

TIBERIUS

KAPITALMARKT
AUSBLICK 2012



DIE TIBERIUS GRUPPE

Im Jahr 2005 gründeten Markus Mezger und Christoph Eibl die Tiberius Asset Management AG in Zug, Schweiz. Ihr Ziel war und ist es, aktives Management von Rohstofffutures in Form von unterschiedlichen Strategien anzubieten. Dies ist ihnen gelungen. Heute sind in der Tiberius Gruppe mehr als 15 Rohstoff- und Rentenfonds mit einem Gesamtvolumen von ca. 2,5 Mrd. USD beheimatet.

Zur Tiberius Gruppe gehört die in Stuttgart ansässige Tiberius Services AG (TIS), welche für das Research und die Modell-Entwicklung verantwortlich ist. In den vergangenen Jahren hat die TIS eine beachtliche Arbeit in der Entwicklung von Bewertungsmodellen im Rohstoff- als auch Rentensektor geleistet. Mit dem Fixed Income Bereich wird das Rohstoffthema durch Dr. Bernd Früh erweitert. Markus Mezger leitet das Stuttgarter Team und fungiert als CIO für die Rohstoff-Produkte in der Tiberius Gruppe.

In London hat die Tiberius Asset Management Services (UK) Ltd als Tochter der Tiberius Asset Management AG, ihren Sitz. Ihr Aufgabenbereich liegt in der internationalen Vermarktung der Publikumsfonds. Das Londoner Büro wird geleitet durch Nicolas Maduz.

Die Tiberius Asset Management AG in Zug fungiert als Investment Manager für die Rohstoffflaggschifffonds, u. a. den Commodity Alpha OP, dem ersten Produkt des Hauses Tiberius. In Zug findet das operative Rohstoffgeschäft statt: der weltweite Handel an den bedeutendsten Rohstoffbörsen der Welt. Neben dem Handel obliegt dem Zuger Standort auch die Verantwortung für die Administration und Risikomanagement. In Zug zeichnet Christoph Eibl verantwortlich; er fungiert ebenso als Gruppen CEO.

Um das Produktangebot zu vervollständigen, wird durch die Tochtergesellschaft Magma Capital AG ein rohstofforientierter Global Macro Ansatz angeboten. Das Unternehmen befindet sich ebenfalls am Zuger Standort und wird von Hans Günnewig verantwortet.

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

Auch im Jahr 2012 wollen wir Ihnen als Partner in Ihren Fragen zu den Finanzmärkten zur Seite stehen. Neben diesem Kapitalmarktausblick werden Sie weiterhin wie gewohnt unsere monatlichen Markt- und Fondsberichte erhalten.

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

Herzlichst,
Ihr Tiberius Team

INHALTSVERZEICHNIS

Die Tiberius Gruppe	1
Inhaltsverzeichnis	2
Prognosen 2012	5
Makro-Prognosen	5
Rohstoff-Prognosen	7
Die Zukunft des Euro	10
Die Ausgestaltung des Eurosystems	10
Die Europäische Zentralbank	12
Wirtschaftliche Fehlentwicklungen in der Eurozone	13
Die Optionen der Wirtschaftspolitik	26
Prognose 2012	34
Aktienmärkte im Spannungsfeld von Eurokrise und Konjunktur	35
Konjunkturzyklus: Konsolidierung oder Abschwung?	35
Relative Bewertung verspricht 2012 ein gutes Aktienjahr	43
Technische Faktoren sind überwiegend positiv	47
Prognose: S&P mit einem Kursplus von 10 %	51
Rentenmarkt-Perspektiven 2012	53
Bundesanleihen als sicherer Hafen?	54
Das Verhältnis der verschiedenen Assetklassen in der Finanzkrise	57
Szenarien für den Rentenmarkt im Zuge der europäischen Staatsschuldenkrise	58
Konjunktur	59
Inflation	61
Prognose und Fazit für den Rentenmarkt	62
Rohstoffmarkt-Perspektiven 2012	65
Die Rohstoffnachfrage wird auch 2012 wachsen	65
Auf der Angebotsseite kaum Engpässe	67
Uninspirierende Fundamentaldaten	70
Relativ attraktive Roll-Renditen	73

Kapitalflüsse: Noch an der Seitenlinie	75
Regulierung von US-Rohstoff-Futures	76
Prognose: Starker Jahresbeginn, danach abflauend	78
Gold – das Ende eines Megatrends	80
Gold: Leicht untergewichteten	80
Goldbewertungen	80
Das Metall Gold	80
Gold als Versicherung gegen Inflation	83
Gold als Währung	87
Gold und Aktien	88
Gold und festverzinsliche Anlagen	89
Sentiment und Flows	90
Prognose	91
Einzelmärkte: Rohstoffperspektiven 2012	93
Energiesektor	93
Petroleum Komplex: Leicht untergewichteten	93
Petroleum-Spreads	96
Rohöl WTI – Rohöl Brent	96
Rohöl WTI – Rohölprodukte Benzin/Heizöl	101
Benzin-Crack-Spread	102
Heizöl-Crack-Spread	103
US Erdgas: Neutral	104
Industriemetalle	107
Aluminium: Leicht untergewichteten	113
Kupfer: Leicht übergewichteten	115
Nickel: Leicht übergewichteten	117
Zink: Leicht untergewichteten	119
Blei: Neutral	120
Zinn: Übergewichteten	121

Edelmetalle	123
Silber: Leicht untergewichten	124
Platin: Neutral	126
Palladium: Übergewichten	129
Getreide und Ölsaaten	131
Mais: Leicht untergewichten	131
Sojabohnen: Neutral	134
Weizen: Leicht untergewichten	136
Soft Commodities	138
Baumwolle: Leicht untergewichten	138
Kaffee: Untergewichten	140
Kakao: Leicht übergewichten	141
Zucker: Leicht untergewichten	143
Lebendvieh	146
Lebendrinder: Neutral	146
Magere Schweine: Neutral	147
Investmentprodukte	149
Kontakt	150

PROGNOSEN 2012

Autor: Markus Mezger

Makro-Prognosen

Wir hatten für das Jahr 2011 zwar eine Fortsetzung der guten Konjunkturentwicklung, aber auch erhebliche Risiken gesehen, die uns schlussendlich zu der Prognose leicht schwächerer Aktienmärkte geführt hatte. Für den S&P 500 hatten wir vom Niveau am 3.12.2010 einen Kursrückgang von 7% und für den Dax 30 von 5% prognostiziert. Für den zurückgebliebenen Nikkei 225 hatten wir ein moderates Kursplus von 6% vorhergesehen. Im Kern lagen wir mit der Prognose leicht schwächerer Aktienmärkte richtig. Jedoch verhielt sich die relative Stärke der drei genannten Indizes gerade gegenteilig zu unserer Vorhersage. Der S&P 500 war im Prognosezeitraum 2011 praktisch unverändert, während der Dax 30 (-12,5%) und der Nikkei 225 (-15%) ein deutlicheres Minus aufwiesen als von uns erwartet worden war. Dies hatte im Wesentlichen zwei Gründe. Die Underperformance japanischer Aktien war dem Erdbeben im März 2011 und der gleichzeitigen Stärke der japanischen Währung geschuldet. Die europäischen Aktien hingegen, vor allem die Finanzwerte, wurden in der zweiten Jahreshälfte 2011 heftig von der Eskalation der europäischen Schuldenkrise getroffen.

Relativ gut lagen wir in 2011 mit unseren Rentenprognosen. Wir hatten bei 10-jährigen US-Staatsanleihen einen Renditerückgang von 3,06% auf 2,30% und bei Bundesanleihen von 2,86% auf 2,40% erwartet. Die tatsächlichen Renditen lagen mit 2,03% bzw. 2,14% sogar noch etwas darunter. Bei den Leitzinsen hatten wir keine Änderung der Nullzinspolitik in den USA und Japan erwartet, was auch so eingetreten ist. Für nicht notwendig hatten wir die zwei Zinserhöhungen im Euroraum von jeweils 0,25% gehalten, wovon eine inzwischen wieder zurückgenommen wurde.

Im Währungsbereich hatten wir einen etwas stärkeren Euro zum US-Dollar gesehen. De facto liegt die europäische Einheitswährung aber unverändert zur amerikanischen Währung, was angesichts der sich überbietenden Negativschlagzeilen in den Medien etwas überraschend sein mag. Eine Zusätzlichkeit der Eurokrise in einer derartig aufgeheizten Atmosphäre hatten wir nicht antizipiert. Komplett falsch lagen wir beim japanischen Yen. Wir hatten der japanischen Wirtschaftspolitik einen größeren Willen zur Schwächung der heimischen Währung unterstellt als tatsächlich vorhanden war. Der aktuelle Währungskurs von 104 Yen je Euro befindet sich weit von unserer Wechselkursprognose (140 Yen je Euro) entfernt.

Bei den Rohstoffen hingegen fielen die Abweichungen zu unseren Prognosen geringer aus. Wir hatten ein starkes erstes Halbjahr 2011 mit am Ende knapp zweistelligen Kursgewinnen des Dow Jones UBS Commodity Index (DJUBS) erwartet. Bis Ende März 2011 war unser Kursziel von 350 Indexpunkten nahezu erreicht. Im September 2011 wurden die Rohstoffe dann schließlich in den Abwärtssog der europäischen Staatschuldenkrise mit hineingezogen. Im Gegensatz zu den Aktienmärkten haben sich die Rohstoffmärkte von den Verlusten im Herbst 2011 noch nicht richtig erholt, sodass sie mit einem Minus von knapp 5% (bezogen auf den Zeitpunkt der Prognoseerstellung am 3.12.2010) sowohl unserer Vorhersage als auch den amerikanischen Aktienmärkten hinterherhinken.

Nachdem wir für das Jahr 2011 mit der Prognose seitwärts gehender bis abbröckelnder Kurse eher zu den Pessimisten zählten, gelten wir mit unserer moderat positiven Aktien- und Rohstoffprognose für das Jahr 2012 im derzeitigen Makroumfeld eher als Optimisten. Wir sehen die Weltkonjunktur in 2012 nicht in den Abgrund stürzen, sondern nur leicht unterdurchschnittlich

TIBERIUS

PROGNOSEN

Tiberius Kapitalmarkt-Prognose			2011		2012	
Anlageklasse	Indexname	Ticker (Bloomberg)	Stand am 03.12.2010	Prognose für Ende 2011 vom 03.12.2010	Stand am 02.12.2011	Prognose für Ende 2012 vom 05.12.2011
Aktien	S&P 500	SPX Index	1.225	1.140	1.244	1.370
	Dax 30	DAX Index	6.948	6.600	6.081	6.500
	Nikkei 225	NKY Index	10.178	10.800	8.644	9.600
Renten (10J)	10 J.-Zins USA	USGG10YR Index	3,06%	2,30%	2,03%	2,50%
	10 J.-Zins BRD	GDBR10 Index	2,86%	2,40%	2,14%	2,30%
	10 J.-Zins JP	GJGB10 Index	1,22%	1,25%	1,04%	1,10%
Leitzinsen	USA	FDTR Index	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%
	Euro-Raum	EURR002W Index	1,00%	1,00%	1,25%	0,50%
	Japan	BOJDTR Index	0,10%	0,10%	0,10%	0,10%
Währungen	EUR USD	EURUSD Curncy	1,34	1,45	1,34	1,25
	EUR JPY	EURJPY Curncy	110,70	140,00	104,40	95,00
Rohstoffe	DJUBS Total Return	DJUBSTR Index	309,00	350,00	294,10	325,00
	RICI Total Return	RICIGLTR Index	3.710	4.200	3.696	3.950

wachsen. Wir gehen davon aus, dass durch die erneute Öffnung der Geldpolitik hin zu einer expansiveren Linie in Asien (China, Australien) die Immobilienblasen dem Tod nochmals von der Schippe springen werden. Desweiteren sehen wir insgesamt eine Beruhigung der Eurokrise, da die Politik ihre Handlungsoptionen besser ausreizen dürfte. In diesem Umfeld sollte sich die extreme Risikoaversion, die sich in den Rekordüberschussguthaben des europäischen Bankensektors bei der Europäischen Zentralbank (EZB) aber auch an den haussierenden „sicheren“ Häfen zeigt, allmählich auflösen. Sowohl Aktien als auch Rohstoffe dürften 2012 von einer Inflation der realen Vermögenswerte (Asset Inflation) profitieren, da die Geldpolitik rund um den Globus expansiv bleiben dürfte. In beiden Anlagesegmenten erwarten wir ein Kursplus von rund 10%, wobei sich aufgrund des negativen Sentiments eine starke Rallye schon über den Jahreswechsel 2011/12 ergeben könnte.

Aus Bundesanleihen und US-Treasuries sollten im ersten Halbjahr 2012 hingegen Investitionsmittel abfließen. Wir erwarten bei beiden Anleihemärkten vorübergehend einen

Renditeanstieg auf über 3%. Zum Jahresende 2012 sehen wir die Staatsanleihen in beiden Ländern wieder deutlich unter der 3%-Marke. Für 10-jährige Bundesanleihen prognostizieren wir eine Jahresrendite von 2,30%, 10-jährige US-Treasuries werden unserer Ansicht nach mit 2,50% rentieren. Bei den Leitzinsen sehen wir wie gehabt in den USA und Japan keine Änderung. Bei der EZB können wir uns noch zwei bis drei Zinssenkungen von jeweils 0,25% auf einen Leitzins von 0,5% vorstellen.

Zumindest für das Jahr 2012 halten wir ein Auseinanderbrechen der Eurozone für äußerst unwahrscheinlich. Unserer Ansicht nach verfügt die Wirtschaftspolitik über genügend Handlungsoptionen, um die Staatsanleihenmärkte in den Euro-Peripherieländern kurzfristig zu beruhigen. Die EZB wird weiter eine aktive Rolle dabei spielen müssen, solange andere Hilfsmaßnahmen noch nicht effektiv eingesetzt werden können. Der Euro dürfte infolge dieser Politik am Jahresende 2012 leicht schwächer bei 1,25 USD je Euro notieren. Die japanische Notenbank scheint die Stärke des Yen nicht so sehr zu

stören, wie wir das vor einem Jahr noch geglaubt hatten, so lange die Aufwertung in kontrollierten Bahnen verläuft. Wir sehen eine Seitwärtsstendenz des Yen zum US-Dollar (Prognose = 75 Yen per Dollar zum Jahresende 2012), was eine nochmalige Abwertung des Euro auf rund 95 Yen je Euro implizieren würde.

Rohstoff-Prognosen

Die historischen Empfehlungen des Jahres 2011 für die Einzelrohstoffe haben wir wie folgt ausgewertet. Zunächst wurde jede verbale Empfehlung in eine Note zwischen +2 und -2 übersetzt und anschließend die tatsächliche in 2011 erzielte, relative Performance des Rohstoffs gegenüber dem DJUBS Commodity Index in 5 Kategorien ebenfalls von +2 bis -2 eingeteilt.

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

Den Energiebereich haben wir im Jahr 2011 zu pessimistisch eingeschätzt. Wir hatten eine indexneutrale Performance vorhergesesehen. Tatsächlich aber konnten das Nordseeöl Brent, das ab Januar 2012 erstmalig im DJUBS-Index vertreten sein wird und die Rohölprodukte Benzin bzw. Heizöl eine deutlich bessere Performance als der Index generieren. Lediglich Rohöl der Marke WTI blieb relativ zurück und entwickelte sich nur leicht besser als der DJUBS-Index. Für das Jahr 2012 sehen wir am globalen Ölmarkt einen Marktüberschuss voraus, der bei Brent und Heizöl für eine leicht unterdurchschnittliche Kursentwicklung sorgen sollte. WTI und Benzin schätzen wir nicht zuletzt wegen der prognostizierten Roll-Renditen besser ein. Hier lautet unser Votum neutral. US-Erdgas hatten wir in 2011 leicht schwächer als den Index gesehen. Tatsächlich belegte Erdgas (wieder einmal) einen der letzten Plätze. Für 2012 ist

fundamental zwar keine große Besserung in Sicht, der Preis ist jedoch auf dem aktuellen Kursniveau so stark überverkauft, dass es zu einer indexneutralen Performance reichen sollte.

Die Basismetalle hatten wir im Aggregat 2011 zu positiv eingestuft. Zwar gelang uns bei Zink und Nickel mit leicht untergewichteten und bei Blei mit neutral eine Punktprediktion, jedoch enttäuschten unsere Favoriten Kupfer und Zinn schwer und entwickelten sich um drei Stufen schlechter als von uns vorausgesehen. Für 2012 versuchen wir es noch einmal mit einer ähnlichen Prognose. Aus unserer Sicht ist Zinn einer der besten Märkte. Unser Votum bleibt bei übergewichteten. Kupfer wird 2012 eine etwa ausgeglichene Marktbalance aufweisen und ebenso wie Nickel, das im ersten Halbjahr 2012 noch im Defizit sein sollte, mit leicht übergewichteten eingeschätzt. Die anderen

Basismetalle sind durch die bei den derzeitigen Marktpreisen liegenden Produktionskosten gut nach unten abgesichert, haben andererseits aber auch wenig Phantasie nach oben. Wir empfehlen bei Blei, Aluminium und Zink eine neutrale Gewichtung bzw. eine leichte Untergewichtung.

Bei den Edelmetallen lagen wir 2011 ebenfalls nicht sehr gut. Gold und Silber zeigten relative Stärke, während Palladium zurückblieb. Gerade umgekehrt, als wir das auf Basis der Fundamentaldaten erwartet hätten. Wir glauben immer noch, dass die Edelmetalle Gold und Silber gegenüber allen anderen börsengehandelten Metallen zu teuer sind, da sie zu hohe Inflationsraten und ein Scheitern der Eurozone vorwegnehmen. Insofern bleiben wir auch in 2012 bei der Empfehlung, beide Metalle leicht unterzugeben. Zu den besten Rohstoffen in unserem Anlageuniversum

zählt andererseits Palladium. Dezimierte Lagerbestände, ein Marktdefizit und eine momentan sehr verhaltene Positionierung der Investoren lassen es relativ aussichtsreich erscheinen. Platin nimmt eine Zwischenrolle ein und wird unserer Ansicht nach eine neutrale Entwicklung zum DJUBS-Index zeigen.

Den Lebendviehbereich hatten wir 2011 zu negativ gesehen. Die Lebendviehkontrakte konnten insbesondere im September 2011, als alle anderen Rohstoffe hohe Kursverluste zu verzeichnen hatten, relativ hinzugewinnen. Zudem stützten hohe US-Exporte und ein anhaltendes Investoreninteresse die Preise, sodass zum Jahresende 2011 im Vergleich zum DJUBS-Index eine leichte Outperformance erzielt werden konnte. Im kommenden Jahr erwarten wir eine indexneutrale Entwicklung. Die Exportstärke sollte sich fortsetzen, auf der anderen Seite dürften die gefallenen Futtermittelpreise einen höheren Anreiz für die Viehzüchter darstellen, das Herdenwachstum auszudehnen.

Den Getreidesektor wiederum hatten wir etwas zu optimistisch betrachtet. Für Sojabohnen und Mais hatten wir eine leichte Überrendite erwartet. 2011 erzielte Mais jedoch eine neutrale Wertentwicklung und Sojabohnen blieben leicht hinter dem DJUBS-Index zurück. Bei Weizen hatten wir zwar die unterdurchschnittliche Wertentwicklung prognostiziert, jedoch waren wir mit unserer Einschätzung eine Stufe zu kurz gesprungen. 2012 erwarten wir bei Mais und Sojabohnen in den USA unter normalen Wetterbedingungen einen Anstieg der Stocks to Use Ratios. Die Terminkurven sollten sich infolgedessen verschlechtern, sodass wir bei Mais von einer leicht unterdurchschnittlichen Wertentwicklung und bei Sojabohnen aufgrund des bereits stärkeren Rückganges bei den Preisen und dem Investoreninteresse gerade noch mit einer indexneutralen Entwicklung rechnen. 2012 gehen wir bei Weizen erneut von einem unterdurchschnittlichen Ergebnis aus.

Bei den Soft Commodities lagen wir 2011 noch mit am besten. Die negativsten Aussichten hatten wir aufgrund der richtigerweise antizipierten Angebotsreaktion Baumwolle eingeräumt. Die positive Wertentwicklung zu Beginn des Jahres 2011 wich im weiteren Jahresverlauf einem deutlichen Preisverfall. Bei Zucker hat sich unsere leicht unterdurchschnittliche Prognose 2011 nicht ganz materialisiert, da erneut wetterbedingte Ernteausfälle zu höheren Zuckerpreisen als ursprünglich erwartet geführt hatten. Bei Kaffee waren wir eine Stufe zu positiv gestimmt, da letztendlich nur eine indexneutrale Wertentwicklung erzielt wurde. Bei Kakao gelang uns jedoch eine Punktprognose.

Für das Jahr 2012 schätzen wir die Wertentwicklung innerhalb der Soft Commodities bei Kakao am aussichtsreichsten ein, da Kakao als einziger Rohstoff in diesem Sektor die Chance auf ein Marktdefizit hat. Zudem ist der Preis zum Jahresende 2011 stark überverkauft, sodass wir zum Votum leicht übergewichteten kommen. Die anderen Soft Commodities Baumwolle, Kaffee und Zucker befinden sich im historischen Vergleich immer noch auf einem hohen Kursniveau. Globale Produktionssteigerungen bei Kaffee und Zucker sowie die Erwartung einer höheren Baumwollernte in den USA im Vergleich zum Vorjahr sollten 2012 zu einer unterdurchschnittlichen Wertentwicklung führen.

2011									2012	
Rohstoff	Ticker (CRB, BB)		Relative Prognose 2011 (03.12.2010)	Excess Return YTD*	Relative Return YTD*	Relative Return Kategorie	Relative Prognose Kategorie	Differenz (Marktent- wicklung zu Prognose)	Relative Prognose 2012 (05.12.2011)	
	DJUBS			-9,92%	0,00%					
Rohöl (Brent)	CB	CO		20,40%	30,32%	2	-	-	Leicht Untergewichten	-1
Rohöl (WTI)	CL	CL	Neutral	2,05%	11,96%	1	0	1	Neutral	0
Benzin	RB	XB	Neutral	12,98%	22,90%	2	0	2	Neutral	0
Heizöl	HO	HO	Neutral	13,76%	23,68%	2	0	2	Leicht Untergewichten	-1
Erdgas	NG	NG	Leicht Untergewichten	-32,98%	-23,06%	-2	-1	-1	Neutral	0
Aluminium	0A	LA	Untergewichten	-16,41%	-6,49%	0	-2	2	Leicht Untergewichten	-1
Kupfer (COMEX)	HG	HG	Übergewichten	-21,04%	-11,12%	-1	2	-3	Leicht Übergewichten	1
Blei	0D	LL	Neutral	-17,37%	-7,45%	0	0	0	Neutral	0
Nickel	ON	LN	Leicht Untergewichten	-28,56%	-18,64%	-1	-1	0	Leicht Übergewichten	1
Zinn	OT	LT	Übergewichten	-26,05%	-16,13%	-1	2	-3	Übergewichten	2
Zink	OZ	LX	Leicht Untergewichten	-19,24%	-9,33%	-1	-1	0	Leicht Untergewichten	-1
Gold	GC	GC	Neutral	22,47%	32,39%	2	0	2	Leicht Untergewichten	-1
Palladium	PA	PA	Leicht Übergewichten	-20,24%	-10,32%	-1	1	-2	Übergewichten	2
Platin	PL	PL	Leicht Untergewichten	-13,45%	-3,54%	0	-1	1	Neutral	0
Silber	SI	SI	Leicht Untergewichten	5,24%	15,15%	1	-1	2	Leicht Untergewichten	-1
Magere Schweine	LH	LH	Leicht Untergewichten	-0,55%	9,37%	1	-1	2	Neutral	0
Lebende Rinder	LC	LC	Neutral	-3,77%	6,15%	0	0	0	Neutral	0
Mais	C-	C	Leicht Übergewichten	-5,11%	4,81%	0	1	-1	Leicht Untergewichten	-1
Sojabohnen	S-	S	Leicht Übergewichten	-20,26%	-10,35%	-1	1	-2	Neutral	0
Weizen	W-	W	Leicht Untergewichten	-39,16%	-29,24%	-2	-1	-1	Leicht Untergewichten	-1
Kakao	CC	CC	Leicht Untergewichten	-28,46%	-18,54%	-1	-1	0	Leicht Übergewichten	1
Kaffee	KC	KC	Leicht Übergewichten	-10,18%	-0,27%	0	1	-1	Untergewichten	-2
Baumwolle	CT	CT	Untergewichten	-19,20%	-9,29%	-1	-2	1	Leicht Untergewichten	-1
Zucker	SB	SB	Leicht Untergewichten	-11,31%	-1,39%	0	-1	1	Leicht Untergewichten	-1
Sojabohnen-Öl	BO	BO	Leicht Übergewichten	-17,67%	-7,76%	-1	1	-2	Neutral	0

* Preise 02.12.2011

DIE ZUKUNFT DES EURO

Autoren: Markus Mezger, Dr. Bernd Früh, Björn Weigelt

Als der damalige US-Notenbankpräsident Alan Greenspan im International Herald Tribune vom 2.5.1997 die Äußerung „der Euro wird kommen, aber wird keinen Bestand haben“ abgab, konnte man dies noch als Versuch, einen ungeliebten Konkurrenten klein zu reden, werten. Wirtschafts-Nobelpreisträger Milton Friedman stiess 1999 ins gleiche Horn und äusserte: „der Euro wird die erste schwere Wirtschaftskrise nicht überleben“. Die Ereignisse in den Jahren 2010 und 2011 übertrafen dann sogar noch die schlimmsten Befürchtungen der frühen Euroskeptiker¹. Wir wollen in diesem Kapitel die grundsätzliche Konzeption des Euro und der Europäischen Zentralbank sowie die wirtschaftlichen Fehlentwicklungen der letzten Jahre aufzeigen. Darauf aufbauend erörtern wir, welche Handlungsoptionen die europäische Politik noch hat und mit welchen politischen Maßnahmen die Akteure an den Bond- und Währungsmärkten rechnen sollten.

DIE AUSGESTALTUNG DES EUROSYSTEMS

Angesichts der vielfältigen Probleme der jüngsten Vergangenheit scheinen viele Marktteilnehmer vergessen zu haben, warum die europäische Einheitswährung eingeführt wurde. Die Grundidee des Euro dürfte der politische Leitgedanke gewesen sein, den europäischen Einigungsprozess so weit wie möglich unumkehrbar zu machen. Aus der Erfahrung der beiden großen Kriege in Europa wurde eine enge politische und wirtschaftliche Partnerschaft der großen Volkswirtschaften angestrebt. Das gegenseitige Ausspielen von Währungsinteressen unter wechselnden Bündnissen sollte nicht mehr möglich sein. Die Wechselkurse der

nationalen Vorgängerwährungen waren in den Europäischen Währungssystemen EWS I und EWS II bereits eng verknüpft. Dennoch hat die erfolgreiche Spekulation von George Soros gegen das Britische Pfund belegt, dass es möglich ist, eine einzelne Währung aus dem Verbund herauszulösen und es im EWS zu erheblichen Wechselkursschwankungen kommen kann, wenn die Wechselkursbänder nicht glaubwürdig verteidigt werden können. Mit dem Euro sollte ein unverbrüchlicher Bund geschaffen werden, der die schwächeren Mitglieder von Währungsattacken und deren Volatilität abschirmt. Als Gegenleistung musste das Prinzip einer einheitlichen europäischen Geldpolitik akzeptiert werden. Da bei einer relativ negativen wirtschaftlichen Entwicklung im Vergleich zu den anderen Mitgliedsländern die nationalen Regierungen der Möglichkeit einer geldpolitischen Schwächung der Währung beraubt waren, standen diese unter hohem Reformdruck. Das Musterbeispiel für ein erfolgreiches Wirken dieser Konzeption war der angekündigte blaue Brief aus Brüssel für Deutschland im Jahre 2002 und die anschließend von dem damaligen Bundeskanzler Schröder vorgelegte Agenda 2010. Mit dem Euro sollte schließlich auch eine Währung geschaffen werden, die eine ähnlich große Wirtschaftsleistung wie die USA repräsentiert und dessen Bondmärkte für ausländische Notenbanken eine liquide Anlagealternative zum US-Dollar bietet.

So weit die ursprünglichen Zielvorstellungen. Die Praxis sah von Anfang an anders aus. Der 1996 in Dublin beschlossene europäische Stabilitätspakt sah fünf Aufnahmekriterien für den Euro vor:

- Die *Inflationsrate* des Beitrittslandes darf nicht mehr als 1,5% über dem Durchschnitt der drei Länder mit den niedrigsten Inflationsraten liegen

¹ Die Gruppe K.A. Schachtschneider, W. Hankel, W. Nölling und J. Starbatty hatte bereits im Januar 1998 eine Verfassungsbeschwerde gegen den Euro eingereicht.

- Die *Zinsen* für langfristige Anleihen dürfen nicht mehr als 2% über den Langfristzinsen der Länder mit den tiefsten Inflationsraten betragen
- *Wechselkurs*: Einhaltung der Bandbreiten des Wechselkursmechanismus des EWS und seit mindestens 2 Jahren keine Währungsabwertung
- Das *Haushaltsdefizit* darf nicht mehr als 3% des BIP ausmachen
- Die *Staatsschuldenquote* sollte den Referenzwert von 60% des BIP nicht überschreiten, was zu diesem Zeitpunkt den EU Durchschnittswert darstellte. Wurde der Referenzwert doch überschritten, sollte die Staatsschuldenquote „hinreichend rückläufig“ sein und sich „rasch genug“ dem Referenzwert nähern. Ziel dieser 60%-Klausel war also eine Stabilisierung der Schuldenquote auf damaligem Niveau.

Vier der heutigen Problemstaaten erfüllten nach dem EU-Kommissionsbericht vom 6. November 1996 keines dieser fünf Kriterien: Italien, Spanien, Portugal und Griechenland. Drei - Italien, Spanien und Portugal - schafften bis zum maßgebenden EU-Kommissionsbericht binnen 15 Monaten die Wandlung vom Saulus zum Paulus. Griechenland hat sich seinen Beitritt durch die Vorlage eines falsches Zahlenwerks erst 2001 erschummelt. Aber auch die Überwachung der Defizitgrenze, dem einzigen harten Kriterium nach Einführung des Euro, wurde lax gehandhabt. Hier war

es ausgerechnet Deutschland, das 2005 für eine Aufweichung sorgte: Auf Drängen der Regierung Schröder wurde eine Einzelfallprüfung eingeführt. Die Neuverschuldung darf bis zu 3 Jahren über 3% liegen und ist „zur Reform von Rentensystemen, wegen der Kosten für Europas Vereinigung, wegen Beiträgen für die internationale Solidarität und zum Erreichen europäischer Politikziele“ immer zugelassen. Sollte selbst gegen dieses schwammige Defizitkriterium noch verstößen werden, so fehlen die Möglichkeiten eines konkreten Durchgriffs. Vorgesehen sind lediglich Geldstrafen, die aber erst greifen, wenn eine Maßnahmenempfehlung (6 Monate) und eine Verzugsetzung (4 Monate) ohne Reaktion des Defizitlandes verstrichen sind. Zwar wurden gegen 25 der 27 Mitgliedsstaaten bereits Verfahren angestrengt, jedoch sind noch nie Sanktionen gegen einen Mitgliedstaat verhängt worden. Der zwangsweise Ausschluss aus dem Euro war nicht vor(her)gesehen. Auch die Möglichkeit eines freiwilligen Austritts eines Landes aus dem Euro wurde nicht geregelt. Explizit formuliert ist seit dem Vertrag von Lissabon im Jahre 2007 lediglich die Möglichkeit eines EU-Austritts. Die europäische Währungsunion wurde von den Fiskalregierungen also von Anfang an als ein lamer Zusammenschluss gelebt, dessen Regeln nicht unbedingt eingehalten werden müssen, wobei Deutschland der Vorreiter dieser Entwicklung war. Mit der Europäischen Zentralbank war jedoch eine Institution ins Leben gerufen worden, die sich in der Tradition einer konservativen Geldpolitik nach dem Vorbild der Deutschen Bundesbank verstand.

DIE EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

Die Europäische Zentralbank (EZB) ist am 1. Juni 1998 mit einem Eigenkapital von 5 Mrd. Euro gegründet worden. Im Dezember 2010 wurde eine Kapitalerhöhung auf 10,76 Mrd. Euro durchgeführt, die in drei Schritten bis Ende 2012 vollständig einbezahlt wird. Die EZB ist formal finanziell von den europäischen Regierungen unabhängig. Eigentümer sind die Nationalen Zentralbanken (NZB) der Länder der Europäischen Union. Die Höhe des Anteils richtet sich nach dem BIP und der Bevölkerungszahl des jeweiligen Landes. Die Deutsche Bundesbank ist mit aktuell 18,94% der größte Shareholder.

Die geldpolitischen Entscheidungen werden im EZB-Rat aber lediglich von Vertretern der Länder getroffen, die den Euro auch tatsächlich eingeführt haben. Dem EZB-Rat gehören die Präsidenten der NZB der Euroländer sowie die sechs Mitglieder des geschäftsführenden EZB-Direktoriums an. Die geldpolitischen Operationen werden auf Weisung des EZB-Direktoriums von den NZB durchgeführt. Bei den NZB fällt dementsprechend auch der Löwenanteil des Notenbankgewinns, die Seignorage-Gewinne an. Die Seignorage entspricht der Differenz zwischen dem Herstellungswert (bei Girogeld praktisch Null) und dem Ausgabewert von Zentralbankgeld. Diese Gewinne werden zwischen den NZB nach dem Anteilsschlüssel an der EZB verteilt. Die EZB hat ein eigenes Einkommen lediglich aus Zinserträgen von Anleihen, die sie als Gegenposition zu ihrem Zurechnungsanteil am Eurobargeldumlauf hält oder die sie direkt am Sekundärmarkt im Rahmen des Programms zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen und des Programms für die Wertpapiermärkte (Staatsanleihen der Euro-Peripherieländer) erworben hat.

Die EZB hat sich in der Tradition der Deutschen Bundesbank vorrangig das Ziel der inneren und äußeren Preisstabilität gesetzt. Die innere Preisstabilität ist bei einer Inflationsrate unter, aber nahe zwei Prozent erreicht. Die Unterstützung der allgemeinen Wirtschaftspolitik ist ein Nebenziel, falls das

Kapitalschlüssel Eurozonenländer und Nicht-Eurozonenländer an EZB

Eurozone	Kapitalschlüssel in %	Anteil an der Eurozone in %
Deutschland	18.94	27.06
Frankreich	14.22	20.32
Italien	12.50	17.86
Spanien	8.30	11.87
Niederlande	3.99	5.70
Belgien	2.43	3.47
Griechenland	1.96	2.81
Österreich	1.94	2.78
Portugal	1.75	2.50
Finnland	1.25	1.79
Irland	1.11	1.59
Slowakei	0.69	0.99
Slowenien	0.33	0.47
Estland	0.18	0.26
Luxemburg	0.17	0.25
Zypern	0.14	0.20
Malta	0.06	0.09
Gesamt Eurozone	69.97	100.00

Nicht-Eurozone

England	14.52	–
Polen	4.90	–
Rumänien	2.46	–
Schweden	2.26	–
Dänemark	1.48	–
Tschechien	1.45	–
Ungarn	1.39	–
Bulgarien	0.87	–
Litauen	0.43	–
Lettland	0.28	–
Gesamt Nicht-Eurozone	30.03	–

Quelle: EZB

Hauptziel der Preisstabilität nicht beeinträchtigt ist. Im Unterschied dazu ist die amerikanische Notenbank den beiden Zielen Preisstabilität und Vollbeschäftigung gleichrangig verpflichtet. Die Fokussierung auf das Inflationsziel hat die EZB unserer Meinung nach zu zwei konkreten geldpolitischen Fehlentscheidungen verleitet. Die erste datiert auf den Juni 2008, als trotz teilweise kollabierender Wirtschaftsdaten eine Leitzinserhöhung durchgeführt wurde,

weil die Preise bei Verbrauchsgütern und Rohstoffen kurzfristig noch nach oben zeigten. Noch im Jahre 2008 musste diese Entscheidung wieder zurückgenommen werden. Die zweite Fehlentscheidung waren unserer Meinung nach die zwei Zinserhöhungen im Frühjahr 2011, die trotz einer Zuspitzung der Eurokrise erfolgten und die zum Amtsantritt Draghis Anfang Oktober 2011 teilweise wieder zurückgenommen werden mussten. Wenn Inflationsraten und Inflationserwartungen zum alleinigen Entscheidungskriterium werden, dann kann das Verhalten des 23-köpfigen EZB-Rats auch mit wenigen Zeilen Code beschrieben werden.

Die Notwendigkeit Zentralbanken einzuführen liegt u.a. in der Erfahrung begründet, dass es in der Stunde der größten Not einen Kreditgeber der letzten Instanz (Lender of Last Resort) geben muss, der einen Domino ähnlichen Zusammenbruch des Bankensystems verhindern kann. Es gibt destabilisierende Spekulation und die Märkte finden nicht in jedem Fall ins Gleichgewicht zurück. Dies gilt in der heutigen Krise umso mehr, da die Bankenkrise 2011 anders als die Bankenkrise 2008 nicht auf einem individuellen Fehlverhalten einzelner Banken beruht, sondern eine Folgekrise der Staatsschuldenkrisen in den

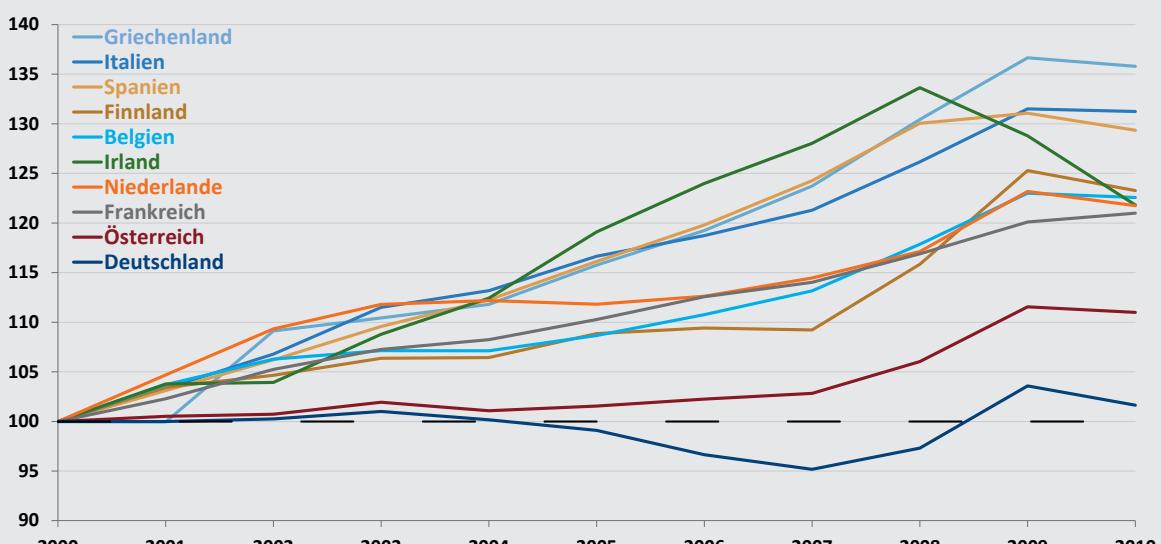
Euro-Peripherieländern ist. Im Eurosysteem ist die Aufgabe des Lender of Last Resort den nationalen Notenbanken übertragen. Um Missverständnisse zu vermeiden: eine Zentralbank darf niemals der letzte Kreditgeber für den Fiskus sein. Eine direkte Staatsfinanzierung war der Deutschen Bundesbank bereits vor Gründung des Eurosystems untersagt. Die Erfahrungen in der Weimarer Republik 1923 zeigen nachdrücklich, wohin die direkte Begleichung von Staatsausgaben mithilfe der Notenpresse führt. Als Kreditgeber in letzter Instanz dürfen die NZB lediglich für den Geschäftsbankensektor zur Verfügung stehen.

WIRTSCHAFTLICHE FEHL-ENTWICKLUNGEN IN DER EUROZONE

A. Außenhandelsungleichgewichte

In Volkswirtschaften mit eigener Geldhoheit kann die Notenbank kurzfristig höhere Inflationsraten zulassen, um die Reallöhne und den Außenwert der eigenen Währung zu senken. Zusammengenommen ergibt sich dadurch kurzfristig ein relativer

Entwicklung der Arbeitsstückkosten in der Eurozone

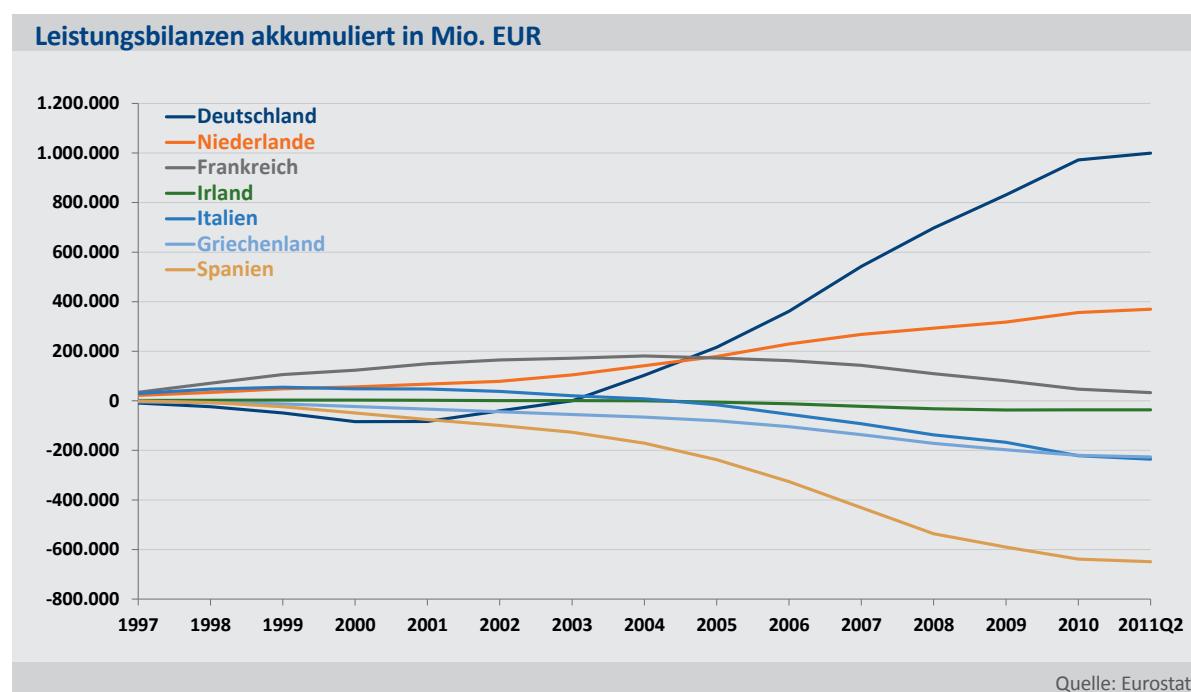


Quelle: OECD

Margenvorteil der nationalen Exportindustrie. In einem gemeinsamen Währungsraum gibt es diese geldpolitische Option für ein einzelnes Land nicht. Eine Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit kann dann im wesentlichen durch Produktivitätssteigerungen, die nicht in vollem Umfang an die Arbeitnehmer durch Nominallohnsteigerungen weitergegeben werden, erreicht werden.

Im Euroraum hat sich eine weite Schere bei der Entwicklung der Arbeitsstückkosten aufgetan. Nur eine geringe Erhöhung der Stückkosten hatte die deutsche Volkswirtschaft zu verzeichnen. Hier haben ein moderater Arbeitskampf und maßvolle Lohnabschlüsse

Überschussländern vor, dass der inländische Konsum und die Importe nicht genügend gefördert werden. Umgekehrt beharren die Überschussländer darauf, dass in einem marktwirtschaftlichen System ein Ausgleich nur über die Steigerung der Leistungsfähigkeit erfolgen sollte. Die Wahrheit liegt wohl in der Mitte. Insbesondere in Deutschland hat man teilweise den Eindruck, dass Leistungsbilanzüberschüsse immer noch als Erfolg gewertet werden, möglicherweise als Kompensation für die Tatsache, dass die Geschichte Deutschlands in den letzten 100 Jahren auch nicht arm an politischen und militärischen Misserfolgen war. Ein Geschäftsmodell, das auf Ungleichgewichten beruht, kann niemals nachhaltig sein.



dafür gesorgt, dass sich die deutsche Industrie im Euroraum einen Wettbewerbsvorteil erarbeiten konnte. Ganz anders die Situation in den südlichen Peripheriestaaten, in denen die Kosten für eine Arbeitseinheit seit Einführung des Euro kontinuierlich angestiegen sind.

In den letzten Jahren ist die Diskussion aufgekommen, ob Leistungsbilanzungleichgewichte ein Problem der Defizit- oder der Überschussländer sind. Die Defizitländer werfen den

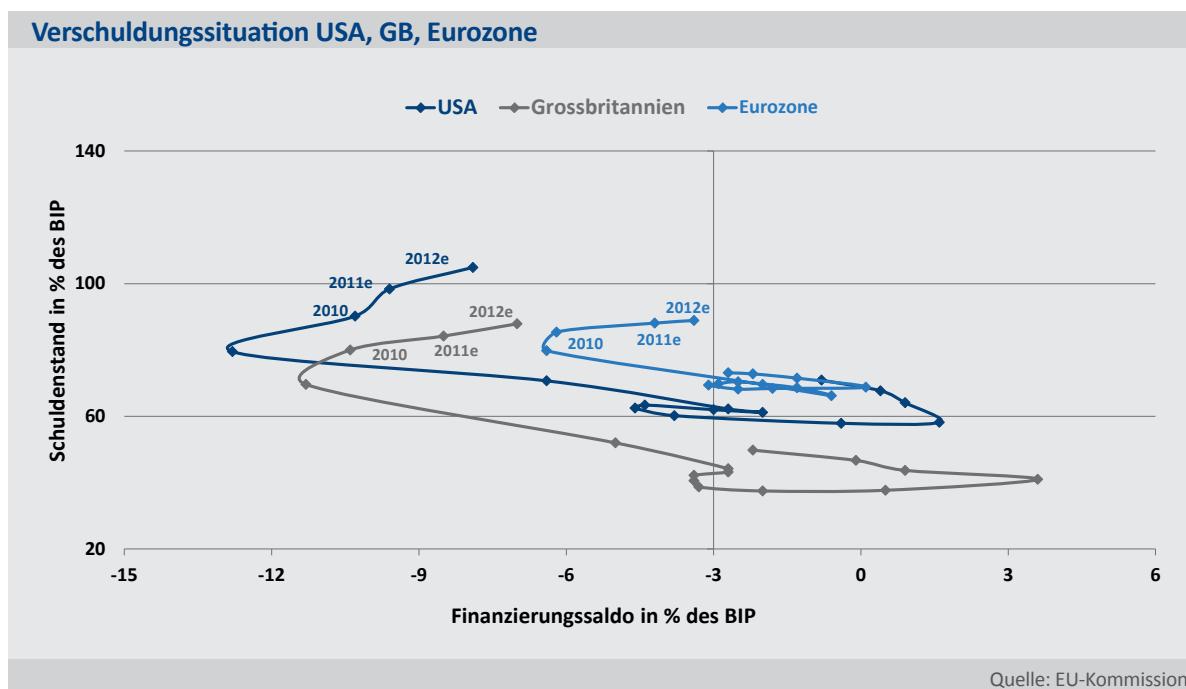
Gemeinsam mit den europäischen Partnern müssen Lösungen entwickelt werden, in welchen Bereichen die deutschen Importe gesteigert werden können. Es bedarf heute eines europäischen Marshallplanes für die südlichen Peripherieländer. Diese sollten sich bewusst sein, dass insbesondere sie selbst in der Pflicht sind, ein valides Geschäftsmodell für ihre Volkswirtschaften zu entwickeln.

B. Staatsfinanzen und Risikoprämien

Die Krise der Staatsfinanzen in den europäischen Peripherieländern ist der eigentliche Kern der Eurokrise. Die Möglichkeit eines Staatsbankrotts oder auch nur einer potentiellen Erosion des Vertrauens in die Rückzahlungsfähigkeit eines Landes hat zu einer Neubewertung der Risiken von Staatspapieren geführt. In der Tat gibt es nur 16 Länder, die noch die Bestnote AAA der Rating-Agentur S&P haben: Deutschland, Frankreich, Niederlande, Österreich, Finnland, Luxemburg, Schweden, Norwegen, Dänemark, Schweiz, Liechtenstein, Großbritannien, Kanada, Australien, Hongkong und Singapur. Und unter diesen 16 sind Länder wie zum

ihrer eigenen Staatsfinanzen deutlich unsolider gewirtschaftet als die Eurozone. So dürften die Budgetdefizite beider Länder 2012 immer noch stark im negativen Bereich liegen, während sich die Eurozone dann wohl schon dem Maastricht-Wert von -3% angenähert hat. Und bei den USA ist 2012 mit einer Staatsschuldenquote von über 100% zu rechnen:

Aber es ist die Eurozone, die ein existenzgefährdendes Staatsschuldenproblem hat, weil die Peripherieländer in den letzten Jahren einen hohen Schuldenberg aufgetürmt haben und angesichts der stark gestiegenen Refinanzierungszinsen nicht mehr in der Lage sind, diesen in einem schwachen konjunkturellen

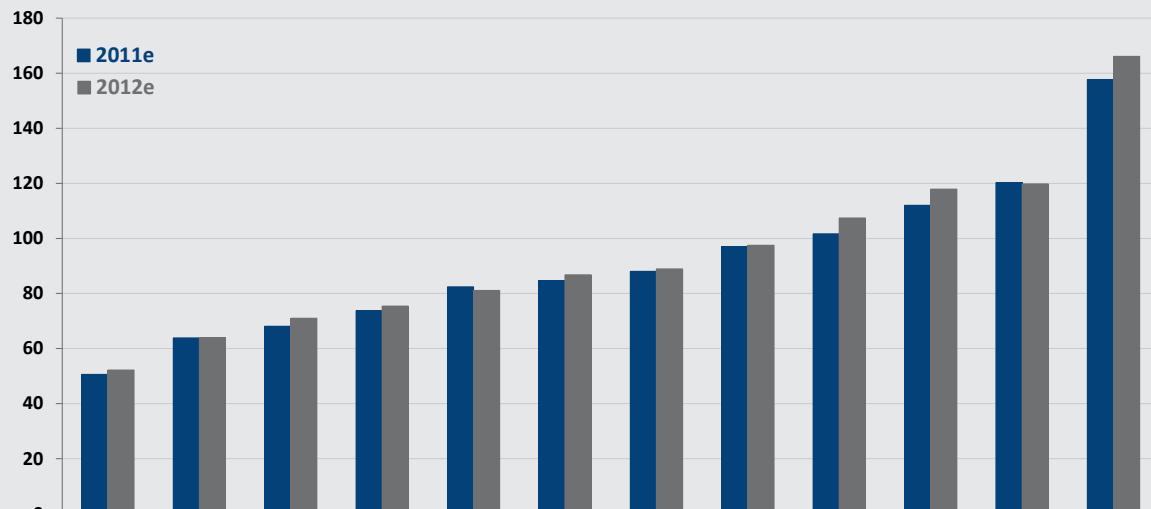


Beispiel Frankreich, die dieses Top-Rating schon in absehbarer Zeit verlieren könnten.

Im internationalen Vergleich steht die Eurozone als Ganzes noch relativ gut da. Gerade die zwei angelsächsischen Länder, die sich hinsichtlich der europäischen Schuldenkrise häufig zu Ratschlägen bemüht fühlen, haben hinsichtlich

Umfeld auf eine tragfähigere Größe abzutragen. Entsprechend droht der Staatsbankrott und nur aufgrund der Käufe von Staatsanleihen dieser Länder durch Rettungsvehikel wie dem EFSF-Fonds oder durch die EZB konnte dieser bislang abgewendet werden. Die Staatsschuldenquoten der wichtigen Euro-Länder stellen sich folgendermaßen dar:

Staatsschuldenquote Euro-Länder in % des BIP



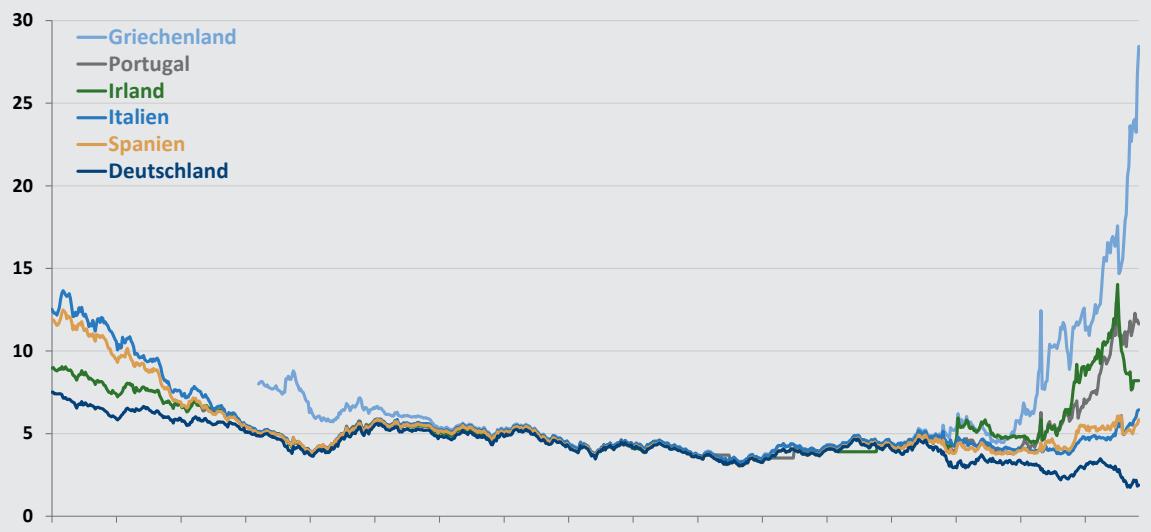
Quelle: EU-Kommission

Die Achse Deutschland und Frankreich liegt bei der Staatsschuld in etwa gleichauf, etwas unter dem Durchschnittswert der Eurozone. Das Peripherieland Spanien liegt sogar deutlich darunter, während die Verschuldung der anderen vier Peripherieländer die 100%-Marke überschritten hat. Zur jeweiligen Staatsschuld könnten noch implizite Versprechen wie beispielsweise für Pensionen oder Sozialversicherungssysteme

hinzugerechnet werden, aber diese können durch politische Entscheidungen geändert werden und dürften in den verschiedenen Ländern nicht wesentlich unterschiedlich sein, sodass sie im weiteren nicht berücksichtigt werden.

Die fundamentale Ausgangssituation der Euroländer ist im internationalen Vergleich mit Ausnahme Griechenlands nicht so schlecht.

Renditen 10-jähriger Staatsanleihen in %



Quelle: Bloomberg

Dennoch scheinen die Märkte im Herbst 2011 längst den Glauben daran verloren zu haben, dass die PIIGS-Staaten zu einer Bedienung ihrer Staatsschuld in der Lage sind. Die Renditen für 5-jährige Staatsanleihen Griechenlands, Portugals und Irlands haben bereits zweistellige Werte angenommen. Zu diesen Konditionen ist eine Refinanzierung am Kapitalmarkt undenkbar. Dementsprechend sind alle drei Länder in der Finanzierung der künftigen Staatshaushalte auf europäische Hilfe angewiesen.

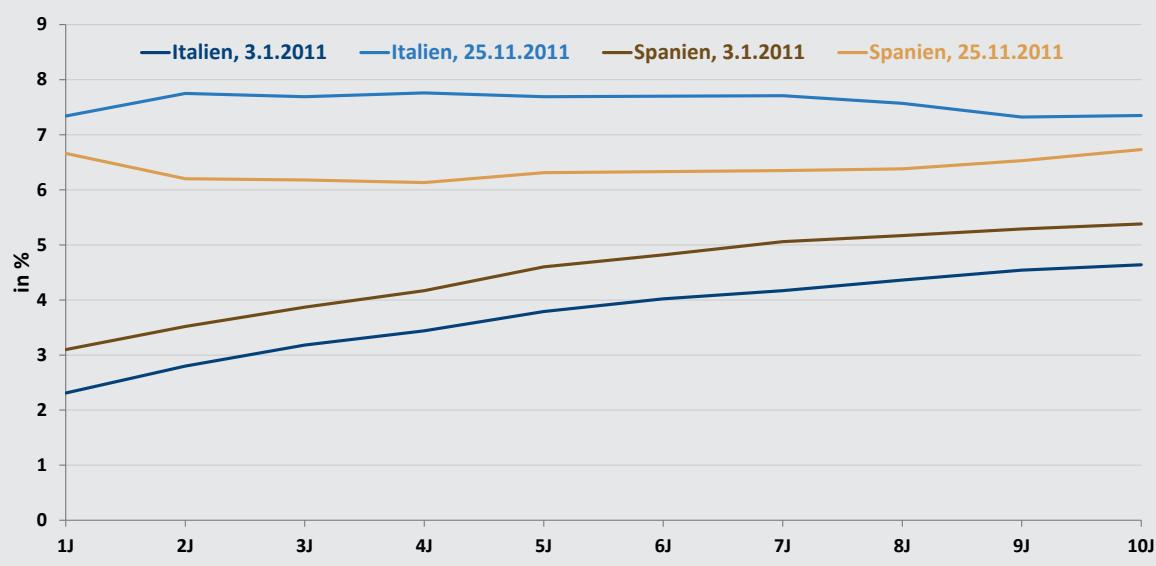
Als Mario Draghi am 1. November 2011 sein Amt als Präsident der Europäischen Zentralbank antrat, hatten die Finanzmärkte aber auch Italien und Spanien den Fehdehandschuh hingeworfen. Die Zinsen auf 2-3 jährige italienische Staatsanleihen waren auf über 6% und damit auf ein neues Rekordhoch seit dem Start des Euros im Jahr 1999 gestiegen. Der Renditeaufschlag zu 2-3 jährigen deutschen Bundesanleihen übertraf Anfang Dezember 6%. Gleichzeitig gab es keine neuen wirtschaftlichen Entwicklungen, die einen derartig massiven Anstieg der italienischen Refinanzierungskosten rechtfertigen könnten.

Von den Währungskrisen in den asiatischen Schwellenländern (1998), in Argentinien (2001) und zuletzt in den PIIGS-Staaten wissen wir,

dass Spekulationen auf einen Zahlungsausfall staatlicher Anleihen selbsterfüllend werden können, wenn bestimmte kritische Marken bei den Realzinsen überschritten werden. Kein Land kann auf Dauer Realzinsen von mehr als 4% bedienen und gleichzeitig einschneidende wirtschaftliche Reformen und eine Konsolidierung der Staatsfinanzen vornehmen. Insofern führt der von vielen Politikern reflexhaft vorgebrachte Verweis, dass ein Zinsanstieg durch noch größere Sparanstrengungen gekontert werden müsse, in die Irre.

Relativ offen ist die Frage, ob Italien und Spanien bei Zinssätzen zwischen 6% und 8% kurzfristig noch ohne externe Hilfe überlebensfähig sind. Bei Griechenland, Portugal und Irland war die kurzfristige oberste Zinsschwelle bei 6% bis 7% gelegen. Steigende Zinsen schlagen umso stärker zu Buche, je größer die Neuverschuldung und je größer der Refinanzierungsbedarf für fällig werdende Schuldtitel ist. In der folgenden Tabelle werden auf Basis von Schätzungen der EU-Kommission und des IWF die Veränderungen des Budgetdefizits für die USA, Japan, Großbritannien, Deutschland und die europäischen Peripherieländer im Falle von Anstiegen um jeweils ein, zwei

Zinsstrukturkurven Italien und Spanien in % vom 3.1.2011 und 25.11.2011



und fünf Prozentpunkte des durchschnittlichen Finanzierungszinses dargestellt:

Ob sie langfristig zum aktuellen Zinsniveau refinanzierungsfähig wären, hängt letztlich von ihrem nominalen Wirtschaftswachstum ab.

Budgetdefizitänderungen in Abhängigkeit der Zinsentwicklung

	Schuldenquote in % des BIP 2012e	Budgetsaldo in % des BIP 2012e	Refinanzierungsbedarf 1212 ohne Neuverschuldung in % der ausstehenden Schulden	Zusätzliches Budgetdefizit in PP bei Zinsanstieg um		
				1%	2%	5%
US	104,9	-7,9	23,7	0,3	0,7	1,7
JP	218,7	-9,1	22,4	0,7	1,4	3,4
GB	87,9	-7,0	8,3	0,2	0,3	0,8
D	81,1	-1,2	21,6	0,2	0,3	0,8
I	119,8	-3,1	19,6	0,3	0,5	1,3
S	71,0	-5,3	20,8	0,2	0,5	1,1
GR	166,1	-6,1	16,1	0,7	1,4	3,5
PT	107,4	-4,5	18,0	0,4	0,7	1,8
IR	117,9	-8,8	6,5	0,3	0,5	1,3

Quelle: EU-Kommission, IWF, Bloomberg, Tiberius

Da das Ausgangszinsniveau jenes vom Jahresanfang 2011 ist und die Budgetschätzungen noch vor dem kräftigen Zinsanstieg bei italienischen und spanischen Staatsanleihen im Herbst vorgenommen wurden, muss also von einem höheren Budgetdefizit für 2012 bei diesen Ländern als in der Tabelle prognostiziert ausgegangen werden. Trotzdem zeigt diese Tabelle, dass sich dieses Defizit zumindest für das Jahr 2012 auch bei einem weiteren Zinsanstieg nicht so dramatisch erhöhen dürfte, was vor allem an der lediglich moderaten Neuverschuldung liegt. Für die USA und vor allem für Japan würde die Situation im Falle eines Zinsanstiegs schlechter aussehen.

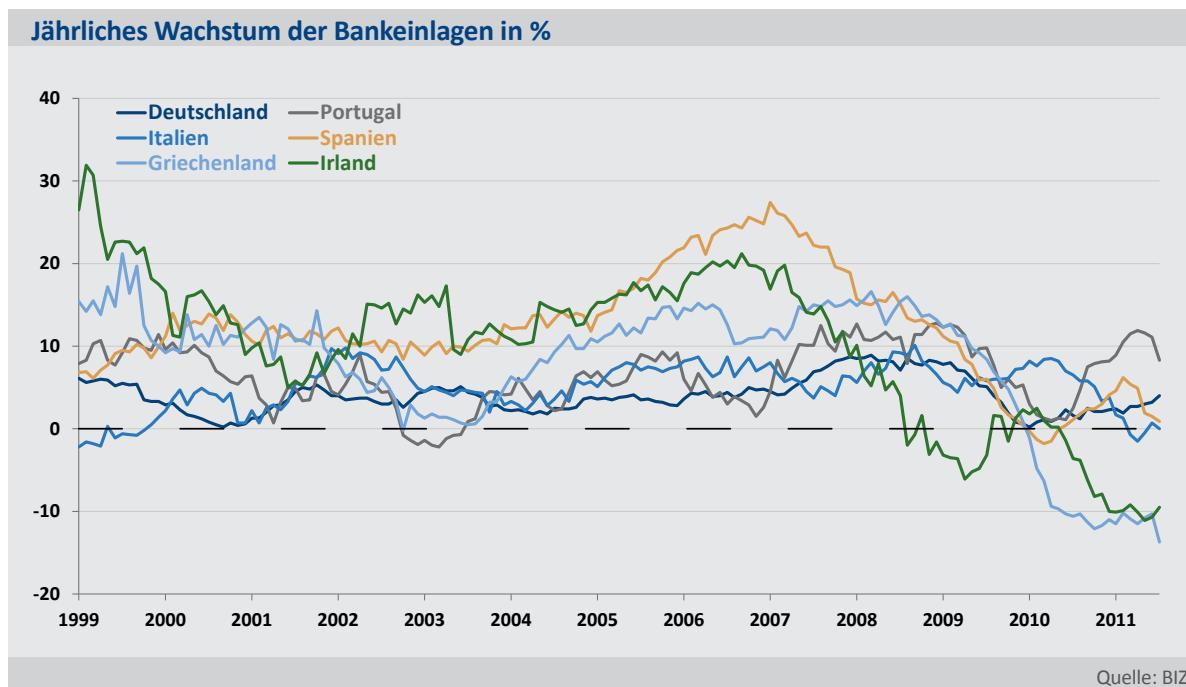
Dies bedeutet, dass die Ausgangslage dieser beiden für die europäische Schuldenkrise so entscheidenden Länder für die Eindämmung ihrer Schulden zumindest von den reinen Defizitzahlen her gesehen auf Sicht eines Jahres gar nicht so schlecht ist. Sowohl die Schuldenquote Spaniens als auch das Haushaltsdefizit Italiens sind vergleichsweise niedrig.

Wenn man dieses für Italien in den kommenden Jahren bei durchschnittlich 3% unterstellt, müsste bei einem Zinsniveau von 6,5% zur Stabilisierung der Schuldenquote bei 120% ein Primärsaldo, also ein Haushaltsüberschuss vor Abzug von Zinszahlungen, von grob geschätzt 3,5% erwirtschaftet werden. Dieser liegt derzeit bei 0%, könnte aber durch entsprechende Anstrengungen auf diesen Wert, der ungefähr dem Durchschnittswert der 90er-Jahre entspricht, gesteigert werden. In diesem Szenario wäre die Schwelle zu einem auf Dauer nicht tragfähigen Zinsniveau bei ungefähr 6,5% anzusetzen. Für Spanien wäre dieser Wert aufgrund der niedrigeren Schuldenquote wohl etwas höher, vielleicht bei 7%, abhängig von den Wachstumsperspektiven.

C. Refinanzierung der Geschäftsbanken

Europa erlebt im Herbst 2011 erneut einen klassischen Bankenrun. Das Misstrauen der Kapitalgeber äußert sich auf zwei Ebenen. Auf der einen Ebene ziehen Anleger den Banken insbesondere in den südlichen Euro-Staaten Geld ab, auf der anderen Ebene sind die Banken auch untereinander kaum noch bereit, kurzfristige Kredite zu gewähren. In den Jahren 2004-2007 waren die Bankeinlagen in Spanien, Irland und Griechenland noch

Staatsanleihen – festmachen. Der Ted-Spread ist zuletzt von 0,5% auf 1,5% angestiegen, liegt aber immer noch deutlich unter dem Hoch von knapp 3% im Jahr 2008. Anders als 2008, als Lehman für viele Marktteilnehmer überraschend schnell kippte, hatten die Banken im Jahr 2011 über 12 Monate Zeit, sich auf den drohenden Zahlungsausfall einzelner Peripherieländer vorzubereiten. Ähnlich wie bei den privaten Bankeinlagen handelt es sich auch im Interbankenmarkt um ein schleichend zunehmendes Misstrauen. Dass viele Geldinstitute in der unmittelbaren Zukunft mit dem Schlimmsten

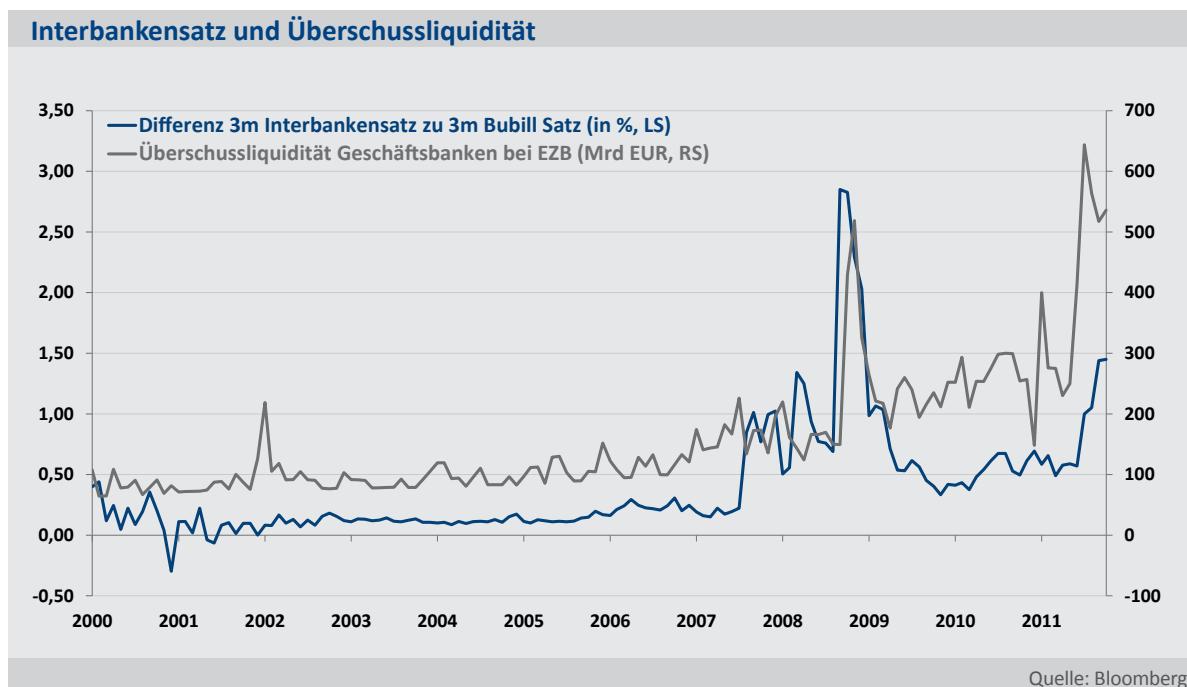


deutlich schneller gewachsen als in Deutschland. Im Krisenjahr 2008 begann dann eine Kapitalflucht, die in Irland und Griechenland bis heute andauert. Die Wachstumsrate der Bankeinlagen ist in beiden Ländern hochgradig negativ. Ab dem Sommer 2010 folgte schließlich eine schleichende Aushöhlung der Einlagenrefinanzierung der italienischen Banken.

In dieser Notsituation bietet der Interbankenmarkt keinen Ausweg. Das Misstrauen und die Risikoaversion der Banken lassen sich am Ted-Spread – der Differenz zwischen dem 3-Monats-Interbanken Satz Euribor und dem Zinssatz für dreimonatige deutsche

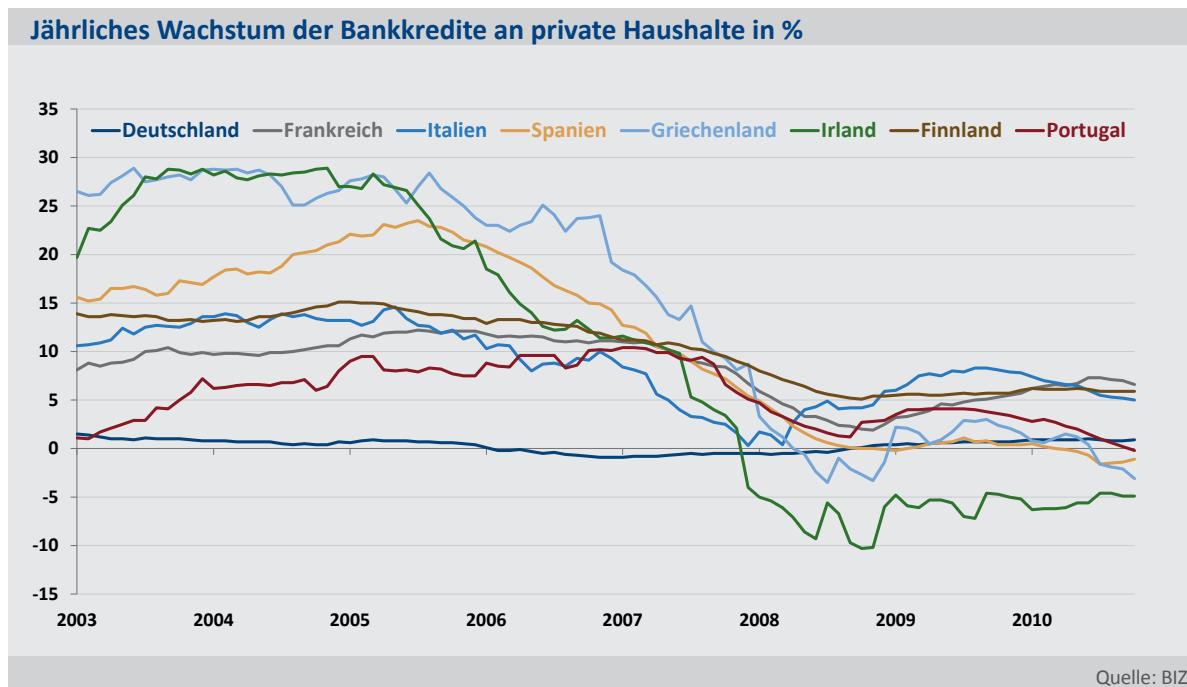
rechnen, zeigt aber eine andere Größe, die sich bereits über dem Niveau von 2008 befindet – die Überschussliquidität des Bankensektors. Die Geldnachfrage der Kreditinstitute markierte zuletzt Rekordwerte, nicht weil die Institute dieses Geld benötigten, um Löcher auf der Aktivseite der Bilanz zu stopfen, sondern das Geld wurde als reiner Risikopuffer abgefragt. Dies zeigt sich daran, dass knapp 600 Mrd. Euro des zugeteilten Zentralbankgeldes wieder an die EZB zurückflossen, da eine anderweitige Verwendung nicht geplant war.

Als ob der Entzug der Bankeinlagen und die erhöhten Refinanzierungskosten an den



Interbankenmärkten nicht bereits genug wären, wird der Prozess der Kreditrückführungen (Deleveraging) auch noch durch die Regulierung verstärkt. Die EU-Kommission fand es eine gute Idee, im Oktober 2011 einen „Blitz-Stresstest“ mit härteren Kriterien als im Frühjahr 2011 durchzuführen. Das Ergebnis war abzusehen: die Kreditinstitute brauchen mehr hartes, haftendes Kernkapital, das sie im Laufe des

Jahres 2012 auftreiben müssen. In einer Phase, in der der Markt bereits ganzen Staaten die Refinanzierung verweigert, brauchen die Banken mit Kapitalerhöhungen über die Finanzmärkte gar nicht erst anzufangen. Die Konsequenz ist, dass sie entweder auf Staatshilfe angewiesen sind oder die Aktivseite ihrer Bilanz einschränken, um ihre Solvabilität zu verbessern. Dies kann durch den Verkauf von Firmenanteilen,



Spin Offs oder auch die Einschränkung der ausgegebenen Kredite geschehen. Gerade diesen Weg will die Deutsche Bank mit dem angedachten Verkauf der Vermögensverwaltung gehen, während der Commerzbank wohl erneut lediglich der Weg der Staatshilfe offen steht. Auf diese Art und Weise wird der ursprüngliche Zweck des Bankenstresstests als vertrauensbildende Maßnahme konterkariert. Und dass die Banken zu viele Staatsanleihen halten, wird Ihnen die EU-Kommission wohl kaum vorwerfen wollen. Die profane Wahrheit ist, dass das gesamte Bankensystem inklusive Zentralbanken (s.u.) ausfallen würden, wenn ernsthaft größere Abschreibungen auf Staatsanleihen von Spanien und Italien drohen. In diesem Fall wären die Staaten selbst mit der Bankenrettung überfordert und hätten auch kein Geld mehr, unsinnige Bankentests zu bezahlen.

D. Notenbankrisiken: Collateral-Risiko und Haftung

Zentralbanken können im Gegensatz zu Geschäftsbanken nicht zahlungsunfähig werden, da ihre Verbindlichkeiten aus Zentralbankgeld (Guthaben der Geschäftsbanken und Bargeld) bestehen, das sie kraft des Notenmonopols jederzeit neu schöpfen können. Die Eigenkapitaldecke der EZB von derzeit 10 Mrd. € hat eine rein psychologische Funktion, um die Unabhängigkeit von der Fiskalpolitik zu demonstrieren. Im Krisenfall würde sie niemals ausreichen, um den Ausfall der Staatsanleihen auch nur eines Eurolandes aufzufangen. Eine Notenbank sieht sich kurzfristig zwei Verlustrisiken konfrontiert. Erstens könnten einzelne Geschäftsbanken, denen die Notenbank Kredite ausgereicht hat, insolvent werden. Für die Zentralbankkredite werden von den Geschäftsbanken zwar Sicherheiten (Collateral) hinterlegt. In der Mehrzahl sind dies aber Staatsanleihen des Landes, in dem Notenbank und Geschäftsbank ihren Sitz haben. Ein Sonderfall der Eurozone ist, dass die Geschäftsbanken gerade aufgrund eines Zahlungsausfalls bei Staatsanleihen, die sie als Sicherheit bei einer Notenbank hinterlegt

haben, Pleite gehen könnten. Die Notenbank könnte in diesem Fall durch die Verwertung der ebenfalls wertverminderten Sicherheit den Kreditausfall bei den Geschäftsbanken nicht kompensieren. In der Eurozone tragen die nationalen Notenbanken, die die geldpolitischen Operationen mit den Geschäftsbanken durchführen, dieses Verlustrisiko.

Eine Pleite Griechenlands ließe sich für die europäischen Banken möglicherweise noch verschmerzen, aber mit italienischen Anleihen ist die Existenzgrundlage der EZB und des Eurosystems insgesamt gefährdet. Die großen Drei Deutschland (30%), Frankreich (21%) und Italien (16%) erbringen zusammen mehr als 65% der Wirtschaftsleistung der Eurozone, der Markt für italienische Staatsanleihen ist bezüglich der ausstehenden Staatsschulden der zweitgrößte Bondmarkt in der Eurozone. Italienische Staatsanleihen dürften mehr als ein Viertel des von den NZB als Sicherheiten

Ausstehende Staatschulden

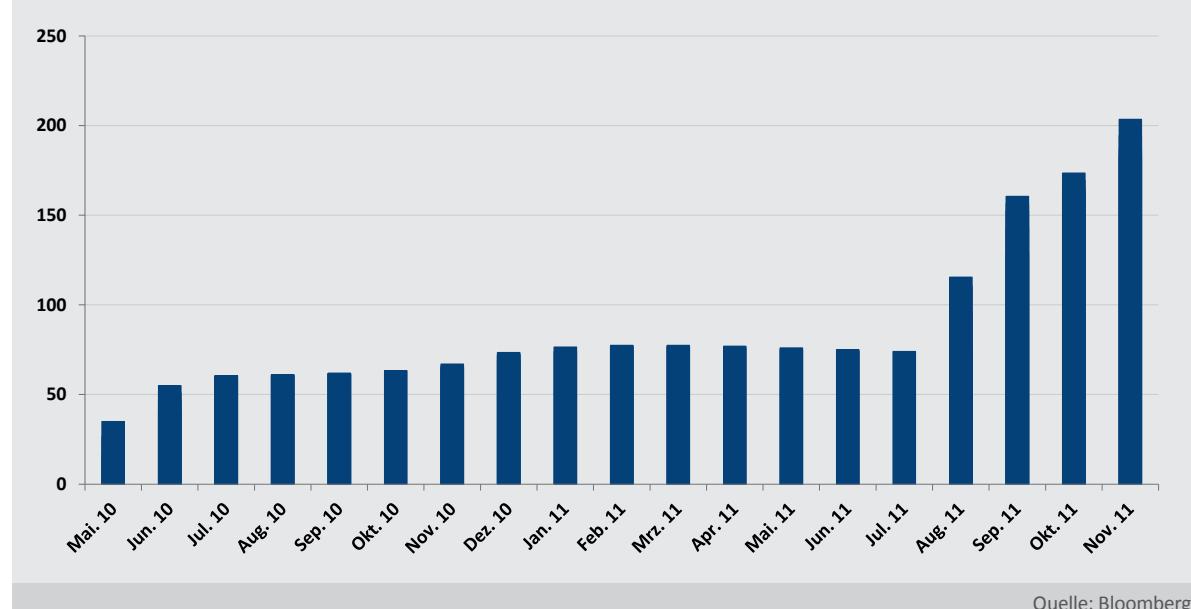
Land	Ausstehende Staats-schulden in Mio EUR	% Anteil
Deutschland	2.061.795	26,29
Italien	1.842.826	23,49
Frankreich	1.591.169	20,29
Spanien	641.802	8,18
Niederlande	369.894	4,72
Belgien	340.739	4,34
Griechenland	329.351	4,20
Österreich	205.576	2,62
Portugal	161.257	2,06
Irland	147.988	1,89
Finnland	86.975	1,11
Slowakei	26.998	0,34
Slowenien	13.737	0,18
Zypern	10.653	0,14
Luxemburg	7.673	0,10
Malta	4.250	0,05
Estland	957	0,01
Gesamtsumme	7.843.638	100

Quelle: Eurostat

gehaltenen Collaterals ausmachen. Ein Scheitern Italiens würden weder die EZB und der europäische Bankensektor (inkl. EZB) noch der Euro überleben. Anstelle eines großen und liquiden Bondmarkts in einer gemeinsamen Währung, die sich für ausländische Investoren bei den Währungsreserven als eine Anlagealternative zum USD etabliert hat, würde ohne Italien ein Flickenteppich kleinerer, mehr oder weniger verbundener nationaler Währungen entstehen, die auf internationaler Bühne unbedeutend sind.

gewährleisten. Große Ausfallrisiken sind nicht zu erkennen. Dies lässt sich so von dem am 14. Mai 2010 beschlossenen Programm für die Wertpapiermärkte (Securities Market Program = SMP) nicht behaupten. Hinter diesem Programm verbirgt sich der viel diskutierte Direktwerb der Staatsanleihen der Euro-Peripherieländer. Bis Ende November 2011 wurden Staatsanleihen im Gegenwert von rund 195 Mrd. € aufgekauft. Eine Obergrenze für das SMP ist nicht festgelegt worden, wobei die Käufe 20 Mrd. €

Direkter Erwerb von Staatsanleihen durch die EZB in Mrd. EUR im Rahmen des Programms für die Wertpapiermärkte



Das zweite Verlustrisiko einer Zentralbank besteht aus dem Ausfall von Anleihen, die sie am offenen Markt direkt erworben hat. Diese sogenannten Outright-Purchases können sinnvoll sein, wenn die Versorgung des Geldmarktes mit Zentralbankgeld über Repo-Geschäfte nur eingeschränkt möglich ist. Die EZB hat zwei Programme zum Direkterwerb von Wertpapieren am offenen Markt aufgelegt. Zum einen ist dies das Programm zum Aufkauf gedeckter Schuldverschreibungen, das im Juni 2009 mit einer ersten Tranche von 60 Mrd. € aufgelegt wurde. Anfang November 2011 wurde eine zweite Tranche von 40 Mrd. € nachgeschoben. Dieses Programm soll am Pfandbriefmarkt eine ausreichende Liquiditätsversorgung

pro Woche nicht überschreiten sollen.

Die EZB hätte also den rechtlichen Rahmen und die Feuerkraft, um die Staatsanleihenmärkte der Peripherieländer aus der Krise zu pauken. Aber sie darf gegenüber den Regierungen der Euroländer nicht als Lender of Resort auftreten. Diese Funktion wird von den nationalen Zentralbanken wahrgenommen und das auch nur gegenüber den Geschäftsbanken (s.o.). Die Pleite eines ganzen Staates ist im Konzept des Eurosystems schlichtweg nicht vorgesehen. Insofern fühlen sich insbesondere deutsche Zentralbanker nicht zuständig. Dass die Märkte für Staatsanleihen der Peripherieländer schweren Marktverwerfungen ausgesetzt sind,

dürfte unstrittig sein. Diese Marktverwerfungen haben im Herbst 2011 auch wenig mit einer dramatisch verschlechterten fundamentalen Ausgangslage bei den Staatsfinanzen (s.o.) zu tun. Insofern ist der von deutschen Politikern gern mit dem Zeigefinger vorgebrachte Verweis, die Euro-Peripherieländer müssten ein geeignetes politisches Sparprogramm beschließen, dann würden die Zinsen wieder fallen, fast schon unanständig. Es gibt kein Sparprogramm, das die Märkte, wenn der Punkt der selbsterfüllenden Spekulation einmal überschritten ist, noch zur Räson bringen könnte.

Aus einer reinen Risikoperspektive betrachtet darf für die Notenbank ohnehin nichts mehr schiefgehen. Von den ersten 75 Mrd. €, die die EZB im Rahmen des SMP bis Herbst 2011 erworben hat, dürften mindestens die Hälfte auf Griechenland entfallen. Die „freiwillige“ Selbstverpflichtung der Banken beim Brüsseler Gipfel im Oktober 2011 bestand darin, mindestens 50% des Nominalwerts der Griechenland-Anleihen abzuschreiben. Die Wertpapiermärkte rechnen mit Marktpreisen von knapp 40% für einjährige Griechenlandanleihen mit einem noch größeren Abschreibungsbedarf. Die EZB sollte von der Verpflichtung des privaten Bankensektors ausgenommen sein und ihre Anleihen zu 100% erhalten. Dies birgt jedoch die Gefahr, dass private Nichtbanken von Athen ebenso mit 100% ausbezahlt werden wollen. Griechenland müsste diese Forderungen erfüllen, soll ein Default, der Kreditereignisse bei den Credit Default Swaps auslöst, vermieden werden. Andernfalls dürfte es langwierige Klagen gegen das Privileg der EZB geben. Von den 120 Mrd. €, die im Rahmen des SMP im Herbst 2011 erworben wurden, dürfte der überwiegende Teil auf spanische und italienische Staatsanleihen entfallen. Eine genaue Aufschlüsselung ihres Anleihenbestandes veröffentlicht die EZB nicht. 5-jährige Anleihen werden für beide Länder derzeit mit einem Preisabschlag von 10% bis 15% gehandelt. Die Bewertung zu Marktpreisen würde also für die EZB rechnerisch einen Verlust von rund 15 Mrd. € bedeuten. Zusammen mit den Griechenlandanleihen wäre mark to market ein Fehlbetrag in der Bilanz von mindestens 50 Mrd. € zu konstatieren.

Dieses Minus, sollte es realisiert werden müssen, was nicht mehr so unwahrscheinlich ist wie vor 18 Monaten, würde das haftende Eigenkapital der EZB überschreiten. Die Bank wäre dennoch nicht im klassischen Sinn bankrott, da diesem Verlust künftige Erträge aus der Geldschöpfung entgegen stehen. Die EZB könnte so lange zinstragende Wertpapiere gegen die Ausgabe zinslosen Zentralbankgelds kaufen bis die Zinsgewinne (Seignorage) die Verluste aus Wertpapierausfällen überstiegen. Dies unter der Voraussetzung, dass es genügend Staatsanleihen in Euroland gibt, die noch einen Zins tragen und nicht unmittelbar ausfallgefährdet sind. Wie Willem Buiter gezeigt hat², sind aber auch die langfristigen Seignoragegewinne begrenzt. Wenn zu viel Zentralbankgeld ausgegeben wird, geht die reale Geldnachfrage entsprechend zurück. Eine Zentralbank ist also dann nicht mehr zu retten, wenn ihr Geld von den Märkten trotz Notenmonopol nicht mehr angenommen wird.

So weit wird man es im Falle der EZB nicht kommen lassen. Wir trauen der EZB die Einsicht zu, dass sie die in jüngste Zeit vielbeschworene geldpolitische Bazooka spätestens dann herausholt, wenn entweder die Anleihen Spaniens oder Italiens unmittelbar auszufallen drohen. Dennoch ist aus unserer Sicht die Frage offen geblieben, wer die EZB rekапitalisiert, sollte sich ein Vermögensschaden nicht vermeiden lassen. Zwar ist theoretisch denkbar, auch mit buchhalterisch negativem Eigenkapital zu operieren. Über eine längerer Zeitspanne würde dies die Glaubwürdigkeit der EZB aber schwer erschüttern. Die Eigentümer der EZB, die nationalen Zentralbanken des Eurosystems, dürften als Retter ausfallen, da ihr Vermögensschaden im Fall der Fälle noch größer sein dürfte. Am wahrscheinlichsten wäre noch die Umbuchung von ausgefallenen Anleihen zum Nominalwert von 100% in den EFSF. Es ist aus unserer Sicht eine offene Frage, was passiert, wenn auch dessen Möglichkeiten erschöpft sein sollten.

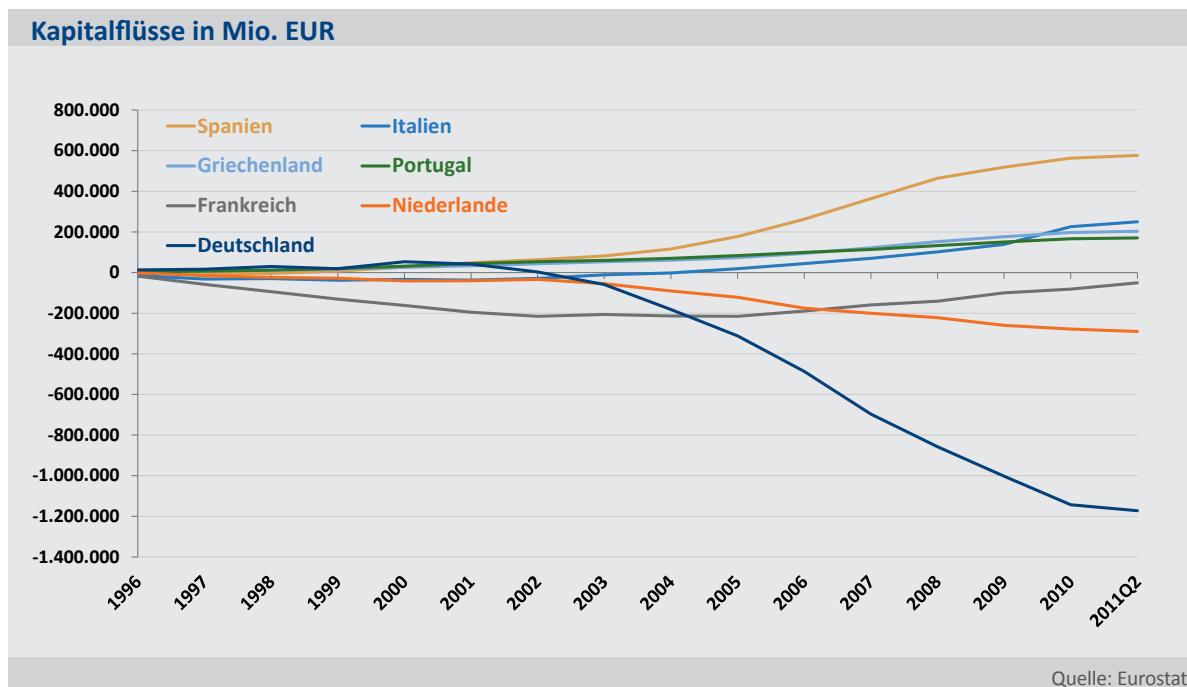
² Buiter, Willem (2008): Can Central Banks go Broke?, in: Centre for Economic Policy Research, Policy Insight No. 24, May 2008

E. Kapitalflüsse

Die Kapitalflüsse im Euroraum kannten in der Anfangszeit des Euro nur eine Richtung – von Deutschland und den Niederlanden in die südlichen Peripheriestaaten. Der starke Rückgang der Inflationsraten und des Zinsniveaus vor dem Beginn der Eurokrise löste in den südlichen Peripheriestaaten einen Aktien- und Immobilienboom aus, die bis zum Krisenjahr 2008 andauerten. Seit dem Frühjahr 2010 sind die langfristigen Kapitalzuflüsse in die Peripheriestaaten aber allmählich versiegt.

In einzelnen Krisenstaaten setzte sogar eine regelrechte Kapitalflucht ein. Da viele Marktteilnehmer in den Krisenstaaten einen Zusammenbruch des nationalen Bankensystems

Kapitalströme abgewickelt. Zieht ein Anleger beispielsweise von einer griechischen Bank einen Geldbetrag ab und transferiert diesen zu einem in Deutschland ansässigen Kreditinstitut, so fällt zunächst einmal die griechische Geldmenge, während die deutsche Geldmenge entsprechend ansteigt. Das Target-System zeigt einen Minus-Saldo der griechischen und einen Positiv-Saldo der deutschen Zentralbank an. Das griechische Bankensystem ist nach dem Geldabfluss unterfinanziert und steht vor der Entscheidung, entweder Kredite fällig zu stellen, was zu einem extremen Deleveraging und Credit Crunch in Griechenland führen würde, oder aber mit einem Kredit beim nationalen Lender of last Resort, der griechischen Zentralbank, den Geldabfluss zu kompensieren (Passiv-Tausch). In diesem Fall würde die griechische



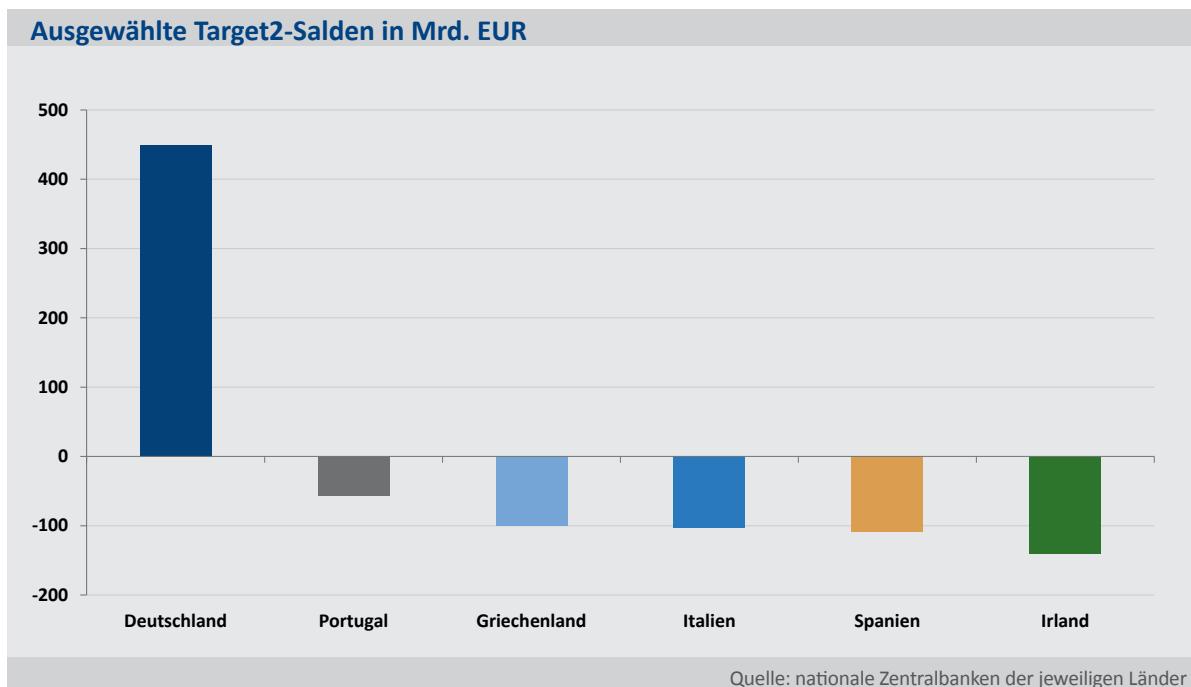
fürchteten, wurden insbesondere Bankeinlagen abgezogen und in die solider angesehenen Eurostaaten transferiert. Dieser Fluchtreflex spiegelt sich in der Entwicklung der nationalen Zentralbanksalden im Target2-System. Target steht für Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer. Das Target System verbindet also die nationalen Bankensysteme der einzelnen Eurostaaten. In ihm werden die grenzüberschreitenden

Zentralbank aufgrund der Kapitalabflüsse zusätzliches Geld von der EZB abrufen, um die Geldversorgung im Inland aufrechtzuerhalten. Auf der anderen Seite verfügen die deutschen Geschäftsbanken über mehr Sichteinlagen von Kunden als sie für die Kreditgewährung im Inland benötigen. Sie werden dementsprechend die Nachfrage nach Zentralbankgeld vermindern. Mit anderen Worten: das von der griechischen Zentralbank geschaffene Geld

ist nach Deutschland transferiert worden und hat dort das von der Deutschen Bundesbank geschaffene Zentralbankgeld verdrängt. Da das deutsche Bankensystem weniger Zentralbankgeld aus dem Eurosystem abruft, zeigt das Target-System ein entsprechendes Guthaben.

Die fortgesetzten Kapitalabflüsse aus einzelnen Euro-Staaten bilden auf Dauer zwei Problemkreise. Zum einen nehmen die Kreditrisiken im Euroraum zu, indem es Banken die Refinanzierung erlaubt, deren Geschäftsgrundlage mit dem Fall der Staatsanleihen ihres Heimatlandes zerstört wäre. Wie oben erwähnt fallen die Gewinne aus

Ende Oktober 2011 Zentralbankkredite an das deutsche Geschäftsbankensystem von lediglich 21,3 Mrd. Euro aus. Per Ende 2009 waren es noch 223,6 Mrd. Euro. Sollten diese komplett auf Null fallen, ließe sich eine Geldmengenerhöhung im Inland nicht mehr vermeiden, sofern man von dem extrem unwahrscheinlichen Falles eines Verkaufs von Assets der Bundesbank (Gold, Währungsreserven) absieht. Da das abfließende Geld in den Eurokrisenländern „nachgefüllt“ werden muss, um dort einen ungewünschten Deleveraging-Prozess zu vermeiden, blieben lediglich Kapitalverkehrsbeschränkungen, die einen ungewollten Anstieg der gesamten Eurogeldmenge verhindern könnten.



Seignorage und die Verluste, die sich aus dem Ausfall von Geschäftsbanken ergeben zunächst einmal auf nationaler Ebene an, werden aber anschließend mithilfe des Kapitalschlüssels an der EZB zwischen den NZB umverteilt. Sollten also griechische Geschäftsbanken ausfallen und die gestellten Sicherheiten nicht ausreichen, haftet die Gemeinschaft solidarisch nach dem Kapitalschlüssel (s.o.). Der zweite Problemkreis besteht darin, dass die Kapitalzuflüsse aus dem Ausland nicht infinit Zentralbankgeld im Inland verdrängen können. Die Deutsche Bundesbank wies per

Die Target-Salden haben in den letzten Monaten dramatische Ungleichgewichte ausgebildet. Auf dem Target-Konto der Deutschen Bundesbank ist ein Guthaben von mehr als 400 Mrd. € angewachsen, während in allen Krisenstaaten mit Ausnahme von Portugal negative Salden zwischen -100 bis -150 Mrd. € entstanden sind. Vor Beginn der Eurokrise im Sommer 2009 waren die Target-Salden noch nahezu ausgeglichen.

DIE OPTIONEN DER WIRTSCHAFTSPOLITIK

Die Analyse der wirtschaftlichen Fehlentwicklungen in der Eurozone hat gezeigt, dass es sich bei der gegenwärtigen Krise um vielschichtige, miteinander verwobene Problembereiche handelt. Der Kern dieser Krise sind die Verwerfungen an den Bondmärkten, die Italien, Spanien, Portugal, Irland und Griechenland von einer nachhaltigen Refinanzierung an den Bondmärkten abgeschnitten haben. Die Kapitalabflüsse aus den Bankensystemen, die entsprechende Schultsalden einzelner Zentralbanken aus den Krisenländern gegenüber der Bundesbank nach sich ziehen, sowie die Haftungsrisiken, die sich für die europäischen Zentralbanken daraus ergeben, sind nachgelagerte Problembereiche. Die Unterschiede in den Außenhandelsbilanzen und die unterschiedliche Leistungsfähigkeit sind die langfristig strukturellen Ursachen der Eurokrise. Ihre Lösung bedarf aber längerer Zeit, in der Regel mehrere Jahre wie das Beispiel Deutschlands in den Jahren 2002-2006 belegt. Diese Zeit wollen die Finanzmärkte der Eurozone derzeit aber nicht mehr geben. Die Politik muss also zweigleisig fahren. Kurzfristig muss sie Handlungsoptionen wahrnehmen, die geeignet sind, die Märkte zu beruhigen. Dafür müssten sich zumindest Spanien und Italien zu „vernünftigen“ Zinssätzen an den Bondmärkten refinanzieren können. Langfristig müssen jedoch die vielen strukturellen Schwächen der Eurozone, die die Staatsschuldenkrisen offenbart haben, gelöst werden.

Die kurzfristigen Handlungsoptionen

A . Der EFSF-Fonds: Die unausgerüstete Feuerwehr

Die Architekten der Eurozone hatten sich nicht vorstellen können, dass es einmal einer europaweiten Feuerwehr bedarf, um schwelende Brände bei den nationalen Staatsfinanzen zu löschen. Im EU-Vertrag von Maastricht, Artikel 104b (1) ist explizit festgelegt, dass die Staatsschulden Sache der einzelnen Euroländer sind und weder die Gemeinschaft noch ein einzelner Mitgliedsstaat für die Verbindlichkeiten eines anderen Landes haftet. Ein Haftungsverbund für die Schulden wurde somit ausgeschlossen. Die Rettung der angeschlagenen Banken wurde in der Krise 2008 als eine nationale Aufgabe interpretiert. Die Finanzkrise des Jahres 2011 lässt nationale Grenzziehungen jedoch kaum noch zu. Mit einem nicht mehr auszuschließenden Zahlungsausfall italienischer Staatsanleihen ist die Eurozone in ihrer Existenz gefährdet. Die europäischen Regierungen mussten mit dem Auftakt der Eurokrise im Frühjahr 2010 feststellen, dass es keine Institution gab, die krisenhaften Entwicklungen kurzfristig entgegenwirken konnte. Hektisch wurde deswegen am 7. Juni 2010 die European Financial Stability Facility, kurz EFSF als Gesellschaft Luxemburger Rechts gegründet. Die EFSF soll Ländern, die aufgrund hoher Zinssätze de facto vom Kapitalmarkt abgeschnitten sind, mit Krediten aushelfen. Die Gesellschaft kann am Primärmarkt als auch am Sekundärmarkt agieren. Sie ist von den Euroländern gemäß dem Kapitalschlüssel an der EZB mit Kreditgarantien ausgestattet worden und kann zur Finanzierung ihrer Aufgaben eigene Bonds am Kapitalmarkt emittieren, die von den großen Rating-Agenturen momentan noch mit der Bestnote AAA bewertet werden. Die EFSF kann maximal 440 Mrd. € aufnehmen.

Die EFSF ist bisher als Tiger gesprungen und als Bettvorleger gelandet. Derzeit befinden sich nur Portugal und Irland unter dem EFSF-Rettungsschirm, für Griechenland wurde von den Euroländern mit dem IWF ein separates

Bail-Out-Programm aufgelegt. Trotz dieser überschaubaren Aufgabe hat es die EFSF bisher nicht geschafft, die Staatsanleihenmärkte in beiden Ländern zu beruhigen. Die Kreditzusagen an Portugal und Irland belaufen sich momentan auf knapp 50 Mrd. €, wobei erst knapp 10 Mrd. ausbezahlt wurden. Dazu wurden 4 Bondtranchen begeben, wobei es bei der letzten Tranche von 3 Mrd. (Laufzeit bis 2022) große Schwierigkeiten gab, diese Anleihe zu platzieren.

Die EFSF ist an den Finanzmärkten bisher nahezu wirkungslos geblieben. Für die Aufnahme spanischer und italienischer Bonds ist die Gesellschaft ohnehin zu klein dimensioniert. Aber die EFSF hat an den Sekundärmarkten für die zwei Länder, für die Programme aufgelegt sind, noch nicht einmal der EZB ihren Feuerwehrjob abgenommen (s.u.). Dies ist völlig zu Recht von EZB-Präsident Draghi und Deutsche Bank Chef Ackermann angemahnt worden. Wenn die Gesellschaft schon Schwierigkeiten hat, 20 Mrd. € an den Finanzmärkten zu platzieren, ist eine starke Löschkraft der EFSF schwer vorstellbar.

B . Die EZB: Die unwillige Feuerwehr

Um die bisherige Rolle, die die EZB in dieser Krise gespielt hat, zu illustrieren, eignet sich unserer Meinung nach die Metapher der unwilligen Feuerwehr. Man stelle sich die Feuerwehr einer großen Stadt vor, in der ganze Stadtteile bereits lichterloh brennen und in der der Brand auf das Feuerwehrgebäude selbst überzugreifen droht. Die Feuerwehrleute stehen derweil vor den brennenden Gebäuden, heftig diskutierend, ob sie diesen Brand überhaupt löschen dürfen, welche Schlauchgröße sie benutzen sollen und wer das Löschwasser am Ende bezahlt. Von einzelnen Feuerwehrleuten wird eingeworfen, man könne es bei manchen Eigentümern ruhig noch ein wenig brennen lassen, da der Brand nicht unverdient sei, schließlich habe man die Eigentümer der Gebäude des öfteren im Bett rauchen sehen und dieser Brand werde ihnen lehren, das Rauchen in brandgefährdeten Gebäuden abzugewöhnen. Unter dem Druck

des Oberbürgermeisters und der Bevölkerung der Stadt einigen sich die Feuerwehrleute am Ende darauf, dass man eigentlich nicht zuständig sei, sondern die neugegründete andere Stadtfeuerwehr. Man würde interimweise löschen, jedoch nur mit dem kleinen Schlauch, da man den Wasserverbrauch und die endgültigen Kosten nur schwer abschätzen könne.

Das ist das traurige Bild, das die EZB bisher abgegeben hat. In der Tat ist es formal nicht die Aufgabe der EZB, einzelne Euroländer vor dem Staatsbankrott zu bewahren. Wie oben ausgeführt, liegt die Rolle des Kreditgebers der letzten Instanz bei den nationalen Notenbanken, die diese aber nur gegenüber in Not geratenen Geschäftsbanken spielen dürfen. Das Groteske dabei ist, dass sich Banken- und Staatsschuldenkrise in diesem Fall nicht trennen lassen. Die Banken sind ja gerade deswegen in Not, da sie Staatsschuldentitel halten. Nun hat die EZB mit der Auflegung des SMP (s.o.) bereits erste Schritte zur Krisenbewältigung unternommen. Sie hat es aber unterlassen mitzuteilen, welches Ziel sie mit diesem Programm eigentlich verfolgt. Hat dieses Programm das Ziel, die Marktpreise für spanische und italienische Anleihen so weit nach oben zu bringen, dass für beide Länder die Bondmärkte für die Refinanzierung offen bleiben und der EFSF die Refinanzierung der anderen Krisenkandidaten abdecken kann? Wenn ja, welcher Zinssatz für 10-jährige spanische und italienische Anleihen wird angestrebt? Bisher wirkt die EZB wie ein lahmer Handlungsgehilfe der Fiskalpolitik, der ohne klares Ziel nolens volens Staatsanleihen von Krisenländern kauft. So kann man sich in Märkten, die mittlerweile offen auf das Ende des Eurosystems und der EZB selbst spekulieren, keinen Respekt verdienen. Hier zeigt sich im Gegensatz zu US-Geldpolitikern, die oft auch in der Privatwirtschaft sich an den Kapitalmärkten erste Sporen verdient haben, eine gewisse Marktfeme der europäischen Geldpolitik. Den gleichen Eindruck hatten wir bereits im Jahr 2000 gewonnen, als die EZB unfähig oder unwillig war, den Absturz des Außenwerts des Euro auf in der Spalte 0,82 USD abzuwehren. Vielleicht sollten die Verantwortlichen sich bei

der Schweizer Nationalbank erkundigen, dass ein halbherziges Handeln - z.B. die mutlosen Versuche die Aufwertung des Schweizer Franken in der ersten Jahreshälfte 2011 zu verhindern - sich am Ende kontraproduktiv auswirken.

Was es nun bedarf, ist ein entschiedeneres Auftreten der EZB. Dazu müssen zunächst einmal die internen Differenzen beigelegt werden. Mittlerweile scheint auch in der EZB die Unsitte Einzug gehalten zu haben, kontroverse Ansichten zuerst über die Medien auszutauschen. Die EZB muss mit einer Stimme sprechen. Den deutschen Geldpolitikern muss klar werden, dass ein uneiniges und halbherziges Vorgehen am Ende mehr schadet als nützt. Die EZB sollte sich auf einen (Italien) oder maximal zwei (Spanien) zentrale Märkte des Eurosystems konzentrieren. Märkte, bei denen die Refinanzierungsfähigkeit für die Staatsfinanzen ohnehin in nächster Zeit nicht mehr hergestellt werden kann, sollten konsequent an den EFSF abgegeben bzw. die auslaufenden Anleihen nicht mehr prolongiert werden. Wir glauben, dass allein die Ausformulierung eines glaubwürdigen Ziels, das entschieden vertreten wird, die Märkte in die richtige Richtung bringen würde, wie das Beispiel der Schweizer Notenbank in 2011 nahelegt. Sollte dies dennoch nicht reichen, so können die Bemühungen der EZB durch eine Regulierung der Bondmärkte flankiert und abgesichert werden.

C . Marktregulierung: Die ungenutzte Feuerwehr

In Europa wird bereits massiv in die Wirkungsweise freier Märkte eingegriffen. Am 11. August wurde ein Leerverkaufsverbot für europäische Finanzaktien beschlossen. So dürfen keine direkten Short-Positionen auf italienische, französische, spanische und belgische Bankaktien mehr eingegangen werden. Mit eingeschlossen in das Short-Verbot sind auch börsengehandelte Terminkontrakte auf Indizes, die vorwiegend Bank- und Versicherungsaktien enthalten, so z.B. die an der europäischen Terminbörse EUREX gelisteten Futures auf

den Dow Jones Stoxx Banken- und den Dow Jones Stoxx Versicherungsindex. Grundsätzlich sind wir als aktiver Vermögensverwalter für ein freies Spiel der Märkte, da nur in diesem Fall ein Marktpreis zustande kommt, der die wirtschaftlichen Nutzenfunktionen einer großen Zahl an Marktteilnehmern abbildet. Im Falle eines Bankenruns, der im Jahr 2011 durchaus gegeben ist (s.o.), mag der direkte Markteintritt und ein Verbot von Short-Positionen ein angemessenes Mittel der Politik sein. In diesem Fall hat die Wirtschaftspolitik jedoch das falsche Instrument gewählt. Es gibt ja vor allem deswegen einen Run auf einzelne europäische Banken, da es eine unterliegende Flucht aus den Staatsanleihen einzelner Euroländer gibt. Es nützt wenig, die Aktienmärkte für Finanzwerte zu regulieren, wenn gleichzeitig Short-Positionen an den Märkten für Staatsanleihen weiterhin unlimitiert möglich sind.

Noch schlimmer für die Regulierung ist die Tatsache, dass die meisten dieser Short-Positionen nicht an organisierten Terminbörsen – so ist zum Beispiel der an der EUREX gehandelte Rentenfuture auf dreijährige italienische Staatsanleihen ein illiquides und für größere Anleger ungeeignetes Instrument - platziert sind, sondern überwiegend als Zinsderivate Over the Counter (OTC) begeben wurden. Über diese Instrumente haben die Regulierungsbehörden nur wenig Informationen. Gemäß der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) standen Ende des Jahres 2010 OTC-Derivate mit einem Nominalwert von 532.000 Mrd. USD, wovon allein 416.000 Mrd. USD auf Zinsderivate entfielen, aus. Die OTC-Märkte wuchsen seit Jahren zu einem Ungetüm heran, das Warren Buffet zu Recht als Massenvernichtungswaffe einstuft. Aus diesem Brutto-Markt-Exposure lassen sich die Nettopositionen der einzelnen Marktteilnehmer nur schwer abschätzen, da viele Finanzinstitutionen Absicherungswünsche ihrer Kunden nur durchhandeln, also eine äquivalente Long- und Short-Position einnehmen, die aber beide in der Ermittlung der Bruttokontraktgegenwerte gezählt werden.

Besonders in die Diskussion geraten sind zuletzt die Credit Default Swaps (CDS) auf Staatsanleihen der Krisenländer. Bei CDS zahlt der Käufer an den Versicherungsgeber eine Prämie und erhält dafür die Zusage, dass im Falle eines Zahlungsausfalls bzw. der Einstellung des Schuldendienstes (credit default) bestimmter Anleihen ein Geldbetrag vom Versicherungsgeber an den Käufer bezahlt wird. Dieser Zahlungsausfall wird von einem Komitee der Handelsorganisation für OTC-Derivate ISDA (International Swaps and Derivatives Association) festgestellt, welches für Europa aus 5 angelsächsischen Banken, 5 angelsächsischen Vermögensverwaltern sowie 5 europäischen Banken besteht. Wird die Schuldenkrise jedoch über einen „freiwilligen“ Schuldenschnitt gelöst und das Komitee entscheidet, dass kein Kreditereignis eingetroffen ist, gehen die Käufer von CDS-Versicherungen leer aus. Für diejenigen, die sich CDS als Absicherung für ein bestehendes Anleihenportfolio gekauft haben, ist dies besonders schmerhaft. Sie müssen ihre Anleihen teilweise abschreiben, erhalten aber im Gegenzug keine Zahlung vom Versicherungsgeber, da formal kein Kreditereignis ausgelöst wurde. Ebenso wie Marktteilnehmer, die ohne Anleihen zu besitzen auf einen Kreditausfall gewettet haben (Outright-Short), könnten sie als Versicherungskäufer ein Interesse daran entwickeln, dass das Kreditereignis auch tatsächlich eintritt. Damit sind einer selbsterfüllenden Spekulation Tür und Tor geöffnet. Die Wirtschaftspolitik, die ja gerade diesen Fall vermeiden will, könnte durch ein generelles Verbot von Outright-Shorts eine Short-Covering-Rallye, die die EZB durch gleichzeitige Käufe im Rahmen des SMP zusätzlich befeuern könnte, bei den Staatsanleihen der Krisenländer auslösen. Ist die technische Wende am Markt erst einmal vollbracht, dürften viele institutionelle Anleger und Versicherungen, die mit Bundesanleihen ihren Garantiezins nicht mehr gewährleisten können, mit auf den Zug aufspringen.

Das Problem der grenzüberschreitenden Kapitalflüsse, das die hohen Schuldsalden im Target-System generiert hat, ließe sich durch Kapitalverkehrskontrollen in den Griff bekommen. Der Abzug von Portfoliokapital aus

den Krisenländern könnte untersagt werden. Geldtransaktionen aus den Krisenländern könnten nur dann zugelassen sein, wenn ein realwirtschaftlicher Hintergrund nachgewiesen werden kann, was den administrativen Aufwand bei den involvierten Banken wohl massiv steigern würde. So könnten internationale Zahlungen bankseitig erst nach erfolgter Prüfung freigegeben werden. Ein solches Vorgehen ist heute bereits bei Hypothekenkreditauszahlungen nach Baufortschritt oder in der Exportfinanzierung nach ausgiebiger Dokumentenprüfung gang und gäbe bei Banken.

Als Ultima Ratio sollten auch direkte Zwangsmaßnahmen an den Bondmärkten nicht ausgeschlossen werden. In der Geschichte der Finanzmärkte kam es immer wieder zu Zwangsanleihen. In Deutschland mussten im Jahre 1923 in Abhängigkeit des persönlichen Vermögens Zwangsanleihen gezeichnet werden. Durch die Hyperinflation kam diese Maßnahme de facto einer Vermögenssteuer gleich. Im Jahre 1982 wurde eine Zwangsanleihe von der gerade neu ins Amt gekommenen Regierung Kohl versucht. Das „Gesetz zur Wiederbelebung der Wirtschaft und Beschäftigung und zur Entlastung des Bundeshaushalts“ wurde dann aber im November 1984 vom Bundesverfassungsgericht gekippt. Die zwangsweise Revolvierung von auslaufenden Anleihen ist aus unserer Sicht durchaus eine valide Option für die Eurokrisenstaaten. Die neu ausgegebenen Anleihen könnten zusätzlich für eine bestimmte Zeitspanne vom Verkauf ausgeschlossen werden (Lock Up Periode). Diese Maßnahmen würden auch gleichzeitig das Problem der Kapitalflucht inländischer Anlegergruppen entschärfen. Dabei muss der Einfluss der Rating-Agenturen eingegrenzt werden. Ein Länderrating für Staaten, die aufgrund des Zinsniveaus ohnehin schon de facto von den Bondmärkten abgeschnitten sind, ist sinnlos. Herabstufungen von Krisenstaaten verschärfen unnötigerweise den Run aus Staatsanleihen. Insofern spricht aus unserer Sicht nichts dagegen, das Rating zumindest für die Krisenstaaten auszusetzen.

Die langfristigen Handlungsoptionen

Die Hilflosigkeit der europäischen Politik im Umgang mit der nun fast zwei Jahre währenden Staatsschuldenkrise offenbart, dass es sich nicht nur um eine ökonomische sondern in erster Linie um eine politische Krise handelt. Die Politik ist bisher nicht in der Lage, die inzwischen verfahren Situation zu lösen, sei es aufgrund fehlender entscheidungsfähiger politischer Strukturen oder aufgrund bislang unüberwindbarer politischer Differenzen. Die im dritten Kapitel erörterten kurzfristigen Lösungsansätze diverser transnationaler europäischer Institutionen können der Wirtschaftspolitik lediglich Zeit verschaffen, die ihnen die Kapitalmärkte teilweise nicht mehr geben wollen. Gefragt sind in erster Linie die europäischen Regierungen, die neben der Gesundung der Staatsfinanzen vor allem eine Perspektive für eine im Euro-Verbund langfristig wettbewerbsfähige Volkswirtschaft der Krisenländer ermöglichen müssen. Die Politik hat aus unserer Sicht vier grundsätzliche Optionen:

1. Verbesserung der Schuldenquoten und Wettbewerbsfähigkeit der Krisenländer durch eine konsequente Deflationspolitik
2. Vollzug einer politischen Fiskal- und Transferunion
3. Ausscheiden eines oder mehrerer Länder aus der Währungsunion
4. Umfassende Monetisierung der Staatsfinanzen durch die EZB

Ad 1.: Deflationspolitik

Der Nachweis einer wirtschaftlich nachhaltigen Schuldenpolitik muss von allen Krisenstaaten geführt werden. Die Verbesserung der Haushaltsslage kann in den Krisenländern sowohl von der Ausgaben-, als auch von der Einnahmenseite angegangen werden.

Einschnitte beim verfügbaren Einkommen der Bevölkerung, z.B. aufgrund höherer Steuern, dürften kurzfristig, d.h. im ersten Jahr zu einem Rückgang des privaten Konsums und damit der gesamten Wirtschaftsleistung folgen. Ob dies ein lokal begrenzter Rückgang der Wirtschaftsleistung bleibt, dürfte vor allem davon abhängen, inwieweit die Wirtschaftsentwicklung in anderen Regionen (Asien, USA) ein Gegengewicht sein kann. Da insgesamt von einer weltweit expansiven Wirtschaftspolitik ausgegangen werden kann, dürften lokale Deflationspolitiken sich global nur in geringem Umfang auswirken. Um politische Proteste gegen Sparmaßnahmen abfedern zu können, bedarf es für die Regierungen in den Krisenländern einer möglichst breiten politischen Basis. In Italien, Griechenland und Spanien sind im Zuge der Verschärfung der Krise neue Regierungen in das Amt gekommen, die ein breites Mandat für die Krisenbewältigungsmaßnahmen vorweisen können. Für eine nachhaltige Akzeptanz der Reformmaßnahmen dürfte der Eindruck wichtig sein, dass diese nicht von der Europäischen Union aufgekauft, sondern nach dem eigenen Ermessen der lokalen Regierungen zustande kamen.

Eine Deflationspolitik in den Krisenländern müsste eine Absenkung der Reallohnneiveaus miteinschließen, um die Leistungsbilanzdefizite der Krisenländer zurückzuführen. Da die Inflationsrate in der Eurozone durch die EZB außerhalb des Zugriffs der einzelnen Länderregierungen gesteuert wird, kann dies nur durch Lohnzurückhaltung der Arbeitnehmer geschehen. In dieser Hinsicht ist Irland bereits die Wende gelungen. Das irische Leistungsbilanzdefizit hat sich von über -10 Mrd. € im Jahr 2008 bis ins Jahr 2010 sogar in einen Überschuss von 761 Mio. € gewandelt. Dies setzt aber voraus, dass Überschussländer wie Deutschland sich nicht gegen die Entwicklung von Geschäftsmodellen und die Entwicklung von Exportchancen sperren. Gefordert ist von den Geberländern eine Vision der langfristigen wirtschaftlichen Zusammenarbeit. Eine interessante Option könnte eine Art Marshall Plan für

die Krisenländer, der Hilfsleistungen vor allem auf der Seite der privaten Investitionen ansetzt, sein.³

Grundsätzlich stellt sich aber die Frage, ob die Krisenländer letztlich in der Lage und wirklich willens sind, eine auf Haushaltskonsolidierung und Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit hin ausgerichtete Deflationspolitik durchzuhalten. Denn ohne wirkliche und schmerzhafte Strukturreformen wird es nicht gehen und offen ist, ob die dazu notwendige konsensgestützte innenpolitische Stabilität in allen Euro-Peripherieländern auf Dauer gegeben ist.

Ad 2.: Fiskal und Transferunion

In einer Transferunion wäre die Konsolidierung der Staatsfinanzen nicht nur eine nationale, sondern eine transeuropäische Aufgabe. Den Krisenstaaten könnte durch die Emission von Eurobonds, für deren Erfüllung die Euroländer gemeinschaftlich haften, eine Refinanzierung am Kapitalmarkt offen gehalten werden. Dies würde den Krisenstaaten den unmittelbaren Reformdruck nehmen und Zeit für wirtschaftlich nachhaltige Lösungen geben. Gleichzeitig wäre für große internationale Investoren wie z.B. Staatsfonds und Notenbanken ein liquider Bondmarkt, der eine im Aggregat leistungsfähige Region der Weltwirtschaft mit vergleichsweise moderaten Staatsschulden repräsentiert, geschaffen. Es ist daher zu vermuten, dass Eurobonds vom Markt besser angenommen werden als die Emissionen des Hilfskonstrukts EFSF. Die Transferleistung bestünde darin, dass die „starken“ Euroländer einen Teil ihres Zinsvorteils bei der Refinanzierung teilweise an die Nehmerländer weitergeben. Sollte es zu Zahlungsausfällen kommen, würden durch die gemeinschaftliche Haftung weitere Transferzahlungen anfallen. Im Ausgleich dafür dürften sich die Geberländer Eingriffsrechte in die nationale Haushaltspolitik und Gestaltungsrechte für eine gemeinsame

Steuerpolitik einräumen lassen.

Gegen eine Fiskal- und Transferunion formen sich auf Seiten der Geber- und Nehmerländer erhebliche Widerstände. Innerhalb der Geberländer wächst der politische Unmut, für die wirtschaftlichen Versäumnisse der Krisenländer zu haften. In einigen Ländern wird und wurde mit antieuropäischen Parolen Wahlkampf geführt. Insbesondere in Deutschland sind die Vorbehalte der breiten Bevölkerung gegen weitere Transferleistung groß. Zudem sind durch die plakative Art der Medienberichterstattung alte Ressentiments wieder aufgebrochen. Es steht ernsthaft in Frage, inwieweit eine Transferunion in den Parlamenten der Geberländer politisch überhaupt durchsetzbar wäre. In Deutschland müssten zudem die Bedingungen des Bundesverfassungsgerichts erfüllt werden, das in seinem Urteil vom 07. September dem Deutschen Bundestag eine Haftungsübernahme für Willensentscheidungen anderer Staaten verbunden mit schwer kalkulierbaren Folgewirkungen untersagte und somit die Vergemeinschaftung anderer Staatsschulden ausschloss. In den Nehmerländern organisiert sich ebenfalls heftiger Widerstand gegen wirtschaftspolitische Bevormundungen aus Brüssel. In vielen Ländern gilt die Verwaltung in Brüssel als bürokratisches Ungeheuer und ist dementsprechend mit negativen Emotionen besetzt.

Angesichts dieses wachsenden Widerstands stellt sowohl die Frage der noch verbleibenden fiskalpolitischen Souveränität in den Nehmerländern als auch die Frage der Höhe potentieller Transferzahlungen in den Geberländern eine mögliche Bruchstelle der politischen Währungsunion dar. Hinzu kommt, dass mit einer vollzogenen Transferunion wohl auch die Diskrepanz in der Wettbewerbsfähigkeit der verschiedenen Volkswirtschaften tendenziell festgezurrt wird, womit mittelfristig wahrscheinlich erneut Sprengkräfte der Währungsunion Auftrieb bekommen.

³ Zum Beispiel der Vorschlag von Roland Berger Strategy Consultants: EURECA project. Hellenic Recovery Fund – a solution for Greece and Europe, Frankfurt, September 2011

Ad 3.: Ausscheiden von Staaten aus dem Euro

Das freiwillige Ausscheiden dürfte für die einzelnen Krisenländer die Ultima Ratio sein. Selbst wenn die Wiederauferstehung einer eigenen Währung technisch noch möglich wäre – Voraussetzung dafür ist eine nach wie vor intakte Infrastruktur zwischen nationaler Zentralbank und Geschäftsbankensystem, ähnlich dem in Deutschland noch bestehenden Heimatkontoverfahren, das erst Ende 2013 planmäßig abgeschafft werden soll – wäre eine schnelle Abwertung dieser neu eingeführten Währung wahrscheinlich. Die Staatsschulden, die vor der Währungsumstellung begeben waren, lauten in der Regel aber auf Euro. Für viele der Regierungen wäre es ein nicht zu stemmender Kraftakt diese Altverbindlichkeiten in einer relativ weichen Inlandswährung gegenüber dem harten Euro zu bedienen. Zudem wäre man gegenüber einem erneuten Angriff auf die Refinanzierungsfähigkeit des Staates am Markt relativ ungeschützt im Vergleich mit einem alternativen Verbleib in der Eurogemeinschaft. Für die einzelnen Krisenstaaten gebe es höchstens einen Anreiz, aus dem Euro auszutreten, *nachdem* die Staatsfinanzen mit Hilfe der Eurogemeinschaft saniert wurden. Für den Fall, dass ein „gesunder“ Mitgliedsstaat die Eurogemeinschaft verlassen will, ist in den Verträgen von Maastricht und Lissabon nichts explizit vorgesehen. Geregelt ist lediglich der freiwillige Austritt aus der Europäischen Union, dem der EU-Rat und das EU-Parlament zustimmen. In einem Beschluss des CDU-Parteitags in Leipzig am 14./15. November findet sich ein Passus, wie der freiwillige Austritt aus der Eurozone gehandhabt werden könnte: „Sollte ein Mitgliedstaat der Währungsunion dauerhaft nicht willens oder in der Lage sein, die mit der gemeinsamen Währung verbundenen Regeln einzuhalten, kann er freiwillig – entsprechend der Regelungen des Lissabonner Vertrags für ein Ausscheiden aus der EU – aus der Eurozone ausscheiden, ohne die Europäische Union zu verlassen. Er wird den anderen Mitgliedstaaten gleichgestellt, die nicht die Währung Euro haben.“

Das Problem an einem Austritt eines Krisenlandes aus der Währungsunion ist, dass damit unabsehbare Konsequenzen verbunden wären, für die Bevölkerung dieses Landes, für die Gläubigerbanken, für andere Euro-Länder sowie aufgrund der globalen Vernetzung der Banken und Versicherungen auch für das Weltfinanzsystem. Zwar dürfte die Wettbewerbsfähigkeit dieses dann mit einer Schwachwährung ausgestatteten Landes mittelfristig deutlich besser sein, aber dies zum Preis eines Staatsbankrotts mit großen Reputations- und Kollateralschäden.

Ad 4.: Monetisierung von Staatsschulden

Der Aufkauf von Staatsanleihen durch die EZB kann aus zwei Motiven erfolgen. Er kann als Feuerwehrmaßnahme gemeint sein, um extreme Verwerfungen an den Märkten für Staatsanleihen kurzfristig zu glätten. Aus diesem Motiv heraus ist das SMP aufgelegt worden. Die EZB würde für Euro-Kernstaaten kurzfristig zum Lender of Last Resort, schlichtweg deswegen, weil kurzfristig andere Alternativen fehlen. Sobald die Märkte sich beruhigt haben bzw. sobald andere politische Institutionen diese Aufgabe übernehmen können, sollte das Engagement der EZB sukzessive wieder zurückgeführt werden. Das zweite Motiv von Staatsanleihenkäufen könnte sein, bewusst höhere Inflationsraten zu generieren, um die eigene Währung im Innen- und Außenverhältnis zu schwächen. Auch Staatsanleihen von Ländern ohne Schuldenkrise würden mit dem Ziel vom Markt genommen, die Zentralbankgeldmenge dauerhaft zu erhöhen. Über längere Zeit würde dies in jedem Fall zu einer Asset Inflation führen, die sich über höhere Immobilien- und Rohstoffpreise ihren Weg mittelfristig auch in eine höhere Güterpreisinflation bahnen dürfte. Langfristig käme dies einer Inflationssteuer gleich und würde eine reale Entschuldung auf dem Rücken der Bondbesitzer bedeuten.

Gegen ein derartiges Politikansinnen, das zumeist von einer Zunft empfohlen wird, die Finanzprodukte zu verkaufen hat, hat sich die EZB bisher erfolgreich verwehrt. Eine so geartete Politik würde direkt der Aufgabenstellung und Zielsetzung der EZB widersprechen. EZB-Präsident Draghi hat zudem darauf hingewiesen, dass es einer langer Zeitspanne bedarf, um sich als Zentralbank eine gute Reputation aufzubauen und dass es umgekehrt nur wenige törichte Handlungen sind, die einen guten Ruf nachhaltig zerstören. Nun ist das mit der Reputation der EZB so eine Sache, wie die beiden aus unserer Sicht unsinnigen Zinsmaßnahmen im Sommer 2008 und Frühjahr 2011 belegen. Dennoch würde eine längerfristige Monetisierung aus unserer Sicht unannehmbar hohe Risiken bergen. Zum einen würden die Anstrengungen der europäischen Regierungen, die Haushalte zu konsolidieren vermutlich spürbar nachlassen, wenn die Zentralbank in guten wie in schlechten Zeiten Anleihen erwirbt. Nachhaltige Wachstumseffekte hätte ein derartiges Quantitative Easing Programm wohl kaum zu verzeichnen. Zu einer Belebung des Arbeitsmarkts ist die Geldpolitik ohnehin nicht in der Lage, eine Tatsache, die sich insbesondere die amerikanische Notenbank standhaft weigert, einzusehen. Mittelfristig würde Euroland wohl in dieselbe Nullzinsfalle abrutschen, in der sich die USA und Japan bereits befinden. Zum zweiten lässt sich eine derartige Politik wohl nur sehr schwierig austarieren. Die Zusammenhänge zwischen Zentralbankgeldmengenentwicklung und der Geldschöpfung der Geschäftsbanken sind keineswegs stetig. In den letzten zwei Jahren kamen die geldpolitischen Impulse nicht über den Vermögenskreislauf des Bankensektors hinaus. Bei einer nachhaltigen Emission von Zentralbankgeld durch Anleihenkäufe am Sekundärmarkt könnten die Inflationserwartungen plötzlich umschlagen und die Liquiditätshaltung würde sich in beschleunigte Käufe von Real Assets übersetzen. Die Inflationsraten könnten in diesem Fall unkontrollierbar werden.

Bewertung der verschiedenen Lösungsansätze

Die Handlungsoption Austritt aus der Währungsunion würde zwar eine Lösung darstellen, die aber mit unkalkulierbaren Risiken verbunden wäre. Außerdem besteht zumindest bislang der eindeutige politische Wille zur Euro-Zugehörigkeit in allen Peripherieländern. Ein derartiger Schritt wäre ein Eingeständnis des Scheiterns, sodass ein solcher Schritt allenfalls als eine negative Lösung anzusehen ist.

Die drei Handlungsoptionen konsequente Deflationspolitik in den Krisenländern, Vollzug der Fiskal- und Transferunion sowie Monetisierung der Staatsfinanzen stellen jeweils für sich isoliert keine tragfähige Lösung der Schuldenkrise dar, zum einen weil sie politisch nicht durchsetzbar sein dürften und zum anderen weil sie negative Nebeneffekte hätten. So würde beispielsweise durch eine unkontrollierte Monetisierung der Staatsfinanzen oder durch eine umfassende Transferunion der Anreiz zu einer unsoliden Haushaltspolitik gefördert werden. Aus der derzeitigen Pattsituation und aus dem bisherigen Verlauf der Krise zeichnet sich jedoch ein Weg zur Bewältigung der Krise ab, nämlich eine Kombination aus der jeweils teilweisen Umsetzung dieser drei Lösungsansätze. Ein Politik-Mix aus etwas mehr Transfer- und Fiskalunion, etwas mehr Strukturreformen und Haushaltskonsolidierung in den Krisenländern und etwas mehr unkonventionelle EZB-Geldpolitik könnte erfolgreich sein. Allerdings sind die Koordination und die Balance dieser Optionen schwierig und könnten unter dem latenten Druck der Finanzmärkte angesichts der Unzulänglichkeiten der europäischen Politik und wachsender politischen Sprengkräfte schnell scheitern.

Denn der bisherige Verlauf der Krise hat zwei Aspekte offenbart, erstens die Inkohärenz des politischen Systems Europa überhaupt und zweitens eine Fülle von vielschichtigen politischen Konfliktlinien, die jeweils das Scheitern des Euro-Systems hervorrufen könnten. So bestehen Konfliktlinien zwischen

Geber- und Nehmerländern um die Höhe von potentiellen Transferzahlungen und dem Maß an fiskalpolitischem Souveränitätsverlust, innerhalb der Geberländer aufgrund des wachsenden Widerstands gegen eine Transferunion, innerhalb der Nehmerländer aufgrund des wachsenden Widerstands gegen Sparbeschlüsse, zwischen allen Euro-Ländern um die Frage des richtigen Wegs, der Machtverhältnisse und der politischen Entscheidungsstrukturen in Europa, und letztlich zwischen EZB, Bundesbank und den Euro-Ländern um die richtige Rolle und Politik der EZB. Anhand dieser Konfliktlinien wird deutlich, auf welch dünnem Eis ein nur vom Konsens abhängiger schrittweise vorangeschobener politischer Prozess zur Lösung der Krise wandelt. Hinzu kommt, dass viele rechtliche Fragen in Europa, der Eurozone und ihren Institutionen unklar oder zumindest kompliziert sind.

Trotz alledem ist der politische Wille zur Einheit Europas und zur Währungsunion stark. Allerdings ist offen, ob die politischen Fliehkräfte angesichts der existenziellen Krise letztlich nicht doch die Oberhand gewinnen.

PROGNOSÉ 2012

Wir hatten vor einem Jahr an dieser Stelle einen erneuten Test des Zusammenhalts des Euroraums prognostiziert. Dieser Test hat im Jahr 2011 mit großer Wucht stattgefunden. Die Eurozone wird diesen Test überleben. Dabei wird es wahrscheinlich zu einer wesentlich schärferen Regulierung der Bondmärkte im ersten Halbjahr 2012 kommen. Deutsche Geldpolitiker werden sich an den Gedanken gewöhnen müssen, dass die EZB zumindest als Krisenfeuerwehr an den Bondmärkten gefordert ist und aus eigenem Überlebensinteresse ihre Bilanz weiter verlängern muss. Beide Maßnahmenpakete zusammen werden den europäischen Regierungen kurzfristig Zeit verschaffen, die Konsolidierung ihrer Staatshaushalte anzugehen. Eine gemeinsame Fiskalpolitik bleibt illusorisch. Die nationalen Vorbehalte gegen eine Maßregelung aus

Brüssel sind zu groß. Ein forciertes Vorgehen würde die Gefahr beschwören, dass alte Ressentiments aufbrechen. Entscheidend sind die Fortschritte in Italien und Spanien, die im Inland über diverse Politikoptionen verfügen. Die Austeritätsprogramme in Europa werden in dieser Region in 2012 für ein Wachstum nur unwesentlich oberhalb der Nulllinie sorgen. Der Einfluss Europas auf die Weltwirtschaft hängt in entscheidendem Maße davon ab, wie die Wirtschaftspolitik in den anderen Regionen der Welt agiert. In China zeichnet sich eine erneute Öffnung der Geldpolitik ab, nachdem sich die Wirtschaftsaussichten deutlich abgekühlt und der Preisauftrieb abgeschwächt hat. Die Geldpolitik in den USA dürfte nicht unwesentlich davon abhängen, wie stark die EZB ihre eigene Bilanz verlängern wird. Sollte die EZB nur zu geringen Konzessionen gezwungen sein, dürfte die amerikanische Notenbank vor dem Hintergrund des haushaltspolitischen Patts in den USA weiter akkomodativ bleiben.

Das Ende des Euro scheint in den USA eine beschlossene Sache zu sein. Selten haben wir ein Sentiment an den Währungsmärkten gesehen, das so einseitig in eine Richtung (short Euro) verzerrt war. In diesem Umfeld hat sich der tatsächliche Wechselkurs des Euro gut gehalten. Dies mag damit zu tun haben, dass die langfristig fundamentale Ausgangssituation in den anderen Hauptwährungsräumen US-Dollar und Japanischer Yen noch schlechter ist als in der Eurozone. Der Euro könnte aufgrund der Auflösung dieser übermäßigen Short-Positionen gerade in den letzten Wochen des Jahres 2011 bzw. in den ersten Wochen des Jahres 2012 positiv überraschen. Im weiteren Verlaufe dürfte sich die EZB gegen eine sukzessive Abschwächung des Euro jedoch kaum wehren dürfen. Wir erwarten bis zum Jahresende einen Gegenwert von 1,25 USD je Euro und 95 Yen je Euro.

AKTIENMÄRKTE IM SPANNUNGSFELD VON EUROKRISE UND KONJUNKTUR

Autoren: Markus Mezger, Björn Weigelt

Die Aktienmärkte sind 2012 divergierenden Kräften ausgesetzt. Auf der einen Seite steht die Krise bei den Staatsfinanzen einzelner Euroländer. Diese Krise könnte durchaus das Präludium zu einem allgemeinen Vertrauensverlust in Staatsanleihen führen, der nicht auf die Länder der Eurozone beschränkt ist. In Europa reagieren die Regierungen der Krisenländer *<gezwungenermaßen>* mit Sparprogrammen, die zumindest für 2012 dunkle Schatten auf die Konjunkturdevelopment in Europa werfen. Die Gretchenfrage für 2012 ist, inwieweit das Wirtschaftswachstum in anderen Regionen der Welt die rückläufige Entwicklung in Europa auffangen kann. Der erste Teil dieses Beitrags beschäftigt sich mit diesen Fragen. Auf der anderen Seite steht die Frage der relativen Bewertung von Aktien im derzeitigen monetären Umfeld. Die Chancen und Risiken von Aktieninvestments können nicht losgelöst von den Chancen und Risiken der Anlagealternativen insbesondere im festverzinslichen Bereich betrachtet werden. Der zweite Teil dieses Beitrags widmet sich diesem Thema.

KONJUNKTURZYKLICK: KONSOLIDIERUNG ODER ABSCHWUNG?

Europas Wirtschaft am Rande der Rezession

In Europa scheint sich die deutsche Meinung durchgesetzt zu haben, dass die Lösung der Staatsschuldenkrisen mittelfristig nur durch eine Konsolidierung der Staatshaushalte möglich ist. In einigen europäischen Ländern wurden unter dem Druck der Krise umfangreiche Austeritätsprogramme beschlossen. Alleine die geplanten Einsparungen in Deutschland und Italien haben ein Volumen von etwa

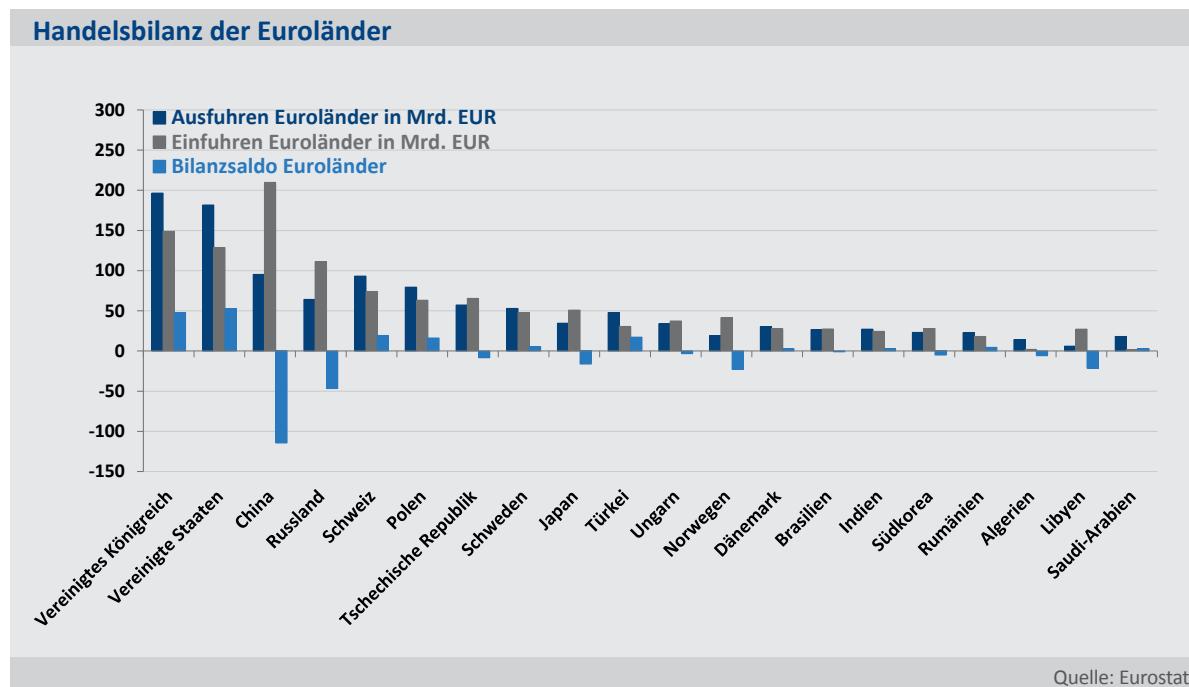
zwei Dritteln aller ausstehenden Schulden Griechenlands. In Italien sieht der sogenannte „Blut- und Tränenplan“ einen Mix aus Einnahmensteigerungen (Steuererhöhungen, Privatisierung von Staatseigentum) und Ausgabenkürzungen (Auflösung von Kommunen und Provinzen, Einfrierung von Beamtengehältern) vor. Diese Programme, wenn sie umgesetzt werden, bleiben natürlich nicht ohne Effekte auf die europäische Binnenkonjunktur. Bisher halten sich die innenpolitischen Proteste in den europäischen Ländern in Grenzen, möglicherweise auch deswegen, weil Alternativen fehlen. Wir glauben, dass die Bevölkerung in den meisten Ländern zu Einschnitten bereit ist, sofern der Eindruck einer Fremdbestimmung durch Brüssel vermieden wird. In Italien fielen Produzenten- und Konsumentenvertrauen nach dem Abgang Berlusconis besser aus als erwartet. Kurzfristig dürfte durch Konsumeinschränkungen in den Krisenländern jedoch Wachstum verloren gehen. Mittelfristig könnten sich die Programme in mehr Wachstum auszahlen, wie z.B. das in Deutschland damals ähnlich umstrittene Regierungsprogramm Agenda 2010 zeigt. Für 2012 erwarten wir in der Eurozone ein durchschnittliches reales Wirtschaftswachstum von +0,5%.

Entscheidend für die europäische Konjunktur wird sein, ob sich andere Weltwirtschaftsregionen von den kurzfristig negativen Impulsen in Europa abkoppeln können. In der EU leben zwar nur etwa 7% der Weltbevölkerung, jedoch ist sie als Gemeinschaft der grösste Exporteur und nach den USA der zweitgrösste Importeur der Welt. Die Handelsbeziehungen der Länder innerhalb der EU sind sehr eng verflochten, sodass zwei Drittel des Handels unter den Mitgliedsländern selbst stattfinden. An erster Stelle der wichtigsten Handelspartner steht die USA, gefolgt von China und Russland.

Die Hoffnung auf eine krisenresistente Konjunkturlokomotive wird sich also in erster Linie auf diese Volkswirtschaften beziehen. Die bilaterale Handelsbilanz der Eurozone mit China weist ein Defizit aus. Die schwachen Exportzahlen des Reichs der Mitte im Oktober und November lassen befürchten, dass die Eurokrise dort bereits angekommen ist. In Asien deuten mehrere Indikatoren einen Abschwung an, jedoch verfügt die Wirtschaftspolitik im Gegensatz zu Europa und den USA noch über genügend Munition, um diesen abzufedern.

Mal?) gelingen, einen zyklischen Abschwung zu vermeiden, obwohl die Frühindikatoren - u.a. der offizielle Einkaufsmanagerindex und die Version der HSBC - im November einen wirtschaftlichen Abschwung anzeigen.

Dieser Abschwung wurde aber vor allem durch eine restriktivere Wirtschaftspolitik ausgelöst. Es scheint, als haben die Behörden in Peking die Gefahr einer exzessiven Kreditausweitung Anfang des Jahres 2011 erkannt. In China funktioniert die Geldpolitik etwas anders als in den großen westlichen Volkswirtschaften. Nach

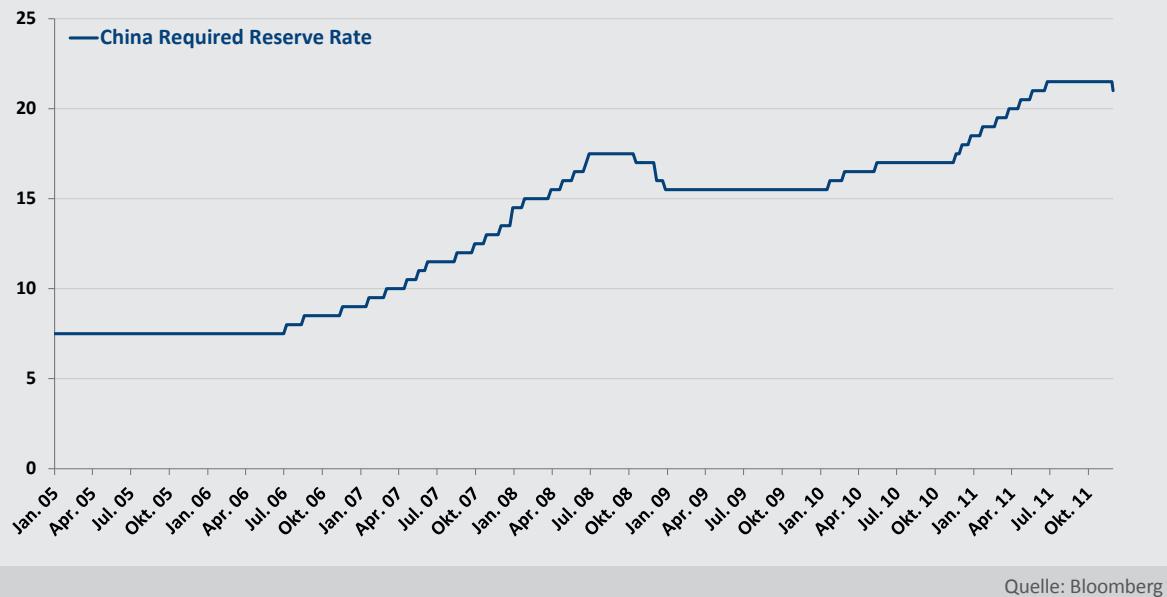


Soft Landing in Asien?

Wenn wir Soft Landing hören, dreht sich uns üblicherweise der Magen um. Dieser Begriff wird meistens dann ins Feld geführt, wenn man der ernüchternden Wahrheit eines vollen zyklischen Abschwungs nicht ins Auge schauen will. Ein Soft Landing ist umso unwahrscheinlicher, desto größer die vorangegangenen Übertreibungen waren. Und in China – das war ein Thema unseres letztjährigen Kapitalmarktausblicks – gibt es eine große Immobilienblase, die von dem reichlich verfügbaren Kreditangebot und negativen Realzinsen genährt wurde. Dennoch könnte es China in 2012 noch einmal (ein letztes

westlichem Standard wird bei der Geldpolitik die Geldmenge lediglich indirekt durch den Leitzins gesteuert. Da in China die grössten Banken ohnehin staatlich kontrolliert sind, wird die Geldmenge und Kreditvergabe der Geschäftsbanken hauptsächlich durch direkte behördliche Anweisungen gesteuert. Das primäre geldpolitische Werkzeug in China ist das Reserve Requirement Ratio (RRR), also die Mindestanforderungen an Reserven, welche eine Geschäftsbank bei der Zentralbank hinterlegen muss. Die chinesische Zentralbank (PBoC) begann Anfang 2010 mit den ersten Erhöhungen des RRR, welche vor allem 2011 akzentuiert wurden.

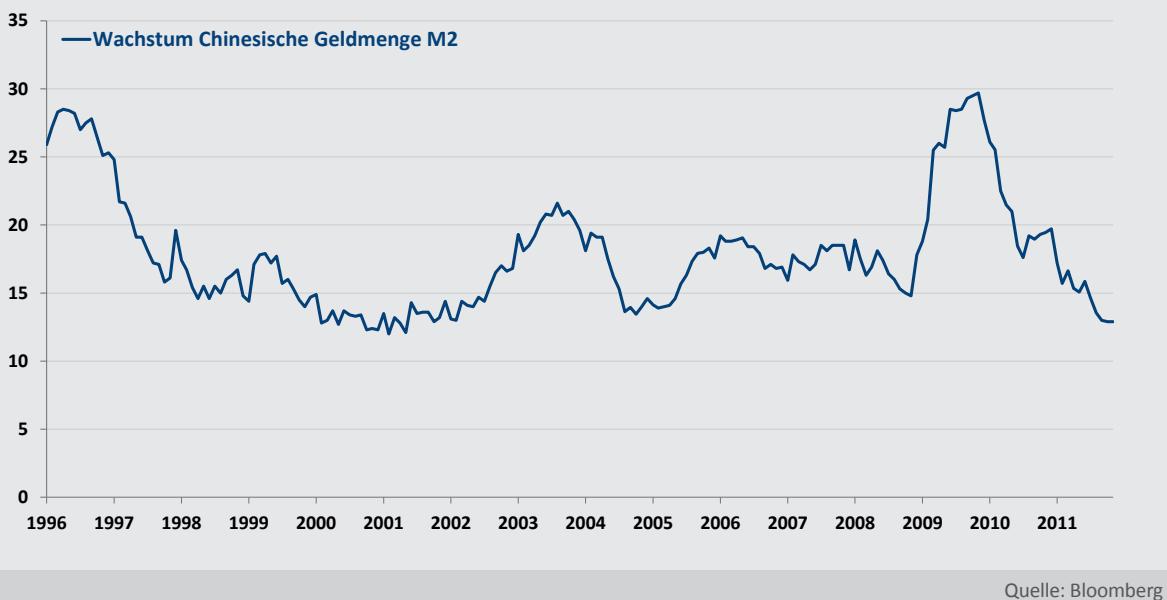
Mindestreserveanforderungen für Chinesische Banken



Die geldpolitischen Maßnahmen führten zu einer deutlichen Verlangsamung des offiziellen Kreditwachstums. Die Wachstumsrate der Geldmenge M2 ist von knapp 30% auf das Niveau des Jahres 2008 bei ca. 13% zurückgekommen. In der Konsequenz verlagerte sich die Kreditvergabe vom offiziellen Bankensystem in das Schattenbankensystem, wo teilweise Zinsen von 40% und mehr verlangt werden. Besonders

populär scheint dieses Schattenbankensystem in der Region von Wenzhou zu sein, wo Unternehmer mit ihren Familien aus Angst vor professionellen Schuldeintreibern einfach untertaucht sein sollen. Im Schatten der Eurokrise gingen auch Meldungen unter, wonach die Zentralregierung in diesem Frühsommer das heimische Bankensystem mit umgerechnet \$100 Mrd. stützen musste, da

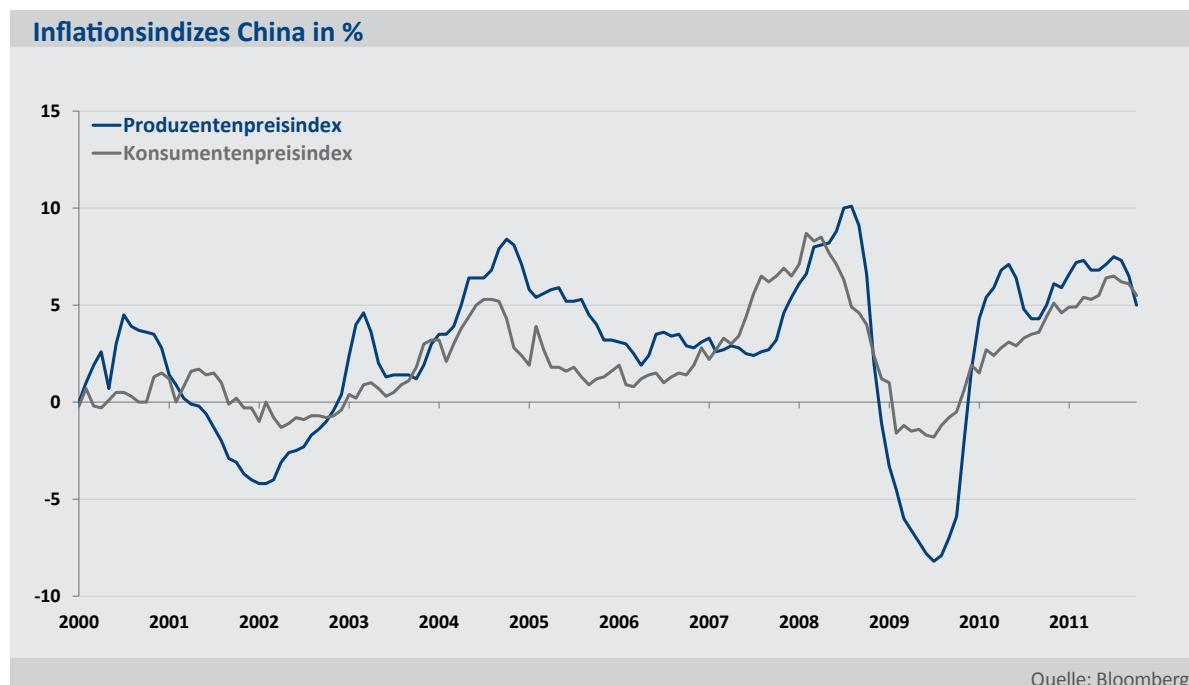
Jährliches Wachstum Chinesischer Geldmenge M2 in %



einige Provinzregierungen ihren Zahlungen nicht mehr vollumfänglich nachgekommen sind.

In jüngster Zeit mehren sich die Zweifel, ob die Geldpolitik nicht über das Ziel hinausgeschossen ist. Grundsätzlich ist es für die Wirtschaftspolitik ein großes Wagnis, aus einer Kredit- und Immobilienblase kontrolliert die Luft ablassen zu wollen. Mittlerweile häufen sich die Berichte, dass sich in einigen Regionen Chinas der Preisauftrieb bei Immobilien erheblich verlangsamt habe. Die Aktien von Immobilienentwicklern in China stehen stark unter Druck, der Absatz von Immobilienprojekten stockt für chinesische Verhältnisse. Von der Inflationsseite her scheint eine weitere Straffung der Geldpolitik an diesem Punkt nicht mehr notwendig. Im Zuge nachgebender Rohstoffpreise haben die Wachstumsraten der Produzentenpreise nach unten angedreht. Und auch die offiziellen Inflationsraten, die allerdings eine Reihe administrierter Preise enthalten, waren zuletzt rückläufig.

lokalen Regierungsvertretern und dem State Council Ende Oktober eine allgemeine Wende der Wirtschaftspolitik eingeleitet. Als Aussenstehender ist es nicht so einfach, die komplizierten innenpolitischen Verflechtungen und verschiedenen Interessen der Behörden nachzuvollziehen. Generell lässt sich aber feststellen, dass die Interessen der PBoC und jene der Zentralregierung nicht unbedingt konvergent sind. Die PBoC schien bisher gewillt zu sein, einen übermäßigen Kreditwildwuchs einzudämmen. Demgegenüber stehen die Interessen der Regierung, welche primär den Arbeitsmarkt und die Beschäftigung im Auge hat und entsprechend eher einer lockeren Geldpolitik zugeneigt ist, zumal 2012 in China „Wahlen“ anstehen. Die Waagschale hat sich Ende November einer expansiveren Geld- und Fiskalpolitik zugeneigt, wie eine erste Senkung des RRR um 0,5% am 30. November 2011 zeigt. Wir sehen in den nächsten Monaten genügend Spielraum für eine weitere Rückführung des RRR. Auch bei der Fiskalpolitik ist durch Steuersenkungen und Ausgabenerhöhungen



Nachdem Mitte Oktober 2011 der restriktive wirtschaftspolitische Kurs von offizieller Seite noch einmal bekräftigt wurde, hat Premier Wen mit seinen Auftritten vor

eine expansivere Ausrichtung wahrscheinlich.

Geld und Fiskalpolitik zusammen genommen könnten die Konjunktur in China 2012 noch

einmal retten. Langfristig bleiben wir bei unserer Prognose, dass auch diese Kreditblase in Tränen enden wird. Der Startschuss für die große Krise dürfte jedoch erst fallen, wenn aufgrund zu expansiver Geldpolitiken in den USA und Europa die Inflationsentwicklung in China wieder anzieht und die chinesische Regierung sich erneut zu

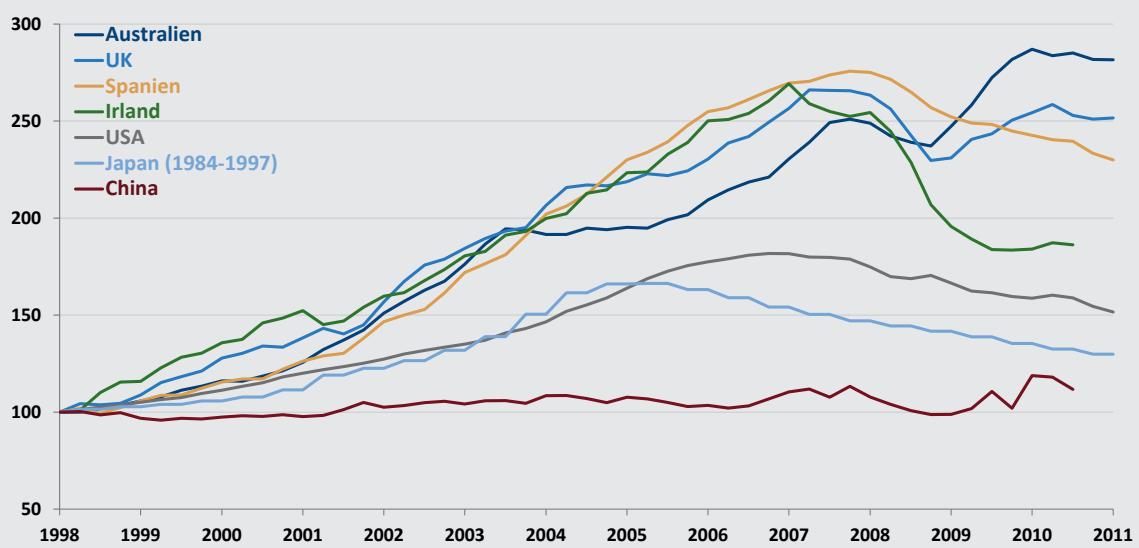
einer restriktiveren Politik genötigt sieht. Wenn sich unsere Rohstoffprognose bewahrheitet, könnte dies bereits wieder ab dem zweiten Halbjahr 2012 der Fall sein. Die chinesische Wirtschaftspolitik steht dann vor einem unlösbaren Zielkonflikt.

Australien

Australiens wirtschaftliche Situation ähnelt jener Grossbritanniens vor der Finanzkrise. Wie die meisten angelsächsischen Länder weist auch Australien ein Leistungsbilanzdefizit aus. Das ist umso erstaunlicher, da Australien als grosser Rohstoff-Exporteur einer der grossen Gewinner des China-Booms war. Andererseits war genau dieser Boom von Rohstoffexporten nach China der Haupttreiber der australischen Konjunktur des letzten Jahrzehnts. Die Leistungsbilanzdefizite ließen sich in der Vergangenheit problemlos durch einen hohen Zufluss von Portfoliokapital finanzieren. Durch das im relativen Vergleich sehr attraktive Zinsniveau war Australien ein äusserst beliebtes Ziel für renditehungrige internationale Anleger, die Carry-Trade-Strategien verfolgten. Zudem kauften auch vermehrt Zentralbanken aus boomenden Schwellenländern mit hoher heimischer Inflation (Brasilien, Indien, Asien etc.) australische Wertpapiere, um die aus Währungsinterventionen erstandenen Währungsreserven effizienter anzulegen. Wenn beispielsweise die brasilianische Zentralbank am

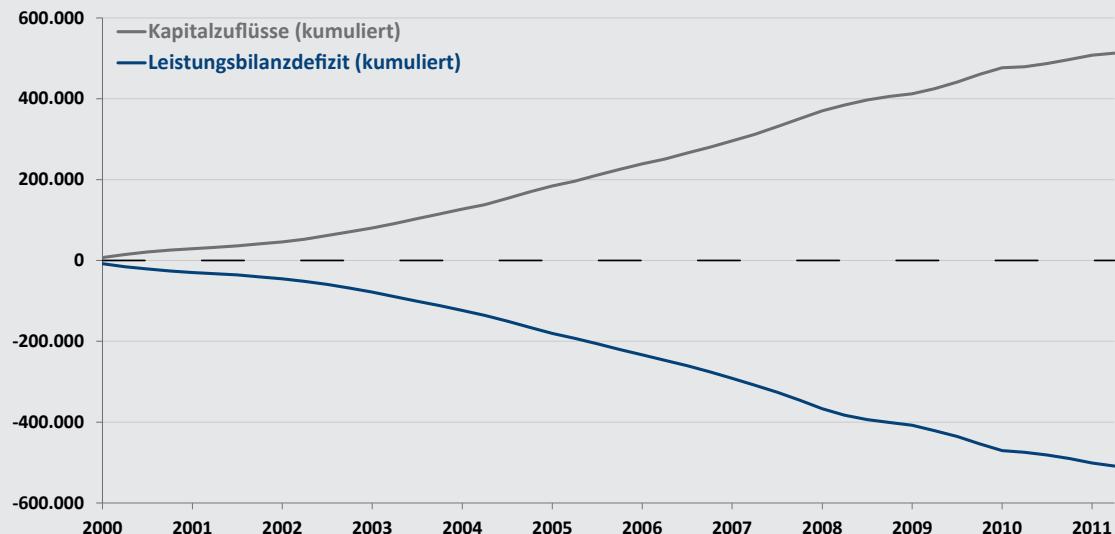
Währungsmarkt interveniert, um den Real gegenüber dem USD abzuwerten (oder den Aufwertungsdruck abzubremsen), so entstehen erhebliche Sterilisierungskosten, da ihre Schuldverschreibungen gegenüber dem heimischen Bankensystem viel höher verzinst werden müssen (wegen höherem Inflations- und Zinsniveau) als ihre erworbenen Anlagen in USD an Rendite bringen. Dementsprechend haben diese Zentralbanken in einem zweiten Schritt USD gegen hochverzinsliche Währungen wie den Australischen Dollar getauscht. Die starken Kapitalzuflüsse lösten im Inland einen Kredit- und Immobilienboom aus. Mittlerweile übertrifft die Immobilienblase in Australien sämtliche Immobilienblasen der letzten Jahrzehnte, inklusive denen in den USA, Irland und Spanien. Um das Wirtschafts- und Kreditwachstum sowie den boomenden Häusermarkt der letzten Jahre zu kontrollieren, hat die Reserve Bank of Australia (RBA) im Oktober 2009 mit einem Zinserhöhungszyklus begonnen, welcher die Leitzinsen von 3% bis auf 4,75% im November 2010 brachte. Durch das

Immobilienpreise indexiert auf 100 per 1998



Quelle: BIS, Bloomberg

Kapitalflüsse und Leistungsbilanz Australien in Mio USD

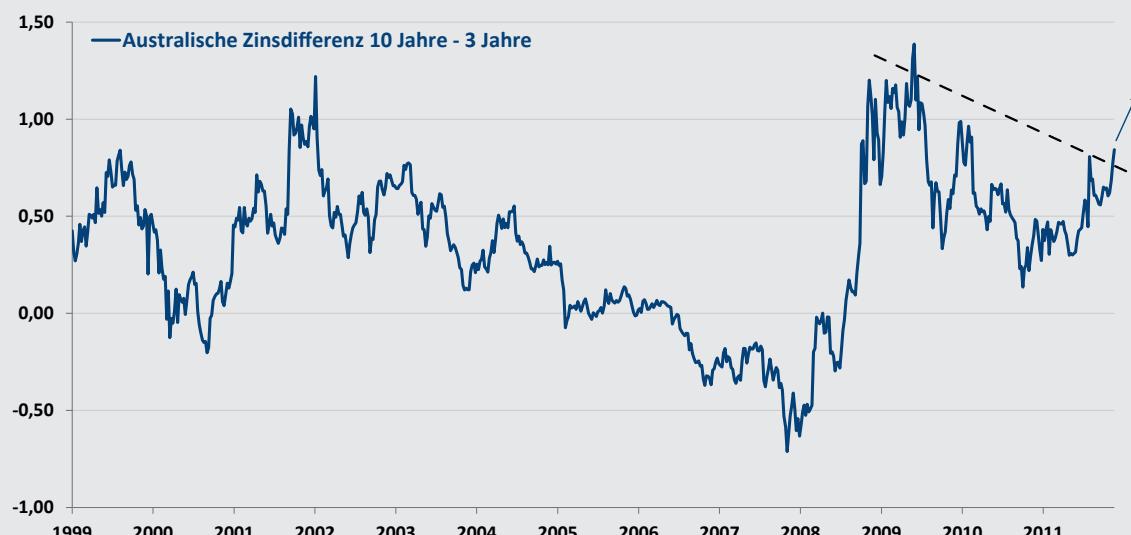


Quelle: BIS

Eintrüben der heimischen Wirtschaftsentwicklung sowie der Abkühlung der chinesischen Rohstoffnachfrage sah sich die RBA gezwungen, diesen Zinserhöhungszyklus zu beenden und senkte den Leitzins im November 2011 erstmals auf 4,5%. Wir erkennen im australischen Immobilienmarkt klare Merkmale einer Blase und erwarten, dass die RBA auch im nächsten Jahr die Zinsen weiter senken wird. Wir gehen deshalb von einer weiteren Versteilierung der australischen Zinskurve aus. Im

Kontext einer international schwachen Konjunktur würde dies nicht ausreichen, um das Platzen der Immobilienblase hinauszuschieben. Entscheidend wird sein, ob China durch seine eigene wirtschaftspolitische Öffnung noch einmal ein Aufschub gelingt. Selbst in diesem Fall wird Australien nur noch wenig Zeit gewinnen, bevor ein schmerzhafter, jahrelanger Anpassungsprozess einsetzt. Wir glauben, dass Australien mittelfristig eine der aussichtsreichsten Short-Wetten ist.

Australische Zinsdifferenz 10 Jahre – 3 Jahre in Prozentpunkten



Quelle: Bloomberg

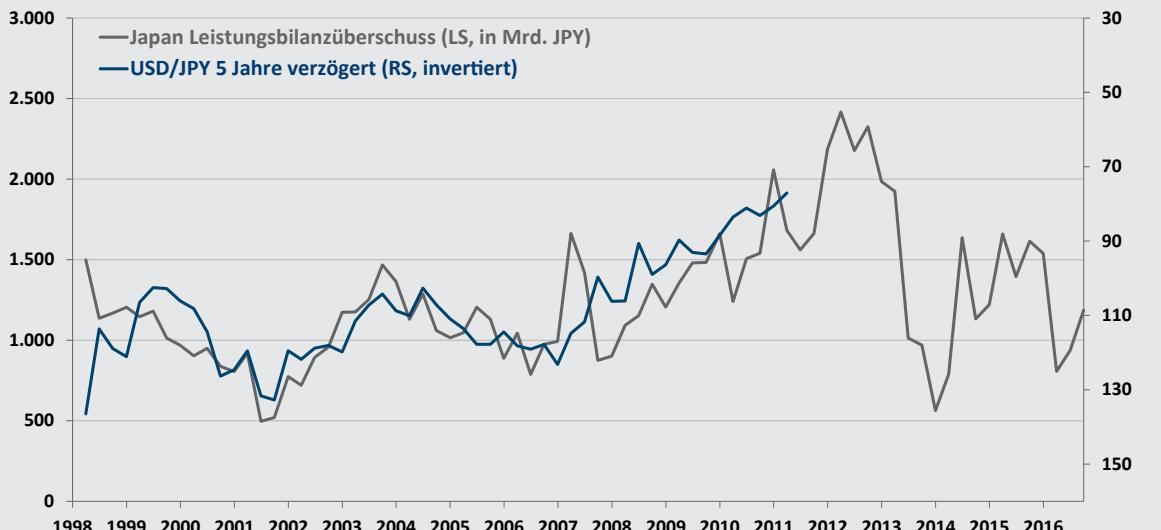
Stärke der heimischen Währung wird japanische Wirtschaft 2012 belasten

Seit Jahren kommt das japanische Wirtschaftswachstum nicht richtig in Fahrt. Das liegt sowohl an der starken Währung als auch an der Strukturschwäche der Volkswirtschaft. Die notwendigen Reformen nach dem Platzen der Blase Ende der 1980er Jahre wurden seit 20 Jahren durch wirtschaftspolitische Wiederbelebungsversuche der Nachfrageseite dauernd hinausgezögert. Die Folge davon ist, dass die damalige große Verschuldung im Privatsektor im Verlaufe der Zeit auf den öffentlichen Sektor übertragen wurde. Das schreckliche Erdbeben und die nukleare Katastrophe in diesem Jahr dürften im Zuge der Wiederaufbauarbeiten vordergründig positive Wirtschaftsimpulse auslösen. Jedoch kommen aus dem Umfeld der japanischen Zentralbank (BoJ) Signale, dass nach 20 Jahren erfolgloser staatlicher Wirtschaftsprogramme die Zeit gekommen sei, den Fokus auf die Angebotsseite zu legen. Durch konjunkturstützende Massnahmen sind Unternehmen künstlich am Leben erhalten worden. Aus diesem Grunde versucht die BoJ anscheinend mit Hilfe einer starken Währung die Umstrukturierung im

Unternehmensbereich zu forcieren. Die von westlichen Marktbeobachtern und einzelnen japanischen Unternehmen (Toyota) vorgebrachten Forderungen nach einer Währungsabwertung werden von der BoJ aus zwei Gründen überhört. Erstens haben die Behörden durch die Überalterung der Bevölkerung nicht unbedingt das Wählermandat um Inflation zu erzeugen, da es sich für die Rentner in einem deflationären Umfeld besser von den Ersparnissen leben lässt. Zweitens würde eine erhöhte (erwartete) Inflationsrate bei einer Staatsverschuldung von knapp 200% des BIP große Refinanzierungsprobleme für die Regierung auslösen. Dementsprechend halbherzig fielen die Interventionsversuche am Devisenmarkt bisher aus. Es scheint, als ob die BoJ bereit ist, eine weitere Aufwertung des Yen zu tolerieren, solange sie in kontrollierten Bahnen verläuft. Solange ein Leistungsbilanzüberschuss besteht, wird die Yen-Stärke ohnehin nur schwer zu beenden sein. Gemäß untenstehender Grafik dürfte hier jedoch erst Ende 2012/Anfangs 2013 eine Trendwende einsetzen.

Durch die von der BoJ anvisierten Strukturreformen auf der Angebotsseite dürfte das japanische Wirtschaftswachstum weiterhin moderat zwischen 0% und 1% bleiben. Die

Japanischer Leistungsbilanzüberschuss und JPY/USD



Quelle: Bloomberg

Yen-Stärke der letzten 12-18 Monate hat noch einen weiteren Grund. Bis vor kurzem waren die heimischen Banken die größten Käufer und Halter von JGBs. Durch die Ereignisse in Europa haben diese ihre JGB-Käufe jedoch verlangsamt oder sogar Bestände reduziert. Das blieb soweit ohne größere Auswirkungen auf den JGB-Markt, da vor allem China (aber auch andere Notenbanken) vermehrt als JGB-Käufer in die Bresche gesprungen sind. Durch eine reale Abwertung der eigenen Währung gegenüber dem Yen konnte man dem politischen Druck der USA streckenweise entgegenkommen und nominal etwas gegenüber dem USD aufwerten. Wenn sich nun aber der Trend fortsetzt, dass die Inländer ihre JGB-Bestände reduzieren und dafür Ausländer einspringen, dann wird in nicht allzu ferner Zukunft auch Japan in eine Verschuldungskrise à la Europa geraten.

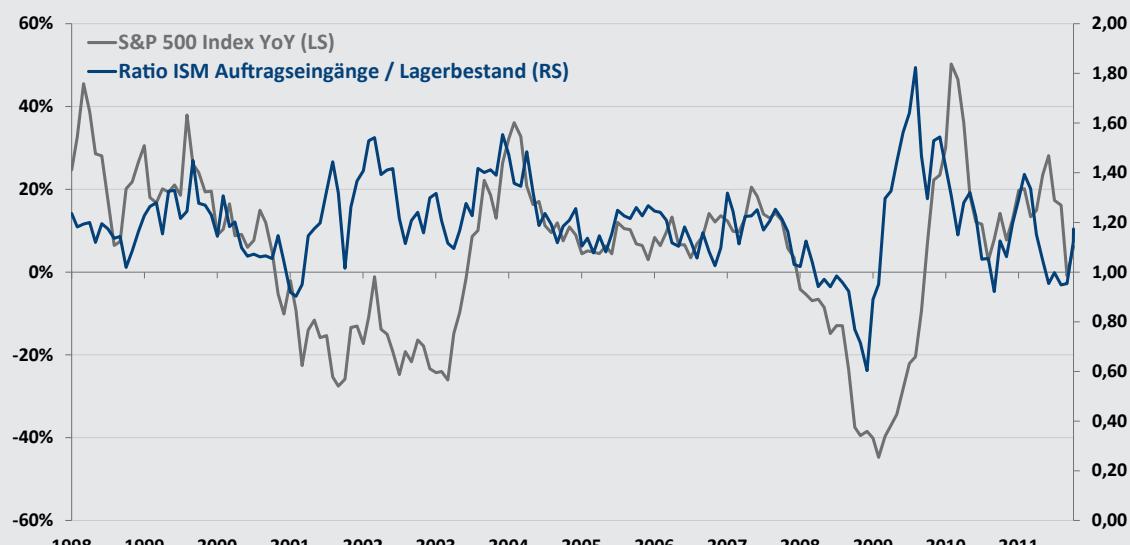
Widerstandsfähige US-Konjunktur

In den USA haben die Konjunkturdaten zuletzt auf allen Ebenen positiv überrascht. Der von der Citibank berechnete Surprise Index für US-Makrodaten ist in den letzten Monaten nach oben geschossen. Dies ist umso erstaunlicher, da

sich gleichzeitig die Nachrichtenlage in Europa und Asien eher eingetrübt hat. Der Arbeitsmarkt befindet sich im Expansionsmodus. Die wöchentlich berichteten Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe zeigen eine rückläufige Tendenz und befinden sich auf einem Niveau, das historisch mit einem Wirtschaftswachstum von 2,5% einherging. Die Lage am Immobilienmarkt scheint sich zu stabilisieren. Das Konsumentenvertrauen, das sich im Aufschwung des Jahres 2009 kaum erholt hatte, hat in den letzten 2 Monaten erste Lebenszeichen von sich gegeben. Der private Konsum zeigte sich relativ robust, allerdings zum Preis einer kurzfristig nachgebenden Sparquote.

Für die Aktienmärkte ist noch wichtiger, dass sich in den letzten Monaten auch die Stimmung im Unternehmenssektor gedreht hat. Die Einkaufsmanagerindizes für das Verarbeitende Gewerbe als auch für den Dienstleistungssektor haben sich deutlich über der Expansionsschwelle stabilisiert. Auch sie signalisieren ein reales Wirtschaftswachstum um ca. 2,5%. Als eines der besten Konjunkturbarometer hat sich historisch das Verhältnis von vorlaufenden und nachlaufenden makroökonomischen Indikatoren erwiesen. Beim Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe ist die vorlaufende Komponente Auftragseingänge um volle

S&P 500 und ISM Komponenten



Quelle: Bloomberg, Magma Capital AG

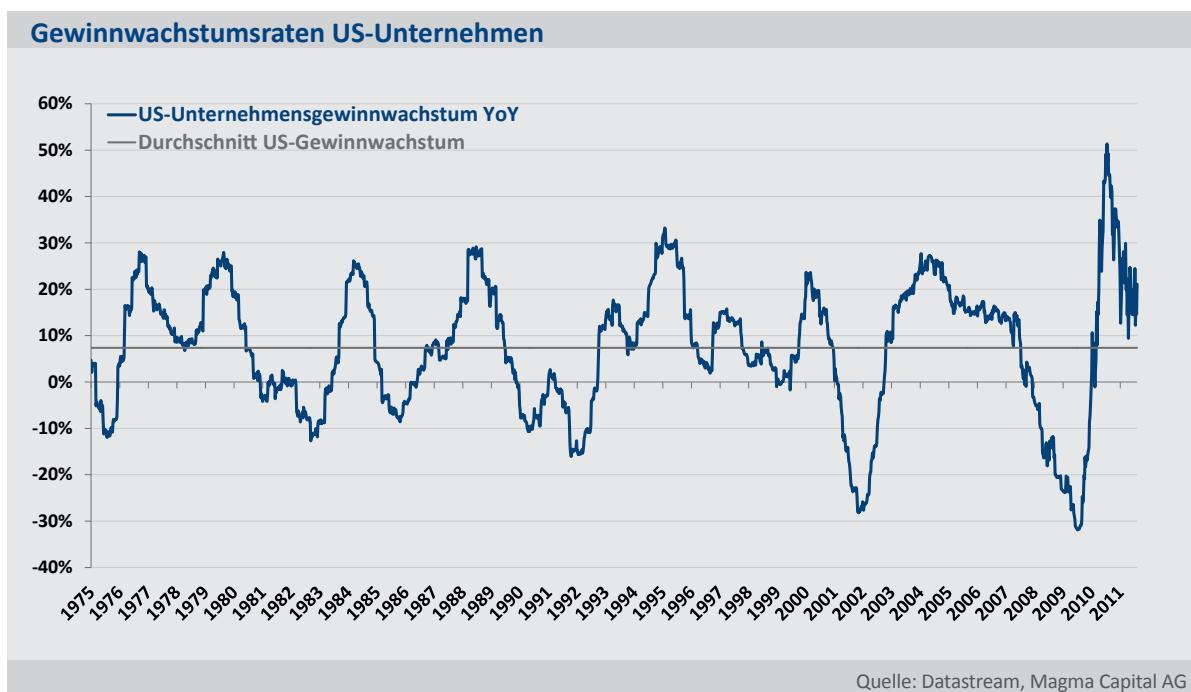
sieben Punkte angestiegen, während die nachlaufenden Komponenten Lagerbestände und Preise deutlich gefallen sind. Unser Long/Short-Modell für US-Aktien hat dadurch aus dem Minusbereich ins Plus gedreht und empfiehlt aktuell eine Aktienübergewichtung von 17%.

Alles in allem sehen wir die Weltwirtschaft nicht in die Rezession fallen. Unser best guess ist ein leicht unterdurchschnittliches Weltwirtschaftswachstum von knapp unter 3%. Wir sehen zumindest in 2012 auch noch kein Auseinanderbrechen des Euro und tendenziell eher eine Beruhigung der Märkte in den Euro-Krisenländern. Das Wachstum der Unternehmensgewinne, exemplarisch für die USA dargestellt, ist mit den Makrodaten zwar zurückgekommen, befindet sich aber immer noch über dem langjährigen Durchschnitt von 7,5%. Für die Aktienmärkte gibt es daher aus zyklischer Perspektive keinen Grund, einen Baissetrend auszubilden. Die Frage wird sein, ob die relativen Bewertungsniveaus andererseits große Kurssprünge nach oben erlauben.

RELATIVE BEWERTUNG VERSPRICHT 2012 EIN GUTES AKTIENJAHR

Aktien werden von Liquiditätsgtriebener Asset Inflation profitieren

Es ist das Grundthema des diesjährigen Kapitalmarktausblicks, dass eine schrittweise Öffnung der europäischen Geldpolitik und eine Schwächung des Euro (vgl. dazu unseren Beitrag „Die Zukunft des Euro“) die wahrscheinlichste Variante für 2012 ist. Da im US-Wahljahr weder von der US-Fiskalpolitik noch von der US-Geldpolitik eine restriktivere Gangart zu erwarten ist und die japanische Wirtschaftspolitik lediglich eine moderate Aufwertung des Yen tolerieren wird, wird der von den Notenbanken bereit gestellte weltweite Liquiditätsrahmen ein günstiges Umfeld für Aktien bieten. Aufgrund der Marktverwerfungen bei Staatsanleihen wurde diese Liquidität vorwiegend in als sicher geltenden Anlagen, in



Bundesanleihen und US Treasuries, geparkt. Aktien und Rohstoffe, die eigentlichen Profiteure einer langfristig inflationären Geldpolitik, wurden hingegen aus „Risikoüberlegungen“ liquidiert. Sobald die Politik eine glaubwürdige Strategie zur Bewältigung der Eurokrise anbieten kann, wird dieses Geld in die momentan als „risikoreicher“ geltenden Anlageklassen (Euro-Peripherieländer, Aktien, Rohstoffe) zurückfließen. Und sollte keine Beruhigung der Eurokrise gelingen, ließe sich die Perzeption von Bundesanleihen als sicherer Hafen nicht halten. In diesem Fall müsste aus „Risikoüberlegungen“ das Geld aus Bundesanleihen in alternative Investments fließen. Wir sehen jedoch klar die erste Variante als wahrscheinlicher an.

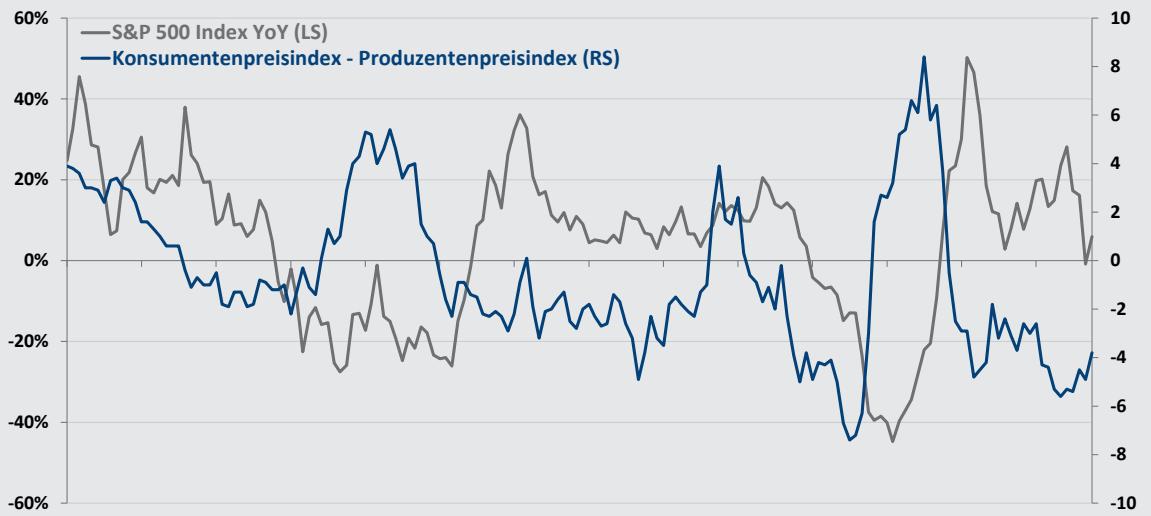
Das Backtesting der Zentralbankgeldmengenentwicklung gegenüber der Aktienperformance zeigte in den letzten Jahrzehnten nur einen mäßigen Erfolg. In einer Welt mit weitgehend freiem Kapitalverkehr kennt die Zentralbankgeldmengenschöpfung keine nationalen Grenzen. Wir haben deswegen die einzelnen Zentralbankgeldmengen aus den USA, Eurozone, Japan, UK, Russland und China zu einem weltweiten Zentralbankgeldmengenindex zusammengefasst. Die generelle Vermutung, immer nur dann Aktien zu kaufen, wenn der Geldmengenindex überdurchschnittlich wächst führt historisch nur zu kleinen Überrenditen. Das Modell versteht weder die Bewegungen der 80er Jahre und verpasst ebenfalls die Aktienhausse von 2003 bis 2007. In den letzten drei Jahren hingegen generierte ein derartiger Investmentansatz eine sehr gute Performance. Die Grundproblematik dieses Vorgehens ist, dass geldpolitische Maßnahmen wie im Herbst 2010 wesentlich früher angekündigt werden, als sie umgesetzt werden. Ein rein quantitatives Modell ist nicht in der Lage, das Marktverhalten von „Buy the rumour, sell the fact“ abzubilden. Insofern verlassen wir uns auf unsere diskretionäre Einschätzung, dass die internationale übermäßige Zentralbankgeldschöpfung sich auch 2012 fortsetzen wird.

Inflationsentwicklung und Realzinsen deuten auf schwächere Aktienmärkte hin

Die Aktienmärkte gelten als Versicherung gegen Asset Inflation und tatsächliche Inflation. Die Gründe sind die realen Vermögenswerte der Aktiengesellschaften (Buchwerte) und – noch wichtiger – die Abhängigkeit der Firmenumsätze vom an den Absatzmärkten realisierten Preisniveau. Auf der anderen Seite belastet die Kosteninflation die Unternehmensmargen. Wir haben ein simples Modell konstruiert, das immer dann ein Aktien-Long-Signal generiert, wenn die Wachstumsrate der Absatzpreise (entspricht der Konsumgüterpreisinflation) über der Wachstumsrate der Inputpreise (entspricht den Produzentenpreisen) liegt. Aktuell befindet sich die Veränderungsrate der Produzentenpreise mit einem Wert von +5% noch deutlich über der Inflationsrate der Verbraucherpreise. Die Margen könnten zusätzlich unter Druck geraten, wenn sich der Anteil der Unternehmensgewinne am BSP (die Gewinnquote) wieder in Richtung seines langjährigen Durchschnitts zurückentwickelt. Die hohen Unternehmensmargen der Vergangenheit beruhen u.a. auf den Reallohnverlusten der Arbeitnehmer. Von der Margenseite kommt also für 2012 ein (leichtes) Short-Signal.

Zu einem ähnlichen Ergebnis kommt man, wenn man die Aktienmärkte mit der Entwicklung der kurzfristigen Realzinsen vergleicht. In unserem Spezialbeitrag zum Goldmarkt ist dargelegt, dass Gold seine Sternstunden immer bei negativen Realzinsen, bzw. bei Realzinsen unter einem gewissen Schwellenwert hat. Bei Aktien ist der Zusammenhang zwischen positiver Performance und negativen Realzinsen nicht gegeben. Bis zum Jahr 2008 hätte man das Rendite-Risikoprofil eines Buy & Hold Aktieninvestments moderat verbessert, wenn man bei unterdurchschnittlichen Realzinsen überinvestiert gewesen wäre. Diese Logik hat sich jedoch in jüngster Zeit umgekehrt. Aus dem nachlaufenden Indikator Realzins ist ein dem Aktienmarkt vorauslaufender Indikator geworden (s. Grafik). Ein auf den Aktieneinstieg mit tiefen Realzinsen fokussiertes Modell hätte die Hause des Jahres 2009 schlichtweg verpasst

S&P 500 vs. Differenz zwischen Konsumenten- und Produzentenpreisen

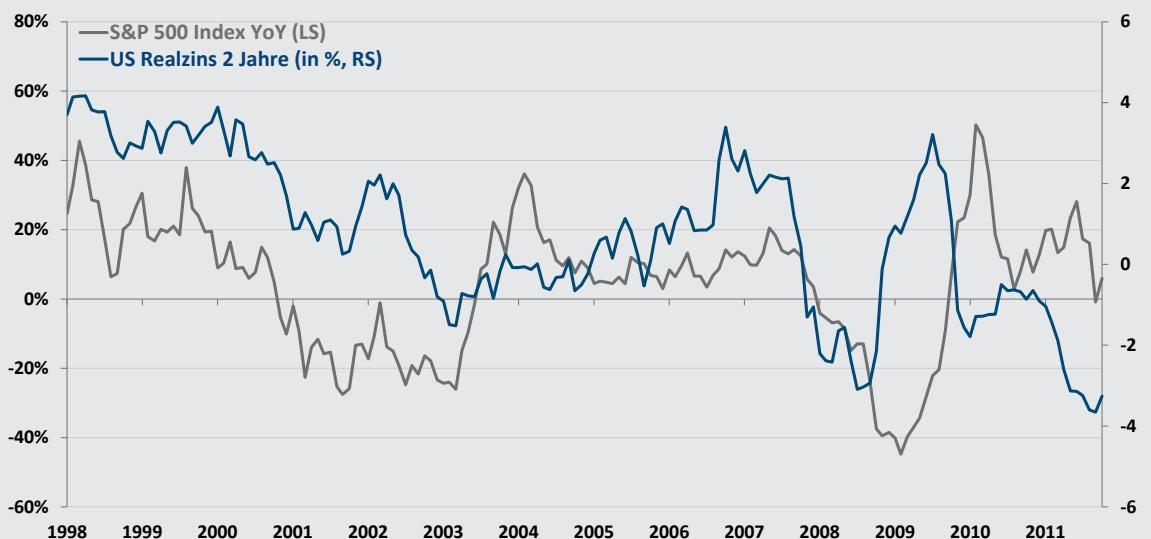


Quelle: Bloomberg, Magma Capital AG

und mit einem Short-Signal sogar deutlich underperformed. Erst Mitte des Jahres 2010 wäre wieder in den Long-Modus geschalten worden, gerade zu einem Zeitpunkt, als die Aktienmärkte aufgrund der Eurokrise nach unten andrehten. Die US-Notenbank hat den Märkten kommuniziert, den Leitzins bis mindestens zum Jahr 2013 unabhängig von der Inflationsentwicklung <künstlich> bei knapp oberhalb von 0% halten

zu wollen. Die US-Inflationsraten werden 2012 nur leicht zurückgehen, wodurch die Welt eines negativen Realzinses im Dollar- und mit höchster Wahrscheinlichkeit auch im Euroraum erhalten bleibt. Da ein negativ mit den Realzinsen korrigiertes Modellsignal in den letzten 3 Jahren sehr hohe negative Renditen verdauen musste, interpretieren wir das gegenwärtige Long-Signal mit Vorsicht.

S&P 500 und US Realzins 2 Jahre



Quelle: Bloomberg, Magma Capital AG

Rentenmärkte liefern starke Kaufsignale für Aktien

Die klassische relative Bewertung von Aktien zu festverzinslichen Papieren liefert das Fed-Modell, das von der amerikanischen Notenbank in 1997 vorgestellt wurde. In diesem simplen Modell werden die Aktienrendite, wiedergegeben durch das Verhältnis von Unternehmensgewinnen und Unternehmenspreisen (entspricht dem Kehrwert des Kurs-Gewinn-Verhältnisses), und die Rendite von festverzinslichen Papieren verglichen. Ein Kaufsignal wird generiert, wenn die Aktienrendite über den festverzinslichen Renditen liegt. Wir haben im letzten Kapitalmarktausblick ausgeführt, dass dieses einfache Modell viele Schwächen hat. So bleibt die Dynamik der Unternehmensgewinne und der festverzinslichen Renditen ebenso unberücksichtigt wie die Frage, welche Mehrrenditen Aktien aufgrund des höheren Risikos gegenüber Renten langfristig bieten müssten. In Phasen, in denen Leitzinsen von den Zentralbanken um Null gehalten werden, ist die Signifikanz des Modells bei den kurzfristigen Zinssätzen zusätzlich eingeschränkt. Im untenstehenden Schaubild haben wir für einen aussagekräftigeren Vergleich deswegen die Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen abgetragen.

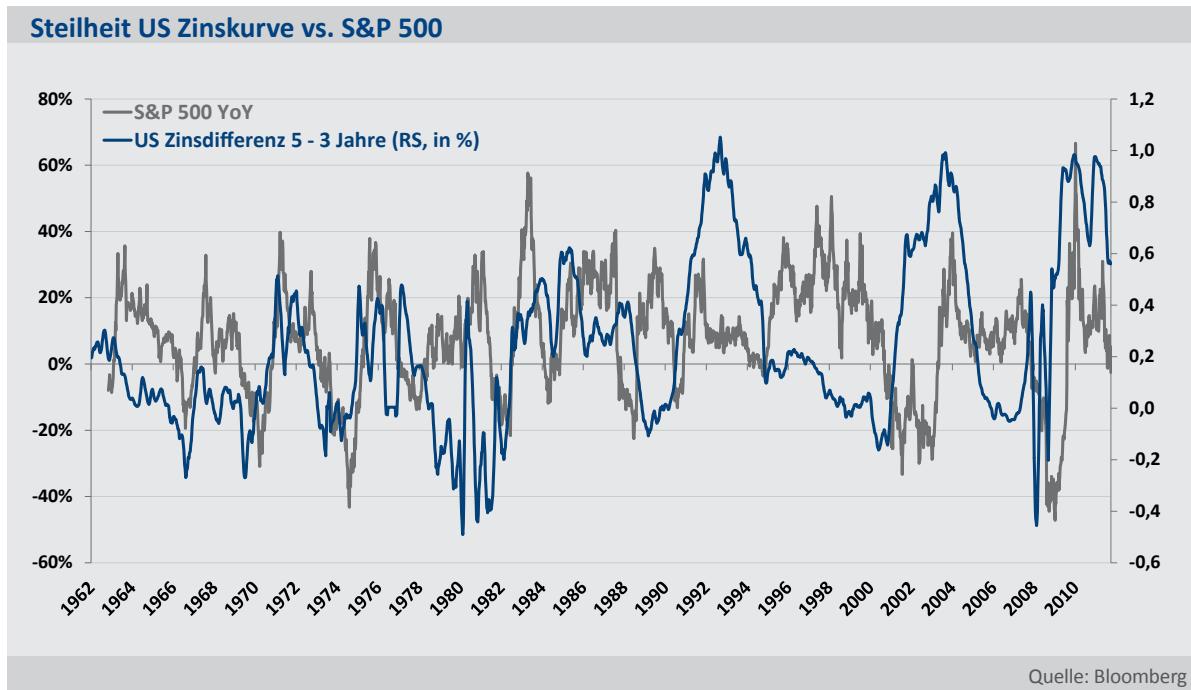
Der Gleichlauf beider Größen bis zum Jahr 2008 ist klar erkennbar. Mit der Lehman-Pleite setzte eine starke Risikoverversion bei Aktien und gleichzeitig ein sehr starker Fluchtreflex in amerikanische Staatsanleihen ein. Diese starken Marktverzerrungen wurden durch die Aktienhause und Rentenbaisse des Jahres 2009 nur kurzzeitig korrigiert. Die im Frühjahr 2010 beginnende Eurokrise ließ dann die Erinnerungen an das Jahr 2008 erneut aufleben. Die Schere zwischen Aktien- und Rentenbewertung wird sich in 2012 allmählich wieder schließen. Möglich wäre im Zuge der ausufernden US-Staatsdefizite ein starker Renditeanstieg bei Staatsanleihen, wenn sich die Einschätzung von US-Anleihen als sicherer Hafen ändern sollte. Wir erwarten im Jahr 2012 aber nur leicht höhere Renditen bei US-Staatsanleihen. Sofern sich unsere Rentenprognose bewahrheitet, hätte die Aktienrendite Luft nach unten. Bei einem unterstellten Gewinnwachstum von nominal 3% und einer Risikoprämie von 2% ließe sich bei einer angenommenen Zehnjahresrendite von 2,5% ein Kurspotenzial von rund 60% ableiten.

Nun mag an dieser Stelle eingewendet werden, dass die Zinsstrukturkurve der Staatsanleihen ein besseres Signal für Aktien seien. In den

Gewinnrenditen US Aktien vs. Rendite 10-jährige US Staatsanleihe



Quelle: Datastream, Bloomberg, Magma Capital AG

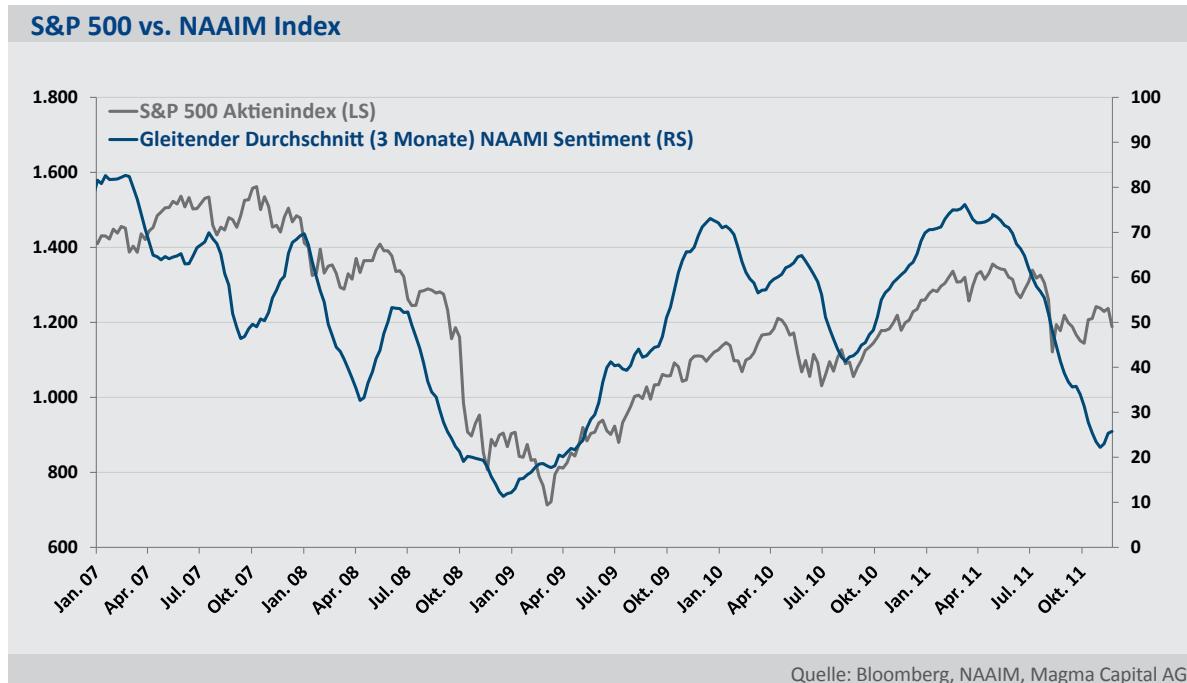


vergangenen 50 Jahren ging eine inverse oder teilinverse Zinsstrukturkurve allen Aktienbaissen mit einer Ausnahme voraus. Lediglich der Aktiencrash des Jahres 1987, der Dow Jones Industrials verlor in der Spitzte 40% in nur drei Handelstagen, ist von der US-Zinsstrukturkurve nicht angezeigt worden. Im Backtesting eignet sich besonders die Renditedifferenz zwischen 3- und 5-jährigen US-Staatsanleihen hervorragend, ein valides Long-Short-Signal für Aktien zu generieren. Die einzige Schwäche des Modells ist, dass sie von den insgesamt 9 Aktienbaissen der letzten 50 Jahre 11 vorhergesagt hat. Umgekehrt lässt sich aber festhalten, dass sich über die gesamte Beobachtungsperiode die Märkte bei einer genügend steilen Zinskurve niemals nachhaltig negativ entwickelten. Die aktuelle Zinsdifferenz von 5 jährigen zu 3 jährigen US Staatspapieren liegt mit über 0,50% deutlich über dem Durchschnitt von 0,24% und zeigt damit eine ausreichende Steilheit der Zinskurve in diesem Bereich an, was für Aktien spricht.

TECHNISCHE FAKTOREN SIND ÜBERWIEGEND POSITIV

Überzogen negatives Sentiment

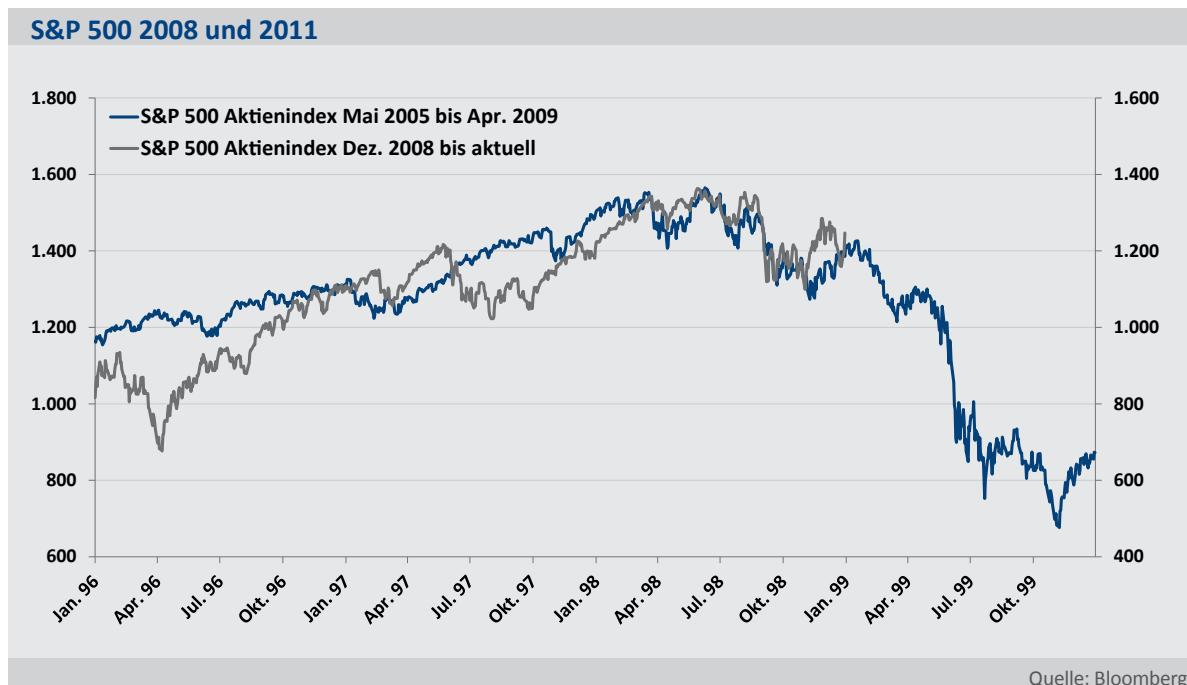
In dem Bewusstsein vieler Marktteilnehmer scheint die Krise in Europa gegenüber den positiver als erwarteten Konjunkturdaten in den USA und gegenüber der relativ günstigen Bewertung von Aktien die dominante Position einzunehmen. In den USA befragt die National Association of Active Investment Managers (NAAIM) wöchentlich seine etwa 200 angeschlossenen aktiven Vermögensverwalter nach der Gesamtpositionierung in Aktien und veröffentlicht die durchschnittliche Gewichtung in einem Index. Dieser Index ist in den letzten 12 Monaten fast auf das Niveau des Jahres 2008 gefallen. Für die aktiven Vermögensverwalter fühlt sich die gegenwärtige Krise also genauso an wie die Lehman-Pleite und die nachfolgende extreme Volatilität. Die implizite Volatilität von Aktienoptionen, gemessen am amerikanischen Volatilitätsindex (VIX), ist im Herbst 2008 auf unvorstellbare 80% emporgeschossen. Es scheint eine urmenschliche Eigenschaft zu sein, bei allen Negativereignissen auf die Erfahrungen der unmittelbar vorangegangenen



Krise zu schließen. Aber die Wiederholung der Marktbedingungen von 2008 ist unserer Ansicht nach unwahrscheinlich (s.u.). Sollte ein Crash ausbleiben, so dürften die Shorts aufgelöst werden und relativ viel an der Seitenlinie wartendes Kapital wieder in die Märkte strömen.

Marktechnik deutet mehr auf 1998/2010 als auf 2008 hin

Am Markt werden unserer Meinung nach derzeit zwei Szenarien gehandelt. Die Mehrheit scheint von einem ähnlichen Verlauf wie 2008 auszugehen. Damals waren die Aktien in den ersten drei Monaten des Jahres 2008 steil abgestürzt,



um sich von Ende März bis Ende Mai 2008 noch einmal zu erholen. Diese Bewegung stellte sich als Bullenfalle heraus und die Märkte drehten mit der Lehman-Pleite Mitte September 2008 extrem nach unten. Die aktuelle Zwischenerholung am Markt seit Anfang Oktober 2011 wird wie analog zum Mai 2008 als Bullenfalle gewertet, die über den Jahreswechsel 2011/12 die eigentliche Baisse bei Aktien einleitet.

Dabei wird vielfach ignoriert, dass es massive Unterschiede zu 2008 gibt. Zum Jahresbeginn 2008 war die Konjunktur in den großen westlichen Volkswirtschaften bereits abgestürzt. Die Einkaufsmanagerindizes in den USA befanden sich im Sommer 2008 bereits mehrere Monate unter dem symbolischen Schwellenwert von 50 Indexpunkten. Die Weltkonjunktur stand Ende des Jahres 2007 am Ende einer nahezu fünfjährigen Aufschwungphase, die von Immobilienblasen in vielen Volkswirtschaften getragen wurden. Diese Immobilienblasen waren vor dem Hintergrund einer zunehmend restriktiven Geldpolitik in den USA und Europa bereits Mitte des Jahres 2007 geplatzt. Lediglich die Konjunktur in China wurde durch die Olympischen Spiele in Peking bis August 2008 noch oben gehalten. Nach jahrelangem starkem Wachstum folgte auch im Reich der Mitte der überfällige Konjunktureinbruch mit extremer Wucht. Heute bröckeln die Frühindikatoren in Asien und Europa zwar ab. Von einem scharfen Einbruch wie 2008 kann aber (noch?) keine Rede sein. Die Konjunktur in den USA zeigt auflebende Tendenzen, die makroökonomischen Frühindikatoren im Rest der Welt befinden sich auf wesentlich höherem Niveau. Die Krise ist wie im Jahr 1998 mehr eine regionale Krise, hervorgerufen durch plötzliche Kapitalabflüsse. Die asiatischen Tigerstaaten von damals sind heute die südlichen Euro-Peripheriestaaten.

Die Extrembaisse bei Aktien im Herbst 2008 wurde von dem Zusammenbruch einer wichtigen Investmentbank ausgelöst, der für viele Marktteilnehmer überraschend kam. Bis dahin waren viele Marktteilnehmer davon ausgegangen, dass systemrelevante Banken too big to fail seien. Der Interbankenmarkt brach 2008 völlig

zusammen, die Ted-Spreads erreichten in den USA und Europa Rekordhöhen. Die Politik war auf den Sturm des Jahres 2008 unvorbereitet. Die Rettungsschirme für Banken waren noch nicht aufgesetzt. Der Kern der 2008 Krise war das Platzen der Immobilienblase, das einen riesigen Abschreibungsbedarf auf Immobilienkredite eröffnete, die vielfach in synthetischen Wertpapieren gebündelt waren und von den USA in hohem Maße in Europa vertrieben wurden. Heute erreicht das Misstrauen am Interbankenmarkt erneut Rekordwerte. Dennoch liegen die Ted-Spreads deutlich unter den 2008-Werten. Die Krise ist im Zentrum eine europäische Bankenkrise. Die US-Banken sind vom Abschreibungsbedarf auf europäische Staatsanleihen weit weniger betroffen, als umgekehrt der europäische Bankensektor beim Platzen der amerikanischen Immobilienblase. Die Finanzmärkte sind auf einen möglichen Ausfall eines großen Schuldners zudem wesentlich besser vorbereitet. Der Lehman Konkurs kam für viele Marktteilnehmer aus dem Nichts. Nach anderthalbjahren extremer Kursverluste wird wohl niemand behaupten wollen, dass ein Ausfall z.B. griechischer Staatsanleihen überraschend wäre. Die Konsolidierung der Staatsfinanzen ist ein langfristig strukturelles Thema. Anders als bei dem langsamen Platzen einer Immobilienblase kann es bei Staatsanleihen einen plötzlichen Run geben, den die Regierungen verhindern dürfen und müssen, da dann das gesamte europäische Finanzsystem auf dem Spiel steht. Wie wir in dem Beitrag „Die Zukunft des Euro“ ausführen, verfügt die Politik über genügend regulatorischen Spielraum, um die Krise bei den Staatsanleihen einzudämmen. Dabei dürfte das Dogma der freien Bondmärkte geopfert werden.

Die Europäische Zentralbank steht heute Gewehr bei Fuß und versorgt den Geschäftsbankensektor unbegrenzt mit Liquidität. Die bei der Zentralbank geparkten Sicherheitsguthaben haben die Rekordwerte des Jahres 2008 bereits übertroffen. Das SMP-Programm der EZB (vgl. „Die Zukunft des Euro“) wirkt auf Dauer wie ein riesiges QE3-Programm. Die Kombination aus besser als erwarteten Konjunkturdaten, regionaler Krise, extremer Risikoaversion

und überreichlicher Geldversorgung wird sich unserer Meinung nach ähnlich wie 1998 in einer starken Rallye auflösen.

S&P 500 Vergleich 1998 und 2011



Quelle: Bloomberg

Üblicherweise Kursgewinne im US-Präsidentenjahr

Das Jahr 2012 ist ein US Wahljahr, das seit 1928 statistisch gesehen nach dem Vorwahljahr (11,99%) mit durchschnittlich etwa 5,60 % das zweitbeste Aktienjahr im 4-jährigen sog. Präsidentschaftswahlzyklus ist. Wir haben diesen 4-jährigen Zyklus auf der Datenbasis seit 1928 noch um den 10-jährigen Dekadenzyklus erweitert und darüber hinaus noch die jährlich gemessene Saisonalität der Aktienmärkte berücksichtigt. Das untenstehende Schaubild zeigt an, wie sich das Jahr 2012 nach dem Maßstab dieser 3 Zyklen entwickeln könnte.

Statistisch durchschnittliches 2012



PROGNOSÉ: S&P MIT EINEM KURSPLUS VON 10%

Alles in allem dürfte 2012 trotz oder gerade wegen der großen Krisenängste ein positives Aktienjahr werden. Die Konjunktur wird mit hoher Wahrscheinlichkeit nicht in die Rezession

abkippen, die relative Bewertung insbesondere zu den sogenannten sicheren Häfen ist sehr attraktiv und sehr viele Aktienanleger stehen aufgrund der Unsicherheiten um die Eurokrise an der Seitenlinie. Wir erwarten ein Kursplus von rund 10% für den S&P 500, den Nikkei 225 und den Dax 30.

S&P 500 Prognose



Rohstofffaktien: relative Bewertung zu Aktien und Rohstoffen

Im letztjährigen Kapitalmarktausblick wurden verschiedene Modelle vorgestellt, die als Entscheidungsgrundlage bei der Allokation in die Anlageklassen Aktien oder Rohstoffe dienen. Aufgrund der unterschiedlichen Bewertungsfaktoren finden individuelle Parameter Beachtung in den Modellen, welche derzeit tendenziell eine Übergewichtung von Rohstoffproduzenten gegenüber Rohstoffen empfehlen.

Starke Signale erhalten wir von den Ratio Modellen, die zum einen den Goldpreis mit der Bewertung von Goldminen vergleichen und zum anderen die Industriemetalle zu den Marktpreisen von Buntmetallproduzenten ins Verhältnis setzen. Aufgrund der bereits seit März 2011 deutlich underperformenden Goldminen und dem Preis für physisches Gold, das im Verlaufe dieses Jahres mehrere historische Höchststände vorweisen kann, hat die relative Bewertung Niveaus erreicht, die in der Betrachtungsperiode ab 1985 nur im Herbst 2008 übertroffen wurden. Ähnlich sieht es bei den Industriemetallen aus. Analog zu den Goldminen war seit Frühling 2011 ein deutliches Misstrauen gegenüber Metallproduzenten zu spüren und die Kurse fielen etwa doppelt so stark wie die der Produkte, was die Aktien nach wie vor relativ gesehen attraktiv macht.

Fundamental zeigt sich bei Goldminen ebenfalls eine Verzerrung gegenüber dem Gold. Der Abschlag, mit dem die ungeforderten Goldreserven der Minen bewertet werden, hat

mit aktuell etwa 600 USD pro Feinunze historische Dimensionen angenommen. Kauft man sich sein Gold also indirekt über Goldminen, bezahlt man weniger als zwei Drittel des Preises, der für den Kauf von Goldbarren nötig ist.

Der Kauf von Goldminen wird von unserem Modell, das auf impliziten Volatilitäten des US-Aktienmarktes basiert nach wie vor neutral angesehen. Sollten die Aktienmärkte generell jedoch unter Druck kommen, dürften die Goldminen aufgrund einer steigenden positiven Korrelation zum Gesamtaktienmarkt stärker nachgeben als das Edelmetall.

Im Energiebereich vergleichen unsere Modelle die laufenden Erträge aus einem Investment in Rohöl (Verfügbarkeitsprämie) und einem Investment in Ölaktien (Dividenden). Aktuell favorisiert das Modell das Rohöl durch seine nach wie vor deutlich in Backwardation befindliche Terminstrukturkurve. Wir gehen jedoch davon aus, dass sich diese Kurve leicht verflachen sollte und somit der Anreiz, Rohöl zu halten, etwas kleiner wird. Auf der anderen Seite werden Ölunternehmen die finanziellen Polster, die sie bei Ölpreisen zwischen 80 und fast 115 USD/Barrel im Verlaufe des Jahres geschaffen haben, nutzen, um ihren Aktionären weiterhin eine veritable Ausschüttung zukommen zu lassen. Auch hier gilt also, dass Aktien der Ölunternehmen relativ zu bevorzugen sind.

RENTENMARKT-PERSPEKTIVEN 2012

Autor: Dr. Bernd Früh

Die internationalen Rentenmärkte haben 2011 sehr unterschiedliche Phasen des Handelsgeschehens durchlaufen. So bestimmten in den ersten vier Monaten des Jahres gute Konjunkturzahlen und immer weiter nach oben kletternde Inflationsraten die Entwicklung an den Finanzmärkten und der mit 125% ins Jahr gestartete Bund-Future sank bis April auf unter 120%. Zu diesem Zeitpunkt war ein selten so erlebtes negatives Sentiment für Festzinspapiere gegeben, was sich vor allem wegen steigenden Rohstoffpreisen aus stark gestiegenen Inflationserwartungen speiste. Die dann einsetzende Kursentwicklung bei Staatsanleihen guter Bonität haben sich die meisten Anleger wohl kaum vorstellen können. Denn ausgehend von moderat rückläufigen konjunkturellen Stimmungsindikatoren und ab August maßgeblich getragen von der erneuten und dramatischen Verschärfung der europäischen Schuldenkrise stieg der Bund-Future fast unaufhörlich und erkomm Ende September ein vorläufiges Allzeithoch von über 139%, das dann im November noch knapp übertroffen wurde. Damit wurde auch ein neues historisches Zinstief von 1,64% bei 10-jährigen Bundesanleihen markiert.

Bemerkenswert war insbesondere die sehr große Volatilität am Rentenmarkt seit August, ein Ausdruck der großen Verunsicherung der Marktteilnehmer. So waren Kursbewegungen des Bund-Future von zwei Punkten und mehr innerhalb eines Tages keine Seltenheit.

Den starken Kursgewinnen bei Staatsanleihen bester Bonität wie Bundesanleihen und US-Treasuries stand ein regelrechter Kursabsturz bei den Staatspapieren der europäischen Peripherieländer gegenüber. Das Augenmerk der Finanzmärkte richtete sich dabei vor allem auf spanische und italienische Staatsanleihen, deren ausstehendes Volumen jeweils die Möglichkeiten des EFSF-Rettungsschirms bei weitem übersteigt. Im Oktober gab es eine kurze

Phase der teilweisen Normalisierung an den Märkten, da die Entscheidungen des EU-Gipfels ein Schuldenabkommen mit Griechenland, eine Rekapitalisierung der europäischen Geschäftsbanken sowie eine Ausgestaltung des EFSF-Fonds in einer Versicherungsvariante vorsahen, was insgesamt zumindest das Potenzial für eine signifikante Beruhigung der Finanzmärkte hatte. Diese mühsam ausgehandelten EU-Beschlüsse wurden jedoch bereits fünf Tage nach dem EU-Gipfel durch die völlig überraschende Ankündigung des griechischen Ministerpräsidenten, diese Beschlüsse durch einen Volksentscheid zur Disposition zu stellen, konterkariert. Dieser Volksentscheid findet nun nicht statt und Griechenland hat inzwischen eine neue Regierung, genauso wie Italien und Spanien, aber dieses Verhalten hat die Führungslosigkeit und Unzulänglichkeit der politischen Strukturen in Europa so deutlich gemacht, dass seitdem auch Italien und Spanien von vielen Investoren als realistische Pleitekandidaten angesehen werden. Entsprechend werden deren Staatsanleihen gemieden oder verkauft, sodass deren Marktzins auf ein langfristig für diese Länder nicht tragfähiges Niveau geklettert ist. Als Reaktion tritt nun verstärkt die EZB als Käufer der Staatspapiere dieser beiden großen südeuropäischen Länder auf.

Blickt man auf die nun zwei Jahre währende europäische Staatsschuldenkrise und ihre Auswirkungen auf die Staatsanleihen der verschiedenen Euro-Mitgliedsländer zurück, so ist folgende Entwicklung zu konstatieren. Zuerst kamen die Staatsanleihen der Peripherieländer Griechenland, Portugal und Irland unter Druck, dann vor allem seit Sommer diesen Jahres die von Italien und Spanien, schliesslich im November auch die der Kerneuropaländer Frankreich, Österreich, Niederlande und Finnland und zuletzt mit der missglückten Auktion einer Bundesanleihe am 23. November auch die deutschen Staatsanleihen. Man kann

sagen, dass die Krise um die griechischen Staatsfinanzen wegen dem Haftungsverbund in der Eurozone und der Vernetzung im Finanzsystem inzwischen alle anderen Euro-Länder angesteckt hat. Bundesanleihen wurden dabei bis vor kurzem meistens der Status eines sicheren Hafens zuerkannt, wovon sie stark profitierten. Inzwischen scheint dies nicht mehr der Fall zu sein, wie der deutliche Rückgang des Bund-Future in der zweiten Novemberhälfte zeigt. Für die Bewertung der Bundesanleihen und die zukünftige Entwicklung des deutschen Rentenmarkts ist angesichts der Schuldenkrise die Bonitätseinstufung Deutschlands, absolut sowie auch relativ zu anderen Ländern, von entscheidender Bedeutung.

Bundesanleihen als sicherer Hafen?

Die Frage, inwieweit Bundesanleihen den Status eines sicheren Hafens verdienen, hängt neben der Wirtschaftskraft Deutschlands vor allem an seinem Verschuldungsgrad und seinen Haftungsrisiken im Zusammenhang mit den eingegangenen Eventualverbindlichkeiten hinsichtlich der überschuldeten Euro-Mitgliedsländer.

Rückblickend gab es wechselhafte Bewertungen der Haftung Deutschlands an den Rentenmärkten im Verlauf der europäischen Schuldenkrise. So wurde im Mai 2010 nach der kurzfristigen Entscheidung zum Rettungsschirm für die Peripherieländer die damit verbundene größere Haftung Deutschlands weitgehend ignoriert und Bundesanleihen waren sehr gefragt. Damals stand die relative Verbesserung der Bonität von Bundesanleihen gegenüber den Staatsanleihen der Peripherieländer im Vordergrund. Ähnlich war es im Sommer 2010, als schwächere US-Konjunkturdaten die Wachstumsperspektiven und damit auch die Fähigkeit zur Schuldenreduzierung in den angeschlagenen europäischen Krisenländern verschlechterten. Im November 2010 dagegen war die Reaktion an den Rentenmärkten auf die Eskalation der Schuldenkrise in Irland umgekehrt und erstmals wurden Bundesanleihen nicht mehr mit einem

unzweifelhaften Bonitätsbonus bedacht, sondern die Haftungsproblematik der Bundesrepublik wurde thematisiert. Mit der erneuten Zuspitzung der Schuldenkrise seit August 2011 stand dagegen wiederum der Bonitätsvorteil Deutschlands im Fokus und Bundesanleihen erlebten eine beispiellose Kursrallye, die den Marktzins auch bei Langläufern auf historische Tiefstände fallen ließ. Seit dem Auktionsflop einer Bundesanleihe im November hat sich jedoch der Wind wieder gedreht und die Haftung Deutschlands wird nun mit wachsendem Argwohn gesehen.

Wie groß ist nun das Haftungspotential Deutschlands? Zwar ist bislang noch kein Geld geflossen, aber die bislang schon vergebenen Kreditgarantien sind beachtlich. Es ist klar, dass das zentral in Europa liegende Deutschland mit seiner starken Vernetzung mit der Weltwirtschaft und insbesondere mit den anderen europäischen Ländern auch unter Haftungsaspekten direkt von einer Staatspleite in Europa betroffen wäre. Schon eine Staatspleite des kleinen Griechenlands scheint nicht tragbar. Wäre dann eine Staatspleite gar Italiens mit den entsprechenden Dominoeffekten überhaupt vorstellbar ohne eine Pleitewelle, die auch Deutschland in den Abgrund reißen würde?

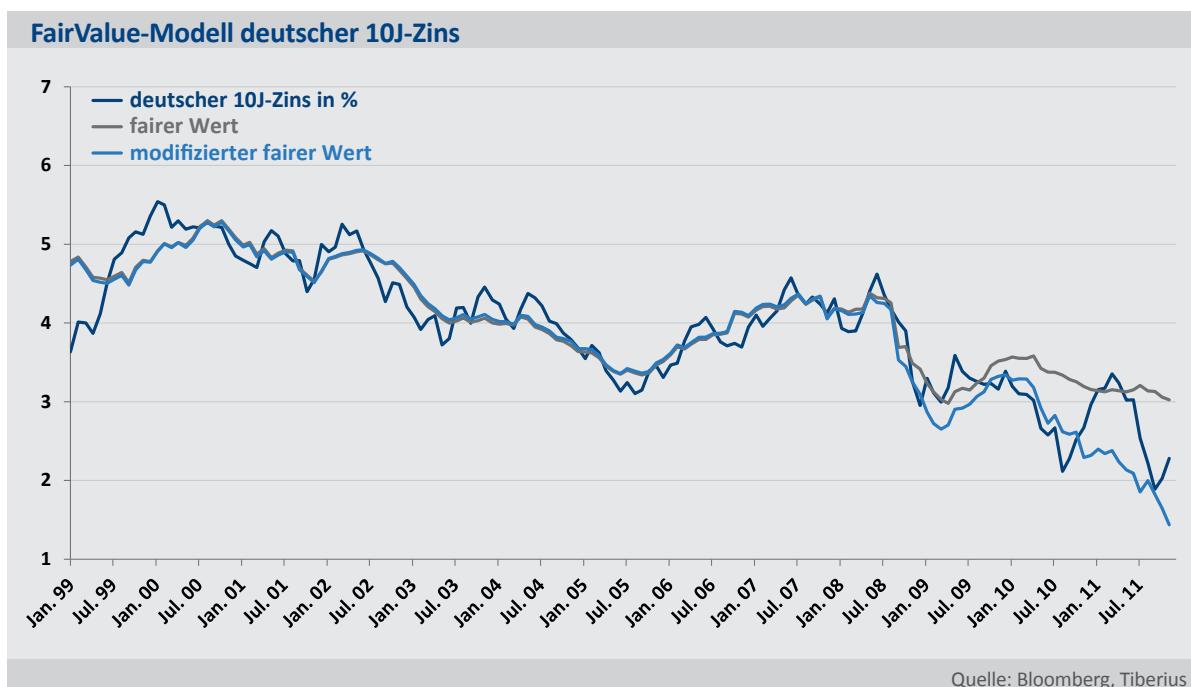
Neben der vielschichtigen und schwer zu quantifizierenden Haftung des deutschen Staates für diverse Finanzinstitute in Folge der Finanzkrise 2008, hier insbesondere bei den öffentlich-rechtlichen Banken, bestehen nun in Folge der europäischen Staatsschuldenkrise zumindest folgende Haftungsrisiken aufgrund direkt oder indirekt vergebener Kredite oder Kreditgarantien:

- EFSF-Fonds: 211 Mrd. EUR
- EZB-Käufe von Staatsanleihen: mindestens 65 Mrd. EUR, steigend
- Bundesbank-Notenbankkredite (Target2): über 465 Mrd. EUR, steigend

Dies bedeutet: wenn die über die Bundesbank indirekt vergebenen Kredite unter Haftungsaspekten Deutschland zugerechnet

werden, ist die Haftung für Deutschland inzwischen von einer Größenordnung, die im Krisenfall schlagartig zu einem deutlichen Bonitätsverlust führen dürfte. Selbst eine Staatspleite Deutschlands könnte dann an den Märkten als Möglichkeit in Betracht gezogen werden. Sollten im Ernstfall tatsächlich die vergebenen Kreditgarantien gezogen werden, dürfte die deutsche Staatsschuldenquote weit über die 100%-Marke springen.

Schuldenkrise zu einem Strukturbruch in der Bewertung des deutschen 10J-Zins aufgrund des Bonitätsbonus für Bundesanleihen. Ein durch einen gewichteten Durchschnitts-Zinsspread der europäischen Peripherieländer über Bundesanleihen modifizierter fairer Wert des deutschen 10J-Zins weicht seit 2010 markant vom ursprünglichen fairen Wert ab und war bis Herbst 2010 besser als dieser geeignet, die tatsächliche Zinsentwicklung zu prognostizieren.



Dies zeigt, dass der Status des sicheren Hafens für Bundesanleihen vor dem Hintergrund der fortgeschrittenen europäischen Staatsschuldenkrise sehr zweifelhaft ist. Deutschland ist inzwischen wohl darauf angewiesen, dass das Euro-System Bestand hat. Sollte die Haftung Deutschlands zum Thema an den Finanzmärkten werden, könnte es zu einem Kurssturz bei Bundesanleihen kommen, insbesondere da in den Sommermonaten sehr viel Fluchtkapital in Bundesanleihen angelegt wurde, das schnell wieder flüchtig werden könnte.

Unser FairValue-Modell kann einen Fingerzeig hinsichtlich potentiell zu erwartender Kursverluste bei 10-jährigen Bundesanleihen geben. Bis Ende 2009 funktionierte dieses Modell ziemlich gut. Dann aber führte die europäische

Von November 2010 bis Mai 2011 wurden Bundesanleihen aufgrund der zunehmenden Haftung Deutschlands für die Schulden anderer Euro-Mitgliedsländer kritischer gesehen und der Bonitätsbonus der Bundesanleihen in der Bewertung der Finanzmärkte sank oder verschwand. In der Folge war der 10J-Zins auf das Niveau seines ursprünglichen fairen Werts angestiegen. Im Sommer 2011 wurde den Bundesanleihen dann wieder uneingeschränkt der Status des sicheren Hafens zuerkannt und offensichtlich war dann wieder der modifizierte faire Wert ein besserer Anhaltspunkt für den 10J-Zins.

Die kräftig gestiegenen Haftungsrisiken Deutschlands sprechen nun dafür, dass der Bonitätsbonus für Bundesanleihen verloren

geht und dass daher das bei ungefähr 3,0% liegende Bewertungsniveau des ursprünglichen fairen Werts als Orientierungsgröße für ein korrektes Bewertungsniveau 10-jähriger Bundesanleihen anzusehen ist. Dafür deuten auch die Bewertungsverhältnisse für die mit der Bestnote AAA ausgestatteten Kerneuropa-Länder Österreich, Finnland und Niederlande hin. Die Schuldenquoten dieser Länder liegen laut EU-Kommission für 2011 zwischen 50% und 74% und damit unter dem deutschen Wert von 83%. Ihre Staatsfinanzen sind aber vor allem wegen den im Vergleich zur Bundesbank wesentlich geringeren Notenbank-Krediten (s. Target2-System im obigen Kapitel „Zukunft des Euro“) als solider einzustufen als die Deutschlands. Im Falle Österreichs wird oft das vergleichsweise hohe Kreditexposure österreichischer Geschäftsbanken vor allem in Osteuropa als negatives Argument ins Feld geführt. Angesichts der Vernetzung der europäischen Bankenbranche, ihrer sowieso geplanten Rekapitalisierung sowie der Kreditrisiken der deutschen Geschäftsbanken, insbesondere des im deutschen öffentlich-rechtlichen Bankensektor noch schlummernden Verlustpotenzials aus der US-Immobilienkrise, sollte dieser Aspekt in der relativen Bewertung österreichischer oder auch anderer nichtdeutscher Staatsanleihen gegenüber Bundesanleihen nicht überbewertet werden.

Unterstellt man einen Liquiditätsbonus von Bundesanleihen im Vergleich zu den Staatsanleihen Österreichs, Finlands und der Niederlande und zieht die inzwischen soliden Staatsfinanzen dieser Länder in Betracht, dann könnte sich die Bewertung 10-jähriger Bundesanleihen im Falle eines Wegfalls ihres Bonitätsvorsprungs durchaus am Durchschnittszins der 10-jährigen Staatsanleihen aus diesen Ländern orientieren, vielleicht einige Basispunkte darunter angesetzt. Dieser Durchschnittszins liegt derzeit ungefähr 70 Basispunkte über Bundesanleihen.

Insgesamt muss der Status des sicheren Hafens für Bundesanleihen wegen den gestiegenen Haftungsrisiken Deutschlands hinterfragt werden. Die jüngste Entwicklung

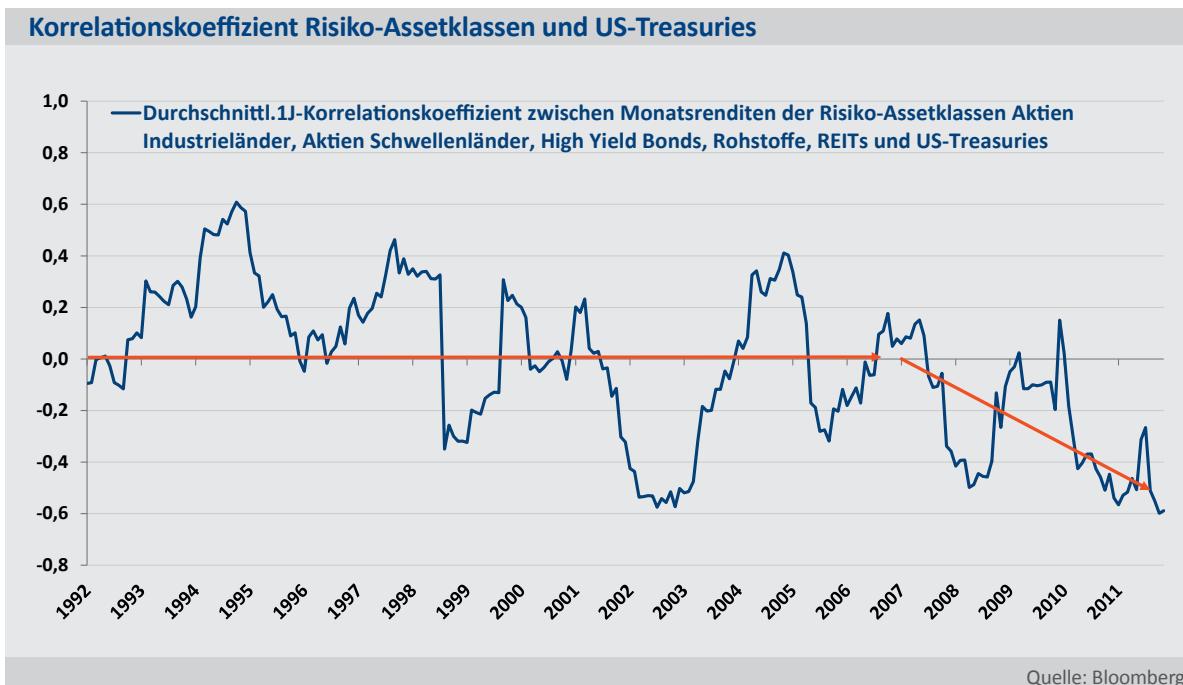
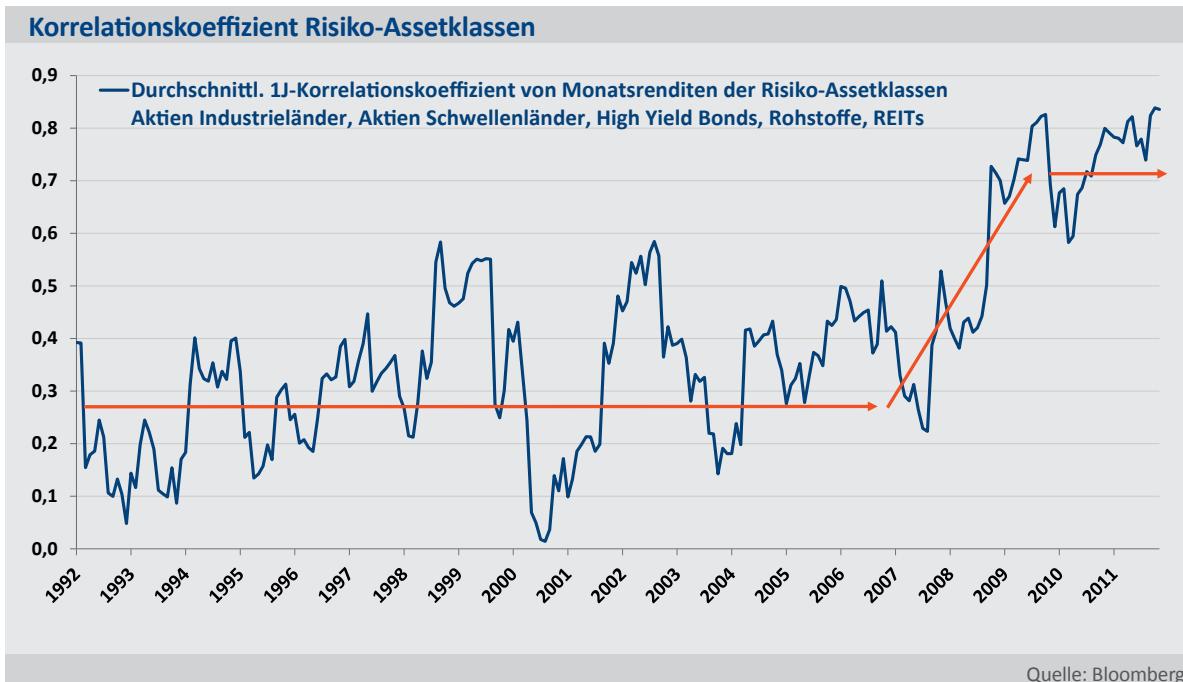
am deutschen Rentenmarkt scheint schon in diese Richtung zu gehen. Bei einem Wegfall des Bonitätsvorteils Deutschlands dürfte anhand unseres FairValue-Modells und anhand des Vergleichs mit soliden Kerneuropa-Ländern ein um ungefähr 50 bis 80 Basispunkte höheres Zinsniveau für 10-jährige Bundesanleihen angemessener sein als das derzeitige Zinsniveau.

Das Verhältnis der verschiedenen Assetklassen in der Finanzkrise

Seit dem Ausbruch der Finanzkrise im Sommer 2007 hat die Korrelation zwischen den Risiko-Assetklassen Aktien, High-Yield-Anleihen, Emerging Markets, Rohstoffe und REITs beträchtlich zugenommen.

Gleichzeitig hat die negative Korrelation zwischen diesen Risiko-Assetklassen und liquiden Staatsanleihen bester Bonität wie US-Treasuries oder Bundesanleihen ebenfalls zugenommen.

Das hat schwerwiegende Konsequenzen für die strategische Assetallokation vieler Investoren, denn es bedeutet, dass die unterstellte Risikodiversifikation innerhalb



der Risiko-Assetklassen nicht mehr richtig gegeben ist und in einem Krisenszenario lediglich Staatsanleihen bester Bonität (Gold oder Schweizer Franken sind zu markteng) eine wirkliche Risikodiversifikation gewährleisten können! Diesem Umstand sind wohl auch die immer wieder auftretenden gewaltigen Kursrallyes bei Staatsanleihen bester Bonität seit Ausbruch der Krise zuzuschreiben, wenn die Finanzmärkte wieder einmal auf Krisenmodus geschaltet sind. Die latent vorhandene Möglichkeit einer krisenhaften Entwicklung ist ein starkes Argument für ein anhaltendes strukturell bedingtes Niedrigzinsniveau, auch bei langlaufenden Staatsanleihen.

Hauptverantwortlich für diese Verschiebung der Assetklassen-Korrelation ist neben der beständig drohenden Deflationsgefahr die wegen der expansiven Geldpolitik reichlich vorhandene Liquidität. Investoren werden zwischen den nur schwer auszuholdenden Stresssituationen Anlagenotstand und zu hoher Risikoposition hin und her geworfen.

Voraussichtlich werden die neuen Korrelationsverhältnisse auf längere Sicht tendenziell vorherrschen. Denn wegen der strukturellen Überschuldung droht immer wieder der Krisenfall und die vorhandene Liquidität sorgt in den Phasen der versuchten Normalisierung immer wieder für einen Gleichlauf bei den Risiko-Assetklassen. Letztlich bedeutet dies für viele Investoren einen grundlegenden Anpassungsbedarf in ihrer strategischen Assetallokation! Da die Assetklasse langlaufende Staatsanleihen bester Bonität im Grunde genommen die einzige hinreichend liquide Assetklasse ist, die im Krisenfall einen signifikant positiven Ertrag abwirft und somit ein Portfolio unter Risikoaspekten ausfedern kann, kommen die Investoren trotz des niedrigen Zinsniveaus und der Zinsanstiegsrisiken letztlich aus Gründen der Risikodiversifikation nicht an dieser Assetklasse vorbei. Daher ist damit zu rechnen, dass langlaufende Staatsanleihen bester Bonität trotz einer weiteren Zunahme der Staatsverschuldung tendenziell zu Lasten anderer Assetklassen stärker gewichtet werden. Dies spricht für Zuflüsse in die

konservativen Marktsegmente des Rentenmarkts und für ein anhaltendes Niedrigzinsumfeld.

Szenarien für den Rentenmarkt im Zuge der europäischen Staatsschuldenkrise

Die europäische Staatsschuldenkrise dominiert seit 2010 das Geschehen am Rentenmarkt. Eine Einschätzung der zukünftigen Entwicklung am Markt für Staatsanleihen lässt sich ohne Abschätzung des weiteren Verlaufs dieser Krise nicht machen. Diese Staatsschuldenkrise wurde im obigen Kapitel „Zukunft des Euro“ ausgiebig erörtert. Im Folgenden sollen die Auswirkungen auf den Rentenmarkt für unser Hauptszenario Fortbestand der Währungsunion sowie das Nebenszenario Auseinanderbrechen der Währungsunion kurz angesprochen werden.

Eine dramatische Eskalation der Schuldenkrise und ein Auseinanderbrechen der Währungsunion kann vor dem Hintergrund der vielfältigen politischen Konflikte und der auf Dauer unhaltbaren Situation von Ländern, die vom Kapitalmarkt abgeschnitten sind, nicht ausgeschlossen werden, auch wenn wir einen solchen Ernstfall auf Sicht mehrerer Quartale für unwahrscheinlich halten. In diesem Fall würde es zu gewaltigen Eruptionen an den Finanzmärkten kommen. Im Zweifelsfall würden Bundesanleihen wohl gefragt sein, abhängig vom Ausmaß der dann greifenden Kreditgarantien.

Unser Hauptszenario ist aber, dass mit Hilfe einer weiter ausgedehnten Transferunion, einer fortgesetzten Austeritätspolitik in den Krisenländern und einer noch expansiveren unkonventionellen Geldpolitik seitens der EZB insgesamt ein politischer Prozess fortschreitet, der in sich die Möglichkeit einer Lösung der europäischen Schuldenkrise trägt. Gerade weil einige kurzfristige Handlungsoptionen wie beispielsweise eine konsequenteren Stützungspolitik der EZB oder regulatorische Zwangsbestimmungen für Kapitalsammelstellen zum Kauf von Staatsanleihen nicht ausgeschöpft

sind und nach wie vor ein starker politischer Wille zur Währungsunion und der Einheit Europas besteht, rechnen wir für das Jahr 2012 mit einem Fortbestand der Euro-Währungsunion und einer schrittweisen Normalisierung der angespannten Verhältnisse an den Finanzmärkten, die allerdings immer wieder von Krisenanfällen unterbrochen werden dürfte.

Im Zuge dieser Normalisierungsphasen werden die als sichere Häfen zuvor genutzten Assetklassen Abflüssen ausgesetzt sein. Daher gehen wir davon aus, dass die im Sommer 2011 sehr stark als Fluchtziel nachgefragten Bundesanleihen tendenziell unter Verkaufsdruck geraten, vor allen Dingen auch weil die Bonität Deutschlands aufgrund der inzwischen vorhandenen Haftungsrisiken wie oben ausgeführt gelitten haben dürfte. Insbesondere erwarten wir eine Bewertungsanpassung der Bundesanleihen gegenüber den von uns inzwischen als solider eingestuften Staatsanleihen von Österreich, Finnland und der Niederlande, also eine signifikante Verringerung der ausgeweiteten Zinsspreads über Bundesanleihen. Die entsprechenden Zinsspreads der Peripherie-Staatsanleihen könnten ebenfalls kleiner werden, je nachdem wie aggressiv die EZB agiert und in welchem Maße der politische

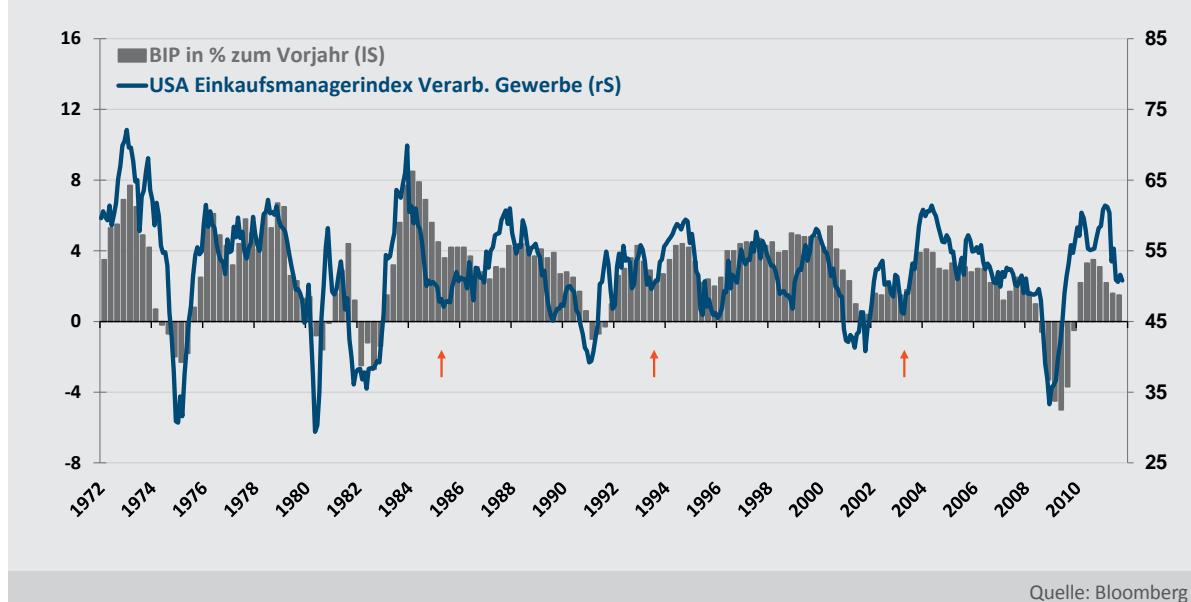
Wille zur Haushaltskonsolidierung besteht und erfolgreich umgesetzt werden kann. Im Falle unklarer politischer Verhältnisse und sich verschlechternder Haushaltsdefizite dürften die Zinsspreads zumindest auf erhöhtem Niveau bleiben, wenn nicht sogar noch steigen.

Der Einfluss der Schuldenkrise auf die Finanzmärkte würde in diesem wahrscheinlichen Szenario nachlassen und die fundamentalen Aspekte Konjunktur und Preisentwicklung bekämen wieder mehr Bedeutung.

Konjunktur

Analysiert man die konjunkturelle Situation der führenden Volkswirtschaft USA, so haben dort in den Sommermonaten verschiedene schwach ausgefallene Konjunkturindikatoren und der mit der europäischen Schuldenkrise verbundene Einbruch an den Aktienmärkten zu einer pessimistischen Konjunkturerwartung geführt und Rezessionsbefürchtungen kamen auf. Eine erneute Rezession ist zwar nicht auszuschließen, aber einige wichtige Aspekte sprechen eindeutig gegen dieses Szenario.

US-Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe

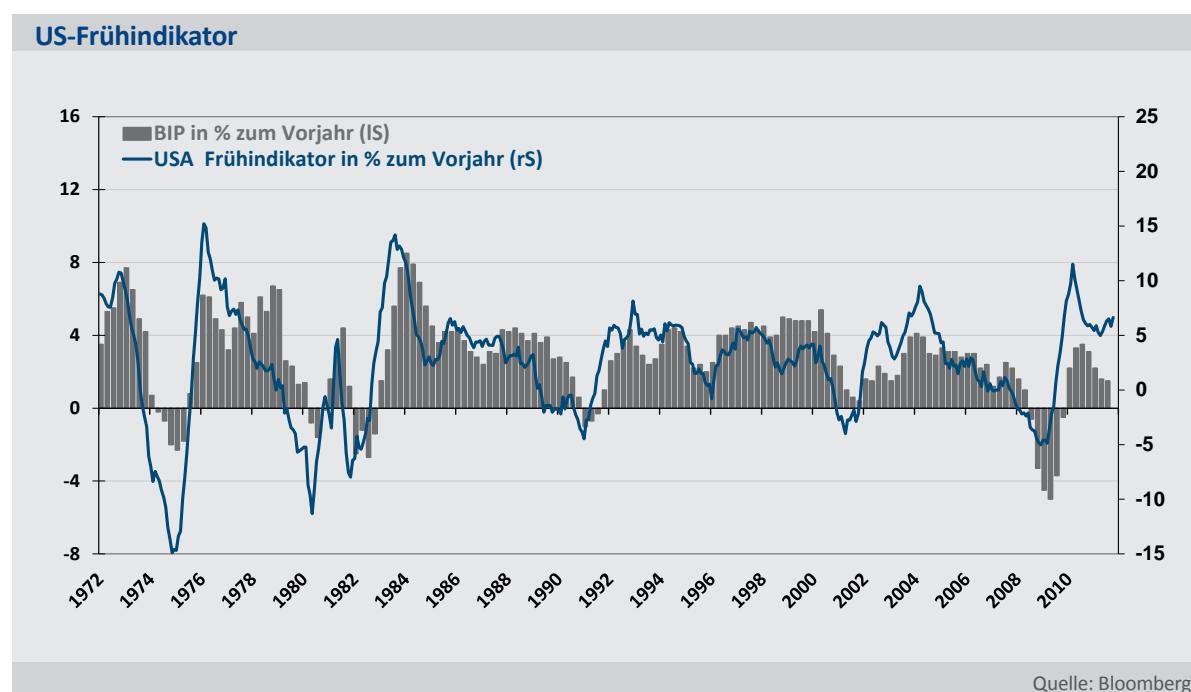


Quelle: Bloomberg

So liegt die letzte Rezession gerade einmal gut zwei Jahre zurück und seit dem Zweiten Weltkrieg gab es in den USA nur einmal eine sogenannte Double-Dip-Rezession, nämlich 1982. Aber damals wurde der Leitzins zuvor zur Inflationsbekämpfung massiv erhöht. Jetzt haben wir eine genau umgekehrte, extrem expansive Geldpolitik.

Es ist auch nichts ungewöhnliches, dass der Einkaufsmanagerindex nach einem direkt einer Rezession folgenden Anstieg wieder auf die Expansionsschwelle von 50 und darunter zurückfällt, ohne dass eine erneute Rezession kommt, wie die roten Pfeile im obigen Chart zeigen.

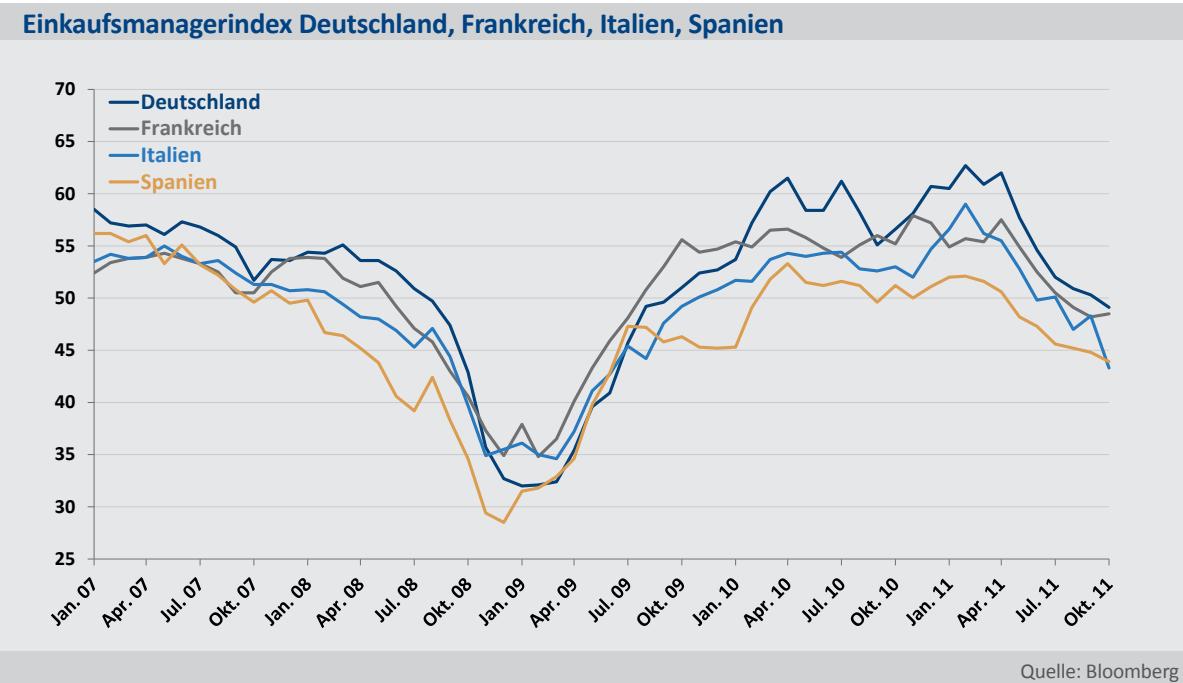
Frage ist allerdings, wie stark die negativen Rückkopplungseffekte aus der europäischen Schuldenkrise die amerikanische Konjunktur belasten. Solange die Kreditvergabe der US-Geschäftsbanken in Folge der Krise in Europa nicht maßgeblich beeinträchtigt wird, womit angesichts der Bereitschaft der Fed zu einer vorbeugend expansiven Politik nicht zu rechnen ist, ist dies wohl als eher gering einzustufen. Im für uns auf Sicht mehrerer Quartale unwahrscheinlichen Fall eines Auseinanderbrechens der Euro-Währungsunion würde es allerdings auch in den USA als Folge der dann auftretenden Verwerfungen an den Finanzmärkten zu realwirtschaftlichen Rückschlägen kommen.



Der Einkaufsmanagerindex hat sich in den letzten Monaten auf einem Niveau bei der 50er-Marke stabilisiert. Und der US-Frühindikator ist markant im positiven Bereich, ganz im Gegensatz zur Double-Dip-Rezession 1982:

Das wahrscheinliche Szenario für die USA ist daher keine Rezession, sondern ein fortgesetztes positives Wirtschaftswachstum, das aber aufgrund struktureller Hemmnisse am Arbeits- und Immobilienmarkt in den nächsten Jahren eher schwach ausfallen dürfte. Die

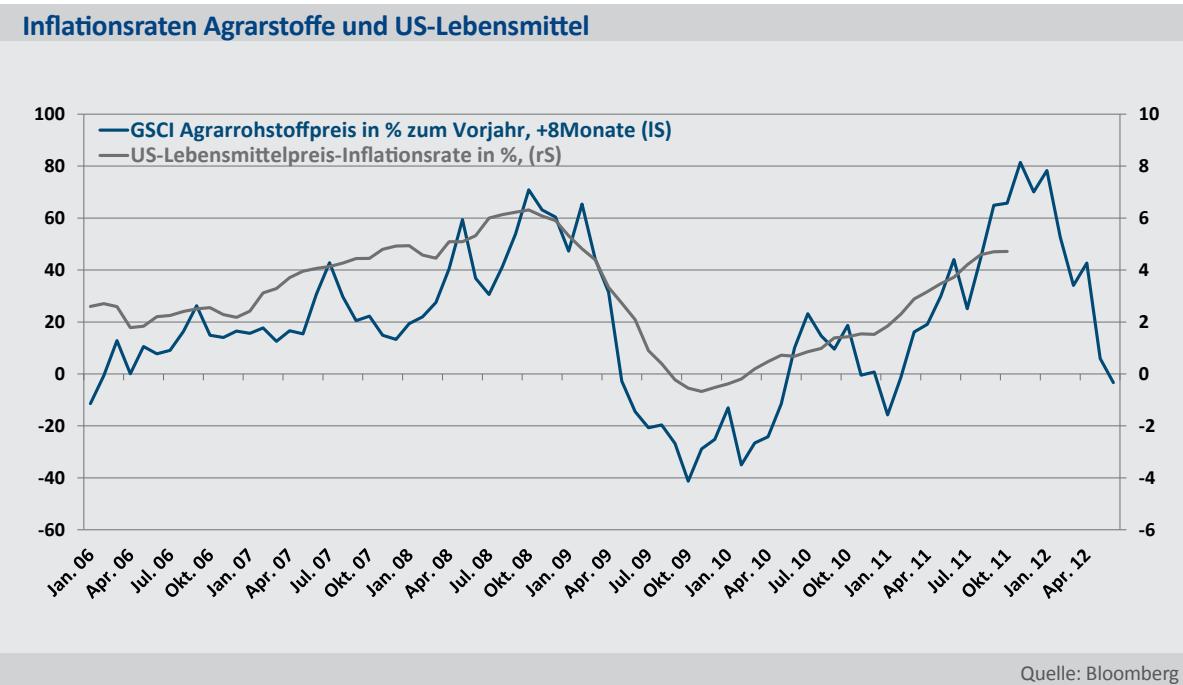
Für Europa ist die andauernde Krise ohne Zweifel eine große Last. Unsicherheit herrscht vor und die ambitionierten Sparanstrengungen in den Krisenländern hemmen die Wirtschaftsentwicklung. Einzelne Länder der Eurozone stecken bereits in der Rezession oder werden voraussichtlich eine durchlaufen. Für Deutschland und Frankreich bestehen aber Chancen, knapp an einer Rezession vorbei zu schrammen. Die Einkaufsmanagerindizes der größten Euro-Länder sind ernüchternd:



Für die Eurozone insgesamt erwarten wir für 2012, dass die konjunkturelle Entwicklung nach einem schlechten Start langsam wieder Tritt fasst, aber letztlich nur ein bescheidenes Wachstum nahe der Stagnation möglich ist. Vieles hängt davon ab, wie stark letztlich der negative Einfluss der ungelösten Schuldenkrise sein wird.

Inflation

Die Inflationsrate der USA ist 2011 gestiegen und lag zuletzt bei 3,5%, die der Eurozone nach einem ähnlichen Verlauf bei 3,0%. Auch die Kerninflationsraten, welche die volatilen Energie- und Lebensmittelpreise ausklammern, kletterten etwas nach oben, allerdings nur auf das bescheidene Niveau von 2,1% in den USA



und 1,6% auf dem europäischen Kontinent. Nun zeichnet sich zum Jahreswechsel eine Wende bei der Entwicklung der Teuerungsraten ab. Denn zum Beispiel deuten die vorlaufenden Agrarrohstoffpreise darauf hin, dass die Teuerungsrate der US-Lebensmittelpreise 2012 stark rückläufig sein wird.

Die US-Lebensmittel machen aber immerhin ca. 14% des Konsumentenpreisindex aus. Und nach dessen kräftigen Zuwachs 2011 werden nun 2012 indexumfassend beachtliche statistische Basiseffekte wirksam werden. Auch die hartnäckig hohe Arbeitslosigkeit lässt wenig Raum für einen Preisauftrieb bei Konsumgütern. Insgesamt ist daher 2012 mit einer deutlich sinkenden Inflationsrate zu rechnen. Das Ausmaß dieses Rückgangs hängt dann von den Rohstoffpreisen ab, die sich seit einigen Jahren durch eine hohe Volatilität auszeichnen.

Für die Eurozone gelten dieselben Zusammenhänge. Hier sind aber in einigen Ländern einschneidende Sparmaßnahmen wirksam und die Wachstumsperspektiven sind dadurch deutlich schwächer als in den USA. Daher kann es in der Eurozone unter Umständen auch zu einem drastischen Rückgang der Inflation kommen und das Thema Deflation könnte dann wieder die Tagesordnung der Finanzmärkte bestimmen.

Prognose und Fazit für den Rentenmarkt

Geht man die verschiedenen potentiellen Einflussfaktoren für die Rentenmärkte durch, so sind von der konventionellen Geldpolitik wohl am wenigsten Überraschungen für 2012 zu erwarten. Die US-Notenbank hat sich der Nullzinspolitik verschrieben und die EZB dürfte angesichts der ernsten Krise weitere Zinssenkungen vornehmen, wobei lediglich die Prognosen über das dann erreichte Leitzinsniveau etwas differieren.

Ganz anders sieht es mit der unkonventionellen Geldpolitik aus, insbesondere bei der EZB.

Denn die Krise um Europas Staatsfinanzen mit der inzwischen realistischen Möglichkeit von Staatsbankrotten, die wiederum Pleitewellen nach sich ziehen würden, lassen auch ungewöhnlichste Maßnahmen der Notenbanken plötzlich als wirklichkeitsnah erscheinen. So könnten im Notfall ganze Staaten oder auch ganze Gruppen von Finanzinstituten herausgepaukt werden, allerdings nicht ohne einen großen Vertrauensverlust, beispielsweise in die Werthaltigkeit des Euro. Wie oben schon erörtert, halten wir einen derartigen Notfall 2012 für unwahrscheinlich und gehen von einer schrittweise ausgedehnteren expansiven EZB-Geldpolitik aus, eingebettet in den Rahmen eines politischen Prozesses, der durch höhere Transferverpflichtungen der stärkeren Euro-Länder einerseits und einer aufrecht erhaltenen Austeritätspolitik der Krisenländer andererseits gekennzeichnet ist.

In diesem Szenario hätte die Währungsunion weiterhin Bestand und an den Finanzmärkten würde sich ein Trend zur Normalisierung etablieren, der jedoch immer wieder unterbrochen werden könnte. Für die Zinslandschaft in der Eurozone hätte diese prognostizierte Entwicklung wohl folgende Konsequenzen: die Zinsen der soliden Länder wären am kurzen Ende auf längere Sicht extrem niedrig. Bei den Langfristzinsen würde es eine relative Verschiebung des Zinsniveaus zu Lasten Deutschlands geben, dessen Staatsanleihemarkt im Sommer 2010 sehr viel Fluchtkapital aufgenommen hat, das wieder abfließen dürfte. Hier dürfte auch eine Rolle spielen, dass der Bonitätsbonus Deutschlands aufgrund der beträchtlich gestiegenen Haftungsrisiken inzwischen zu Recht zunehmend hinterfragt wird. Aus unserem FairValue-Modell ableitend unterstellen wir aus diesem Grund einen Anstieg des deutschen 10J-Zins um ungefähr 50 bis 80 Basispunkte. Gleichzeitig rechnen wir mit einer Verringerung der Zinsspreads der soliden österreichischen, finnischen und niederländischen AAA-Staatsanleihen gegenüber Bundesanleihen. Die Marktzinsen der Staatsanleihen aus den Peripherieländern könnten 2012 weiterhin auf einem nicht dauerhaft tragbaren Niveau

verharren, da eine umfassende Lösung der europäischen Schuldenkrise oder ein signifikanter Abbau der Schulden in diesen Ländern auf Sicht mehrerer Quartale nicht zu erwarten ist. Dieses Zinsniveau wird letztlich davon bestimmt sein, in welchem Maße die EZB die Staatsanleihen der Krisenländer weiterhin kaufen wird.

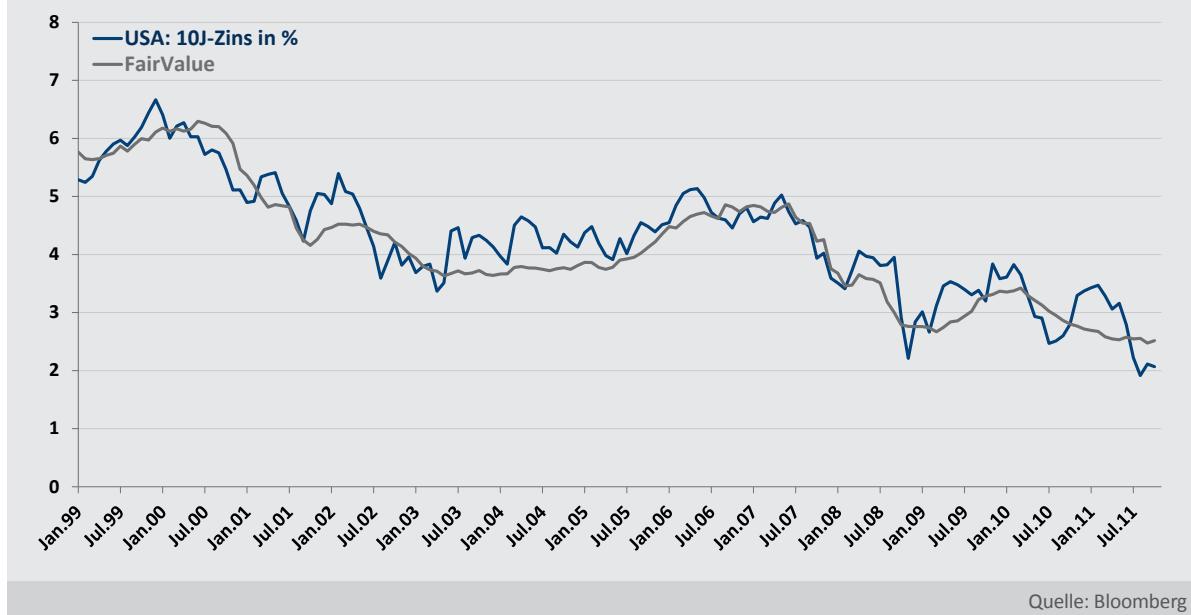
In diesem Zusammenhang müssen auch die Optionen anderer unkonventioneller Politikmaßnahmen zur Stützung der europäischen Staatsanleihemärkte in Betracht gezogen werden, zum Beispiel regulativ durchgesetzte Verkaufsverbote bestimmter Staatspapiere oder aufgekrochene Zwangskäufe bei aufsichtsbehördlich kontrollierten Kapitalsammelstellen. Derartige Maßnahmen würden ähnliche Auswirkungen auf das innereuropäische Zinsgefüge haben wie oben prognostiziert.

Im Zuge des von uns erwarteten Normalisierungsprozesses werden die fundamentalen Einflussfaktoren Konjunktur und Inflation in der Bewertung der Rentenmärkte wieder eine stärkere Rolle spielen. Hier dürfte die Entwicklung des führenden US-Bondmarkts ausschlaggebend sein für den deutschen Rentenmarkt. Unser FairValue-Modell für

den US-10J-Zins zeigt, dass dieser aktuell deutlich unter seinem fairen Wert notiert.

Auch der von vielen Investoren als sicherer Hafen angesehene US-Treasury-Markt dürfte bei sinkender Risikoaversion an den Märkten Abflüsse erleben, sodass aus diesem Grund ein Zinsanstieg wahrscheinlich ist. Von der konjunkturellen Seite ist ebenfalls mit Gegenwind für US-Treasuries zu rechnen. Zwar wird sich die Situation am Arbeits- und Immobilienmarkt voraussichtlich nur ganz allmählich etwas bessern, aber die anhaltend expansive Geld- und Fiskalpolitik lässt erwarten, dass die konjunkturellen Auftriebskräfte im Jahresverlauf 2012 langsam stärker werden. Insgesamt gehen wir von einem nur moderat positiven Wirtschaftswachstum aus, das ein höheres Zinsniveau rechtfertigen würde. Dem entgegen steht der voraussichtlich starke Rückgang der Inflationsrate, der insbesondere in der zweiten Jahreshälfte 2012 größeren Einfluss am Rentenmarkt haben könnte. Wir erwarten, dass der faire Wert unseres Modells in den ersten Monaten des Jahres etwas nach oben driftet, aber wohl unter 3% bleibt, und dann wieder auf das derzeitige Niveau von ungefähr 2,5% absinkt. Sollten die Gesamt- und die Kerninflationsrate so kräftig fallen, dass die

FairValue-Modell US-10J-Zins



Quelle: Bloomberg

TIBERIUS

Null-Linie perspektivisch in Reichweite kommt, würde der faire Wert tiefer sinken und das Thema Deflation und „Japanische Verhältnisse“ könnten dann marktbestimmend werden.

Aus diesem Szenario leitet sich unsere Prognose für die 10J-Zinsen in den USA und in Deutschland ab. In der ersten Jahreshälfte halten wir jeweils einen Zinsanstieg Richtung 3,0% für wahrscheinlich, vielleicht bis in den Bereich 3,0% bis 3,3% hinein. Dann rechnen wir wieder mit fallenden Zinsen und schätzen aus heutiger Sicht die 10J-Zinsen in den USA zum Jahresende 2012 auf 2,5% und in Deutschland auf 2,3%. Über diesen Prognosen steht der Vorbehalt einer politischen Börse wegen den Unabwágbarkeiten der europäischen Staatsschuldenkrise.

Ein weiterer Aspekt für die Staatsanleihemärkte soll hier noch einmal erwähnt werden. Die Erfahrung der Krisenjahre 2008 und 2011 ist, dass es im Ernstfall die langlaufenden Staatsanleihen bester Bonität sind, die einen signifikant positiven Performancebeitrag in einem Portfolio liefern. Dies dürfte viele institutionelle Investoren dazu bewegen, diese bei vielen Marktteilnehmern eher verpönte Assetklasse aus Risikodiversifikationsgründen zukünftig stärker zu gewichten. Dies spricht gegen einen starken Zinsanstieg 2012 und für ein anhaltendes Niedrigzinsniveau.

ROHSTOFFMARKT-PERSPEKTIVEN 2012

Autor: Markus Mezger

Rohstoffe stehen 2012 vor einer Wegscheidung. Führt der Weg in eine zyklische Abwärtsspirale? Die technischen Signale der großen Rohstoffindizes deuten gerade darauf hin. Oder wird die Welt unter dem unmittelbaren Eindruck der Eurokrise zu schwarz gesehen und 2012 entpuppt sich als ein moderat positives Jahr, in dem die großen Katastrophen ausbleiben? Die ange deuteten Bodenbildungen an den Aktienmärkten in Verbindung mit hoher Liquidität deuten in diese Richtung. Wir wollen wie gewohnt die Preisperspektiven der Rohstoffmärkte anhand fundamentaler Rahmenbedingungen (Angebots- und Nachfrageentwicklung, Roll-Renditen) und anhand technischer Faktoren (Liquidität, Flows, technische Trends) auslegen.

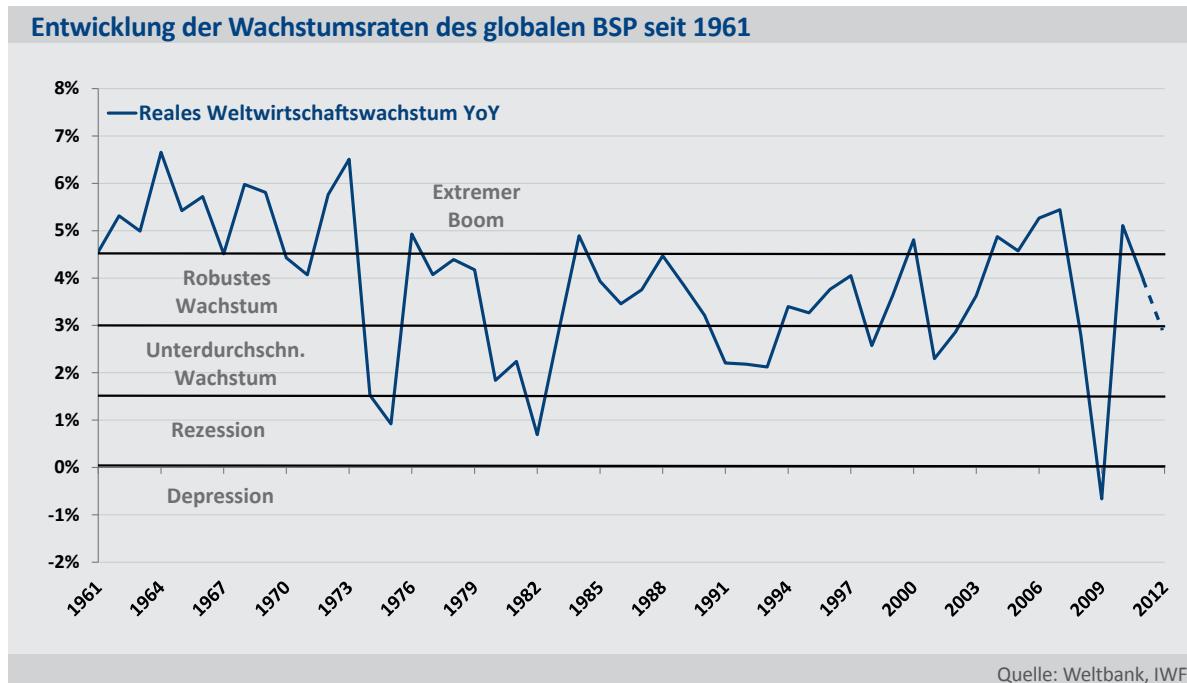
Die Rohstoffnachfrage wird auch 2012 wachsen

In der Vergangenheit war die zyklische Entwicklung der physischen Nachfrage einer der wichtigsten Timing-Faktoren für Rohstoffinvestments. Dabei kam es im Unterschied zur Prognose der Aktienmärkte weniger auf die Dynamik, sondern vielmehr auf das Niveau des Nachfragewachstums an. Üblicherweise wird die Konjunktur in vier Phasen unterteilt. Das National Bureau of Economic Research (NBER) unterscheidet zwischen Aufschwung, Hochphase, Abschwung und Rezession. Wir sehen die gleichen Phasen für die Weltkonjunktur, haben aber nach den Erfahrungen des Jahres 2008 noch ein fünftes Szenario für extrem unterdurchschnittliches Wachstum, die Depression, hinzugefügt.

- Szenario 1: *Extremer Boom*, reales Weltwirtschaftswachstum = > 4,5%
- Szenario 2: *Robustes Wachstum*, reales Weltwirtschaftswachstum = 3% bis 4,5%
- Szenario 3: *Unterdurchschnittliches reales Wirtschaftswachstum* = 1,5% bis 3%
- Szenario 4: *Rezession*, reales Weltwirtschaftswachstum zwischen = 0% und 1,5%
- Szenario 5: *Depression*, reales Weltwirtschaftswachstum = < 0%

Das Katastrophenjahr 2008 ist für die Prognose des Investorenverhaltens nicht unwichtig, da die Menschen dazu neigen die Erfahrungen der unmittelbar vorangegangenen Krise auf die heutige Situation zu übertragen. Wie wir in unserem Aktienteil zeigen, ist jedoch das Jahr 2008 trotz der hochkochenden Emotionen infolge der Eurokrise der falsche Maßstab. In Asien steht dem möglichen Kollaps des Immobiliensektors eine erneute Öffnung der Geldpolitik entgegen, in den USA dürften sich die meisten makroökonomischen Indikatoren im Präsidentenwahljahr auf leicht unterdurchschnittlichem Niveau stabilisieren. In Europa wird es angesichts der Austeritätsprogramme einzelner Regierungen gerade für ein reales Wachstum oberhalb der Nulllinie reichen. In der Konsequenz dürfte die Weltwirtschaft in die Region des unterdurchschnittlichen Wachstums abgleiten. Aber sie wird mit hoher Wahrscheinlichkeit nicht in die Rezession fallen.

Für die Rohstoffmärkte bedeutet dies gute und schlechte Nachrichten zugleich. Gute Nachrichten sind dies insofern, dass die Marktpreise für Energierohstoffe, einzelne Industriemetalle, aber auch für einzelne konjunktursensitive Agrarrohstoffe wie

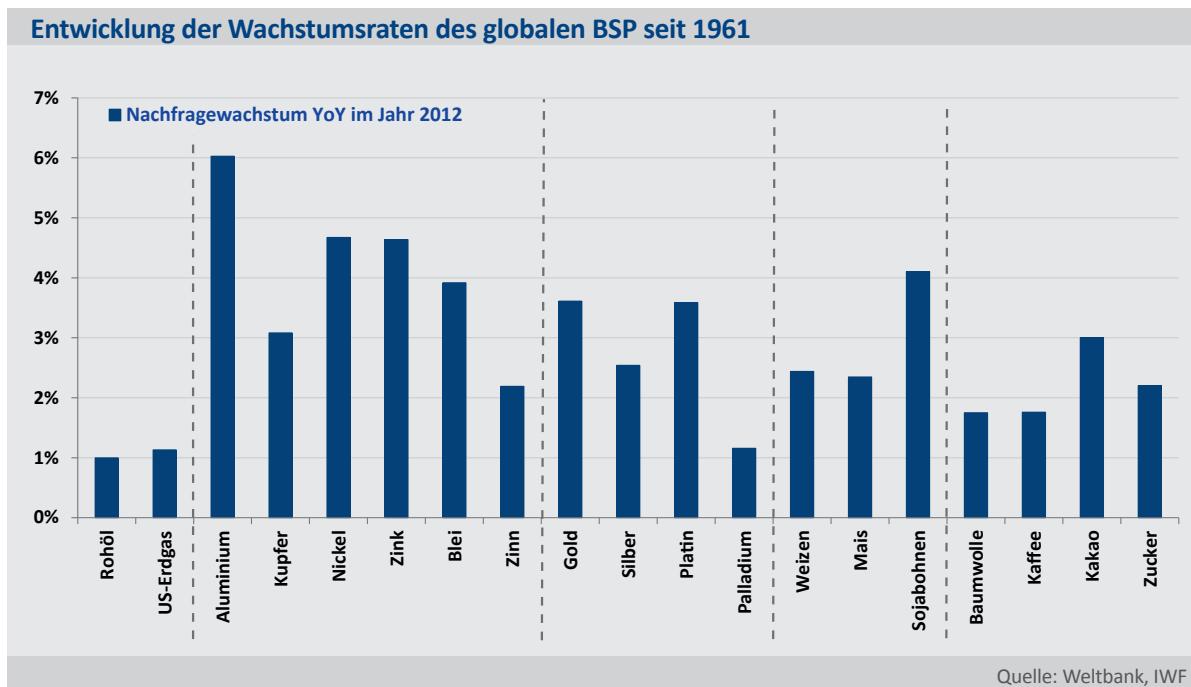


Baumwolle im Herbst 2011 regelrecht abgestürzt sind. Lediglich Rohöl konnte sich seitdem signifikant erholen. Insbesondere bei einzelnen Industriemetallen decken die Marktpreise die durchschnittlichen Produktionskosten nicht mehr ab. Allein das Ausbleiben eines Konjunktureinbruchs könnte hier ähnlich wie bei Rohöl ein freundlicheres Marktumfeld mit sich bringen. Die schlechte Nachricht ist, dass die eingetrübten Wachstumsaussichten zwar am Markt, noch nicht aber bei den Rohstoffanalysten angekommen sind. Die Konsensusprognosen für die Industrieholzstoffe unterstellen zumeist noch ein reales Weltwirtschaftswachstum zwischen 3,5% und 4,0%. Hier sehen wir insbesondere bei einzelnen Industrieholzstoffen Enttäuschungspotenzial.

Auf der Ebene der einzelnen Rohstoffsektoren korreliert das Nachfragewachstum der industriennahen Sektoren - wie dies auch zu erwarten war - am stärksten mit den Weltwirtschaftszahlen. Mit einem Korrelationskoeffizienten zwischen 0,65 und 0,75 weisen Kupfer, Zink, Blei, Zinn und Rohöl die größte Konjunktursensitivität auf. Unter den Edelmetallen schwankt das Nachfragewachstum von Silber mit einem Korrelationskoeffizienten mit 0,58 noch am ehesten mit dem Weltwirtschaftswachstum, die

Nachfrage nach Gold (0,43), Platin (0,48) und Palladium (0,17) reagiert weit weniger elastisch auf Änderungen des Weltwirtschaftswachstums. Bei Palladium mag der historisch niedrige Wert in der starken Substitution durch Platin zu Beginn dieses Jahrtausends begründet sein. Die Nachfrage nach Agrarrohstoffen ist hingegen wenig zyklisch. Die Korrelationskoeffizienten liegen durchschnittlich um 0,2.

Die größten Nachfragezuwächse werden nach unseren Schätzungen die Industriemetalle verzeichnen. Insbesondere Aluminium, das schon 2011 ein sehr gutes Nachfragewachstum aufwies, sollte ein Nachfragewachstum von 6% erreichen. Trotz der überzeugenden Nachfrageseite befindet sich außer Zinn keines der börsengehandelten Industriemetalle im Defizit (s.u.). Dementsprechend ist großes Enttäuschungspotenzial gegeben, sollte die Weltwirtschaft wider Erwarten doch in die Rezession abrutschen. Relativ verhalten fällt das Nachfragewachstum bei Rohöl aus. Hier ist die Welt seit Jahren zweigeteilt. Der Ölverbrauch der asiatischen Schwellenländer hat in den letzten Jahren rasant zugelegt, während die Ölnachfrage in den OECD-Ländern stagniert. Das Wachstum des physischen Verbrauchs der Edelmetalle Gold und Silber ist relativ unbedeutend, da



es wie in den Vorjahren entscheidend auf die Investmentnachfrage ankommen wird, die in diesen Zahlen nicht mit erfasst wird. Platin dürfte bei der asiatischen Schmucknachfrage in 2012 von seinem Preisvorteil gegenüber Gold profitieren. Die industrielle Nachfrage dürfte etwas mehr als 3,5% wachsen, nachdem sie 2011 noch geschrumpft war. Bei den Getreiden erwarten wir insgesamt eine steigende Futtermittelnachfrage, da aufgrund der gefallenen Futtermittelpreise ein höherer Anreiz für Viehzüchter besteht, das Herdenwachstum mittelfristig auszudehnen. Bei den Soft Commodities gehen wir 2012 von durchschnittlichen Wachstumsraten aus.

Auf der Angebotsseite kaum Engpässe

Das langfristige Angebotswachstum kann von mehreren Faktoren begrenzt sein. Zum einen sind die natürlichen Ressourcen von nicht nachwachsenden Rohstoffen auf der Erde endlich. Es hat in den vergangenen Jahrzehnten immer wieder große Diskussionen gegeben, wie schnell das Fördermaximum bei einzelnen Rohstoffen in naher Zukunft bevorstehe, da erschöpfte Rohstoffvorkommen aufgrund

mangelnder Verfügbarkeit nicht mehr durch die Inbetriebnahme neuer Projekte ersetzt werden können. Exemplarisch hierfür ist die Peak Oil Diskussion, in der das Fördermaximum zunächst für Anfang dieses Jahrtausends, dann für das Jahr 2006 und schließlich für dieses Jahrzehnt geschätzt wurde. In den letzten Jahren sind aber Öl vorkommen gefunden worden, deren Entdeckung man vor 10 Jahren noch für unmöglich hielt. Die größten Entdeckungen wurden offshore in großen Wassertiefen von mehr als 2000 Metern gemacht. Zwar sind erst wenige dieser Projekte in den Betrieb genommen worden, die sukzessive Verbesserung der Produktionstechnologien wird aber einen zunehmenden Abbau ab 2017 möglich machen. Die großen Explorationserfolge der letzten Jahre konzentrieren sich auf Brasilien und die USA, aber auch in der Nordsee sind mit Aldous und Avaldsnes zwei sehr große Ölfelder entdeckt worden. Für die Metalle veröffentlicht der US Geological Survey seit vielen Jahren Daten über die weltweiten Metallreserven. Bei Metallen ist der Begriff der Reserven die engere Definition. Er umfasst lediglich Metallvorkommen, für die ein ökonomischer Abbau nachweisbar ist. Der Begriff „Ressourcen“ meint Lagerstätten, die durch Bohrungen zwar definiert sind, für die aber die wirtschaftliche Abbaufähigkeit

Rohstoffreservenabdeckung der globalen Produktion für ausgewählte Metalle

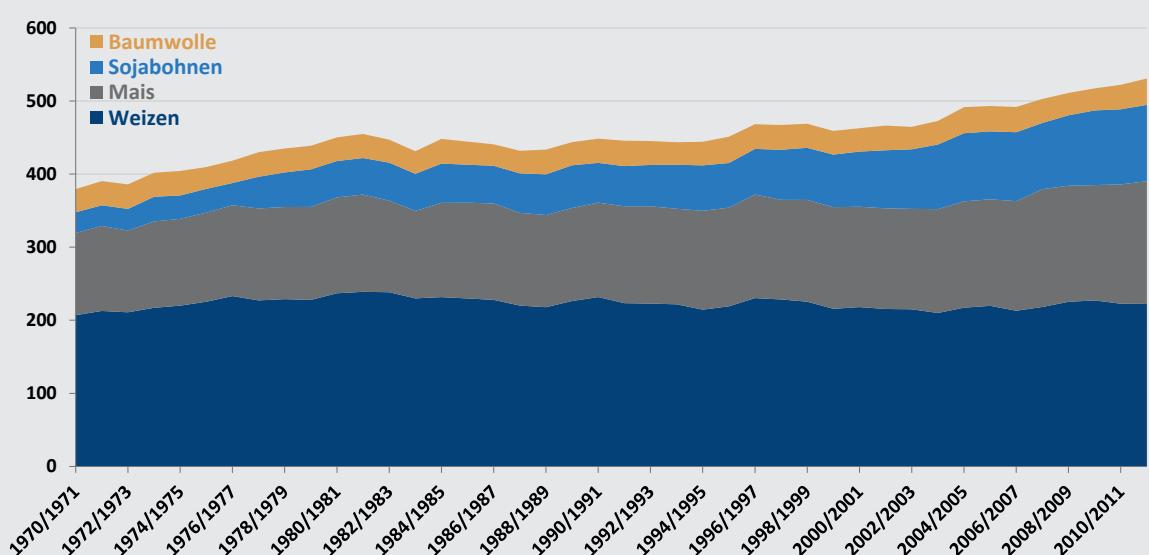
Rohstoff	Einheit	2000			Abdeckung in Jahren	2011			Abdeckung in Jahren
		Produktion	Reserven			Produktion	Reserven		
Bauxite/Alumina	Tausend Tonnen	127.000	25.000.000	197	211.000	28.000.000	133		
Kupfer	Tausend Tonnen	12.900	340.000	26	16.200	630.000	39		
Nickel	Tonnen	1.230.000	49.000.000	40	1.550.000	76.000.000	49		
Zink	Tausend Tonnen	8.000	190.000	24	12.000	250.000	21		
Blei	Tausend Tonnen	2.980	64.000	21	4.100	80.000	20		
Zinn	Tonnen	200.000	9.600.000	48	261.000	5.200.000	20		
Gold	Tonnen	2.445	48.000	20	2.500	51.000	20		
Silber	Tonnen	17.900	280.000	16	22.200	510.000	23		
Platinmetalle	Kilogramm	355.000	71.000.000	200	380.000	66.000.000	174		

Quelle: USGS, Tiberius

noch nicht geklärt ist. Zieht man lediglich die engere Reservendefinition heran, so reichten bei den börsengehandelten Metallen die unterirdischen Reserven im Jahre 2000 aus, um die Weltproduktion für mindestens 20 Jahre abzudecken. Heute sieht das kaum schlechter aus und das obwohl die Produktionszahlen durchschnittlich um die Hälfte angestiegen sind. Mit anderen Worten, es ist durch Exploration nicht nur gelungen, die Weltmetallreserven zu replatzieren, sondern sie teilweise sogar auszudehnen.

Bei den Agrarrohstoffen wurde in den letzten Jahrzehnten die globale Anbaufläche erweitert, um die Ernährung einer wachsenden Weltbevölkerung sicherzustellen. Gemäß Angaben des US-Landwirtschaftsministeriums stieg die weltweit geerntete Fläche für Weizen, Mais, Sojabohnen und Baumwolle vom Marketingjahr 1970/71 bis zum Marketingjahr 2011/12 um knapp 40% an. Die Herausforderung in der Entwicklung neuer Agrarflächen liegt im Aufbau einer geeigneten Infrastruktur. Darüber hinaus erschweren das Angebot beschränkende

Weltweit geerntete Fläche in Mio. Hektar

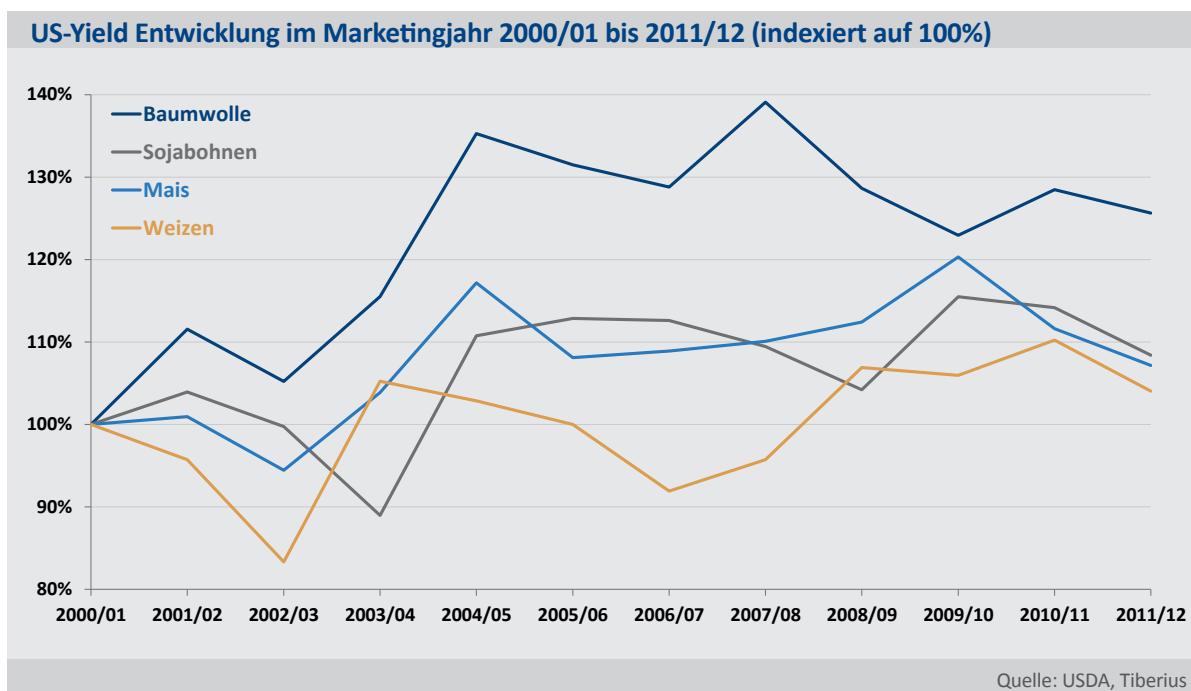


Quelle: USDA, Tiberius

Faktoren wie die zunehmende Knappheit von Wasser und die Versteppung von Anbauflächen die Schaffung zusätzlicher Agrarflächen.

Die Agrarproduktion konnte in den letzten Jahren zudem durch einen höheren durchschnittlichen Ertrag pro Flächeneinheit (Yield) gesteigert werden. In den letzten beiden Jahren sorgten ungünstige Wettereinflüsse in den USA für einen Rückgang des Yields. Langfristig dürfte sich der Trend zu höheren Yields durch verbesserte Anbautechnologien fortsetzen. Zusammengenommen mit höheren Anbauflächen zeichnet sich trotz der

nicht mehr allzu hoch. Kupfer hingegen wird bei einem Marktpreis von 8.000 USD je Tonne durchschnittlich unter 2.500 USD je Tonne produziert. Dennoch plagen auch Kupfer und Zinn hartnäckige Angebotsprobleme. Bei Kupfer liegt dies darin begründet, dass aufgrund des hohen Preisniveaus Arbeitsstreiks an der Tagesordnung sind, die in den Angebotsprognosen regelmäßig unterschätzt werden. Zinn wird überwiegend in China und Indonesien gefördert. Da China nahezu ausschließlich für den Eigenverbrauch produziert, kommt Indonesien bei Zinn die Rolle eines Swing-Producers zu. Mehrfach wurde von indonesischer Seite bereits Missfallen über das in ihren Augen



künstlich generierten staatlichen Nachfrage durch Programme für alternative Brennstoffe wie Ethanol keine Angebotsknappheit bei den globalen Agrarrohstoffen ab.

Anders sieht dies aus, wenn man die durchschnittlichen Produktionsmargen in die Analyse miteinbezieht. Einzelne Metalle, namentlich Aluminium und Nickel notieren bereits unter oder an den durchschnittlichen Produktionskosten. Bei Aluminium ist 20% der Produktion unprofitabel. Auch bei der Zink- und Bleiproduktion ist der Gewinnpuffer

niedrige Preisniveau geäußert. So hat die indonesische Vereinigung der Zinnproduzenten (ITA) Ende September einen Exportstopp verkündet.

Bei Rohöl ist eine ähnliche Problematik gegeben. Der einzige Produzent mit nennenswert freien Produktionskapazitäten ist Saudi-Arabien. Hier ist vordergründig kein Kostenthema virulent, da das saudische Öl zu wenig mehr als 10 USD Kosten je Barrel aus dem Boden geholt wird. Die sozialen Kosten zur Ruhigstellung des eigenen Volkes liegen jedoch viel höher. Im saudischen Haushaltsbudget ist ein Ölpreis von über 80

USD je Barrel einkalkuliert. Ein deutlich tieferer Preis könnte zu Einschnitten im Budget und innenpolitischen Unruhen führen, die durch den politischen Frühling in den arabischen Nachbarländern ohnehin begünstigt sind. Ein echtes und für den Ölmarkt unlösbares Angebotsproblem könnte durch den Wegfall der Ölförderung aus dem Iran entstehen. Der Iran produziert derzeit 3,5 Mio. Barrel pro Tag, das sind knapp 4% des globalen Rohölangebots. In den letzten Monaten verdichtet sich immer mehr der Eindruck, dass die USA hinter den Kulissen, aber auch mit öffentlichkeitswirksamen Anschuldigungen einen Militärschlag gegen das Atomprogramm des Irans vorbereiten. Wir hatten im Kapitalmarktausblick vor einem Jahr ausführlicher dargestellt, warum wir dies als Auftakt zu einem globalen Konflikt zwischen Russland und den USA sehen. An dieser Einschätzung hat sich nichts geändert. Der Ölpreis könnte sich in diesem Fall schnell verdoppeln und die Weltwirtschaft in die Rezession reißen.

Bei den Agrarrohstoffen sind die Produzentenmargen ausreichend, um auf globaler Ebene 2012 Produktionssteigerungen zu bewirken. Insbesondere bei Mais wird es im nächsten Jahr eine weitere Angebotsreaktion geben. Bei normalem Wetter, das in Zeiten einer bedenklichen Häufung extremer Wetterereignisse nicht mehr mit der gleichen Wahrscheinlichkeit unterstellt werden kann wie noch vor 10 Jahren, rechnen wir auf globaler Ebene bei Weizen und Mais mit einem Angebotsüberschuss. Bei Sojabohnen gehen wir von einem geringen Marktdefizit aus, das global durch ausreichend vorhandene Lagerbestände ausgeglichen werden kann.

Uninspirierende Fundamentaldaten

Trotz unseres moderat positiven Konjunkturbildes resultieren auf der Rohstoffmikroseite wenig überzeugende Fundamentaldaten. Wir haben in der untenstehenden Tabelle die Daten für das Nachfragewachstum, das Angebotswachstum, den globalen Marktsaldo und die Höhe der

Lagerbestände zusammengetragen. Für Erdgas, die Getreide und Baumwolle sind bei den Lagerbeständen die Vorräte in den USA (Stocks to Use Ratio) angegeben, da diese die Preisperspektiven mehr beeinflussen als die globalen Lagerbestände. Die Wachstumszahlen der Jahre 2011 und 2012 sind bei den Agrarrohstoffen als Durchschnitt der korrespondierenden Marketingjahre zu verstehen. Das heißt, dass in die Wachstumszahl des Jahres 2012 die Marketingjahre 2011/12 und 2012/13 zu gleichen Teilen eingehen. Dasselbe gilt für den Marktsaldo in Prozent einer Jahresnachfrage und die Stocks to Use Ratios.

Die Traumkombination aus niedrigen Lagerbeständen, Marktdefizit und hohem Nachfragewachstum gelingt lediglich zwei Rohstoffen: Sojabohnen und Zinn. Bei Sojabohnen dürfte aufgrund des relativ hohen Maispreises weltweit Ackerfläche von Sojabohnen zu Mais abwandern. Auch in den USA sollte dies der Fall sein, weswegen sich das US Stocks to Use Ratio nur unwesentlich auf knapp 7% erhöhen wird. Global gesehen betragen die Sojabohnenbestände zum Verbrauch aber noch mehr als 20%. Das ist mehr als vor 10 Jahren. Eine Besorgnis erregende internationale Knappheit ist also nicht gegeben. Zudem dürften die Sojabohnenpreise durch die erwarteten Überschüsse bei den anderen Getreiden mit nach unten gezogen werden. Zinn wiederum ist ein relativ enger Markt, der von einer oligopolistischen Anbieterstruktur geprägt ist. Wie oben erwähnt, bestimmt das Verhalten der indonesischen Anbieter weitgehend die Marktbedingungen. Unserer Ansicht nach wird es zu einem Preisanstieg kommen, der dann das Nachfragewachstum so weit verlangsamt, dass der Markt wieder in eine Überschuss situation zurückswingt, was wir aber nicht vor 2014 erwarten. Auch Kupfer zählt aus fundamentaler Sicht weiter zu den besten Rohstoffen, für das wir 2012 einen etwa ausgeglichenen Markt erwarten. Das Kupferangebot ist, wie oben erwähnt, traditionell anfällig, was im Jahr 2012 immer wieder zu kurzen Preisspikes führen könnte. Für Kupfer ist das Jahr 2012 aber ein Übergangsjahr. Das Jahr 2013 wird aufgrund des mittelfristig

höheren Angebotswachstums und der Substitution auf der Nachfrageseite wahrscheinlich einen Marktüberschuss mit sich bringen.

Ansonsten befinden sich lediglich zwei weitere Märkte – Palladium und Kakao – überhaupt im Defizit. Bei beiden Rohstoffen stehen hohe Lagerbestände einem übermäßig steilen Preisanstieg entgegen. Bei Palladium hat der größte Produzent, die russische Gesellschaft Norilsk Nickel kundgetan, dass die jahrelangen Verkäufe staatlicher Reserven Russlands sich

dem Ende zuneigen. Bisher ist das russische Palladium zum größten Teil in die Hände von ausländischen Investoren geflossen, die das Metall zumeist in der Schweiz lagern. Ein starker Preisanstieg ist möglich, wenn die Investmentnachfrage nicht mehr durch russische Vorräte befriedigt werden kann. Bei Kakao sind die Lager durch die im vergangenen Marketingjahr erzielten Rekordernten in der Elfenbeinküste und Ghana gut gefüllt. Nach dem starken Preisverfall der letzten Monate haben viele Produzenten aber bereits geäußert, dass

Angebots-, Nachfragewachstum, Marktsaldo und Lagerbestände in 2012

	Angebotswachstum		Nachfragewachstum		Marktsaldo in % Jahresnachfrage	Lager in % des Verbrauchs
	2011	2012	2011	2012	2012	2012
1. Energie						
Rohöl & -produkte	1,2%	1,5%	1,4%	1,0%	0,2%	6,0%
US-Erdgas	2,2%	1,0%	1,7%	1,1%	1,1%	11,1%
2. Industriemetalle						
Aluminium	6,2%	5,5%	4,6%	6,0%	1,1%	17,8%
Kupfer	1,6%	4,2%	1,8%	3,1%	0,0%	8,6%
Nickel	10,0%	7,2%	11,0%	4,7%	1,5%	18,6%
Zink	3,2%	2,7%	6,4%	4,6%	1,3%	21,6%
Blei	2,0%	3,0%	1,2%	3,9%	0,3%	5,5%
Zinn	2,3%	2,8%	0,3%	2,2%	-0,8%	7,5%
3. Edelmetalle						
Gold	4,7%	-5,5%	-0,5%	3,6%	49,8%	2942,5%
Silber	4,1%	-1,0%	1,2%	2,5%	21,4%	239,2%
Platin	5,7%	1,9%	-1,0%	3,6%	5,0%	70,5%
Palladium	5,0%	2,1%	1,8%	1,2%	-2,6%	238,1%
4. Agrarrohstoffe						
Weizen	-0,4%	3,1%	2,3%	2,4%	0,1%	37,6%
Mais	1,9%	4,3%	2,3%	2,3%	0,5%	8,4%
Sojabohnen	-0,2%	0,8%	5,0%	4,1%	-1,0%	6,9%
Baumwolle	10,3%	1,0%	-0,8%	1,7%	2,1%	19,7%
Kaffee	-4,3%	10,2%	1,4%	1,8%	1,1%	19,8%
Kakao	16,9%	-9,1%	3,5%	3,0%	-2,1%	48,1%
Zucker	3,5%	5,7%	0,3%	2,2%	3,7%	37,4%

Grains und Cotton jeweils Mittelwert aus MY 10/11 und MY 11/12

Daten Welt bei Angebots- und Nachfragewachstum und Marktsaldo in % der Jahresnachfrage

Daten USA bei Stocks to Use Ratio

Lager in % des Verbrauchs bei Rohöl bezieht sich nur auf die OECD-Staaten

sie Vorräte auf diesem Preisniveau zurückhalten.
Da die Nachfrage andererseits robust wächst,
dürfte Kakao im Verlaufe des Jahres 2012
einer der interessanteren Märkte sein.

Unter den Märkten mit soliden Fundamentaldaten, aber wenig Phantasie befinden sich die Industrierohstoffe Rohöl, Aluminium, Zink, Nickel und Blei. Am ehesten sind noch Rohöl und Nickel eine plötzliche Aufwärtsbewegung zuzutrauen, wenn die erwarteten Produktionszuwächse sich nicht materialisieren. Die anderen Metalle sind durch die Produktionskosten gut nach unten abgesichert. Bei steigenden Preisen dürfte bei Aluminium und Zink relativ schnell Angebot reaktiviert werden, sodass wir hier maximal moderat positive Preisbewegungen erwarten. Bei den Edelmetallen Gold und Silber wird es 2012 weniger auf die physische Rohstoffseite, sondern einmal mehr auf die Investmentsnachfrage ankommen. Wie wir in unserem Extrabeitrag „Gold – das Ende eines Megatrends“ ausführen, sind beide Metalle bereits ambitioniert bewertet, sodass sich Investoren bei der von uns erwarteten Beruhigung der Eurokrise von den Edelmetallen auch einmal abwenden könnten.

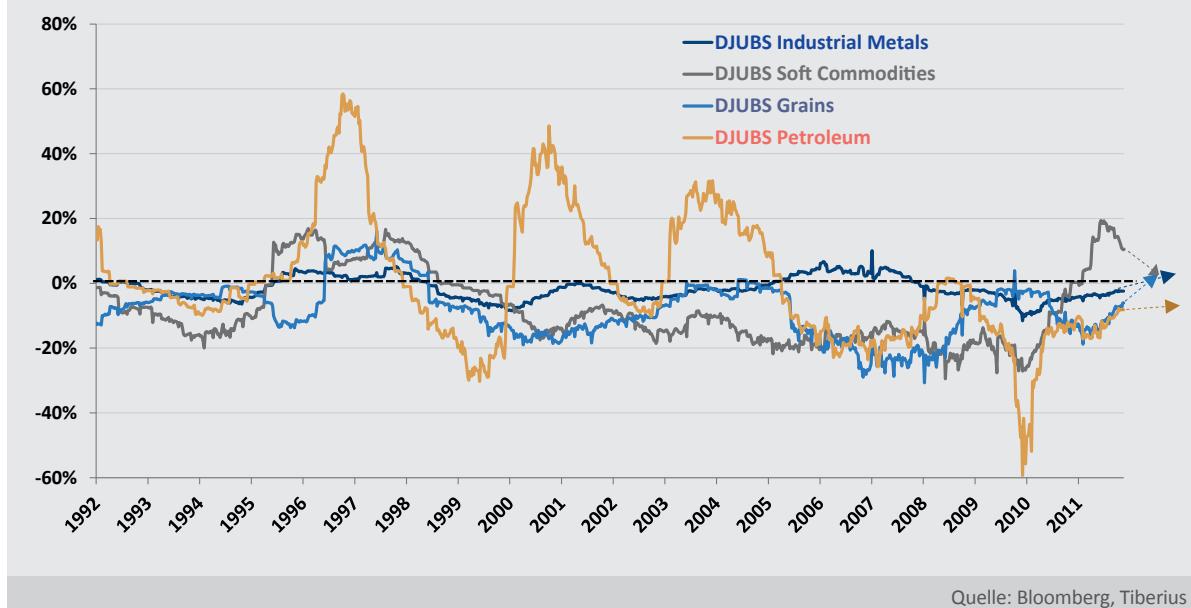
Die Rohstoffe mit Marktüberschüssen sind vor allem bei den Soft Commodities zu finden. Für Zucker ist dies das Resultat der Angebotsreaktion infolge der elevierten Marktpreise. Der Baumwollpreis ist in den letzten Monaten bereits stark gefallen, wodurch Baumwolle an andere Agrarrohstoffe Ackerfläche abgeben dürfte. Dennoch ist mit einem höheren Angebot in den USA zu rechnen, da sich die klimatischen Anbaubedingungen normalisieren sollten und durch geringere Verluste der Anbaufläche höhere Ernteergebnisse erzielbar sein dürften. Last and least kommt, beinahe wie jedes Jahr, US-Erdgas. Da das Angebotswachstum nur langsam zurückkommt – Hauptgrund ist die steigende Effizienz beim horizontalen Drilling der US-Schiefergasvorkommen – befinden sich die US-Lagerbestände auf überdurchschnittlichem Niveau. Ein nachhaltig tiefer Preis muss hier 2012 endlich für ein Umdenken der Produzenten sorgen.

Relativ attraktive Roll-Renditen

Die Roll-Renditen waren in den letzten Jahren ein permanenter negativer Begleitfaktor an den Rohstoffmärkten. Mit der Vermarktung passiver Long Only Indizes begann ab dem Jahr 2005 eine deutliche Verschlechterung der Roll-Renditen. Die Roll-Verluste per annum lagen beim Dow Jones UBS (DJUBS) Rohstoffindex in den letzten 10 Jahren durchschnittlich bei -10%. Die Roll-Renditen der großen Rohstoffindizes wurden vor allem durch die extreme Verschlechterung der Rohöl-Terminkurve nach unten gezogen. Bei Rohöl der Marke West Texas Intermediate (WTI) waren die für die Terminpreise maßgeblichen US-Märkte in den letzten Jahren mit hohen Lagerbeständen versorgt.

Kontrakt mit einem Jahr Laufzeit (1-Jahres Convenience Yield) zwischenzeitlich auf hohe zweistellige Werte angestiegen ist. Auf diesem Niveau werden sich die Roll-Renditen nicht halten lassen, da sich durch globale Angebotsreaktionen die Backwardation in den Terminkurven bereits wieder verflacht hat. Dennoch ist ein Ergebnis um die Nulllinie 2012 möglich. Deutlich angestiegen sind auch die Roll-Renditen für die Getreide. Unterdurchschnittliche US-Ernten bei Mais und Sojabohnen haben die Terminkurven beider Rohstoffe zwischenzeitlich in Backwardation gebracht. Die Roll-Renditen des gesamten Getreidesektors werden jedoch von Weizen unten gehalten, dessen Kassapreis immer noch von den hohen Marktüberschüssen in den Jahren 2008 und 2009 belastet wird.

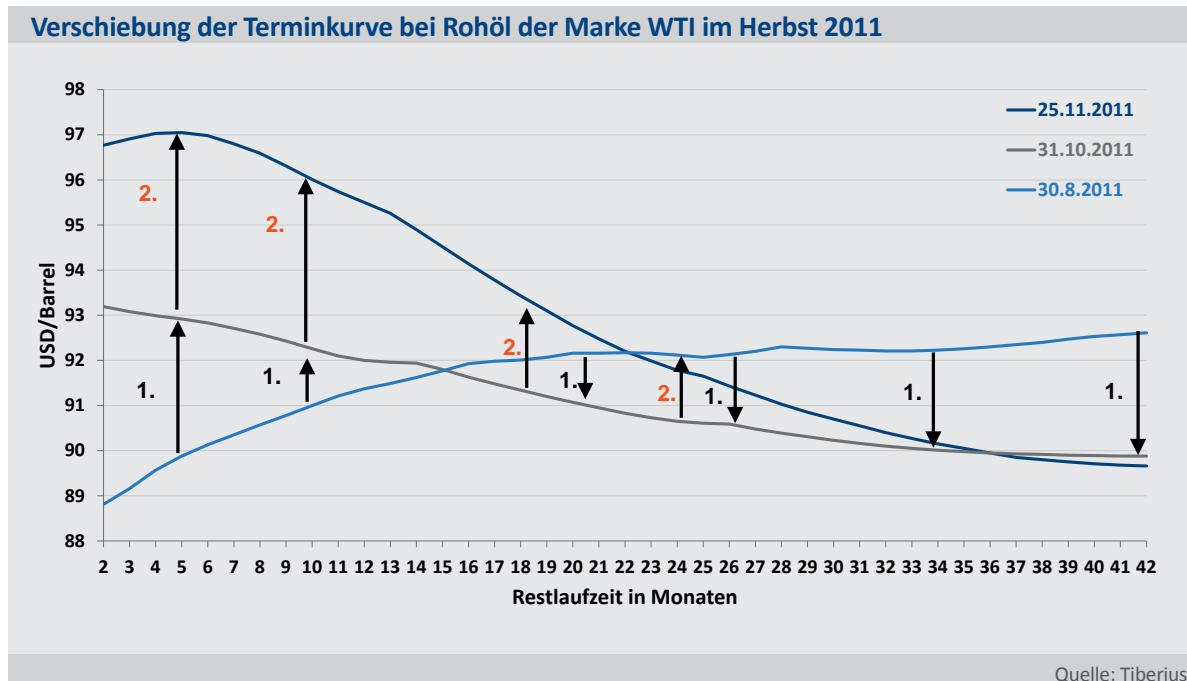
Entwicklung der realisierten Rollrenditen (1Y) für diverse DJUBS-Sektorindizes



Quelle: Bloomberg, Tiberius

In den letzten 18 Monaten ist aber bei allen Rohstoffsektoren Besserung in Sicht. Die Roll-Renditen der Soft Commodities Baumwolle, Zucker und Kaffee sind erstmals seit Ende der neunziger Jahre wieder in den positiven Bereich vorgedrungen. Durch mehrere Defizitjahre hintereinander waren die Lagerbestände vor allem bei Baumwolle und Zucker so weit erschöpft, dass die prozentuale Prämie des nächst endfälligen „Nearby“-Kontrakts zu einem

2012 sind bei allen Getreiden bei normalen Wetterbedingungen steigende US-Lagerbestände zu erwarten. Wir vermuten daher, dass die Roll-Renditen für das Gesamtjahr im negativen Bereich bei -5% bis -7% verharren. Die jährlichen Renditen der Industriemetalle haben sich in den letzten Jahren vergleichsweise wenig von der Nulllinie weg bewegt. Wie oben ausgeführt, erwarten wir ein moderat positives Makroumfeld in 2012, was bei den meisten Industriemetallen



zu einem leichten Überschuss, bzw. bei Zinn und möglicherweise Kupfer zu einem leichten Defizit führen dürfte. Die Lagerbestände an der LME dürften sich auf durchschnittlichen Niveaus einpendeln, wenn der Lageraufbau (Destocking) in China abgeschlossen ist. Die Roll-Renditen dürften sich noch marginal verbessern.

Deutlich attraktivere Roll-Renditen als im vergangenen Jahr erwarten wir hingegen beim Petroleumkomplex, der die Rohstoffe Rohöl WTI, US-Benzin und US-Heizöl umfasst. Die Terminkurve der Nordseerohölsorte Brent, das im Jahr 2011 noch nicht Mitglied der DJUBS-Indexfamilie war, aber ab 2012 im DJUBS-Index vertreten sein wird, war aufgrund des Produktionsausfalles in Libyen bereits in Backwardation gefallen. Die US-Rohölprodukte Benzin und Heizöl folgten mit kurzer Verzögerung. Der Hauptgrund war, dass die US-Marktüberschüsse bei den Rohölprodukten durch Exporte, vorwiegend nach Südamerika, komplett absorbiert und die Lagerbestände dadurch unter den saisonalen Durchschnitt gedrückt wurden. Bei Rohöl der Sorte WTI dauerte es etwas länger bis sich die positiven Fundamentaldaten durchsetzten. Viele Marktteilnehmer hatten einen Anstieg der Lagerbestände im Mittleren Westen erwartet. Als

dann wie von uns erwartet das Gegenteil eintrat, drehte die Terminkurve von WTI binnen weniger Wochen von Contango in Backwardation. Dabei war wie im Sommer 2007 erneut zu beobachten, dass in der ersten Bewegung die langlaufenden Kontrakte sogar verloren, während die Kontrakte mit geringen Restlaufzeiten starke Kurszuwächse verzeichnen konnten. Die mechanischen Positionen in den länger laufenden Kontrakten, wie sie von vielen „Roll optimierten“ Indizes der zweiten Generation vorgenommen werden, führen in solchen Phasen zu einer deutlich unterdurchschnittlichen Entwicklung gegenüber den konventionellen Rohstoffindizes. Zum Jahresende 2012 dürfte die Brent-Terminkurve mit dem sich im Jahresverlauf materialisierenden globalen Marktüberschuss wieder in Contango notieren, während die WTI-Terminkurve aufgrund einer lokal günstigeren Entwicklung im Mittleren Westen in Backwardation bleiben dürfte.

Da Rohöl bei den vordersten Kontrakten einen minimalen Contango aufweist und wir keine Versteilung der Terminkurve erwarten, positionieren wir uns bei Rohöl mit einer Restlaufzeit von 6-12 Monaten. US-Erdgas hat auch in diesem Jahr die unattraktivste Terminkurve. Durch das Angebotswachstum ist der US-Markt immer noch im Überschuss und das Halten des aktuellen

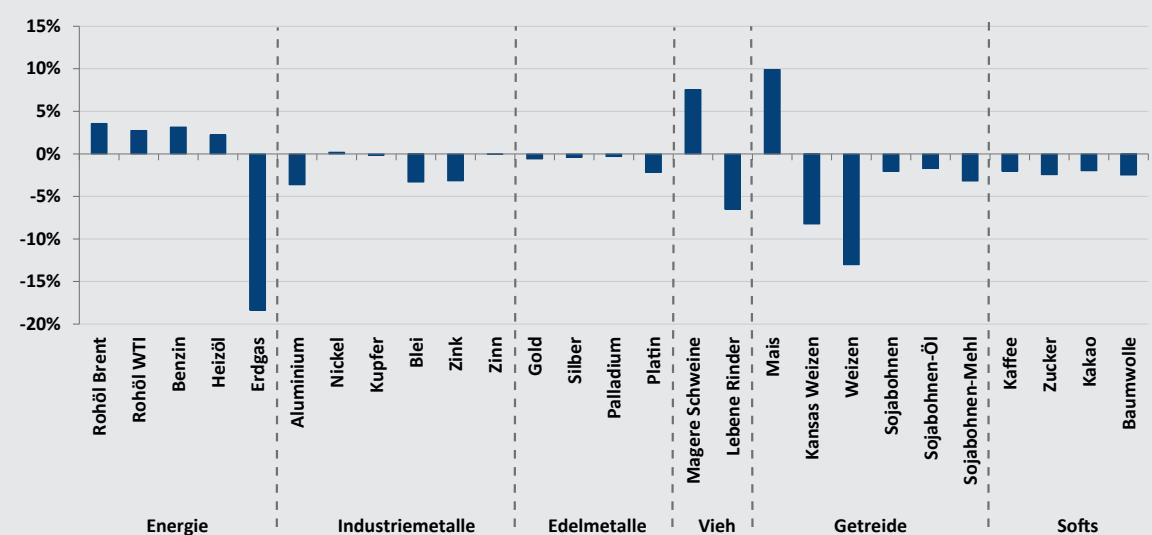
Einjahreskontrakts würde einen Roll-Verlust von ca. 20% mit sich bringen. Kurzfristig sind die Winterkontrakte 2011/12 gegenüber den Sommerkontrakten 2012 zu billig. Zu Beginn des Frühjahrs können wir uns aber eine Positionierung in den langlaufenden Kontrakten 2014/2015 vorstellen. Bei den Metallen, die Roll-Renditen leicht unterhalb der Nulllinie bieten, sehen wir keine signifikanten Drehungen der Terminkurve. Wir bleiben vermutlich relativ weit vorne in der Nähe der klassischen Indizes. Eine Bewegung in Richtung Backwardation ist für Zinn, Palladium und Kupfer nicht unwahrscheinlich. Im Lebendviehbereich erwarten wir bei Mageren Schweinen weiterhin positive Rollrenditen und gehen bei Lebendrindern von einer Verbesserung der Terminstrukturkurve aus. Innerhalb des Getreidekomplexes dürfte es in den USA bei Mais 2012 steigende Lagerbestände und eine signifikante Verflachung der gegenwärtigen Terminkurve geben. Wir positionieren uns ähnlich wie bei Sojabohnen tendenziell in den längeren Laufzeiten. Bei Weizen ist die Terminkurve des hochwertigeren Kansas Weizen traditionell attraktiver als die des Chicago Soft Red Winter Futterweizens. Wir bevorzugen auch hier tendenziell mittlere bis längere Laufzeiten. Die Soft Commodities

weisen derzeit relativ attraktive Terminkurven auf. Bei Zucker berücksichtigen wir zunehmend die längeren Laufzeiten, wobei Zucker seit langem nicht mehr im Portfolio vertreten ist. Bei Baumwolle sind wir momentan noch im Nearby-Kontrakt positioniert, da wir hier ein Short-Covering erwarten, sollten sich unsere Schätzungen deutlich tieferer Lagerbestände als vom US-Landwirtschaftsministerium antizipiert, bewahrheiten.

Kapitalflüsse: Noch an der Seitenlinie

Bei den Kapitalflüssen differenzieren wir zwischen langfristigen Kapitalflüssen, die in der Regel den Aufbau einer strategischen Rohstoffquote umfassen und den kurzfristigen taktischen Geldflüssen. Dieses taktische Verhalten messen wir unter anderem an den Daten der amerikanischen Futures Regulierungsbehörde Commodity Futures Trading Commission (CFTC). Die CFTC segregiert die Marktteilnehmer in diverse Gruppen. Am klarsten nachvollziehbar ist für uns das Verhalten der Non Commercials,

1-Jahres Ex ante Convenience Yield (November 2011)



Regulierung von US-Rohstoff-Futures

Am 21. Juli 2010 unterzeichnete US-Präsident Obama den Dodd-Frank Wall Street Reform Act, der die CFTC dazu ermächtigte, Positionslimite für Rohstoff-Futures festzulegen. Am 19. Oktober 2011 verabschiedete die CFTC einen Regelsatz für die Festlegung von Positionslimiten. Eine endgültig verbindliche Regulierung steht noch aus, da die Kommission bisher noch keine exakte Definition der Rohstoff-Swap-Geschäfte vorgelegt hat. Die Regulierung bezieht sich auf 28 US-Rohstoffkontrakte, die einen Großteil unseres Rohstoffuniversums ausmachen. Nicht betroffen sind die außerhalb von US-Börsen gehandelten Rohstoffkontrakte auf Metalle an der London Metal Exchange (LME) und die ICE Rohölkontrakte (u.a. Brent).

In einer ersten Phase sollen 60 Tage nachdem die Definition der Swap-Geschäfte erfolgt ist (erwartet Anfang des Jahres 2012) lediglich die nächst endfälligen Kontrakte (Spot Month Contracts) limitiert werden. Positionslimite für Kontrakte mit längeren Laufzeiten sollen für 9 Agrarrohstoffe ebenfalls 60 Tage nach der Swap-Definition und für alle anderen Rohstoffe implementiert werden, wenn ausreichend Daten über die Anzahl der offenen Swap-Geschäfte vorliegen (erwartet nicht vor 2014). Konkret sollen die Positionslimite wie folgt ausgestaltet werden:

- Spot Month Contract Limits (Phase 1)
Werden mit 25% des „lieferbaren Angebots“, das von der CFTC abgeschätzt wird, angesetzt. Der Terminus „lieferbares Angebot“ (deliverable supply) ist bis jetzt noch nicht genau abgegrenzt worden.

die die spekulativen Marktteilnehmer umfassen, die keinen Bezug zum physischen Rohstoffgeschäft besitzen und deren Aktionen das Ziel haben, Performance zu generieren. Die Gegenposition nehmen die Commercials ein. Diese Gruppe sichert Rohstoffpreisrisiken ihres originären Kerngeschäfts ab und umfasst sowohl Rohstoffproduzenten als auch Rohstoffkonsumenten. Die Trennlinie

- Limite für Kontrakte mit längeren Laufzeiten (Phase 2)

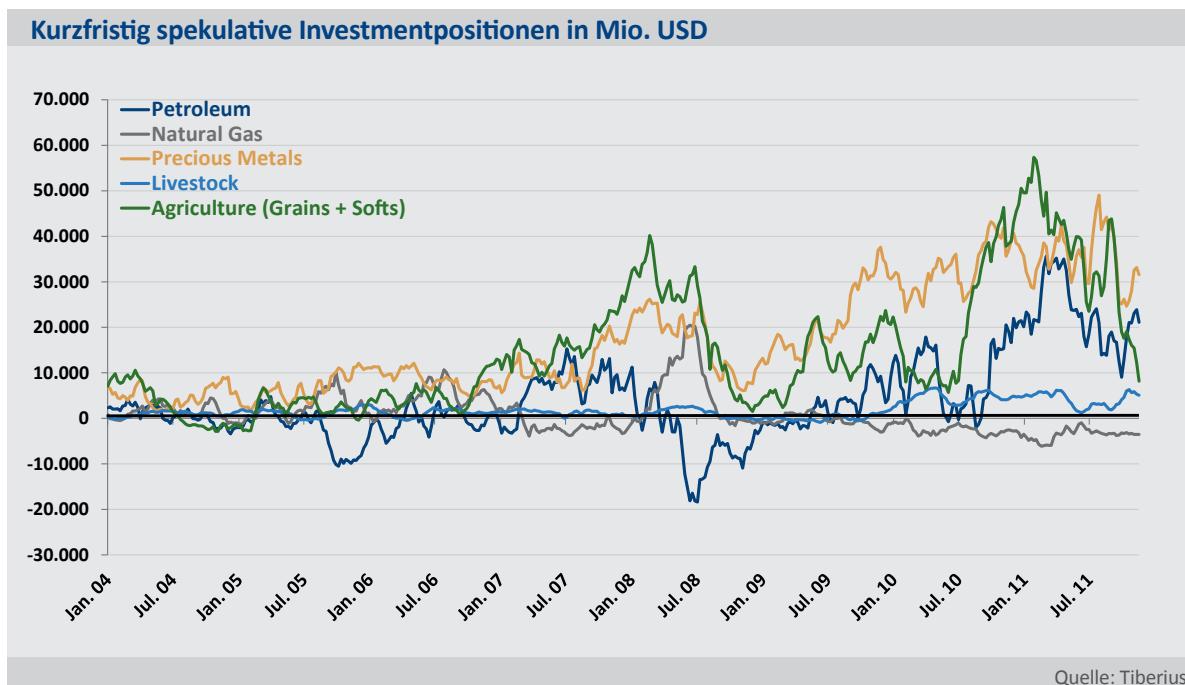
Werden mit 10% der offenen Kontrakte, maximal 10.000 Kontrakte plus weitere 2,5% der offenen Kontrakte festgesetzt. Für die Berechnung der Anzahl der offenen Kontrakte werden Futures- und Swap-Geschäfte herangezogen.

- Agrarrohstoffe, bei denen Phase 1 und Phase 2 gleichzeitig beginnen

Bei folgenden Kontrakten gelten die Limitregeln der Phasen 1 und 2 60 Tage nach der Swap-Definition: CBOT Mais, CBOT Sojabohnen, CBOT Sojabohnenmehl, CBOT Sojabohnenöl, CBOT Hafer, CBOT Weizen, KCBT Kansas Weizen, MGEX Minneapolis Weizen, ICE Baumwolle.

Die Auswirkungen dieser Regulierung dürften in 2012 gering sein. Für die genannten Agrarrohstoffe gab es bereits Positionslimite für die Spot Month Kontrakte für die letzten Tage der Kontraktlaufzeit. Die 25% Regel ist eine Redefinition dieser alten Positionslimite, die zu keinen signifikanten Positionsauflösungen führen sollte. Die Effekte der Phase 2 sind etwas unklarer, da momentan schwer abzuschätzen ist, wieviele und welche Händler von dieser Regel betroffen sein könnten. Jedoch sind konkrete Effekte, wie bereits erwähnt, erst 2014 zu erwarten.

zwischen Non Commercials und Commercials ist insbesondere bei Rohstoffhandelshäusern, die Investmentprodukte auf Rohstoffe anbieten und Gegenpositionen u.a. auch im physischen Geschäft suchen, nicht eng gezogen. So wird ein Anbieter eines Rohstoffindex, der gegenüber den Kunden die Performance von Rohstoffen replizieren muss und um dies zu gewährleisten, eine Long-Position an den Rohstoffbörsen eingeht,

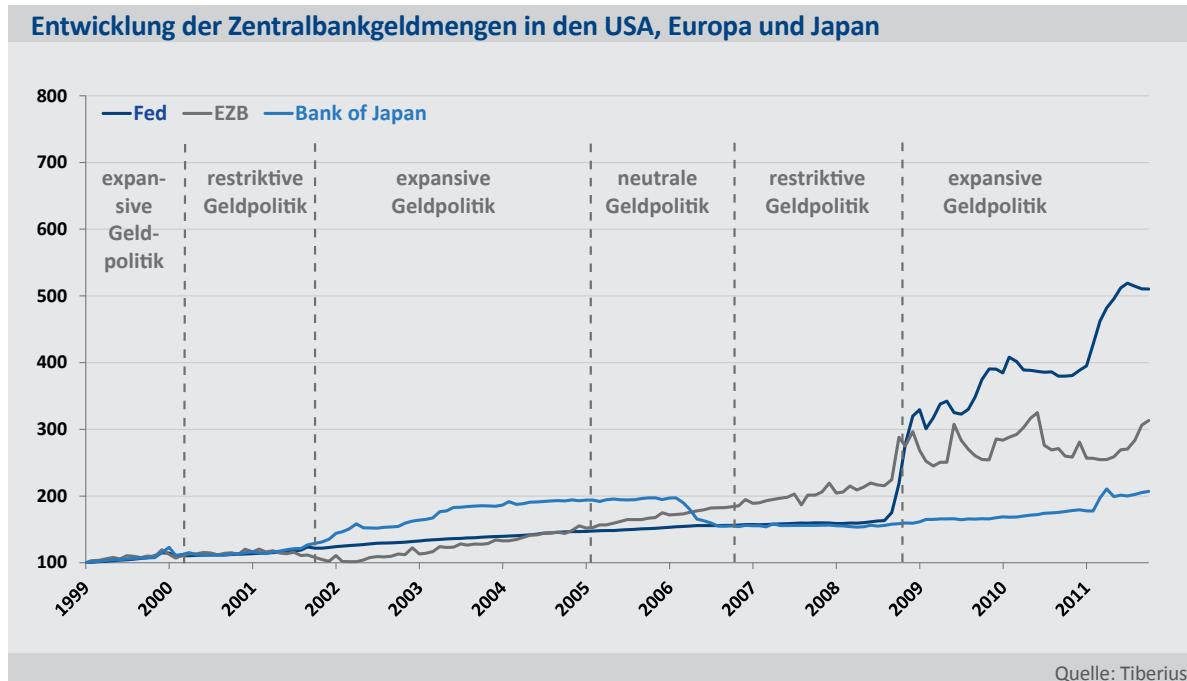


von der CFTC als Commercial mit Long-Position eingestuft. Um den Umfang dieser Geschäfte separat bewerten zu können hat die CFTC weitere Kategorien, u.a. die Index Swap Dealer, eingeführt. Zudem werden Rohstoffproduzenten/Konsumenten unter Producer/Merchant und Geldverwalter in separaten Klassen ausgewertet. Diese Daten, die ab dem Jahr 2006 vorliegen, weisen zum Teil Widersprüche auf und sind nicht so klar zu fassen wie die Non Commercials.

Der Trend bei den Non Commercials war in den letzten Monaten eindeutig: raus aus Rohstoffen. Diese Bewegung wurde forciert durch die Insolvenz des Rohstoffbrokers MF Global, der Kundengelder, die ihm als Sicherheiten für Futures-Positionen anvertraut waren, in den Märkten für europäische Staatsanleihen verspekulierte. Bei MF Global waren vor allem Non Commercials mit Long-Positionen in den Agrarrohstoffen vertreten. Es ist deswegen kein Wunder, dass dieser Sektor in den letzten Monaten massive Abflüsse zu verzeichnen hatte. Aber auch bei den Edelmetallen und beim Energiekomplex wurde die Netto-Long-Position wenngleich auch nicht in dem Ausmaß reduziert. Trotz einer gemischten Nachrichtenlage blieb das Nettoinvestitionsvolumen bei Lebendvieh relativ konstant. Aus unserer

Sicht sind die Rohstoffmärkte durch die taktischen Kapitalabflüsse der Non-Commercials technisch weitestgehend bereinigt. Größere Kapitalabflüsse könnte es lediglich noch bei den Edelmetallen geben, wenn die unserer Ansicht nach eingepreisten Katastrophenszenarien beim Euro ausbleiben, was unser Basisszenario für 2012 ist (vgl. auch die Beiträge „Die Zukunft des Euro“ und „Gold – das Ende eines Megatrends“ in diesem Kapitalmarktausblick).

Die langfristige Kapitalflussperspektive sieht für die Rohstoffe immer noch vielversprechend aus. Nach unseren Kenntnissen gibt es insbesondere in den USA viele institutionelle Marktteilnehmer, die für 2012 ein Rohstoffinvestment planen. In Europa haben einige Institutionen ihre Rohstoffquote zuletzt auf neutral reduziert. Viele Marktteilnehmer streben in 2012 eine Erhöhung ihres Rohstoffinvestitionsvolumens an, sobald die technischen Marktbedingungen sich aufgehellt haben. Das Hauptmotiv für ein Rohstoffinvestment ist nach wie vor die Gefahr, dass die monetäre Expansion, die sowohl in den USA als auch in der Eurozone durch die fehlenden Finanzierungsalternativen bei den Staatsfinanzen erzwungen sein könnte, außer Kontrolle gerät. Mittlerweile wachsen die Zentralbankgeldmengen in den



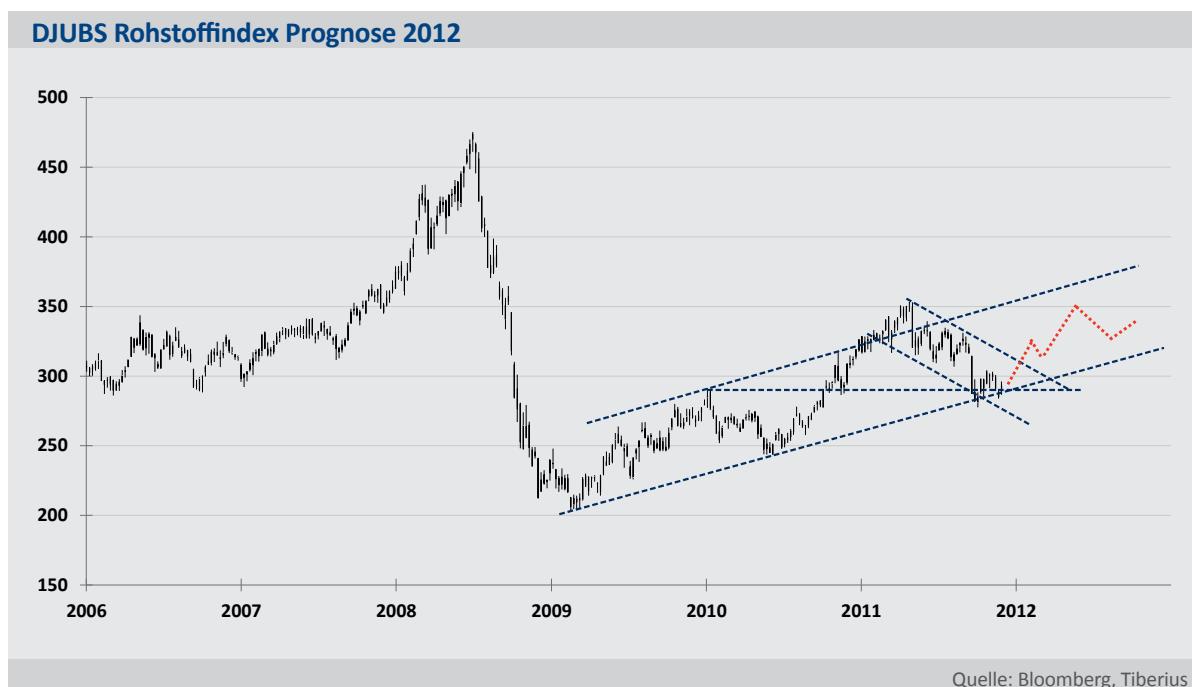
USA, Euroland und Japan im Gleichklang. Einen direkten Zusammenhang zwischen Zentralbankgeldmengenwachstum und Inflation gibt es momentan nicht, da das geschöpfte Zentralbankgeld den Vermögenskreislauf der Banken derzeit nicht verlässt, sondern als Sicherheitspolster wieder bei der Zentralbank oder in Staatsanleihen bester Bonität gehalten wird. Die durch die Geldmengenexpansion ausgelöste Asset Inflation fand im Jahr 2011 nahezu ausschließlich bei den sicheren Häfen Gold, US-Treasuries, deutsche Bundesanleihen, Schweizer Franken und Yen statt. Von den sicheren Häfen ist der Schweizer Franken durch die Kopplung an den Euro, die übrigens mehr noch durch das Italien-Exposure der Schweizer Banken als durch das Interventionsversprechen der Notenbank begründet ist, bereits ausgeschieden. Der Fluchtmpuls trieb institutionelle Anleger vorwiegend in US- Treasuries und deutsche Bundesanleihen. Die Rendite zweijähriger deutscher Bundesanleihen war Anfang November negativ. US-Staatsanleihen und Bundesanleihen sind extrem überbewertet gegenüber den Real Assets, aber auch gegenüber den Staatsanleihen der anderen Euroländer. Es ist naiv zu glauben, dass die deutschen Finanzen einen Kollaps italienischer Anleihen, der unweigerlich eine Implosion der Eurozone nach

sich zöge, überlebten. Insofern glauben wir nach wie vor, dass sich die durch das Zentralbankgeld hervorgerufene Asset Inflation auch auf die Anlageklassen Aktien und Rohstoffe (inkl. Gold) ausweiten wird. Hier reichen leicht positivere Wirtschaftsdaten, um eine starke Rallye auszulösen, die dann die bisher an der Seitenlinie verharrende Liquidität in die Märkte bringt.

Prognose: Starker Jahresbeginn, danach abflauend

Rohstoffe werden in der ersten Jahreshälfte von Kapitalzuflüssen profitieren. Unser Basisszenario ist, dass die Eurozone zumindest noch nicht in 2012 auseinanderfällt. Der Preis der „Eurorettung“ wird eine etwas expansivere Geldpolitik der EZB sein. Die Beruhigung der Finanzmärkte dürfte eine kurze und heftige Rallye bei Aktien und Rohstoffen in der ersten Jahreshälfte 2012 auslösen. Diese Rallye wird angetrieben von liquiden Mitteln, die von den vermeintlich sicheren Häfen in die risikoreichereren Anlagen zurückfließen. Die fundamentalen Ausgangsdaten der meisten Rohstoffe sind nicht berauschend. Die Weltwirtschaft wird 2012 zwar leicht

unterdurchschnittlich wachsen, das dadurch hervorgerufene Nachfragewachstum reicht aber nur bei wenigen Rohstoffen für die Ausbildung eines Marktdefizits. Dementsprechend erwarten wir seitwärts gehende oder leicht rückläufige Kurse in der zweiten Jahreshälfte. Unser Kursziel zum Jahresende 2012 liegt bei 325 Punkten. Vom aktuellen Niveau entspricht dies einem Plus von etwa 10%.



GOLD – DAS ENDE EINES MEGATRENDS

Autor: Markus Mezger

Gold: Leicht untergewichten

Im Dezember 2000 veröffentlichte die BW-Bank unter meiner Federführung eine Studie mit dem Titel „Gold – ein neuer Megatrend?“. Der Goldpreis lag zu diesem Zeitpunkt unter 300 USD je Feinunze. Im Januar 2003 waren sich die BW-Bank-Autoren bezüglich eines neuen Megatrends schon sicherer und titelten „Megatrend Gold – neue Entwicklungen“. Seither sind nahezu neun Jahre vergangen, in denen sich der Goldpreis vervielfacht und der Goldmarkt tiefgreifend gewandelt hat. Viele der ursprünglichen Kaufargumente haben sich in Verkaufsargumente verwandelt und der Megatrend Gold steht wohl kurz vor seinem Ende. Die Vorsicht würde es wie im Jahre 2000 gebieten, zunächst „Gold – das Ende eines Megatrends?“ zu titeln. Da Gold nach einigen Maßstäben aber stark überbewertet ist, würde mit einem derartigen Titel die Warnung vor Preisübertreibungen bei dem Edelmetall abgemildert.

Goldbewertungen

Gold hat viele Facetten. Würden Goldanleger befragt, warum sie das Edelmetall kaufen, bekäme man wohl sehr viele verschiedene Antworten. Für die einen ist Gold ein Metall, das wie die anderen Metalle keine Zinsen trägt und dessen Rendite sich folglich vornehmlich aus den Wertsteigerungen des Kassapreises ergibt. Diese wiederum hängen ab von Knappheitsüberlegungen, also von der Dynamik von Angebot und Nachfrage und der Höhe der überirdischen Bestände, die zur Deckung etwaiger Marktdefizite zur Verfügung stehen. Andere wiederum sehen in Gold vor allem eine Währung, die ihre Kaufkraft über Jahrtausende erhalten konnte. Diese Sichtweise wird gestützt durch die Tatsache,

dass Goldmünzen eine der ersten Geldformen waren und die ersten Papierwährungen nur mit einer Golddeckung emittiert werden konnten. Viele große Notenbanken halten das Edelmetall noch heute als einen Teil ihrer Währungsreserven. Dritte wiederum sehen Gold vor allem als eine Anlagealternative zu den traditionellen Anlageklassen Aktien und Anleihen. Das Edelmetall wird präferiert, wenn die Renditeperspektiven für Aktien und Anleihen negativ sind. Wir wollen in diesem Beitrag Gold nach allen diesen Maßstäben bewerten.

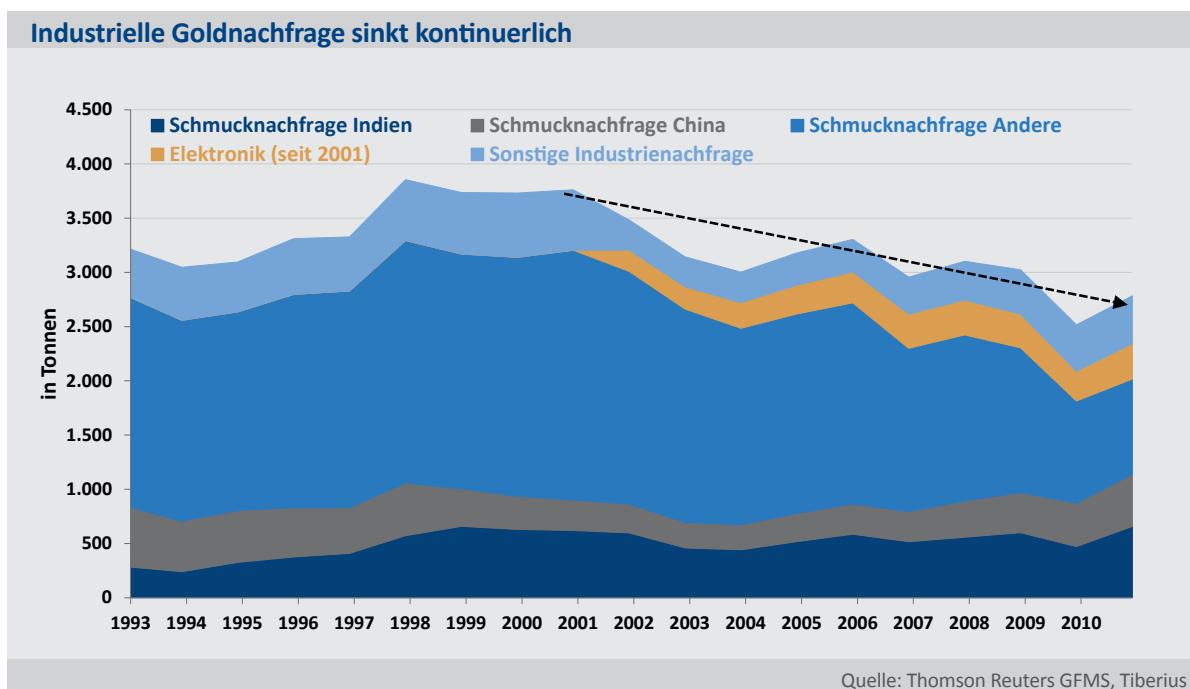
Das Metall Gold

Die Attraktivität von Metallen lässt sich vor allem an zwei Kriterien messen – die Höhe der Lagerbestände und die Dynamik zwischen physischem Angebot und physischem Verbrauch. Nun können Edelmetalle im klassischen Sinn nicht „verbraucht“ werden. Der physische „Verbrauch“ ist hier also in dem Sinn gemeint, dass Gold derart in Anwendungen gebunden ist (z.B. als Zahnersatz), dass eine Rückumwandlung in marktgängiges Gold nicht oder nur zu hohen Kosten möglich ist. Was die Lagerbestände angeht, so war eine Knappheit aufgrund der Geschichte des Goldes als Währungsmittel nie gegeben. Die in früheren Währungssystemen aufgebauten Goldreserven der Zentralbanken addieren sich noch immer auf rund 30.000 Tonnen. Hinzu kommen noch etwas höhere, private Goldbestände und ein Vorrat an Goldschmuck von nahezu 85.000 Tonnen. Der industrielle Goldverbrauch, vorwiegend die Nachfrage aus der Schmuckindustrie beträgt jedoch weniger als 3.000 Tonnen im Jahr. Damit sind allein die marktgängigen Goldvorräte um das Zwanzigfache höher als der Verbrauch eines Jahres. Zum Vergleich: Bei Industrierohstoffen wie Öl oder bei anderen Metallen wie Kupfer, Nickel, Blei oder Zinn decken die Lagerbestände nicht

einmal ein Viertel eines Jahresverbrauchs ab.

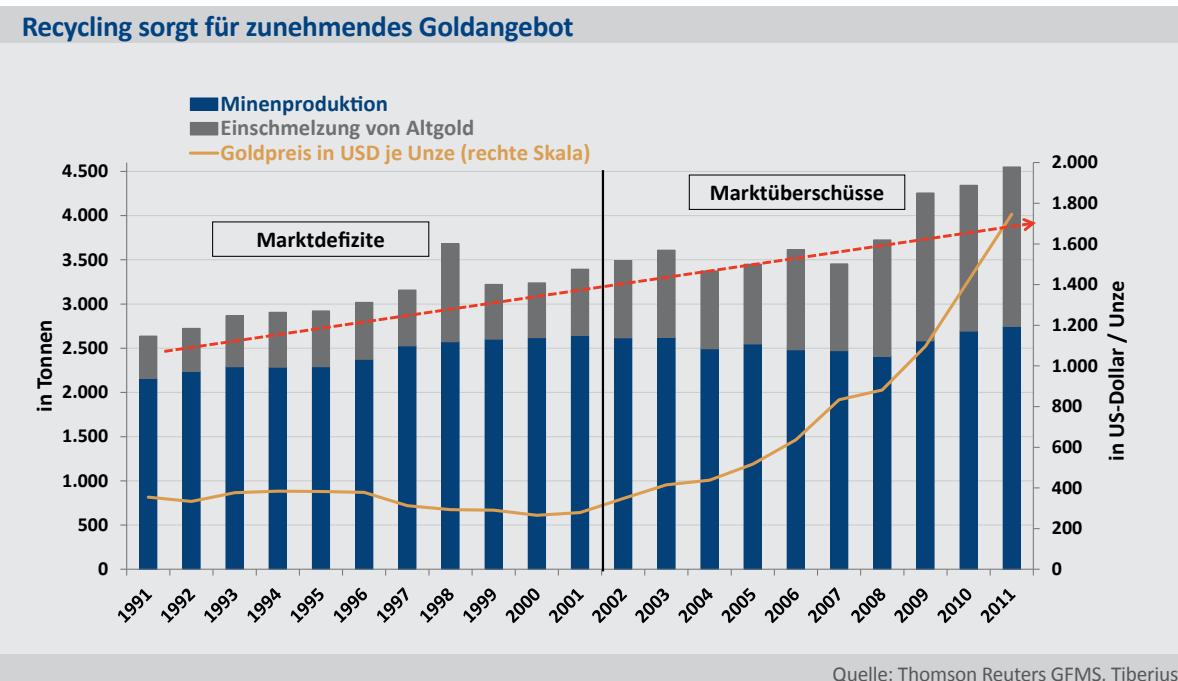
Hinsichtlich der Entwicklung von physischem Angebot und Nachfrage gab es auch Zeiten, in denen Gold als Rohstoff durchaus attraktiv war. Noch vor zehn Jahren wies der Goldmarkt ein Angebotsdefizit auf. Die physische Überschussnachfrage nach Gold konnte nur bedient werden, indem die Notenbanken aus ihren Beständen verkauften. Gold hatte als Rohstoff glänzende Aussichten, da die Preise kaum weiter fallen konnten, ohne weitere Produktion vom Markt zu nehmen. Im Jahre 2000 arbeiteten nur noch wenige Goldminen profitabel. Zudem hatten viele Goldminen

Der Verbrauch der Elektronikindustrie und der sonstige Industrieverbrauch (u.a. Zahngold) sind zwar wachsende Nachfragebereiche, die aber zu klein sind, um das Nachfragebild grundsätzlich zu ändern. Im Gleichklang mit den verfügbaren Einkommen stieg die Goldschmucknachfrage in Indien und China in den letzten Jahren kontinuierlich an. Diese Zuwächse reichen aber nicht aus, um den Rückgang der Goldschmucknachfrage in anderen Regionen der Welt zu kompensieren. Zudem ist in China 2012 eine Stagnation der Goldschmucknachfrage zu erwarten, da der Feinunzenpreis des konkurrierenden Edelmetalls Platin erstmals seit vielen Jahren wieder nachhaltig unter dem Goldpreis liegt.



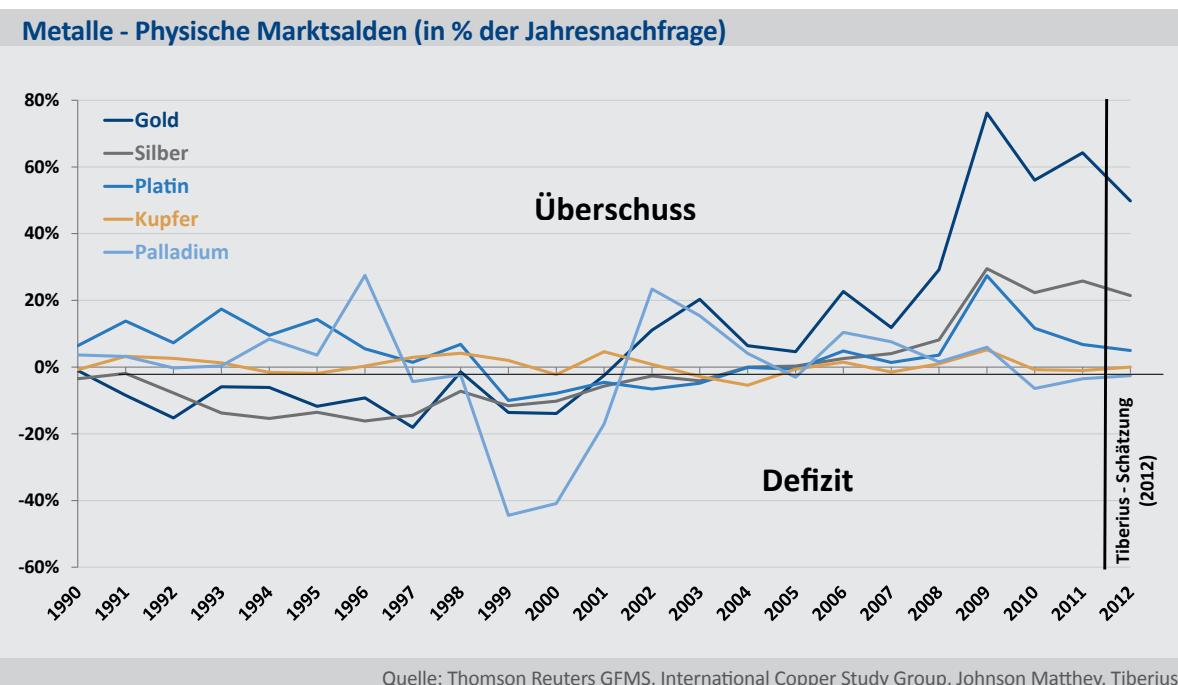
ihre Produktion bereits vorausverkauft, die Rückabwicklung dieser Geschäfte versprach eine hohe einmalige Mehrnachfrage nach Gold. Heute ist das alles ganz anders. Der Goldmarkt hat ein hohes strukturelles Überangebot. Die industrielle Nachfrage nach Gold liegt um mehr als 1.500 Tonnen tiefer als das physische Angebot, das sich 2011 auf ca. 4.500 Tonnen belaufen wird. Gold ist das einzige Metall dessen industrielle Nachfrage in den letzten 10 Jahren gesunken ist. Die industrielle Nachfrage nach Gold besteht zu mehr als zwei Dritteln aus der Schmucknachfrage.

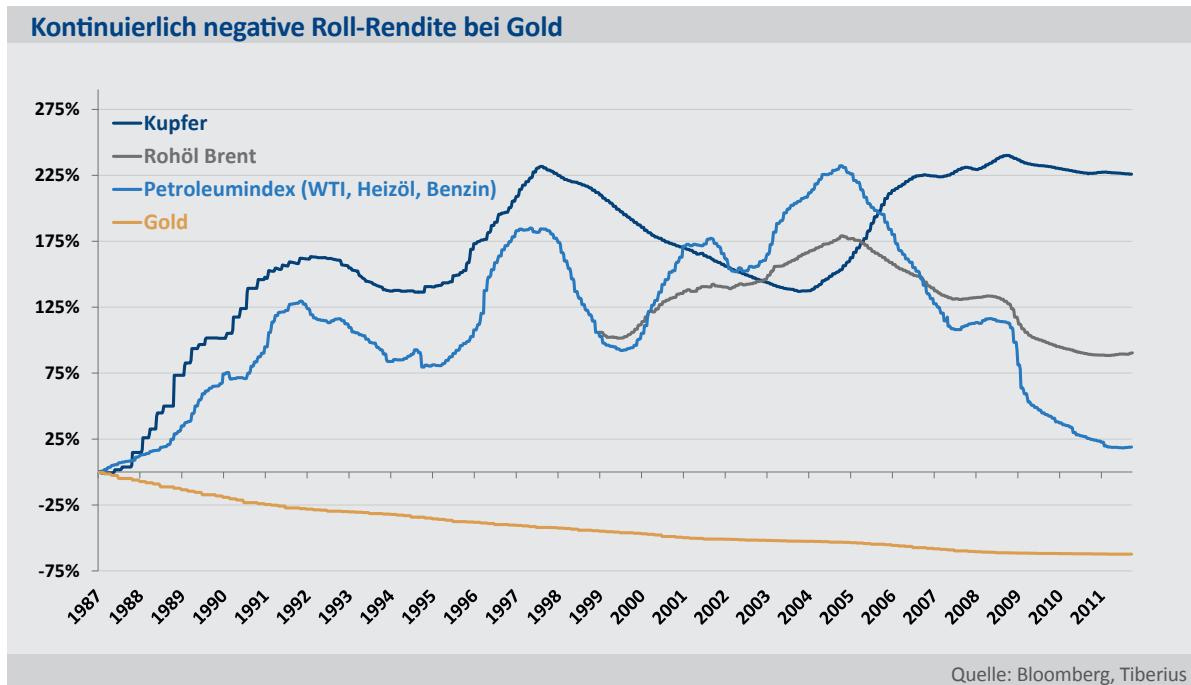
Auf der Angebotsseite sieht es nicht besser aus. Die Produktionsmenge der Goldminen ist in den letzten Jahren zwar kaum angestiegen und befindet sich mit 2.700 Tonnen noch in etwa auf dem Niveau wie zu Beginn des Jahrtausends. Die Goldminen haben aber ihre Vorwärtsverkäufe, die zu Beginn des Jahrtausends noch rund 3.000 Tonnen betragen, weitestgehend rückabgewickelt und verfügen über überdurchschnittliche Margen. Eine kosteninduzierte Angebotsreduktion ist nicht zu erwarten, eher ein leichter Produktionsanstieg,



wobei Produktionszuwächse überwiegend in China, Russland und Lateinamerika zu verzeichnen sind, während die primäre Goldproduktion in Südafrika seit Jahren zurückgeht. Die entscheidende Größe auf der Angebotsseite in den letzten Jahren war aber das hohe Angebot aus dem Einschmelzen von Altgold. Die Goldpreisexplosion der

letzten Jahre hat den Raffinerien ein schnell wachsendes Recycling-Geschäft beschert. Ein Rückgang dieser Angebotskomponente in den nächsten Jahren ist aufgrund des hohen Preisniveaus unwahrscheinlich.





Der Goldmarkt lebt also wesentlich von der Bereitschaft von Finanzinvestoren, die Angebotsüberschüsse zu absorbieren. Ein rein an Knappheit orientiertes, aktives Management würde Rohstoffe bevorzugen, bei denen Marktdefizite zu erwarten sind, denen relativ geringe Lagerbestände zur Deckung gegenüberstehen. Bei den Metallen ist dies bei Kupfer, Blei, Zinn und Palladium der Fall.

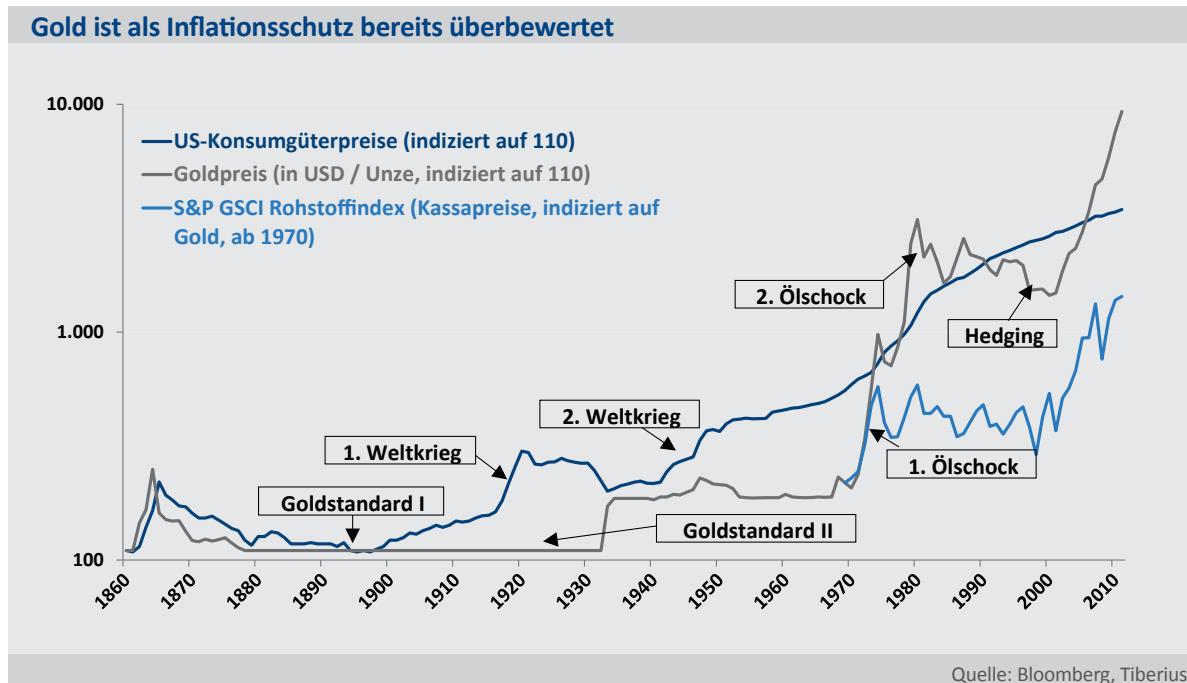
Die fehlende physische Knappheit ist auch der Grund, warum Gold an den Rohstoffterminmärkten seit vielen Jahren negative Roll-Renditen einträgt. Tiberius Asset Management konnte bei vielen Rohstoffen einen stabilen Zusammenhang zwischen Lagerbeständen, die zur Deckung von Short-Positionen zur Verfügung stehen, und Roll-Renditen nachweisen. Viele industriell verwendete Rohstoffe, darunter Rohöl und Rohölprodukte sowie die Metalle Kupfer, Nickel und Platin, weisen zum Ende von konjunkturellen Hochphasen regelmäßig so niedrige Lagerbestände aus, dass die Terminkurven in Backwardation geraten. Investoren an den Rohstoff-Terminmärkten können dann positive Roll-Renditen ver- einnehmen. Bei Gold ist dies in den letzten Jahrzehnten praktisch nicht vorgekommen. Dies liegt an den weit überdurchschnittlichen

überirdischen Beständen, die dem Markt über eine liquide Goldleihe auch zugeführt werden.

Gold als Versicherung gegen Inflation

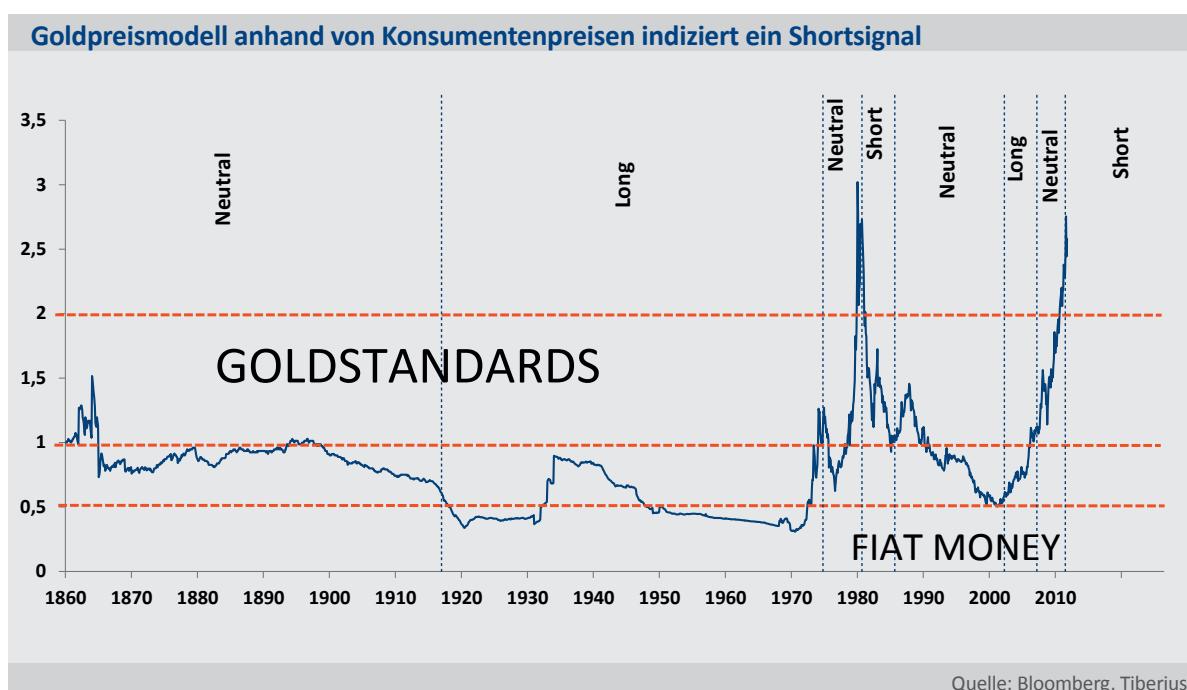
Gold hat als Währungsmetall eine lange Geschichte. Zum Ende des 19. Jahrhunderts entwickelte sich Gold zum alleinigen Geldstandard. Das Geldangebot war in den Zeiten des Goldstandards (1880-1913 und 1924-1932) in den wichtigsten Währungsräumen an die Höhe der nationalen Goldreserven gebunden. Das Edelmetall konnte seine Kaufkraft in dieser Zeit voll erhalten, während einige Papierwährungen (u.a. die deutsche Papiermark) in der Zwischenkriegszeit durch Hyperinflation untergingen. Und auch nach dem Zweiten Weltkrieg erhielt das Edelmetall seine Kaufkraft in US-Dollar. Gold ist die Urform des realen Geldes, die die inflationäre Entwertung der Papiergeleidewährungen langfristig ausgleicht. Im langfristigen Bild sollte Gold daher einen Realzins von Null Prozent gewährleisten.

Jedoch ist Gold als Inflationsversicherung mittlerweile relativ teuer. Noch zum Ende der



1990er Jahre war das Edelmetall unterbewertet. Die Ursache dafür waren die Verkäufe und Ausleihungen der Notenbanken, die eine Lücke zwischen Inflation und Goldpreis hinterließen. In den letzten 10 Jahren konnte Gold nicht nur diesen Rückstand aufholen, sondern schoss weit über das Ziel hinaus. Dabei hat das Edelmetall auch die anderen Rohstoffpreise

weit hinter sich gelassen. Der Goldman Sachs Commodity Index Spot Return hat sich seit 1970 versiebenfacht, während Gold heute fast 37-mal so hoch steht wie vor 40 Jahren. Es ist schon richtig, dass eine Unze Gold immer einen guten Anzug kauft, aber auf Dauer eben nicht zwei. Entweder schließen die anderen Rohstoffe in einer schnellen Aufwärtsbewegung



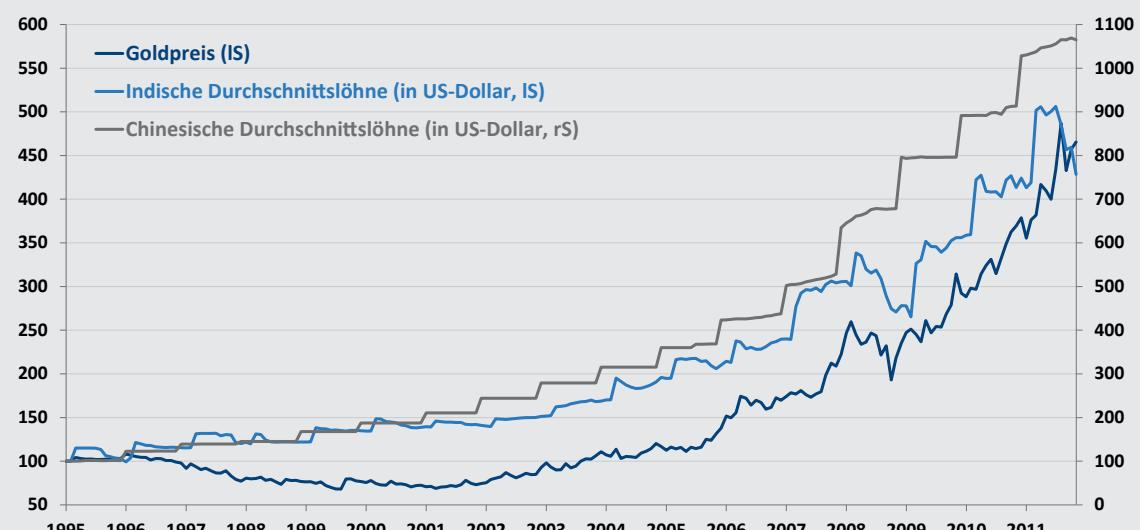
zum Goldpreis auf und erzeugen damit die Inflation, die im Goldpreis bereits eskomptiert ist oder aber die Inflationsraten bleiben auf moderatem Niveau. In diesem Fall lässt sich die Bewertung von Gold nicht halten.

Aus diesen Überlegungen heraus haben wir ein einfaches Modell gebildet, das auf dem Verhältnis (Ratio) des Goldpreises zum US-Konsumgüterpreisindex (US-CPI) basiert. Die Historie beider Zeitreihen beginnt mit dem Jahr 1860, der Startwert des Ratio wurde mit 1 festgelegt. Ein Long-Signal wird generiert, wenn das Ratio unter 0,5 fällt. Ein Short-Signal entsteht, wenn das Ratio über 2 ansteigt. Mit diesem einfachen Modell hätte eine vergleichbare Rendite wie mit Gold erzielt werden können, ohne aber die nervenaufreibenden Kursverluste in den achtziger und neunziger Jahren durchhalten zu müssen. Seit September 2010 hat das Modell wieder auf den Short-Modus umgeschaltet. Verglichen mit den Übertreibungen Anfang der achtziger Jahre hätte der Goldpreis noch wenige Monate Luft nach oben, bevor ein mehrjähriger Bärenmarkt einsetzt.

Etwas abgemildert wird die Short-Aussage des Modells durch die Entwicklung in den asiatischen

Schwellenländern. Indien und China zählen zu den größten Absatzmärkten für Goldschmuck und inzwischen auch was das Investoreninteresse angeht. Das Edelmetall ist gemessen an der lokalen Inflations- und Währungsentwicklung noch nicht teuer. Dies liegt einerseits daran, dass Chinas Währung dem US-Dollar gegenüber in den letzten Jahren aufgewertet hat und gleichzeitig in beiden Ländern die lokalen Inflationsraten deutlich über der US-Inflationsrate lagen. Zusammen mit dem starken Wirtschaftswachstum stiegen daher auch die Durchschnittslöhne in beiden Ländern an. In China haben sich diese seit 1995 auf US-Dollar-Basis etwa verzehnfacht, in Indien immerhin verfünfacht. Dieses Argument setzt jedoch die Grundlogik des obigen Modells nicht außer Kraft. Wenn Gold in indischen Rupien und chinesischen Renminbi noch attraktiv erscheint, dann sind es Öl und Kupfer erst recht. Die schnell steigende Einkommensentwicklung in asiatischen Schwellenländern lässt sich nur mit einem ebenso schnell wachsenden Rohstoffverbrauch aufrechterhalten. Es bedarf bei Industrierohstoffen sehr hohen Preissteigerungen, um in den gesättigten Industrieländern die Inflation zu erzeugen, die der Goldpreis antizipiert.

Der Goldpreis bewegt sich synchron zum Einkommen der großen asiatischen Schwellenländer



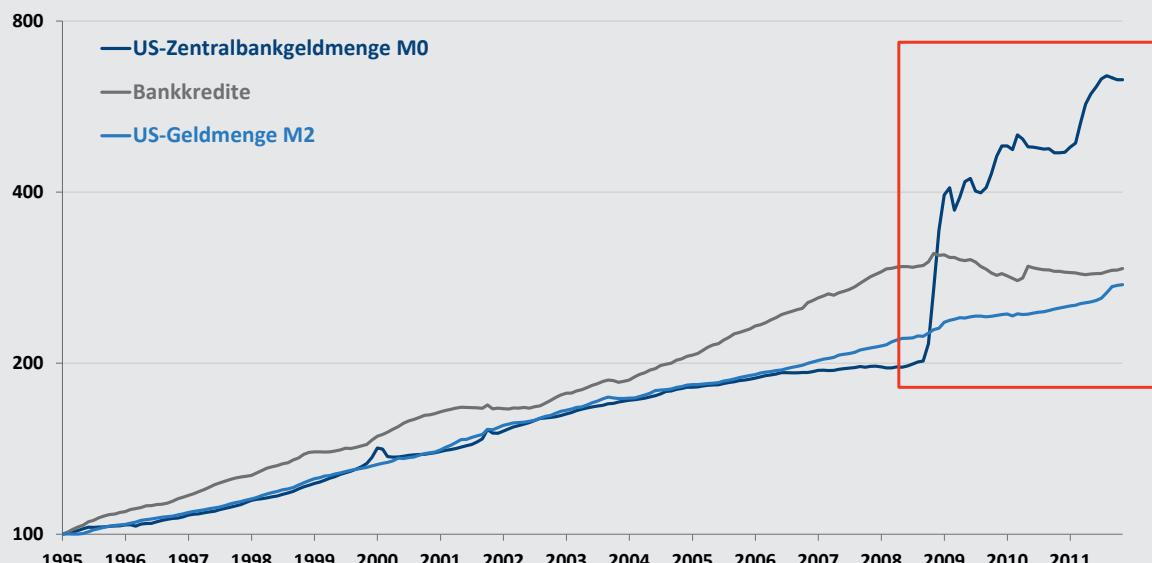
Quelle: Bloomberg, Tiberius

Nun gibt es nicht wenige Marktbeobachter, die mit Blick auf die weltweite Geldmengenentwicklung gerade eine derartig hochinflationäre Entwicklung bei Rohstoffen und Konsumgüterpreisen befürchten. Dagegen lässt sich einwenden, dass die Anleger an den Bondmärkten diese Befürchtungen nicht teilen. Die Break-Even-Inflationsrate bei 10-jährigen, inflationsgeschützten US-Staatsanleihen (TIPS), das ist diejenige Inflationsrate, ab der TIPS zu Marktpreisen bewertet, attraktiver sind als die traditionellen ungeschützten Anleihen, steht derzeit bei rund 2,05%. Von den Inflationserwartungen der Goldinvestoren ist hier nichts zu sehen. Das Gleiche gilt für die erwartete Zinsentwicklung im Euroraum. Die in 10 Jahren erwartete Rendite für 10-jährige deutsche Bundesanleihen vegetiert bei nur wenig mehr als 3%, der Zins für 20-jährige Bundesanleihen in 20 Jahren wird bei unfassbaren 2,4% notiert.

Zweitens wird das Geldmengenwachstum oft undifferenziert dem Inflationspotenzial gleichgestellt. Das wäre allerdings zu einfach. Zunächst muss einmal geklärt werden, über welche Geldmengen gesprochen wird. Es gibt erhebliche Unterschiede zwischen der Zentralbankgeldmenge M0, die durch die Politik

der Zentralbank direkt beeinflusst wird, und der Geldmenge M2, die im Wesentlichen durch die Kreditschöpfung des Geschäftsbankensektors bestimmt wird. Nun mag es sein, dass die Notenbanken bewusst eine im Vergleich zu den letzten Jahrzehnten überdurchschnittliche Inflationsrate anstreben, indem sie die M0 kräftig erhöhen. Dieser geldpolitische Impuls muss vom Geschäftsbankensektor aber in Form zusätzlicher Kreditausreichungen umgesetzt werden. Nun können sie „die Pferde zur Tränke führen, saufen müssen sie selbst“, wie es der deutsche Wirtschaftsminister Karl Schiller in den sechziger Jahren einmal formulierte. Es gibt heute aber gute Gründe, warum die Kreditentwicklung des Geschäftsbankensektors zumindest in den Industrieländern in diesem Zyklus unterdurchschnittlich ist. Der wichtigste: die Kreditexzesse der Vergangenheit waren so groß, dass viele Marktteilnehmer aktuell mit einer Rückführung ihrer Schuldenlast beschäftigt sind (Deleveraging). Das heißt der Grundtrend ist deflationär, wird aber durch eine stark inflationäre Politik der Zentralbanken überlagert. Die Zentralbanken haben noch kein Konzept entwickelt, wie eine gemäßigte Inflation (2%-7%) hergestellt werden kann, so lange der Geschäftsbankensektor

Transmissionsmechanismus im Bankensektor ist gestört



Quelle: Bloomberg, Tiberius

das Zentralbankgeld einfach hortet. Das einfachste wäre, wenn die privaten Haushalte beginnen würden, die Inflation zu antizipieren. Dazu müssten sie aber die noch günstigen Fertigwaren oder Rohstoffe kaufen und nicht Gold und Silber. So lange die Edelmetalle bevorzugt werden, dürfte die Inflation, gegen die man sich absichern will, ausbleiben.

Gold als Währung

Das Gold der Notenbanken stammt überwiegend noch aus den Zeiten des Goldstandards und des Bretton Woods Systems, als der Goldpreis an den US-Dollar gebunden war. In der Goldbaisse der achtziger und neunziger Jahre setzte sich unter den Notenbankern dann aber die Meinung durch, dass das Edelmetall als Währungsreserve nicht mehr benötigt werde, da es im Gegensatz zu Anleihen keinen Zins trage. Der Anteil Goldes an den globalen internationalen Währungsreserven ging in dieser Zeit immer weiter zurück. Typisch war das Jahr 2000, als die Sirenen der Finanzmärkte auf dem Höhepunkt der allgemeinen US-Dollar-Euphorie den Notenbankern vorgaukelten, dass US-Dollar

Bonds die Anlageklasse der Zukunft seien (US-Präsident Bill Clinton schaffte damals noch einen Haushaltsüberschuss), während es sich bei Gold um ein „barbarisches Relikt“ handele. Durch den Rückspiegel betrachtet sehen die Goldverkäufe der Schweizer Nationalbank oder der Bank of England heute ziemlich unsinnig aus. Ebensowenig nachvollziehbar ist im Nachhinein die Vorliebe asiatischer Notenbanken (v.a. China und Japan) für US-Dollar-Anleihen.

Insofern leuchten bei uns die Alarmlampen, wenn heute dieselben Institutionen sich zu einem Kauf von Gold und einem Verkauf von US-Dollar-Anleihen in den Währungsreserven gedrängt sehen. Zentralbanker sind in der Regel Beamte, deren Anlageverhalten noch prozyklischer ist als jenes der Trendfolger bei Finanzinstitutionen. Zentralbanken kaufen regelmäßig die zurückliegende Wertentwicklung („Past Performance“), weil sie die Übergewichtung einer Anlageklasse, die in den Jahren zuvor negative Renditen aufwies, vor ihren Gremien und der Öffentlichkeit nicht rechtfertigen können. In der Regel sind sie die Letzten, während private Investoren den Braten meist sehr viel früher gerochen haben. Und in der Tat haben kleinere



Zentralbanken erst in den Jahren 2009ff mit verstärkten Goldkäufen begonnen, während die europäischen Notenbanken um diese Zeit ihre Verkäufe im Rahmen des Washington Agreement on Gold allmählich einstellten.

Betrachtet man das ganze aus Sicht der „Greater Fool“-Theorie, wer bleibt denn noch übrig, der den Notenbanken das Gold wieder abnimmt? Aus unserer Sicht gibt es keinen solchen „größeren Narren“ mehr. Private Institutionen mit großen Goldbeständen sollten daher das Auftauchen der Notenbanken auf der Käuferseite für ihren eigenen Ausstieg nutzen. Die Notenbanken werden sich erneut auf der Verkäuferseite wiederfinden, wenn der Goldbaissetrend längst definiert ist. Der Anteil des Goldes an den internationalen Währungsreserven wird nach der Konsolidierung in den letzten Jahren weiter zurückgehen.

An dieser Stelle werden viele Goldanhänger heftigst widersprechen. Schließlich werde an den Finanzmärkten momentan nicht mehr und nicht weniger als der Untergang des Eurosystems gehandelt. Wie wir im Kapitel „Die Zukunft des Euro“ ausführen, wird es dazu unserer Meinung nach in nächster Zeit nicht kommen. Nicht wenige Goldbullen träumen von einer Rückkehr zu goldgedeckten Währungen. Diese wird es unserer Ansicht nach ebenfalls nicht geben. Selbst wenn eine Nachfolgeregelung für eine der Papierwährungen notwendig werden sollte, – am meisten gefährdet ist nach der fundamentalen Ausgangslage langfristig der japanische Yen, der ironischerweise momentan aber nicht auf der Agenda der Finanzmärkte steht – so dürfte eine Währungsreform erneut eine Fiat Money Währung hervorbringen. Und diese kann mit dem Steuer- und Geldmonopol des Fiskus auch durchgesetzt werden. Zu groß sind die Vorteile zusätzlicher geldpolitischer Handlungsoptionen in diesem System. Und auch zu einem zinsbasierten fractional banking system gibt es keine wirtschaftlich bessere Alternative.

Gold und Aktien

Gold- und Aktienzyklen werden immer wieder zueinander in Beziehung gebracht. Beide Anlageklassen sind Inflationsversicherungen. Bei Gold liegt dies an seiner traditionellen Funktion als reales Geld. Die Aktienpreise werden langfristig von den Gewinnen geprägt, die wiederum vom Preisniveau auf den Absatzmärkten abhängen. Daneben profitieren Aktien als eine Form von Produktivkapital, jedoch auch vom realen Wachstum der unterliegenden Absatzmärkte. Gold hingegen kann auf sehr lange Sicht keine reale Rendite bieten, da das Horten von Gold keine produktive Verwendung ist. Im sehr langen Bild ist daher ein realer Aufwärtstrend von Aktien gegenüber Gold begründet. Berücksichtigt man Dividendenzahlungen, so lässt sich dieser Aufwärtstrend über die letzten Jahrzehnte auch zeigen. Die klassische Form des Vergleichs zwischen Aktien und Gold ist aber das Dow-Gold-Ratio. Im amerikanischen Aktienleitindex Dow Jones Industrials, der im Zähler steht, sind jedoch keine Dividendenzahlungen enthalten, deshalb fällt der langfristige Aufwärtstrend des Dow-Gold-Ratio flacher aus, als dies bei einem Total-Return-Index der Fall gewesen wäre.

Das Dow-Gold-Ratio unterliegt sehr großen Zyklen. Der erste große Aufwärtszyklus von Aktien gegenüber Gold fand in den zwanziger Jahren des vergangenen Jahrhunderts statt und wurde in der Großen Depression der dreißiger Jahre auf das Ausgangsniveau zurückgeführt. Die Wirtschaftswunderjahre der sechziger Jahre waren die Triebfeder des zweiten Aufwärtszyklus, dessen Hochpunkt mit rund 27 deutlich über dem des vorangegangenen Zyklus lag, bevor die Stagflation der siebziger Jahre das Ratio noch einmal auf ein extrem tiefes Niveau von 2 drückte. Der letzte Aufwärtszyklus der Aktien wurde durch die Blase bei TMT-Werten geprägt und erreichte wiederum ein neues Allzeithoch bei knapp 45 Punkten. Das Top wurde im Sommer 1999 bei einem Goldpreis von 255 USD je Feinunze markiert. Seither hat eine zyklische Korrektur des Dow-Gold-Ratio begonnen, die kurz vor dem Abschluss steht. Ebenso wie beim Preisverhältnis von Gold zum

Konsumgüterpreisindex ist es leicht möglich, dass das Edelmetall noch einige Monate outperforms. Aber die strategische Empfehlung lautet eindeutig: „Aktien long, Gold short“. Anleger, die ihr Geld in den letzten 10 Jahren in Gold geparkt haben, um die Überbewertung bei Aktien auszusitzen, sollten allmählich den Rückweg in die Produktivanzlage Aktien finden. In einer Welt, die vor großen ökonomischen und ökologischen Herausforderungen steht, wird man nicht für das Horten von Gold, sondern für Risikoübernahme bei unternehmerischen Wagnissen belohnt.

Nun mögen manche einwenden, dass Aktien, gemessen am langfristigen Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) immer noch teuer seien. Das KGV von Aktien sollte jedoch nicht absolut, sondern relativ betrachtet werden. Anfang der achtziger Jahre lag das durchschnittliche KGV für den US-Aktienmarkt nur knapp oberhalb von 5, der Gewinn p.a. betrug demnach ca. 20% des Aktienkurses, während heute ein KGV von rund 16 zu Buche steht. Anfang der achtziger Jahre warfen festverzinsliche Anlagen aber auch zweistellige Renditen ab – der US-Leitzins war Anfang der achtziger Jahre in der Spur auf 20% angehoben worden –, während heute 10-jährige US-Staatsanleihen eine magere Verzinsung von

rund 2% bieten. Gemessen an Rentenpapieren sind Aktien heute attraktiv bewertet.

Gold und festverzinsliche Anlagen

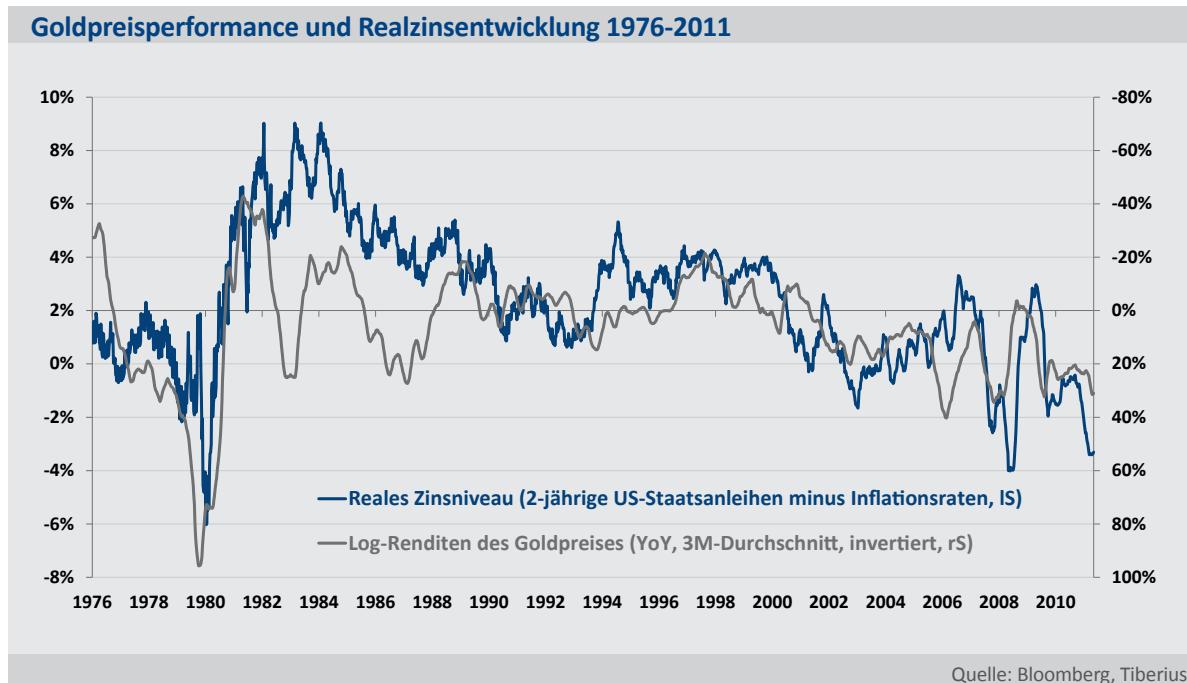
Die geringen Renditen von festverzinslichen Papieren sind eines der letzten verbliebenen Kaufargumente für Gold. Die US-Inflationsrate wurde zuletzt mit 3,8% gemessen, wobei die Kernrate mit 2,0% etwas tiefer liegt, aber keine nachgebenden Tendenzen zeigt. Demnach bieten kurzfristige Geldmarktpapiere eine reale Verzinsung von -3,8% und 10-jährige US-Treasuries eine Realverzinsung von -1,8%. Wir haben für die Zeit seit 1976 ein einfaches Modell aufgestellt, in dem ein Long-Signal generiert wird, wenn der reale US-Geldmarktzins unter 2% liegt und ein Short-Signal, wenn er sich darüber befindet. Damit konnte eine Rendite von 6,7% p.a. bei einer Volatilität von 13,0% erzielt werden, während ein reines Goldinvestment auf eine Jahresrendite von 6,5% bei einer Volatilität von 19,4% kam.

In den nächsten Jahren dürften die Notenbanken die Leitzinsen vergleichsweise niedrig halten und

Dow-Gold Ratio vor langfristigem Wendepunkt



Quelle: Bloomberg, Tiberius



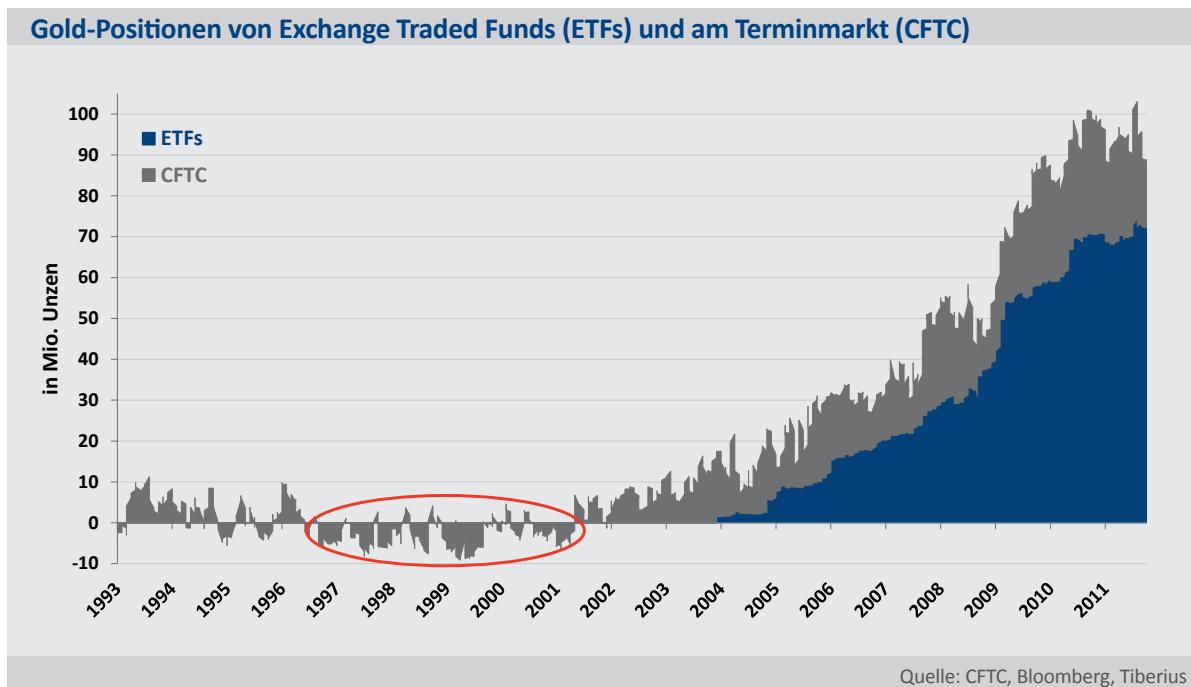
Inflationsraten oberhalb der Zielwerte von ca. 2% zulassen. Ein neuer Notenbanker à la Paul Volcker, der wie zu Beginn der achtziger Jahre durch eine restriktive Geldpolitik der Inflation „das Genick brechen“ will, ist nicht in Sicht. Eine derartige Politik wäre auch fehlgeleitet, da sie die aktuelle Schuldenproblematik verschärfen und mit hoher Wahrscheinlichkeit zu politischen Verwerfungen führen würde. Gleichzeitig dürften die langfristigen Zinsen durch Manipulation der Notenbank oder durch fiskalpolitische Zwangsmaßnahmen tief gehalten werden. Den Besitzern von Staatsanleihen – vornehmlich die großen Kapitalsammelstellen – werden also reale Wertverluste aufgetragen. In diesem Umfeld ist ein starker Einbruch des Goldpreises nur schwer vorstellbar.

Sentiment und Flows

Welcher Anleger hat bei einem Bummel durch eine beliebige deutsche Stadt nicht mindestens zwei Geschäfte gezählt, bei denen in großen Lettern das Wort „Goldankauf“ prangt. Selbst in kleineren Dörfern schießen diese kleinen Läden wie Pilze aus dem Boden. Die langjährige Goldhausse ist in der breiten Bevölkerung

mittlerweile angekommen. Im Sommer 2011 waren nahezu auf der kompletten Titelseite der Bild-Zeitung Goldbarren abgebildet und das Edelmetall wurde in Gewinnspielen angepriesen. Es ist richtig, dass der durchschnittliche Goldbesitz der Privatanleger immer noch sehr niedrig ist. Aber der Taxifahrer, der auf der Fahrt die Vorteile des Edelmetalls erläutert und anschließend per Blackberry Goldminenaktien ordert, ist zumindest dem Autor dieser Zeilen im Jahre 2010 schon untergekommen. Ebenso bedenklich ist die Attitüde der Vermögensverwalter. Dieselben Adressen, die den Goldkauf im Jahr 2000 und 2001 als unseriös abstempelten, lehnen heute noch vehementer einen Goldverkauf ab.

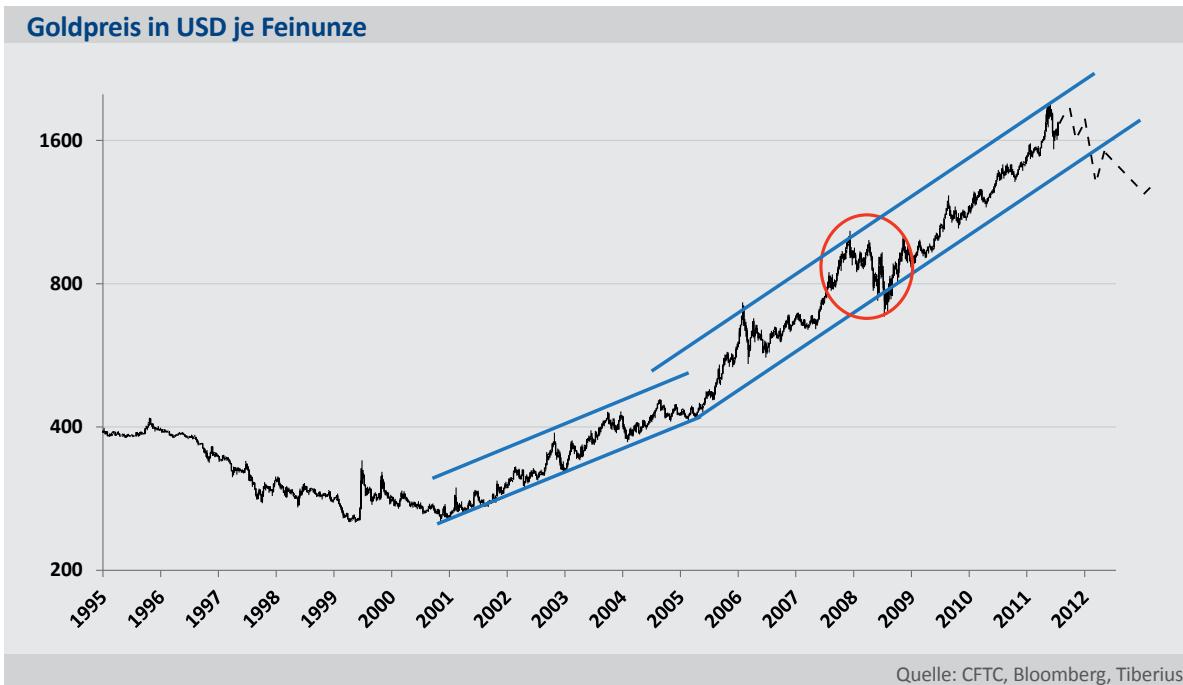
Das positiv verzerrte Sentiment lässt sich auch an den spekulativen Kapitalzuflüssen in den Goldmarkt festmachen. Alleine die Gold-Positionen am amerikanischen Terminmarkt und in Form von physisch hinterlegten Exchange Traded Funds (ETFs) stiegen in den letzten 10 Jahren von Null auf derzeit etwa 90 Mio. Unzen. Dies entspricht etwa 2.800 Tonnen oder einem derzeitigen Gegenwert von etwa 150 Mrd. US-Dollar. Alleine Gold macht damit etwa gut die Hälfte des gesamten Investorenkapitals im Rohstoffsektor aus! Und in dieser Summe sind



private Goldmünzen und -barren noch nicht berücksichtigt. Ebensowenig wie Käufe aus den weltweiten Schwellenländern, wo es eine Grauzone in den Daten zwischen Importen für die Schmucknachfrage bzw. als reines Investment gibt. Was das Investorensentiment angeht, so kann man durchaus von Ansätzen einer Blasenbildung am Goldmarkt sprechen. Wir glauben, dass ein Großteil dieser Investments erst rückabgewickelt werden muss, bevor man von einer echten Marktbereinigung sprechen kann. Vor zehn Jahren haben sich nur sehr wenige vorstellen können, dass Gold zum absoluten Mainstream-Investment wird. Und warum sollte nicht auch dieser Trade irgendwann wieder auf Null zurückgestellt werden?

Prognose

Gold ist gegenüber anderen Rohstoffen und Aktien übererteuert. Das Edelmetall weist einen strukturellen Angebotsüberhang auf und lebt allein von der Bereitschaft von Finanzinvestoren, diesen zu erwerben. Dabei stehen die langfristigen relativen Charts kurz vor langfristigen Wendepunkten. Gleichzeitig ist das Sentiment einseitig auf die Bullenseite geneigt. Damit sind die wichtigsten Voraussetzungen für eine Preisblase gegeben. Das heißt aber nicht automatisch, dass wir in den nächsten Monaten einen scharfen Preiseinbruch sehen. Wahrscheinlicher ist, dass die Inflationsraten in den Industrieländern in den nächsten Jahren in Richtung 5% ansteigen und die Zinsen auf Anleihen gleichzeitig tief gehalten werden. Der Goldpreis könnte in einem derartigen Umfeld nur leicht fallen (wir rechnen mit 1.300 USD je Feinunze bis Jahresende 2012), aber relativ zu Rohstoffpreissteigerungen und Aktienmärkten deutlich zurückbleiben.



EINZELMÄRKTE: ROHSTOFFPERSPEKTIVEN 2012

ENERGIESEKTOR

Autor: Christian Kurz

Petroleum Komplex: Leicht untergewichten

Innerhalb des Petroleum Komplexes wird es im kommenden Jahr zu einer Veränderung bei den Benchmark Kontrakten kommen. Erstmals wird im DJUBS Index der Rohöl-Kontrakt Brent aufgenommen. Diesen Schritt können wir in Anbetracht der Tatsache, dass der Rohöl WTI Kontrakt immer wieder von lokalen Sondereffekten beeinflusst wird, nachvollziehen. Aus taktischer Sicht erscheint uns die Aufnahme jedoch ungünstig gewählt zu sein (siehe Petroleum-Spreads).

In unserem nachstehenden Ausblick für den globalen Rohöl-Markt werden wir uns daher auf den Brent Kontrakt konzentrieren. Auf den WTI Kontrakt werden wir im Zuge der relativen Bewertungen innerhalb des Rohöl-Komplex näher eingehen.

Welch ein Jahr! So oder so ähnlich, könnte man dieses Jahr in Bezug auf den Rohöl-Komplex beschreiben. Fukushima, der Arabische Frühling, der Bürgerkrieg in Libyen, der Erlass von strategischen Rohölreserven durch die Internationale Energie Agentur (IEA) und die fortlaufende Eskalation der Euro-Krise hatten alle zusammen massiven Einfluss auf die Preisfindung für den globalen Rohölpreis.

Der globale Rohölmarkt war im Jahr 2011 durch Knaptheit geprägt. Im Laufe des Sommers konnte der Rohölmarkt zwei einschneidende Ereignisse ohne größere Probleme verarbeiten. Zum einen erreichte die Rohölproduktion Saudi-Arabiens die Marke von 9,8 Millionen Barrel pro Tag (2010 betrug die durchschnittliche

Produktion 8,25 Millionen Barrel pro Tag) und zum anderen beschloss die Internationale Energie Agentur (IEA) 60 Millionen Barrel an Strategischen Reserven (aufgrund der Angebotszerstörung in Libyen und der daraus resultierenden Knaptheit in Europa) dem Markt zu zuführen. Dennoch befindet sich die aktuelle globale Angebots-Nachfrage-Balance saisonbereinigt in einem Defizit. Die Rohöllagerbestände außerhalb der Vereinigten Staaten sind auf den niedrigsten Stand seit 3 Jahren gefallen (OECD Lagerbestände) und die effektiv frei verfügbare Produktionskapazität der OPEC ist nach unseren Schätzungen auf rund 1,5 Millionen Barrel pro Tag gesunken. Damit bleibt der Rohölmarkt vom Angebotswachstum der Non-OPEC Staaten und der Wiederaufnahme der Libyschen Produktion abhängig, um dem weltweiten Rohöl-Nachfragewachstum gerecht zu werden.

Im Zuge der gegenwärtigen fundamentalen Entwicklungen stellt sich die Frage, ob ein Marktgleichgewicht durch Nachfragezerstörung in Folge hoher Preise bzw. steigender Preise erreicht werden kann, oder ob die gegenwärtigen Ereignisse rund um die Staatschuldenkrise in Europa zu einer Wiederholung der Weltwirtschaftskrise 2007/2008 führen und damit einhergehend die globale Rohöl-Nachfrage kollabiert.

Der Preis der Rohölsorte Brent stieg wie im Zeitraum 2007/08 von rund 75 USD je Barrel auf einen Spitzenwert von ca. 120 USD je Barrel. Folglich ist es richtig zu fragen, ob die Höhe der Rohölpreise für sich genommen eine negative Rückwirkung auf die Weltkonjunktur hat. Wie wir in unseren Makro-Beiträgen über den Euro und die allgemeinen Rohstoffpreisperspektiven

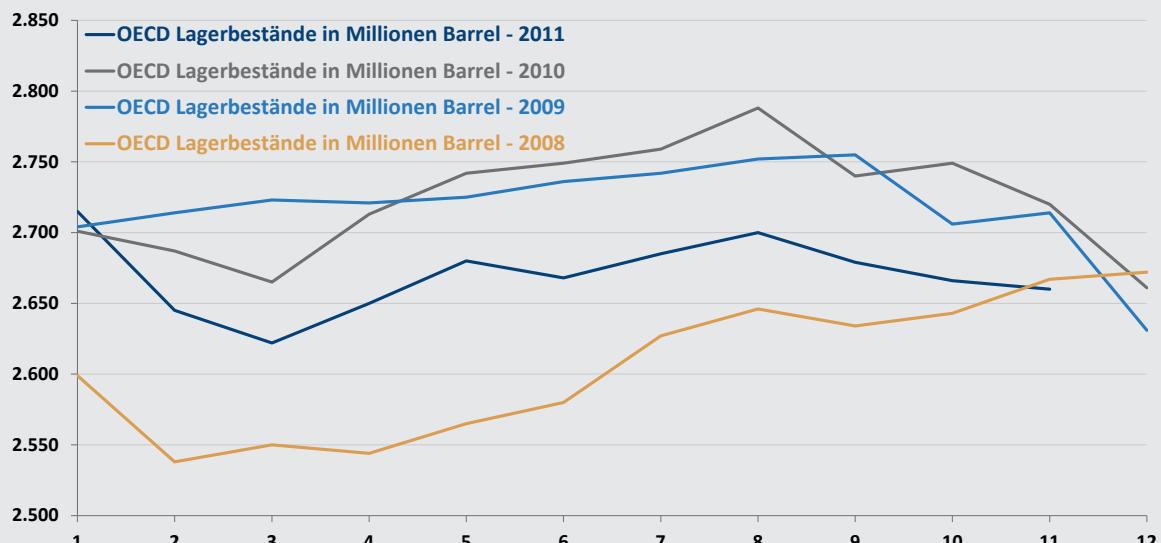
in diesem Kapitalmarktausblick ausführen, wird es 2012 zu keiner globalen Rezession, sondern zu einem (leicht) unterdurchschnittlichen Wachstum der Weltwirtschaft kommen. Für das Jahr 2012 rechnen wir mit einem Welt-Wirtschaftswachstum von knapp 3%. Damit liegen wir unter der Konsenserwartung der Rohstoffanalysten, die durchschnittlich noch ca. 3,5% beträgt.

Im laufenden Jahr betrug das durchschnittliche Rohöl-Nachfragewachstum 1,4%. Für 2012 gehen wir davon aus, dass die Rohöl-Nachfrage nur noch um rund 1% bzw. 900 Tausend Barrel pro Tag steigt. Das 2011 Nachfragewachstum konnte nur durch außergewöhnliche Maßnahmen bedient werden. Die Produktion Saudi Arabiens erreichte das höchste Niveau seit über einem Jahrzehnt, die OECD Rohöllagerbestände befinden sich unter dem 5-Jahresdurchschnitt und die IEA musste 60 Millionen Barrel ihrer strategischen Reserven in den Markt geben. Um 2012 das Nachfragewachstum zu decken, bedarf es eines Anstiegs der Non-OPEC Produktion und einer raschen und planmäßigen Rückkehr der libyschen Produktion, sowie einem weiteren Anstieg der irakischen Produktion.

Bei der Prognose des 2012 Angebotswachstums möchten wir uns auf einige ausgewählte Länder innerhalb der Non-OPEC Staaten konzentrieren. In den Vereinigten Staaten erwarten wir weiterhin ein starkes Wachstum der Schieferöl- und der NGL-Produktion. Im Golf von Mexiko sehen wir hingegen eine schwache Entwicklung der Produktion, da die Branche immer noch mit den Folgen des Super GAU bei der „Deepwater-Horizon“ zu kämpfen hat. In Kanada sollten neue Projekte rund um den Öl-Sand ebenso ein positives Angebotswachstum aufweisen. In Lateinamerika (schwerpunktmäßig Brasilien und Kolumbien) rechnen wir lediglich mit einem kleinen Wachstum. Während Brasilien mit der Verzögerung bei neuen Projekten zu kämpfen hat, belasten steigende Servicekosten die kolumbianische Produktion. Zusammenfassend erwarten wird, dass die Non-OPEC Produktion im kommenden Jahr um rund 370 Tausend Barrel pro Tag wachsen dürfte.

Was das OPEC-Rohöl-Angebot anbelangt, so glauben wir, dass der Irak das einzige Mitgliedsland ist, das über die notwendigen freien Produktionskapazitäten verfügt, um die eigene Produktion deutlich anzuheben. Wir erwarten, dass die OPEC-Produktion (ex Libyen)

Saisonale Entwicklung der OECD-Rohöl-Lagerbestände



Quelle: EIA, Tiberius

Angebot- und Nachfrage-Balance am globalen Rohöl-Markt 2011

	2011			2012		
	abs. Wachstum in Mio. pro Tag	Wachstum in Prozent	Level in Mio. pro Tag	abs. Wachstum in Mio. pro Tag	Wachstum in Prozent	Level in Mio. pro Tag
	1,253	1,4%	88,859	0,900	1,0%	89,759
Welt Rohöl-Nachfrage	1,058	1,2%	88,502	1,410	1,6%	89,912
Angebot						
Rohöl	0,421	0,5%	78,010	0,770	1,0%	78,780
Non-OPEC	0,099	0,2%	48,083	0,130	0,3%	48,213
OPEC (ex Libyen)	1,469	5,2%	29,524	0,340	1,2%	29,864
Libyen	-1,147	-74,0%	0,403	0,300	74,4%	0,703
NGL	0,637	6,5%	10,492	0,640	6,1%	11,132
Non-OPEC	0,135	2,9%	4,762	0,240	5,0%	5,002
OPEC	0,502	9,6%	5,730	0,400	7,0%	6,130
Lageränderung	-0,196	-0,358		0,511		0,153

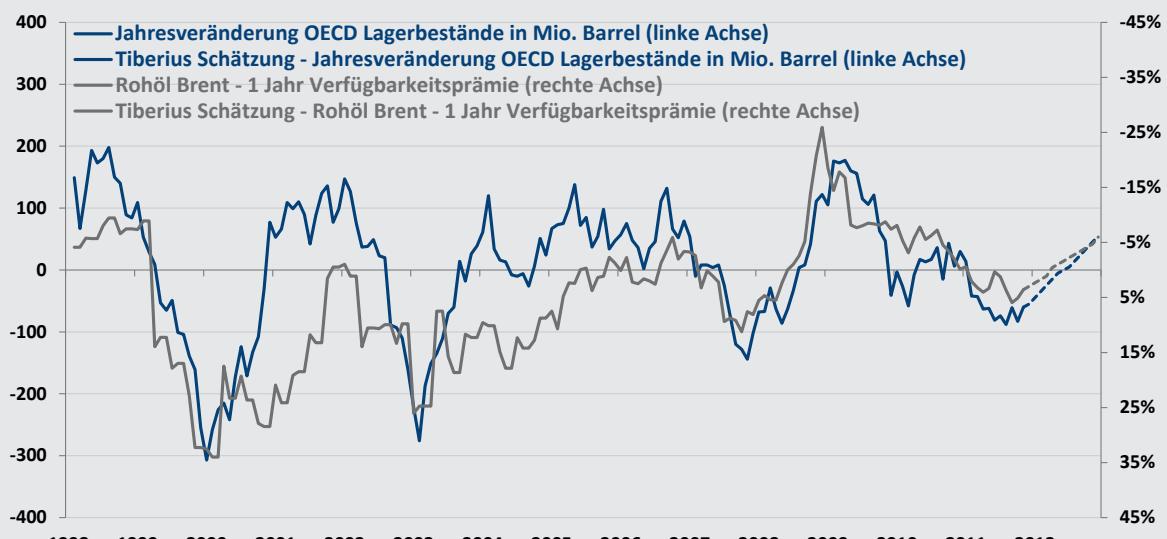
Quelle: EIA, IEA, Tiberius

im kommenden Jahr um rund 340 Tausend Barrel pro Tag steigen wird. Des Weiteren gehen wir davon aus, dass die libysche Produktion in den kommenden Monaten zurückkehren wird. Hier erwarten wir eine Rückkehr auf rund 600 Tausend Barrel pro Tag bis Ende 2012, wobei ca. 300 Tausend Barrel für die heimische Nachfrage benötigt werden dürften. Die NGL Produktion innerhalb der

OPEC Staaten sollte im kommenden Jahr um ca. 400 Tausend Barrel pro Tag zunehmen.

Zusammenfassend gehen wir davon aus, dass die Angebotsausweitung von 1,410 Mio. Barrel pro Tag das erwartete Nachfragewachstum von 900 Tausend Barrel pro Tag abdecken können. Der globale Rohölmarkt dürfte sich gegen Ende 2012 in einem leichten Überschuss befinden.

OECD Lagerbestandsveränderungen im Vergleich zur Rohöl-Brent-Verfügbarkeitsprämie



Quelle: EIA, Bloomberg, Tiberius

Als Folge des prognostizierten Überschusses erwarten wir eine Verschiebung der Rohöl-Terminkurven. Betrachtet man die 1-Jahres-Fähigkeitssprämie für die Rohölsorte Brent in Verbindung mit den 1-Jahres-OECD-Überschusslagerbeständen, so stellt man fest, dass derzeit <noch> eine Knappheitsprämie in den Brent-Preisen beinhaltet ist. Auf der Grundlage unserer Prognosen (Entwicklung der Angebots-Nachfrage-Balance) erwarten wir eine Verschiebung der Brent-Terminkurve von Backwardation auf Contango. Die Fähigkeitssprämie von derzeit rund 4-5% sollte auf rund -5% sinken. Für die Rohölsorte WTI erwarten wir eine durchschnittlich leicht positive Fähigkeitssprämie von rund 1-2%.

Fazit

In unserem Basisszenario (Weltwirtschaftswachstum 3%), sollte sich am globalen Ölmarkt im Verlauf des Jahres 2012 ein Überschuss materialisieren. Wir erwarten daher einen Preisrückgang auf 90-95 USD je Barrel. Das Hauptrisiko für unsere Schätzung liegt nicht in einer besser als erwarteten Konjunkturentwicklung, sondern vielmehr in der Zuspitzung der geopolitischen Auseinandersetzung mit dem Iran. Wir sind uns bewusst, dass das Eintreten eines Krieges rund um den Iran jeglichen fundamentalen Preisausblick hinfällig macht. In diesem Fall könnte der Rohölpreis auf rund 180-200 USD je Barrel steigen.

Petroleum-Spreads



Rohöl WTI – Rohöl Brent

Der Mythos Cushing

In den letzten Wochen/Monaten wurden die relativen Bewegungen innerhalb des Petroleum-Komplexes hautsächlich durch die drei „P“ bestimmt: Pipelines, Politik und Psychologie.

Seit Beginn des Jahres 2011 wird am Markt der Mythos überlaufender Lagerbestände in Cushing, dem Erfüllungsort für Rohöl der Sorte WTI, gepflegt. Es wurde stets ein Preisabschlag der Rohölsorte WTI gegenüber den anderen Rohölsorten abgeleitet. Dieser sei notwendig, um die Rohöl-Ströme nach Cushing unprofitabel zu machen. Diese Behauptungen begannen Anfang 2011 und nahmen nach Inbetriebnahme der neuen Keystone Pipeline (Steele City – Cushing,

Kapazität 591 Tausend Barrel pro Tag) dramatisch zu. Im Zuge dessen wurde der Abschlag von WTI gegenüber Brent und anderen Rohölsorten sowie gegenüber den Rohöl-Produkten immer größer. In unserem Marktkommentar von Juli 2011 haben wir in einer ausführlichen Analyse dargestellt, nach welchen Kriterien der Spread WTI-Brent beurteilt werden sollte. Hierbei haben wir auf die große Bedeutung der Lagerkapazitätsauslastung in Cushing verwiesen und sind zu dem Ergebnis gekommen, dass der Abschlag von WTI gegenüber Brent von damals rund 27 USD je Barrel nicht gerechtfertigt ist und hatten einen WTI-Brent Spread von -5 USD je Barrel bis Jahresende

prognostiziert. Gegenwärtig notiert der WTI-Brent Spread bereits bei -9 USD je Barrel.

Die gegenwärtige Lagerkapazitätsauslastung in Cushing ist der Schlüssel für die Erklärung des WTI-Brent Spread. Sie beträgt derzeit nur rund 52% und berechnet sich aus den aktuellen Lagerbeständen und der frei verfügbaren Lagerkapazität. Um die zukünftige Lagerkapazitätsauslastung entsprechend prognostizieren können, bedarf es einer detaillierten Analyse der zukünftigen Angebots- und Nachfragesituation in Cushing und den Lagerkapazitätserweiterungen am Erfüllungsort des WTI-Kontrakts.

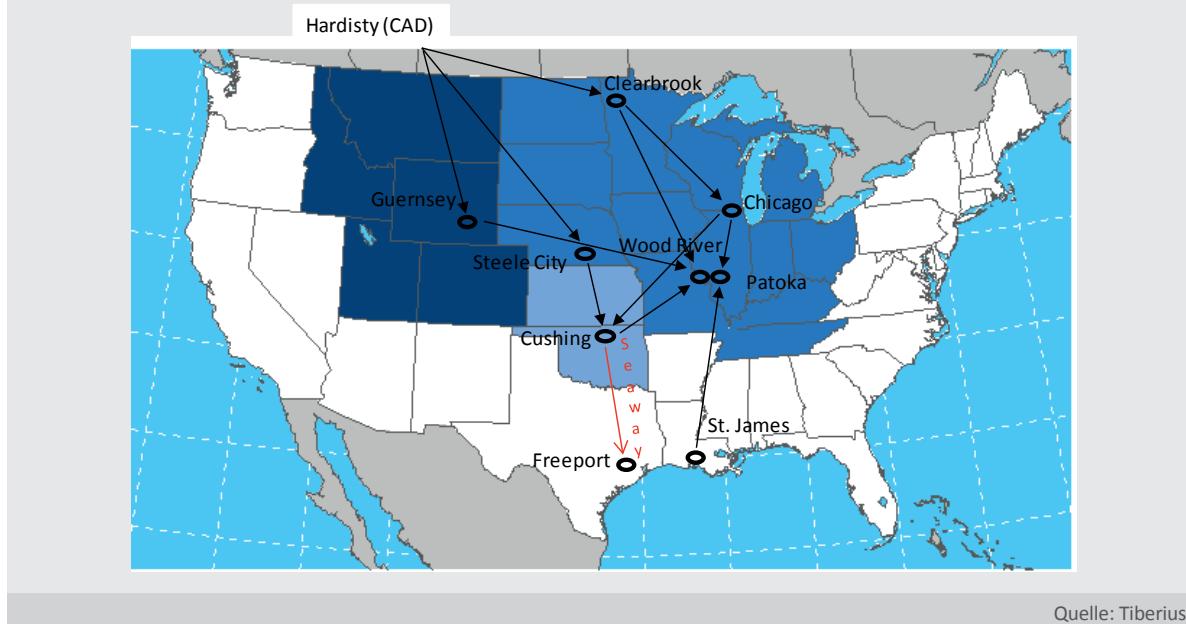
Für viele Jahre war klar, dass der Preis für WTI eben nicht nur die Funktion der Benchmark eines globalen Ölpreises ausübt, sondern auch die fundamentale Angebots-Nachfrage-Situation im Mittleren-Kontinent (PADD 2) der USA reflektiert. Doch dies gilt so nicht mehr. Die Signalfunktion von WTI für den globalen Ölmarkt ist zerstört und WTI ist nicht einmal mehr ein repräsentativer Preis für die Region des Mittleren-Kontinents. Die zunehmende Ölproduktion in Kanada und die damit verbundenen Importe, sowie die steigende Bakken Schieferöl-Produktion in North Dakota, führten zu einer grundsätzlichen Verschiebung/ Anpassung der gesamten Infrastruktur innerhalb der PADD 2 Region. Folglich muss PADD 2 heute in zwei verschiedene Ölmärkte aufgeteilt werden.

Die nördliche PADD 2 Region (oder auch Mittlerer-Westen genannt) wird durch die großen Rohöl-Pipelines charakterisiert, welche Rohöl von West-Kanada bzw. Bakken in den Raffinerie-Bereich von Chicago, Wood River und Patoka liefern. Dort konkurrieren sie mit Rohöl, welches via der Capline Pipeline von der US Golfküste, in den Mittleren-Westen geleitet wird. Im Gegenzug kann das Rohöl von Wood River mit Hilfe von Binnenschiffen nach St. James (US Golfküste) gebracht werden.

Die südliche PADD 2 Region (oder auch Mittlerer-Kontinent genannt) bezeichnet die unmittelbare Umgebung rund um Cushing, Oklahoma. Der Preis für WTI ist die Benchmark für diese Region. Traditionell floss das Rohöl aus Cushing in den Mittleren-Westen. Dies geschieht auch heute noch, mit den großen Pipelines Ozark und BP1. Doch im Zuge der Rohöl-Produktionsverschiebungen, weg vom Permian Basin (dem Zentrum der Rohölforderung) hin zu Alberta (Kanada) und Bakken (North Dakota), floss zunehmend Rohöl nach Cushing. Die Spearhead Pipeline wurde die erste Pipeline, die ab März 2006, kontinuierlich westkanadisches Rohöl nach Cushing lieferte. Heute ist die Spearhead Pipeline die wichtigste Verbindung zwischen dem Mittleren-Westen und dem Mittleren-Kontinent.

Wir glauben, dass der Mittlere-Westen sowie der Mittlere-Kontinent in den kommenden Jahren einige signifikante Veränderungen innerhalb der Angebots- und Nachfrage-Balance durchleben werden. In Bezug auf kommende Infrastrukturprojekte werden die Veränderungen in den nächsten 18 Monaten hauptsächlich durch die Erweiterungen von Schienen-Kapazität und zum Teil durch Pipeline-Projekte bestimmt. Die bereits bekannten Pipeline-Projekte werden eine Möglichkeit darstellen, Rohöl direkt von Cushing an die Golfküste zu transportieren (Seaway Pipeline). Dies ist gegenwärtig noch attraktiv, da der Preisvorteil von Rohöl an der Golfküste (LLS) derzeit rund 10 USD je Barrel beträgt.

US Pipeline Netz (Mittlerer-Westen und Mittlerer-Kontinent)



Quelle: Tiberius

US Mittlerer-Westen (PADD 2 ex Kansas & Oklahoma)

- Wir erwarten, dass die Rohöl-Produktion im Mittleren-Westen im kommenden Jahr um rund 150 Tausend Barrel pro Tag steigen wird. Der Produktionsanstieg ist hauptsächlich auf eine Wiederbelebung der Bakken Produktion zurück zu führen.
- Die Raffinerie-Kapazität sollte im nächsten Jahr einen Anstieg von rund 60-70 Tausend Barrel pro Tag verzeichnen.
- Gegenwärtig sind einige Schienenprojekte geplant, beschlossen und teilweise bereits fertig gebaut, die in der Lage sein werden, Bakken-Rohöl an die Golfküste zu transportieren. Die Kapazität sollte bis Ende 2012 bei ca. 450 Tausend Barrel pro Tag liegen.
- Die Binnenschiffskapazität sollte um 30 Tausend Barrel pro Tag zunehmen.

US Mittlerer-Kontinent (Kansas & Oklahoma)

- Im Mittleren-Kontinent erwarten wir keine größeren Produktions-Veränderungen. Das erwartete Produktionswachstum bedeutet für Cushing eine Angebotssteigerung von rund 50 Tausend Barrel pro Tag
- Es gibt Pläne, wonach bis Mitte bis Ende nächsten Jahres in Cushing eine neue Bahnverlade-Kapazität von 140 Tausend Barrel pro Tag entstehen könnte.
- Am 16. November verkündete ConocoPhillips, dass sie ihren 50%igen Anteil an der Seaway Pipeline an Enbridge verkaufen wird. Gleichzeitig gaben die neuen Eigentümer Enbridge/Enterprise bekannt, dass sie die Flussrichtung der Pipeline von Cushing an die Golfküste umdrehen werden. Die anfängliche Kapazität wird bei rund 150 Tausend Barrel pro Tag (2Q 2012) liegen und wird auf 400 Tausend pro Barrel zu nehmen (Anfang 2013).

Geplante Änderung der Pipelinestrukturen innerhalb der USA und Kanada

Firma	Pipeline-Name	Beladung	Entladung	Kapazität in tb/t	Start-Datum
Cushing					
Enterprise / Enbridge	Seaway	Cushing	Freeport	350-400	2-3Q2012
TransCanada	Keystone XL	Cushing	Houston	700	1Q2014
Enterprise / Enbridge	Wrangler	Cushing	Harris County, TX	800	3Q2013
Enbridge	Monarch (South)	Cushing	Houston	350	4Q2013
Magellan	Cushing-USGC	Cushing	USGC	60-70	4Q2012
Enterprise	Double E	Cushing	Houston	450	abgesagt
PADD2 (ex.Cushing) & PADD 3					
Enbridge	Monarch (North)	Chicago Area	Cushing	200-300	4Q2013
Enbridge	Trailbreaker	Sarnia	Montreal (pot. Portland)	240	n.a.
Magellan	Longhorn	El-Paso	Houston	135	3Q2013
WTG Pipeline Co.	WTG expansion	West Texas	Longview	100	4Q2012

Quelle: Unternehmensberichte, Tiberius

Auf der Grundlage der oben ausgeführten Angebots- und Nachfrageschätzungen innerhalb von PADD2 ergibt sich für das kommende Jahr folgende Cushing Balance.

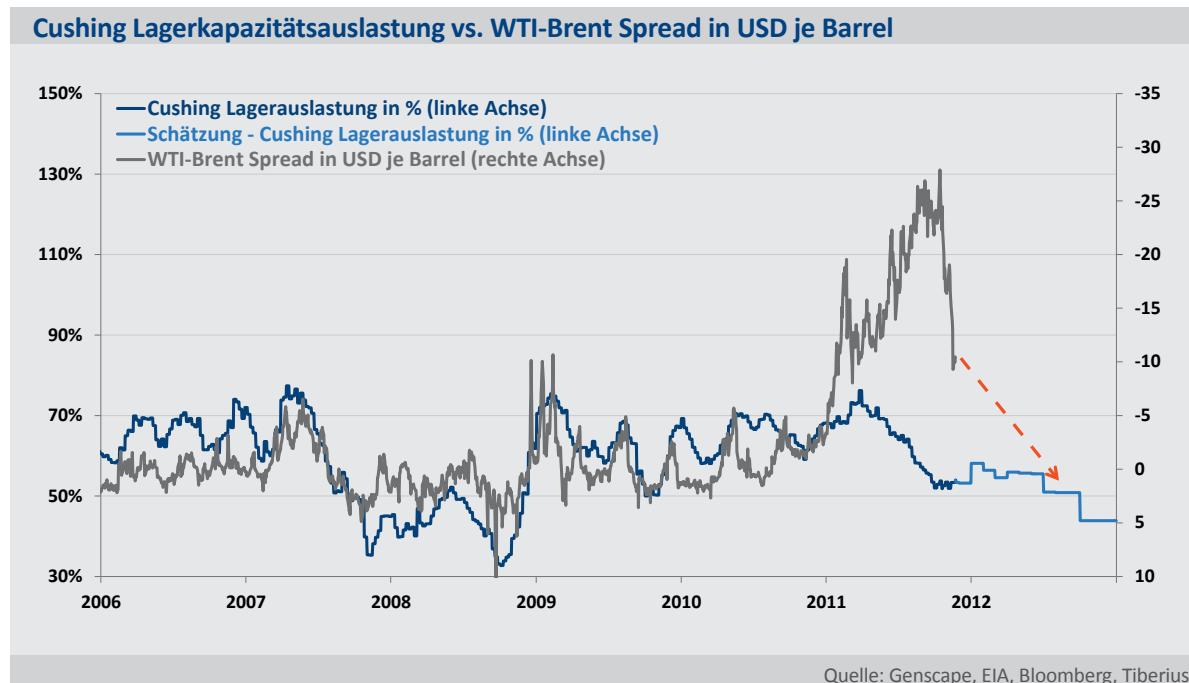
Aus unseren Schätzungen wird deutlich, dass die absoluten Lagerbestände zu Beginn des Jahres 2012 (Q2) höhere Werte wie aktuell verzeichneten sollten. Dennoch ist dies kein Grund zur Beunruhigung, da die Werte deutlich von den alten Höchstständen abweichen und zudem

die Lagerkapazität in Cushing deutlich ansteigen wird. Gegenwärtig beträgt die Lagerkapazität in Cushing rund 60 Millionen Barrel. Im nächsten Jahr wird die Lagerkapazität um rund 14 Millionen Barrel steigen und gegen Ende Oktober 2012 bei rund 74 Millionen Barrel liegen.

Angebots- und Nachfrage-Balance in Cushing

	1Q2011	2Q2011	3Q2011	4Q2011	1Q2012	2Q2012	3Q2012	4Q2012
Produktion in Tausend Barrel / Tag	306	313	313	312	317	320	325	324
Netto Inflows in Tausend Barrel / Tag	438	364	377	522	497	464	390	460
Raffinerie-Nachfrage in Tausend Barrel / Tag	714	739	791	766	778	800	808	785
Cushing Lagerbestandsänderung in Tausend Barrel / Tag	46	-58	-75	68	36	-16	-93	-1
Implizite Lagerveränderung in Tausend Barrel / Tag	30	-62	-102	52	36	-16	-93	-1
Quartalsende - Lagerbestand in Millionen Barrel	42	36,72	29,90	36,09	39,36	37,91	29,44	29,35

Quelle: Genscape, EIA, Tiberius

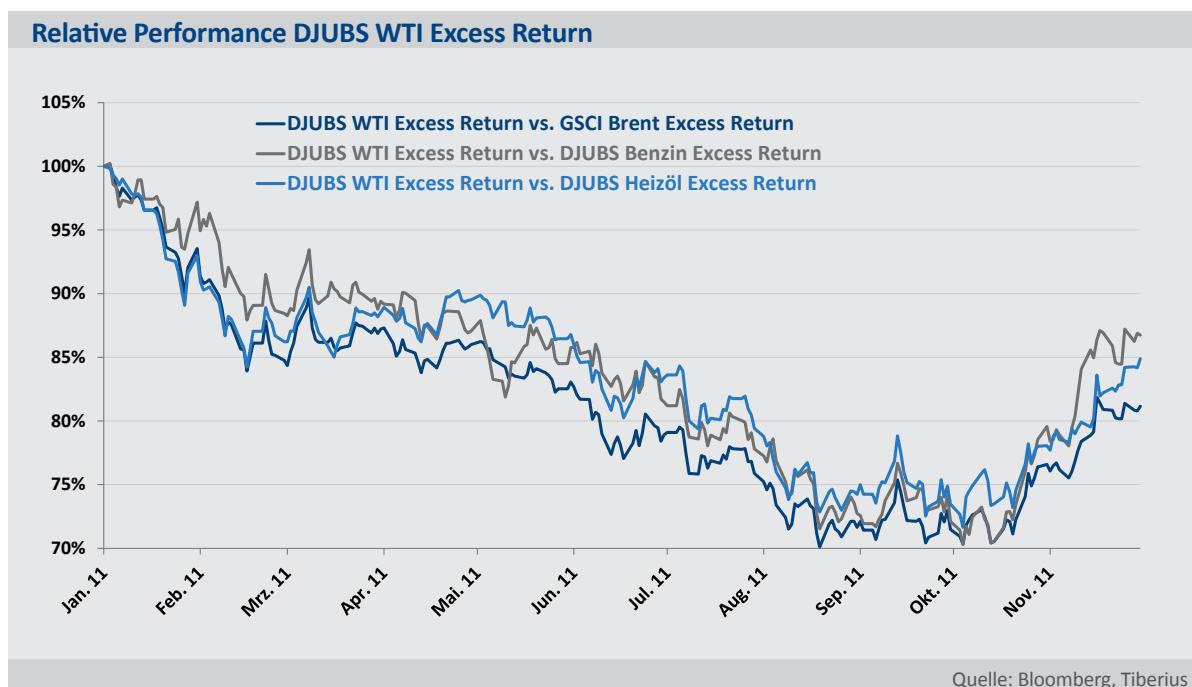


Fazit

Zusammenfassend gehen wir davon aus, dass die Angebotsausweitung in Folge der kanadischen Produktion sowie der Bakken Produktion, ohne Probleme von den bereits bekannten Infrastrukturmaßnahmen absorbiert werden kann und es weiterhin (und auch in der Zukunft) keinen Grund für einen hohen Preisabschlag von WTI zu den anderen Ölsorten gibt. Das Rohöllager in Cushing wird nicht überlaufen und die Kapazitätsgrenzen werden bei weitem nicht erreicht werden. Der Mythos der Überversorgung von Cushing wird sterben! Der Spread zwischen WTI-Brent wird weiter zurückgehen. Wir gehen davon aus, dass der WTI-Kontrakt bis Ende 2012 wieder mit einer kleinen Prämie von 1-2 USD je Barrel gegenüber Brent gehandelt wird.

Rohöl WTI – Rohölprodukte Benzin/Heizöl

Betrachtet man die relative Performance des WTI Excess Return gegenüber dem Excess Return von Brent sowie den Rohölprodukten Benzin und Heizöl, so gelangt man zu dem Ergebnis, dass der oben ausgeführte Abschlag von WTI gegenüber Brent sich auch auf die relative Entwicklung gegenüber den US Rohölprodukten übertragen hat.



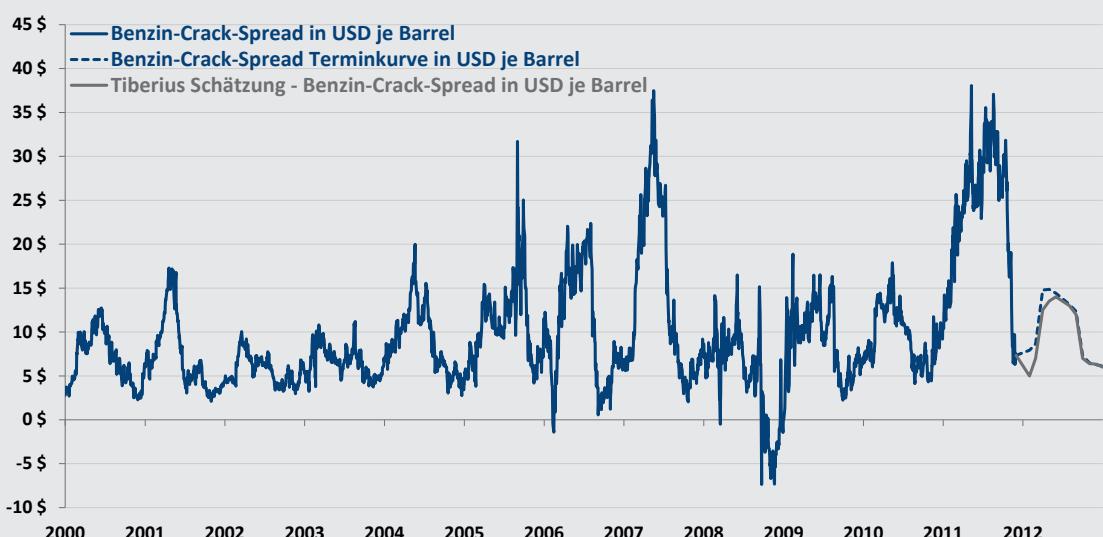
Benzin-Crack-Spread

Für den Benzin-Crack-Spread hatten wir wiederholt darauf hingewiesen, dass unter näherer Betrachtung der Mikro-Daten (Produkt-Nachfrageentwicklung, Raffinerie-Produktion, Lagerentwicklung) für das Jahr 2011 keine Benzin-Knappheit zu erkennen war. Dennoch notierte der Benzin-Crack-Spread bis vor wenigen Wochen bei fast 40 USD je Barrel.

In den letzten Wochen scheint der Markt unsere Einschätzung hinsichtlich des

Benzin-Crack-Spreads geteilt zu haben. Der Benzin-Crack-Spread hat in den letzten Wochen, wie von uns vorweggenommen, massiv an Wert verloren und notiert in den Winterkontrakten nun bei nur noch 7 USD je Barrel. Im Laufe des Sommers notierte der Benzin-Crack-Spread noch bei rund 38 USD und musste nun eine sehr steile Korrektur erleiden. Der Preisverfall ging analog zu früheren Korrekturen sehr schnell. Innerhalb von nur 2-3 Wochen sind wir vom oberen Teil der Trading-Range nahe an die untere Grenze gekommen.

Preisdifferenz (Crack-Spread) zwischen Benzin und Rohöl-WTI in USD je Barrel



Quelle: Bloomberg, Tiberius

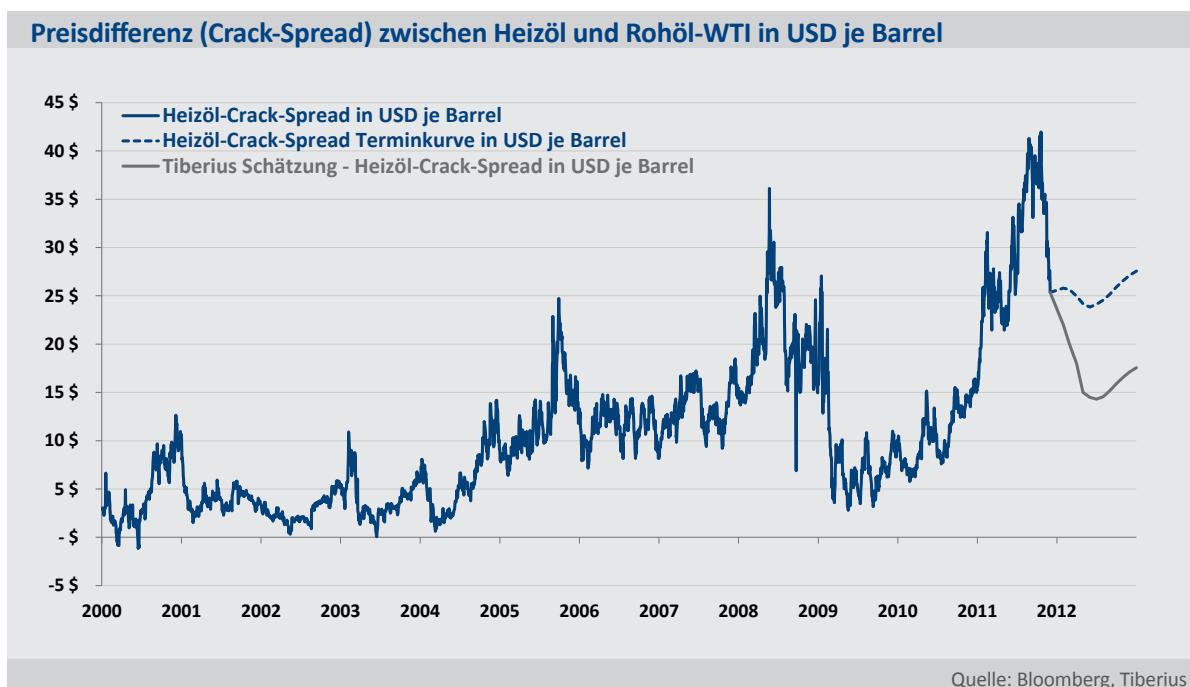
Fazit

Aufgrund der extrem schwachen saisonalen Nachfrage erwarten wir hier einen weiteren Rückgang auf 3-5 USD je Barrel (Winterkontrakte). Die Sommerkontrakte erscheinen uns gegenwärtig auch noch leicht überbewertet. Die Benzin Sommerkontrakte kosten derzeit rund 18 USD je Barrel. Wir gehen weiterhin von eher schwächeren US-Benzin-Daten aus und erwarten daher einen Rückgang auf ca. 14 USD je Barrel.

Heizöl-Crack-Spread

Für den Heizöl-Crack-Spread sehen wir dagegen weiterhin ein deutlich größeres Korrekturpotenzial. Zuletzt zeigte sich der US Destillate Markt <noch> in einer recht guten Verfassung. Neben einer starken saisonal bereinigten Nachfrageentwicklung sanken die US Destillate-Lagerbestände in den letzten Monaten markant unter ihren 5 Jahresdurchschnitt. Nichts desto trotz, gibt es einige Entwicklungen, die im kommenden Jahr auf den US Raffinerie Margen

lasten dürften. In Asien erwarten wir einen deutlichen Anstieg der Raffinerie-Kapazität, um der stetig steigenden heimischen Nachfrage gerecht zu werden. Innerhalb der USA verfügt der Raffinerie-Komplex weiterhin über extrem hohe Margen. Wir gehen davon aus, dass der Raffinerie-Komplex seine Produktion an die aktuellen Nachfragegegebenheiten (schwache Benzin-Nachfrage und starke Destillate-Nachfrage aus Latein Amerika) anpassen wird und daher verstärkt die Destillate Produktion hochfährt.



Fazit

Die Winterkontrakte erscheinen uns trotz der verbesserten Mikro-Daten gerade noch fair gepreist zu sein, wobei eine weitere Korrektur auf rund 22 USD je Barrel eher wahrscheinlich ist. Für die Sommerkontrakte sind wir hingegen deutlich negativer gestimmt. Die Sommerkontrakte notieren derzeit bei rund 24 USD je Barrel. Diese Margen können mit Fug und Recht als Paradies

für die US Raffinerien, die WTI verarbeiten können, bezeichnet werden. Wir erwarten weiterhin eine überdurchschnittliche Raffinerie-Auslastung und damit verbunden einen Aufbau der Destillate Überschusslagerbestände. Ebenso wird die erwartete Beruhigung rund um den Spread WTI-Brent (Lagerkapazitätsauslastung) unterstützend wirken. In den Sommerkontrakten rechnen wir mit einem Rückgang auf rund 12-15 USD je Barrel.

US Erdgas: Neutral

- James: *"Sherry with the soup, yes... Oh, by the way, the same procedure as last year, miss Sophie?"*
- Miss Sophie: *"Same procedure as every year, James."*
- James: *"White wine with the fish. The same procedure as last year, miss Sophie?"*
- Miss Sophie: *"Same procedure as every year, James."*

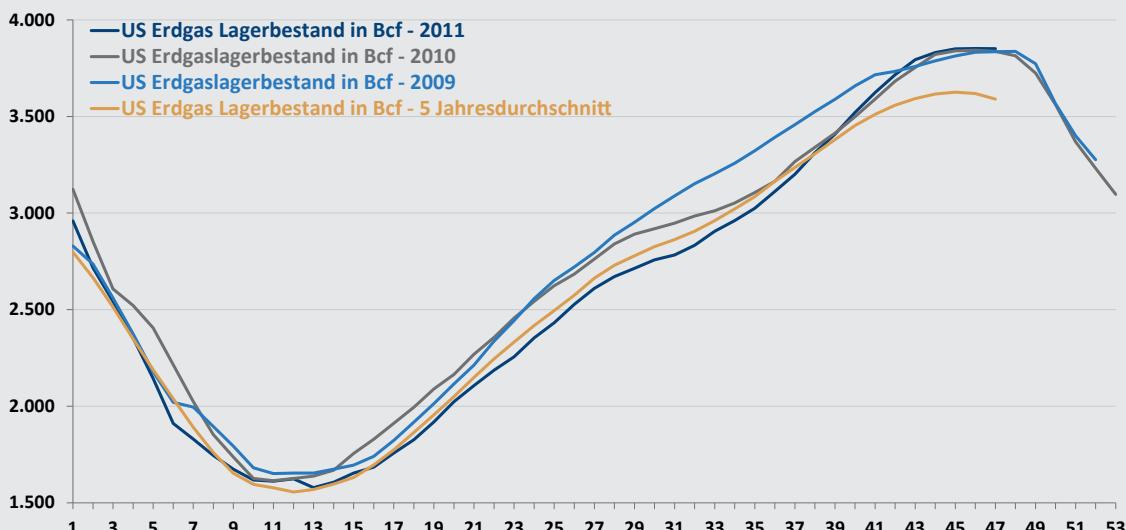
An dieser Stelle könnten wir Auszüge des Kapitalmarktausblicks 2011 abdrucken. Es war - mal wieder - ein verlorenes Jahr für den US Erdgasmarkt. Wieder bestimmte ein Überangebot den Erdgasmarkt. Und erneut blieb das notwendige „Produzentensterben“ aus.

Aus unserer Sicht wird der US Erdgasmarkt auch in naher Zukunft (2012) durch extrem schwache Fundamentaldaten charakterisiert sein. Es ist recht wahrscheinlich, dass wir das Jahr 2012 mit neuen Rekordlagerbeständen beginnen werden. Nach einem extrem milden

Start in den Winter und einem steigenden Marktanteil anderer Energiealternativen (Kernkrafterzeugung) befinden sich die US Erdgaslagerbestände gegenwärtig rund 7% über dem 5-Jahresdurchschnitt und haben sich dadurch ein sehr komfortables Polster für das Jahr 2012 geschaffen. Selbst das Rekordjahr 2010 konnte zuletzt überboten werden.

Während sich die US Erdgaspreise auf mehrjährigen Tiefs bewegen, verzeichnet die US Erdgas Produktion neue Rekordstände. Laut den neuesten Daten des US-Energieministeriums (EIA) für September 2011, ist die durchschnittliche US Trocken-Produktion von 57,18 Bcf im Vorjahr auf 60,54 Bcf pro Tag angestiegen. Das bedeutet ein Wachstum von 5,88 %. Die kanadischen Importe sind dagegen weiter gefallen. Dies ist aus unserer Sicht nicht verwunderlich, da die durchschnittlichen Produktionskosten für kanadisches Erdgas bei rund 8,5-9,0 USD je mmBtu liegen. Während die Angebotsseite in diesem Jahr zum wiederholten Male nach oben überraschte, gab es auf der Nachfrageseite keine starken Impulse (Nachfragewachstum 1,67%). Auf der Nachfrageseite kann frühestens ab 2015, wenn Flüssiggasexporte möglich sind, mit einer starken Steigerung gerechnet werden.

Saisonale Entwicklung US Erdgas Lagerbestände



Quelle: EIA; Tiberius

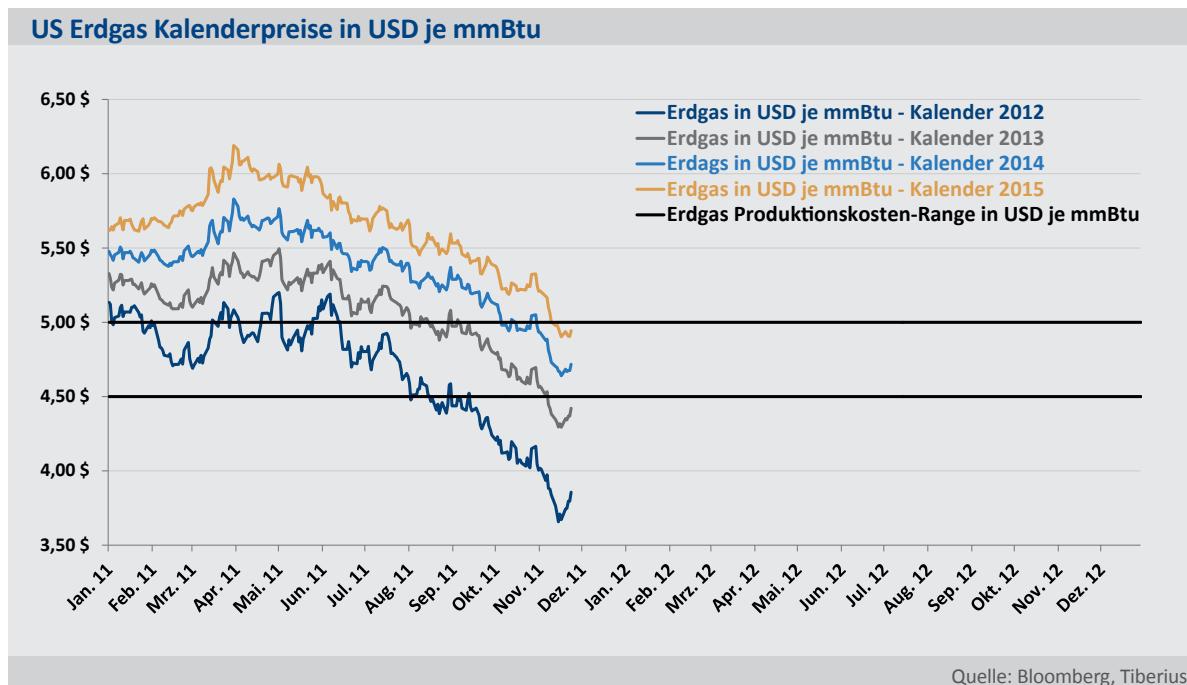
Die Euphorie von Investoren und Produzenten bei der Erschließung und Förderung unkonventioneller Gasfelder (Schiefergas) ist trotz des gedrückten Preisniveaus noch nicht verflogen. Hier lohnt ein Blick auf die aktuellen Produktionskosten. Gegenwärtig liegen die durchschnittlichen US Erdgas Produktionskosten zwischen 4,50 -5,00 USD je mmBtu. Betrachtet man in diesem Kontext die Entwicklung der US Erdgaspreise für die Kalender 2012, 2013 und 2014, so stellt man fest, dass die aktuellen Terminkontrakte keine ausreichende Hedging-Möglichkeit für die Produzenten bietet. Erstmals notiert sogar der Kalender 2015 unter der oberen Produktionskosten-Bandbreite von 5 USD je mmBtu. Diese Entwicklung hat zur Folge, dass die von Baker Hughes veröffentlichten Erdgasbohrungen (Drilling Rigs) zuletzt recht deutlich gefallen sind. Innerhalb der letzten 4 Wochen sind die Drilling Rigs um 70 Rigs auf 865 Rigs gefallen. Sollten die Erdgaspreise für den Kalender 2012 und 2013 in den kommenden Wochen weiter deutlich unter den Produktionskosten notieren, erwarten wir eine scharfe Reduzierung der Drilling Rigs und damit einhergehend eine Angebotsreduzierung. Diese mögliche Angebotsreduzierung würde

steigende Spotpreise und steigende Kalender 2012/2013 Preise hervorrufen. Diese steigenden Preise würden wiederum das Hedging für die Produzenten profitabel machen und erneut eine Angebotsausweitung in Gang setzen. Ein Teufelskreislauf, der vermutlich auch im kommenden Jahr nicht durchbrochen werden kann. Einzig die kanadischen Importe könnten hierzu in der Lage sein. Durch die immer noch unprofitabler werdenden Exporte könnten sich die kanadischen Erdgas-Exporteure zu einer dramatischen Angebotsreduktion genötigt fühlen. Eine Überraschung ist hier nicht auszuschließen. Für das Jahr 2012 rechnen wir weiter mit einem deutlichen Überschussmarkt. Der Überschuss dürfte bei rund 0,71 Bcf pro Tag liegen.

LNG Projekte in Nordamerika

	Betreiber	Lage	Kapazität in BcF pro Tag	Inbetriebnahmedatum
US				
Sabine Pass	Cheniere	Louisiana	1,0-2,0	2015
Freeport LNG	Freeport/Macquarie	Texas	1,4	2015
Lake Charles	Southern/BG	Louisiana	2,0	2015
Cove Point	Dominion	Maryland	1,0	Ende 2016
Jordan Cove	Fort Chicago/Energy Projects Development	Oregon	1,2	2017
Total US			6,6-7,6	
Kanada				
LNG export co-op	LNG Partners/Haisla Nation	BC	0,1	2014
Kitimat (Bish Cove)	KM LNG (JV between Apache, Encana, EOG)	BC	0,7-1,4	Ende 2015
Kitimat	Shell	BC	1,0-2,0	Gespräche
Total Kanada			1,8-3,5	

Quelle: Unternehmensberichte, Tiberius



Fazit

Der US Erdgas Markt hat in den Wintermonaten die Chance auf eine kurzfristige Short-Covering-Rallye. Gemäß den CFTC-Daten nähren wir uns der Rekord-Short-Position aus dem Herbst 2010. Für die Folgemonate rechnen wir mit einem sehr volatilen Markt, welcher sich in einer Trading-Range zwischen 3,70 USD - 4,50 USD widerspiegeln sollte. Die Sommerkontrakte 2012 sind derzeit mit 3,70 USD je mmBtu und die Winterkontrakte mit 4,20 USD je mmBtu deutlich höher gepreist als der Spotkontrakt (aktuell 3,434 USD je mmBtu). Aufgrund der hohen Roll-Verluste erwarten wir 2012 eine neutrale Wertentwicklung relativ zu den Rohstoffindizes.

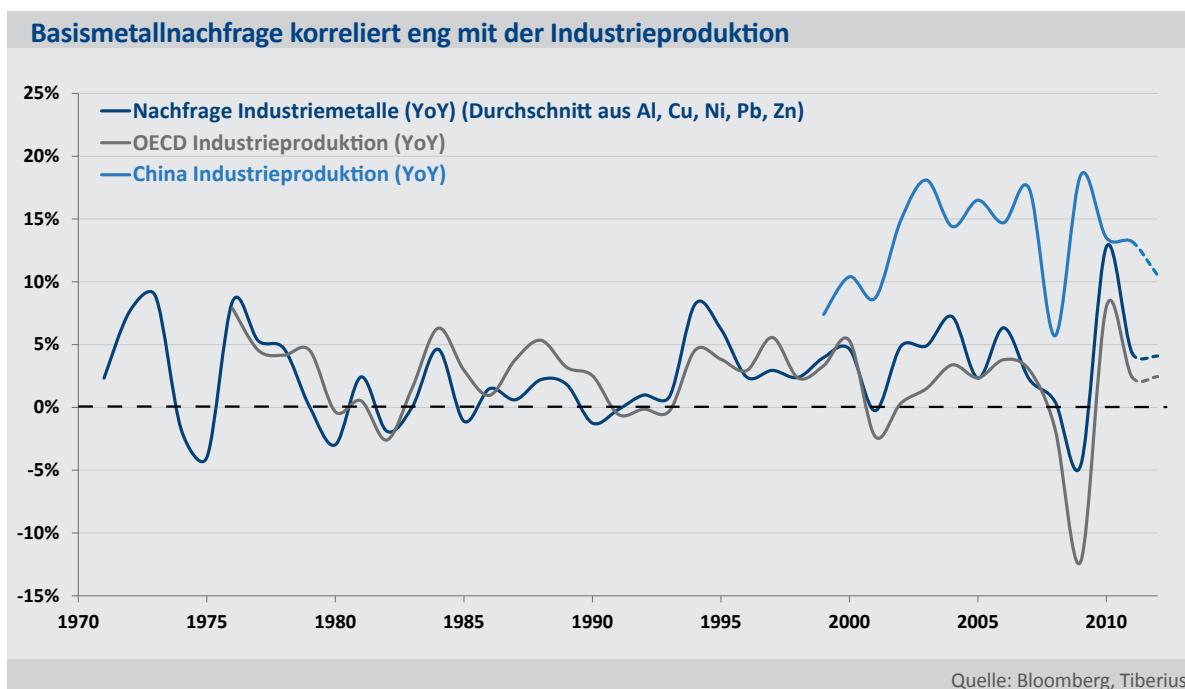
INDUSTRIEMETALLE

Autor: Thomas Benedix

Nachfrage und Angebot

Das Jahr 2011 muss man aus Sicht der Industriemetalle eindeutig in zwei Hälften unterteilen: Das erste Halbjahr war noch geprägt von einer robusten globalen Nachfrageentwicklung, während in der zweiten Jahreshälfte die konjunkturellen Frühindikatoren deutlich nachgaben. Dies ging einher mit einer schwächeren Nachfrage aus den westlichen Industrieländern.

und die Auftragseingänge haben vor allem im Exportsektor nachgelassen. Andererseits hat das zuletzt reduzierte Preisniveau der Industriemetalle (die von uns beobachteten Metalle notieren zwischen 20% und 30% niedriger als noch zu Jahresbeginn) zu einem Wiederaufleben der Importnachfrage geführt, womit nun dort der lang erwartete Wiederaufbau der Lager – vor allem bei Kupfer – stattfinden kann (Re-Stocking).



Außerdem hatte die chinesische Geldpolitik aufgrund der hohen Inflationsraten zu Beginn des Jahres 2011 einen sehr restriktiven Pfad eingeschlagen, der seine Wirkung vor allem im Immobilienmarkt nicht verfehlt hat. Hier ist es zu einem substantiellen Rückgang der Transaktionsvolumina und neuer Bauprojekte gekommen.

Das chinesische produzierende Gewerbe ist zwar auch von dieser Entwicklung betroffen

Nachdem unsere Prognose für das durchschnittliche Nachfragewachstum im letzten Kapitalmarktausblick (+4%) zwischenzeitlich zu konservativ erschien, dürfte diese nun zum Jahresende recht treffend sein. Unsere Schätzungen für das Jahr 2012 leiten wir aus unserer globalen BIP-Wachstumsprognose von ca. 3,0% sowie dem geschätzten Wachstum der Industrieproduktion für die relevanten Wirtschaftsräume ab. So sehen wir für China einen Anstieg von etwa 10,5%-11,0%, für die

OECD-Staaten hingegen etwa 2,0%-2,5%. Damit erreichen wir wieder ein durchschnittliches Nachfragewachstum von etwa 4%. Erstaunlich ist dabei, dass wir bei jedem Einzelrohstoff (z.T. deutlich) unter den von uns beachteten Analystenschätzungen liegen. Es scheint so, dass viele Analysten ihre Prognose unter der Vorgabe eines rosigen Makroumfelds aus einer Bottom-Up-Perspektive erstellen und damit regelmäßig zu optimistisch sind.

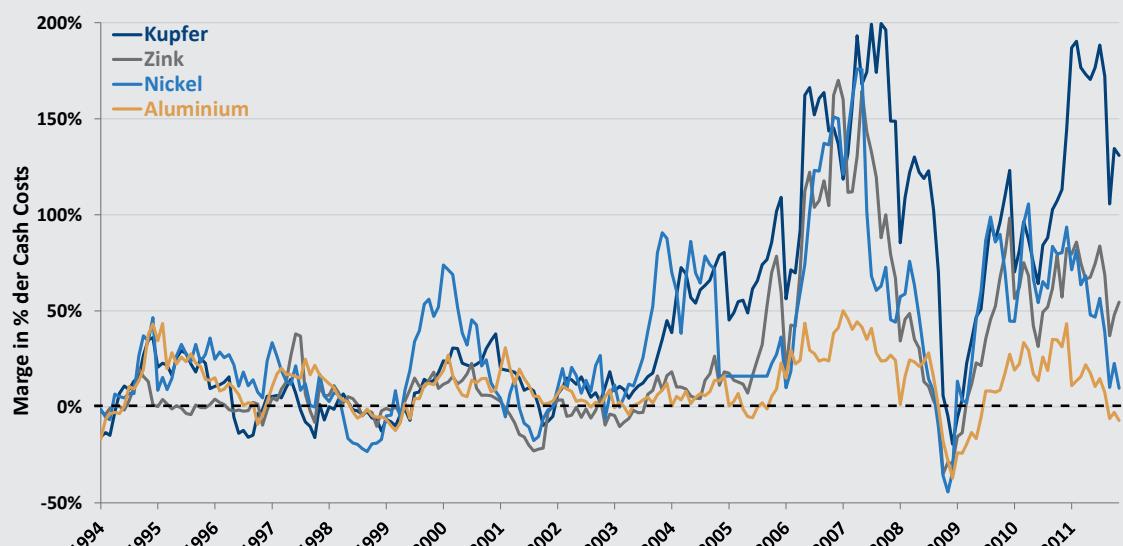
Die Angebotsseite hatte auch 2011 mit den üblichen Problemen zu kämpfen: Streiks (z.B. bei der indonesischen Kupfer-/Goldmine „Grasberg“), Projektverzögerungen, Kostenanstiege durch höhere Löhne und Energiepreise, aber auch umweltpolitische Auflagen (die australische „Magellan“-Bleimine ist seit dem Frühjahr 2011 deswegen wieder außer Betrieb) führten zu ungeplanten Produktionskürzungen. Am Kupferpreis lässt sich diese Problematik am deutlichsten illustrieren. Hier ist noch immer eine echte Knappheit eingepreist, weswegen die Minenbetreiber sehr hohe Margen einnehmen können. So liegen für 90% des weltweiten Kupfer-Minenangebots die variablen Cash-Kosten unter 3.500 US-Dollar je Tonne. Bei derzeitigen Preisen um 7.800 US-Dollar / Tonne entspricht

dies also einer Rohmarge von fast 125%!

Genau das Gegenteil zeigt sich bei Aluminium: Hier arbeiten bei Preisen um 2.100 US-Dollar / Tonne rund 20% der globalen Hüttenwerke nicht kostendeckend. Damit preist der Aluminium-Markt bereits eine Rezession ein. Bei Nickel befinden sich jene chinesischen Pig-Iron-Hersteller, die noch mit herkömmlichen Hochöfen statt Lichtbogenöfen arbeiten, schon im Bereich negativer Margen. Die Margen der Zinkminen sind noch akzeptabel, in der Grafik aber wohl etwas zu positiv dargestellt. Dies liegt daran, dass in unserer Stichprobe viele der kleinen chinesischen Minen nicht enthalten sind. Insofern werden die Grenzkosten zu niedrig ausgewiesen. Daher schließen wir nicht aus, dass es bei Preisen unter 2.000 US-Dollar / Tonne bereits zu ersten Produktionskürzungen bei diesen Minen kommt. Allerdings ist der erste Schritt meist zunächst ein vorübergehender Verkaufsstop an Zink-Konzentrat, der somit zu einer leichten Erhöhung der nicht berichteten Lagerbestände führt.

Nichtsdestotrotz sorgen die hohen Explorations-Investitionen der letzten Jahre dafür, dass bei den meisten Industriemetallen (insbesondere

Bruttomarge eines marginalen Metallproduzenten (90% Perzentil, C1 Cash Costs)



Quelle: Bloomberg, Brook Hunt, Tiberius

Kupfer, Nickel, Aluminium) immer noch neue Kapazitäten im Aufbau sind, von denen einige 2012 die ersten Ergebnisse liefern werden. Das durchschnittliche Angebotswachstum sehen wir ebenfalls bei etwa 4%, in den Einzelanalysen werden wir jedoch detailliert auf die Unterschiede zwischen den verschiedenen Metallen eingehen.

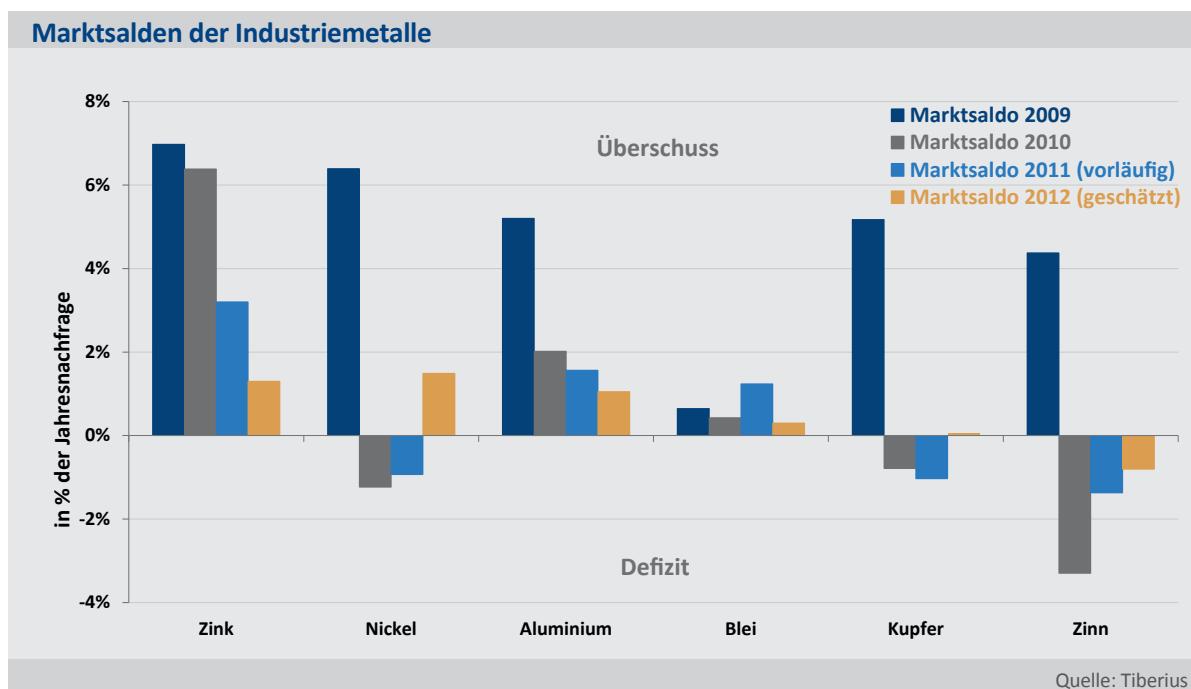
Marktsalden

Um es gleich vorweg zu nehmen: Zinn bleibt aus Sicht des Marktsaldos auch 2012 das beste Industriemetall. Hier dürfte sich das dritte Defizit in Folge ergeben. Dies nicht zuletzt deshalb, weil mit China und

Überschuss aus, allerdings dürfte es sich ähnlich verhalten wie 2011, nämlich dass das erste Halbjahr noch ein Defizit ausweist und erst im zweiten Halbjahr neue Minenprojekte ihre volle Wirkung entfalten werden.

Die Überschüsse bei Aluminium und Zink hatten wir richtig eingeschätzt und hier ist auch für 2012 kaum Besserung in Sicht. Der Bleimarkt war jedoch 2011 klar im Überschuss, nachdem wir zunächst einen etwa ausgeglichenen Markt erwartet hatten.

Die für uns spannendste Frage ist, in welche Richtung sich der Kupfermarkt neigen wird. Wir hatten ja bereits im letzten Kapitalmarktausblick geschrieben, dass „der Jahreswechsel 2011/12



Indonesien zwei Produzentenländer etwa 60% des globalen Angebots steuern.

Bei Nickel hatten wir uns 2011 (erneut) verschätzt, denn unsere Erwartung eines Überschusses wurde nicht erfüllt. Die hohe Nachfrage im 1. Halbjahr 2011 überkompenziert die derzeitige Schwäche in der (Edel-) Stahlkonjunktur, sodass das Gesamtjahr noch ein Defizit ausweisen wird. Wir gehen zwar für das Gesamtjahr 2012 von einem

einen Wendepunkt für den Kupfermarkt darstellen könnte“. Die damals in Aussicht gestellte Nachfragezerstörung ist nicht in drastischem Maße eingetreten, jedoch sieht sich Kupfer zunehmender Substitution durch andere Werkstoffe ausgesetzt. Gleichzeitig dürfte das Minenangebot im Jahr 2012 deutlich zunehmen, sodass wir den Markt etwa ausgeglichen sehen.

Lagerbestände und Terminkurven

Auch 2011 war für unser Lagerbestandsmodell ein sehr schwieriges Jahr. So stiegen die Bestände in den Lagerhäusern der Londoner Metallbörsen (LME) in der ersten Jahreshälfte tendenziell an. Dies geschah bei stabilen oder sogar leicht steigenden Preisen. Seit Beginn des zweiten Halbjahres hingegen fielen die Lagerbestände bei Zinn, Kupfer, Blei und Nickel. Letzteres verzeichnet jedoch bereits seit Jahresbeginn einen stetigen Lagerrückgang. Dies ging jedoch einher mit fallenden Preisnotierungen.

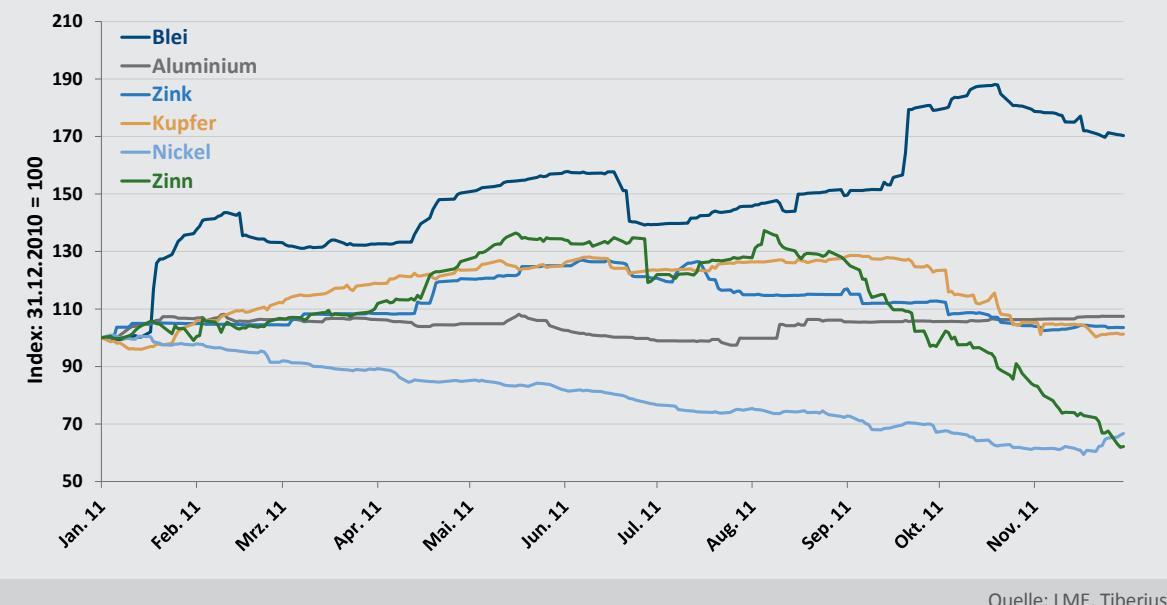
Wir erklären uns dieses wenig intuitive Geschehen vor allem dadurch, dass im ersten Halbjahr die Endverbraucher aufgrund der

an den LME-Lagerbeständen. Am stärksten ist dies bei Zinn beobachtbar, weil zusätzlich zum Preisdifferential auch der derzeitige Export-Stopp in Indonesien für große Auslieferungen sorgt.

Blei ist der große Verlierer des Jahres, gemessen an den Lagerbestandsveränderungen. Hier stiegen nicht nur die LME-Bestände um etwa 150.000 Tonnen auf 350.000 Tonnen an, sondern die Einführung eines Blei-Terminkontraktes an der SHFE sorgte auch dort für einen initialen Lagerbestand von ca. 20.000 Tonnen.

Es scheint, als ob die Änderung der Börsenlagerbestände inzwischen auch vom Investoreninteresse für Industriemetalle abhängt. Sind viele Investoren am Terminmarkt

Entwicklung der LME-Lagerbestände seit 31.12.2010 (indiziert auf 100)



hohen Preise ihre eigenen Lagerbestände auf ein Minimum reduzierten (De-Stocking). Dies war vor allem bei chinesischen Unternehmen des produzierenden Gewerbes sehr ausgeprägt. Somit konnte mehr physisches Material an die LME gelangen. Seitdem die Industriemetallpreise an der LME jedoch deutlich gefallen sind, gleichzeitig jedoch die Preise an der Shanghaier Terminbörse (SHFE) ein höheres Niveau halten konnten, bieten sich attraktive Anreize, mehr Material nach China zu importieren. Dies zehrt

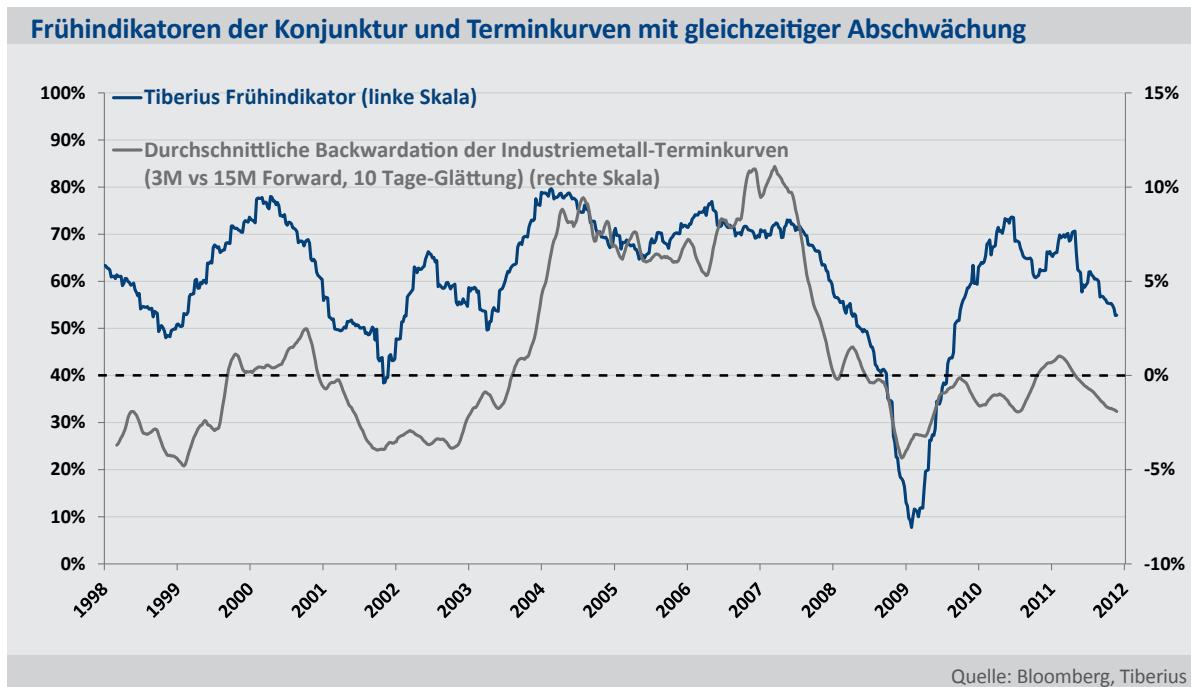
auf der Long-Seite engagiert oder halten tatsächlich Lagerscheine (Warrants), dann wird das entsprechende Material eingeliefert. Umgekehrt zeigt sich, dass die Lagerbestände auch synchron mit den Kursen fallen können. So ist es wahrscheinlich, dass sich die physischen Marktteilnehmer derzeit wieder mit Material eindecken, während die Investorengemeinde vorwiegend negativ gestimmt ist.

Die Terminkurven der Industriemetalle haben sich im Laufe des Jahres entgegen unserer Erwartungen und entgegen der sinkenden Lagerbestände wieder etwas verschlechtert. Der durchschnittliche Contango zwischen 3- und 15-Monats-Forward an der LME beträgt inzwischen wieder etwa knapp 2%. Dies ist im historischen Vergleich sowie angesichts eines seit zwei Jahren anhaltenden Konjunkturaufschwungs enttäuschend. Derzeit ist keines der sechs LME-Metalle in Backwardation. Eine zwingende physische Knappheit ist nicht in Sicht.

Außerdem reagieren die Terminkurven offensichtlich sehr schnell auf veränderte wirtschaftliche Rahmenbedingungen, obwohl die offiziellen Lagerbestandsdaten dies noch nicht hergeben. Die Grafik deutet an, dass die Steigung

of Storage) konformes Verhalten, zumal die Börsenlagerbestände wie oben beschrieben bei Blei stark anstiegen. Zwar flirten die meisten Metalle am vorderen Ende der Terminkurve immer wieder mit Backwardation, zumeist wurde daraufhin aber immer so viel Material an die Börse geliefert, dass der Contango schnell wieder zurückkehrte.

Für 2012 erwarten wir eine leichte Verbesserung der Terminstrukturen und damit geringere Roll-Verluste. Bei Zinn, Kupfer, Nickel und Blei (mit Abstrichen) könnten wir uns vorstellen, dass es zwischenzeitlich zu invertierten Terminkurven kommt. Bei Aluminium und Zink glauben wir, dass der Contango aufgrund der erdrückend hohen Lagerbestände auch weiterhin bestehen bleibt.

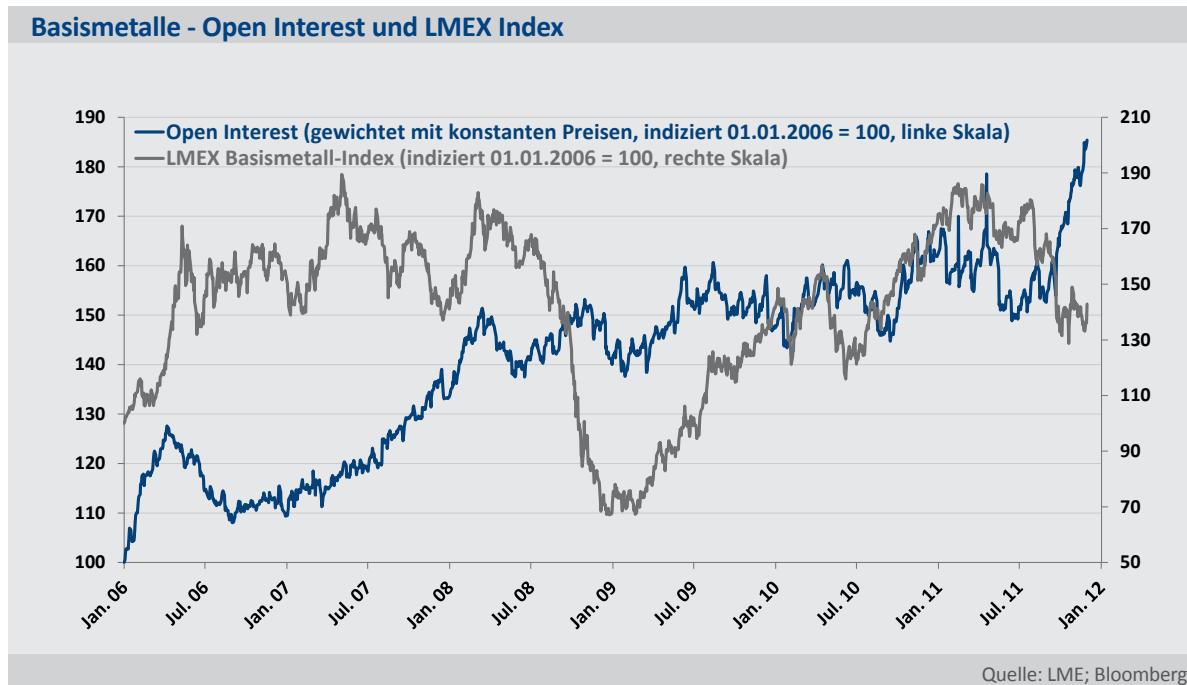


der Terminkurve sehr stark mit den konjunkturellen Frühindikatoren korreliert. Da diese zuletzt etwas schwächer notierten, haben auch die Terminkurven wieder in Contango gedreht.

Besonders enttäuschend verlief die Terminkurvenentwicklung bei Blei, wo sich eine Backwardation i.H.v. 2% in ein Contango von 3,5% verwandelte. Dies ist ein mit der Lagerbestandstheorie (Theory

Investment Flows

Im letzten Kapitalmarktausblick hatten wir ausführlich dargelegt, warum wir den Medienrummel um physisch hinterlegte, börsengehandelte Industriemetall-Fonds (Physically Backed Exchange Traded Funds, ETFs) nicht nachvollziehen konnten. Und tatsächlich hat sich in diesem Bereich fast nichts getan. Einzig ETF Securities, die bereits großen Erfolg



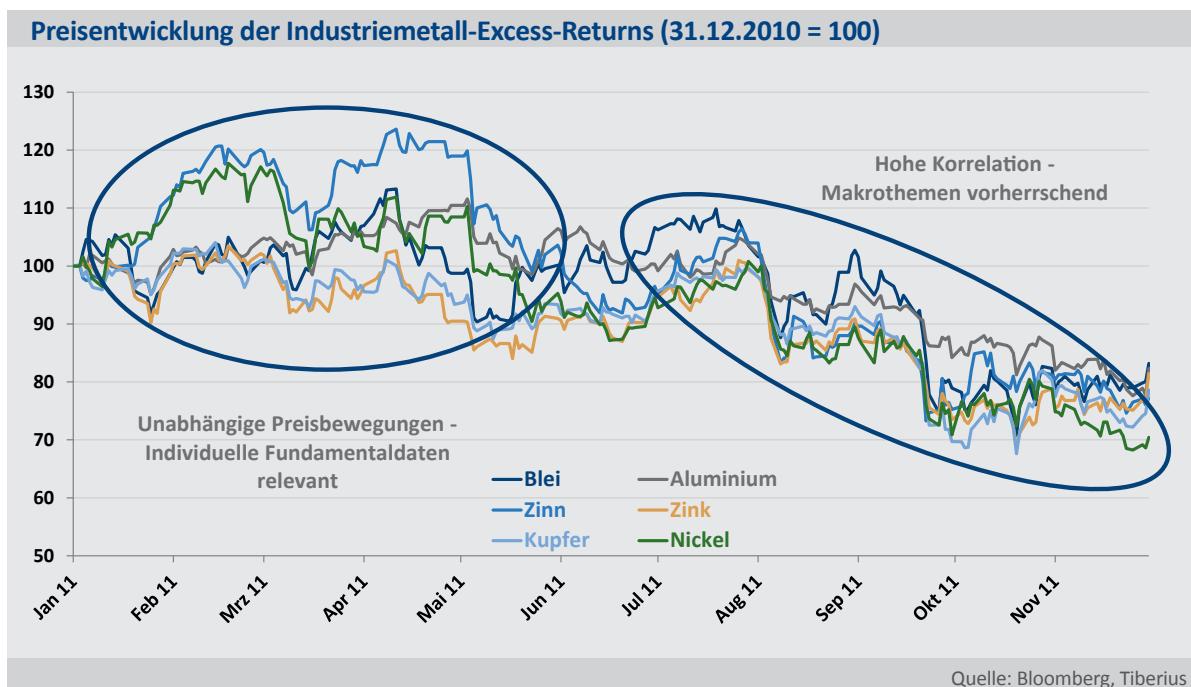
mit physischen Edelmetall-ETFs hatten, sind mit Produkten am Markt vertreten. Allerdings beläuft sich das investierte Volumen hier nur auf knapp 20 Mio. US-Dollar, wovon alleine auf Kupfer etwa 70% entfallen. Der Rest ist auf die anderen fünf LME-Metalle verteilt. Auf Nachfrage bei einigen Investmentbanken fanden wir heraus, dass die Pläne für physisch hinterlegte ETFs zwar noch bestehen, aber aufgrund der derzeitigen Marktgegebenheiten vorerst auf Eis liegen.

Dafür wird der Terminmarkt immer aktiver. Wie sich aus der Grafik ergibt, hat die Anzahl der offenen Kontrakte an der LME gerade ein neues Hoch erreicht. Die Tatsache, dass dies mit stark fallenden Preisen einherging, deutet darauf hin, dass vor allem neue Short-Positionen eingegangen wurden. Das spiegelt die derzeitige Stimmungslage an den Märkten deutlich wider: Die Angst vor einem weltweiten Konjunkturabfall ist sehr weit verbreitet und damit aus unserer Sicht schon im Markt eingepreist. Alleine das Ausbleiben eines solchen dürfte daher zu einer massiven Short-Covering Rallye führen und die Preise deutlich anziehen lassen.

Relative Preisentwicklung

Die sechs von uns beobachteten Industriemetalle mussten in den ersten elf Monaten des Jahres einen durchschnittlichen Verlust von 21% hinnehmen. Damit lagen sie um 11% unter der Entwicklung des Dow Jones UBS Rohstoffindex, der etwa 10% zurückfiel. Bei genauerer Betrachtung lässt sich das Jahr auch aus Sicht der Preisentwicklung ganz klar in zwei Hälften unterteilen. In den ersten Monaten (bis Mai 2011) ergaben sich aufgrund der individuellen Fundamentaldaten noch unterschiedliche Preisbewegungen. In der Abwärtsphase seit Ende Juli 2011 scheint der fundamentale Hintergrund der einzelnen Metalle keine Rolle mehr zu spielen. Die makroökonomischen Themen wie die globale Konjunkturabschwächung und insbesondere die Krise der europäischen Staatsanleihen sind die vorherrschenden Themen. Vor diesem Hintergrund fielen alle Industriemetalle nahezu im Gleichschritt. Insofern war die Rohstoffselektion innerhalb des Sektors äußerst schwierig, einzige direktionale Positionen entschieden über Erfolg und Misserfolg.

Da wir für 2012 ein annähernd durchschnittliches Weltwirtschaftswachstum erwarten, sind wir zuversichtlich, dass sich die Industriemetalle nach



dem schwachen Jahr 2011 deutlich verbessern und auch eine Outperformance gegenüber dem DJUBS Rohstoffindex aufweisen werden. In den Einzelanalysen werden wir detaillierter darauf eingehen, warum Zinn aus fundamentaler Sicht weiterhin unsere erste Wahl bleibt. Unser Bild für Kupfer befindet sich im Wandel, aber es reicht gerade noch für den zweiten Platz im Industriemetallsektor. Die anderen vier Metalle – Aluminium, Nickel, Blei, Zink – werden 2012 wohl einen Marktüberschuss aufweisen. Allerdings sind sie schon sehr weit gefallen, dass das Abwärtspotential bei den angenommenen Wachstumserwartungen nun sehr begrenzt ist.

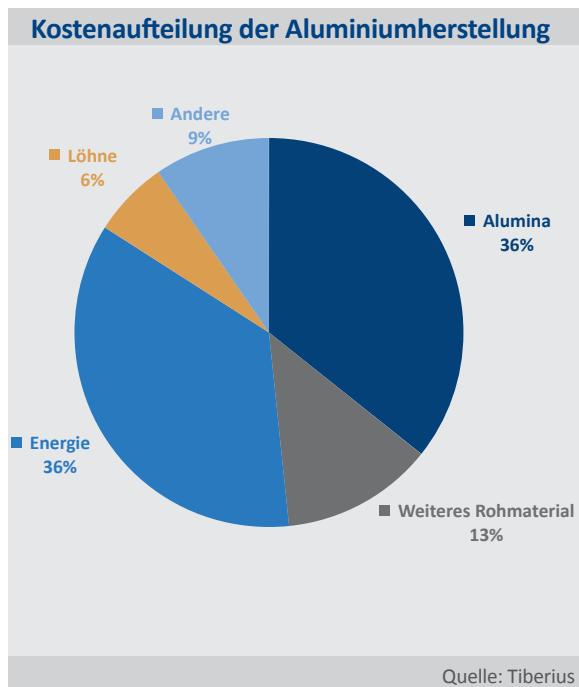
Aluminium: Leicht untergewichtet

Für den Aluminiummarkt gibt es aus unserer Sicht drei Variablen, die die weitere Entwicklung bestimmen werden: Die globale Produktionskapazität, die Produktionskosten und der Einfluss der Börsenlagerbestände auf die physischen Prämien.

Den Aluminiummarkt kann man sicherlich als dynamisch bezeichnen. Seit 2005 ist die Nachfrage um etwa 40% gewachsen und das

trotz des Konjunktureinbruchs 2008. Damit liegen die Wachstumsraten etwa doppelt so hoch wie der Durchschnitt der anderen fünf von uns analysierten Industriemetalle. Aluminium substituiert als Werkstoff inzwischen auch große Mengen anderer Metalle, z.B. Kupfer. Allerdings gibt es bei Aluminium kaum Probleme auf der Angebotsseite. Die Vorprodukte Bauxit bzw. Alumina sind weltweit reichlich vorhanden, sodass ein Engpass allenfalls auf Seiten der Hüttenwerke entstehen könnte. Diese haben ihre Produktionskapazitäten jedoch in den letzten Jahren dramatisch ausgeweitet. Auch für die Jahre 2012 - 2016 erwarten wir Kapazitätserweiterungen von 3,5 bis 4,0 Mio. Tonnen p.a., d.h. ein Wachstum von 7%-8%. Da unsere Schätzung für das Nachfragewachstum 2012 bei etwa 6% liegt, sinkt somit erneut die Kapazitätsauslastung der Hüttenwerke, obwohl sie derzeit ohnehin auf globaler Ebene nur knapp über 80% liegt. Das heißt, bei Aluminium herrscht ein struktureller Überschussmarkt vor, in dem sich die Preise vorwiegend an den Produktionskosten orientieren.

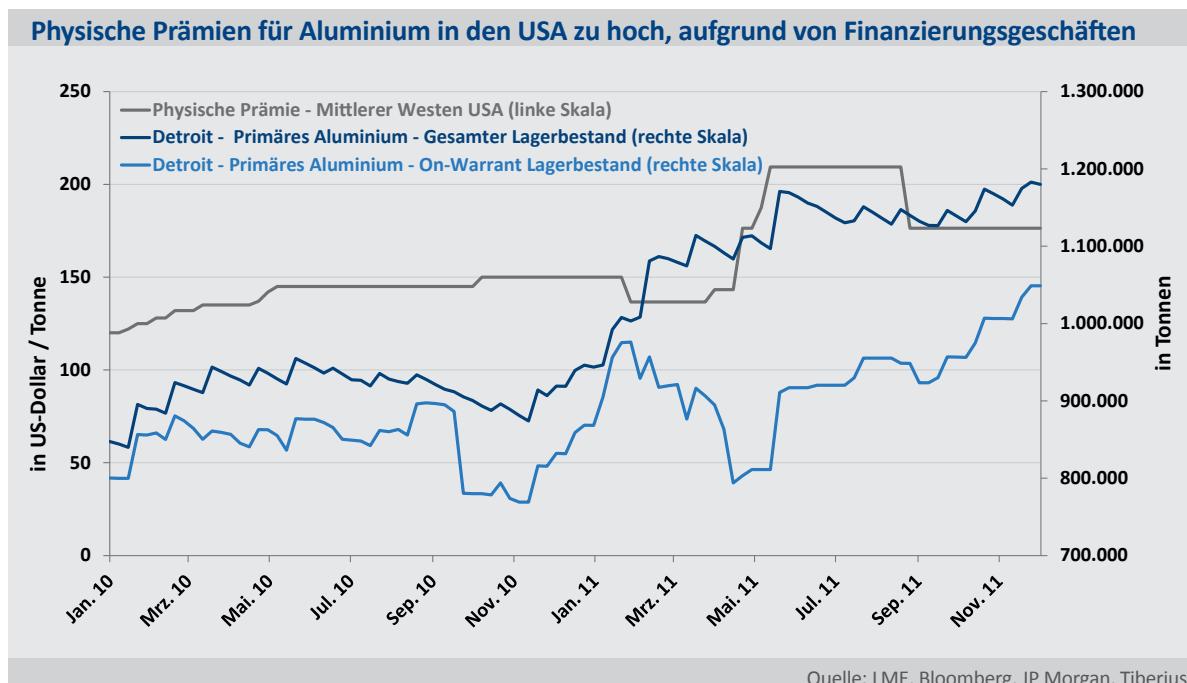
Diese setzen sich zu jeweils etwa einem Drittel aus den Kosten für Alumina und Energie zusammen. Ziehen wir die Kostenkurve von Aluminium heran, so zeigt sich, dass 20% aller Hüttenwerke



Produktionskosten über den derzeitigen Preisen von 2.100 US-Dollar je Tonne haben. Damit geht der Markt quasi von einer Rezession aus und versucht das Überangebot einzudämmen. Da eine Rezession nicht unser Basisszenario ist, glauben wir, dass Aluminium kaum mehr Abwärtpotential besitzt. Andererseits produzieren die Hüttenwerke vorerst noch weiter, da

der Leidensdruck <noch> nicht hoch genug ist. Eine vorübergehende Stilllegung der Produktion erfordert einen enormen Energieaufwand und ist damit teuer. Außerdem ist gerade in China der politische Wille für Stilllegungen nur selten gegeben, zumal die Hüttenwerke große Anzahlen von Mitarbeitern beschäftigen.

Außerdem ist der Lagerbestand von Aluminium erdrückend hoch. Alleine die berichteten Lagerbestände liegen weltweit bei etwa 7-8 Mio. Tonnen, addiert man die nicht berichteten noch hinzu könnten es sogar 12 Mio. Tonnen sein. Dies wären gemessen an einer Jahresnachfrage etwa 25% (Stocks to Use Ratio), der höchste Wert aller Industriemetalle. Aufgrund einer Besonderheit der LME-Regelungen brauchen jedoch Lagerhäuser nur 3.000 Tonnen an Metallen je Tag ausliefern (Minimum Load Out Rates), sollte dies von Lagerschein-Besitzern gewünscht sein. Allein im LME-Lagerhaus in Detroit liegen jedoch circa 1.180.000 Tonnen Primär-Aluminium. Um das gesamte Material aus dem Lagerhaus zu holen, bräuchte man also mindestens 394 Tage. Das wissen auch die Lagerverwalter und treten im Wettbewerb um neues Material selbst als Bieter auf. Denn damit können sie sich ja Gebühren für einen solch langen Zeitraum



sichern. Deswegen liegen die physischen Prämien im Mittleren Westen der USA seit 8 Monaten auf künstlich erhöhten Niveaus. Der Contango in der Terminkurve trägt ausserdem dazu bei, dass Finanzierungsgeschäfte weiterhin profitabel sind, was die Lagerbestände ebenfalls erhöht. Eine Marktbereinigung könnte also anstehen, falls durch eine Änderung der LME-Regelungen Material schneller freigesetzt werden kann als bisher. Schließlich ist es nicht unüblich, dass regelmäßig 50.000 Tonnen Metall an einem Tag eingeliefert werden, warum soll also nur ein Bruchteil davon ausgeliefert werden können?

Fazit

Aluminium befindet sich in einem strukturellen Überschuss und ist damit trotz des hohen Nachfragewachstums auf Sicht mehrerer Jahre als unattraktiv einzustufen. Da der Preis jedoch unter den marginalen Produktionskosten liegt, dürfte im Rahmen einer leicht freundlichen Weltkonjunktur der Preis auf Jahressicht in Richtung 2.300 US-Dollar / Tonne ansteigen. Trotz gewisser Rollverluste ist somit eine aus absoluter Sicht positive Entwicklung zu erwarten. Deswegen empfehlen wir auch nur eine leichte Untergewichtung.

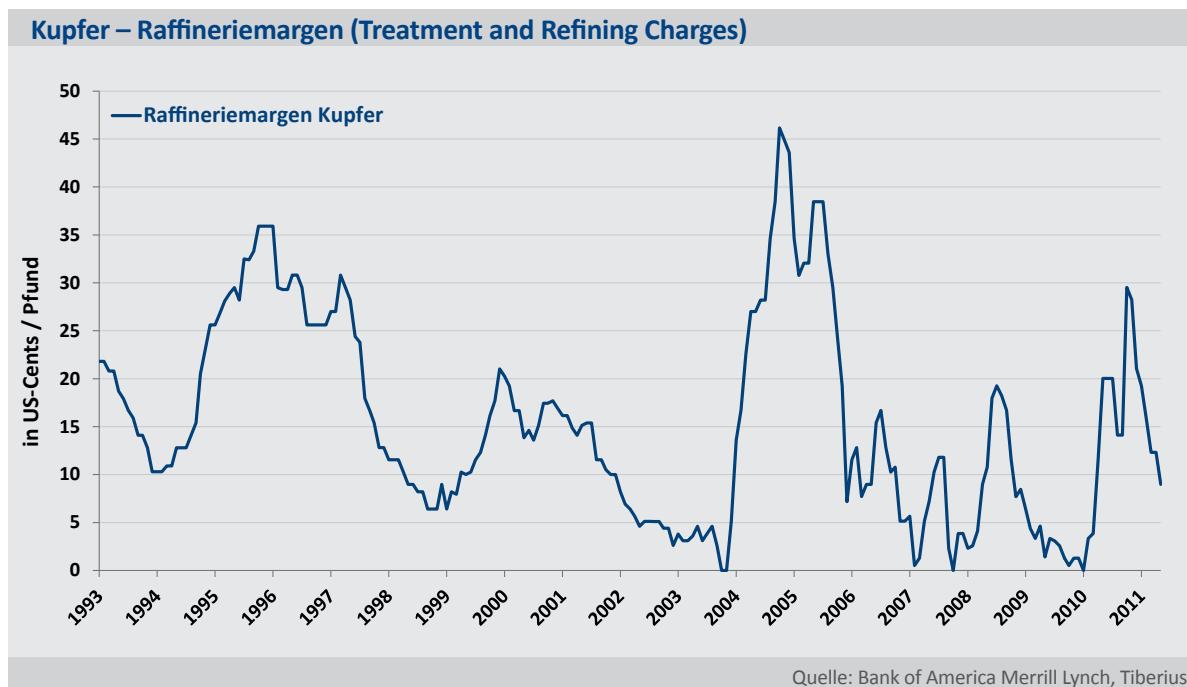
Kupfer: Leicht übergewichten

Bei Kupfer blieb im Jahr 2011 die erhoffte (oder befürchtete?) Hause auf Kurse weit über 10.000 US-Dollar / Tonne aus, da die Nachfrage vor allem aus den westlichen Industrieländern enttäuschte. Auch die chinesischen Importe fielen über weite Teile des Jahres unter den Erwartungen aus. Es zeigte sich, dass die Verarbeiter ihre eigenen Lagerbestände auf ein notwendiges Minimum reduzierten (De-Stocking) und so die Phase, als Kupfer kurzfristig fünfstellige Notierungen erreichte, einfach „aussitzen“ konnten. Die neu entflammt Konjunkturängste ließen neben dem Kupferpreis auch das Investorensentiment bröckeln: Inzwischen bestehen bei Kupfer gemäß der Daten der amerikanischen Aufsichtsbehörde Commodity Futures Trading

Commission (CFTC) wieder institutionelle Short-Positionen. Im Rohstoffbereich scheint Kupfer also das bevorzugte Spekulationsobjekt auf einen Konjunktureinbruch zu sein. Nicht umsonst dichtet man Kupfer einen „Doktortitel in Makroökonomie“ an, da die vielfältigen Anwendungsgebiete ein repräsentatives Bild über die Entwicklung der Gesamtwirtschaft abgeben.

Der Kupfermarkt befindet sich derzeit im Niemandsland. Dies gilt einerseits für den Preis, der mit derzeit etwa 7.800 US-Dollar / Tonne zwar keine akute Knappheit anzeigt, jedoch liegt dieses Niveau weit über den Grenzkosten der Produktion. Andererseits entspricht dies auch den derzeitigen Fundamentaldaten. Auf der Angebotsseite beherrschen Nachrichten über Streiks, die zu Produktionsausfällen führen, die Medien. Besonders der Streik der seit Mitte Oktober die weltweit drittgrößte Mine, den „Grasberg“-Komplex in Indonesien, lahmt, sorgt für einen monatlichen Ausfall von etwa 50.000 Tonnen. Der Markt für Kupferkonzentrat ist daher weiterhin als sehr knapp einzustufen. Dies zeigen die „Raffineriemargen“ (Treatment and Refining Charges, TC/RCs), die nach einem kurzen Preisanstieg infolge der verheerenden Katastrophen in Japan wieder deutlich gesunken sind. Das bedeutet, dass die Kupferhütten bereit sind, ihre Produktion zu günstigen Konditionen (für die Minenbetreiber) aufrechtzuerhalten.

Für das Jahr 2012 wird nun erneut eine starke Angebotsausweitung im Kupfermarkt erwartet. Die Konsensusschätzung liegt bei etwa +5%. Wir halten dies für etwas zu optimistisch und rechnen mit etwa +4%. Vor allem in den lateinamerikanischen Produzentenländern (Chile, Peru) und im afrikanischen Kupfergürtel (Sambia, Demokratische Republik Kongo) werden einige neue Minen ihre Produktion aufnehmen. Am prominentesten sind die Erweiterung von Los Bronces (+200.000t) und die neue Esperanza-Mine, beide in Chile. Auch das Mega-Projekt Oyu Tolgoi in der Mongolei wird erste Ergebnisse liefern, jedoch sind die 20.000t im Jahr 2012 nur ein Bruchteil der geplanten Kapazität von 750.000t p.a., die gegen Ende des Jahrzehnts erreicht werden soll.



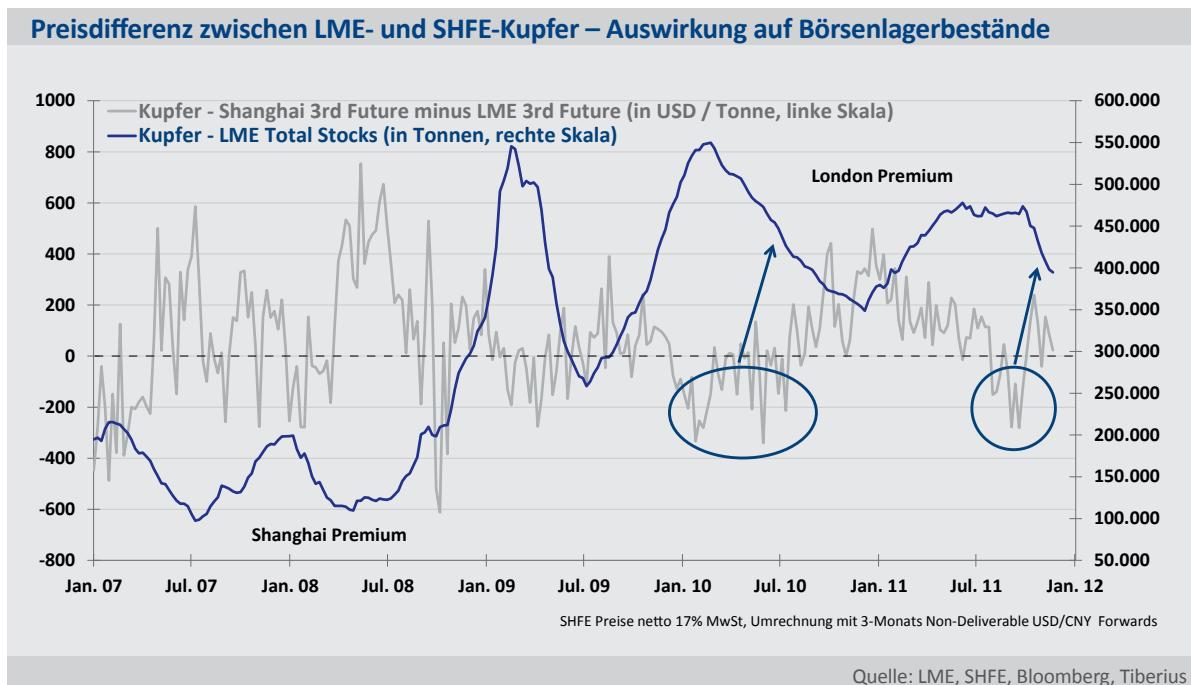
Da das Angebotswachstum 2012 das Nachfragewachstum vermutlich übersteigen wird, bewegt sich der Kupfermarkt aus einem Defizit zumindest in Richtung eines ausgeglichenen Marktsaldos. Einige Marktteilnehmer erwarten sogar einen Überschuss. Derzeit wird der Markt noch dadurch unterstützt, dass die chinesischen Kupferverarbeiter ihre

Bestände wieder auffüllen (Re-Stocking), was sich in sinkenden LME-Lagerbeständen und zunehmenden chinesischen Importen äußert. Dies wurde auch dadurch begünstigt, dass der Kupferpreis an der SHFE teilweise deutlich mit einer Prämie zu den LME-Preisen gehandelt wurde, sodass Importe ein lohnendes Geschäft waren. Wir glauben allerdings, dass diese Effekte

Kupfer-Erhöhungen der Minenproduktion 2012

Projekt	Unternehmen	Art	Land	'000t
Los Bronces	Anglo American	Erweiterung	Chile	210
Konkola Deep	Konkola Copper	Erweiterung	Zambia	100
Salobo	Vale	Greenfield	Brazil	80
Esperanza	Antofagasta	Greenfield	Chile	70
Antamina	BHP Biliton, Xstraty, et. Al.	Erweiterung	Peru	60
KOV	Katanga Mining	Erweiterung	DRC	60
Grasberg	Freeport McMoran	Rückkehr nach Streik	Indonesia	60
Escondida	BHP Biliton, Rio Tinto, et. Al.	Verbesserung Effizienz	Chile	50
Antapaccay	Xstrata	Erweiterung	Peru	40
Kansanshi	First Quantum	Erweiterung	Zambia	40
Tenke Fungurume	Freeport McMoran / Lundin	Erweiterung	DRC	25
Oyu Tolgoi	Ivanhoe	Greenfield	Mongolia	20

Quelle: Firmendaten, Tiberius



in den nächsten Wochen auslaufen werden.

Eine zusätzliche Variable auf der Angebotsseite ist außerdem die verfügbare Menge an wiederverwertbarem Kupferschrott (Scrap). Die gesunkenen Preise für LME-Kupfer haben dazu geführt, dass die Händler – gerade in China – einiges an Material zurückhalten. Daher kommt es derzeit auch zu einer Knappheit an Kupfer-Scrap bei den Kupferhütten. Dies drückt sich insbesondere darin aus, dass die Abschläge für hochwertigen Kupfer-Schrott in China ggü. an der SHFE gehandeltem Kupfer sich seit September 2011 fast halbiert haben (von 6.500 RMB auf ca. 3.500 RMB je Tonne). Das Scrap-Angebot ist allerdings schon seit jeher sehr zyklisch und sehr preisorientiert. Sollten also die Kupferpreise wieder über 8.000 US-Dollar / Tonne steigen, ist auch hier wieder mit vermehrtem Angebot zu rechnen.

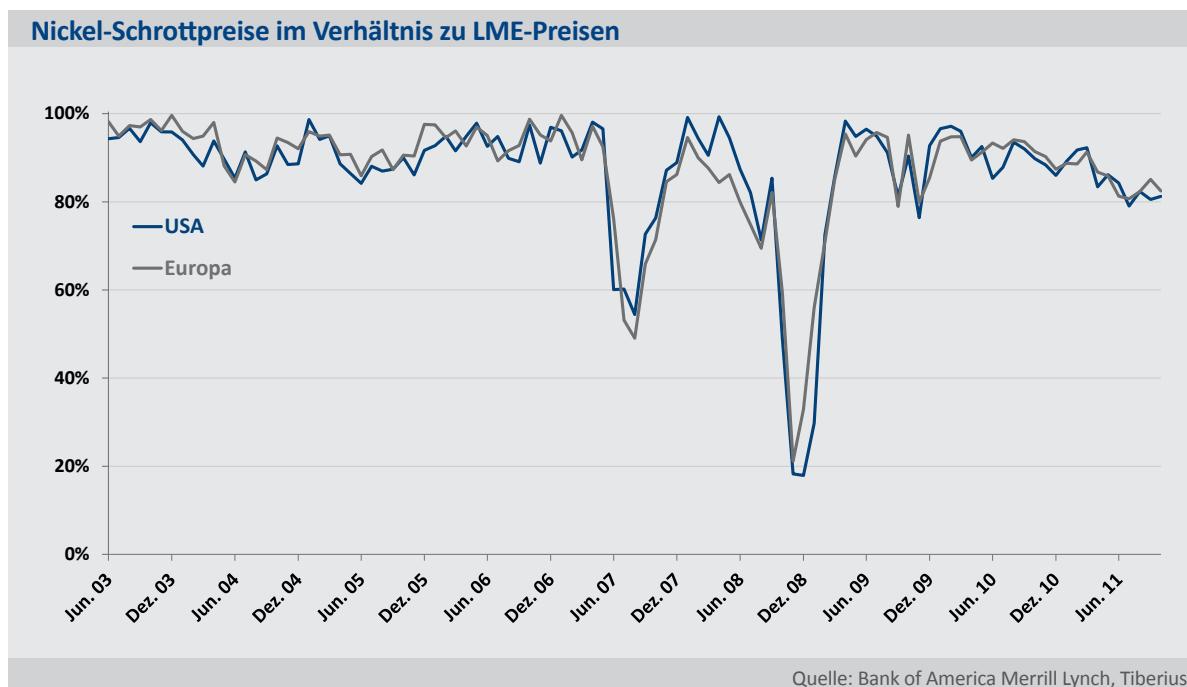
Fazit

Selbstverständlich ist für den Kupfermarkt die Nachfrageentwicklung, die wiederum an der Weltkonjunktur hängt, äußerst wichtig. Allerdings ist es 2012 das erste Mal seit einigen Jahren recht wahrscheinlich, dass das Minenangebot deutlich steigt. Damit dürfte der Markt nach einem Defizit zumindest einen ausgeglichenen Saldo

ausweisen. Allerdings steht hinter der Erfüllung der Produktionsziele wie immer ein Fragezeichen angesichts von Streiks, Naturkatastrophen, politischen Auseinandersetzungen und sinkenden Erzgehalten. Deswegen empfehlen wir zunächst eine leichte Übergewichtung von Kupfer. Aus unserer Sicht sind wir einem neutralen Votum jedoch näher als einer starken Übergewichtung. Dazu trägt nicht zuletzt auch der sehr hohe relative Preis von Kupfer bspw. gegenüber Aluminium und Nickel bei, sodass sich die Substitution auf der Nachfrageseite fortsetzen wird.

Nickel: Leicht übergewichtet

Für Nickel-Bullen war das Jahr 2011 eine Enttäuschung. Gehörte das Metall in den ersten vier Monaten mit einem Kursplus von fast 20% noch zu den Gewinnern, ging es anschließend stark bergab, sodass Nickel per Ende November mit einem Kursverlust von 30% das schwächste aller Industriemetalle war. Der Grund hierfür ist die seit Mitte des dritten Quartals schwache Edelstahlkonjunktur. In der jetzigen Situation ist der Nickelmarkt daher in einem leichten Überschuss, obwohl für das Gesamtjahr



2011 trotzdem ein Defizit zu verzeichnen sein wird. Die Börsenlagerbestände der LME sind also nicht ohne Grund stärker gefallen als bei allen anderen Industriemetallen.

Aus unserer Sicht ist die Nachfrageschwäche jedoch nur vorübergehend und wir erwarten für 2012 ein Wachstum von etwa 4,5% auf globaler Ebene. Dies ist nicht allein darauf zurückzuführen, dass es zu einer Mengensteigerung in der Edelstahlnachfrage kommt, sondern auch der Anteil an austenitischen Legierungen (die generell einen höheren Nickelanteil aufweisen) erstmals seit 2009 wieder zunehmen wird. Außerdem glauben wir, dass aufgrund der gesunkenen Preise der Anteil an Nickel-Schrott (Scrap Ratio) im Produktionsprozess leicht fallen wird, was den Markt für raffiniertes Nickel ebenfalls stützt.

Auf der Angebotsseite bleiben die chinesischen Nickel Pig-Iron (NPI) - Hersteller recht flexibel in ihren Produktionsmengen, die sie je nach Preis relativ zeitnah anpassen können. Die Grenzkosten für in klassischen Hochöfen hergestelltes NPI liegen bei etwa 19.000 US-Dollar je Tonne Nickel, beim Einsatz von Lichtbogenöfen zwischen 15.000 und 16.000 US-Dollar je Tonne. Bei gegenwärtigen Preisen

um 17.000 US-Dollar / Tonne arbeiten also über 100.000t Nickel-Produktionskapazität nicht kostendeckend, was 6%-7% des globalen Angebots entspricht.

Hinsichtlich des Minenangebotes haben nun einige der lange angekündigten Projekte ihre Produktion aufgenommen. Dazu gehören Vale's Onca Puma und VNC (formals Goro), aber auch First Quantum's Ravensthorpe, Anglo American's Barro Alto und das Sherritt's / Sumitomo's Ambatovy. Wahrscheinlich werden diese neuen Angebotsquellen dafür sorgen, dass der Nickelmarkt ab der Jahresmitte 2012 in einen Überschuss fallen wird. Allerdings besitzt insbesondere Vale als weltweit größter Nickelproduzent eine relativ große Marktmacht. Insofern könnte man sich dort dazu entschließen die neuen Projekte langsamer auf ihre volle Auslastung hochzufahren, falls der Nickelpreis weiterhin schwach bleiben sollte.

Fazit

Sowohl Nickelangebot als auch -nachfrage sollten 2012 robust wachsen. Bei derzeitigen Preisen reicht das Angebot jedoch nicht aus, um bei einer freundlichen Konjunkturentwicklung den Markt in einen stabilen Überschuss zu bringen.

Daher glauben wir, dass dem Nickelmarkt in der ersten Jahreshälfte 2012 ein leichtes Defizit und eine Rallye in Richtung 22.000 US-Dollar / Tonne bevorstehen. Die Rallye ist allerdings nach oben begrenzt, weil neue Minenprojekte ab der zweiten Jahreshälfte genügend Angebot bereitstellen können um den Markt ausreichend zu versorgen. Für das Gesamtjahr 2012 erwarten wir daher einen leichten Marktüberschuss, der letztlich nur eine neutrale Gewichtung rechtfertigt. In den kommenden Monaten bleiben wir jedoch zunächst leicht übergewichtet.

Zink: Leicht untergewichtet

Auch 2011 waren die Auswirkungen der starken Produktionsausweitung chinesischer Minen, die Ende 2009 begonnen hatte, noch zu spüren. Der Zinkpreis reflektiert diese Angebotsreaktion. Dieser liegt etwa 30% tiefer als noch zu Jahresbeginn 2010 und bildet damit das Schlußlicht in diesem Zeitraum. Mit 400.000t musste Zink im Jahr 2011 auch den höchsten prozentualen Marktüberschuss aller Industriemetalle hinnehmen.

Bei den derzeitigen Preisen um 2.000 US-Dollar / Tonne erwägen einige kleinere chinesische Minen bereits, ob sie ihre Produktion zumindest teilweise stilllegen sollen. Bisher sind uns aber allenfalls marginale Kürzungen bekannt. Die überwiegende Mehrheit beschränkt sich darauf, vorerst Material im eigenen Lager zu halten, in der Hoffnung auf steigende Preise. Dies spiegelt sich in fallenden Raffineriemargen wider, allerdings zeigt dies neben einem knappen Markt für Zink-Konzentrat auch die Überkapazitäten im Verhüttungssektor.

Generell lässt das Angebotswachstum jedoch deutlich nach und wir erwarten für 2012 eine Steigerung von knapp unter 3% (dem niedrigsten Wert unter den Industriemetallen). Für das bevorstehende Jahr gibt es kaum nennenswerte neue Minenprojekte. Allerdings hatten vor Jahresfrist einige Marktbeobachter bereits für 2012 ein Defizit vorhergesagt. Dieses scheint sich nicht zu bewahrheiten, da sich auch die Nachfrage aufgrund der derzeitigen Schwäche der Stahlkonjunktur nicht besonders positiv hervorhebt. Viele Marktteilnehmer schieben ihre Defizitschätzungen derzeit zeitlich weiter hinaus, und erscheinen frühestens ab 2014 glaubhaft, wenn Minen



wie Brunswick (Canada, 200.000t p.a.) oder Century (Australien, 500.000t p.a.) das Ende ihrer Lebensdauer erreichen werden. Das geht jedoch über unseren üblichen Prognosezeitraum hinaus. Für 2012 gehen wir erneut von einem Überschuss i.H.v. knapp 200.000t aus.

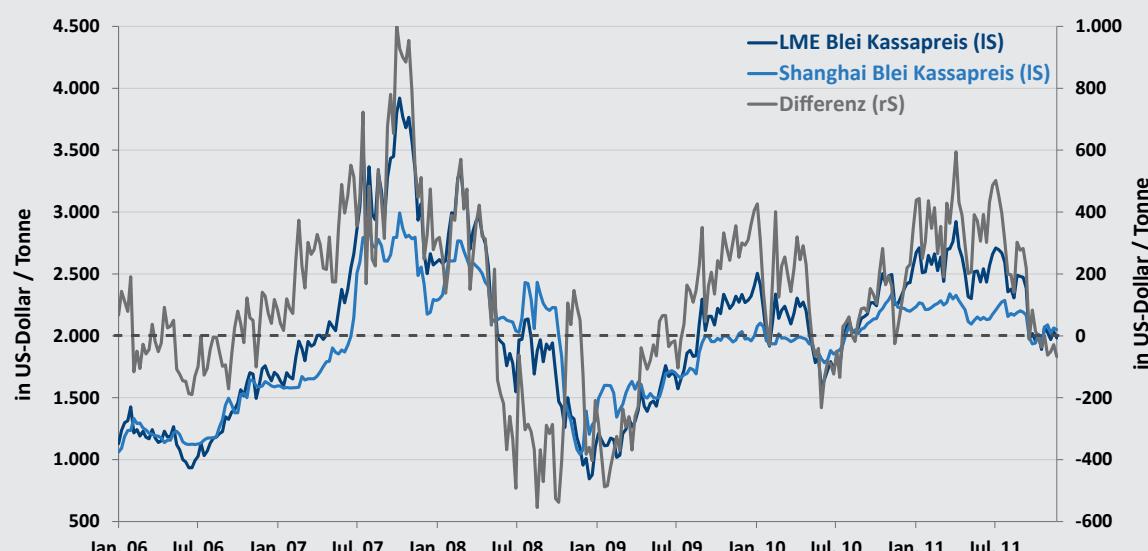
Fazit

Zink besitzt neben Aluminium die höchsten Lagerbestände aller Industriemetalle und weist sowohl 2011 als auch 2012 einen klaren Marktüberschuss aus. Die derzeitigen Preise unter 2.000 US-Dollar / Tonne bieten allerdings aufgrund der hohen Grenzkosten eine gute Unterstützung. Auch die Tatsache, dass die Preise an der SHFE zuletzt die höchsten Aufschläge gegenüber der LME seit mehr als zwei Jahren verzeichneten, ist positiv zu werten. Wir erwarten, dass sich die Nachfrage nach galvanisiertem Stahl 2012 wieder deutlich von der derzeitigen Schwäcephase erholen wird. Große Kursphantasie besteht jedoch trotzdem noch nicht, zumal auch die Terminkurve ein schwaches Bild abgibt und Rollverluste von etwa 3%-4% auf Sicht des nächsten Jahres einkalkuliert werden müssen. Alles in allem empfehlen wir daher Zink leicht unterzugewichten.

Blei: Neutral

Für Blei verlief das Jahr 2011 ebenfalls enttäuschend, insbesondere was den fundamentalen Datenkranz angeht. Anstatt des von uns erwarteten, ausgeglichenen Marktsaldos kristallisierte sich im Jahresverlauf ein klarer Überschuss heraus, der wohl mehr als 100.000t betragen wird. Besonders schwere Spuren hat die politisch angeordnete Schließung vieler chinesischer Batteriefabriken während der Sommermonate hinterlassen. Dieser Beschluss war vor allem umweltpolitisch motiviert und hat auch zur endgültigen Schließung vieler kleinerer, technologisch rückständiger Fabriken geführt. Damit fiel die Hauptnachfrage für einen nicht unerheblichen Teil des Jahres aus, was aber zu einem Abbau der Lagerbestände auf Seiten der Batteriefabrikanten führte. Generell kann man konstatieren, dass es zu einer Verlagerung von nicht berichteten hin zu berichteten Lagerbeständen kam, wie der oben dargestellte Anstieg in den LME- und SHFE-Lagerhäusern zeigt. Inzwischen hat sich die Batterieproduktion wieder normalisiert und für die kommende „Hochsaison“ der Batterienachfrage (aufgrund der kalten Jahreszeit auf der Nordhalbkugel) zeichnet sich ein leicht positives Bild ab.

Blei notiert in Shanghai wieder mit einer leichten Preisprämie gegenüber der LME



Quelle: LME, SHFE, Tiberius

Hinsichtlich des Bleiangebots muss man feststellen, dass die chinesische Minenproduktion gemäß Zahlen der International Lead & Zinc Study Group (ILZSG) in den ersten drei Quartalen des Jahres 2011 um 300.000t zugenommen hat, eine Steigerung von fast 25%. Damit ist das gesamte Wachstum des globalen Minenangebots der Volksrepublik China zuzurechnen und dort wiederum zum großen Teil der Provinz Innere Mongolei. Im Vergleich dazu ist die erneute Schließung der australischen Magellan-Mine (Kapazität von 90.000t p.a.) aufgrund umweltpolitischer Auflagen quasi nur eine Randnotiz. Eine weitere, nennenswerte Kapazitätsausweitung in China ist nicht abzusehen, vor allem da dies bei Preisen unter 2.000 US-Dollar / Tonne nur wenig attraktiv erscheint. Da Blei häufig als Nebenprodukt des Zinkabbaus anfällt, gilt ebenso, dass einige der größeren Minen ab Mitte des Jahrzehnts ihre Produktion einstellen werden.

An der Preisentwicklung von Blei fällt besonders auf, dass die Preise an der SHFE inzwischen wieder mit einer Prämie zur LME notieren, nachdem sie seit Mitte 2010 mit einem Abschlag gehandelt wurden. Insofern dürfte die chinesische Blei-Nachfrage preisstabilisierend wirken.

Fazit

Die fundamentale Entwicklung von Blei verlief 2011 recht enttäuschend. Im Jahr 2012 wächst die Nachfrage nach unseren Schätzungen wieder etwas stärker an (3%, nach 2% in 2011), wodurch sich der Marktüberschuss auf etwa 30.000t schmälert. Eine indexneutrale Preissteigerung sollte daher möglich sein, bei einer gleichzeitigen leichten Ausweitung der Preisdifferenz zwischen Blei und Zink zugunsten des Erstgenannten.

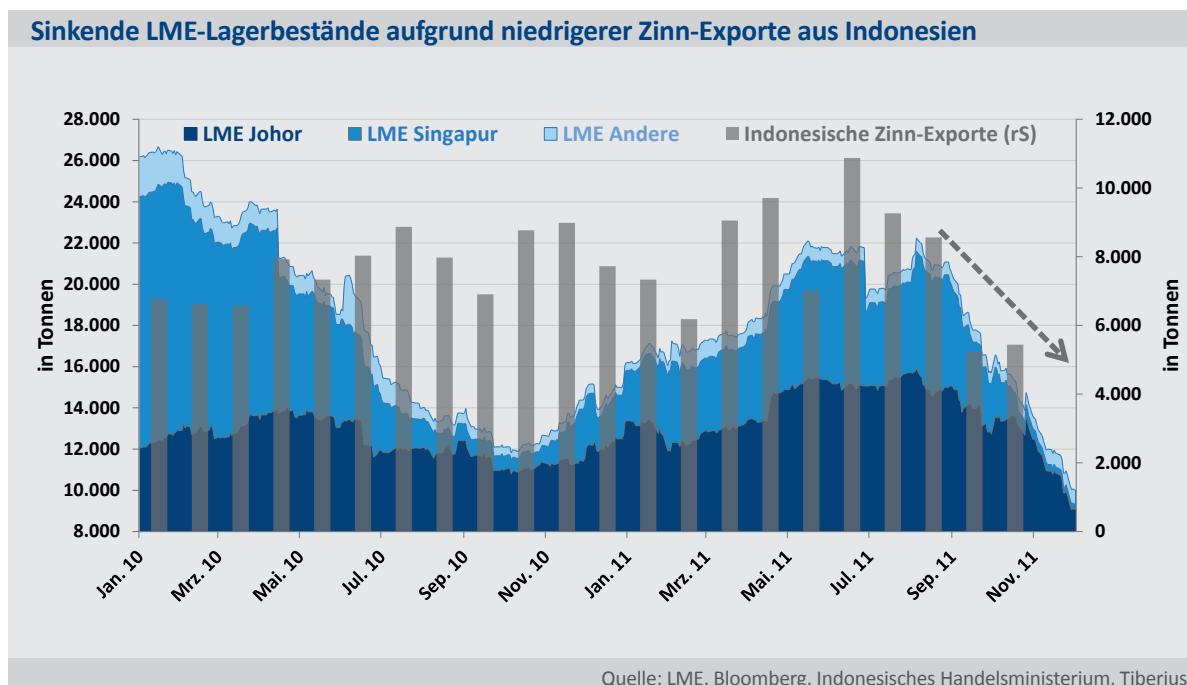
Zinn: Übergewichten

Der Zinnmarkt konnte sich 2011 der schwachen Preisentwicklung der anderen Industriemetalle nicht entziehen. Nach der hervorragenden Performance im Vorjahr und dem Erreichen

eines neuen Allzeithochs im April 2011 bei etwa 33.000 US-Dollar / Tonne, ging es für Zinn steil abwärts, sodass es inzwischen nur noch bei 20.000 US-Dollar / Tonne notiert. Damit liegt es im relativen Pricing zu den anderen Industriemetallen jedoch immer noch recht hoch. Im Zuge dieser Entwicklung ist auch das Investoreninteresse deutlich verflacht.

Aus fundamentaler Sicht hat der Zinnmarkt sein „Soll“ recht gut erfüllt. Er weist für 2011 ein eindeutiges Defizit aus. Zu einer echten Knappheit mit exponentiell steigenden Preisen und Nachfragezerstörung kam es jedoch aufgrund der schlechter als erwartet ausgefallenen Konjunkturentwicklung nicht. So fielen die Wachstumsraten der Lötnachfrage aus dem Halbleitersektor in den letzten Monaten bis in den negativen Bereich. Dafür ist die Weißblechnachfrage gerade in China weiterhin robust und es kommt zu Erweiterungen der Produktionskapazität.

Der Preisverfall an der LME hat die Produzenten in der größten Zinn-Exportnation Indonesien dazu gebracht, sich „freiwillig“ einem Exportstopp zu unterziehen. Das Ziel ist es, erst wieder im Jahr 2012 bzw. bei Preisen um 25.000 US-Dollar / Tonne Material zu verschiffen. Dies wirkt aus unserer Sicht nur kurzfristig preisstützend, weil nicht gesichert ist, inwiefern den Unternehmen genügend Kapital zur Verfügung steht, um einen solchen Exportstopp durchzuhalten. Außerdem geht dadurch die Minenproduktion vorerst nicht zurück, es sammeln sich also Lagerbestände in Indonesien an. Dass der Exportstopp jedoch zumindest teilweise erfolgreich ist (einige Firmen müssen aufgrund langfristiger Lieferverträge trotzdem exportieren), zeigt sich sowohl direkt in den Exportzahlen, als auch in den schnell fallenden LME-Lagerbeständen in Asien, vor allem in Johor (Malaysia) und Singapur. Die abgerufenen Lagervorräte gehen größtenteils nach China, wo die Zinnpreise an der Börse in Shanghai eine Prämie von nahezu 2.500 US-Dollar / Tonne aufweisen. Der Import von LME-Material ist also derzeit sehr lukrativ.



Mittel- bis langfristig kommt Indonesien als größter Minenproduzent neben China eine große Marktmacht zu. Da die Minenbetreiber aus politischen Gründen (z.B. Wahrung der inländischen Ressourcen, höhere Erträge, Umweltschutz) zunehmend striktere Auflagen erfüllen müssen, ist das Angebotswachstum sehr begrenzt. Und da die Nachfrageseite als wenig preiselastisch anzusehen ist – die Kosten für Lötmaterial sind zumeist nur ein Bruchteil der gesamten Herstellungskosten – wird man von indonesischer Seite sicherlich versuchen, den Markt möglichst knapp zu halten.

Fazit

Der Zinnmarkt wächst zwar nicht dynamisch, allerdings ist die Angebotsseite sehr stark oligopolisiert (China und Indonesien teilen sich etwa 60% des globalen Angebots). Die Nachfrage ist wenig preiselastisch, was den Produzentenländern in die Hände spielt. Für 2012 erwarten wir ein leichtes Defizit von 3.000t-5.000t, was die globalen Lagerbestände weiter reduzieren wird. Gleichzeitig halten wir die Abwärtsrisiken auf dem derzeitigen Preisniveau für sehr begrenzt, sodass wir zu einem „Übergewichten“ - Votum kommen.

EDELMETALLE

Autor: Thomas Benedix

Nachdem wir im vorgehenden Kapitel bereits ausführlich auf den Goldmarkt eingegangen sind, beschäftigen wir uns an dieser Stelle nur noch mit den relativen Preisaussichten der Edelmetalle zueinander, sowie den Einzelanalysen für Silber, Platin und Palladium.

Die Edelmetalle entwickelten sich im Jahr 2011 sehr unterschiedlich. Gold wurde seinem Ruf als „sicherer Hafen“ einmal mehr gerecht und konnte bis Ende November etwa 22% zulegen. Silber (+5%) hat eine Achterbahnhaltung hinter sich, die eine Spanne von mehr als 23 US-Dollar je Unze ausmachte (Hoch: ca. 49,50; Tief: ca. 26,05) und das Allzeithoch aus dem Jahr 1980 nur knapp verfehlte.

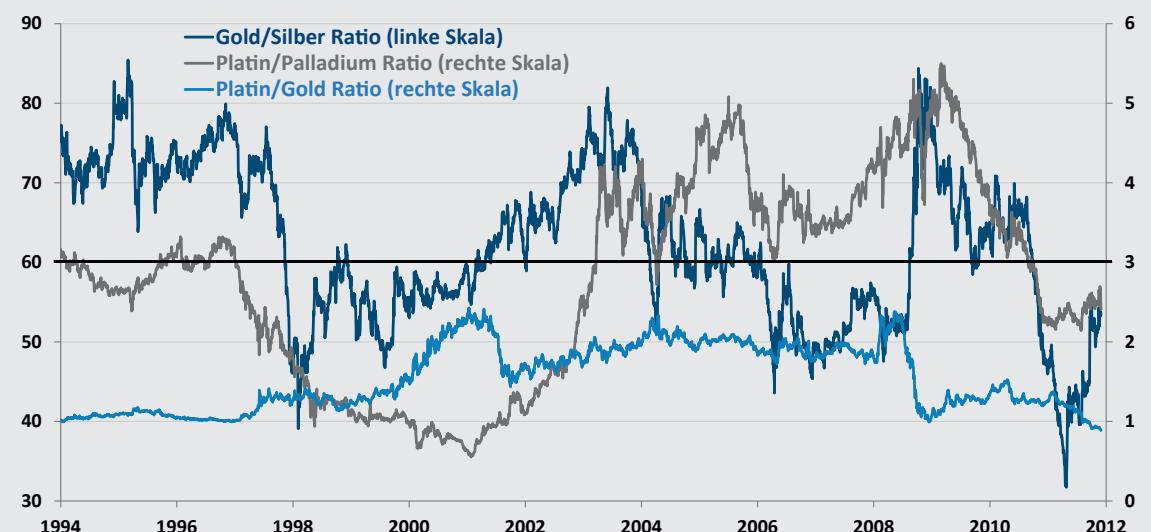
Die beiden industrienahen Edelmetalle Platin (-13%) und Palladium (-25%) folgten eher den Basismetallen und kamen aufgrund der aufflammenden Konjunkturängste unter Druck. Für das kommende Jahr trauen wir diesen beiden jedoch eine deutlich bessere Performance als Gold und Silber zu.

Durch die großen Kursbewegungen waren auch die Preisverhältnisse (Ratios) der Edelmetalle untereinander sehr volatil. Das Gold / Silber – Ratio fiel zwischenzeitlich auf ein Niveau von etwa 32 (Unzen Silber je Unze Gold). Inzwischen hat sich das Ratio jedoch wieder erholt und liegt bei 53. Es dürfte im kommenden Jahr etwas gemäßigter schwanken und wir erwarten Werte zwischen 45 und 60.

Auch das Platin / Gold – Ratio kam unter Druck. Inzwischen notiert Platin mit einem Abschlag von 200 US-Dollar / Unze zu Gold. Diese Entwicklung sehen wir als wenig nachhaltig an, da Gold mittelfristig sowohl von Investoren aber vor allem in der Schmucknachfrage durch Platin substituiert werden wird.

Von Investorenseite ist die Nachfrage nach Gold derzeit <noch> sehr hoch. Zwar liegen die spekulativen Netto-Long Positionen (Non-Commercials und Non-Reportables) am Terminmarkt mit etwa 20 Mio. Unzen unter dem Schnitt der letzten beiden Jahre (ca. 24,5 Mio. Unzen), dafür

Entwicklung der Edelmetall-Preisverhältnisse



Quelle: Bloomberg, Tiberius

erreichten die globalen, physischen ETF-Bestände in den letzten Tagen mit über 75 Mio. Unzen ein neues Hoch. Bei den anderen drei Edelmetallen gab es zuletzt Ermüdungserscheinungen, wahrscheinlich aufgrund des unsicheren Konjunktur- und Kapitalmarktfeldes. Alles in allem verwalteten die von uns beobachteten physisch hinterlegten Edelmetall-ETFs ein Vermögen von etwa 150 Mrd. US-Dollar. Davon entfallen etwa 130 Mrd. auf Gold, 17 Mrd. auf Silber und 3 Mrd. auf Platin und Palladium.

Wir halten das Investorensentiment gerade bei Gold für deutlich überzogen. Außerdem haben wir in unserer ausführlichen Einzelanalyse deutlich gemacht, warum wir dazu raten, Gold in einem Rohstoffportfolio zumindest leicht unterzugewichten. Gleches gilt für Silber. Dafür gehen wir auf den folgenden Seiten darauf ein, warum wir für Platin und Palladium positiver gestimmt sind.

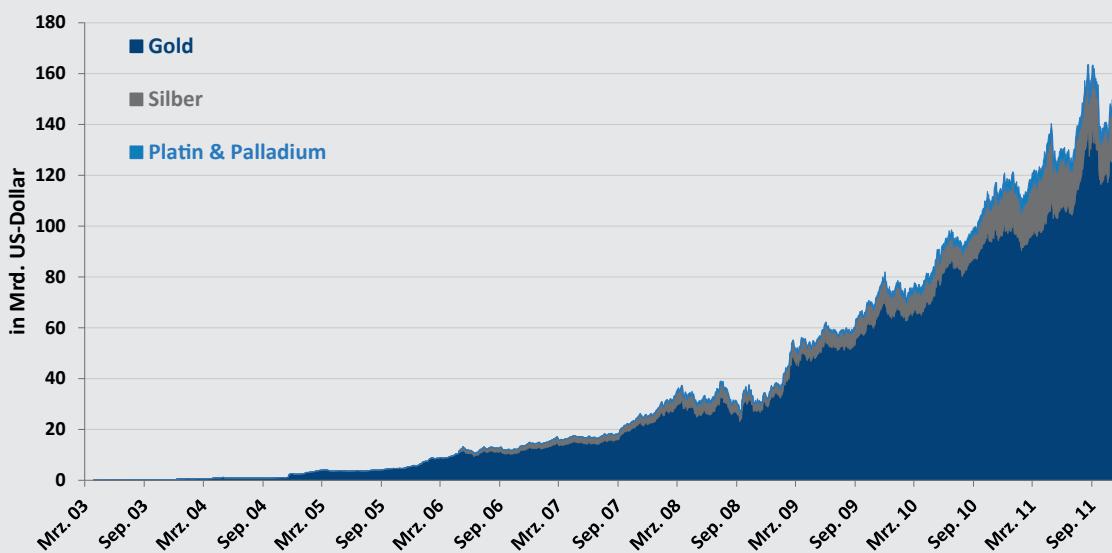
Silber: Leicht untergewichtet

Silber war in den ersten vier Monaten des Jahres 2011 der gefragteste Rohstoff in unserem Anlageuniversum und legte eine

fulminante Kursrallye hin. Die Marken von 30 und 40 US-Dollar je Feinunze wurden im Sturm genommen, dass die 50 US-Dollar-Marke fallen würde war unter Investoren eine ausgemachte Sache und einige riefen als nächstes Kursziel das inflationsbereinigte Hoch bei ca. 130 US-Dollar aus. Hinweise zum primären Marktüberschuss wollte in jenen Wochen keiner hören. Aber bekanntlich kam es schließlich anders: Die 50 US-Dollar Marke ließ sich nicht knacken und es folgte ein rasanter Ausverkauf von 30% innerhalb einer Woche. Auch Ende des dritten Quartals kam es nochmal zu sehr volatilen Bewegungen, die unter anderem auf das Jahrestief bei knapp über 26 US-Dollar führten. Inzwischen hat sich der Markt jedoch beruhigt und liegt mit etwa 32 US-Dollar / Unze und einem Gold / Silber Ratio von 53 auf gemäßigten Niveaus.

Hinsichtlich des physischen Marktsaldos ist Silber auch weiterhin sehr unattraktiv. Unsere Prognose eines Überschusses von 200 Mio. Unzen im Jahr 2011 wird voraussichtlich recht genau getroffen werden, für 2012 erwarten wir einen etwas niedrigeren Überschuss von 170 Mio. Unzen. Zwar steigt gemäß unserer Schätzungen die Minenproduktion erneut um etwa 4% auf 790 Mio. Unzen an, gleichzeitig gehen wir jedoch davon aus, dass das Recyclingangebot nächstes

Edelmetall ETFs – Verwaltetes Vermögen in Mrd. USD



Quelle: Tiberius

Jahr um 40 Mio. Unzen zurückgehen wird. Darin steckt die Annahme, dass vor allem während der Hochpreisphase im zweiten Quartal 2011 sehr viel Material auf den Markt kam, dies sich aber aufgrund der Preisentwicklungen der letzten Monate nicht so leicht wiederholen lässt.

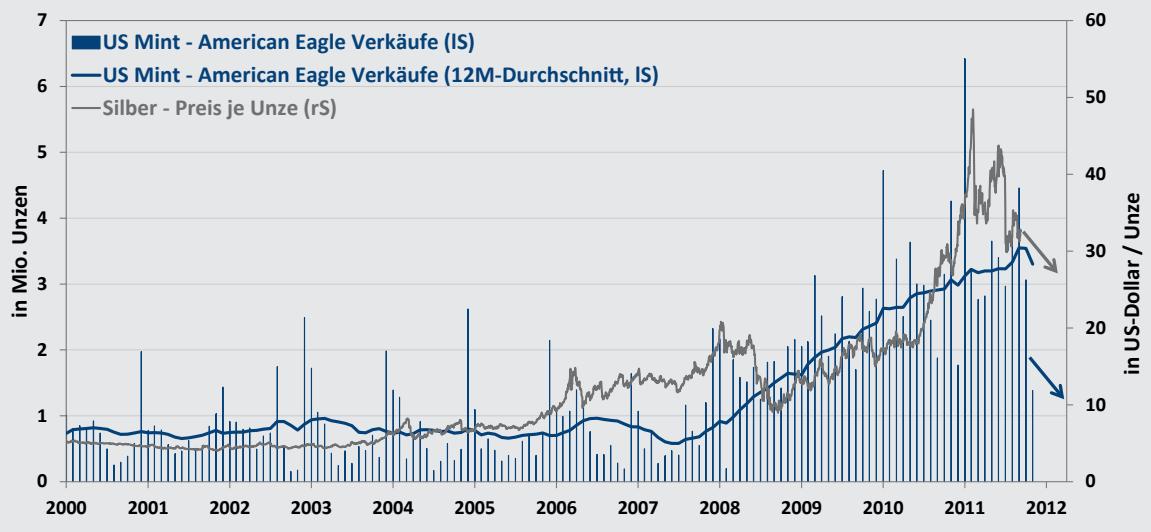
Die Industrienachfrage war bereits 2010 stark gewachsen und entwickelte sich auch 2011 recht robust weiter. Für 2012 rechnen wir hier mit einem Wachstum von etwa 3% auf rund 540 Mio. Unzen. Letztlich bestimmt aber auch die Investoren nachfrage den Silberpreis zu einem großen Teil. Als „kleiner Bruder“ von Gold ist Silber hier recht gut positioniert, allerdings fehlt ihm der monetäre Charakter und wird aufgrund der Marktentgegenwohl kaum auf den Radar von großen institutionellen Marktteilnehmern kommen. Auch die private Investoren nachfrage flautete in den letzten Monaten stark ab. So fiel die Anzahl der von der amerikanischen Münzanstalt (US Mint) verkauften „American Eagles“ im November auf 1,4 Mio. Unzen – den niedrigsten Wert seit Februar 2008. Wir glauben, dass diese Nachfragekomponente auch noch weiter abebben wird. Ähnlich wie bei Gold gibt es aber Potential für Nachfrage aus den asiatischen Schwellenländern aufgrund der steigenden Einkommen. Der Silber-Handelsumsatz an

der indischen Rohstoffbörsen MCX wuchs beispielsweise zwischen Januar und Oktober 2011 um gute 85% gegenüber dem Vorjahr.

Fazit

Der Silbermarkt hatte über weite Teile des Jahres 2011 ein Eigenleben und bewegte sich außerhalb der Performancegesetzmäßigkeiten der anderen Metalle. Inzwischen sind die Kursexzesse jedoch bereinigt und das Gold / Silber Ratio hat sich bei Werten knapp über 50 stabilisiert. Damit liegt es immer noch unter dem längerfristigen Durchschnitt bei etwa 65. Wir gehen davon aus, dass Silber zwar von der leicht positiven Konjunktur Entwicklung profitieren kann, andererseits aber die „sicheren Häfen“ eher verlassen werden. Damit wird sich das Gold / Silber Ratio vom jetzigen Niveau aus eher leicht abschwächen, wohl aber kaum nachhaltig unter 50 fallen. Eine signifikant unterschiedliche Entwicklung zu Gold erwarten wir jedoch nicht, sodass wir Silber ebenfalls mit „leicht untergewichten“ einstufen.

Silbermünzen-Käufe in den USA fallen zurück auf durchschnittliche Niveaus



Quelle: US Mint, Bloomberg, Tiberius

Platin: Neutral

Platin war viele Jahre lang der Liebling der Investoren Gemeinde bei Rohstoffen. Allerdings befindet sich der Markt nun seit 2006 im Überschuss, woran sich auch 2012 nichts ändern wird. Bei den derzeitigen Preisen um 1.500 US-Dollar / Unze kommt der Platinpreis allerdings den marginalen Produktionskosten in Südafrika bedrohlich nahe. Damit ist es auch kein Wunder, dass sich die Aktien der Platinmetall (PGM) - Produzenten dieses Jahr im Durchschnitt noch schlechter entwickelt haben als der eigentliche Rohstoff.

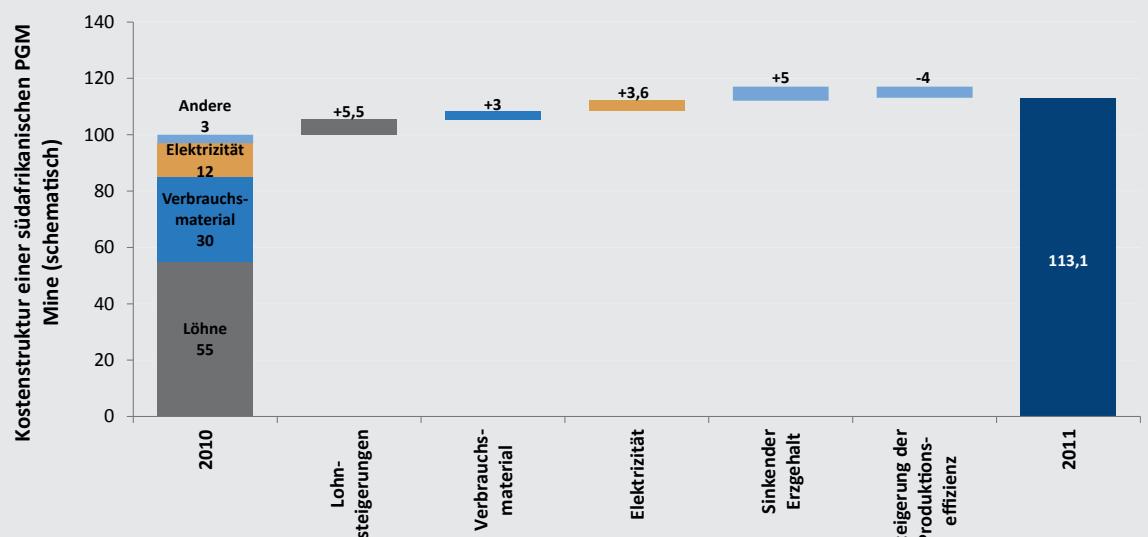
Zuletzt blieben die Platin-Verkaufspreise für südafrikanische Metallproduzenten zwar stabil, da der US-Dollar gegenüber der heimischen Währung (Rand) um mehr als 20% aufwertete. Die Unternehmen haben jedoch mit einer jährlichen Kosteninflation von über 10% zu kämpfen. Die größte absolute Kostensteigerung verursachen dabei die Mitarbeiterlöhne, die über 50% der Gesamtkosten ausmachen. Die letzten Tarifverhandlungen sorgen für etwa 10%-12% höhere Gehälter im kommenden Jahr. Die Energiepreise steigen in Südafrika ebenfalls drastisch an (ca. 30% p.a.). Strom wurde lange Zeit subventioniert, dies

hatte jedoch Unterinvestitionen in die Elektrizitätserzeugung und die Stromnetze zur Folge. Die Konsequenz waren regelmäßige zwangswise Stromabschaltungen (planned power outages). Somit muss der staatliche Energiekonzern Eskom nun das nachholen, was er jahr(zehnt)elang versäumt hatte.

All diese Faktoren führen dazu, dass die Exploration neuer Vorkommen wenig attraktiv ist, sodass mittel- bis langfristig die Angebotsseite nur wenig Wachstum aufweisen wird. Darüber hinaus befinden sich wichtige neue Projekte in politisch instabilen Ländern wie Zimbabwe, wo man jederzeit mit höheren Steuern oder politischen Zwangsmaßnahmen rechnen muss. Für 2012 rechnen wir daher mit einer Steigerung des globalen Minenangebots von nur etwa 2% auf knapp über 6,5 Mio. Unzen.

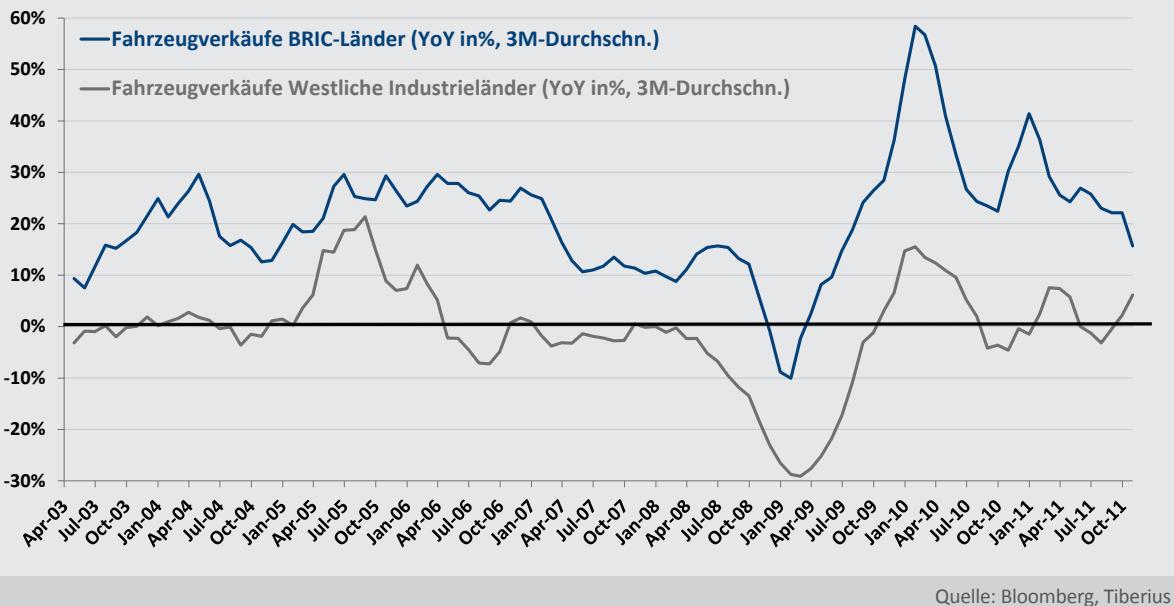
Der Hauptteil der Nachfrage (etwa 35%) kommt bei Platin noch immer aus dem Automobilsektor. Dieser Anteil hat allerdings in den letzten Jahren kontinuierlich abgenommen, da einerseits immer mehr Platin in Katalysatoren durch Palladium ersetzt wird und andererseits die Schmucknachfrage aus den asiatischen Schwellenländern stark zugenommen hat. Das Mengenwachstum aus der Automobilbranche

Produktionskostensteigerung in Südafrika liegt bei über 10% p.a.



Quelle: Goldman Sachs, Tiberius

Wachstumsraten regionaler Automobilverkäufe – BRIC-Staaten vs Westliche Industrieländer

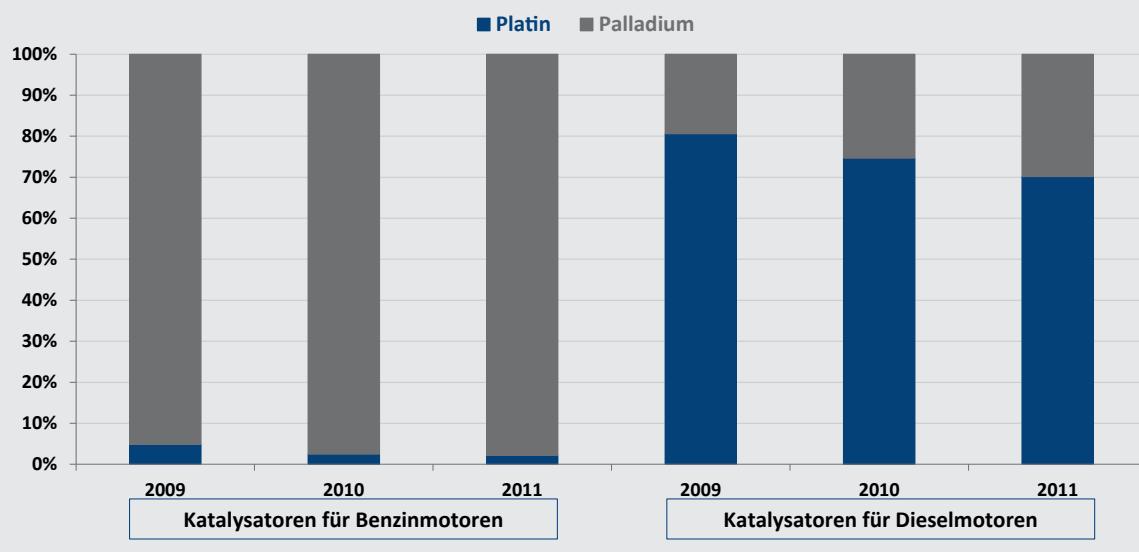


ist dabei derzeit als sehr positiv einzustufen. Gerade aufgrund der hohen Absatzsteigerungen in den BRIC-Ländern (Brasilien, Russland, Indien, China) wurden 2011 weltweit mehr Fahrzeuge verkauft als jemals zuvor.

Das Ärgerliche für Platin ist, dass dieser Aufschwung weitestgehend an ihm vorbeigeht.

Das liegt einerseits daran, dass Platin vor allem in Dieselkatalysatoren verwendet wird, die wiederum vorwiegend in Europa zu finden sind. Dagegen ist das Exposure in wachstumsstarken Ländern im Gegensatz zu Palladium sehr gering, weil dort fast ausschließlich Benzinmotoren gefahren werden. (Gemessen an der gesamten Katalysatoren nachfrage kommen bei Platin nur

Verhältnis von Platin und Palladium in europäischen Automobil-Katalysatoren



3% aus China, bei Palladium hingegen etwa 15%).

Darüber hinaus setzt sich der Trend zur Platinsubstitution selbst in Dieselkatalysatoren ungebremst fort. Nach den neuesten Zahlen von Johnson Matthey, liegt 2011 das Verhältnis Platin:Palladium in europäischen Katalysatoren nur noch bei 70:30, während es noch 2009 bei 80:20 lag. Für 2012 sind wir aufgrund unserer leicht positiven Konjunkturerwartung und der Tatsache, dass der Markt für LKW-Dieselmotoren robust wächst, etwas freundlicher gestimmt und erwarten einen Anstieg der Nettonachfrage von 5%. Darin ist allerdings auch ein nur gering ansteigendes Recyclingangebot verrechnet, da wir glauben, dass aufgrund der niedrigeren Preise Material in diesem Sektor zurückgehalten werden wird.

Das Platin / Gold-Preisverhältnis fiel im September 2011 nachhaltig unter 1. Dies ist historisch sehr ungewöhnlich. Außer wenigen Tagen im Jahre 2008 war dies seit der Jahrtausendwende noch nicht vorgekommen. Erst wenn man in die 1980er Jahre zurück schaut, stößt man auf vergleichbare Werte. In bzw. nach diesen Phasen erhöhte sich die globale Schmucknachfrage jeweils sehr stark. Und

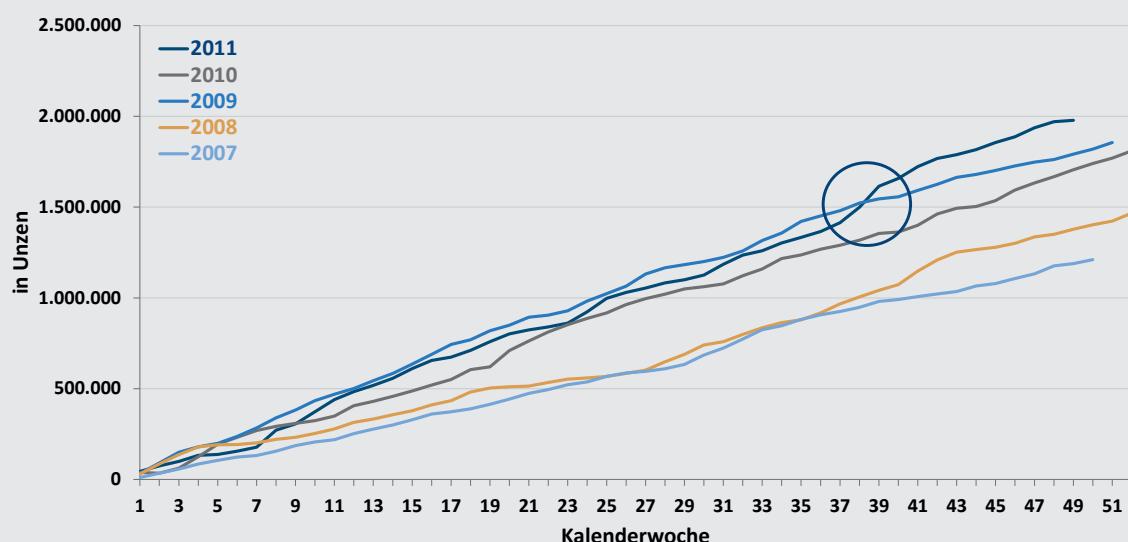
auch 2011 scheint genau dies ebenfalls zu passieren. An der Shanghai Gold Exchange stiegen die Platin-Umsätze just in den Wochen stark an, als der Platinpreis unter den von Gold fiel. Wir glauben, dass bei diesen Preisen Platin mittelfristig deutliche Marktanteile von Gold erhalten wird. Allein aufgrund der Ratio-Überlegung haben wir in unseren Schätzungen eine höhere Schmucknachfrage von 700.000 Unzen unterstellt (300.000 Unzen in 2011, 400.000 in 2012). Damit würde die Netto-Schmucknachfrage im Jahr 2012 etwa 2,3 Mio. Unzen betragen, das höchste Niveau seit 2003.

Das Investorenverhalten ist für Platin ebenfalls sehr wichtig. Hier scheint Platin sich vom Liebling zum Aschenputtel gewandelt zu haben. Das sehen wir positiv, da der Markt nun weniger einseitig positioniert ist als noch zu Jahresbeginn. Allerdings waren die Entwicklungen im Jahr 2011 weniger ausgeprägt als bei Palladium.

Fazit

Trotz unserer positiven Annahmen für die Entwicklung der Platin-Nachfrage, verbleibt nach unseren Schätzungen auch im Jahr 2012 ein Marktüberschuss von 250.000-300.000 Unzen.

Platin-Umsätze an der Shanghai Gold Exchange



Quelle: Shanghai Gold Exchange, Bloomberg, Tiberius

Insofern besitzt Platin für uns kein besonders großes Aufwärtspotential. Die Tatsache, dass die Angebotsseite bei den vorherrschenden Preisniveaus jedoch unter großen Kostendruck kommt, sichert den Preis mittelfristig gut nach unten ab. Ebenfalls glauben wir, dass sowohl Schmuck- als auch Investoren Nachfrage dafür sorgen werden, dass das Platin / Gold – Ratio wieder auf Werte über 1 ansteigen wird. Alles in allem halten wir bei Platin daher eine neutrale Gewichtung für gerechtfertigt.

Palladium: Übergewichten

Wie oben dargestellt profitiert der Palladium-Markt überproportional vom Wachstum der Automobilnachfrage in den weltweiten Schwellenländern. Außerdem schreitet die Substitution von Platin durch Palladium in Dieselkatalysatoren stetig fort. Andererseits wächst bei Palladium das Recyclingangebot stärker als bei Platin, weil die Flotte an mit Palladium-Katalysatoren ausgerüsteten Fahrzeugen ebenfalls ein höheres Niveau erreicht hat.

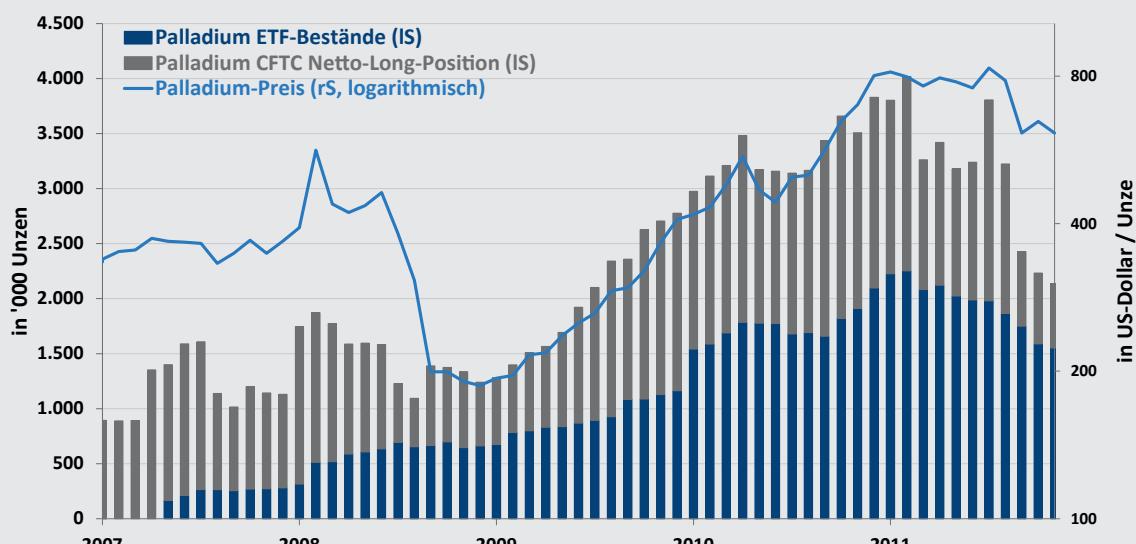
Wir sind hier in unseren Prognosen bewusst

konservativ geblieben und sehen ein Brutto-Nachfragewachstum aus dem Automobilsektor von etwa 3%. Gleichzeitig sehen wir einen Anstieg des Recyclingangebots um 8%, sodass sich nur ein Nettozuwachs von gut 2% ergibt. Wir gehen davon aus, dass der technologische Fortschritt dafür sorgt, dass die absoluten Mengen an Platin-Metallen je Katalysator leicht sinken (Thrifting).

Die anderen Nachfragekomponenten (z.B. Elektronik, Zahntechnik, Chemie) weisen keine nennenswerten Ausschläge auf. Auch die Netto-Schmucknachfrage ist mit 400.000 Unzen geradezu vernachlässigbar. Auf der Angebotsseite sehen wir die Minenproduktion etwa 2% höher, wobei sich das Wachstum auf alle Regionen verteilt. Damit wird Palladium auch 2012 ein primäres Marktdefizit aufweisen, nach unseren Schätzungen in Höhe von ca. 200.000 Unzen.

Hinsichtlich der zum Verkauf stehenden russischen Lagerbestände ergaben sich in den letzten Monaten nur wenig Neuigkeiten. Zwar geht Johnson Matthey für 2011 von einer Verkaufsmenge von 750.000 Unzen aus, diese haben sich aber bisher noch nicht in den schweizer Importzahlen niedergeschlagen

Investoren verkauften 2011 nahezu 2 Mio. Unzen Palladium



Quelle: Bloomberg, CFTC, Tiberius

(dorthin wurde das Material in früheren Jahren in aller Regel geliefert). Angesichts des bevorstehenden Jahresendes ist also nicht sicher, ob diese Zahl letztlich erreicht werden wird. Der Konsens der anderen Marktteilnehmer geht davon aus, dass die Verkäufe weitestgehend abgeschlossen sind. Schließlich baut die russische Zentralbank seit mehreren Jahren ihre Goldreserven auf, daher wäre es verwunderlich, wenn der russische Staat an anderer Stelle auch die letzten Reste der strategischen Palladium-Bestände verkaufen würde. Daher rechnen wir für 2012 nur noch mit Verkäufen in Höhe von 300.000 Unzen. Das Prognoserisiko liegt aus unserer Sicht jedoch eher auf der Unterseite.

Hauptverantwortlich für den Preisrückgang von 800 auf etwa 650 US-Dollar / Unze im Jahr 2011 ist aber das deutlich verschlechterte Investoren-Sentiment. So verringerte sich die Netto-Long Position spekulativer Marktteilnehmer am Terminmarkt seit Ende 2010 von etwa 1,7 Mio. Unzen auf 0,6 Mio. Unzen. Auch die physisch hinterlegten ETFs waren mit über 0,7 Mio. Unzen auf der Verkäuferseite anzutreffen. Insofern hat sich der Palladiummarkt potentieller spekulativer Übertreibungen entledigt und könnte neue Long-Positionen gut verdauen.

Fazit

Palladium wird 2012 ein geschätztes Primärmarktdifizit von etwa 200.000 Unzen aufweisen. Damit ist es aus fundamentaler Sicht sehr attraktiv. Außerdem haben sich die Long-Positionen am Terminmarkt und in ETFs deutlich verringert. Bei einer Beruhigung der Märkte mit einer sich verbessernden makroökonomischen Stimmungslage sollte Palladium überdurchschnittlich profitieren. Daher raten wir zu einer Übergewichtung.

GETREIDE UND ÖLSAATEN

Autorin: Sandra Bachofer

Mais: Leicht untergewichtet

Angebot

- Obwohl in den USA in 2010 und 2011 mehr Fläche für den Maisanbau genutzt wurde, resultierten daraus keine Produktionssteigerungen. Zwei Jahre in Folge führten unvorteilhafte Wetterbedingungen zu unterdurchschnittlichen Erträgen je Flächeneinheit, wodurch die Ernteergebnisse deutlich unter das Produktionsniveau des Jahres 2009 fielen. Im aktuellen Marketingjahr 2011/12 sank das Verhältnis der Lagerbestände zum Einjahresverbrauch (Stocks to Use Ratio) in den USA auf ein kritisch tiefes Niveau von ca. 6%.
- Global fiel das Stocks to Use Ratio durch die Ernteausfälle in den USA, dem mit Abstand größten globalen Maisproduzenten, inzwischen auf ca. 14%. Ein weiteres Absinken konnte durch Produktionszuwächse in der EU und der Ukraine verhindert werden. Auch in Argentinien und Brasilien werden höhere Mäisernten im Vergleich zum Vorjahr erwartet. Darüber hinaus führte die sehr hohe globale Weizenernte, ein Jahr nach der Jahrhundertdürre in Russland, der Ukraine und Kasachstan, zu einer größeren globalen Verfügbarkeit von Futtermitteln.
- Dadurch, dass in den USA sowohl Mais als auch Sojabohnen ein sehr niedriges Stocks to Use Ratio von ca. 6% im aktuellen Marketingjahr aufweisen, besteht bei beiden Anbauvarianten die Notwendigkeit, das Erntevolumen durch eine größere Ackerfläche in 2012 zu steigern. Gemäß unseren Berechnungen sprechen die relativen Margen- und Knappheitssituationen auf Basis der bis Mitte November 2011 verfügbaren Preise für eine Ausweitung der Maisfläche um

3,2 Millionen Acres im Vergleich zum Vorjahr auf 95,1 Millionen Acres. Unterstellt man normale Wetterbedingungen und die Erzielung durchschnittlicher Erträge je Flächeneinheit, wäre in den USA eine Rekordernte möglich. Die tatsächliche Anbauentscheidung wird jedoch erst im Frühjahr 2012 gefällt. Dementsprechend haben Veränderungen hinsichtlich der zu erwartenden Erträge und Kosten noch erheblichen Einfluss auf die relative Verteilung der Anbaufläche auf die einzelnen Anbauvarianten.

- Die Anreizstruktur vorteilhafterer Maispreise gegenüber anderen Anbaualternativen dürfte auch global zu einer Erhöhung des Angebotes führen. Das erneute Auftreten des La Niña-Wetterphänomens, das gemäß aktuellen Prognosen allerdings schwächer als letztes Jahr ausfallen dürfte, könnte jedoch zu einer geringeren Mäisernte in Südamerika führen. Bei La Niña handelt es sich um eine Klimaanomalie, die eine überdurchschnittliche Abkühlung der Oberflächentemperatur im äquatorialen Bereich des Ostpazifiks bewirkt und generell die typischen Klimaverhältnisse einer Region verstärkt.

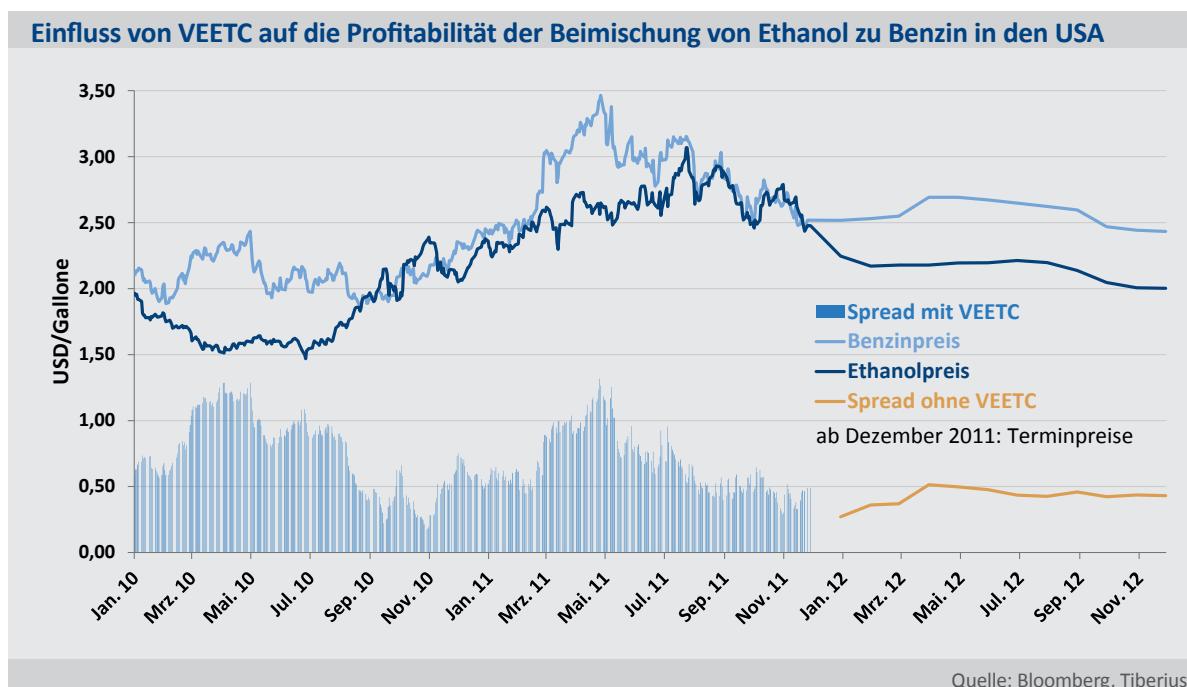
Nachfrage

- Die im Renewable Fuels Standard (RFS) festgelegten Ethanolmengen und die staatlichen Instrumentarien zur Subventionierung der US-Ethanolherzeugung bewirkten in den vergangenen Jahren einen stetigen Anstieg der Maisnachfrage in den USA. Im aktuellen Marketingjahr 2011/12 werden gemäß den derzeitigen Erwartungen knapp 40% der gesamten US-Maisnachfrage für Ethanol verwendet. Aufgrund der erforderlichen Sparmaßnahmen im US-Haushalt ist davon auszugehen, dass der Ende 2011 auslaufende Volumetric Ethanol Excise Tax

Credit (VEETC) nicht erneut verlängert wird. Hierbei handelt es sich um einen Anreiz für die Beimischung von Ethanol zu Benzin in Höhe von aktuell 0,45 US-Cents je Gallone beigemischem Ethanol. Durch den zu erwartenden Wegfall dieser Subvention fehlt der Mineralölindustrie der Puffer, der bisher ungünstige Preiskonstellationen zwischen Benzin und Ethanol abmilderte, wodurch sich in Zukunft die Profitabilität stärker an den Marktpreisen orientieren wird. Auf Basis der Terminpreise des Jahres 2012 von Ethanol und Benzin ist die Beimischung in nächster Zeit vorteilhaft. Die Profitabilität fällt zwar auf die niedrigsten Niveaus, die innerhalb der letzten beiden Jahre mit VEETC erzielt

eine Steigerung der Einfuhr von im Ausland erzeugtem Ethanol in die USA jedoch momentan wenig wahrscheinlich. Vielmehr hatte die Zucker- und Ethanolknappheit in Brasilien Ethanollieferungen aus den USA nach Brasilien zur Folge.

- Die Anhebung der maximalen Beimischungsrate von Ethanol zu Benzin ist weiterhin ein wichtiges Thema in den USA, um die steigenden Produktionsvorgaben von erneuerbaren Energien auch zukünftig umsetzen zu können (Blend Wall). Die Erhöhung von 10% auf 15%, die von der US-Umweltschutzbehörde (EPA) für Fahrzeuge ab Baujahr 2001 und jünger bewilligt wurde,



werden konnten, ein drastischer Einbruch der Ethanolnachfrage ist jedoch nicht zu erwarten.

- Ende 2011 läuft neben dem VEETC auch die zweite Subvention der amerikanischen Ethanolindustrie, ein Importzoll auf die Einfuhr von im Ausland erzeugtem Ethanol, aus. Auch hier ist davon auszugehen, dass der Importzoll aufgrund der amerikanischen Sparzwänge nicht verlängert werden dürfte. Durch die aktuell vorhandene Knappheit von Zuckerrohr und Ethanol in Brasilien ist

entspannte die Situation bisher nicht, da sie in der Praxis nicht angenommen wird. Die Tankstellen scheuen zusätzliche Investitionen und die Verbraucher lehnen die höhere Beimischung ab, da die Frage hinsichtlich der Haftung bei eventuellen Motorschäden nicht hinreichend geklärt ist. Ein Ausweg wäre die vermehrte Einführung bzw. Förderung von Flex Fuel Fahrzeugen, die mit jedem Mischungsverhältnis aus Benzin und Ethanol betankt werden können.

- Insgesamt erwarten wir, basierend auf dem Niveau des Marketingjahres 2010/11, eine Stagnation der Ethanolproduktion aufgrund eines Rückganges der bisherigen Übererfüllung der vorgegebenen Mandate durch den zu erwartenden Wegfall von VEETC. Sollten sich jedoch unprofitable Konstellationen zwischen Maispreis und Benzinpreis ergeben, könnte daraus eine deutliche Reduktion der Maisnachfrage aus dem Ethanolsektor entstehen.
- Durch den überdurchschnittlichen Anstieg der zu mästenden Rinder, die mit einem geringeren Ausgangsgewicht als üblich in den Mastprozess aufgenommen wurden, erwarten wir eine hohe Futtermittelnachfrage bis ins 2. Quartal 2012. Mais dürfte jedoch durch reichlich vorhandenen und im historischen Vergleich günstigen Weizen und durch die bei der Ethanolproduktion entstehenden Distillers Dried Grains (DDG) substituiert werden. Insgesamt erwarten wir durch die gefallenen Futtermittelpreise einen höheren Anreiz für Viehzüchter, das Herdenwachstum auszudehnen.
- Die US-Exporte von Mais entwickelten sich bisher nur verhalten, da die Produktionssteigerungen anderer Nationen und die große weltweite Weizenernte zu einer hohen globalen Verfügbarkeit von Futtermitteln und großem Wettbewerb auf dem Weltmarkt geführt haben. Die USA als bisher dominierender Exporteur verlieren gegenwärtig Anteile am globalen Maismarkt, vor allem gegenüber Argentinien und der Ukraine. Im 1. Quartal 2012 sollten die USA jedoch wieder die führende Positionierung innehaben, da die Ernte in Südamerika bis dahin noch nicht eingebrochen ist und es in

Osteuropa aufgrund der Winterverhältnisse zu logistischen Einschränkungen kommen sollte. Für den Rest des Jahres 2012 gehen wir jedoch erneut von einem harten Wettbewerb auf dem Weltmarkt aus. Auf der Seite der Importnationen kommt die entscheidende Bedeutung der Volksrepublik China zu, die in den letzten Monaten Preisrücksetzer als Kaufgelegenheit nutzte und momentan in Verhandlungen steht, künftig auch Lieferungen aus Argentinien zu akzeptieren. Da in den nächsten Jahren höhere Importe seitens China wahrscheinlich sind, wären weitere Produktionssteigerungen notwendig, um die Versorgungslage nicht einzuschränken.

Fazit

Bei Mais erwarten wir in den ersten Monaten des Jahres 2012 aufgrund der knappen Verfügbarkeit einen Preisanstieg. Im Anschluss sollten die von uns prognostizierten Produktionssteigerungen und der daraus resultierende globale Marktüberschuss in Höhe von 1,9% der Nachfrage deutlich fallende Maispreise bewirken. In den USA unterstellen wir im Marketingjahr 2012/13 einen Anstieg des Stocks to Use Ratios auf rund 11%. Global gehen wir von einer Steigerung auf knapp 16% aus. Infolgedessen erwarten wir eine Reduktion der Knappheitsprämie und eine Verflachung der Terminstrukturkurve, die im Laufe des Jahres auf Contango drehen sollte. Aktuell weist Mais noch den höchsten Einjahres-Convenience Yield in unserem Rohstoffuniversum auf. Dementsprechend werden wir ab dem Frühjahr 2012 die langen Laufzeiten bevorzugen. Die seit Herbst 2011 deutlich reduzierte CFTC Netto Long Positionierung der Non Commercials dürfte sich 2012 deutlich unter dem durchschnittlichen Niveau des Jahres 2011 befinden.

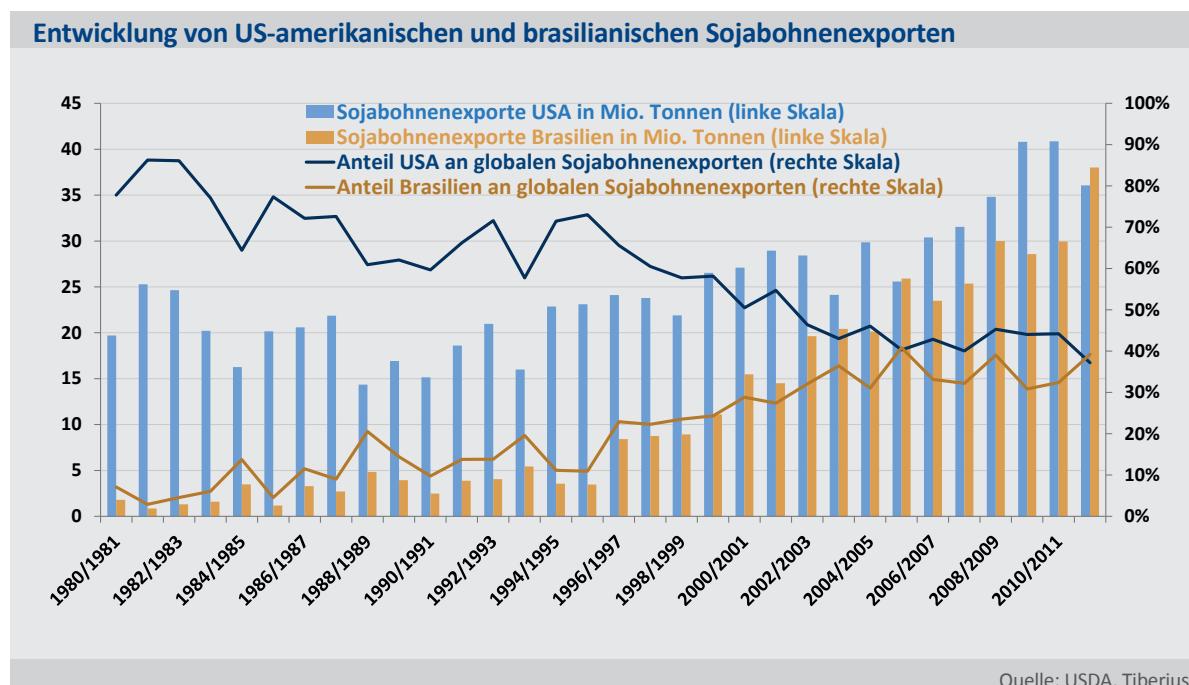
Sojabohnen: Neutral

Angebot

- Das Stocks to Use Ratio von Sojabohnen in den USA bewegt sich seit dem Marketingjahr 2007/08 bis ins aktuelle Marketingjahr 2011/12 kontinuierlich in einer Spanne zwischen ca. 4,5% und 7,0%. Dieser kritisch niedrige Stand konnte aus unterschiedlichen Gründen nicht angehoben werden. Teilweise ging Ackerfläche an andere Anbauarten verloren, Ernten fielen wetterbedingt schlechter als ursprünglich erwartet aus oder geringere Ernten anderer Nationen führten zu höheren Exporten aus den USA.

wird allerdings erst im Frühjahr 2012 getroffen. Bis dahin werden die Entwicklung der Sojabohnenernte in Südamerika sowie des chinesischen Importverhaltens wichtige Entscheidungsgrößen sein, wodurch sich die derzeitigen Kalkulationsgrundlagen noch deutlich verändern können.

- Neben den USA gehören Brasilien und Argentinien zu den wichtigsten Anbaunationen von Sojabohnen. Im letzten Marketingjahr 2010/11 fiel die Ernte in Argentinien gut aus, Brasilien gelang sogar eine Rekordernte. Aufgrund der dadurch angestiegenen Lagerbestände und der Erwartung erneut hoher Ernteerträge im



- Um die Lagerbestände auf ein komfortableres Niveau zu bringen, müssten Sojabohnen in den USA in 2012 Anbaufläche hinzugewinnen. Momentan sprechen die relativen Margen- und Knappheitssituationen jedoch dagegen, da auf Basis der bis Mitte November 2011 verfügbaren Terminpreise Mais die profitablere Anbauvariante darstellt. Gemäß unseren Berechnungen erwarten wir einen Rückgang der Sojabohnenfläche auf 74,6 Mio. Acres. Die tatsächliche Entscheidung, ob Mais oder Sojabohnen angebaut werden,

aktuellen Marketingjahr könnte Brasilien zum zweiten Mal nach 2005/06 mehr Sojabohnen als die USA exportieren. Darüber hinaus führten die besser gefüllten Lager und die Abwertung des Brasilianischen Reals gegenüber dem US-Dollar im Herbst 2011 dazu, dass Brasilien länger als normalerweise üblich große Volumen exportierte. Der globale Welthandel war bisher durch die Erntezyklen saisonal aufgeteilt. Die USA dominierten nach der Einbringung der dort erzielten Ernte von Herbst bis Frühjahr den Exportmarkt,

danach übernahmen die südamerikanischen Nationen, da die Ernten auf der Südhalbkugel zeitversetzt zu den USA erfolgen.

Nachfrage

- Die Nachfrageseite des Sojabohnenmarktes wird durch zwei Entwicklungen beeinflusst. Zum einen durch die Veränderung der Ernährungsgewohnheiten in den aufstrebenden Volkswirtschaften, vor allem in Asien, wo sich das Ernährungsverhalten aufgrund höherer Einkommen und einer sich bildenden Mittelschicht in zunehmendem Maße an den bestehenden Standards der westlichen Industrienationen orientiert. Zum anderen binden die Mandate zur Erzeugung alternativer Energien einen höheren Anteil der eingebrachten Ernte an den jeweiligen Heimatmarkt der größten Produzentennationen.
- Rund 60% der globalen Sojabohnenimporte entfallen auf die Volksrepublik China und wiesen seit der Jahrtausendwende hohe Steigerungsraten auf. Da der Anteil Chinas an der weltweiten Aufzucht von Schweinen ca. 50% beträgt und aufgrund der sich verändernden Ernährungsweise in diesem Bereich weitere Wachstumsraten zu erwarten sind, gehen wir 2012 von weiterhin hohen Sojabohnenlieferungen nach China aus. Bei der Aufzucht von Schweinen wird vor allem proteinreiches Sojabohnenmehl verwendet. Die Substitution von Sojabohnenmehl durch die bei der Ethanolerzeugung entstehenden Distillers Dried Grains findet nur eingeschränkt statt, da diese von Schweinen und Geflügel nur in begrenztem Maße aufgenommen werden können. Bisher fielen die Importe von Sojabohnen durch die Volksrepublik China, vor allem aus den USA, im Vergleich zum Vorjahr eher verhalten aus. Ebenso wie bei Mais wurden Preisrücksetzer jedoch in den letzten Wochen als Kaufgelegenheit genutzt. Die bisherige durch die unterschiedlichen Erntezeitpunkte bedingte saisonale Zweiteilung der Sojabohnenlieferungen nach China könnte sich künftig verwässern, wenn Südamerika so hohe Lagerbestände aufbauen

könnte, dass ein kontinuierlicher Wettbewerb mit den USA um Anteile am globalen Exportmarkt möglich wäre. Das traditionelle Zeitfenster, das die Exporte aus den USA bevorzugt, dürfte sich bereits Anfang 2012 verkürzen, da durch gute Anbaubedingungen in Brasilien die Aussaat schneller als normalerweise üblich erfolgen konnte und die Sojabohnenernte deshalb wahrscheinlich rund einen Monat früher beginnen kann.

- Die Lagerbestände von Sojabohnenöl im Verhältnis zum Einjahresverbrauch sind aufgrund der Mandate zur Erzeugung alternativer Energien bei den drei größten Sojabohnenproduzenten (USA, Brasilien und Argentinien) deutlich gefallen, da die Herstellung von Biodiesel einen höheren Anteil der Produktion von Sojabohnen und Sojabohnenöl an die inländische Verarbeitung bindet. Bspw. sollte in den USA, obwohl wie bei Ethanol eine Verlängerung der Ende 2011 auslaufenden staatlichen Subventionierung von Biodiesel unwahrscheinlich ist, kein Nachfrageeinbruch bei Sojabohnenöl zu erwarten sein, da die vorgegebenen Produktionsmengen des RFS weiterhin Bestand haben. Biodiesel besitzt in den USA zusätzlich zum Biodieselmandat einen Sonderstatus, da er ebenso wie zuckerbasiertes Ethanol für das Mandat der Advanced Biofuels verwendet werden kann. Beide alternativen Energiesorten können als Übergangslösung gegen dieses Mandat ange rechnet werden, da die eigentliche Produktion von Advanced Biofuels, die nicht aus Mais produziert werden dürfen und den Ausstoß von Treibhausgasen um mindestens 50% reduzieren müssen, noch keine Marktreife in kommerziellem Ausmaß erlangt hat.

Fazit

Die Entwicklung der Sojabohnenpreise wird wesentlich von den Importen der Volksrepublik China für den inländischen Verbrauch von pflanzlichen Ölen und tierischen Produkten sowie von der globalen Versorgungslage beeinflusst. Da wir weiterhin hohe chinesische Importe sowie eine

hohe Sojabohnenernte in Südamerika unterstellen und deshalb vergleichsweise niedrige Exporte aus den USA erwarten, gehen wir von einem Anstieg des Stocks to Use Ratios in den USA im Marketingjahr 2012/13 von 5,5% auf 8,5% aus. Global erwarten wir ein marginales Marktdefizit und einen Rückgang des Stocks to Use Ratios um rund 2% auf knapp 23%. Da die CFTC Netto Long Positionierung der Non Commercials seit Herbst 2011 signifikant reduziert wurde, hat eine Bereinigung des Marktes stattgefunden. Durch die sich nicht wesentlich verändernden Stocks to Use Ratios erwarten wir 2012 eine relativ flache Terminstrukturkurve, die leicht in Contango notieren dürfte. In Relation zu Mais stufen wir Sojabohnen als den aussichtsreicheren Rohstoff ein. Bei den Produkten favorisieren wir Sojabohnenöl gegenüber Sojabohnenmehl, da wir 2012 einen Anstieg der Verfügbarkeit von Futtermitteln erwarten und weiterhin eine hohe Nachfrage nach Sojabohnenöl bestehen dürfte.

Weizen: Leicht untergewichtet

Angebot

- Die globale Weizenproduktion konnte sich im aktuellen Marketingjahr 2011/12 von den Ernteausfällen des Vorjahres erholen, die durch die Jahrhundertdürre in Russland, Kasachstan und der Ukraine entstanden waren. Gemäß unseren aktuellen Schätzungen beträgt die Wachstumsrate rund 4%. Die Versorgungslage verbesserte sich deutlich, unter anderem auch deshalb, weil Russland und die Ukraine im Juli bzw. Oktober 2011 die infolge der Missernten eingeführten Exportbeschränkungen wieder aufhoben und auf den Weltmarkt zurückkehrten.
- 2012/13 erwarten wir einen erneuten Anstieg der Weizenproduktion, allerdings in geringerem Ausmaß. Probleme könnten sich in der Ukraine und Teilen der EU durch zu trockene Anbaubedingungen ergeben. In den USA rechnen wir mit einer höheren Ernte als im Vorjahr. Durch ungünstige Wetterbedingungen lag

diese letztendlich deutlich unter den ursprünglichen Erwartungen. Unterstellt man 2012 normale Anbaubedingungen und die Erzielung durchschnittlicher Erträge je Flächeneinheit sollte die Gesamtfläche von 57,2 Millionen Acres, bestehend aus Winter- und Frühjahrsweizen, einen Produktionszuwachs von 7,5% ermöglichen. Ebenso wie bei Mais und Sojabohnen basiert diese Annahme auf Daten per Stand Mitte November 2011, sodass sich bis zur Ausbringung des Frühjahrsweizens noch relative Verschiebungen zwischen den einzelnen Anbauarten ergeben können.

- In den USA führten 2011 die Dürre in den südlichen Bundesstaaten und ungünstige Wetterbedingungen im Norden zu Produktionseinbußen bei den höherwertigen Weizensorten. Gegenüber Futtermittelweizen (Chicago Future Kontrakt) bildeten die höherwertigen Weizenkontrakte (Kansas Future und Minneapolis Future) Knapheitsprämien aus. Unterstellt man eine Verbesserung der Anbaubedingungen im Vergleich zum Vorjahr, sollten die Knapheitsprämien aufgrund einer besseren Versorgungslage 2012 zurückgehen.

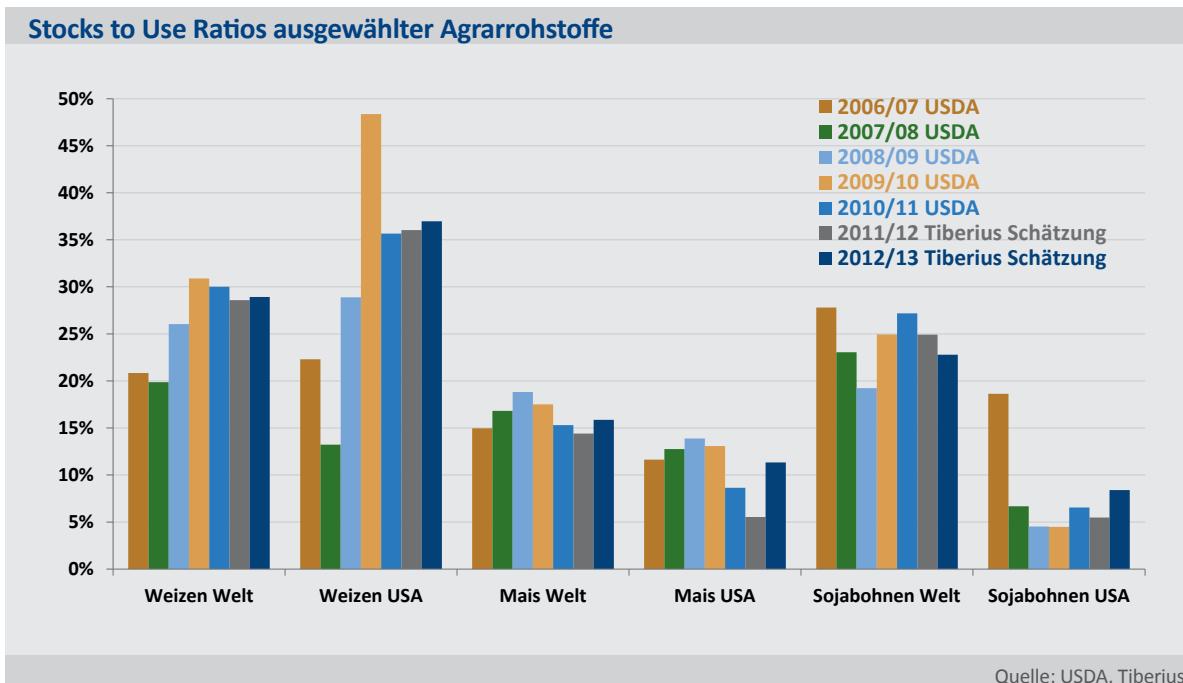
Nachfrage

- Beim Großteil der Weizennachfrage aus dem Nahrungsmittelbereich unterstellen wir eine stabile Wachstumsrate. Im Futtermittelbereich hingegen gehen wir sowohl in den USA als auch global im Marketingjahr 2011/12 aufgrund des günstigeren Weizenpreises im Vergleich zum Maispreis - Weizen notiert normalerweise über dem Maispreis - von einer Verschiebung bei der Futtermittelnachfrage von Mais zu Weizen aus. Mehr Futtermittelweizen war aus den Ernten des vorherigen Marketingjahres verfügbar, da viele Ernten durch ungünstige Wetterbedingungen Qualitätseinbußen zu verzeichnen hatten. Das Stocks to Use Ratio sehen wir in den USA mit 36% auf dem Niveau des Vorjahres stagnieren. Global erwarten wir einen geringen Rückgang auf 28%.

- Die Rolle der USA auf dem globalen Weizenmarkt veränderte sich innerhalb eines Jahres deutlich. Waren die USA 2010/11 noch mit Lieferungen eingesprungen als andere Nationen aufgrund von Missernten dazu nicht mehr mit den ursprünglich beabsichtigten Volumina in der Lage waren, sehen sie sich 2011/12 mit einem starken Wettbewerb konfrontiert. Die Rückkehr von Russland und der Ukraine, die verlorene Marktanteile zurückgewinnen möchten, sowie das große Angebot an Futtermitteln führten dazu, dass die Exporte aus den USA bisher verhalten verliefen. Die Ankündigung Russlands, ab einem bestimmten Exportvolumen erneut Ausfuhrbeschränkungen einzuführen,

Fazit

Die Entwicklung der Weizenpreise sehen wir weiterhin in Verbindung zu den Maispreisen stehen. Beide Getreidearten sollten gemäß unserer Einschätzung im Marketingjahr 2012/13 einen globalen Marktüberschuss erzielen. Bei Weizen dürfte dieser jedoch relativ gering ausfallen, sodass wir eine marginale Erhöhung des globalen Stocks to Use Ratios auf 29% erwarten. In den USA gehen wir ebenfalls von einem Anstieg um weniger als 1% auf rund 37% aus. Dies dürfte zu keiner substanziellen Verbesserung der Terminkurve führen. Der in den Rohstoffindizes hauptsächlich vertretene Chicago Weizen besitzt nach Erdgas die zweitschlechtesten



um die inländische Versorgung zu sichern sowie logistische Schwierigkeiten in den Wintermonaten dürften die Position der USA auf dem Weltmarkt verbessern. Aufgrund der von uns unter normalen Wetterbedingungen erwarteten guten globalen Versorgungslage in 2012/13, halten wir bei den Exporten aus den USA weiterhin nur ein durchschnittliches Niveau für wahrscheinlich.

Roll-Renditen. Die derzeitige CFTC Netto Short Positionierung der Non-Commercials bei Chicago Weizen birgt das Risiko, dass die Weizenpreise bei unvorteilhaften Wetterereignissen infolge von Short Covering kurzfristig stärker ansteigen.

SOFT COMMODITIES

Autorin: Sandra Bachofer

Baumwolle: Leicht untergewichtet

Angebot

- Nachdem sich die Baumwollpreise bereits seit Juli 2010 bis zur Spitzennotierung am 21.12.2010 um mehr als 100% verteuert hatten, setzte sich im Frühjahr 2011 der extreme Preisanstieg fort und erreichte am 7.3.2011 das Hoch der gesamten Aufwärtsbewegung bei 227 US-Cents je Pfund. Die Rekordnotierungen lösten sowohl eine globale Angebotssteigerung als auch eine Zerstörung der Nachfrage aus, sodass Baumwolle bis Ende November 2011, wie von uns im letzten Kapitalmarktausblick prognostiziert, wieder auf Kursniveaus um 90 US-Cents je Pfund zurück fiel. Gleichzeitig verflachte sich die Terminstrukturkurve, die während der Aufwärtsbewegung eine extreme Backwardation ausbildete, da die Kontrakte am vorderen Ende der Terminkurve besonders stark auf die Knappheit reagierten.
- Aufgrund der Angebotssteigerungen unterstellen wir im aktuellen Marketingjahr 2011/12 einen globalen Produktionszuwachs um rund 7% im Vergleich zum Vorjahr. Dieser wäre größer ausgefallen, wenn sich die Baumwollernte in den USA unter normalen Bedingungen hätte entwickeln können. Die Jahrhundertdürre in den südlichen Bundesstaaten führte jedoch dazu, dass wahrscheinlich rund ein Drittel der bepflanzten Fläche verloren ging. Dadurch liegt das Produktionsvolumen gemäß unserer Einschätzung um mehr als 10% unter dem Vorjahreswert, obwohl die Anbaufläche um 34% im Vergleich zum Vorjahr gesteigert wurde. Wir schätzen die US-Baumwollproduktion skeptischer als das US-Landwirtschaftsministerium (USDA) ein, das für 2011/12 in den USA 16,3 Mio. 480 Pfund Ballen unterstellt.

- Mit Blick auf das Marketingjahr 2012/13 rechnen wir aufgrund der verbesserten globalen Versorgungslage mit einer Abwanderung von Anbaufläche zu Getreide und Sojabohnen. Obwohl die Entscheidung, welche Anbauvariante den Vorzug gegenüber einer anderen bekommt, erst im Frühjahr 2012 getroffen wird, gehen wir aktuell auf Basis der Berechnungen per Mitte November 2011 in den USA von einem Rückgang der Anbaufläche um knapp 25% auf 11,1 Mio. Acres aus. Dennoch erwarten wir einen Anstieg des Produktionsvolumens in den USA, da wir eine Verbesserung der Anbaubedingungen, höhere Erträge je Flächeneinheit und einen durchschnittlichen Verlust zwischen der bepflanzten Anbaufläche und der Fläche, die letztendlich geerntet werden kann, unterstellen. Global gehen wir von einem Produktionsrückgang um 5% im Vergleich zum Vorjahr aus.

Nachfrage

- Die Rekordpreise bei Baumwolle zogen eine Zerstörung der Nachfrage nach sich. Einige baumwollverarbeitenden Betriebe wurden durch die hohen Preisausschläge aus dem Markt gedrängt, andere kämpfen mit Finanzierungsproblemen und beschränkten sich deshalb auf kurzfristige Baumwollkäufe. Darüber hinaus fanden vermehrt Verschiebungen der Nachfrage zu synthetischen Substituten (Polyester) statt, die bereits in den vergangenen Jahren Marktanteile gegenüber Baumwolle hinzugewinnen konnten. Da die Baumwollpreise inzwischen wieder deutlich tiefer als in den vergangenen 12 Monaten notieren, erwarten wir künftig bei der Nachfrage nach Baumwolle eine Bodenbildung mit anschließend positiven Wachstumsraten im Vergleich zum Vorjahr.
- Da wir die Weltwirtschaft immer noch auf einem robusten Wachstumspfad sehen, gehen

wir im Marketingjahr 2011/12 von einem Zuwachs der globalen Baumwollnachfrage um 2,5% im Vergleich zum Vorjahr aus und stufen das globale Stocks to Use Ratio auf einem Niveau knapp unter 44% ein. 2012/13 erwarten wir eine Abschwächung der Nachfrage und einen leichten Rückgang des globalen Stocks to Use Ratios auf 42,4%. Verschiebungen der Nachfrage nach Baumwollprodukten dürften auf globaler Ebene durch die wachsende Mittelklasse in den asiatischen Volkswirtschaften entstehen.

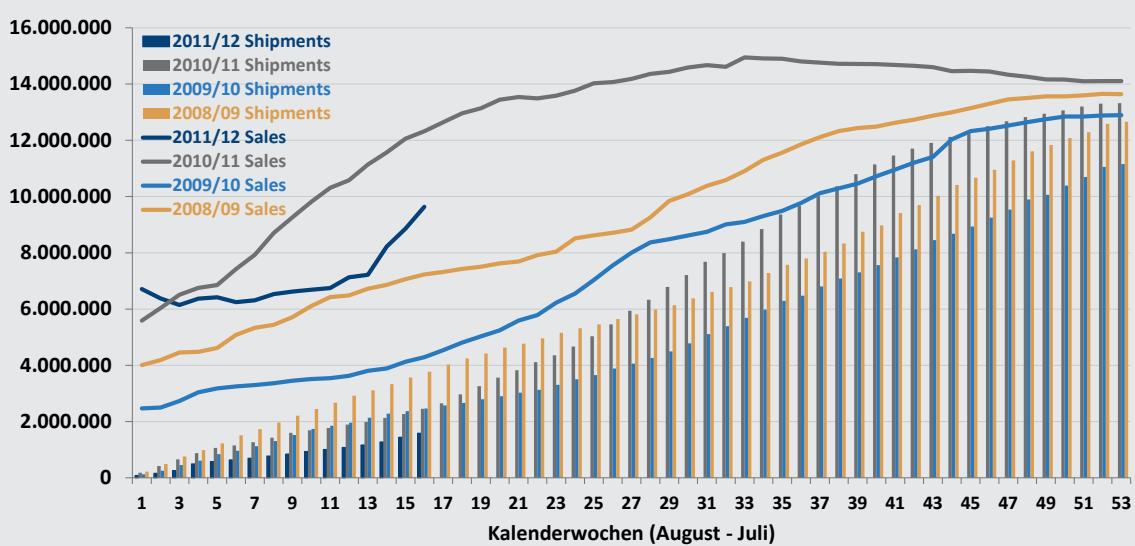
- Aufgrund der höheren Ernten weltweit und einem stärkeren Wettbewerb auf dem Weltmarkt gehen wir von einem geringeren Anteil der Exporte aus den USA aus, stufen diesen jedoch höher als das USDA im November 2011 ein. Das Auffüllen reduzierter Lagerbestände, die während des extremen Preisanstieges 2010/2011 reduziert worden waren, sollte auf dem inzwischen tieferen Preisniveau stattfinden. So plant auch die Volksrepublik China, die Regierungsreserven wieder zu erhöhen. Nachdem in den letzten Monaten die Exportvereinbarungen mit den USA verhalten ausgefallen waren,

stiegen diese im November 2011 deutlich an. 2012/13 gehen wir von einer Stagnation der US-Exporte aus, da die dann wieder besser gefüllten globalen Lagerbestände und die erwartete geringere Nachfrage keine Steigerungen bewirken dürften.

Fazit

Im aktuellen Marketingjahr 2011/12 liegt das von uns ermittelte Stocks to Use Ratio in den USA rund 10% unter dem vom USDA im November 2011 berichteten Niveau in Höhe von 25%. Diese Abweichung kommt zu Stande, da wir von einer geringeren Ernte und einer höheren Nachfrage nach US-Baumwolle auf dem Weltmarkt ausgehen. Da wir in den nächsten Veröffentlichungen des USDA entsprechende Revisionen erwarten, sehen wir infolgedessen Potenzial für Preissteigerungen zumal die CFTC Netto Long Positionierung der Non Commercials in den letzten Monaten bereinigt wurde. Darüber hinaus wird Anfang Januar 2012 im Rahmen des jährlichen Rebalancing die Gewichtung von Baumwolle in den großen Rohstoffindizes erhöht. Fundamental gehen wir im Marketingjahr 2012/13 von einem Marktüberschuss in den USA

Baumwolle: Exportvereinbarungen (Sales) mit den USA und tatsächlich vorgenommene Exporte (Shipments) durch die USA (kumuliert in Running Bales)



Quelle: USDA, Tiberius

aus, der das Stocks to Use Ratio auf rund 24% erhöhen sollte. Global erwarten wir ein nahezu ausgeglichenes Verhältnis zwischen Angebot und Nachfrage. Da keine Knappheit vorliegt, sollte die Terminstrukturkurve von einer aktuell geringen Backwardation in Contango drehen und die Preise unter normalen Anbaubedingungen im Jahresverlauf leicht zurückgehen.

Kaffee: Untergewichten

Angebot

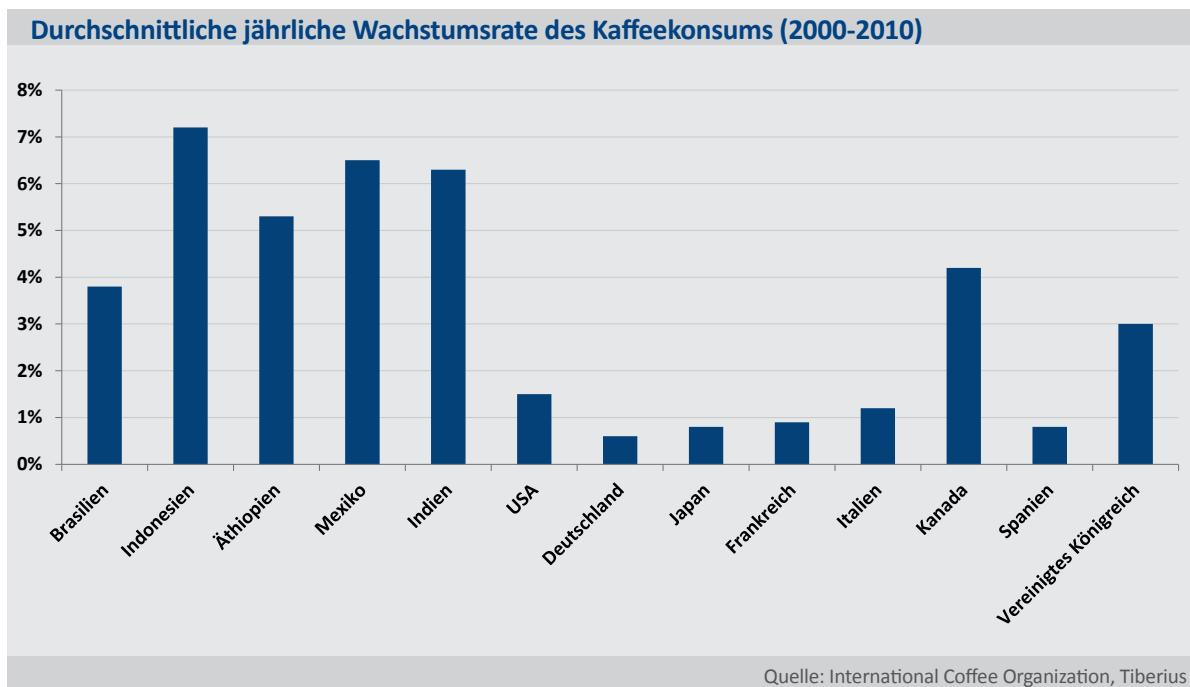
- Die Knappheit bei hochwertigen Arabica-bohnen bewirkte, dass sich die Preissteigerungen aus dem vergangenen Jahr in 2011 fortsetzen. Anfang Mai 2011 erreichten die Arabicanotierungen in der Spurze 306,25 US-Cents je Pfund und fielen bis Anfang Dezember 2011 auf rund 230 US-Cents zurück. Trotz dieses Preisrückgangs befinden sich die Arabicapreise immer noch auf dem höchsten Niveau seit 1998.
- Die ausgebildete Knappheitsprämie reflektiert die Angebotsstörungen in den wichtigsten Anbaunationen hochwertiger Arabicabohnen. Erneut reduzieren starke Regenfälle und dadurch ausgebrochener Schädlingsbefall die Ernteaussichten in Kolumbien, sodass das dritte Jahr in Folge die Produktionsziele nicht erreicht werden dürfen. Aktuell wird von einer Ernte in Höhe von lediglich 8 Mio. 60 kg Säcken gerechnet. Hinzu kommt, dass das Erntevolumen durch die Erneuerung alter Kaffeebäume bereits temporär reduziert wurde. Durch ebenfalls schlechte Wetterbedingungen ist auch in Mittelamerika mit Ernteeinbußen zu rechnen.
- Auch an der Entwicklung der zertifizierten Lagerbestände an der Intercontinental Exchange (ICE) war die knappe Verfügbarkeit hochwertiger Arabicabohnen zu bemerken. Nachdem diese bereits in den letzten Jahren deutlich reduziert worden waren, erreichten sie im Oktober 2011 das niedrigste Niveau

seit Februar 2000. Im Anschluss erfolgte im November 2011 ein Aufbau der Lagerbestände um 15% gegenüber dem Vormonat. Das Niveau der Lagerbestände liegt allerdings immer noch 15% tiefer als im November 2010. Von einem überdurchschnittlichen Lageraufbau gehen wir in den ersten Monaten des Jahres 2012 aufgrund der Ernteausfälle in Kolumbien und Mittelamerika nicht aus, es sei denn die Börsenlager würden als Ort der zwischenzeitlichen Verwahrung genutzt, wenn aufgrund von Finanzierungsproblemen die eigene Lagerhaltung bei den Erzeugern nicht bzw. nur erschwert möglich wäre.

- Die Nachfrage verschob sich aufgrund des Mangels an hochwertigen Arabicabohnen auf das brasilianische Angebot. Die Versorgungslage sollte sich 2012 entspannen, da in Brasilien durch das „on-year“ im zweijährigen Arabicazyklus ein höheres Erntevolumen erzielt wird als während eines „off-years“. Da sich die Kaffeebauern aufgrund des hohen Preisniveaus um gute Anbaubedingungen auf den Plantagen bemühten, wurde zunächst mit einem sehr hohen Erntevolumen gerechnet. Die Aussichten wurden allerdings durch die lange Trockenperiode von Mai bis September 2011 und durch aufgetretene Fröste getrübt. Aufgrund der verspätet eingesetzten Regenzeit blühten jedoch alle Kaffeebäume relativ gleichmäßig, sodass die Kaffeebohnen einheitlich reifen und eine gleichzeitige Ernte möglich sein sollte. Dies war letztes Jahr nicht der Fall und führte zu Ernteverlusten aufgrund mehrerer Erntephasen.

Nachfrage

- Die Nachfrage nach Kaffee verhält sich vergleichsweise unelastisch, sodass die hohen Kaffeepreise bisher keinen Nachfrageeinbruch nach sich zogen. Auch für 2012 erwarten wir eine stabile globale Wachstumsrate von knapp unter 2% p.a. Das Potenzial für zukünftig höheres Wachstum der Nachfrage liegt in den Schwellenländern und den Produzentennationen. Die meisten westlichen Industrienationen weisen



hingegen nur noch geringe Wachstumsraten bei der Kaffeenachfrage auf.

- Durch die Knappheit bei höherwertigen Arabica-Bohnen substituierten Kaffeeröster diese durch Bohnen geringerer Qualität. Dieser Trend dürfte aufgrund der erneuten Ernteausfälle in Kolumbien und Mittelamerika weiterhin bestehen bleiben. Die Nachfrage nach hochwertigem Kaffee kommt vor allem aus den westlichen Industrienationen, da in den Schwellenländern überwiegend löslicher Kaffee konsumiert wird.

Fazit

Aufgrund der niedrigen Lagerbestände und den unter den Erwartungen liegenden Ernteprognosen für Kolumbien und Mittelamerika, schätzen wir die physische Versorgungslage im 1. Quartal 2012 als weiterhin knapp ein und gehen von erneuten Preissteigerungen aus. Durch den Erntebeginn in Brasilien im Mai 2012 verbessert sich die Verfügbarkeit von Kaffeebohnen im weiteren Jahresverlauf deutlich, weshalb wir im Anschluss von niedrigeren Kaffeepreisen und einer Terminstrukturkurve in Contango ausgehen. Im historischen Vergleich schätzen

wir das Preisniveau jedoch immer noch auf relativ hohem Niveau ein, da die ungünstigen Wetterbedingungen zu einem geringeren Lageraufbau als ursprünglich erwartet geführt hatten. Risikoprämien dürften erneut eingepreist werden, sofern durch die Auswirkungen des La Niña-Wetterphänomens Schädigungen der brasilianischen Ernte erfolgen sollten.

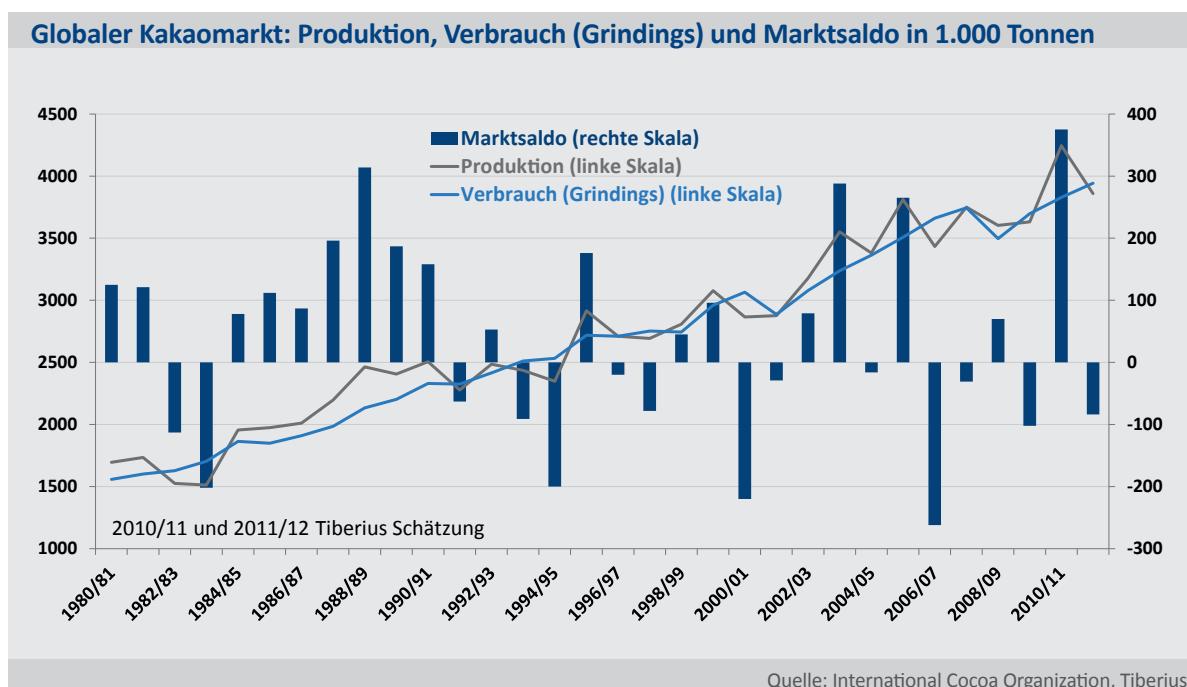
Kakao: Leicht übergewichtet

Angebot

- Rückblickend betrachtet fiel der Überschuss des globalen Kakaomarktes im vergangenen Marketingjahr 2010/11 deutlich größer aus als ursprünglich erwartet worden war. Optimale Wetterbedingungen in Westafrika und ein hoher Düngereinsatz infolge gestiegener Kakaopreise bewirkten eine globale Produktionssteigerung um rund 17% im Vergleich zum Vorjahr.
- Obwohl in der Elfenbeinküste, dem größten globalen Kakaoproduzenten, nach den ersten Wahlen seit dem Ende des Bürgerkrieges heftige Unruhen das Land über mehrere

Monate erschütterten, gelang es der Nation dennoch eine Rekordernte in Höhe von 1,5 Mio. Tonnen zu produzieren. Die Erzielung einer derart hohen Ernte war überwiegend den günstigen Wetterbedingungen zu verdanken, da in der Vergangenheit Investitionen in den durch alternde Kakaobäume geprägten Sektor unterblieben waren. Dies könnte sich nun zukünftig ändern, da die Regierung eine Reform des Kakaosektors plant, die u.a. den Bauern einen Mindestpreis für ihre geernteten Kakaobohnen garantieren soll. Kurzfristig erwarten wir für die Ernte des aktuellen Marketingjahres 2011/12 hieraus noch keine Auswirkungen und gehen deshalb von einem

- Auch der Nachbarstaat Ghana, der zweitgrößte Kakaoproduzent der Welt, profitierte von den günstigen Wetterbedingungen. Ghana gelang die Erzielung eines Ernteergebnisses von über 1 Mio. Tonnen, was einer Produktionssteigerung von über 60% im Vergleich zum Vorjahr entspricht und von der Regierung erst für das Jahr 2012 angestrebt worden war. Obwohl seitens der Regierung viele Maßnahmen unternommen wurden, um das Produktionsvolumen langfristig zu steigern, denken wir nicht, dass eine Wiederholung der erzielten Rekordernte im aktuellen Marketingjahr möglich ist. Vielmehr gehen wir von einer Reduktion auf



Produktionsrückgang auf das Ernteniveau des vorletzten Marketingjahres aus. Letztes Jahr hatte das La Niña-Wetterphänomen zur überdurchschnittlichen Ernte beigetragen. Inzwischen ist es erneut aufgetreten. Die Auswirkungen der derzeit vorliegenden Wetteranomalie auf das Ernteergebnis stufen wir für die neue Ernte gering ein, da momentan eine deutlich niedrigere Intensität als im Vorjahr für La Niña prognostiziert wird.

rund 900.000 Tonnen aus. Global erwarten wir einen Rückgang der Kakaoproduktion um rund 9% im Marketingjahr 2011/12.

Nachfrage

- Nachdem bereits die Nachfragedaten des dritten Quartals 2011 in Deutschland, der EU und den USA gut ausgefallen waren, sollten die stark gefallenen Kakaonotierungen die Nachfrage stimulieren. Zumal das vierte Quartal

traditionell das nachfragestärkste Quartal darstellt, da Käufe für die Produktionen zum Valentinstag und für Ostern getätigten werden. Sollten die Weihnachtsverkäufe gut ausfallen, würden zusätzlich abgebauten Lagerbestände wieder aufgefüllt werden.

- 2011/12 gehen wir global von einem Nachfragewachstum auf dem Niveau des langfristigen Mittels von rund 3% Wachstum p.a. aus. Aufgrund der Finanzkrisen vieler westlicher Industrienationen erwarten wir dort verhaltene Wachstumsraten, sehen aber in den aufstrebenden Wirtschaftsnationen gutes Potenzial.

Fazit

Durch den hohen globalen Überschuss im Marketingjahr 2010/11 wurden bei Kakao die Lagerbestände deutlich aufgebaut. 2011/12 erwarten wir ein globales Marktdefizit und dementsprechend einen Abbau der Lagerbestände. Die seit Jahresbeginn 2011 bestehende CFTC Netto Long Positionierung der Non Commercials ist inzwischen komplett abgebaut und in eine Netto Short Positionierung übergegangen. Unter den aktuell unterstellten Bedingungen gehen wir von steigenden Preisen in den ersten Monaten des Jahres 2012 aus. Ein konstantes Preisniveau und eine Terminkurve, die relativ flach bzw. leicht in Contango notiert, erwarten wir im Anschluss bis die Preise durch die neuen Ernten im Herbst unter Druck kommen sollten. Entscheidend werden die Reformschritte in der Elfenbeinküste sein. Mit zukünftig niedrigeren Kakaopreisen wäre zu rechnen, sollte die Reform zu besseren Bedingungen für die Bauern und steigenden Erntemengen führen.

Zucker: Leicht untergewichsten

Angebot

- Die Aussicht auf eine gute Versorgungslage bewirkte einen Rückgang der Zuckernotierungen von rund 36 US-Cents

je Pfund Anfang Februar 2011 auf ca. 20 US-Cents Anfang Mai 2011. Wie bereits häufiger in den vorangegangenen Jahren traten dann jedoch unvorteilhafte Wetterbedingungen auf, die zu einem erneuten Anstieg des Zuckerpreises bis auf knapp 32 US-Cents je Pfund in den Sommermonaten 2011 führten. Nach den beiden Marketingjahren 2008/09 und 2009/10, die ein globales Defizit des Zuckermarktes aufwiesen, wird für 2010/11 ein nahezu ausgeglichenes Verhältnis zwischen Angebot und Nachfrage erwartet.

- Der Grund für die Preissteigerungen zwischen Mai und August 2011 waren eine lang anhaltende Trockenheit in Brasilien, dem größten globalen Produzenten und Exporteur von Zucker, die gepaart mit aufgetretenen Frösten und einem Bestand an alterndem Zuckerrohr zum ersten Rückgang der Zuckerrohrerzeugung in mehr als einem Jahrzehnt führten. Der Verlust im Vergleich zum Vorjahr (April/März) wird vom brasiliensischen Verband der Zuckerrohrindustrie (UNICA) im Hauptanbaugebiet Center/South auf rund 12% eingeschätzt. In den letzten Jahren wurde der Bestand des Zuckerrohrs nur bedingt erneuert, um bei den hohen Zuckerpreisen möglichst viel Fläche ohne Unterbrechung kultivieren zu können. Darüber hinaus kämpfen die Betriebe immer noch mit finanziellen Belastungen aus der letzten Finanz- und Wirtschaftskrise.
- Die durch das hohe Niveau der Zuckerpreise ausgelöste Angebotsreaktion bei anderen bedeutenden Zuckerproduzenten wurde jedoch nicht bzw. nur in geringem Ausmaß von unvorteilhaften Wetterbedingungen gestört. So sind in Russland, Indien, Thailand, Australien und der EU hohe Ernten zu erwarten. Nach der Jahrhundertdürre im Sommer 2010 gelang es Russland, die Zuckerproduktion auf rund 5 Mio. Tonnen zu steigern und auf dem Weg zum Selbstversorger unabhängiger von ausländischen Importen zu werden. Insgesamt war die Erhöhung der Zuckerproduktion

außerhalb Brasiliens wichtig, um den dortigen Angebotsrückgang auf dem Weltmarkt durch höhere Exporte anderer Nationen oder einen geringeren Importbedarf traditioneller Abnehmer von brasilianischen Ausfuhren abfedern zu können. Seit Mitte Oktober 2011 bewirkte der prognostizierte Anstieg der Zuckerproduktion auf der Nordhalbkugel den sukzessiven Abbau der bis dahin im Zuckerpreis enthaltenen Risikoprämie.

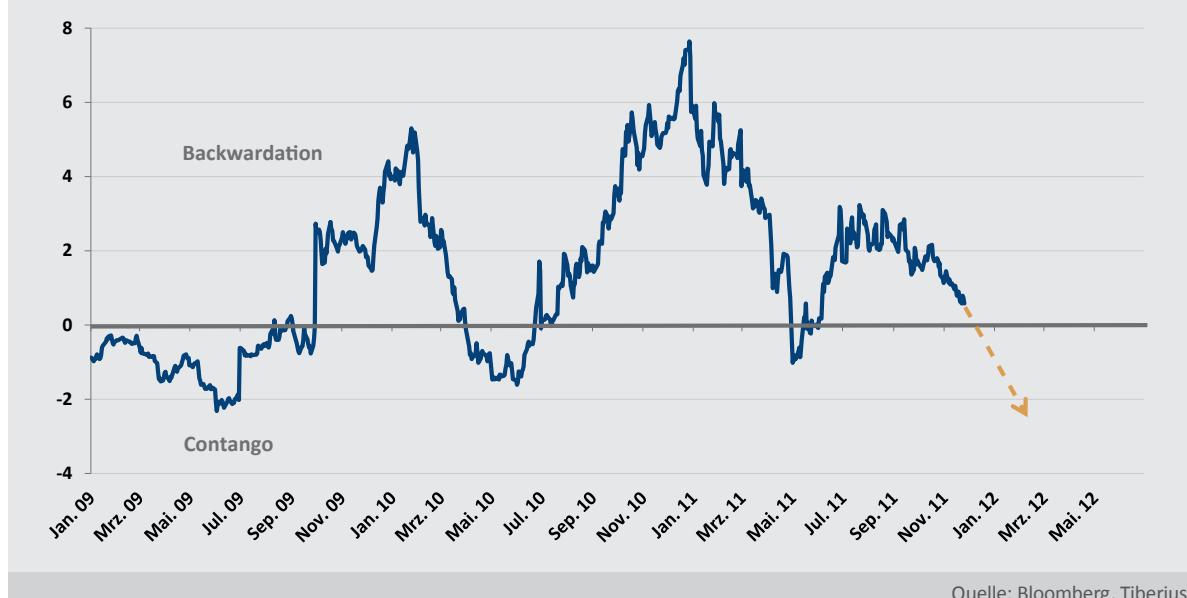
- In den ersten Monaten des Jahres 2012 sollte durch die Produktionssteigerungen vieler Zuckerproduzenten eine gute Versorgungslage gegeben sein. Im weiteren Jahresverlauf kommt der Entwicklung in Brasilien eine

100 Mio. Tonnen entspricht ungefähr der Jahresproduktion von Thailand, dem zweitgrößten globalen Exporteur.

Nachfrage

- Im Marketingjahr 2011/12 erwarten wir ein durchschnittliches Wachstum der Zuckernachfrage in Höhe von 2,2%. Dieses liegt über der Wachstumsrate des Vorjahrs, da die gefallenen Zuckerpreise eine höhere Nachfrage, vor allem in den Schwellenländern, generieren sollten. In den westlichen Industriestaaten gehen wir von einem normalen Wachstum aus, da die Nachfrage nach Zucker dort wenig preiselastisch ist.

Spread zwischen ICE-Zuckerfutures Kontrakten Generisch 1 und Generisch 3 in US-Cents je Pfund



Quelle: Bloomberg, Tiberius

entscheidende Bedeutung zu. UNICA geht im Gebiet Center/South 2011 (April/März) von einer Zuckerrohrernte knapp unter 490 Mio. Tonnen aus. Die Abweichung zwischen dem höchsten und dem tiefsten Stand der Prognosen der Marktteilnehmer für 2012 beträgt rund 100 Mio. Tonnen. Um die Dimension dieses Deltas, das auf der Veränderung von Bestanderneuerung und Flächenausweitung basiert, zu verdeutlichen: Die Abweichung um rund

- Gemäß Angaben von UNICA wurde in Brasilien seit Beginn der Ernte im April 2011 bis zum 16. November 2011 aufgrund der vorteilhafteren Zuckerpreise die Herstellung von Zucker (-4,7% im Vergleich zum Vorjahr) gegenüber der Produktion von Ethanol (-16,6% im Vergleich zum Vorjahr) bevorzugt. Aufgrund des geringeren Angebotes stiegen die Preise von Ethanol an. Um einer inländischen Knappeit von Ethanol vorzubeugen, wurden die Importe aus den USA erhöht und die

Beimischungsrate von Ethanol zu Benzin von 25% auf 20% reduziert. Ob die brasilianischen Zuckerrohrfabriken die Herstellung von Zucker gegenüber der Produktion von Ethanol vorziehen werden, ließ sich in den vergangenen Jahren durch die höhere Profitabilität bei Zucker klar beantworten. 2012 haben sich die Umstände durch den starken Preisrückgang bei Zucker jedoch geändert, wodurch eine Bevorzugung der Produktion von Ethanol im Jahresverlauf nicht auszuschließen ist.

- Einzelne Nationen dürften die niedrigeren Zuckerpreise nutzen, um die während des Preisanstiegs abgebauten Lager wieder aufzufüllen. Der Volksrepublik China wird hierbei eine besondere Bedeutung zukommen, da aufgrund einer wetterbedingt geringeren Produktion staatliche Lager aufgelöst wurden und Importe von 2-3 Mio. Tonnen wahrscheinlich sein dürften.

Fazit

Im Marketingjahr 2011/12 erwarten wir einen globalen Überschuss des Zuckermarktes in Höhe von rund 6 Mio. Tonnen und eine weitere Verflachung der Terminstrukturkurve, die von Backwardation in Contango übergehen sollte. Die CFTC Netto Long Positionierung der Non Commercials dürfte infolgedessen weiter reduziert werden, da vor allem semi-aktive Produkte in Rohstoffen investiert sind, die eine Terminkurve in Backwardation aufweisen. Zu Jahresbeginn könnte der von uns unterstellte Preisrückgang kurzfristig durch das jährlich statt findende Rebalancing gestoppt werden, da die Gewichtung von Zucker in den großen Rohstoffindizes nach dem Preisrückgang erhöht wird. Fundamental sehen wir den Markt jedoch gut versorgt und gehen deshalb von deutlich geringeren Zuckerpreisen als im Vorjahr aus. Kurzfristig könnten diese auch unter 20 US-Cents je Pfund fallen, sollten dort aber nicht allzu lange verharren, um den Anreiz zur Ausweitung der Produktion in Brasilien aufrecht zu erhalten. Die Produktionskosten werden dort um die Marke von 20 US-Cents

je Pfund eingestuft. Von einer erneuten Risikoprämie ist auszugehen, sollten sich die Wetterbedingungen in Brasilien unvorteilhaft entwickeln und die Zuckerrohrernte enttäuschen.

LEBENDVIEH

Autorin: Sandra Bachofer

Lebendrinder: Neutral

Angebot

- Im Sommer 2011 wirkten sich die hohen Getreidepreise und die extreme Dürre in den südlichen Bundesstaaten der USA negativ auf die Rinderaufzucht aus. Die Trockenheit zerstörte wichtiges Weideland, sodass die Tiere dort nicht wie normalerweise üblich gehalten werden konnten. Junge Kälber wurden deshalb früher in die Ställe zur Mast aufgenommen, vor allem auch Kälber mit unterdurchschnittlichem Ausgangsgewicht. Die Folge daraus ist, dass in den ersten beiden Quartalen 2012 eine überdurchschnittliche Anzahl Lebendrinder auf den Markt kommen dürfte. Im Anschluss daran ist jedoch von einer geringeren Verfügbarkeit auszugehen, da der Bestand der Kälber kurzfristig nicht erhöht werden kann, da bis zur Geburt eines Kalbes neun Monate vergehen.

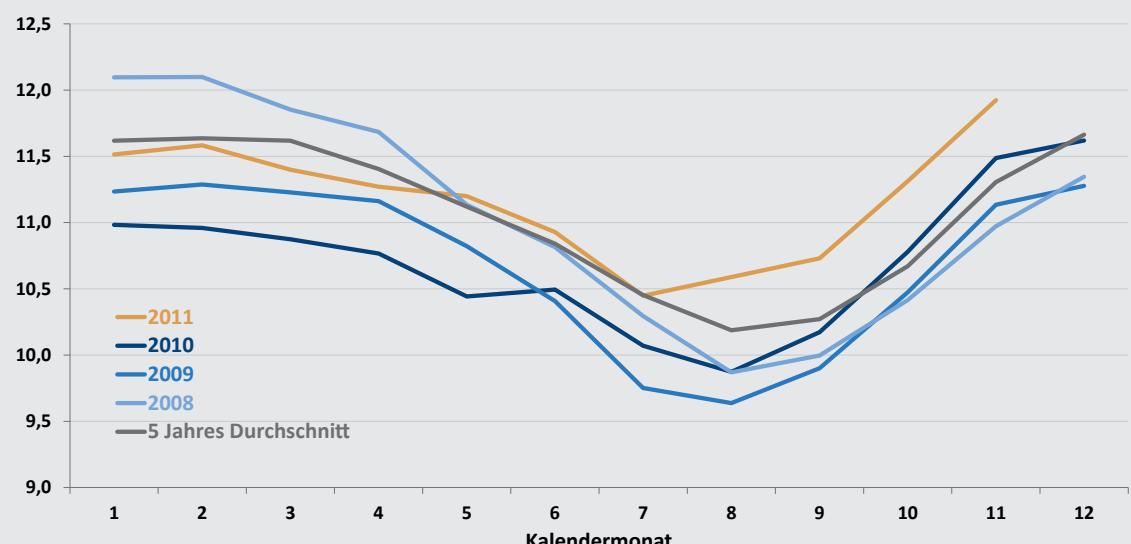
Erschwert wird die Situation dadurch, dass

die Schlachtraten bei Kühen, die neue Kälber zur Welt bringen können, im Vergleich zum Vorjahr deutlich angestiegen sind.

Nachfrage

- Die Nachfrageseite wird in den USA von den Rindfleischexporten ins Ausland beeinflusst. Gemäß den Angaben des US-Landwirtschaftsministeriums (USDA) unterliegen 2011 vor allem die Exporte nach Asien einer zweistelligen Zuwachsrate im Vergleich zum Vorjahr. Japan und Südkorea zählen zu den stärksten Nachfragern. Auch in 2012 werden weiterhin hohe Exporte aus den USA erwartet, da Japan ein Jahr nach den eingetretenen Naturkatastrophen und deren Folgen weiterhin Lieferungen aus dem Ausland benötigen sollte und auch in Südkorea die Herde nach der aufgetretenen Maul- und Klauenseuche nur langsam wieder aufgebaut werden dürfte.

Cattle on Feed in den USA in Mio. Stück



Quelle: USDA, Tiberius

Fazit

In den ersten beiden Quartalen des Jahres 2012 gehen wir aufgrund der höheren Anzahl von Rindern in den Mastbetrieben und dem dadurch steigenden Angebot von einer Belastung für die Preisentwicklung bei Lebendrindern aus. Die momentane CFTC Netto Long Positionierung der Non-Commercials könnte infolgedessen reduziert werden. Da im Anschluss jedoch die Verfügbarkeit von Mastrindern eingeschränkt sein dürfte, erwarten wir in Kombination mit einer weiterhin hohen Nachfrage aus dem Ausland eine fundamental knappere Versorgungslage als in 2011. Die gefallenen Getreidepreise in Kombination mit hohen Preisen für Lebendrinder verbesserten zwar die Margen der Rinderbetriebe. Eine schnelle Angebotsreaktion ist jedoch bei Rindern nicht möglich, vor allem wenn der Bestand der Muttertiere zurückgeht. In Relation zu dem Großteil der anderen Agrarrohstoffe gehen wir bei Lebendrindern in 2012 von einer besseren Wertentwicklung aus.

Magere Schweine: Neutral

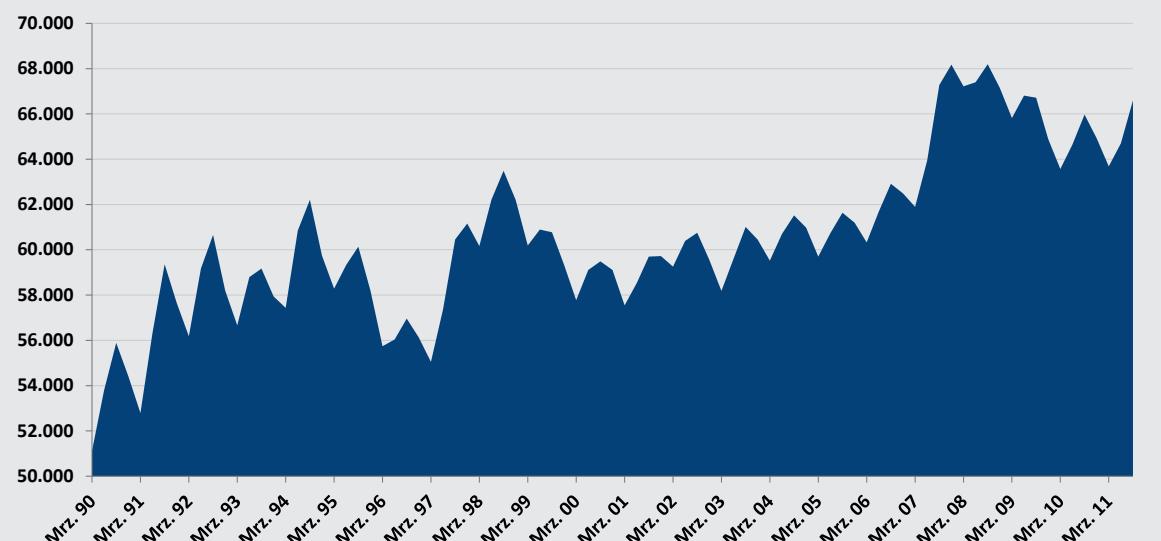
Angebot

- In den USA liegt aktuell eine gute Versorgungslage bei Mageren Schweinen vor. Im letzten Hogs and Pigs Report des USDA, der quartalsweise erscheint, wurde eine jährliche Steigerung des US-Schweinebestandes um 1% per 1. September 2011 veröffentlicht. Diese ist vor allem auf eine erhöhte Produktivität zurückzuführen, da in den USA inzwischen mehr Ferkel pro Wurf überleben. Im zuletzt berichteten Quartal Juni-August 2011 wurde ein Rekordwert von 10,03 erreicht. Auch 2012 gehen wir von einer Steigerung des Angebots bei Mageren Schweinen aus, da sich die gefallenen Getreidepreise positiv auf die Margen bei der Schweineaufzucht auswirken.

Nachfrage

- Aufgrund höherer Einkommen verändern sich die Ernährungsgewohnheiten in den aufstrebenden Volkswirtschaften, vor allem in Asien, weshalb wir 2012 eine steigende Nachfrage nach Schweinefleisch erwarten. Chinas Anteil an der weltweiten Aufzucht von Schweinen nimmt mit ca. 50% eine

Schweinebestand in den USA in 1.000 Stück



Quelle: USDA, Tiberius

bedeutende Stellung ein. Der Anstieg der Preise von Schweinefleisch in China 2011 zeigte, dass das Wachstum des inländischen Angebots nicht selbstverständlich mit den hohen Steigerungsraten der Nachfrage Schritt halten kann. Deshalb gehen wir auch 2012 von hohen Exporten aus den USA aus, die rund 20% des US-Produktionsvolumens betragen. In den USA erwarten wir zudem eine Steigerung der inländischen Nachfrage, da die Preise von Schweinefleisch unter den Rindfleischpreisen liegen.

Fazit

Fundamental erwarten wir in den USA in 2012 bei Mageren Schweinen eine Steigerung des inländischen Angebots um rund 2%. Da wir allerdings ebenfalls eine hohe Nachfrage sowohl beim inländischen Verbrauch als auch bei den Exporten ins Ausland unterstellen, gehen wir von keinem signifikanten Aufbau der Lagerbestände aus. Saisonal bedingt erwarten wir einen Anstieg der Preise von Mageren Schweinen im Sommer, da die Nachfrage während der Grillsaison am höchsten ist. Innerhalb des Sektors Lebendvieh schätzen wir die Wertentwicklung von Lebendrindern aussichtsreicher ein, da dort kein konstantes Wachstum auf der Angebotsseite unterstellt wird.

INVESTMENTPRODUKTE

Die Tiberius Gruppe betreut zum 5. Dezember 2011 folgende Investmentprodukte*:

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

* Spezialfonds sind nicht abgebildet

** Der Tiberius X-Line (UCITS IV) Fonds befindet sich derzeit im Registrierungsprozess bei der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) in Luxemburg und ist derzeit noch nicht für den öffentlichen Vertrieb in Luxemburg oder in anderen Jurisdiktionen zugelassen.

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

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

KONTAKT

Tiberius Group, Headquarter

Baarerstrasse 53, CH-6300 Zug

Executive Management

Christoph Eibl, CEO	christoph.eibl@tiberiusgroup.com	+41 41 560 00 84
Markus Mezger, CIO	markus.mezger@tiberiusgroup.com	+49 711 185 785 10
Hans Günnewigk, COO	hans.guennewigk@tiberiusgroup.com	+41 41 544 29 01
Nicolas Maduz	nicolas.maduz@tiberiusgroup.com	+44 203 471 20 61

Board

Walter Geering	walter.geering@tiberiusgroup.com	+41 41 560 00 81
Markus Mezger	markus.mezger@tiberiusgroup.com	+49 711 185 785 10
Nicolas Maduz	nicolas.maduz@tiberiusgroup.com	+44 203 471 20 61

Legal & Compliance

Christin Forstinger	christin.forstinger@tiberiusgroup.com	+41 41 560 75 05
---------------------	---------------------------------------	------------------

Research & Portfolio Services

Markus Mezger	markus.mezger@tiberiusgroup.com	+49 711 185 785 10
Dr. Bernd Früh	bernd.frueh@tiberiusgroup.com	+49 711 185 785 20
Thomas Benedix	thomas.benedix@tiberiusgroup.com	+49 711 185 785 30
Sandra Bachofer	sandra.bachofer@tiberiusgroup.com	+49 711 185 785 40
Christian Kurz	christian.kurz@tiberiusgroup.com	+49 711 185 785 60
Matthias Wendt	matthias.wendt@tiberiusgroup.com	+41 41 544 29 05

Global Macro

Hans Günnewigk	hans.guennewigk@magma-capital.com	+41 41 544 29 01
Björn Weigelt	bjoern.weigelt@magma-capital.com	+41 41 544 29 02
Roman Zulauf	roman.zulauf@magma-capital.com	+41 41 544 29 06

IT & Quant

Jonathan Kohlenbrenner	jonathan.kohlenbrenner@tiberiusgroup.com	+49 711 185 785 70
Giuseppe Rapallo	giuseppe.rapallo@tiberiusgroup.com	+49 711 185 785 90
Alexander Joggerst	alexander.joggerst@tiberiusgroup.com	+49 711 185 785 80
Bertan Güler	bertan.gueler@tiberiusgroup.com	+49 711 185 785 92
Carina Degenhard	carina.degenhard@tiberiusgroup.com	+49 711 185 785 82
Felix Kreet	felix.kreet@tiberiusgroup.com	+49 711 185 785 72

Trading

Christoph Eibl	christoph.eibl@tiberiusgroup.com	+41 41 560 00 84
Jeremy Gatto	jeremy.gatto@tiberiusgroup.com	+41 41 560 75 06
Matthias Banzhaf	matthias.banzhaf@tiberiusgroup.com	+41 41 560 00 86
Luke Gillott	luke.gillott@tiberiusgroup.com	+41 41 560 75 02

Middle Office

Laureta Nasufi	laureta.nasufi@tiberiusgroup.com	+41 41 560 00 89
Barbara Simmonds	barbara.simmonds@tiberiusgroup.com	+41 41 560 75 04
Andrea Garcia	andrea.garcia@tiberiusgroup.com	+41 41 560 00 85

Marketing & Sales

Nicolas Maduz	nicolas.maduz@tiberiusgroup.com	+44 203 471 20 61
Samantha Sobkowich	samantha.sobkowich@tiberiusgroup.com	+44 203 471 20 62
Rupert Novis	rupert.novis@tiberiusgroup.com	+44 203 471 20 63
Holly Weer	holly.weer@tiberiusgroup.com	+44 203 471 20 64
Regine Wiedmann	regine.wiedmann@tiberiusgroup.com	+41 41 560 00 88
Samareh Janami	samareh.janami@tiberiusgroup.com	+41 41 560 75 09
Andreas Lessmann	andreas.lessmann@tiberiusgroup.com	+43 1 516 33 31 64

Operations

Jane Griffin	jane.griffin@tiberiusgroup.com	+41 41 544 29 09
Patricia von Allmen	pvonallmen@tiberiusgroup.com	+41 41 560 00 81
Sophie Kramer	sophie.kramer@tiberiusgroup.com	+41 41 560 75 08
Esther Prosec	esther.prosec@tiberiusgroup.com	+49 711 185 785 50
Andrea Bryce	andrea.bryce@tiberiusgroup.com	+44 203 471 20 65

Wichtige rechtliche Information

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

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

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

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

Copyright © 2011 Tiberius Asset Management AG. Alle Rechte vorbehalten.

Redaktionsschluss: 5. Dezember 2011

TIBERIUS GROUP

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