Stilllegung einer Anglo Platinum Raffinerie und der Wartung eines Norilsk Nickel (Norilsk Nickel) Werkes. In Südafrika legten Produzenten wie Lonmin und Amplat ihre 2017er Investitionspläne auf Eis, ebenso wie auf der anderen Seite des Globus Stillwater Mining und North American Palladium.

Aufgrund der im Edelmetallausblick prognostizierten Nachfrageschwäche wird der Preisauftrieb in 2017 bei den Platingruppenmetallen (PGMs) aber gedämpft sein. Anders bei Gold und Silber. Zwar wird auch deren Produktion in den Jahren 2016/17 zum ersten Mal seit mehreren Jahren zurückgehen. Zudem stehen beide Metalle vor ähnlichen Problemen in der Schmucknachfrage wie Platin, dies wird aber ausgeglichen durch die hohe Nachfrage nach Gold und Silber als Investmentanlage. Eine ähnliche Unterstützung der Nachfrage durch Investoren ist bei den PGMs nicht zu erkennen.

Ebenso sind die Aussichten für die Industriemetalle gespalten. Die „kleineren“ Metalle Zink, Zinn und Blei werden ihre gute Kursperformance fortsetzen, da die Nachfrage stabil bleibt und sich das Angebot nur langsam ausweitet. Der Nickelpreis hat hingegen mit hohen Lagerbeständen und einem Angebotsüberschuss zu kämpfen. Zuletzt sind die Aussichten für

Bewertung

Die Welt hat sich geändert. Dominierten 2006 Rohstoffgiganten wie Exxon Mobil, Gazprom und Royal Dutch Shell die Top10 der größten börsennotierten Unternehmen weltweit, sind es 2016 Apple, Alphabet (Google) und Microsoft. Der massive Verfall der Rohstoffpreise führte aber auch zu Übertreibungen am Markt: So übertraf 2015 der Wert von Alphabet erstmalig die Börsenkapitalisierung des gesamten MSCI World Metals & Mining Index, der die knapp 200 größten Bergbaukonzerne umfasst. Ende Oktober 2016 ist beides noch immer für rund 500 Mrd. USD zu haben.

Zu Beginn des Jahres 2016 sahen wir die mehrjährigen Tiefststände der Preise vieler Energieträger, Basis- und Edelmetalle. Trotz des moderaten Anstieges in 2016 und eines zumindest vorsichtig optimistischen Ausblicks für 2017, sieht die Ertragslage vieler Unternehmen zwar nicht mehr katastrophal, aber dennoch nicht rosig aus.

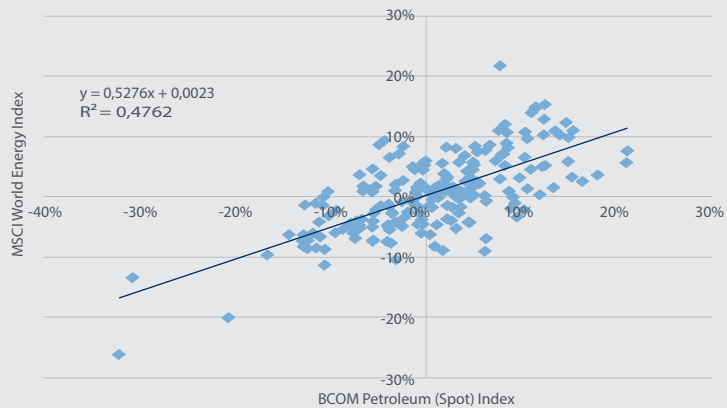
Die klassischen Bewertungskennziffern konnten sich von ihren „Verzweiflungstiefs“ erholen, sind aber im

Vergleich zum Aktienmarkt noch immer auf günstigem Niveau. Da eine vergleichende Analyse anhand von Ertragskennzahlen wie Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV) oder Preis/Free Cash Flow Ratio (P/FCF) für die Aktiensegmente Öl & 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.

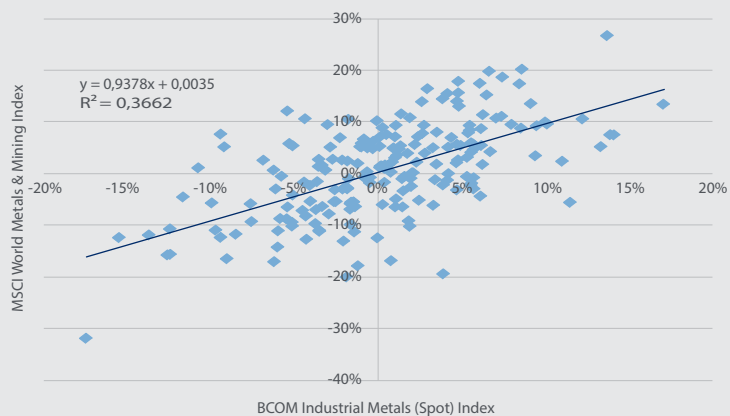
Das Preis/Buchwert-Verhältnis des MSCI World Aktienindex ist seit 2011 kontinuierlich gestiegen und notiert mit 2,2 vergleichsweise hoch, liegt jedoch 20% unter dem Niveau von 2006/2007 (2,6) bzw. 2000 (4). Ende Oktober handelten Energietitel (P/B 1,6) mit einem Abschlag von knapp 25% zum Buchwert des breiten Aktienmarktes, Minenkonzerne (P/B 1,3) mit einem Abschlag von rund 40% und das Segment der Goldminen (P/B 1,5) noch 30% unter dem Marktdurchschnitt. Auch zum jeweiligen Wert des Sektordurchschnitts der vergangenen 10 Jahre besteht noch Aufholpotential. Dies ist umso bemerkenswerter, da alle rohstoffnahen Aktiensektoren 2016 bereits zu den führenden Branchen zählten.

Wird das Dividendenniveau zur Bewertung der relativen Attraktivität der rohstoffnahen Aktiensegmente herangezogen, so weist lediglich der Energiesektor noch mit 3,6% eine Dividendenrendite aus, die sowohl im Vergleich zum breiten Aktienmarkt als auch zum Sektordurchschnitt der vergangenen 10 Jahre überdurchschnittlich ist. In den Segmenten Bergbau (1,5%) und Goldminen (0,5%) fand hingegen sowohl über den Preis, als auch über eine Adjustierung der Ausschüttungspolitik an die Ertragslage eine Bereinigung statt. Im Hinblick auf die vergangenen drei Quartale liegt die Ausschüttungsquote in den Aktiensegmenten Öl & Gas und Metals & Mining auf nicht nachhaltigen Levels.

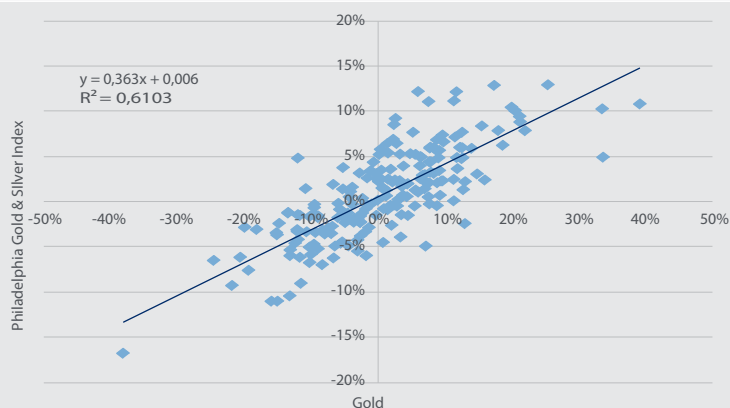
Regression Öl & Gas Sektor - Energiepreise



Regression Metals & Mining - Metallpreise



Regression Goldminen - Gold



Quelle: Bloomberg

Um diese zu entlasten, bedarf es in 2017 deutlich positiver Impulse von der Ertragsseite.

Wie anhand des Preistrends und der Anpassungsmassnahmen der Unternehmen hinsichtlich Produktionskapazitäten und Mitarbeiter für 2016 zu erwarten war, entwickelten sich die operativen Margen in 2016 für alle Segmente negativ, bevor sie sich im Laufe des Jahres auf niedrigem Niveau stabilisierten.

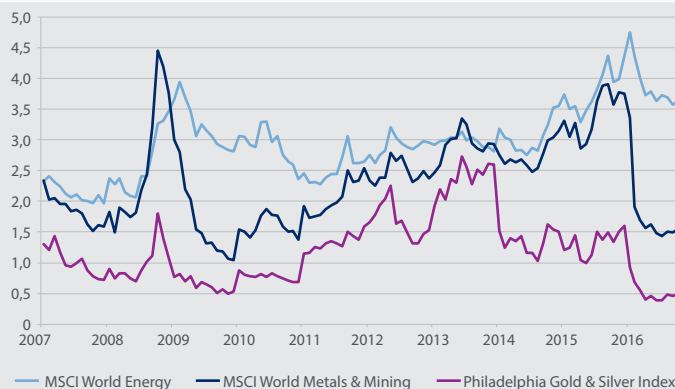
Preis/Buchwert Verhältnis von Rohstoffaktien



Quelle: Bloomberg

vieler Rohstoffe hat auch in den Segmenten Energie und Bergbau Spuren hinterlassen: Unternehmen im MSCI World Energy als auch im MSCI World Metals & Mining weisen im Durchschnitt eine negative operative Marge von -7,2% bzw. -4% auf. Auch die Margen der großen Unternehmen wie Rio Tinto oder BHP Billiton sind im Vergleich zu letztem Jahr rückläufig, liegen aber noch bei komfortablen 13,4% bzw. 11,4%. Auf Ebene des Sektordurchschnitts erwarten wir für 2017 eine Erholung der operativen Margen für Energie und Bergbau in den positiven, aber einstelligen Bereich.

Dividendenrenditen Rohstoffaktien



Quelle: Bloomberg

Ausgabenentwicklung

Die Stabilisierung der Margen gelang den Unternehmen in diesem Jahr natürlich aufgrund der gestiegenen Preise, aber eben auch, weil sie die Kosten stark reduziert haben. Die Cash Kosten (C1) aller Industrie- und Edelmetallproduzenten fielen in den letzten 2 Jahren signifikant und liegen nach dem moderaten Kursanstieg nun zum Teil unter den Spot Preisen der entsprechenden Metalle. Für eine nachhaltige Gesundung der Industrie ist es aber notwendig, dass die All-In Sustainable (C3) Kosten unter die Marktpreise sinken. Ein Großteil der Industrie ist von diesem Ziel noch recht weit entfernt. Lediglich die Goldproduzenten haben ihre Kosten so weit gedrückt, dass die C3 Kosten unter den Goldpreis gefallen sind.

Operative Margen verschiedener Rohstoffsektoren

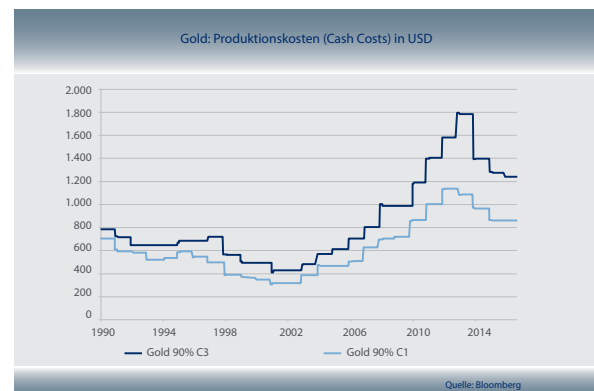
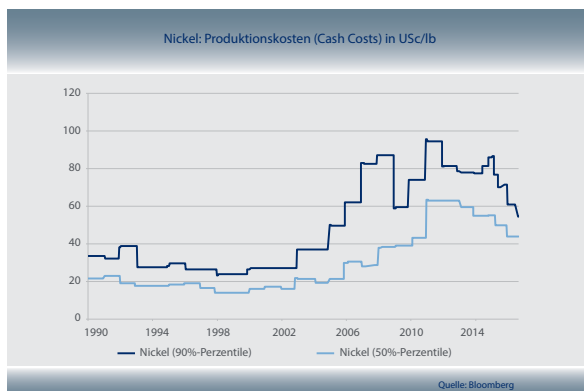
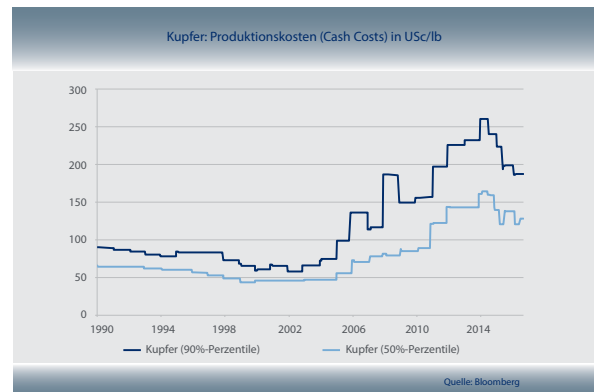
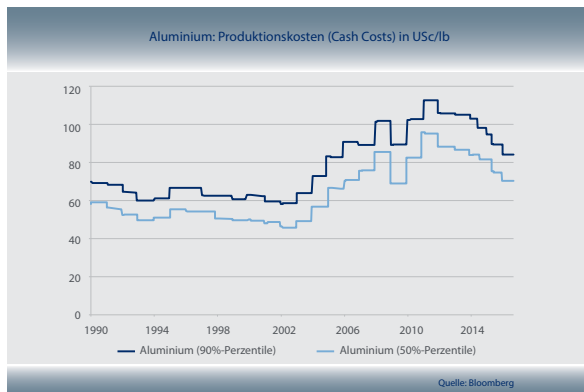


Quelle: Bloomberg

Die Anstrengung, Kosten zu senken, muss auch im kommenden Jahr fortgesetzt, bisweilen intensiviert werden. Bevor über eine Margenausweitung nachgedacht werden kann, gilt es zu beachten, dass bisher fallende Energiepreise die Erfolge bei der Senkung der Kosten stark begünstigt haben. Zwar ist der Ölpreis bereits dieses Jahr

Goldpreise über 1.200 USD/oz dürften in 2017 die volatile Margenentwicklung im Segment der Goldminen zum Positiven beeinflussen. Für den Sektor ist die operative Marge in den vergangenen Quartalen auf unter -40% abgerutscht. Aber die Preisentwicklung

stark gestiegen, die diesjährigen Durchschnittskosten liegen aber weiterhin unter denen des Vorjahres und werden diese im Jahresverlauf wahrscheinlich nicht mehr übertreffen. Im kommenden Jahr hingegen ist das kaum zu vermeiden, somit ist 2017 das

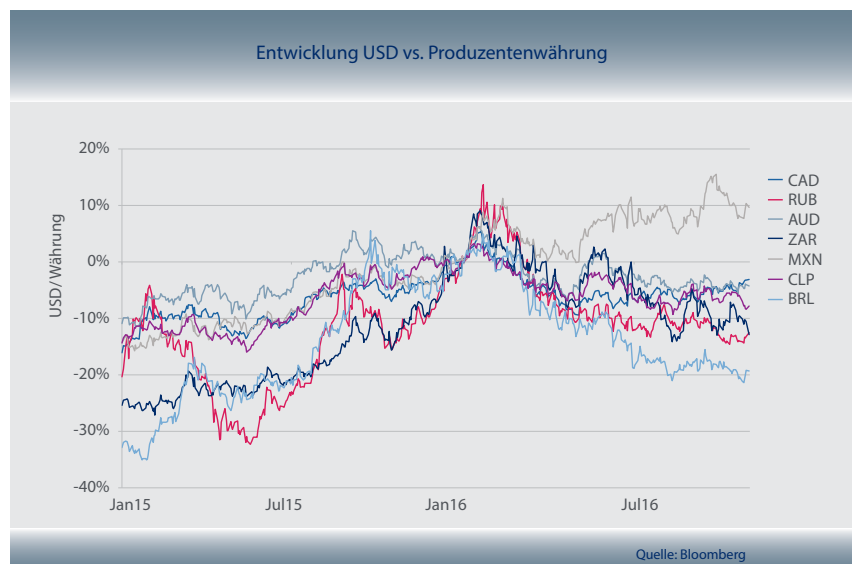


erste Jahr seit 2014, in dem die Minenunternehmen steigende Energiekosten ausgleichen müssen. Goldproduzenten trifft dies tendenziell härter als Industriemetallproduzenten, da die Energiekosten pro abgebauter Tonne höher sind.

Ebenso droht nachhaltiger Gegenwind von der Währungsseite. Pünktlich zum Jahreswechsel haben die meisten Produzentenwährungen den Abwärtstrend der letzten Quartale gestoppt und zum Teil massiv aufgewertet. Bisher konnten die Unternehmen darauf setzen, dass der Preisverfall der Metalle durch die Abwertung der heimischen Währung gedämpft wird. Diese schützende Rückkopplung von fallenden Rohstoffpreisen mit fallenden Produzentenwährungen verkehrt sich bei steigenden Rohstoffpreisen ins Gegenteil. Der Prognose liegt zugrunde, dass der US-Leitzins im kommenden Jahr nicht allzu weit über den derzeitigen Markterwartungen liegt.

Um steigende Energiekosten und den Währungsdruck auszugleichen, bliebe den Unternehmen in einem Umfeld moderat steigender Metallpreise nur die Lohnkosten zu senken. Aufgrund der damit einhergehenden politischen Schwierigkeiten haben die Un-

ternehmen bisher davon abgesehen heftige Kürzungen in diesem Bereich durchzuführen. Im Detail hat sich gegenüber der Analyse im Kapitalmarktausblick des letzten Jahres kein neues Bild ergeben. Massive Entlassungen werden vermieden. Angesichts steigender Metallpreise ist damit zu rechnen, dass die Unternehmen auch im kommenden Jahr versuchen werden, Einschnitte auf der Personalseite zu vermeiden. Vielmehr sieht der aktuellste südafrikanische Lohnabschluss von Anfang November einen Anstieg der Gehälter um bis zu 12% pro Jahr für die kommenden drei Jahre vor. Damit wäre eine signifikante Margenausweitung im kommenden Jahr nur im Falle stark steigender Metallpreise denkbar.





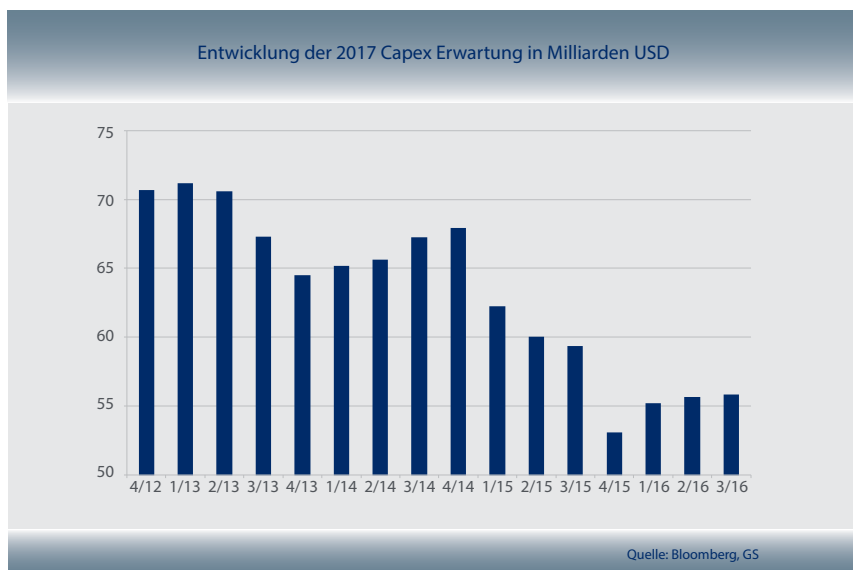
kommen. Ein Finanzierungsengpass blieb aus.

Trotz der positiven Entwicklung im Vergleich zum Vorjahr bleibt voraussichtlich auch 2017 der Verschuldungsgrad der Unternehmen des Rohstoffsektors vergleichsweise hoch.

Der sprunghafte Anstieg der CDS Spreads spiegelte zu Anfang des Jahres 2016 die gestiegene Angst vor Zahlungsausfällen insbesondere im Segment Bergbau wieder.

Mit dem Anziehen der Rohstoffnotierungen ließ auch die Angst vor Unternehmenspleiten nach, die CDS Spreads notierten zum Jahresende 2016 tiefer als in Q4/2015 und im ersten Halbjahr 2016. Viele diversifizierte Bergbaukonzerne weisen aber noch immer einen deutlichen Risikoaufschlag gegenüber den vergangenen Jahren

Auf der Cashflow Ebene hingegen sind die Nachrichten für die Investoren ein wenig besser. Bekanntermaßen haben die Unternehmen seit 2012 ihre Investitionsausgaben (Capex) stark runtergefahren. 2017 könnte sich nun als das erste Jahr erweisen in dem dieser Trend gestoppt wird. Die Prognosen für Investitionsausgaben in 2017 sind in den ersten 3 Quartalen 2016 im Gegensatz zum vierten Quartal 2015 angestiegen. Allerdings ist der Anstieg nicht groß genug, um von einer Trendwende zu sprechen. Insbesondere PGM Produzenten reduzieren ihre Capex Pläne weiterhin. Für den Rest der Industrie ist anzunehmen, dass der außerordentliche Cashflowüberschuss aufgrund der sichtlich konservativen Investitionsplanung nicht überproportional den Aktionären zu Teil wird. Zum einen ist Investitionsvermeidung keine nachhaltige Dividendenpolitik, zum anderen ist es dringlicher die Verschuldungssituation der Industrie in den Griff zu bekommen.



auf. Dies lässt uns weiterhin daran festhalten, dass auch 2017 ausgewählte Unternehmensanleihen im Rohstoffsegment attraktive Chancen bieten.

Fazit

Verschuldung

Die Segmente Bergbau sowie Gold- und Silberminen haben es 2016 – auch aufgrund des massiven Preisdrucks – geschafft, ihre Verschuldung gemäß Debt/Equity und Debt/Assets zu reduzieren. Im Gegensatz hierzu stieg die Verschuldung des Öl & Gas Sektors weiter an. Trotz zwischenzeitlicher Rohölpreise von unter 30 USD ist es in den USA nicht zu einer überdurchschnittlichen Pleitewelle insbesondere der kleineren unkonventionellen Fördergesellschaften ge-

Die Outperformance des Minensektors 2016 kann als eine Art von „Vorschusslorbeeren“ der Anleger betrachtet werden. Ertrags- und Kostendruck führten zu ersten Kapazitätseinschränkungen und Teilverkäufen. Die Bewertung der Unternehmen des Bergbausektors und speziell des Segments der Gold- und Silberminen lag am Boden. Eine grundlegende Konsolidierung der Branche insbesondere im Hinblick auf ausbleibende Finanzierungsmöglichkeiten blieb jedoch aus. Mit Blick auf den seit dem ersten Quartal 2016 gestoppten Trend fallender Absatzpreise stellt

Kreditrisiken ausgewählter Minenkonzerne (CDS Spreads) normalisieren sich



sich für 2017 die Frage, für wie nachhaltig die Kapazitätsanpassungen der Branche sich erweisen.

Für 2017 erwarten wir einen „Pfad der Normalisierung“, d. h. eine stetige Revision der Sektor-Bewertung an den Mittelwert der vergangenen 3-5 Jahre. Hierbei dürfte die Entwicklung vor dem Hintergrund unterschiedlicher realwirtschaftlicher Marktsalden (z. B. Kupfer und Zink) sowie der Dichotomie zwischen der Nachfrage nach „financial assets“ wie Gold und Silber und realwirtschaftlicher Güter heterogen verlaufen.

Unsere Analyse basiert auf der Grundannahme moderat steigender Rohstoffpreise, eines schwachen, aber zumindest stabilen weltweiten Nachfragetrends und der Fortsetzung einer schrittweisen Verbesserung des chinesischen Wirtschaftswachstums.

Investmentprodukte

TIBERIUS ASSET MANAGEMENT AG

Die Tiberius Asset Management AG betreut unter anderem die folgenden Investmentprodukte.*

Tiberius Commodity Alpha OP	Long Only
Tiberius Active Commodity OP	Long Only
Tiberius InterBond OP	Renten
Tiberius EuroBond OP	Renten

Bei Fragen zu den Produkten setzen Sie sich gerne mit unserem Sales-Team in Verbindung oder besuchen Sie unsere Webseite www.tiberiusgroup.com.

Email:	info@tiberiusgroup.com
Tel. (UK):	+44 (0) 203 471 20 61
Tel. (CH):	+41 (0) 41 560 00 81

**Spezialfonds sowie Fonds, für die Tiberius die Anlageberatung durchführt, sind in der obenstehenden Übersicht nicht aufgelistet.*

Kontakt

Tiberius Asset Management AG

Baarerstrasse 53
6300 Zug
Schweiz

Tel: +41 (0) 41 560 00 81

Tiberius Asset Managment Ltd

67 Grosvenor Street
W1K 3JN London
United Kingdom

Tel: +44 (0) 203 471 20 61

Tiberius Services GmbH

Rotebühlplatz 23
70178 Stuttgart
Deutschland

Tel: +49 (0) 711 490 08 164

Email: info@tiberiusgroup.com

Webseite: www.tiberiusgroup.com

Follow our company page on



Impressum

TIBERIUS ASSET MANAGEMENT AG

Wichtige rechtliche Information

Die Angaben in diesem Dokument gelten weder als Verkaufsangebot, als Auforderung 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 Funkübertragung, 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 © 2016 Tiberius Asset Management AG. Alle Rechte vorbehalten.
Redaktionsschluss: 09. November 2016



TIBERIUS

TIBERIUS ASSET MANAGEMENT AG

Baarerstrasse 53

6300 Zug

Schweiz

www.tiberiusgroup.com

TIBERIUS ASSET MANAGEMENT Ltd

67 Grosvenor Street

W1K 3JN London

United Kingdom

www.tiberiusgroup.com