

# Kapitalmärkte. Commodity Yearbook 2010.

Aktuelle Trends und Entwicklungen an den Rohstoffmärkten.

**LB**≡**BW**

# Ansprechpartner.

+49 711 127-

## **Privatkunden**

BW-Bank Private Banking und Privatkunden: - 4 77 53

BW-Bank Wealth Management: - 7 30 88

## **Institutionelle Kunden**

Sales Banken: - 7 87 00

Sales Institutionals: - 7 52 40

Produktmanagement Institutional Clients: - 7 88 31

Sales Sparkassen: - 7 52 15

Forex Options/Commodities: - 7 554

## **Unternehmenskunden**

Sales Multinationals: - 7 87 09

Sales Regionalkunden: - 7 56 77

Sales Key Accounts: - 7 56 79

Sales Rheinland-Pfalz: - 2 78 88

Sparkassen und Institutionelle Forex/

Money Market Sales: - 7 552

## **BW-Bank Edelmetall- und Münzkabinett**

Dr. Friedrich Burrer (Leitung): - 3 11 80

Jürgen Hinderer: - 3 12 95

Thomas Wolter: - 4 24 74

[www.bw-bank.de/muenzkabinett](http://www.bw-bank.de/muenzkabinett)

[muenzen@bw-bank.de](mailto:muenzen@bw-bank.de)

Kleiner Schlossplatz 11, 70173 Stuttgart

## **Sonstige Ansprechpartner**

Strukturierte Retail Produkte: -2 55 01

MM-FX-Commodities Marketing/Banken: - 7 556

Rohstoff-Team LBBW Asset Management: - 3 15 82

# Inhaltsverzeichnis.

1	<b>Einführung.</b>	5	7	<b>Absicherung von Rohstoffrisiken.</b>	93
2	<b>Makroökonomisches Umfeld.</b>	7	7.1	Commodity-Risikomanagement im Blickpunkt	93
2.1	Konjunktur in den Industriestaaten	7	7.2	Flexible Absicherungslösungen gegen Rohstoffpreisschwankungen	98
2.2	Konjunktur in den Schwellenländern	11	7.3	Handelbare Rohstoffe bei der LBBW	100
3	<b>Energie.</b>	14	8	<b>Rohstoffe als Assetklasse.</b>	102
3.1	Rohöl	15	8.1	Rohstoff-Performance 2009	102
3.2	Heizöl	21	8.2	Rohstoffindizes im Überblick	105
3.3	Erdgas	24	8.3	LBBW Rohstoff-Indizes	108
4	<b>Edelmetalle.</b>	28	8.3.1	LBBW Top Ten Index	108
4.1	Gold	29	8.3.2	LBBW Long Short Index	111
4.2	Silber	39	8.4	Besonderheiten der Assetklasse	114
4.3	Platin	44	9	<b>Rohstoffinvestments.</b>	116
4.4	Palladium	48	9.1	Rohstoff-Fonds	116
4.5	Special: Diamanten	52	9.1.1	Überblick	116
5	<b>Basismetalle.</b>	57	9.1.2	LBBW Rohstoffe 1	120
5.1	Kupfer	58	9.1.3	Der Goldfonds Aureus: Ein Pionier am Goldmarkt	122
5.2	Aluminium	62	9.2	Rohstoff-Zertifikate	125
5.3	Nickel	66	9.3	Bleibende Werte - Investments in physischen Edelmetallen	128
5.4	Zink	69	9.4	Rohstoff-Aktien	132
5.5	Blei	73	9.4.1	Ölaktien	132
5.6	Stahl	76	9.4.2	Solaraktien	134
6	<b>Agrar.</b>	79	9.4.3	Goldminenaktien	137
6.1	Weizen	80	9.4.4	Minenaktien	141
6.2	Mais	83	9.4.5	Stahlaktien	144
6.3	Sojabohnen	87		Prognoseüberblick.	145
6.4	Zucker	90		Disclaimer.	146



# 1 Einführung.

## Aufwärtstrend im Rohstoffjahr 2009

Das Rohstoffjahr 2009 brachte nach den heftigen Preiseinbrüchen im zweiten Halbjahr 2008 eine rasante Erholung der meisten Rohstoffpreise. Der DJ/UBS Rohstoffindex legte auf Basis der Spotpreise seit Jahresanfang kontinuierlich zu und beendete das Jahr mit einem Plus von rund 41 %. Aus Anlegersicht brachte das abgelaufene Jahr allerdings aufgrund relativ hoher Rollverluste bei vielen Rohstoffen tendenziell einen niedrigeren Anlageerfolg. So ist beispielsweise der DJ/UBS Rohstoffindex unter Berücksichtigung der Rollverluste (und im letzten Jahr in seltenen Fällen der Rollgewinne) nur um knappe 19 % gestiegen.

**DJ/UBS Index verdeutlicht Preisaufschwung im Rohstoffjahr 2009 (indexiert; 1.1.2009 = 100)**



Quelle: Thomson Reuters

In Anbetracht der maroden Wirtschaftslage, die im letzten Jahr in fast allen Teilen der Welt herrschte, kam die teilweise sehr starke Preishausschlag bei vielen Rohstoffen für die meisten Marktbeobachter überraschend. Tatsächlich stellt sich in diesem Zusammenhang die Frage, inwiefern der starke Preisaufschwung an den Rohstoffmärkten nicht schon über das Ziel hinausgeschossen ist.

### Commodity Yearbook 2010

Antworten auf diese Frage gibt das Commodity Yearbook 2010. Die vorliegende Publikation bietet eine umfangreiche Übersicht über aktuelle Entwicklungen, Zusammenhänge und Trends, welche die Rohstoffmärkte von Aluminium und Blei, über Gas, Gold, Kupfer, Mais und Soja, bis hin zu Weizen, Zink und Zucker derzeit bewegen. Die Studie richtet sich sowohl an Anleger und Investoren, die über ein Engagement in der Assetklasse „Commodities“ nachdenken, wie auch an Unternehmen, die sich als Rohstoffverbraucher seit

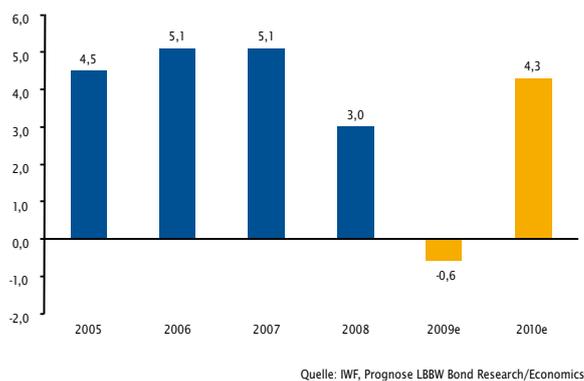
einigen Jahren steigenden Rohstoff-Volatilitäten und zunehmenden Preisrisiken ausgesetzt sehen.

Der Fokus des Commodity Yearbook 2010 liegt in der fundamentalen Analyse der einzelnen Rohstoff-Teilmärkte und Rohstoff-Sektoren sowie dem daraus abgeleiteten Ausblick auf das laufende Jahr. Hierzu gehört auch das aktuelle weltwirtschaftliche Umfeld, insbesondere im Hinblick auf die Emerging Markets, die eine immer größere Bedeutung für die Weltwirtschaft spielen und deren weitere Entwicklung maßgeblich für das Gros der verschiedenen Rohstoffmärkte ist. Für Rohstoffverbraucher werden die Grundlagen der Absicherung von Rohstoffrisiken dargestellt. Zudem werden Investmentmöglichkeiten im Rohstoffbereich von Aktien und Fonds, über Münzen und Barren bis hin zu Zertifikaten aufgezeigt. Die Publikation wird durch die Preisprognosen der wichtigsten „Commodities“ von A (wie Aluminium) bis Z (wie Zink) abgerundet.

### Ausblick

Aus unserer Sicht gibt es eine Reihe von Faktoren, die dafür sprechen, dass die Rohstoffpreise in den nächsten Monaten den Aufwärtstrend aus dem Jahr 2009 fortsetzen. Insbesondere das wieder deutlich positivere eingeschätzte Weltwirtschaftswachstum dürfte die Nachfrage nach den meisten Rohstoffen ansteigen lassen. Bei vielen Agrarrohstoffen besteht zudem Nachholpotenzial, da der Aufschwung der Rohstoffpreise im letzten Jahr an diesem Sektor zu großen Teilen vorbei gegangen ist. Aber auch im Energiesektor, der im Jahr 2009 vor allem bei Rohöl deutliche Preissteigerungen verbuchte, sollten die Preise weiter zulegen. Die weltweite Ölnachfrage dürfte im laufenden Jahr gegenüber dem Vorjahr um gut 2 % zulegen. Die weiterhin stark expansiven geldpolitischen Maßnahmen der Notenbanken sprechen ebenfalls für höhere Notierungen der Commodities. Schließlich steigt damit die Wahrscheinlichkeit, dass Inflation mittelfristig wieder ein Thema an den Finanzmärkten sein wird – sollte sich dies bewahrheiten, dürften höhere Inflationsraten auch für höhere Rohstoffpreise sorgen. Und zu guter Letzt schlagen sich auch noch 2010 die weltweit umfangreichen staatlichen Konjunkturprogramme – insbesondere in Asien – in einer höheren Rohstoffnachfrage nieder, so dass auch aus diesem Grund die Nachfrageseite bei vielen Rohstoffen in den nächsten Monaten weiter zulegen dürfte.

**Weltwirtschaftswachstum kommt 2010 wieder auf die Beine (Angaben in %)**

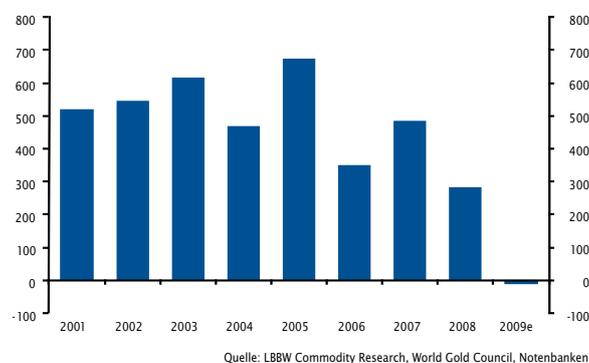


Angebotsseitig ist im laufenden Jahr bei vielen Rohstoffen mit einer Ausweitung der Produktion zu rechnen. Allerdings wirft hier immer noch die starke Baisse des zweiten Halbjahres 2008 ihre Schatten, als viele Förderprojekte im Energiebereich und bei den Basismetallen gestrichen wurden. Für das Jahr 2010 sollte die Ölförderung und die Minenproduktion bei den Metallen mit der steigenden Nachfrage noch Schritt halten können. Darüber hinaus sind die Lagerbestände gerade bei Öl, Kupfer und Co. aktuell noch gut gefüllt. Sollte sich jedoch die Prognose des IWF erhärten, der auch für das Jahr 2011 ein Weltwirtschaftswachstum zwischen 4 % und 5 % erwartet, könnten sich bei manchen Rohstoffen erste Knappheiten einstellen. Die Konsequenz wären weiter steigende Preise und eine Verschiebung der Terminkurven von dem bislang meist herrschenden Contango in tendenziell abfallende Terminkurven (Backwardation).

Last but not least macht der Blick auf den Goldpreis deutlich, dass das gelbe Metall seit Ausbruch der Wirtschafts- und Finanzkrise einmal mehr seine positiven Eigenschaften bei der Portfoliodiversifikation bewiesen hat. Mit einem Allzeithoch von 1.226 USD pro Feinunze hat das gelbe Metall im letzten Jahr besonders hell gestrahlt. Die Sorge vor höheren Inflationsraten sowie

eine wieder anziehende Schmucknachfrage könnten dafür sorgen, dass Gold weiter begehrt bleibt. Zudem wird das Auslaufen mehrerer Verkaufsprogramme verschiedener Notenbanken dafür sorgen, dass auf der Angebotsseite in der nächsten Zeit einige hundert Tonnen Notenbankgold fehlen werden. Insofern würde es nicht überraschen, wenn Gold in den nächsten Monaten das Allzeithoch aus dem Vorjahr überwindet.

**Notenbanken haben 2009 unter dem Strich mehr Gold gekauft als verkauft (Angaben in Tonnen)**



Tatsächlich bleibt aber nicht nur Gold interessant. Das aktuelle Preisniveau im Rohstoffbereich lässt die Assetklasse insgesamt aus Anlegersicht immer noch attraktiv erscheinen. Investoren mit mittel- bis langfristigen Anlagehorizont sollten über einen Einstieg nachdenken. Ebenso sollten Hersteller, die Rohstoffe als Inputfaktoren in der Produktion benötigen, die Chance nutzen und - in Anbetracht der positiven Perspektiven für die Weltwirtschaft - bei Rücksetzern am Markt das aktuelle Preisniveau über geeignete Sicherungsgeschäfte längerfristig festschreiben.

Eine anregende Lektüre des Commodity Yearbooks wünscht

Ihr LBBW Commodity Research-Team:  
*Dr. Frank Schallenger, Sven Streitmayer,  
 Thorsten Proettel, Manfred Wolter*

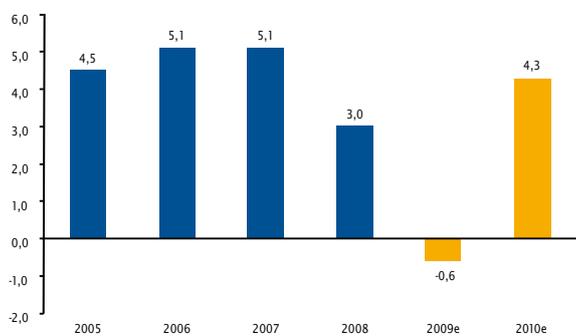
# 2 Makroökonomisches Umfeld.

## 2.1 Konjunktur in den Industriestaaten

### Dem Krisenjahr 2009 folgt eine Erholung der Konjunktur

Die Finanzmarktkrise, welche hierzulande im Sommer 2007 mit der Schieflage der Mittelstandsbank IKB ihren Anfang nahm, gipfelte im September 2008 in der Insolvenz der US-Investmentbank Lehman Brothers. Der Zusammenbruch der viertgrößten US-Investmentbank versetzte die Weltwirtschaft in eine Schockstarre: Während die Unternehmen ihre Investitionspläne auf Eis legten, schnellte bei den privaten Haushalten, insbesondere in den Vereinigten Staaten, in Großbritannien und in Spanien, die Sparquote nach oben. Infolgedessen brach um den Jahreswechsel 2008/09 die gesamtwirtschaftliche Produktion weltweit massiv ein. Im Frühjahr 2009 setzte dann dank der umfangreichen, zur Krisenbekämpfung aufgelegten Konjunkturprogramme und des extrem expansiven Kurses der wichtigsten Notenbanken eine globale Erholung ein. Zudem stellte die konjunkturelle Entwicklung in den Schwellenländern, welche weniger stark von den Turbulenzen an den Kapitalmärkten betroffen waren, eine Stütze der Weltwirtschaft dar (siehe hierzu Abschnitt 2.2 Konjunktur in den Schwellenländern). Im späteren Jahresverlauf erhielt die Weltkonjunktur noch positive Impulse durch den Lagerzyklus sowie die Hausse an den Kapitalmärkten. Nichtsdestotrotz dürfte die Weltwirtschaft aufgrund des massiven Wachstumseinbruchs im ersten Quartal im Gesamtjahr 2009 unserer Schätzung nach noch mit einer Rate von 0,6 % geschrumpft sein. Nach IWF-Angaben war ein Rückgang der weltwirtschaftlichen Leistung zuletzt im Jahr 1945 zu verzeichnen.

Weltwirtschaftswachstum (in % ggü. Vorjahr)

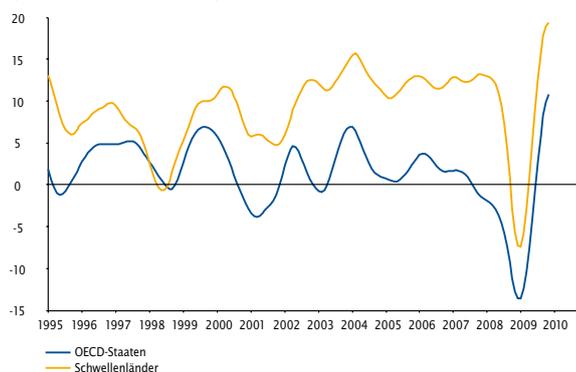


Quelle: IWF, Prognose LBBW Bond Research/Economics

Im Jahr 2010 dürfte sich die Erholung der Weltwirtschaft fortsetzen. Die von der Pariser Organisation OECD berechneten Frühindikatoren zeigen steil in

Richtung Norden. Während im November 2009 die Veränderungsrate des OECD-Frühindikators für die Wirtschaftsentwicklung in den Industriestaaten den höchsten Wert seit April 1976 erreichte, markiert die Veränderungsrate des von uns berechneten Frühindikators für die Schwellenländer sogar ein historisches Hoch. Das Weltwirtschaftswachstum wird jedoch unserer Prognose nach trotz der ermutigenden Signale der voraus laufenden Indikatoren nicht zu alter Stärke zurückfinden. Der Abbau der weltwirtschaftlichen Ungleichgewichte, weiter nachgebende Wohnimmobilienpreise in einigen Euro-Staaten und die noch nicht gebannte Gefahr einer Kreditklemme dämpfen die zyklischen Auftriebskräfte. Daher dürfte das Wachstum der Weltwirtschaft im laufenden Jahr nicht über eine Rate von 4,3 % hinauskommen.

OECD-Frühindikatoren, annualisierte Sechsmonatsrate (nach OECD-Methodik)



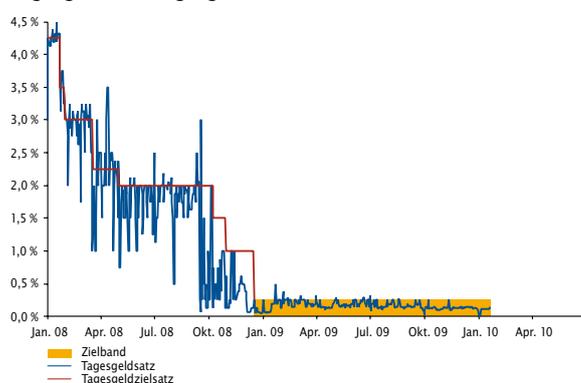
Quelle: Thomson Reuters, LBBW Bond Research/Economics

### Vereinigte Staaten

In den Vereinigten Staaten schnellte der Preis für ein Barrel Rohöl der Sorte WTI von 54,8 US-Dollar im Januar 2007 auf 134,0 US-Dollar im Juli 2008 empor. Infolge dieser Energiepreisverteuerung stieg die Veränderungsrate des Konsumentenpreisindex gegenüber dem Vorjahresmonat im selben Zeitraum von 2,1 % auf 5,4 % und markierte damit die höchste Rate seit Januar 1991. Aufgrund dieses Kaufkraftverlustes kam das Wachstum des real verfügbaren Einkommens im Jahr 2008 trotz eines weiterhin kräftigen Anstiegs der Stundenlöhne nahezu zum Erliegen. Die Geldpolitik bot noch kein Gegengewicht. Die Federal Reserve hatte ihren Zielsatz für das Tagesgeld von 1,0 % im Juni 2004 bis auf 5,25 % im Juni 2006 nach oben geschleust. Die Washingtoner Währungshüter beließen ihren Leitzins bis zum September 2007 auf diesem Niveau. Im Zuge

der sich entfaltenden Finanzmarktkrise – im August 2007 entschied die Pariser Großbank BNP Paribas, die Rücknahme von drei ihrer Investmentfonds mit Anlageschwerpunkt in US-amerikanischen ABS aufzulösen – schwenkte die Federal Reserve zwar relativ frühzeitig auf einen entschlossenen Zinssenkungskurs um. Diese blieben jedoch anfangs ohne Wirkung auf die Kreditsätze der Banken. Im Gegenteil: Die Sätze für Hypothekenkredite mit einjähriger Zinsbindung zogen beispielsweise von 6,6 % im September 2007 bis auf 7,2 % im Juni 2008 an. Die Finanzmarktkrise nahm somit ihren Lauf und zog die Güterwirtschaft mit in den Abwärtsstrudel. Das US-Wirtschaftsforschungsinstitut NBER datiert den Dezember 2007 als den Beginn einer Rezession der US-Wirtschaft. Nach der Insolvenz der US-Investmentbank Lehman Brothers im September 2008 beschleunigte sich die Abwärtsdynamik. Die US-Wirtschaft fiel in eine Schockstarre. Im Schlussquartal 2008 schrumpfte die gesamtwirtschaftliche Leistung mit einer auf das Jahr hochgerechneten Rate (Jahresrate) von 5,4 %. Im ersten Quartal 2009 belief sich die Jahresrate sogar auf -6,4 %, der stärkste Rückgang seit dem 1. Quartal 1982. Die US-Notenbank reagierte auf diesen Wirtschaftseinbruch mit einer beispiellos expansiven Ausrichtung ihrer Geldpolitik. Die US-Notenbanker schleusten nicht nur den Tagesgeldsatz auf nahezu 0 % herunter, sondern versuchten darüber hinaus, die Wirtschaft mit einer Reihe sogenannter „quantitativer Maßnahmen“ zu stützen.

#### Tagesgeld und Tagesgeldzielsatz in den USA



Quelle: Bloomberg, LBBW Bond Research/Economics

Die Federal Reserve beschloss im Frühjahr 2009 unter anderem den Ankauf von hypothekenbesicherten Wertpapieren (MBS) in Höhe von 1,25 Billionen US-Dollar. Darüber hinaus sparte auch die Fiskalpolitik

nicht mit expansiven Impulsen für die US-Konjunktur. Der US-Kongress verabschiedete im Februar 2009 ein Konjunkturpaket im Volumen von knapp 800 Mrd. US-Dollar. Diese Maßnahmen führten im Verbund mit dem Lagerzyklus dazu, dass sich die US-Wirtschaft in der zweiten Jahreshälfte 2009 aus der Schockstarre löste und mit einer auf das Jahr hochgerechneten Rate von knapp 4 % wuchs. Dessen ungeachtet ist für das Gesamtjahr 2009 eine Veränderungsrate des realen Bruttoinlandsproduktes von -2,4 % zu verzeichnen, der stärkste Rückgang seit dem Jahr 1946. Infolge der Wirtschaftskrise sank die Zahl der Beschäftigten, verglichen mit dem Hochpunkt im Dezember 2007, bislang um 7,2 Millionen oder 5,2 %. Dies ist selbst in relativer Betrachtung ein Arbeitsplatzabbau historischen Ausmaßes, lediglich in der Rezession 1945 verloren prozentual mehr Personen ihren Arbeitsplatz.

Im laufenden Jahr dürfte sich die Erholung der US-Wirtschaft mit vermindertem Tempo fortsetzen. Da einige Indikatoren darauf hindeuten, dass der Arbeitsplatzabbau bald sein Ende gefunden haben wird, sollte die Veränderungsrate des privaten Konsums wieder ein positives Vorzeichen aufweisen. Darüber hinaus wird das erwartete Wiederaufstocken der Lagerbestände positiv zum Wirtschaftswachstum beitragen. Ferner sollten die Wohnungsbauinvestitionen – nach drei Jahren in Folge mit zweistelligen Rückgängen – einen Boden gefunden haben. Einer dynamischen Erholung der US-Wirtschaft dürfte indes ein fortgesetzter Schuldenabbau der Privathaushalte sowie sinkende Wirtschaftsbauminvestitionen – ein konjunktureller Nachläufer – entgegenstehen. Im Ergebnis wird das Wachstum der US-Wirtschaft unserer Prognose nach im laufenden Jahr - nicht zuletzt dank eines statistischen Überhangs von 1,3 Prozentpunkten - gut 3 % betragen.



Foto: © fotolia.com/fotopro

## **Euroraum**

Im Euroraum hatte der im Frühjahr 2008 begonnene Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Abwärtsbewegung im Zuge der Zuspitzung der Finanzmarktkrise ebenfalls an Fahrt gewonnen. Im Schlussquartal 2008 schrumpfte die Wirtschaft des Euroraumes um 1,9 % gegenüber dem Vorquartal oder – in US-Terminologie ausgedrückt – mit einer Jahresrate von 7,4 %. Im ersten Quartal 2009 beschleunigte sich die Abwärtsdynamik weiter, das Bruttoinlandsprodukt sank mit einer Jahresrate von 9,5 %. Die Wirtschaftspolitik reagierte anfangs zögerlich auf den Konjunkturereinbruch. Die Europäische Zentralbank (EZB) erhöhte noch im Juli 2008 aufgrund vermeintlicher Inflationsgefahren ihren Leitzins, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte, um 25 Basispunkte auf 4,25 %. Im Oktober 2008 schwenkte die EZB schließlich auf einen Zinssenkungskurs um. Die Währungshüter im Frankfurter Eurotower schleusten ihren Leitzins bis zum Sommer 2009 auf 1,0 % herunter und beließen ihn seitdem auf diesem Rekordtief. Darüber hinaus erklärte der EZB-Rat Anfang Juni 2009, dass die Notenbank plant, gedeckte Bankschuldverschreibungen im Volumen von bis zu 60 Mrd. Euro aufzukaufen. Die Fiskalpolitik sprang der expansiven Geldpolitik Anfang 2009 bei, vor allem in den Mitgliedsstaaten Deutschland, Frankreich und Spanien wurden nennenswerte Konjunkturprogramme aufgelegt. Die geschilderten Maßnahmen führten in Verbund mit einer globalen Konjunkturaufhellung, insbesondere bei asiatischen Abnehmerländern, und dem Lagerzyklus dazu, dass die Wirtschaft des Euroraumes im Sommer 2009 wieder etwas Tritt fasste. Gleichwohl dürfte die gesamtwirtschaftliche Leistung im Euroraum aufgrund des Konjunkturabsturzes im ersten Quartal 2009 im Gesamtjahr 2009 mit einer Rate von rund 4 % schrumpfen und damit den stärksten Rückgang seit Euro-Einführung markieren. Die deutsche Wirtschaft wurde aufgrund ihrer starken Abhängigkeit vom Export hochwertiger Investitionsgüter noch stärker von der globalen Wirtschaftskrise getroffen. Die gesamtwirtschaftliche Produktion in Deutschland fiel um 5,0 % und verzeichnete damit den stärksten Rückgang seit dem Jahr 1932. Im laufenden Jahr wird sich die Konjunkturerholung unserer Prognose nach zwar fortsetzen, aber einen flachen Anstiegswinkel aufweisen. Hierfür sprechen neben der Erwartung eines nur moderaten US-Wachstums die Belastungen, welche sich in einigen Euro-Mitgliedsstaaten

durch eine Fortsetzung des Abbaus der Überbewertung an den Wohnimmobilienmärkten ergeben. Des Weiteren ist trotz der zurückliegenden Maßnahmen zur Rekapitalisierung des Bankensystems die Gefahr einer Kreditklemme noch nicht gebannt. Aufgrund dieser Belastungsfaktoren dürfte das gesamtwirtschaftliche Wachstum im Euroraum im laufenden Jahr nicht über eine Rate von 1,0 % hinausgehen.



Foto: © Frank Klumpp

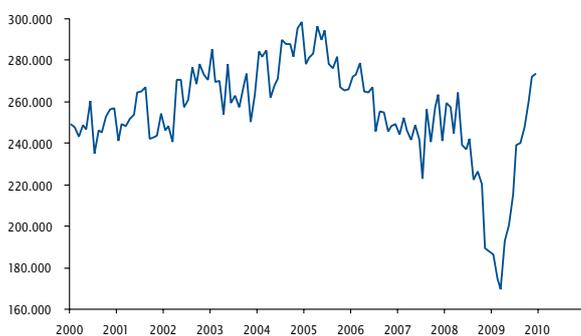
## **Japan**

Sowohl die bis in den Sommer 2008 stark anziehenden Rohölpreise als auch der im Zuge der Zuspitzung der Finanzmarktkrise weg brechende Welthandel stellten für alle Industriestaaten einen exogenen Schock dar. Japan wurde jedoch aufgrund seiner starken Einbindung in den internationalen Handel besonders schnell und stark in Mitleidenschaft gezogen. Während die Vereinigten Staaten und der Euroraum im Jahresdurchschnitt 2008 noch geringe Wachstumsraten aufweisen konnten, schrumpfte die japanische Volkswirtschaft im selben Zeitraum bereits um 1,2 %. Im ersten Quartal 2009 gewann die Abwärtsbewegung noch zusätzlich an Fahrt. Das reale Bruttoinlandsprodukt fiel mit einer auf das Jahr hochgerechneten Rate von knapp 12 %. Die Reaktionsmöglichkeiten der Wirtschaftspolitik auf die Krise waren angesichts eines bereits sehr niedrigen Leitzinses und einer Staatsverschuldung in Höhe von 173 % des Bruttoinlandsproduktes (OECD-Angaben für das Jahr 2008) eingeschränkt. Die japanische Notenbank senkte nichtsdestotrotz Ende Oktober 2008 ihren Leitzins, den Zielsatz für nicht besichertes Tagesgeld, von 0,5 % auf 0,3 %, gefolgt von einer weiteren Leit-

zinsenkung auf 0,1 % im Dezember 2008. Darüber hinaus beschlossen die japanischen Währungshüter eine Reihe von Maßnahmen zur Erleichterung der Unternehmensfinanzierung, darunter ein Programm zum Ankauf von Commercial Papers. Der Staat stützte im Jahr 2009 die Binnenkonjunktur unter anderem durch die Erhöhung seiner Investitionen, die Reduzierung der Umsatzsteuer auf Pkw-Verkäufe, die Einführung einer Abwrackprämie nach deutschem Vorbild (umgerechnet 1.800 Euro Prämie beim Kauf eines umweltfreundlichen Neuwagens) sowie die steuerliche Förderung von energiesparenden Elektroartikeln. Neben der einsetzenden Erholung der Weltwirtschaft und dem Rückgang der Einfuhrpreise dürften die letztgenannten Maßnahmen maßgeblich dazu beigetragen haben, dass die japanische Wirtschaft im Frühjahr 2009 auf einen flachen Wachstumspfad umschwenkte.

Trotz der im Jahresverlauf einsetzenden Konjunkturerholung wird die japanische Volkswirtschaft im Gesamtjahr 2009 voraussichtlich um 5,3 % geschrumpft sein und damit noch etwas stärker als die deutsche Wirtschaft. Im laufenden Jahr wird sich die Konjunkturerholung unserer Prognose nach fortsetzen. Hierfür spricht neben der globalen Konjunkturerholung, in deren Zuge die japanischen Nettoexporte wieder spürbar zulegen sollten, und der überfälligen Wiederaufstockung der Lagerbestände, die erwartete Beibehaltung des expansiven Kurses der Wirtschaftspolitik. Während die japanische Zentralbank unserer Erwartung nach im laufenden Jahr ihren Leitzins auf dem aktuellen Rekordtief von 0,1 % belassen wird, plant die neugewählte Regierung eine abermalige Aufstockung ihrer Konjunkturrhilfen. Im Ergebnis sollte daher die japanische Volkswirtschaft im laufenden Jahr mit einer Rate von 1,1 % wachsen.

**Pkw-Neuzulassungen in Japan, saisonbereinigte Monatswerte**



Quelle: Thomson Reuters, LBBW Bond Research/Economics



Foto: © pixelio.de/memephoto

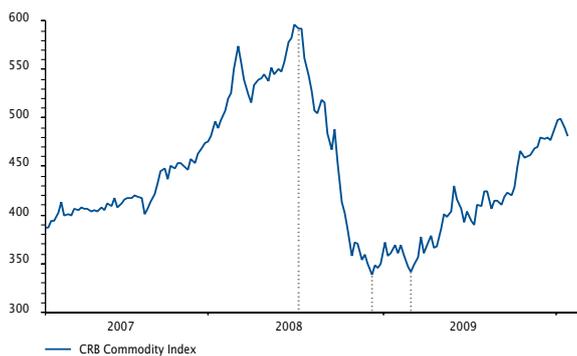
*Dirk Chlench*  
(LBBW Bond Research/Economics)

## 2.2 Konjunktur in den Schwellenländern

### Perspektiven deutlich verbessert

Auch die Schwellenländer hatten unter der internationalen Krise zu leiden. Zum einen fiel die weltweite Nachfrage in der Krise und damit auch diejenige nach Erzeugnissen aus Emerging Markets. Zum anderen gaben insbesondere die für viele dieser Länder so wichtigen Rohstoffpreise im Zuge des Einbruchs der Produktion in den Industrieländern deutlich nach. Der CRB-Rohstoffindex halbierte sich von Mitte 2008 bis Anfang 2009 nahezu, was erhebliche Einnahmeverluste mit entsprechenden das BIP-Wachstum dämpfenden Effekten gerade bei rohstoffexportierenden Ländern zur Folge hatte.

### CRB Commodity Price Index

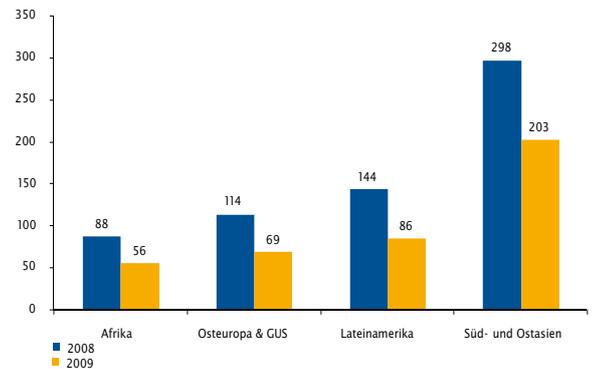


Quelle: Thomson Reuters

Nach Jahrzehnten mit positiven Zuwachsraten gab der Welthandel nach Angaben der Weltbank im Jahr 2009 gegenüber dem Vorjahr erstmals nach, und dies drastisch um 14,4 %. Schwellenländer, die sich zuvor besonders stark in die internationale Weltwirtschaft integriert hatten, waren hiervon überproportional betroffen.

Belastend hinzu kam der Abzug von Portfolioinvestitionen aus den Schwellenländern, der zum einen die Währungen vieler Staaten teilweise unter erheblichen Druck brachte, vor allem aber die Aktienkurse fallen ließ, wodurch sich wiederum für die Unternehmen die Kapitalbeschaffung über die Emission neuer Aktien erschwerte. Und schlimmer noch: Die ausländischen Direktinvestitionen (FDI) gaben mit Zuspitzung der Krise deutlich nach. Angaben der UNCTAD zufolge fielen die Kapitalzuflüsse in Schwellenländer in Form ausländischer Direktinvestitionen von 620,7 Mrd. USD im Jahr 2008 auf nur noch 405,5 Mrd. USD im vergangenen Jahr. Dies entspricht einem Rückgang um 34,7 %.

### Ausländische Direktinvestitionen (Mrd. USD)



Quelle: UNCTAD 01/2010, LBBW Bond Research/Economics

Dennoch erwiesen sich die Emerging Markets im Gegensatz zu früheren Krisen diesmal als ausgesprochen robust. Länder wie die VR China und Indien erlitten zwar deutliche Wachstumseinbußen, Brasilien und Südafrika verzeichneten kurzzeitig negative BIP-Wachstumsraten und Mexiko wurde aufgrund seiner starken Abhängigkeit vom US-Markt mit einem BIP-Rückgang 2009 (laut Weltbank) um 7,1 % sogar sehr stark in Mitleidenschaft gezogen. Die Emerging Markets insgesamt gerieten 2009 aber nicht in eine schwere Rezession, sondern mussten nach Weltbankangaben lediglich einen – wenngleich ebenfalls schmerzhaften – Wachstumsrückgang von 5,6 % auf 1,2 % verkraften.

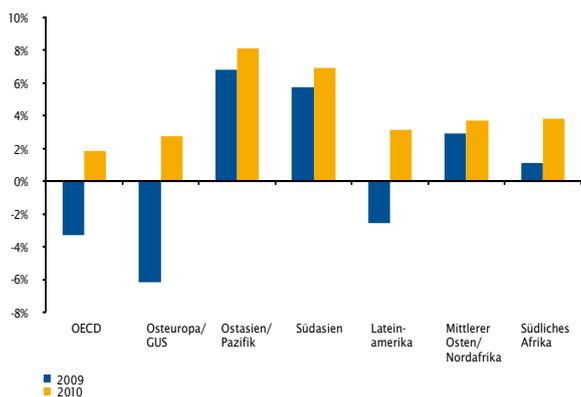
Dass die meisten Schwellenländer die Krise unter dem Strich vergleichsweise glimpflich überstanden haben, liegt an den deutlich verbesserten Rahmendaten in vielen Ländern. Zum einen sind die Bankensysteme der Emerging Markets inzwischen deutlich robuster als in der Vergangenheit und kaum in die Subprime-Krise involviert. Zum anderen konnten die Schwellenländer in den Jahren nach der Asienkrise ihre Leistungsbilanzdefizite deutlich verringern und in vielen Fällen in Überschüsse verkehren. Die Folge war ein markanter Abbau der Fremdwährungsverschuldung in Verbindung mit dem Aufbau hoher Devisenreserven als Sicherheitspuffer. Abflüsse ausländischen Kapitals und Währungsabwertungen im Zuge der jüngsten Krise konnten so gut abgefedert werden. Gleichzeitig verhinderte die vorangeschrittene Entwicklung funktionierender einheimischer und auf Lokalwährung basierender Kapitalmärkte hier ein Austrocknen der Finanzierungsquellen und die von den meisten Staaten in den Vorjahren betriebene Budgetkonsolidierung eröffnete nun finanzielle Spielräume für staatliche Konjunktur- und

Stützungsprogramme. Eine Implosion der Wirtschaftsleistung der Emerging Markets - wie in früheren Krisenzeiten oft zu beobachten - blieb damit aus.

Für das laufende Jahr haben sich unseres Erachtens die Perspektiven für die Schwellenländer wieder deutlich aufgehellt. Aufgrund weltweiter staatlicher Konjunkturprogramme, einer allenthalben äußerst expansiven Geldpolitik, der Wiederaufstockung zuvor geleerten Lager sowie im Trend deutlich erholter Rohstoffpreise weist der Wachstumstrend bei den meisten Schwellenländern inzwischen wieder nach oben.

Beim Welthandel rechnet die Weltbank für 2010 mit einem Anstieg um 4,3 %. Für das Weltwirtschaftswachstum schätzt die Weltbank nach einem Rückgang um 2,2 % im Jahr 2009 im laufenden Jahr nun einen Anstieg um 2,7 % (IWF und LBBW erwarten aber beispielsweise bereits ein Wachstum von 3,9 %). Für alle „Developing Countries“ zusammengenommen geht das in New York ansässige Institut im Jahr 2010 von 5,2 % aus. Nach Regionen betrachtet liegen die Schätzungen zwar deutlich auseinander, zeigen aber überall eine ansteigende Tendenz.

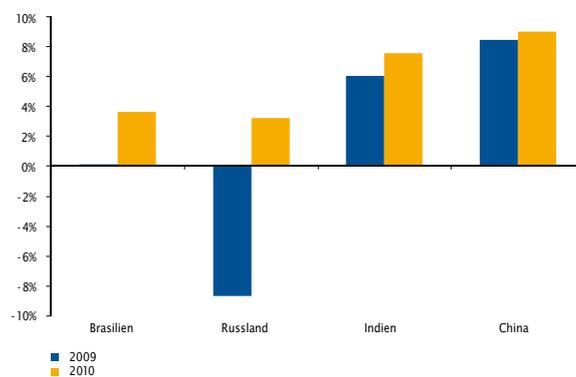
**BIP-Wachstum: Schätzung 2009 und Prognose für 2010**



Quelle: Weltbank 01/2010, LBBW Bond Research/Economics

Die Wachstumslokomotiven unter den Schwellenländern dürften wieder einmal die BRIC-Staaten sein - Spitzenreiter einmal mehr die VR China, deren Wirtschaft vor allem vom großen chinesischen Konjunkturpaket über 586 Mrd. USD profitiert.

**BIP-Wachstum BRIC-Staaten mit Weltbank-Prognose für 2010**



Quelle: Weltbank 01/2010, LBBW Bond Research/Economics

Allerdings verbleiben unseres Erachtens auch einige Risiken, welche die Erholung recht volatil gestalten und durchaus den einen oder anderen Rückschlag bewirken könnten. So steht die wirtschaftliche Erholung in den Industrieländern noch immer auf recht wackeligen Beinen. Die hohe Verschuldung der privaten Haushalte zwingt vor allem in den USA zu Sparsamkeit und in zahlreichen Ländern - vor allem in Osteuropa - müssen die hohen auf Fremdwährung lautenden Verbindlichkeiten reduziert werden. Darüber hinaus laufen einige staatliche Stützungsmaßnahmen wie z.B. Abwrackprämien aus und seitens der Notenbanken ist im Jahresverlauf mit einem weniger expansiven geldpolitischen Kurs zu rechnen. Auch die Gefahr einer Kreditklemme ist nicht gebannt. Neue aufsichtsrechtliche Regelungen (Stichwort: Basel 2), vorhandener Abschreibungsbedarf sowie Verschlechterungen der Kreditqualität dürften zahlreiche Banken weltweit zwingen, ihre Bilanzsummen zu reduzieren, d.h. ihre Ausleihungen zurückzufahren. Betroffen sind hiervon Investitions- und Konsumkredite, was sich belastend auch auf die Nachfrage nach Gütern aus Schwellenländern auswirken würde.

Dass allerdings wichtige Schwellenländer wie die VR China sich zunehmend auf die Ankurbelung ihrer Binnenkonjunktur konzentrieren und andere wie Indien und Brasilien, deren Exportquoten eher niedrig sind und deren Wachstum damit weniger an der Weltkonjunktur hängt, nicht zuletzt aus sich selbst heraus wachsen, lässt trotz allen Rückschlagpotenzials seitens der fragilen Konjunktur in den klassischen Industrieländern hier dennoch mit einer Fortsetzung der Erholung rechnen.

*Matthias Krieger*  
(LBBW Bond Research/Economics)



Foto: © Eric Hill

# 3 Energie.

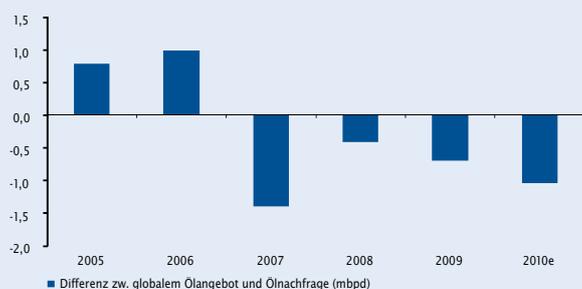
## Sektorausblick

- Die nachgewiesenen Ölreserven betragen weltweit gut 1,25 Billionen Barrel. Inklusive Ölsanden ergeben sich sogar rund 1,4 Billionen Barrel. Gemessen am aktuellen Verbrauch liegt die rechnerische Reichweite bei 41 Jahren (ohne Ölsande) bzw. 46 Jahren (mit Ölsanden).
- Aufgrund der wieder robusteren Weltwirtschaft wird die Nachfrage nach Rohöl im laufenden Jahr gegenüber dem Vorjahr um rund 2 Mio. Barrel pro Tag (mbpd) ansteigen. Demgegenüber steht eine Angebotsausweitung der Nicht-OPEC-Staaten von ca. 0,25 mbpd sowie eine Fördererhöhung der OPEC von etwa 0,75 mbpd. Unter dem Strich dürfte sich das weltweite Angebotsdefizit am Ölmarkt im laufenden Jahr damit durchschnittlich auf rund 1 mbpd belaufen.
- Die Öllagerbestände bewegen sich weiterhin auf einem relativ hohen Niveau. Ein stärkerer Lagerabbau ist vor dem Hintergrund des wieder kräftigeren Weltwirtschaftswachstums und des relativ knappen Ölangebots im zweiten Halbjahr 2010 zu erwarten.
- Unter der Voraussetzung, dass die Disziplin der OPEC-Staaten in Bezug auf die beschlossenen Förderquoten nicht noch weiter abbröckelt, dürften das sich abzeichnende Angebotsdefizit und die starke Nachfrage aus den Emerging Markets zu den wichtigsten Preisfaktoren am Ölmarkt werden. Spätestens im zweiten Halbjahr 2010 sollten sich diese beiden Faktoren in deutlich rückläufigen Lagerbeständen auswirken. Dies dürfte zu einem Preisanstieg führen, der die Notierungen von Brent auf Sicht der nächsten 12 Monate auf 80 USD/Barrel klettern lassen sollte.
- Mit einem anziehenden Ölpreis dürften auch die Preise der meisten anderen Energierohstoffe ansteigen. Überproportionale Preissteigerungen bei Gas Oil sind aufgrund der relativ stark gefüllten Lager und der vergleichsweise schwachen Auslastung der Raffinerien jedoch nicht zu erwarten. Auf Sicht von 12 Monaten sind Preissteigerungen bei Gas Oil auf ein Niveau von 700 Dollar/Tonne (510 Euro/Tonne) wahrscheinlich.

**Rechnerische Reichweite der Ölreserven (in Jahren) seit rund 20 Jahren konstant**



**Produktionsüberschuss/-defizit am Weltölmarkt 2005-2010**



**Öllagerbestände (in Mio. Barrel) in den USA dürften ab dem zweiten Halbjahr fallen**



**Brent und Gas Oil dürften im Jahresverlauf den seit Anfang 2009 anhaltenden Preisanstieg weiter fortsetzen**



### 3.1 Rohöl

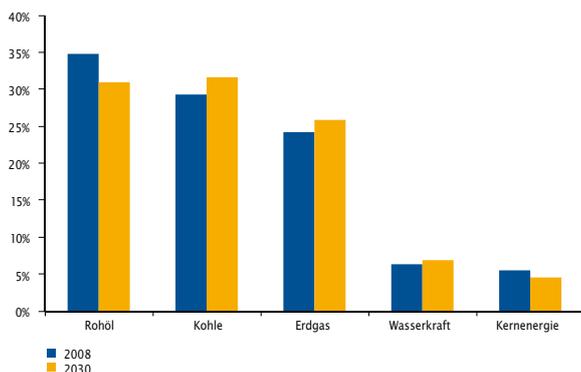


Foto: © Shell AG

#### Energieträger Nr. 1

Mit einem Anteil von rund 35 % hat Rohöl deutlich vor Kohle (29,2 %) und Erdgas (24,1 %) immer noch den größten Anteil am weltweiten Energieverbrauch. Daran wird sich in näherer Zukunft auch nichts ändern. So rechnet die Energy Information Agency (EIA) bis zum Jahr 2030 mit einer durchschnittlichen jährlichen Zunahme des weltweiten Ölbedarfs um 0,9 %. Damit dürfte der Verbrauch im Jahr 2030 bei rund 105 Mio. Barrel pro Tag (mbpd) oder gut 23 % höher liegen als im laufenden Jahr. Bei Erdgas, Kohle und Wasserkraft erwartet die EIA jedoch deutlich höhere Zuwachsraten von rund 1,5 % bis 1,9 % p.a. Dennoch dürfte Rohöl damit erst in mehr als 20 Jahren von der Kohle als wichtigstem Energieträger abgelöst werden. Erneuerbare Energien dürften die höchsten Steigerungsraten bis ins Jahr 2030 verbuchen – in Anbetracht des aktuell immer noch relativ geringen Gewichts im weltweiten Energieverbrauch (ca. 0,7 % im Jahr 2007) dürfte diese Form der Energiegewinnung aber auch in gut 20 Jahren nur etwa 2 % am weltweiten Energiemix ausmachen.

#### Weltweiter Energieverbrauch 2008 und 2030



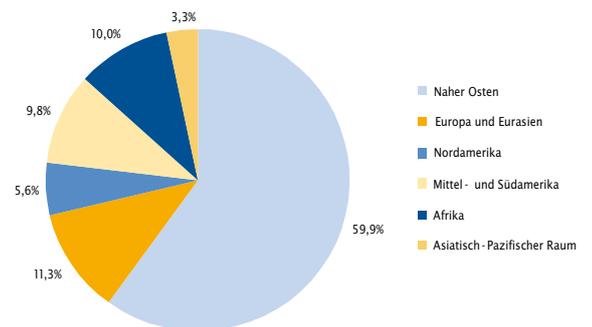
Quelle: BP und EIA

Nach Angaben des britischen Ölunternehmens BP belaufen sich die weltweiten Ölreserven auf gut 1,25 Billionen Barrel. Sofern die potenzielle Ölgewinnung aus Ölsanden mit einkalkuliert wird, ergeben sich sogar über 1,4 Billionen Barrel. Gemessen am aktuellen Verbrauch von ca. 85 mbpd ergibt sich daraus eine rechnerische Reichweite der bislang bekannten Ölreserven von 41 Jahren (ohne Ölsande) bzw. 46 Jahren (mit Ölsanden).

#### Saudi-Arabien dominiert

Der Löwenanteil von rund 60 % des nachgewiesenen Öls liegt im Nahen Osten. Dabei ist insbesondere Saudi-Arabien hervorzuheben. Das Königreich besitzt alleine 21 % der weltweiten Reserven. Des Weiteren verfügen der Iran (10,9 % der weltweiten Reserven), Irak (9,1 %), Kuwait (8,1 %) und die Vereinigten Arabischen Emirate (7,8 %) über einen sehr hohen Reservebestand. Berücksichtigt man bei den Ölreserven das sich aus den Ölsanden bietende Potenzial, muss auch Kanada als wichtiges Reserveland aufgeführt werden. Denn obwohl die Rohölreserven der Nordamerikaner mit einem Anteil von etwa 2,3 % weltweit keine sehr große Rolle spielen, beläuft sich die potenzielle Ölgewinnung aus kanadischen Ölsanden mit etwa 150 Mrd. Barrel auf ca. 12 % der weltweit bekannten Ölreserven.

#### Verteilung der nachgewiesenen Erdölreserven der Welt (ohne Ölsande)

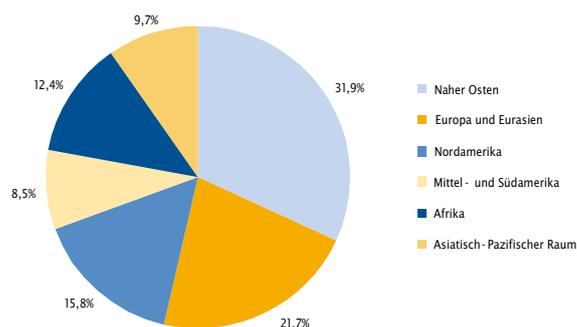


Quelle: BP

Spitzenreiter bei der Ölförderung ist ebenfalls Saudi-Arabien. Der Wüstenstaat erzeugt 13,1 % des weltweiten Angebots. Auf Platz zwei folgt Russland (12,4 % des weltweiten Angebots), das seine Förderung zwischen 1999 und 2005 um über 50 % steigern konnte. Seit 2007 hat der russische Output jedoch nur noch leicht zugelegt. Die USA (7,8 %) befinden sich noch auf dem dritten Platz. Allerdings ist die Ölerzeugung dort

bereits seit mehreren Jahren rückläufig. Seit 1985 ging die US-Ölförderung um mehr als 35 % zurück.

#### Weltweite Erdöl-Produktion



Quelle: BP

#### Brent und WTI als Benchmark

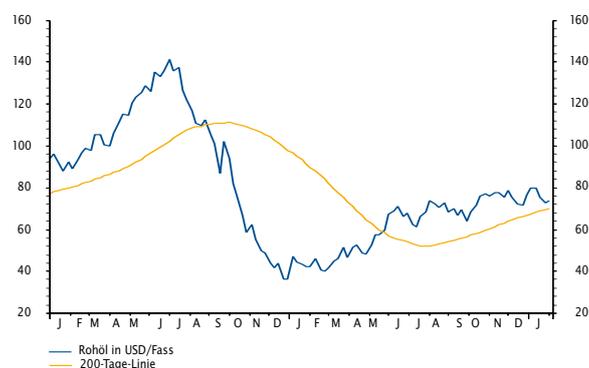
Rohöl ist weltweit der mit großem Abstand am stärksten gehandelte Rohstoff. Die wichtigsten Benchmarks sind die börsengehandelten Front-Month-Futures an der NYMEX in New York und an der ICE (Intercontinental Exchange), die aus der International Petroleum Exchange in London hervorgegangen ist. Die Kurse notieren in USD pro Barrel (1 Barrel = 42 Gallonen = 158,987 Liter). Der Preis an der NYMEX bezieht sich auf die amerikanische Ölsorte WTI („West Texas Intermediate“), lieferbar im Örtchen Cushing im US-Bundesstaat Oklahoma. Allerdings können auch andere amerikanische und ausländische Sorten geliefert werden, wobei preisliche Auf- oder Abschläge je nach Dichte und Schwefelgehalt bezahlt werden.

Den Futures an der ICE liegt der so genannte 21-Day-Forward-Market für die Sorten Brent, Fortis und Oseberg zugrunde. Hierbei werden Tanker-Ladungen gehandelt, bei denen der Verkäufer spätestens 21 Tage vor Lieferung dem Käufer die Sorte und den Liefertermin mitteilen muss. Danach spricht man von „Dated Brent“, welches ebenfalls als Benchmark im weltweiten Rohöl-Handel genutzt wird. Viele Sorten, die nicht an einer Börse gehandelt werden, notieren als Preisdifferenz zu Dated Brent. Am Fälligkeitstag des Front-Month-Futures an der ICE werden die gehandelten Preise des 21-Day-Forward-Markets zur Bestimmung des Abrechnungspreises (IPE-Index) herangezogen. Die meisten Futures werden jedoch zuvor in Kontrakte mit längerer Laufzeit gerollt.

#### Ölpreise seit Anfang 2009 wieder im Aufwärtstrend

Die Preisentwicklung am Ölmarkt glich in den letzten beiden Jahren einer heftigen Achterbahnfahrt. WTI und Brent sind mit fast genau 100 USD ins Jahr 2008 gestartet. In der ersten Jahreshälfte führte die anschließende Ölhaushalte den Preis bis knapp an die Marke von 150 USD. Mit der Ausweitung der Finanzkrise, der immer stärkeren Eintrübung der konjunkturellen Perspektiven und dem panikartigen Ausstieg der Anleger aus der Asset-Klasse Commodities stürzte der Ölpreis im Anschluss bis auf rund 35 USD ab. Mit dem Jahreswechsel 2008/09 wurde der rapide Abwärtstrend gestoppt und im Jahresverlauf 2009 sind die Preise wieder langsam, aber stetig, angestiegen. Seit dem Sommer 2009 hat auch die 200-Tage-Linie wieder nach oben gedreht.

#### Preisentwicklung Brent-Öl seit Anfang 2008 (in USD pro Barrel)



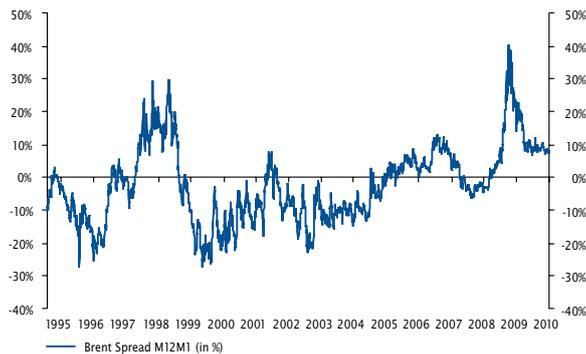
Quelle: Thomson Reuters

#### Kurvensteilheit schwächt sich wieder ab

Der Absturz der Ölpreise im zweiten Halbjahr 2008 hat in Verbindung mit der Finanzkrise und der weltweiten Rezession auch die Struktur der Terminkurven am Ölmarkt kräftig durcheinandergewirbelt. Während im Jahr 2004 die 12-Monatskontrakte für Brent in der Spitze um mehr als 10 % unter den 1-Monatskontrakten notierten, war die Terminkurve im Jahr 2005 fast flach. In den Jahren 2006 und 2007 herrschte an den Märkten überwiegend eine Contango-Situation. Die Aufschläge der 12-Monatskontrakte lagen dabei um bis zu 12 % über den 1-Monatskontrakten. In der ersten Jahreshälfte 2008 ergab sich wieder eine leichte Backwardation. Seit Mitte 2008 hat sich die Steilheit der Terminkurven jedoch deutlich erhöht. Zum Jahreswechsel 2008/09

lagen die Preise der 12-Monatskontrakte um bis zu 40 % über den 1-Monatskontrakten. Mit den verbesserten Konjunkturperspektiven und der Aussicht, dass die gut gefüllten Öllager mit einem höheren Weltwirtschaftswachstum tendenziell abgebaut werden, hat sich auch das starke Contango wieder zurückgebildet. Zuletzt lagen die 12-Monatskontrakte noch rund 10 % über den 1-Monatskontrakten. Sobald sich die bessere Konjunktorentwicklung in nachhaltig rückläufigen Lagerbeständen bemerkbar macht, ist Ende 2010/Anfang 2011 auch eine langsame Rückkehr zur Backwardation vorstellbar.

#### Spread zwischen 12-Monatskontrakt und 1-Monatskontrakt bei Brent (in %)



Quelle: Bloomberg

#### Öllager noch prall gefüllt

Das aus Sicht der letzten 10 Jahre immer noch überdurchschnittlich hohe Contango dürfte vor allem auf die weiterhin prall gefüllten Öllager zurückzuführen sein. So liegt beispielsweise der Füllstand der US-Öllager mit rund 330 Mio. Barrel aktuell deutlich über dem Durchschnitt der letzten 10 Jahre. Die hohen Lagerbestände sorgen dafür, dass kurzfristig keine Knappheiten am Markt zu befürchten sind; entsprechend wird damit das kurze Ende der Terminkurve tendenziell nach unten gedrückt.

#### US-Öllagerbestände in Mio. Barrel

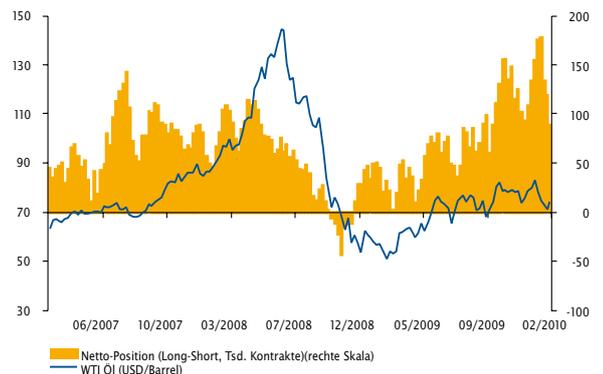


Quelle: Bloomberg, LBBW Commodity Research

#### Spekulanter steigen wieder ein

Die deutliche Aufhellung des konjunkturellen Umfelds und die Erholung der Preise an den Aktien- und Rohstoffmärkten, hat auch den Risikoappetit der Anleger wieder steigen lassen. Im Jahresverlauf 2009 hat sich die Netto-Long-Position der Money Manager stetig erhöht. Anfang 2010 wurde mit einer Netto-Long-Position von 175.000 Kontrakten (mit einem Marktwert von rund 13 Mrd. USD) sogar ein Rekordwert erreicht. Zuletzt fiel die Netto-Long-Position jedoch wieder deutlich unter die Marke von 150.000 zurück.

#### Netto-Position der Spekulanten („Managed Money“) an der NYMEX und Ölpreis



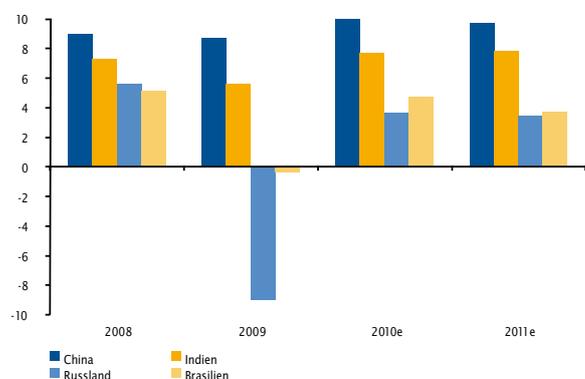
Quelle: Bloomberg, LBBW Commodity Research

Der Einfluss der Spekulanten auf den Ölmarkt sollte dennoch nicht überbewertet werden. Zum einen wird die relativ hohe Netto-Long-Position durch den hohen Umsatz am Ölmarkt relativiert. So lag beispielsweise das Handelsvolumen bei WTI in der ersten Februarwoche 2010 in der Spitze bei 1,1 Mio. Kontrakten an einem einzigen Handelstag. Zum anderen entspricht selbst der Rekordwert bei der Netto-Long-Position von 175.000 Kontrakten lediglich dem Marktwert der weltweit an zwei Tagen geförderten Ölmenge oder weniger als 1 % der Weltjahresproduktion.

### Weltwirtschaftswachstum bringt steigende Ölnachfrage

Nachdem sich die Ölnachfrage im vergangenen Jahr im Zuge der weltweiten Wirtschaftskrise um rund 1,4 mbpd oder etwa 1,6 % auf 84,4 mbpd ermäßigt hat, dürfte die Nachfrage im laufenden Jahr wieder deutlich anziehen. Bei einem Weltwirtschaftswachstum von rund 4 % im laufenden Jahr (siehe auch Kapitel 2.1) und vermutlich mehr als 4 % (laut IWF-Schätzung) im kommenden Jahr sollte der Ölverbrauch wieder ansteigen. Insbesondere die BRIC-Staaten dürften die Ölnachfrage weiter ankurbeln. So rechnet der IWF für China in den Jahren 2010 und 2011 mit einem Wachstum von 10,0 % und 9,7 %. Indien dürfte um 7,7 % und 7,8 % zulegen, die russische Wachstumsrate sollte nach dem schweren Einbruch im Vorjahr wieder auf rund 3,5 % ansteigen und für Brasilien werden Steigerungen von 4,7 % und 3,7 % prognostiziert.

### IWF sieht BRIC-Staaten wieder auf Wachstumskurs (Wachstum in %)



Quelle: IWF

### Ölnachfrage 2010 legt zu

Ein wieder deutlich anziehendes Wirtschaftswachstum führt auch zu einem steigenden Ölkonsum. Insofern gehen die wichtigsten Prognoseinstitute von einer steigenden Ölnachfrage im laufenden Jahr aus. Die OPEC rechnet mit einem Plus von 0,80 mbpd (+0,9 %) im Vergleich zum Vorjahr, die EIA mit einer Nachfragesteigerung um 1,20 mbpd (+1,4 %) und die IEA sieht eine um 1,60 mbpd (+1,9 %) steigende Ölnachfrage. In Anbetracht der Tatsache, dass das Weltwirtschaftswachstum 2010 noch etwas stärker ansteigen könnte, als bislang vom IWF prognostiziert (siehe Kapitel 2.1), sind sogar noch stärkere Zuwachsraten beim Ölkonsum wahrscheinlich. Wir rechnen mit einer Nachfragesteigerung im laufenden Jahr von knapp 2 mbpd bzw. einem Plus von 2,3 % im Vergleich zum Vorjahr.

### Prognosen zur Ölnachfrage 2010 (Stand Februar 2010)

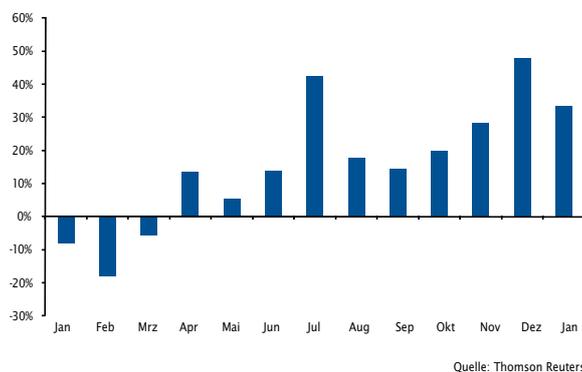
	Ölnachfrage 2009 (mbpd)	Ölnachfrage 2010 (mbpd)	Differenz (mbpd)	Differenz (in %)
OPEC	84,32	85,12	0,80	0,9%
EIA	84,10	85,30	1,20	1,4%
IEA	84,90	86,50	1,60	1,9%
LBBW	84,40	86,34	1,94	2,3%

### Indien und China mit steigender Nachfrage

Mittelfristig spricht insbesondere die Bevölkerungsstruktur in Indien für ein starkes Anziehen der Ölnachfrage. Aktuell leben rund 25 % der Weltbevölkerung unter 25 Jahren auf dem Subkontinent. Auch die Entwicklung in China dürfte noch lange nicht an ihrem Ende angelangt sein. Immerhin geht die Weltbank davon aus, dass die Wachstumsrate im Reich der Mitte im Durchschnitt der nächsten 20 Jahre rund 8 % p.a. betragen dürfte. In der Konsequenz wäre das chinesische Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2030 rund 2,5 Mal so groß wie das der USA. Bereits jetzt spricht die Entwicklung der Automobilmärkte für eine deutliche Nachfragesteigerung nach Kraftstoffen in Indien (Stichwort: Tata Nano) und China. Der chinesische Automarkt hat tatsächlich mit einem Absatzplus von über 40 % auf 13,5 Mio. verkaufter Fahrzeuge die USA (-17 % auf 10,4 Mio.) als wichtigsten Absatzmarkt weltweit bereits im Jahr 2009 deutlich überrundet. Damit ist die Wahrscheinlichkeit hoch, dass sich die Ölimporte nach Indien und China auch in den nächsten Jahren deutlich erhöhen werden. Der chinesische Ölhunger war zuletzt so groß, dass im Dezember 2009 mit 5,0 mbpd ein neuer Importrekord aufgestellt wurde. Die chinesischen Ölimporte haben seit April 2009 ununterbrochen zu-

gelegt, so dass im Monatsvergleich 10 Mal in Folge ein Zuwachs gegenüber dem Vorjahr erreicht wurde. Zuletzt lagen die Importe im Januar 2010 rund 33 % über dem Vorjahreswert.

**Veränderungsrate chinesischer Ölimporte ggü. Vorjahr seit Januar 2009**



### Ölangebot 2010 mit wenig Dynamik

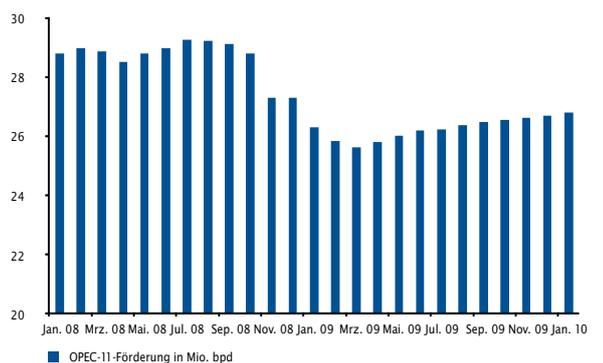
Bei einem Anstieg der Ölnachfrage im laufenden Jahr um rund 2,0 mbpd ist die Wahrscheinlichkeit sehr hoch, dass das Ölangebot mit der Nachfrage nicht ganz Schritt halten wird. In Russland, dem zweitgrößten Förderland der Welt, dürfte der Output stagnieren. In vielen weiteren etablierten Förderländern wie Mexiko, Norwegen oder Großbritannien wird die Förderung weiter zurückgehen. Länder wie Kanada oder Brasilien, von denen in der Vergangenheit erwartet wurde, dass sie die rückläufige Förderung von Ländern wie Mexiko, Norwegen oder Großbritannien überkompensieren können, dürften im Jahr 2010 die Förderung nicht so stark vorantreiben, wie bislang angenommen. In Kanada ist beim aktuellen Ölpreisniveau keine starke Forcierung der Ölgewinnung aus Ölsanden zu erwarten. Die Canadian Association of Petroleum Producers prognostizierte noch im Dezember 2008 einen Anstieg der Förderung aus Ölsanden von 1,2 mbpd im Jahr 2008 auf 3,3 mbpd im Jahr 2020. Im Juni 2009 wurde das Produktionsziel von 3,3 mbpd bereits auf 2025 verschoben. Und weitere Verschiebungen sind nicht unwahrscheinlich. Immerhin wurden im Laufe der Finanzkrise und des zeitweise starken Einbruchs beim Ölpreis in den Jahren 2008 und 2009 Ölsandprojekte in einem Volumen von schätzungsweise 85 Mrd. USD auf Eis gelegt. Ebenso sollte in Brasilien die Forcierung von kostspieligen Tiefwasserprojekten keine so große

Rolle mehr spielen, wie das noch vor zwei Jahren der Fall war. Unter dem Strich dürfte sich die Förderung der Nicht-OPEC-Staaten in diesem Jahr damit nur um etwa 0,25 mbpd erhöhen.

### Kartelldisziplin der OPEC lässt nach

Das Ölkartell hat als Reaktion auf die Konjunkturkrise von September 2008 bis Januar 2009 Förderkürzungen von 4,2 mbpd beschlossen. Das implizite Förderziel für die 11 OPEC-Mitglieder (ohne den Irak) liegt seither bei 24,84 mbpd. Bis in den März 2009 ermäßigte sich die Förderung tatsächlich bis auf 25,63 mbpd. Damit wurden Förderkürzungen in Höhe von 3,4 mbpd umgesetzt – dies entspricht einer für die OPEC eher ungewöhnlich hohen Quote von gut 80 %. Bis in den Januar 2010 hat die Kartelldisziplin jedoch deutlich nachgelassen. Zuletzt hat sich die Förderung auf 26,80 mbpd erhöht. Damit liegt die aktuelle Förderung rund 2 mbpd über der Zielmarke. Die Compliance-Quote hat sich damit auf rund 53 % abgeschwächt. Für das laufende Jahr ist zu erwarten, dass die OPEC auch formell die Förderquoten wieder um 1,5 bis 2,0 mbpd erhöht. Allerdings dürfte das Ölkartell das Angebot weiter knapp halten. Der tatsächliche OPEC-Output dürfte – analog zu den Fördererhöhungen der letzten Monate – im laufenden Jahr nur um rund 0,75 mbpd zunehmen.

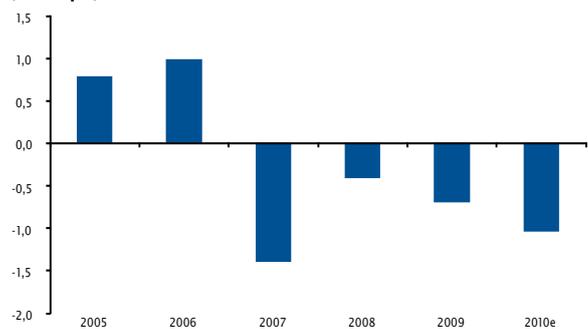
### OPEC-Förderung nimmt seit März 2009 wieder zu



### Fazit: Preisanstieg im Jahresverlauf wahrscheinlich

Der Ölmarkt dürfte im laufenden Jahr durch ein Nachfrageplus von 2 mbpd und einer Ausweitung des Angebots von ca. 1 mbpd bestimmt werden. Wir rechnen im Jahresdurchschnitt mit einem Angebotsdefizit von rund 1 mbpd.

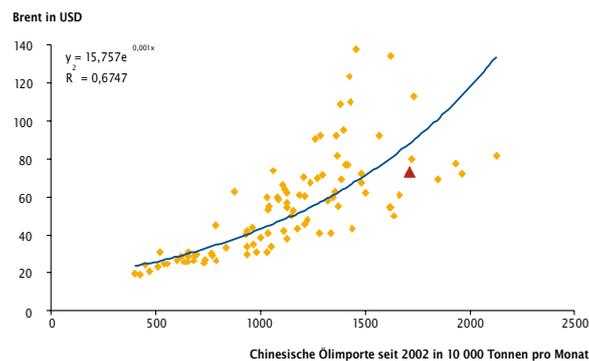
### Produktionsüberschuss und -defizit bei Rohöl 2005 bis 2010 (in mbpd)



Quelle: EIA, LBBW Commodity Research

Dieses Defizit dürfte spätestens dann dazu führen, dass die Ölpreise wieder steigen, wenn sich die wieder steigende Ölnachfrage auch in nachhaltig fallenden Lagerbeständen widerspiegelt. Wir rechnen ab dem zweiten Halbjahr 2010 damit, dass sich die Lagerbestände merklich ermäßigen. Wie schnell und wie stark der spätestens im zweiten Halbjahr 2010 zu erwartende weitere Ölpreisanstieg ausfällt, dürfte insbesondere davon abhängen, inwiefern sich mit Blick auf das Jahr 2011 die konjunkturellen Perspektiven erhärten. Sofern sich tatsächlich (wie vom IWF prognostiziert) ein Weltwirtschaftswachstum von mehr als 4 % auch für das Jahr 2011 abzeichnet und die Ölnachfrage sich von Seiten der Emerging Markets weiter dynamisch entwickelt, dürften auch dreistellige Ölpreise wieder in Reichweite kommen. Denn mittelfristig scheint für den Ölpreis weiteres Aufwärtspotenzial zu bestehen. Einer der wichtigsten fundamentalen Einflussfaktoren auf den Ölpreis war zuletzt der Zusammenhang zwischen den Ölnotierungen und den chinesischen Ölimporten. Betrachtet man diese Beziehung seit dem Jahr 2002, ergibt sich selbst bei Zugrundelegung der – traditionell zu Jahresbeginn – relativ niedrigen chinesischen Ölimporte im Januar 2010 – ein „fares“ Niveau für das schwarze Gold von gut 85 USD.

### Zusammenhang zwischen Ölpreis und chinesischen Ölimporten seit 2002 (rote Markierung = letzter Stand)



Quelle: Thomson Reuters

Vor dem Hintergrund der immer noch hohen Öllagerbestände ist zunächst eine Seitwärtsbewegung des Ölpreises im Bereich zwischen 65 und 75 USD wahrscheinlich. Sobald sich die Verknappung des Ölangebots in fallenden Lagerbeständen niederschlägt, dürften die Preise wieder stärker anziehen. Brentöl dürfte auf Sicht von drei Monaten auf einem Niveau von rund 75 USD notieren. Auf 12-Monatssicht halten wir einen Anstieg der Preise auf rund 80 USD für wahrscheinlich.



Foto: © pिकास

*Dr. Frank Schallenberger*

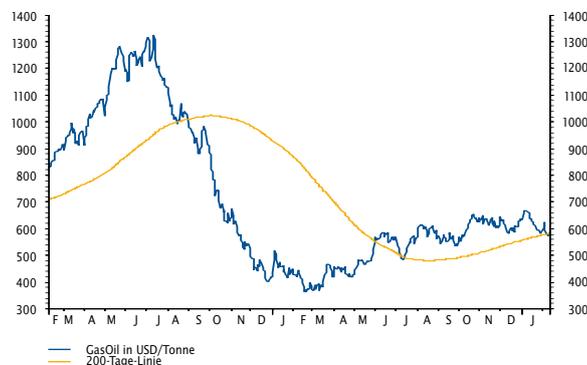
## 3.2 Heizöl

Neben Benzin ist Heizöl das wichtigste raffinierte Erdölprodukt. Rund 25 % des Rohöls wird zu Heizöl weiterverarbeitet. Die bedeutendsten Handelsplätze für Heizöl sind die NYMEX und die ICE. Die Kontrakte für US-Heizöl („Heating Oil“) an der NYMEX notieren in US-Cent pro Gallone und beziehen sich auf 42.000 Gallonen, was 1.000 Barrel entspricht. Der Lieferort ist der Hafen von New York. An der ICE wird europäisches Heizöl („Gas Oil“) gehandelt. Die ICE-Kontrakte notieren in US-Dollar und haben einen Umfang von 100 metrischen Tonnen. Als Lieferort sind die die Hafenanlagen in der Region Antwerpen, Rotterdam und Amsterdam („ARA“) vorgesehen. Wie bei sämtlichen Rohwarenkontrakten dominiert bei Fälligkeit aber der Barausgleich.

### Preise für Gas Oil stürzen ab

Die Baisse am Rohstoffmarkt hat auch den Preis für Gas Oil in der zweiten Jahreshälfte 2008 deutlich abstürzen lassen. Seit dem Rekordhoch im Sommer 2008 fiel Gas Oil um mehr über 70 %, so dass zu Jahresbeginn 2009 sogar die Marke von 400 USD/Tonne unterschritten wurde. Gas Oil war damit auf den tiefsten Stand seit vier Jahren gefallen. Seit März 2009 sind die Preise dann jedoch wieder langsam nach oben geklettert. Zuletzt pendelte der Preis um die Marke von 600 USD/Tonne. Seit dem Tief sind die Preise damit wieder um gut 50 % gestiegen. Im Sommer 2009 hat auch die 200-Tage-Linie wieder nach oben gedreht, was aus technischer Sicht zunächst für eine Fortsetzung des jüngsten Aufwärtstrends spricht.

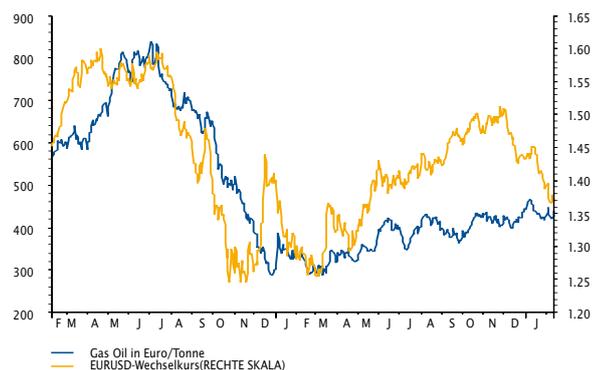
Preise für Gas Oil seit Anfang 2008 (in USD)



Quelle: Thomson Reuters

Auf Eurobasis wurde der Absturz der Preise für Gas Oil durch die Währungsentwicklung etwas abgefedert. Vom Rekordstand von rund 800 Euro/Tonne im Sommer 2008 fiel der Preis bis auf knapp 300 Euro/Tonne. In der zweiten Jahreshälfte 2008 gab jedoch auch der Euro nach. Per Saldo blieb daher seit dem Rekordhoch ein Minus von gut 60 % bis zum Tief. Im Jahresverlauf 2009 sind die Preise wieder gestiegen und erreichten zuletzt rund 400 EUR/Tonne. Seit dem Tiefstand haben die Preise damit etwa 30 % zugelegt. Der Anstieg fiel deutlich geringer aus als auf Dollarbasis, da der Euro im Verhältnis zum Dollar in den letzten 12 Monaten relativ deutlich zugelegt hat.

Preise für Gas Oil seit Anfang 2008 (in Euro) und Wechselkurs EURUSD

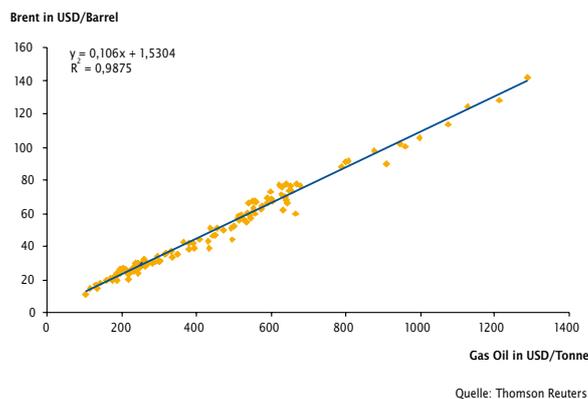


Quelle: Thomson Reuters

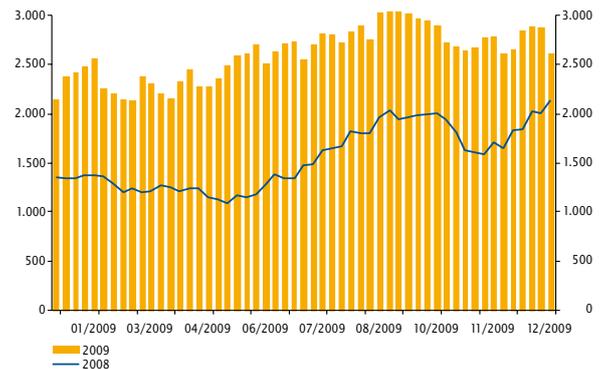
### Verbesserte Konjunkturperspektiven sollten Preise treiben

Je besser die Perspektiven für die Weltkonjunktur werden, desto größer wird auch die Wahrscheinlichkeit, dass die globale Ölnachfrage – und damit auch die Nachfrage nach Heizöl – steigt. Die vom IWF veröffentlichten robusten Wachstumsraten für die Weltwirtschaft im laufenden und im kommende Jahr stützen diese Annahme. Zudem sollte das sich abzeichnende Angebotsdefizit am Ölmarkt (siehe Kapitel 3.1) dazu führen, dass der Ölpreis und in der Folge auch der Preis für Gas Oil spätestens ab der zweiten Jahreshälfte 2010 weiter anzieht. Dass Gas Oil die erwartete Preisbewegung bei Rohöl nachvollzieht, ist sehr wahrscheinlich, schließlich zeichnete sich der Zusammenhang zwischen Brent und Gas Oil in den letzten Jahren durch eine sehr hohe Korrelation aus.

## Zusammenhang zwischen Brent und Gas Oil seit 1999



## Gas Oil Lagerbestände in der Region „ARA“ 2008 und 2009 (in 1.000 Tonnen)

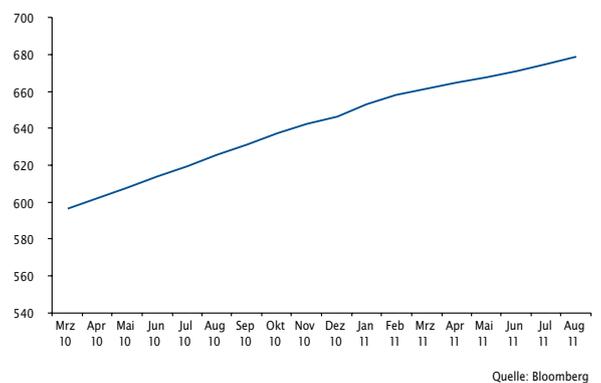


## Wetter und Lagerbestände mit Einfluss auf Heizölpreis

Neben dem Ölpreis als Haupteinflussfaktor wirken sich auch Faktoren wie die Lagerbestände, die Raffineriekapazitäten und das Wetter auf den Preis für Heizöl aus. Da sich rund 70 % der US-Haushalte, die ihren Heizbedarf mit Heating Oil abdecken, im Nordosten der USA befinden, kommt insbesondere dem Klima in dieser Region eine hohe Bedeutung für die Preisbildung zu. Sofern die klimatischen Bedingungen im Nordosten der USA und in Europa stark differieren, sind temporäre Unterschiede in der Preisentwicklung zwischen Heating Oil in den USA und Gas Oil in Europa möglich. Für die kommenden Monate sollte sowohl Heating Oil als auch Gas Oil den prognostizierten Preisanstieg bei Rohöl nachvollziehen. Ein überproportionaler Anstieg ist aktuell nicht wahrscheinlich. Zum einen liegen die Lagerbestände an Heizöl und Diesel in den USA momentan auf einem sehr hohen Niveau. Zum anderen liegt die Auslastung der Raffinerien auf dem niedrigsten Stand der letzten 10 Jahre. Insofern dürften sich mangelnde Raffineriekapazitäten in absehbarer Zukunft nicht als zusätzlicher Preistreiber für Heizöl erweisen. Und auch in Europa sind die Gas Oil Lager gut gefüllt. Im Durchschnitt des letzten Jahres lagen die Lagerbestände in der Region „ARA“ mit 2,6 Mio. Tonnen um 1,1 Mio. Tonnen oder fast 70 % höher als im Jahr 2008. Mit gut 3 Mio. Tonnen wurde im September sogar ein neuer Rekord bei den Lagerbeständen erreicht. Bis zum Jahresende 2009 ermäßigten sich die Lagerbestände auf 2,6 Mio. Tonnen. Per Anfang Februar 2010 ergab sich ein erneuter Anstieg auf 2,7 Mio. Tonnen.

Die weiterhin sehr hohen Lagerbestände dürften auch der wesentliche Grund dafür sein, dass bei Gas Oil immer noch eine relativ starke Contango-Situation vorliegt. Per Anfang Februar 2010 lagen die Aufschläge in der Terminkurve auf Sicht von 12 Monaten bei rund 10 %.

## Terminkurve Gas Oil (ICE-Notierung in USD pro Tonne)

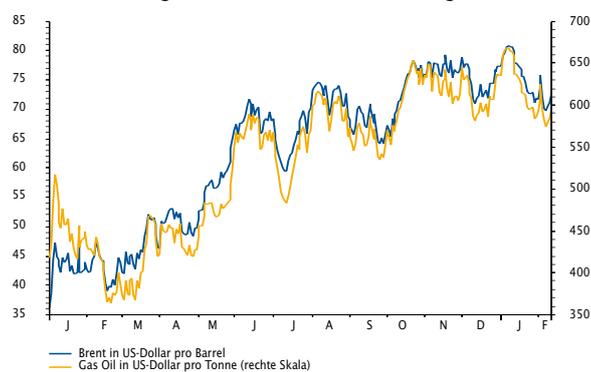


## Fazit

Die begrenzten Möglichkeiten der Nicht-OPEC-Staaten zur Ausweitung der Ölförderung und der weiterhin gedrosselte Output der OPEC dürften das Angebot an Rohöl und damit auch an Heizöl in den nächsten Monaten relativ knapp halten. Die robuste Ölnachfrage aus Asien und die Aussicht auf ein solides Weltwirtschaftswachstum in den Jahren 2010 und 2011 dürften mittelfristig zu weiter steigenden Preisen führen. Fundamentale Modelle signalisieren ein Preissteige-

rungspotenzial beim Ölpreis auf Sicht der nächsten 12 Monate von 10 bis 15 %. Die Korrelation zwischen Brent und Gas Oil war in den letzten 10 Jahren sehr stark ausgeprägt. Insofern sollte Gas Oil den zu erwartenden Anstieg beim Ölpreis nachvollziehen.

#### Preisentwicklung Brent und Gas Oil seit Anfang 2009



Quelle: Thomson Reuters

Überproportionale Preissteigerungen sind aufgrund der üppig gefüllten Lager für Heizöl und der vergleichsweise schwachen Auslastung der Raffinerien nicht zu erwarten. Auf Sicht von drei Monaten dürften sich die Preise für Gas Oil bei etwa 650 Dollar/Tonne (450 Euro/Tonne) bewegen. Auf Sicht von 12 Monaten sind Preissteigerungen auf ein Niveau von 700 Dollar/Tonne (510 Euro/Tonne) wahrscheinlich.



Foto: © wikipedia.de/Ramsch

*Dr. Frank Schallenberger*

### 3.3 Erdgas

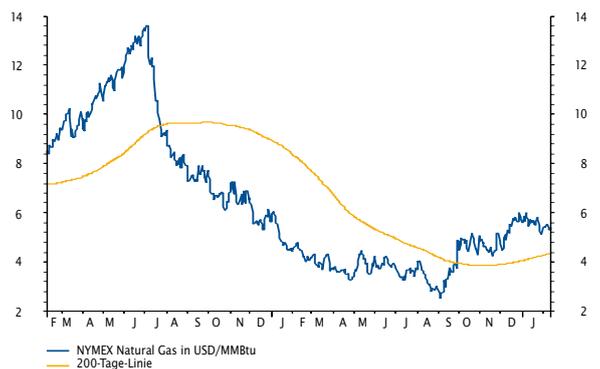
#### Erdgas: „Rollercoaster“ in den USA, ölgekoppelt in Europa

Berichte über den Gasmarkt in den Medien fanden vor allem im Zusammenhang mit der Diskussion um neue Infrastrukturprojekte, wie den Pipelines durch die Ostsee und durch Südosteuropa, statt. Der Streit um den Transit russischen Erdgases durch die Ukraine vom Anfang 2009 wiederholte sich so zur Jahreswende 2009/2010 nicht. Immer häufiger jedoch gerät die traditionelle Koppelung europäischer Gaspreise an den Ölpreis in den Fokus der Öffentlichkeit. Es ist eine Frage der Zeit, dass die Bedeutung der „alternativen“ Preisfindungsmechanismen, also Gasbörsen, zunimmt. Noch kann nicht von einem „Weltgasmarkt“, in Anlehnung an den Weltölmarkt, gesprochen werden, da regionale Verbrauchsmuster zu unterschiedlich sind und bislang aufgrund der im Vergleich zum Öl erheblich komplexeren Lagerungs- und Transportproblematik (Pipelines, Tanker) der Verbrauch eher an die Erzeugungsregion gekoppelt ist. Dennoch lohnt sich auch für den europäischen Betrachter ein gelegentlicher Blick über den großen Teich zum Verständnis eines weit entwickelten Erdgasmarktes und gewissermaßen für einen Blick in eine mögliche Zukunft des europäischen und damit auch deutschen Gasmarktes.

Die US-Erdgaspreise, gemessen am NYMEX Natural Gas Future zur Lieferung in den Pipelineknotenpunkt Henry Hub in Louisiana, haben die Entwicklung am Ölmarkt nach den Rekordpreisen im Jahr 2008 nachvollzogen und bis Jahresanfang 2009 bereits über 50 % nachgegeben. Im Gegensatz zum Ölmarkt, der die tiefsten Preise bereits zum Ende des ersten Quartals 2009 sah, verzögerte sich die Erholung am Gasmarkt aber um etwa ein halbes Jahr. Die Notierung des nächstfälligen NYMEX-Futures fiel von einem Niveau um knapp 6 USD/MMBtu Anfang 2009 bis knapp über die 2,50 USD/MMBtu-Marke im August. Erst die Kürzung der Erdgasförderung in den USA und vorgezogene Stilllegungen von Anlagen für Wartungsarbeiten konnten die Trendwende in einem überverkauften Markt herbeiführen. Der Gaspreis verdoppelte sich in einer kurzen Zeitspanne von einem Monat und kehrte somit in die Preisspanne zwischen 5 und 6 USD/MMBtu vom Jahresanfang zurück. Die wesentlichen Treiber des Erdgasverbrauchs, hier am Beispiel der USA, sind Haushalte, Industrie und Elektrizitätserzeugung, wobei die Haushaltsnachfrage vor allem temperaturgetrieben

und insofern schwer langfristig zu prognostizieren ist. Die Industrienachfrage hingegen ist, wie auch die Elektrizitätserzeugung in Gaskraftwerken, eng mit der gesamten Industrieproduktion, also dem Wirtschaftswachstum, verknüpft. Die wichtigsten Faktoren, die das Erdgasangebot beeinflussen, sind US-Produktion, kanadische Importe über Pipelines und LNG (Liquefied Natural Gas)-Flüssiggasimporte per Tanker. Insgesamt kann man folgendes Fazit ziehen: Die Erholung der US-Wirtschaft dürfte den Gaspreisverfall des Sommers zu einem schnell vergessenen Ereignis machen, Preise von mindestens 5 USD/MMBtu spiegeln eher die Realitäten wider.

Preisentwicklung von Erdgas an der NYMEX seit Anfang 2008



Quelle: Thomson Reuters

#### Koppelung des Gaspreises an den Ölpreis

Im Gegensatz zu den USA verfügt Kontinentaleuropa bislang nicht über einen vergleichbar entwickelten Gas-Spot- und Terminmarkt, obwohl neben der im Juli 2007 begonnenen Initiative der Energiebörse EEX, einen Gasmarkt zu etablieren, weitere regionale Marktplätze ihre Arbeit aufgenommen haben. Noch herrschen im deutschen Gasmarkt Vertragsbeziehungen vor, die keinen „echten“, an einem Großhandelsmarkt ermittelten Gaspreis zugrunde legen, sondern vielmehr einen Gaspreis nutzen, dessen Entwicklung vom Heizölpreis abhängt. Der Grund hierfür ist die Tatsache, dass Gas und Heizöl in vielen Anwendungen (Wärmeerzeugung, Brennstoff für Kraftwerke) substituierbar sind. Manche bestehende Anlagen lassen sich mit relativ geringem Aufwand von Gas- auf Ölbetrieb umrüsten und auch bei Neuinvestitionen kann die Entscheidung, Gas oder Öl einzusetzen, alternativ getroffen werden. Historisch boten diese Vertragsverhältnisse auch für Produzenten

eine allgemein anerkannte Kalkulationsbasis für Investitionen in Förder- oder Transportinfrastruktur. Häufig eingesetzte Referenzpreise in Gasverträgen sind die vom Statistischen Bundesamt in Wiesbaden veröffentlichten Preise für Leichtes Heizöl (HEL) und Schweres Heizöl (HSL). Diese Preise werden monatlich zur Monatsmitte durch das Statistische Bundesamt durch eine Umfrage unter inländischen Produzenten ermittelt und üblicherweise um den 21. des Folgemonats veröffentlicht. Unterschieden werden dabei verschiedene Verkaufsfälle (Verbraucher, Großhandel, ab Raffinerie) und Marktorte (Deutschland, Rheinschiene).

#### Definitionen:

- „HEL“: Leichtes Heizöl, Schwefelgehalt max. 0,2 %, ab 2008: 0,1 %, bei Lieferung in Tankkraftwagen an Verbraucher, 40-50 hl pro Auftrag, frei Verbraucher.
- „Rheinschiene“: Durchschnittspreis aus den Marktorten Düsseldorf, Frankfurt, Mannheim/Ludwigshafen. Notiz in EUR/hl.
- „HSL“: Schweres Heizöl, Schwefelgehalt max. 1 %, bei Lieferung in Tankkraftwagen an gewerbliche Verbraucher im Bereich von 30 Straßenkilometern ab Stadtmitte, bei Abnahme von 15 t und mehr im Monat, frei Betrieb.
- „Deutschland“: Durchschnittspreis aus den Marktorten Hamburg, Hannover, Bremen, Düsseldorf, Frankfurt am Main, Mannheim/Ludwigshafen, Stuttgart, München und Berlin. Notiz in EUR/t.

Die Berechnung eines Gaspreises mit Ölpreisbindung geschieht mittels einer Formel, die eine fixe Komponente und eine variable Komponente beinhaltet.

$$AP = 1,5 + 0,008 \times (HSL - 100) \text{ (in ct/kWh)}$$

bedeutet beispielsweise dass für den Arbeitspreis (AP) der Gaslieferung eine fixe Komponente von 1,5 ct/kWh zugrunde gelegt wird und zusätzlich die HSL-Veröffentlichung des Statistischen Bundesamtes, abzüglich einer fixen Größe, mit einem Faktor multipliziert, in der Gaspreis eingeht. Steigt der Preis für schweres Heizöl, so steigt demnach auch der Gaspreis.

#### Ölpreise beeinflussen Gaspreise mit Zeitverzögerung

Eine Besonderheit von Gasverträgen ist die zeitverzögerte Wirkung der zugrunde liegenden Ölpreise auf den Gaspreis. Üblich sind Vertragsgestaltungen, die einen Mittelwert vergangener Ölpreise mit Zeitversatz für eine bestimmte Periode gelten lassen.

Der Vertragstyp 3-3-3 beispielsweise ermittelt einen Drei-Monatsdurchschnitt (Januar/Februar/März) der HEL- oder HSL-Veröffentlichungen des Statistischen Bundesamtes, verschiebt diesen Mittelwert um drei Monate (April/Mai/Juni) und setzt eine Gültigkeit von wiederum drei Monaten (Juli/August/September) fest. Der Gaspreis für Juli bis September basiert also auf dem Heizölpreis des ersten Quartals. Ein Gasvertrag 6-3-3 mittelt dagegen über sechs Perioden, verschiebt um drei Perioden und hat ebenfalls drei Perioden Gültigkeit. Weitere übliche Vertragstypen sind 3-1-3 oder 6-1-3.

#### Vertragstyp 3-3-3: Mittelung, Zeitversatz, Gültigkeit



Quelle: LBBW

Wesentliche Einflussfaktoren auf den Heizölpreis HEL/HSL sind der Rohölpreis (Brent), die Raffineriemarge für die Weiterverarbeitung (Gasöl/Fuelöl), die Frachtraten vom wichtigen Ölumschlagplatz der „ARA“ Region (Amsterdam/Rotterdam/Antwerpen) zum Marktort „Rheinschiene“ oder „Deutschland“. Da Ölprodukte auf dem Weltmarkt und auch in Europa in USD gehandelt werden, die Indizes des Statistischen Bundesamtes sich aber auf die Einheiten EUR/hl (HEL) bzw. EUR/t (HSL) beziehen, ist selbstverständlich auch der EURUSD-Wechselkurs in eine Kalkulation mit einzu beziehen. Weitere übliche Referenzgrößen für Gasverträge sind beispielsweise die vom Datenanbieter Platts veröffentlichten Preise für Gasöl (leichtes Heizöl) und Fuelöl (schweres Heizöl).

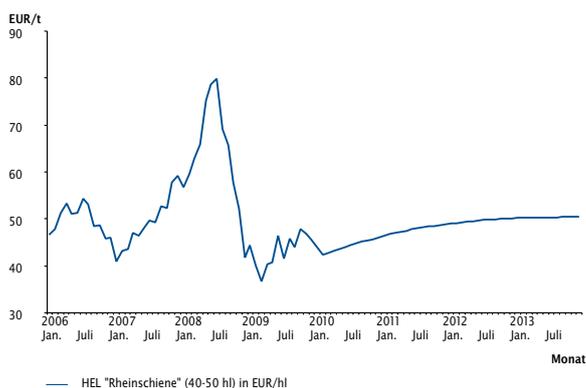
Damit Gasverbraucher die Auswirkungen schwankender Gaspreise auf Gewinn- und Verlustrechnung und Bilanz minimieren können, kommen grundsätzlich zwei Strategien in Betracht:

1. Festpreisverträge mit dem Gaslieferanten
2. Variable, ölpreisgekoppelte Gasverträge mit dem Gaslieferanten und Absicherung mittels Termingeschäften/Swaps durch eine Bank

### Hohe Volatilität bei HEL und HSL

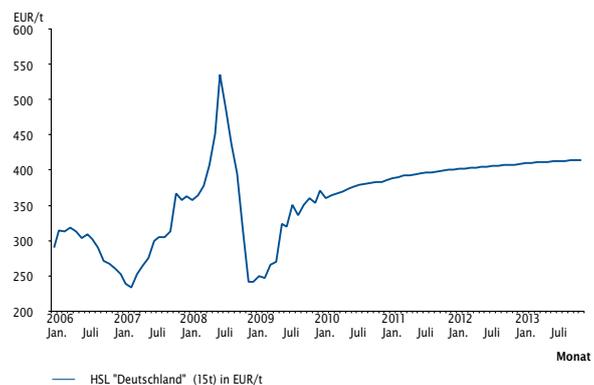
Bis April 2009 setzte sich der durch die Weltfinanzkrise ausgelöste Abwärtstrend am Ölmarkt fort. Im Frühsommer sorgte die von Asien ausgehende Erholung der Weltwirtschaft dann zügig für ansteigende Rohölpreise und in Folge dessen auch für höhere Gasoil- und Fueloilpreise und damit entsprechend höhere HEL und HSL Notierungen. Die ansteigenden Forwardkurven spiegeln die Verhältnisse an den Weltrohölmärkten wider und zeigen, dass einige Marktteilnehmer tendenziell von höheren Preisen ausgehen und dass die Lager gut gefüllt sind. Hier wird eine fortgesetzte Erholung der Weltwirtschaft und ein erfolgreiches Management des Ölangebotes durch die OPEC erwartet. Tritt die Erwartung leicht steigender Ölpreise ein, ist mit entsprechender Zeitverzögerung auch mit steigenden Gaspreisen zu rechnen.

### Preisentwicklung HEL Rheinschiene



Quelle: Statistisches Bundesamt, LBBW

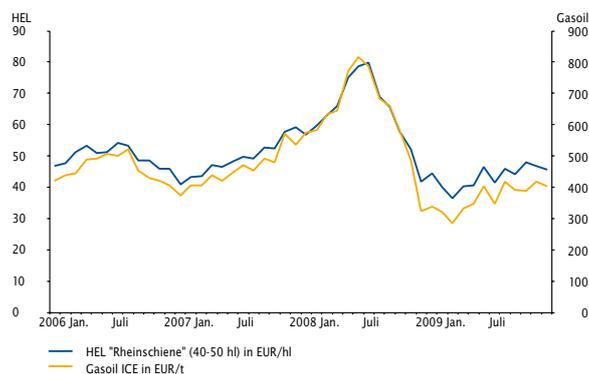
### Preisentwicklung HSL Deutschland



Quelle: Statistisches Bundesamt, LBBW

Ein wirksames Instrument, die Preisrisiken von ölpreisgekoppelten Gasverträgen abzusichern, ist das Gasoil-Termingeschäft. Der an der ICE gehandelte Gasoil Future und darauf bezogene Termingeschäfte eignen sich aufgrund der hohen Korrelation von Gasoil-, Heizöl- und Dieselpreisen für die Preisabsicherung der wichtigsten Anwendungen fossiler Energie in Europa. Im folgenden Schaubild ist die Preisentwicklung des ICE Gasoilkontrakts, umgerechnet in EUR, der Entwicklung des von Statistischem Bundesamt ermittelten HEL „Rheinschiene“-Index gegenübergestellt.

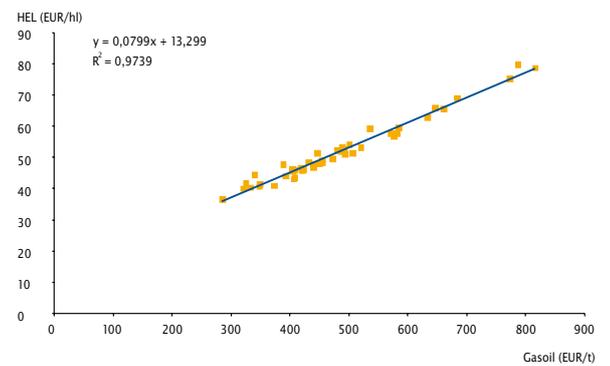
### Preisentwicklung von HEL und Gasoil



Quelle: Statistisches Bundesamt, LBBW

Es ist bereits beim Betrachten simpler Charts deutlich ersichtlich, dass die wesentlichen Preisbewegungen beider Zeitreihen synchron ablaufen und nur ein kleines Basisrisiko verbleibt. Die Güte einer Preisabsicherung von ölpreisgekoppelten Gasverträgen durch Gasoil-Termingeschäfte lässt sich allerdings besser durch das Einfügen einer Regressionsgerade in eine Punktwolke darstellen.

#### Statistischer Zusammenhang von HEL und Gasoil



Quelle: Statistisches Bundesamt, LBBW

*Dr. Eberhard Borgmann*  
(LBBW Trading Money Market/Forex/Commodities)

# 4 Edelmetalle.

## Sektorausblick

- 2009 war eindeutig das Jahr der weißen Edelmetalle. Der Silberpreis stieg um 57 %, Platin um 63 % und Palladium um 114 %. Gold liegt mit einem Plus von 27 % abgeschlagen dahinter. Auf Sicht der vergangenen zwei Jahre steht das gelbe Edelmetall jedoch immer noch an der Spitze, da Silber & Co. lediglich ihre Verluste aus dem Vorjahr wettmachten.
- Ein Preistreiber für die hauptsächlich industriell genutzten weißen Edelmetalle war die Erwartung einer baldigen Konjunkturerholung, die seit dem 2. Quartal einsetzte. Mittlerweile sind die Notierungen der tatsächlichen Lage weit vorausgeeilt. Die Preissteigerungen dürften deshalb 2010 geringer ausfallen.
- Die Mittelzuflüsse in börsengehandelte Edelmetallfonds (ETFs/ETCs) erreichten 2009 mit 19,2 Mrd. USD einen neuen Rekordwert. Bei Gold spielten vor allem im 1. Quartal Angstkäufe eine große Rolle.
- Die Nachfrage der Anleger nach Barren und Münzen erreichte im letzten Jahr ebenfalls Spitzenwerte. 2010 dürfte der Run auf Gold etwas abkühlen. Das generelle Interesse wird wahrscheinlich aber langfristig erhalten bleiben.
- Das Goldangebot wurde von dem Preisanstieg positiv beeinflusst. Zum einen stieg die Förderung leicht an. Zum anderen erreichte das Altgoldaufkommen neue Höchstwerte. Bei einem nur moderaten Preisanstieg dürfte die Recyclingmenge 2010 leicht rückläufig sein.
- 2009 kaufte der Notenbanksektor per Saldo zum ersten mal seit 20 Jahren eine geringe Menge Gold. Da das Verkaufsprogramm der Banque de France demnächst ausläuft, werden die Zentralbanken zukünftig in der Summe wahrscheinlich noch mehr Edelmetall erwerben.
- Das Wirtschaftswachstum in den Schwellenländern und insbesondere in China dürfte die Nachfrage nach Silber und Platin hoch halten. Palladium profitiert von der steigenden Motorisierung.
- Ein Unsicherheitsfaktor für die Preise der Platinmetalle liegt in der oligopolartigen Struktur der Angebotsseite. Russland dominiert den Palladium- und Südafrika den Platinmarkt.

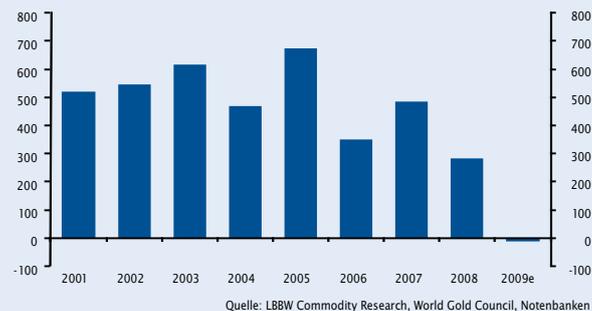
Entwicklung der Edelmetalle seit 2008, umbasiert auf 100



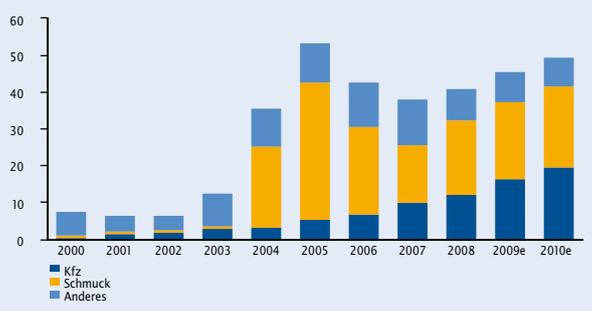
Mittelzuflüsse in börsengehandelte Edelmetallfonds in Mrd. USD



Goldverkäufe der Notenbanken in Tonnen



Chinesischer Palladiumbedarf in Tonnen



## 4.1 Gold

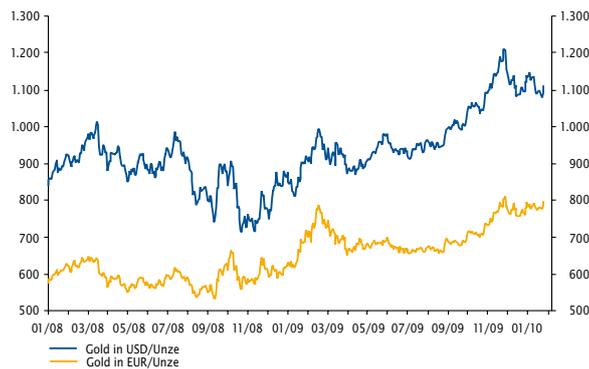


Foto: © Heraeus/Wolfgang Hartmann

### Goldpreis steigt neuntes Jahr in Folge

Der Goldpreis setzte 2009 seinen langfristigen Aufwärtstrend eindrucksvoll fort. Per Saldo stieg die Notierung einer Feinunze um 27 % auf 1.096 USD zum Jahresende und damit das neunte Jahr in Folge. Da der Euro im selben Zeitraum leicht aufwertete, fällt das Preisplus auf Basis der europäischen Gemeinschaftswährung 4 Prozentpunkte geringer aus. Eine Feinunze Gold kostete Ende Dezember im Interbankenhandel umgerechnet 764 Euro.

### Gold in USD und EUR je Feinunze seit Anfang 2008



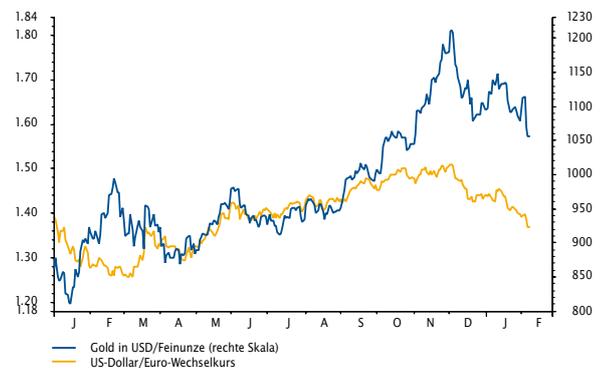
Quelle: Thomson Reuters

Die Entwicklung des vergangenen Jahres kann grob in drei Phasen eingeteilt werden. Im 1. Quartal bewegte sich der Goldpreis vor dem Hintergrund der düsteren Konjunkturerwartungen nahezu konträr zu den Aktienmärkten und überschritt zwischendurch sogar die 1.000-Dollar-Marke. Ein wesentlicher Treiber waren in diesen Monaten Käufe durch Anleger, die sich mit dem Edelmetall einen sicheren Hafen für ihre Vermögen

erwerben wollten. Als die Baisse an den Aktienmärkten ab März durch eine Hausse abgelöst wurde, verlor der Goldpreis fast jegliches Eigenleben und entwickelte sich über mehrere Monate nahezu parallel zum USD/EUR-Wechselkurs.

Im September begann die dritte Phase. Die Goldnotierungen koppelten sich weitgehend vom Geschehen an den Devisenmärkten ab und wurden von einem Cocktail aus positiven Einflüssen angetrieben. Die Grundlage bildete die Charttechnik mit dem nach oben gerichteten, trendbestätigenden Ausbruch aus einer größeren Dreiecksformation. Hinzu kam die Überwindung des alten Allzeithochs von März 2008 bei rund 1.030 US-Dollar, die sicher den einen oder anderen Fonds mit Momentum-Strategie zum Kauf über den Terminmarkt bewegen haben dürfte. Die entscheidenden Zutaten waren dann zwei Ereignisse, die wie psychologische Schocks wirkten. Zum einen schrieb eine britische Zeitung über einen Plan der arabischen Staaten, ihre Ölverkäufe zukünftig nicht mehr in dem stark schwankenden USD, sondern in einer stabileren Währung abrechnen zu wollen. Den USD/EUR-Wechselkurs bewegte diese Meldung nur kurzfristig, aber Gold als eine Art inoffizielle Gegenwährung zum Greenback verteuerte sich deutlich, auch wenn die betroffenen Staaten kurze Zeit später dementierten. Zum anderen gab die Notenbank Indiens mit dem Kauf von 200 Tonnen aus Beständen des Internationalen Währungsfonds ein deutliches Statement pro Gold ab. Die Hausse endete Anfang Dezember bei einem Höchststand von 1.226 USD. Seitdem fiel der Goldpreis deutlich zurück.

### Goldpreis in USD und USD/EUR-Wechselkurs seit Anfang 2009

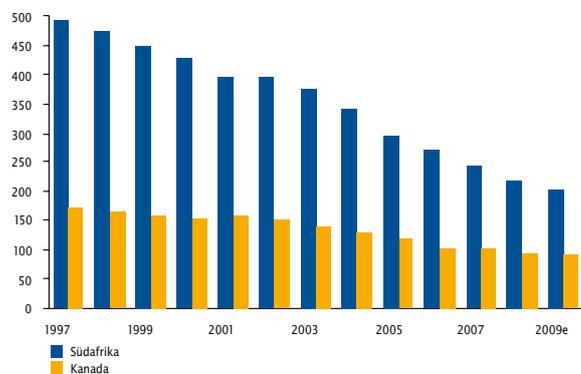


Quelle: Thomson Reuters

### Förderländer entwickeln sich uneinheitlich

Knapp zwei Drittel des jährlichen Goldangebotes stammt aus Minen, in denen das Metall entweder als Nebenprodukt bei der Förderung anderer Metalle oder primär gewonnen wird. In den meisten traditionellen Abbaugebieten setzte sich der rückläufige Trend auch 2009 fort. So sank die Goldgewinnung in Südafrika von Januar bis November um 7,5 % gegenüber dem Vorjahreszeitraum. Sie dürfte im Gesamtjahr 2009 noch rund 205 Tonnen betragen haben. Möglicherweise fällt die tatsächliche Ausbeute etwas höher aus, als die offiziellen Statistiken wiedergeben. Diebstahl und das illegale Schürfen in still gelegten Minen scheinen sich zu einem immer größeren Problem zu entwickeln. Auch in Kanada sinkt die Förderung. Über die vergangenen zehn Jahren betrug der Rückgang rund 40 % und 2009 dürfte die Goldgewinnung schätzungsweise um 2 % auf 93 Tonnen gefallen sein.

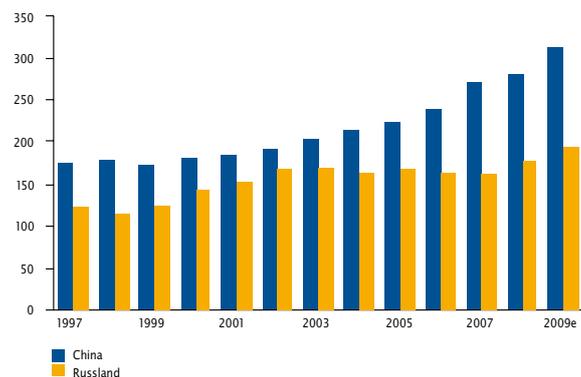
Goldförderung in Südafrika und Kanada in Tonnen



Auf der anderen Seite stehen Staaten des ehemaligen Ostblocks und Asiens, in denen die Goldförderung seit einigen Jahren erfolgreich forciert wird. Hierzu tragen ausländische Direktinvestitionen ebenso wie die Modernisierung alter Anlagen und Organisationsstrukturen bei. Besonders hervorzuheben ist die Volksrepublik China, die seit 2007 die Rangliste der Fördernationen anführt. Gemäß der China Gold Association stieg die Goldgewinnung im vergangenen Jahr um 11,3 % auf 314 Tonnen. Verglichen mit 1999 ist dies ein Anstieg um gut 80 %. In Russland verlief der Trend weniger geradlinig. Per Saldo kletterte die Förderung im Zehnjahreszeitraum dennoch um 53 % auf zuletzt 193 Tonnen. Das Plus gegenüber 2008 beläuft sich auf 9,4 %. Insgesamt dürfte der positive Trend in den Schwellenländern im vergangenen Jahr die rückläufige

Goldförderung in den anderen Gebieten entgegen unserer Erwartung deutlich aufgewogen haben. Das Angebot der Minen dürfte um 4 % bis 5 % auf mehr als 2.500 Tonnen angestiegen sein.

Goldförderung in China und Russland in Tonnen

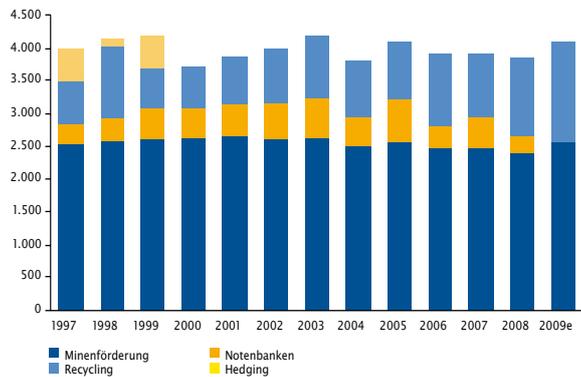


Quelle: LBBW Commodity Research, U.S. Geological Survey, China Gold Association

### Preisanstieg macht Recycling von Altgold lohnenswert

Die vergangenen Monate waren geradezu ein Musterbeispiel dafür, wie flexibel bestimmte Bereiche des Goldmarktes auf Preisänderungen reagieren. Als die Goldnotierungen im 1. Quartal wieder die 1.000-Dollar-Marke erreichten, stieg das Aufkommen an Altgold gemäß Angaben des World Gold Councils im Vergleich zum Vorquartal um knapp 60 % auf 569 Tonnen. Je höher das Edelmetall an den Börsen bewertet wird, desto mehr Menschen fühlen sich veranlasst, alte Schmuckstücke an Händler und Scheideanstalten zu verkaufen. Deshalb verwundert es auch nicht, dass die Recyclingmenge bei den niedrigeren Goldpreisen im 2. und 3. Quartal auf 314 Tonnen beziehungsweise 283 Tonnen gefallen ist. Für das 4. Quartal liegen noch keine genauen Zahlen vor. Angesichts des erreichten Allzeithochs dürfte das Altgoldaufkommen aber wieder angestiegen sein und im Gesamtjahr wahrscheinlich über 1.500 Tonnen betragen haben. Dies wäre der höchste Wert in den vergangenen 20 Jahren und gegenüber 2008 eine Steigerung um 24 %. Neben dem Preis hat hierzu sicher auch die durch die Krise wirtschaftlich schwierige Situation vieler Menschen beigetragen. Insofern wird das Goldrecycling wahrscheinlich auch in diesem Jahr hoch bleiben. Da jedes alte Schmuckstück aber nur einmal eingeschmolzen werden kann, ist über kurz oder lang mit einem Abklingen zu rechnen und 2010 dürfte das Edelmetallrecycling eher keine neuen Rekorde aufstellen.

### Goldangebot in Tonnen



Quelle: LBBW Commodity Research, World Gold Council.

### Spektakuläre Ereignisse im Notenbanksektor

Seit Mitte der 1960er Jahre waren Notenbanken in der Summe überwiegend ein Angebotsfaktor für den Goldmarkt. Insbesondere nach der Überwindung des Ost-West-Konflikts vor 20 Jahren glaubten viele Währungshüter, Gold als eine Art Notgroschen würde nicht mehr gebraucht und der Gegenwert wäre in Zins bringenden Anleihen besser investiert. So trennten sich vor allem die europäischen Notenbanken bis zuletzt in großem Stil von ihren Beständen. Das Jahr 2009 brachte nun einige spektakuläre Ereignisse und Veränderungen:

### Indien überrascht mit Goldkauf

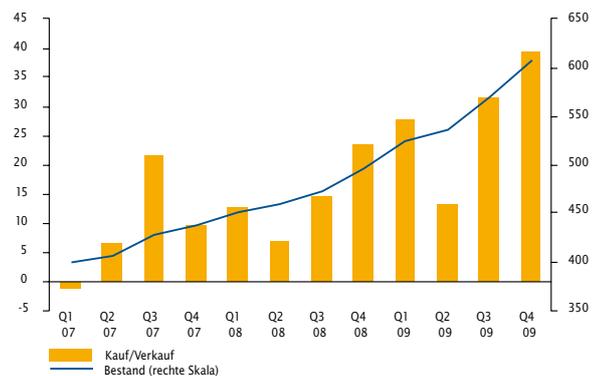
Bereits seit 2007 strebte der Internationale Währungsfonds (IWF) den Verkauf von 403 Tonnen seiner Goldreserven in Höhe von damals 3.217 Tonnen an. Am Markt wurde der Beschluss überwiegend mit Sorge gesehen, denn grundsätzlich drückt jedes zusätzliche Angebot auf den Preis. Überraschenderweise kaufte die Notenbank Indiens Ende Oktober 2008 200 Tonnen des IWF-Goldes zum Durchschnittspreis von 1.045 USD je Feinunze auf. Die Nachricht hierüber war für den Markt eine Überraschung und hat dem Goldpreis deutlich Auftrieb gegeben. Mit der Indischen Notenbank, die ihre Goldreserven seit 1998 nicht mehr änderte, wurde nicht gerechnet. Nun warf sie ihren Hut in den Ring der aktiven Goldkäufer und schnappte den Chinesen, die sich womöglich zu lange haben bitten lassen, das Objekt der Begierde oder zumindest einen Teil hiervon vor der Nase weg. Der Kauf hatte in vielerlei Hinsicht Signalwirkung. Er verdeutlichte, dass die Reserve Bank of India kaum von fallenden Preisen ausgeht, wenn sie Gold für über 1.000 USD je Feinunze kauft. Zum anderen scheint sie den Besitz von physischem Gold attraktiver als eine Gläubigerposition von US-Staats-

anleihen zu halten. Kurze Zeit später erwarben auch die Inselstaaten Mauritius und Sri Lanka 2 beziehungsweise 10 Tonnen des IWF-Goldes. Damit reduziert sich das Angebot des Währungsfonds auf die restlichen 191 Tonnen.

### Russland erhöht Goldbestand deutlich

Auch 2009 erhöhten die Notenbanken mehrerer Schwellenländer ihre Goldreserven in kleinerem Umfang. Hierzu gehörten Kasachstan, Mexiko, Weißrussland und die Philippinen. Am bedeutendsten sind die Goldkäufe der russischen Zentralbank. Sie erhöhte ihre Bestände seit Anfang 2007 um 50 % auf mehr als 600 Tonnen zum Jahresende 2009. Da der Rubel im Zuge der Krise deutlich unter Druck kam und auch die Deviseneinnahmen aufgrund der zwischenzeitlich eingebrochenen Rohstoffpreise nicht mehr so stark sprudelten wie zuvor, wären geringere Goldkäufe 2009 denkbar gewesen. Tatsächlich schalteten die Verantwortlichen in Moskau sogar noch einen Gang höher und kauften im letzten Jahr doppelt so viel Gold wie 2008.

### Entwicklung des Goldbestandes der russischen Notenbank in Tonnen

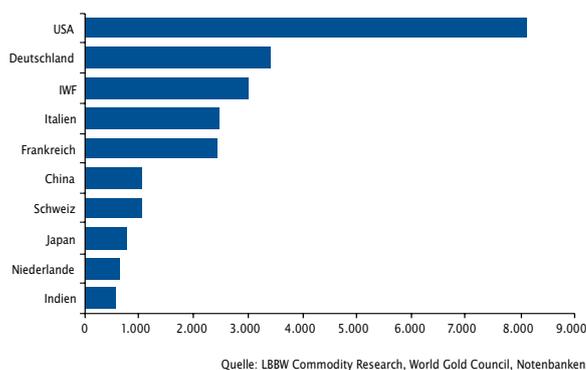


Quelle: LBBW Commodity Research, Bank of Russia, World Gold Council

### China verheimlichte Golderwerb

Ende April 2009 gab Chinas staatliche Fremdwährungsverwaltung überraschend eine Aufstockung der Goldreserven um 454 Tonnen auf jetzt 1.054 Tonnen bekannt. Damit hat China in der Liste der größten Goldhorte unter den Notenbanken auf einen Schlag die Niederlande, Japan und die Schweiz überholt und rangiert nun auf dem sechsten Platz. Mehr Gold lagert nur in den USA, in Deutschland, beim Internationalen Währungsfonds, in Frankreich und in Italien.

### Goldbestände der Notenbanken in Tonnen



Die Nachricht war durchaus eine Sensation, da am Markt zwar spekuliert wurde, aber nichts über tatsächlich stattfindende chinesische Goldkäufe bekannt war. 454 Tonnen Edelmetall sind zudem nicht gerade eine kleine Menge. Gemäß den Angaben wurde das Gold nicht über die Börse gekauft, sondern es stammt aus heimischer Minenförderung. Dies würde erklären, wo ein Teil des Goldes aus den Bergwerken des Landes verblieben ist, denn immerhin ist die Volksrepublik seit 2007 die Nummer 1 unter den Fördernationen. Leider wurde nicht veröffentlicht, wann das Edelmetall aufgekauft wurde. Bekannt ist nur, dass dies im Zeitraum zwischen dem Jahr 2003 und Anfang 2009 geschehen sein muss, denn vor sechs Jahren hat China zum letzten Mal den Bestand seiner Goldreserven beim IWF mit damals 600 Tonnen angegeben.

### Europäer verkaufen kaum noch

Die Liste der Verkäufer wird dagegen immer kürzer. Diejenigen Notenbanken, die sich von Goldbeständen trennen wollten, haben dies entweder bereits umgesetzt oder sie stehen kurz vor dem Abschluss. Beispielsweise verkaufte die Banque de France seit Ende 2004 durchschnittlich 28 Tonnen Gold pro Quartal. Das Pariser Finanzministerium hatte damals eine Reduktion der Edelmetallbestände um bis zu 600 Tonnen auf dann 2.425 Tonnen angeordnet. Derzeit betragen die französischen Goldreserven gut 2.435 Tonnen. Somit bleibt lediglich die Differenz in Höhe von 10 Tonnen übrig, die im Jahresverlauf veräußert werden kann oder möglicherweise bereits veräußert worden ist. Im vergangenen Jahr kamen dagegen 73 Tonnen Zentralbankgold aus Frankreich auf dem Markt und 2008 waren es noch 114 Tonnen. Auch die europäi-

sche Zentralbank hielt sich mit Goldverkäufen zuletzt zurück, wobei sie kein offizielles Verkaufsprogramm abwickelt und auch keine Stellungnahmen abgibt. Im Jahr 2008 reduzierte sie ihre Goldbestände noch um 71 Tonnen und 2009 um lediglich 32 Tonnen. Kleinere Mengen kamen in den letzten Monaten aus Schweden, den Niederlanden und von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich auf den Markt.

### Per Saldo Wechsel zum Käuferlager

Bei der Saldierung der gesamten Aktivitäten des Notenbanksektors des vergangenen Jahres bleiben die Goldverkäufe des IWF an die Zentralbanken von Indien, Mauritius und Sri Lanka außen vor, da sie lediglich Umbuchungen von einer Bilanz in die anderen Bilanzen bedeuten und sich so gegenseitig ausgleichen. Anders ist dies beim Golderwerb der People's Bank of China auf dem Inlandsmarkt. Allerdings können die 454 Tonnen keinem bestimmten Jahr zugeordnet werden und wenn überhaupt, dann entfällt lediglich ein kleiner Teil hiervon auf 2009. Gemessen an den Aktivitäten der restlichen Währungshüter sind die Notenbanken 2009 zum ersten Mal nach 20 Jahren wieder in das Käuferlager übergetreten. Per Saldo dürfte ihre Nachfrage 10 Tonnen ausgemacht haben.

### Positiver Markteinfluss



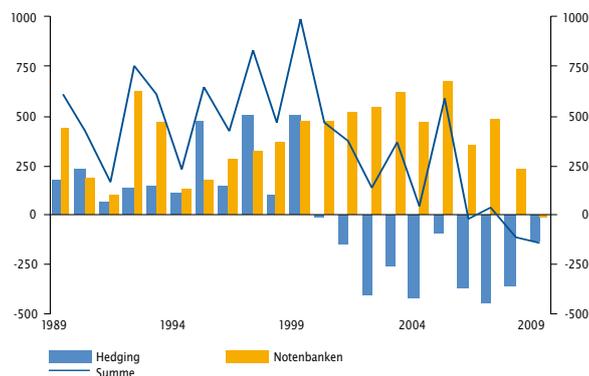
Foto: © Amvel Trading

Aus Anlegersicht ist die Entwicklung des Notenbanksektors grundsätzlich positiv. Treten sie als zusätzliche Käufer auf, dann erhöht sich die Wahrscheinlichkeit von Preissteigerungen. Hinzu kommt das psychologische Argument: Wenn selbst die Notenbanken als Emittenten von Papiergeld lieber Gold an Stelle von an-

derem Papiergeld oder Staatsanleihen einlagern, dann spricht dies allein schon aus taktischen Erwägungen für eine Portfoliodiversifikation mit Edelmetall. Unabhängig von diesen Überlegungen ist der Rückgang der Goldverkäufe fast noch bedeutender. In den vergangenen Jahren verkauften die Notenbanken ungefähr 500 Tonnen Gold pro Jahr. Schon 2008 schmolz die Menge auf 283 Tonnen. Dieses Angebot fällt nun voraussichtlich dauerhaft weg.

Die Bedeutung der Goldverkäufe durch die Notenbanken wird vor allem bei längerfristigen Betrachtungen deutlich. In den 1990er Jahren veräußerten die Währungshüter meist unabgesprochen größere Mengen am Markt. Gleichzeitig sicherten viele Minengesellschaften ihre Förderung gegen sinkende Preise ab, womit letztendlich ebenfalls Gold verkauft wurde. Ein Weg des Hedgings besteht nämlich darin, sich Gold zu leihen, es an der Börse zu verkaufen und den Goldkredit mit der zukünftigen Fördermenge wieder zu begleichen. Die Summe aus den Notenbank- und den Hedging-Aktivitäten führte somit zu einem zusätzlichen Goldangebot in Höhe von durchschnittlich 550 Tonnen pro Jahr. Der Preis sank in diesem Zeitraum und es ist vielleicht kein Zufall, dass die Notierungen ausgerechnet 1999 ihren Tiefstand erreichten, als der Einfluss beider Größen am stärksten war.

**Markteinfluss der Notenbanken und Hedging-Aktivitäten der Minengesellschaften in Tonnen**



Quelle: LBBW Commodity Research, World Gold Council

Danach änderte sich das Bild. Zwar verkauften die Zentralbanken sogar größere Mengen Edelmetall als vorher. Die Verkäufe wurden aber seit Ende 1999 durch das Goldabkommen der Notenbanken weitestgehend gedeckelt und koordiniert. Außerdem gingen

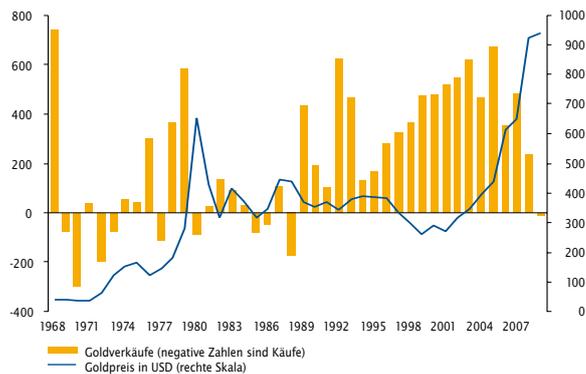
die Minengesellschaften dazu über, ihre Hedges aufzulösen, so dass dem Markt über die Rückführung der geliehenen Goldmengen Edelmetall entzogen wurde. In dem Zeitraum von 1999 bis 2009 neutralisierte dies die Notenbankverkäufe somit teilweise. Die Summe aus beiden Aktivitäten als Gradmesser für den Einfluss sank allmählich und rutschte aufgrund der gefallen Veräußerungen der Notenbanken zuletzt sogar in den negativen Bereich. Die Goldhaussa seit 2001 dürfte deshalb zu einem Teil auf die geschilderte Entwicklung zurückzuführen sein. Für die kommenden Jahre ist schon heute absehbar, dass De-Hedging keinen wesentlichen Einfluss mehr ausüben kann, da die globale Netto-Hedge-Position der Minen bereits überwiegend abgebaut wurde. Aber selbst wenn die Bergbaukonzerne angesichts des hohen Preises wieder Terminalsicherungsgeschäfte betreiben sollten, dann könnte der Gesamteffekt für das Angebot negativ bleiben, sofern die Notenbanken weiterhin auf der Käuferseite des Marktes stehen.

#### Werden neue Verkaufsprogramme aufgelegt?

Selbstverständlich wäre es denkbar, dass angesichts des zwischenzeitlich gestiegenen Goldpreises von den Notenbanken nochmals niedrigere Edelmetallbestände als ausreichend angesehen werden und deshalb weitere Verkaufsprogramme folgen. Die Schuldenproblematik der westlichen Staaten steigert zudem die Begehrlichkeiten der Finanzminister. Für die drei größten Goldhalter kann momentan Entwarnung gegeben werden. Die US-Notenbank Fed gibt schon seit Jahren kein Gold mehr ab und dürfte angesichts des schwindenden Ansehens ihrer Währung wahrscheinlich auch nicht zu Verkäufen übergehen wollen. Da die USA über eine Sperrminorität beim Internationalen Währungsfonds verfügen, stehen auch dessen vom aktuellen Verkaufsprogramm ausgenommene Bestände nicht zur Disposition. Und die Deutsche Bundesbank als Nummer 2 hat sich bislang vehement gegen Veräußerungen ausgesprochen.

Ein Wermutstropfen bleibt allerdings das bisher schlechte Abschneiden der Notenbanken unter Timing-Aspekten. Als ihre Käufe im Jahr 1988 zum letzten Mal ihre Verkäufe überwogen, erreichte der Goldpreis kurz zuvor ein Fünfjahreshoch. Auch 1980, als die Notierungen ein Allzeithoch erreichten, erhöhten die Zentralbanken ihre Goldbestände.

### Goldverkäufe der Notenbanken in Tonnen und Goldpreis in USD

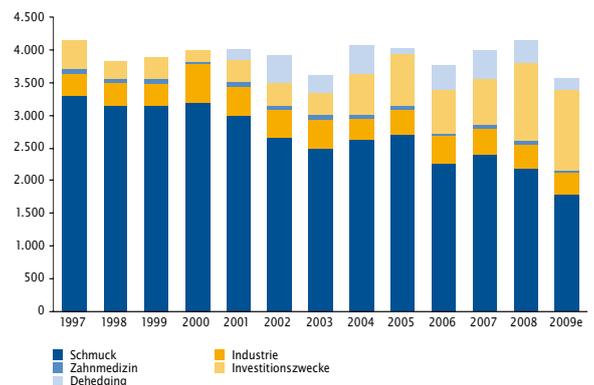


Anschaffung von Goldschmuck keine Priorität mehr genießt. Auch die Angst vor Beschäftigungslosigkeit führt bei Familien, die eigentlich noch Geld für Konsumwünsche zur Verfügung haben, häufig zu einer geringeren Ausgabenneigung. Und selbst in Deutschland, wo durch Kurzarbeit Schlimmeres verhindert wurde, stieg die Sparquote und die Einkommen dürften gefallen sein. Wahrscheinlich fiel die Schmucknachfrage im vergangenen Jahr weltweit um 18 % und dürfte nur noch knapp 1.800 Tonnen betragen haben. Dies ist die geringste Menge der vergangenen 20 Jahre und der Trend zeigt eindeutig nach unten. Allerdings ist der Goldpreis auch stark angestiegen und gemessen am Gegenwert übertreffen die Schmuckkäufe von 2009 die Vergleichswerte der Jahre zu Beginn des Jahrzehnts deutlich.

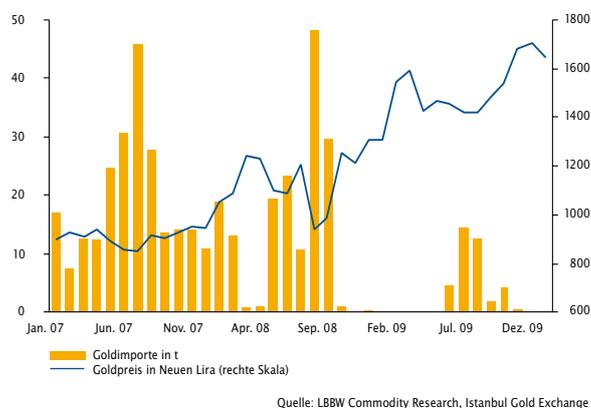
### Schmucknachfrage leidet unter hohem Preis

Die Schmucknachfrage ist im vergangenen Jahr erwartungsgemäß geringer ausgefallen. Der Preisanstieg dämpfte insbesondere an den sensiblen Märkten in Asien und im Nahen Osten die Lust der Käufer auf goldene Ringe, Ketten und Armreife. Zeitweise drehen sich die Warenströme sogar förmlich um und die Juweliere nahmen mehr Altgold an, als neuer Schmuck verkauft wurde. Als Folge importierte beispielsweise die Türkei im vergangenen Jahr lediglich 38 Tonnen Gold, nachdem 2008 noch 166 Tonnen und 2007 sogar 231 Tonnen Gold eingeführt wurden.

### Goldnachfrage in Tonnen



### Türkische Goldimporte in Tonnen und Goldpreis in Neuen Türkischen Lira



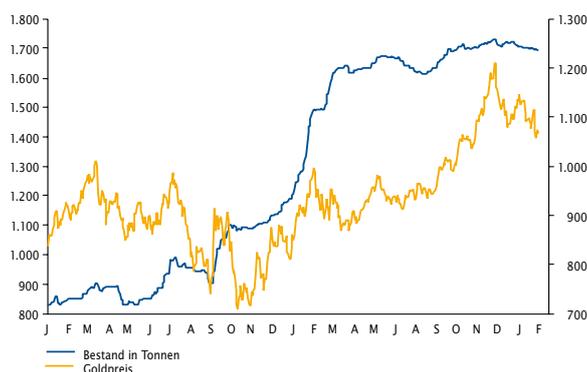
Für die kommenden Monate sind die Aussichten nicht eindeutig. Der Arbeitsmarkt läuft der Konjunktorentwicklung meistens mit einer gewissen Zeitverzögerung hinterher, so dass sich mögliche Aufschwungstendenzen nicht unmittelbar auf die Kaufkraft und die Schmucknachfrage auswirken dürften. Auf der anderen Seite wurde gerade durch die Krise ein gewisses Nachholpotenzial aufgebaut. Dieses könnte sich entladen, sobald die Portemonnaies der Verbraucher wieder dicker gefüllt sind. Unabhängig hiervon dürfte die Schmucknachfrage auch 2010 für einen gewissen Ausgleich bei der Feststellung der Notierungen sorgen. Fallen die Preise unerwartet, dann ist mit einem Anziehen der Juwelierumsätze zu rechnen. Im umgekehrten Fall wird das Potenzial nach oben durch geringere Schmuckkäufe begrenzt.

Darüber hinaus hat auch die Wirtschaftskrise den Schmuckabsatz geschwächt. Die Arbeitslosenquoten kletterten in den meisten westlichen Staaten auf Mehrjahreshochs. Durch den Arbeitsplatzverlust sinken in vielen Haushalten die Einkommen deutlich, womit die

### Run auf Gold fand vor allem im 1. Quartal statt

Die Goldnachfrage der Anleger bewegte sich im letzten Jahr wieder auf Rekordniveau. Dies zeigt sich beispielsweise an den Käufen von Emittenten börsengehandelter Goldfonds, den so genannten ETFs beziehungsweise ETCs. Im Jahr 2009 erwarben sie rund 540 Tonnen und damit fast 70 % mehr als noch 2008. Der größte Run erfolgte allerdings im 1. Quartal 2009, als an den Kapitalmärkten regelrechte Weltuntergangsszenarien gespielt wurden. Im weiteren Jahresverlauf entwickelte sich der Gesamtbestand der Gold-ETFs per Saldo lediglich seitwärts. Eine Abwendung der Anleger vom Edelmetall fand somit trotz der Hausse an den Aktien- und Rentenmärkten nicht statt.

### Entwicklung der Gold-ETFs in Tonnen (linke Skala) und Goldpreis in USD (rechte Skala)



Die Nachfrage nach Goldmünzen und -barren bewegte sich 2009 ebenfalls auf hohem Niveau. Beliebte Anlagestücke wie „Krügerrand“ oder „Maple Leaf“ waren im Frühjahr schlichtweg ausverkauft. Eine hohe Anzahl von Neuprägungen half, die Auslagen von Banken und Münzhändlern wieder zu füllen. So prägte das US-Münzamt „Gold Eagles“ im Gesamtgewicht von 44,3 Tonnen, was einer Zunahme von 66 % gegenüber 2008 entspricht.

### Für 2010 Rückgang der Angstkäufe erwartet

Die Höhe der zukünftigen Investmentnachfrage hängt ganz entscheidend vom zugrunde liegenden Szenario ab. Eine Fortsetzung der Entwicklung aus den Vorjahren würde wahrscheinlich ein nochmaliges Abgleiten in die Rezession oder die Zahlungsunfähigkeit eines großen Staates voraussetzen. Wenn sich dagegen allmählich ein selbsttragender Wirtschaftsaufschwung ankündigt, dann dürften die Angstkäufe kaum wieder

aufflammen. Hiermit muss allerdings keine Trendumkehr verbunden sein, die die Preise stark unter Druck bringt. Nach den Erfahrungen der letzten Monate ist es eher wahrscheinlich, dass die Anleger auch in diesem Fall ihr Gold nicht auf den Markt werfen. Hierfür sprechen eine ganze Reihe von Argumenten: Die Finanz- und Wirtschaftskrise hat dem großen Teil der Menschen, die nie eine Währungsreform oder ähnliches miterleben mussten, die Vergänglichkeit von Papierwerten vor Augen geführt. Zudem hat sich die Bankenkrise mittlerweile in eine Staatsschuldenkrise gewandelt, wie das Beispiel Griechenland Anfang 2010 eindrucksvoll zeigte. Ob die Finanzminister ihre Schuldenberge abbauen können, ist noch ebenso unklar wie die Frage, ob die Exit-Strategien der Notenbanken erfolgreich durchführbar sind. Deren Liquiditätsspritzen müssen zwar nicht zwingend zu einer Erhöhung der Inflationsraten führen. Die Angst vor Geldentwertung wird durch sie aber allemal erhöht. Entsprechend dürfte das strategische Interesse an Gold als Vermögensbeimischung auch in den kommenden Jahren bestehen bleiben. Ein dämpfender Einfluss könnte von mittelfristig wieder steigenden Zinsen und einem stärkeren US-Dollar ausgehen.

### Exkurs: Sind Zinserhöhungen Gift für den Goldpreis?

#### Gold scheint von niedrigen Zinsen zu profitieren

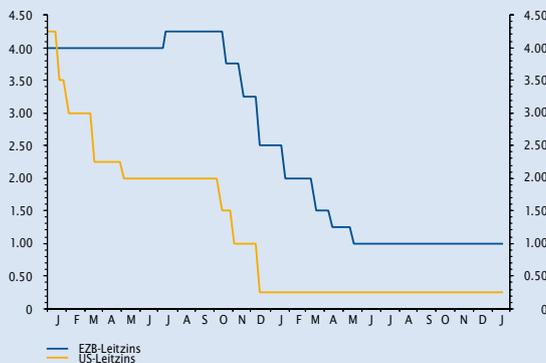
Als eine pauschale Erklärung für den derzeit vergleichsweise hohen Goldpreis wird gerne das niedrige Zinsniveau angeführt. Hierdurch bleiben die Opportunitätskosten für Goldanleger gering, denn mit einer alternativen Anlage in sichere Rentenpapiere oder mit einem Sparbuch ließen sich aktuell kaum Zinsen verdienen. Gleichzeitig schwimmen die Banken in Geld und auch Privatanleger sind auf der Suche nach lohnenden Anlagen, so dass die These von der liquiditätsgetriebenen Goldhausse plausibel erscheint. Bedeutet dies jedoch umgekehrt sinkende Goldnotierungen, wenn das Zinsniveau wieder ansteigt?

#### Notenbanken können Zinsen nur erhöhen

Bekanntlich haben die großen Notenbanken ihre Leitzinsen als Reaktion auf die Bankenkrise und die folgende Rezession Ende 2008 bis Anfang 2009 auf Rekordtiefs von 1 % in der Eurozone beziehungsweise von fast null in den USA ge-

senkt. Damit sollte klar sein, dass weitere Reduzierungen praktisch nicht möglich sind und die nächsten Zinsschritte der Notenbanken nach oben gehen. Die hierbei offene Frage ist lediglich, wann die Zinsanhebungen erfolgen. Möglicherweise könnte die EZB bereits auf ihren Sitzungen Ende des Jahres einen ersten Zinsschritt um 25 Basispunkte wagen.

#### Die Leitzinsen in den USA und in der Eurozone (in %) befinden sich auf Rekordtiefs

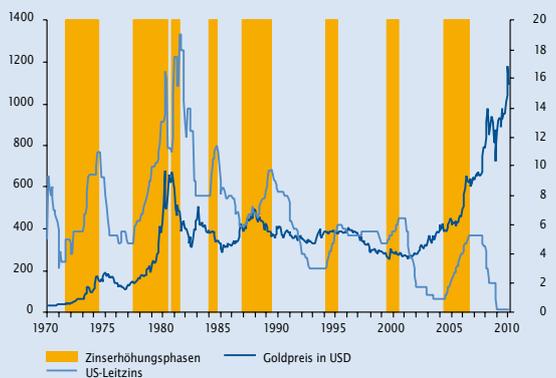


Quelle: Thomson Reuters

Etwas Licht ins Dunkel bringt der Blick auf vergangene Zinserhöhungsphasen. Die empirische Untersuchung der dann stattgefundenen Goldpreisentwicklung muss sich auf die letzten 40 Jahre beschränken, da der Wert einer Feinunze zuvor als Teil des Wechselkursystems von Bretton Woods in einem festen Verhältnis an den USD gebunden war. Für die Anlageentscheidungen der Investoren sind natürlich die Zinssätze auf den jeweiligen Heimatmärkten bedeutend. Da der physische Goldhandel wie auch der Terminhandel und somit die Arbitragemöglichkeiten auf USD-Basis erfolgen, kann die Zinsentwicklung in den USA aber als entscheidende Determinante angesehen werden. Hierfür spricht auch, dass sich die Konjunktur- und damit die Zinszyklen in den USA als wichtigster Volkswirtschaft auf der einen Seite und dem Rest der Welt auf der anderen im Zeitablauf immer mehr angeglichen haben. Das absolute Zinsniveau variiert zwar bis heute von Land zu Land deutlich. Die Bewegungen sind aber im Großen und Ganzen identisch. Beispielsweise entwickelte sich der Leitzins von Deutscher Bundesbank und der späteren EZB seit den 1970er Jahren

im Einklang mit dem Leitzins der US-Notenbank Fed. Eine Ausnahme hiervon bildet lediglich die Zeit des Wiedervereinigungsbooms und der anschließenden Rezession.

#### Goldpreisentwicklung (linke Skala in USD), US-Leitzinsen (rechte Skala in %) und Zinserhöhungsphasen (grau markiert) seit 1970



Quelle: Thomson Reuters

#### Empirie widerspricht Theorie

Insgesamt gab es in den USA seit 1970 acht große Phasen mit steigenden Leitzinsen. Ein eindeutiges Muster ist hierbei nicht zu erkennen: Der Goldpreis ist während vier dieser Phasen gefallen aber auch vier mal angestiegen. Der durchschnittliche Anstieg fiel mit mehr als 150 % sogar deutlich höher aus als die Preisrückgänge, die im arithmetischen Mittel 11,8 % betragen. Diese Zahlen werden allerdings durch die großen Goldhaussen Mitte und Ende der 1970er Jahre verzerrt.

#### Goldpreisentwicklung in Zinserhöhungsphasen

Steigender Goldpreis		Fallender Goldpreis	
Jul 71-Mai 74	321,5 %	Okt 80-Mai 81	-28,7 %
Jul 77-Mrz 80	253,3 %	Feb 84-Aug 84	-8,8 %
Jun 99-Mai 00	2,1 %	Dez 86-Mai 89	-7,6 %
Jun 04-Jun 06	58,1 %	Feb 94-Jan 95	-2,2 %
<b>Mittelwert</b>	<b>158,8 %</b>		<b>-11,8 %</b>
<b>Median</b>	<b>155,7 %</b>		<b>-8,2 %</b>

Umgekehrt ergibt sich auch in Phasen sinkender Leitzinsen kein klares Bild: In fünf von acht Fällen ist der Goldpreis angestiegen, während er drei mal gefallen ist. Trotz des leichten Überhangs von positiven Zeitabschnitten für Gold ist der Erklärungsansatz mit den Opportunitätskosten

demnach wenig geeignet, über die Zinssätze die Preisentwicklung vorherzusagen. Der Einfluss der Zinsen auf die Goldnotierungen dürfte folglich allgemein überschätzt werden.

#### Goldpreisentwicklung in Zinssenkungsphasen

Steigender Goldpreis		Fallender Goldpreis	
Jun 80-Aug 80	26,3 %	Jul 74-Jan76	-15,7 %
Jul 81-Nov 82	2,4 %	Jul 89-Sep 92	-3,8 %
Okt 84-Aug 86	13,7 %	Jul 95-Nov 98	-23,8 %
Jan 01-Jun 03	28,9 %		
Sep 07-Dez 08	28,3 %		
<b>Mittelwert</b>	<b>19,9 %</b>		<b>-14,4 %</b>
<b>Median</b>	<b>26,3 %</b>		<b>-15,7 %</b>

#### Anleger sind nur eine Facette des Marktes

Unbestritten ist, dass niedrige Zinsen Investoren im Einzelfall die Entscheidung für Gold eher erleichtern. Wahrscheinlich gibt es dennoch mehrere Gründe, warum sich dies, wie oben gezeigt, nicht im Preis bemerkbar macht. Hierzu zählt, dass die Anleger nur eine Facette des Goldmarktes neben den Schmuckkäufern, der Industrie, den Notenbanken und anderen Akteuren sind. Möglicherweise liegt das aber auch an den Handelsspannen für Goldmünzen und -barren. Sie sollten in die persönliche Anlageentscheidung miteinbezogen werden. Beispielsweise eignet sich eine Krügerand-Münze deshalb nicht zur kurzfristigen Gewinnerzielung. Und nur weil der Zinssatz für das Sparbuch um ein oder zwei Prozentpunkte angestiegen ist, dürfte sich in der Regel niemand von seinem Goldschatz trennen. Entsprechend sieht es auch mit Goldschmuck aus.

#### US-Leitzins und offizielle Verbraucherpreisinflation in den USA in %



#### Bei Inflationsangst profitiert Gold

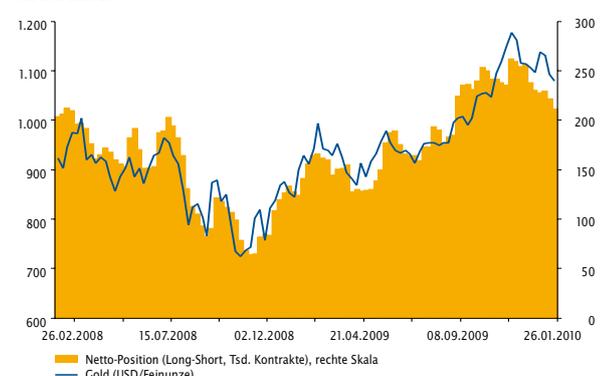
Interessanterweise ist der Goldpreis in den 1970er Jahren sogar parallel mit den Zinsen angestiegen. Im Gegensatz zu heute, wo die westlichen Notenbanken hauptsächlich zur Belebung der Konjunktur an ihren Zinsschrauben drehen, wurden die Zinserhöhungen damals in erster Linie zur Bekämpfung der Inflation getätigt. Angesichts der Geldentwertung erschien Gold also trotz der hohen Opportunitätskosten attraktiv. Somit kommt es bei der Beurteilung von Zinsänderungen wohl mehr auf deren Gründe an.

Da schon in den letzten 40 Jahren kein eindeutiger Zusammenhang zwischen Zinserhöhungen und Goldpreisentwicklung zu erkennen war, ist auch bei der in den kommenden Monaten oder Jahren anstehenden Zinswende ein Goldcrash nicht die zwingende Folge. Werden die Zinsen als Maßnahme gegen ein möglicherweise zu starkes Anziehen der Inflationsrate angehoben und die Inflationsängste bleiben weiter hoch, dann ist es sogar wahrscheinlicher, dass der Goldpreis hier von profitiert.

#### Terminmarktteilnehmer verhalten sich prozyklisch

Die Netto-Long-Position der Non-Commercials bewegte sich in den letzten zwei Jahren weitgehend parallel zum Goldpreis. Bei möglichen Preisrückgängen droht damit von dieser Seite ein verstärkender Effekt durch Gewinnmitnahmen.

#### Netto-Long-Position der Non-Commercials in 1.000 Kontrakten



### Fazit

Der Goldpreis wurde auch im vergangenen Jahr von der Finanzkrise beflügelt. Die starke Nachfrage der Anleger wog schwerer als die vergleichsweise geringen Schmuckkäufe und das hohe Angebot an Altgold. Gleichzeitig verabschiedete sich der Notenbanksektor von der Angebotsseite und trat per Saldo im kleinen Umfang als Goldkäufer auf. Die nicht marktwirksam gewordenen Erwerbungen der Zentralbanken Chinas und Indiens waren zudem deutliche Signale, die das Interesse der Anleger auch zukünftig positiv beeinflussen dürften. Angesichts der vielen ungelösten geldpolitischen und fiskalischen Probleme wird die Portfolio-diversifikation wahrscheinlich weiterhin für eine erhöhte Nachfrage sorgen, auch wenn sich die Angstkäufe von Ende 2008 beziehungsweise Anfang 2009 nicht noch einmal wiederholen werden. Ein wieder stärkerer US-Dollar und steigende Zinsen könnten den Appetit der Anleger dämpfen. Kommt der Preis unter Druck, dann ist mit stützenden Schmuckkäufen insbesondere in Asien und dem Nahen Osten zu rechnen. Ebenso dürfte sich eine Konjunkturerholung, der wachsende

Wohlstand in den Schwellenländern sowie das dort bestehende Bevölkerungswachstum auswirken. Unter dem Strich überwiegen damit die Aussichten für einen mittel- bis langfristig weiter steigenden Goldpreis.



Foto: © Picasa/Henry

*Thorsten Proettel*

## 4.2 Silber

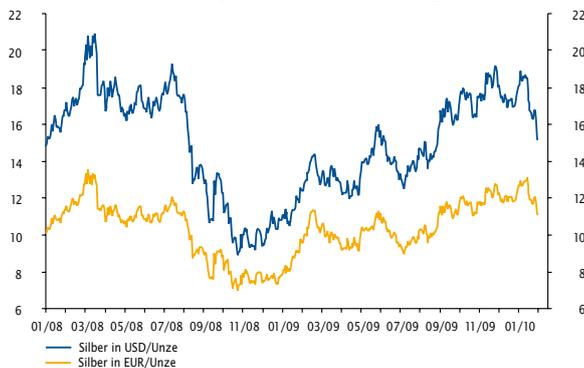


Foto: © mimismetals.com

### Preiseinbruch von 2008 wettgemacht

Der Silberpreis ist 2009 im Einklang mit den meisten Metallen deutlich angestiegen. Ende 2008 kostete eine Feinunze noch 10,79 USD. Gemessen am Stand Ende Dezember in Höhe von 16,99 USD bedeutet dies einen Zuwachs von 57 %. Auf Basis der europäischen Gemeinschaftswährung kletterte der Silberpreis in den zwölf Monaten um etwas niedrigere 53 % auf 11,84 Euro zum Jahresende. Unterbrochen wurde der Aufwärtstrend durch zwei Konsolidierungsphasen von März bis April und von Anfang Juni bis Mitte Juli. Auch Anfang 2010 gab der Silberpreis im Zuge eines allgemeinen Rückgangs der industriell genutzten Metalle nach und ermäßigte sich von knapp 19 USD auf gut 15 USD je Feinunze. Dennoch wurde der Preiseinbruch von 2008 bis Ende Januar 2010 weitestgehend wettgemacht. Silber notiert wieder über dem Niveau vom Jahresende 2007.

### Silber in USD und EUR je Feinunze seit Anfang 2008

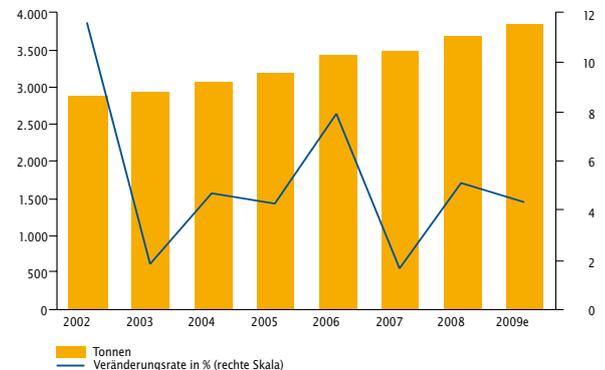


Quelle: Bloomberg, LBBW Commodity Research

### Förderung steigt 2009 zum siebten Mal in Folge

Da Silber zu mehr als 70 % als Nebenprodukt bei der Basismetallförderung gewonnen wird, verläuft die Entwicklung des Angebots nicht unabhängig von den anderen Metallmärkten. Zum Jahresbeginn 2009 wurde beispielsweise die Zinkgewinnung in vielen Fällen eingeschränkt, nachdem der Weltmarktpreis zwischenzeitlich unter die Förderkosten gefallen war. Der einsetzende Preisanstieg bei Zink & Co. wendete jedoch spätestens ab den Sommermonaten das Blatt. Die Silbergewinnung dürfte deshalb in den vergangenen Monaten um schätzungsweise 2,5 % zugelegt haben und 2009 ist damit das siebte Jahr in Folge mit einem Anstieg des Primärangebotes. Im größten Förderland Peru stieg die Silberausbeute in den ersten 11 Monaten des Jahres um 5,9 % gegenüber dem Vorjahreszeitraum und betrug damit 3.520 Tonnen.

### Peruanische Silberförderung in Tonnen und jährliche Veränderungsrate



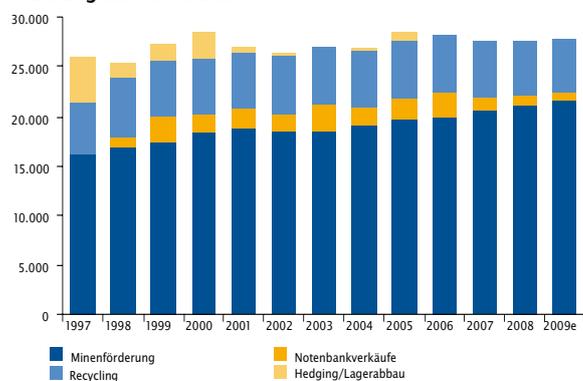
Quelle: LBBW Commodity Research, Ministerio de Energía y Minas

Die Ausbeute der primär mit der Silbergewinnung befassten Bergbauunternehmen wie Pan American Silver, Coeur d'Alene und KGHM Polska Miedz stieg im vergangenen Jahr teilweise im deutlich zweistelligen Bereich. Auch bei den großen Minenkonzernen stieg die Förderung. Beispielsweise gewann Industrias Peñoles in den ersten drei Quartalen 2009 knapp 1.160 Tonnen und damit 7,2 % mehr als im Vorjahreszeitraum. Eine Ausnahme bildet BHP Billiton. Der australische Rohstoffriese förderte im letzten Jahr mit 1.300 Tonnen etwas weniger Silber als 2008.

Der generelle Anstieg der Primärförderung dürfte auch 2010 anhalten, da auf der einen Seite die Gewinnung von Basismetallen wieder hochgefahren und sogar in den Ausbau der Minen investiert wird. Auf der anderen

Seite rentiert sich die Silbergewinnung bei dem relativ hohen Preisniveau. Aus dem selben Grund könnte 2010 auch das Silberrecycling wieder ansteigen, das zuletzt etwas schwächer ausfiel. Grundsätzlich ist das Angebot von Altsilber aber im Vergleich zum Goldmarkt weniger preissensitiv und der Niedergang der analogen Farbfotografie führt zu einem generellen Rückgang des Recyclingvolumens.

**Silberangebot in Tonnen**



Quelle: LBBW Commodity Research, Silver Institute

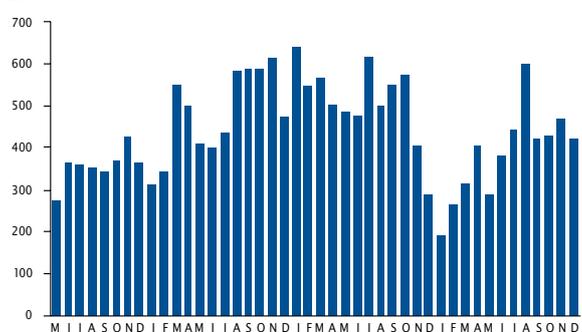
### Rezession beendet Anstieg des industriellen Silberverbrauchs

Auf der Nachfrageseite des Silbermarktes nimmt die Industrie schon seit einiger Zeit den ersten Rang ein. Ihr Bedarf kletterte von 2002 bis 2007 um durchschnittlich 5,2 % pro Jahr und machte vor der Wirtschaftskrise mit gut 14.100 Tonnen etwa 50 % der gesamten Nachfrage aus. Die größte Rezession seit der Weltwirtschaftskrise hinterließ aber auch auf diesem Feld deutliche Spuren. Bereits 2008 dürfte die Industrienachfrage den Höchststand aus dem Vorjahr knapp verfehlt haben. Da die Bereiche Elektrotechnik und Elektronik von dem konjunkturellen Zusammenbruch besonders betroffen waren, dürfte der Bedarf der gesamten Industrie im vergangenen Jahr um schätzungsweise 18 % auf rund 11.400 Tonnen gesunken sein.

An diesem deutlichen Rückgang konnten auch die Konjunkturprogramme sowie die schnellere Erholung der wirtschaftlichen Aktivität in den Schwellenländern nichts ändern. Die Silberimporte der Volksrepublik China lösten sich im vergangenen Sommer zwar zügig von ihrem krisenbedingten Tiefstand Ende 2008/Anfang 2009. So fielen die Silbereinfuhren im 2. Halbjahr 2009 mit durchschnittlich 465 Tonnen pro Monat rund 80 % höher als noch im 1. Quartal aus. Da China aber

unter den Fördernationen weltweit den dritten Rang belegt und gleichzeitig Silber ausführt, ist der Saldo aus Importen und Exporten die aussagekräftigere Größe. Im Jahr 2008 summierte er sich auf den bisherigen Spitzenwert von 1.980 Tonnen. Im vergangenen Jahr betrug die Netto-Importe in das Reich der Mitte dagegen nur 906 Tonnen Silber.

**Chinesische Silberimporte in Tonnen je Monat seit Sommer 2006**



Quelle: LBBW Commodity Research, Reuters

### Aussichten für Industrienachfrage sind positiv

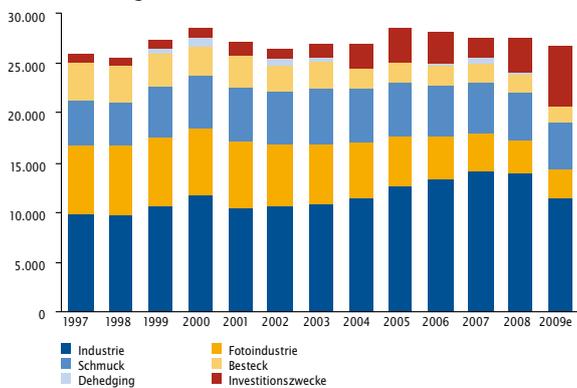
Sofern die Weltwirtschaft in den kommenden Monaten den prognostizierten Expansionspfad einschlägt, dürfte die industrielle Silbernachfrage wieder zügig auf die Beine kommen. Immerhin rechnet der Internationale Währungsfonds mit einem Wachstum des weltweiten Bruttoinlandsproduktes in Höhe von 3,9 % in diesem sowie 4,3 % im folgenden Jahr. Wahrscheinlich steigt dann der Silberverbrauch wie auch in der Vergangenheit überproportional an. Wichtige traditionelle Anwendungsfelder des weißen Edelmetalls, wie die Unterhaltungselektronik, profitieren vom Bevölkerungs- und Wohlstandswachstum in den Schwellenländern. Aber auch neuere Einsatzmöglichkeiten wie die Nanotechnologie und der Bereich Umwelttechnik dürften zukünftig einen erhöhten Silberbedarf aufweisen.

### Analoge Fotografie weiterhin auf absteigendem Ast

Die Herstellung von Farbfilmen herkömmlicher Fotokameras basiert auf Silberkristallen. Vor zehn Jahren summierte sich der Silberbedarf der Fotobranche noch auf mehr als 7.000 Tonnen beziehungsweise 25 % der Nachfrage. Da die digitale Fotografie einen immer höheren Marktanteil einnimmt und ohne Silberkristalle auskommt, sinkt dieser Wert kontinuierlich. Beispielsweise ist der Absatz von Farbfilmen in Deutschland nach Angaben des Oldenburger Fotospezialisten CeWe

Color von 187 Mio. Stück im Jahr 2001 auf 30 Mio. Stück im Jahr 2008 gesunken. 2009 dürfte der Silberbedarf der Branche noch knapp 2.800 Tonnen beziehungsweise 10 % der gesamten Nachfrage betragen haben. Für 2010 ist ein Rückgang um bis zu 400 Tonnen wahrscheinlich. Die Silbernachfrage für Schmuck und Tafelbesteck dürfte dagegen eher auf dem Niveau des Vorjahres bleiben.

**Silbernachfrage in Tonnen**

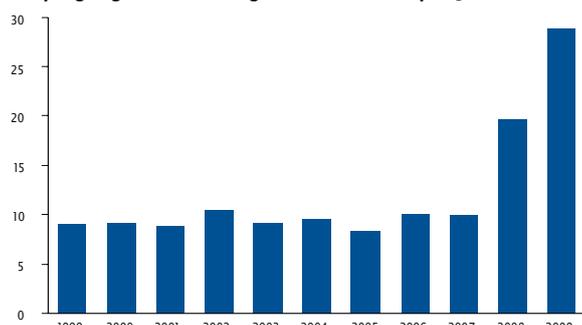


Quelle: LBBW Commodity Research, Silver Institute

### Anleger decken sich mit Silber ein

Die Investoren haben im vergangenen Jahr vermehrt zu Silber gegriffen und dürften schätzungsweise auf einen deutlich gestiegenen Anteil von über 20 % an der Gesamtnachfrage gekommen sein. Die geminderte Nachfrage der Industrie wurde so zum Teil ausgeglichen. Beispielhaft verdeutlicht die Herstellung der amerikanischen 1-Unzen-Münze „Silver Eagle“ die Situation. Die Anlegerstücke werden vom US-Münzamt entsprechend der Nachfrage geprägt und diese ist im Zuge der weltweiten Wirtschaftskrise stark angestiegen.

**Ausprägung von Silver Eagles in Mio. Stück pro Jahr**



Quelle: LBBW Commodity Research, U.S. Mint

Von 1999 bis 2007 wurden durchschnittlich 9,4 Mio. Silver Eagles geprägt. Im Krisenjahr 2008 verdoppelte sich die Nachfrage fast auf 19,6 Mio. Stück und 2009 stieg sie um weitere 47 % auf insgesamt 27,8 Mio. Exemplare. Somit wurden im vergangenen Jahr alleine für die Anlegermünze der USA 895 Tonnen Silber aufgewendet.

### Exkurs: Silber als Anlageobjekt

Silber wird von vielen Menschen in einem Atemzug mit Gold genannt und rückt in den Fokus der Anleger, da es häufig ähnliche Preisbewegungen aufweist aber zumindest optisch sehr viel günstiger erscheint. Grundsätzlich verbinden beide Edelmetalle ähnliche chemische und physikalische Eigenschaften. Darüber hinaus war Silber in der Vergangenheit ebenso wie Gold ein wichtiges Zahlungsmittel. Beispielsweise basierten die Gulden- und Talerwährungen der deutschen Staaten bis zur Einführung der Mark in den 1870er Jahren auf Silber. Noch bis 1974 wurden in der Bundesrepublik 5-Mark-Stücke aus dem weißen Edelmetall geprägt. Auch durch die Verwendung als Schmuckmetall wird Silber gedanklich in die Kategorien wertvoll und wertbeständig eingeordnet. Dass Silber diese Eigenschaften in schlechten Zeiten beibehält, ist anekdotisch festgehalten. Auf den Schwarzmärkten nach dem Ersten und dem Zweiten Weltkrieg waren Silbermünzen neben Zigaretten gerne gesehene Tauschmittel.

Vielfach wird vermutet, Silber könne in möglicherweise zukünftig auftretenden Krisenphasen, die mit einer Zerrüttung der Währungsverhältnisse einhergehen, wieder eine Rolle als informelles Zahlungsmittel spielen. Offensichtlich sind solche Motive ein Grund für die starke Nachfrage nach Silbermünzen seit Beginn der Finanz- und Wirtschaftskrise, die sicherlich auch als Vertrauenskrise der Banken und des allgemeinen Geldwesens bezeichnet werden darf. Ein häufig genannter Vorteil von Silber gegenüber Gold wäre hierbei die bessere Eignung zur Zahlung geringer Beträge. Ein Vergleich veranschaulicht diese Überlegung: Die kleinste gängige Einheit von Goldanlagemünzen wie dem „Krügerrand“ oder dem „Gold Eagle“ ist 1/10 Unze. Mit dem Gegenwert von rund 80 Euro ließen sich damit nach heutigen Preisen etwa 27 Laib Brot oder 400 Freilandeier kaufen. Der Wert einer 1-Unzen-Silbermünze entspräche

dagegen nur 4 Laib Brot oder 60 Hühnereiern und somit einer eher handhabbaren Menge.

Zu hoffen ist natürlich, dass eine solche Krise nicht eintritt. Ob Silber andernfalls die von den Anlegern zgedachte Funktion erfüllt, ist vom heutigen Standpunkt ebenso ungewiss, wie die Frage, wie lange der Run auf Münzen und Barren noch anhält. Sicher ist jedoch, dass die Eignung von Silberanlagen unter Portfolioaspekten kritisch betrachtet werden sollte.

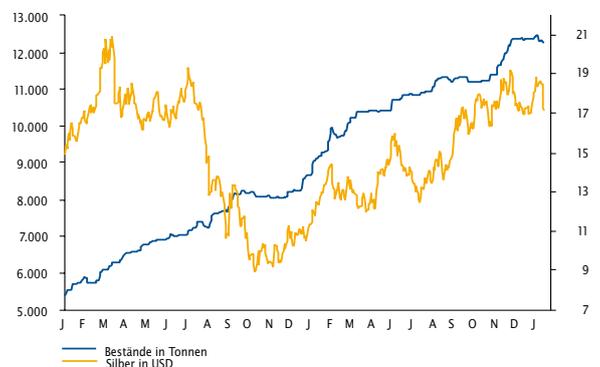
Da die Industrie der größte Abnehmer des Silberangebots ist, führt ein konjunktureller Rückgang zu einer sinkenden Silbernachfrage und somit unter sonst gleichen Umständen zu einem niedrigeren Preis. Die Notierungen sind nicht nur im Sommer 2008 massiv eingebrochen, sondern haben sich auch in früheren Rezession wie 2001 und Anfang der 1990er Jahre ermäßigt. Dieser Zusammenhang könnte zukünftig noch stärker werden, da die Nachfrage mit industriellem Hintergrund weiter anwachsen dürfte, während vergleichsweise stabile Anwendungsbereiche wie die analoge Farbfotografie an Bedeutung verlieren. Das Edelmetallinvestment dürfte sich damit in wirtschaftlich schlechten Zeiten ähnlich wie eine Aktienanlage verhalten. Dies ist der entscheidende Unterschied zu Gold, das in der Vergangenheit eher negativ mit der Konjunktur korreliert war.

Ein Investment in Silber macht abgesehen von den oben genannten Aspekten dann Sinn, wenn eine positive Wirtschaftsentwicklung erwartet wird oder spezifische Aspekte des Silbermarktes zu der Annahme eines steigenden Preises veranlassen. Zur Portfoliodiversifikation für Krisenzeiten erscheint Silber hingegen weniger geeignet.

Auch Silber ETFs beziehungsweise ETCs waren im vergangenen Jahr heiß begehrt. Insgesamt kauften die Emittenten mehr als 4.100 Tonnen des Edelmetalls zur physischen Hinterlegung ihrer börsengehandelten

Fonds. Große Nachfrageschübe gab es vor allem im 1. Quartal 2009, als die Zukunftserwartung der Anleger hinsichtlich der Konjunktur am trübsten war und auch die Gold-ETFs stark zulegten. Zudem wurden im November vermehrt Silberfonds gekauft. Ihr Gesamtbestand betrug Ende Januar 2010 rund 12.300 Tonnen.

#### Entwicklung der Silber-ETFs in Tonnen (linke Skala) und Silberpreis in USD (rechte Skala)



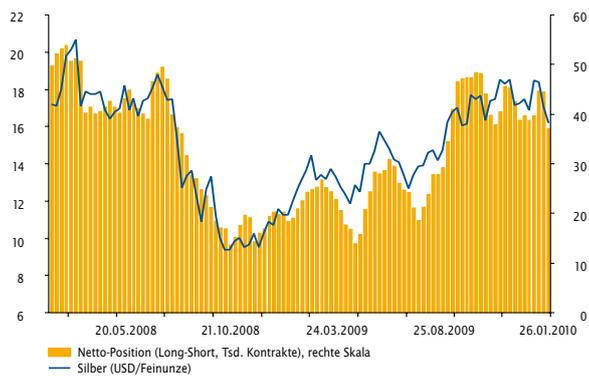
Quelle: LBBW Commodity Research, Emittenten

Vermutlich wird sich die Investitionsnachfrage nach Silber auch 2010 auf einem erhöhten Niveau bewegen. Dafür spricht das im Vergleich zu den Jahren vor der Krise deutlich gestiegene Interesse an Edelmetallen zur Vermögensanlage wie auch an Rohstoffen allgemein. Durch seine industrielle Facette konkurriert Silber zudem mit Industriemetallen wie Kupfer, das von Anlegern praktisch nicht in Münz- und Barrenform und auch nicht als physisch hinterlegter ETF erworben werden kann.

#### Terminmarktteilnehmer begleiten Preisanstieg mit Long-Spekulationen

Die Netto-Long-Position der Non-Commercials bewegte sich in den letzten zwei Jahren parallel zum Silberpreis. Gemessen an den Tiefständen kletterte sie bis Jahresende um etwa 30.000 Kontrakte, was einem rechnerischen Volumen von über 4.600 Tonnen Silber entspricht.

### Netto-Long-Position der Non-Commercials in 1.000 Kontrakten



Hinzu kam ein deutlich höherer Bedarf an physischem Silber von Seiten der Investoren. Der Preisrückgang Anfang 2010 hat die Schere zwischen den Erwartungen und der tatsächlichen Lage wieder etwas geschlossen. Von diesem Niveau aus dürften die Chancen für Silber aber überwiegen. In den kommenden Monaten und darüber hinaus dürfte sich die erwartete Konjunkturerholung positiv auf den industriellen Silberbedarf auswirken. Gute Konjunkturnachrichten haben somit das Potenzial, die Notierungen anzutreiben. Bleibt das Interesse der Anleger zudem weiter hoch, dann könnte der Silberpreis zum Jahresende die Marke von 20 US-Dollar pro Feinunze wieder in den Fokus nehmen.

*Thorsten Proettel*

### Fazit

Die Silbernachfrage ist im vergangenen Jahr spürbar eingebrochen. Dass der Preis dennoch deutlich ansteigen konnte, dürfte an der Erwartung einer zügigen Konjunkturerholung gelegen haben, die sich über den Terminmarkt und ETF-Käufe ihre Bahn gebrochen hat.

## 4.3 Platin

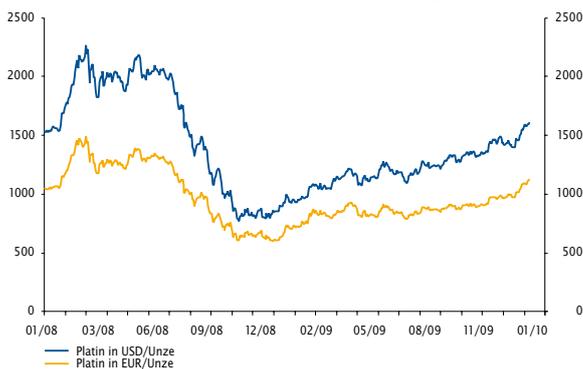


Foto: © 1888livetv.com

### Stetiger Anstieg ohne größere Schwankungen

Die Platinnotierungen sind 2009 relativ kontinuierlich angestiegen. Das Edelmetall verteuerte sich auf USD-Basis um 63 % und kostete am Jahresende 1.461 USD je Feinunze. Zum Jahresbeginn 2010 setzte sich die Verteuerung fort. Damit wurde auch wieder das Preisniveau von Ende 2007 erreicht, als Platin seine zweijährige Achterbahnfahrt begann. Diese bestand aus einem steilen Höhenflug Anfang 2008, dem im Sommer folgenden Absturz und der Erholung in den letzten Monaten. Auf Euro-Basis betrug der Preiszuwachs im vergangenen Jahr 58 %.

### Platin in USD und EUR je Feinunze seit Anfang 2008



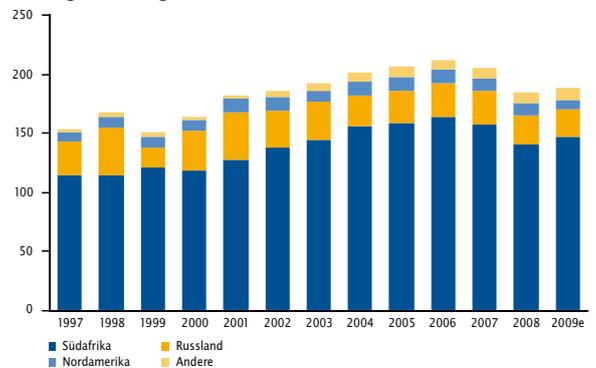
Quelle: Bloomberg, LBBW Commodity Research

### Südafrikanische Minen weiterhin wichtigste Quelle

Mit einem Anteil an der weltweiten Gewinnung in Höhe von knapp 80 % bildete Südafrika auch im vergangenen Jahr wieder die wichtigste Quelle für Platin. Nach vorläufigen Angaben des südafrikanischen Statistikkamtes sank die Förderung im Zeitraum Januar bis November 2009 um 2 % gegenüber dem Vorjahreszeitraum. Ein Grund hierfür war die Schließung mehrerer unprofitabler Schächte insbesondere beim Marktführer Anglo

Platinum, nachdem der Preis unter die Förderkosten gefallen war. Die Platinverkäufe der Minengesellschaften dürften 2009 trotzdem um rund 5 % auf knapp 150 Tonnen angestiegen sein. Dies lag am Abbau von Lagerbeständen, die Ende 2008 aufgrund von Engpässen bei der Weiterverarbeitung der Erze aufgebaut wurden. Zudem wurde das Metall nach dem Preisverfall zurückgehalten.

### Platingewinnung in Tonnen



Quelle: LBBW Commodity Research, U.S. Geological Survey, Johnson Matthey plc.

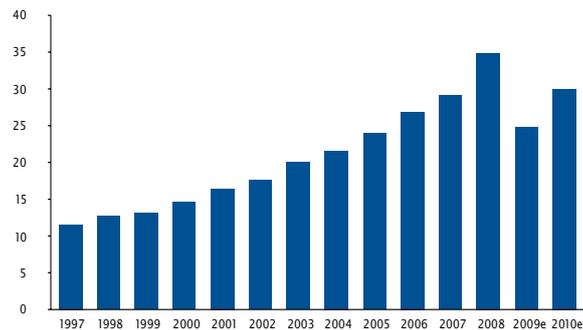
Für 2010 erwartet die Minenbranche einen Wiederanstieg der Platingewinnung. Beispielsweise plant Südafrikas Nr. 2, Impala Platinum, eine fortwährende Erhöhung der Förderung von etwa 1,7 Mio. Unzen im vergangenen Jahr auf 2,1 Mio. Unzen 2014. Das drittgrößte Unternehmen in diesem Bereich, Lonmin, möchte die Produktion ebenfalls steigern und nach 683.000 Unzen im Jahr 2009 nun das Ziel von 700.000 Unzen Platin erreichen. Die latente Elektrizitätsknappheit in Südafrika könnte diese Pläne jedoch durchkreuzen. Im Sommer steht in Südafrika die Austragung der Fußball-Weltmeisterschaft an und bei einem akuten Strommangel dürfte der Regierung sicherlich das Gelingen des sportlichen Großereignisses und die Versorgung der ausländischen Gäste wichtiger sein, als die Energieversorgung der Minenunternehmen. Auch andere Unsicherheitsfaktoren wie Streiks, technische Defekte und Unglücksfälle haben das Potenzial, die Platingewinnung zumindest zeitweise zu unterbrechen und somit auf den Preis einzuwirken.

### Recycling bei niedrigem Preisniveau nicht lohnend

Nach der Minenförderung ist das Recycling die wichtigste Platinquelle. In den vergangenen Jahren stieg die hierbei gewonnene Menge stetig an, da immer mehr Kraftfahrzeuge mit Katalysator ausgemustert

wurden und nach und nach in Verschrottungsanlagen endeten. Im Jahr 2009 brach dieser Trend. Zum einen verschoben viele Eigentümer größerer Fahrzeuge aufgrund der Krise den Kauf eines Neuwagens womit sozusagen der Nachschub fehlte. Zum anderen lohnte sich die aufwendige Gewinnung von Platin aus alten Abgasumwandlern bei dem niedrigeren Preisniveau in der ersten Jahreshälfte vielfach auch nicht. Das Recyclingaufkommen dürfte deshalb um rund 10 Tonnen gegenüber dem Vorjahr eingebrochen sein. Der bislang unverarbeitete Platinschrott dürfte bei den aktuell hohen Preisen jedoch allmählich wieder den Weg in die Scheideanstalten antreten und als zusätzliches Angebot den Anstieg der Platinnotierungen dämpfen. 2010 wird das Aufkommen wahrscheinlich wieder über dem Wert von 2007 liegen.

**Platinrecycling in Tonnen**



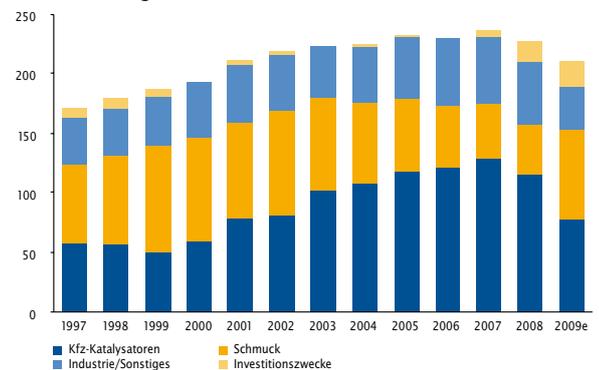
Quelle: LBBW Commodity Research, Johnson Matthey plc.

### Erholung der Nachfrage nach Dieselfahrzeugen 2010 wahrscheinlich

Im vergangenen Jahr ist die Platinnachfrage der Kfz-Branche gemäß vorläufigen Schätzungen des britischen Katalysatoren-Spezialisten Johnson Matthey um rund ein Drittel eingebrochen. Sie dürfte demnach nur noch etwa 37 % der Gesamtnachfrage ausgemacht haben, während ihr Anteil üblicherweise mehr als die Hälfte beträgt. Aufgrund der Wirtschaftskrise wurde der Kauf von größeren Neuwagen vielfach zurückgestellt. In Deutschland sank der Absatz von Dieselfahrzeugen nach einer Studie der Universität Duisburg-Essen sogar auf den niedrigsten Stand seit dem Jahr 2000. Dies ist für den Platinmarkt von besonderer Bedeutung, da Westeuropa und insbesondere Deutschland wichtige Absatzmärkte für Dieselfahrzeuge sind, für deren Katalysatoren hauptsächlich Platin verwendet wird. Die Abwrack-Programme animierten dagegen überwiegend zum Kauf kleiner Autos mit Benzinmoto-

ren. Ihre Abgasumwandler enthalten durchschnittlich weniger als 10 % Platin und mehr des preisgünstigeren Palladiums. Zusätzliche Anwendungen von Platin wie der Russ-Partikelfilter konnten den Nachfrageausfall nicht wettmachen. Im Zuge der von uns erwarteten moderaten konjunkturellen Erholung dürfte die Nachfrage nach Dieselfahrzeugen und damit nach Platin wieder leicht zunehmen. Der Autoabsatz wird sich zudem wahrscheinlich direkter am Platinmarkt auswirken, da die Bestände an hergestellten aber unverkauften Fahrzeugen im Jahr 2009 deutlich abgebaut wurden. Es ist jedoch fraglich, ob die Dieselsparte auf dem westeuropäischen Markt zukünftig ihren ehemals hohen Anteil wiedererlangen kann. Immerhin sind Dieselfahrzeuge in der Anschaffung nach wie vor teurer als Benziner, während der Preisvorteil des Kraftstoffs in der Vergangenheit tendenziell abgenommen hat.

**Platinnachfrage in Tonnen**



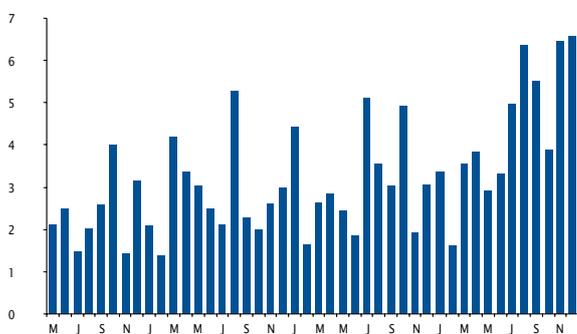
Quelle: LBBW Commodity Research, Johnson Matthey plc.

### Niedriger Platinpreis animierte zu Schmuckkäufen

In Europa und in Nordamerika war die Nachfrage nach Platinschmuck im Rezessionsjahr 2009 erwartungsgemäß rückläufig. In der nicht so stark von der Krise betroffenen Volksrepublik China wurde der niedrige Preis dagegen als Kaufgelegenheit interpretiert und der Absatz verdoppelte sich nach Angaben von Johnson Matthey gegenüber 2008 auf etwa 54 Tonnen. Gemessen an der weltweiten Schmucknachfrage von etwa 76 Tonnen kommt China so auf einen Anteil von mehr als 70 % und ist der klar dominierende Absatzmarkt für Platinschmuck. An zweiter Stelle folgt übrigens Japan mit 13 % Nachfrageanteil während die verbleibenden 17 % auf alle anderen Staaten der Welt entfallen. Die auch im Vergleich zur Vergangenheit hohe Platinnachfrage aus China schlug sich in den chinesischen Zollstatistiken nieder. 2009 absorbierte das Reich der

Mitte zeitweise sogar ein Drittel der Minenförderung. 2010 könnte die Nachfrage in Asien allerdings etwas zurückgehen. Hierfür spricht der deutliche Preisanstieg. Zudem sollen viele Händler in den letzten Monaten Lagerbestände aufgebaut haben, die erst jetzt auf den Markt kommen.

**Chinesische Platinimporte in Tonnen je Monat seit Sommer 2006**



Quelle: LBBW Commodity Research, Reuters

**Anleger interessieren sich für Platin**

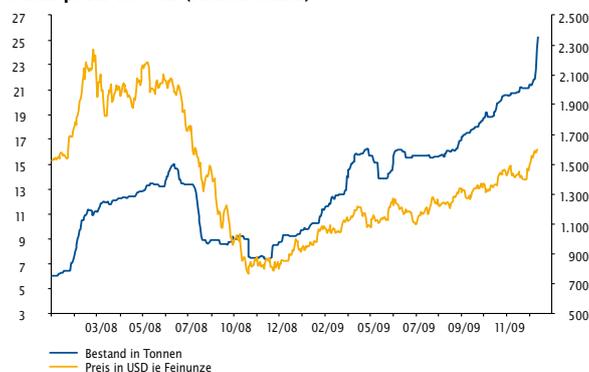
Im vergangenen Jahr griffen Anleger wie schon 2008 vermehrt zu Platin. In Japan, wo die Kapitalanlage in Edelmetalle aufgrund der Niedrigzinspolitik der Notenbank nicht unüblich ist, stieg der Platinabsatz des Edelmetallhändlers Tanaka Kikinzoku im ersten Halbjahr 2009 sogar um 260 % gegenüber dem Vorjahreszeitraum. Mit den steigenden Notierungen überwogen die Verkäufe von Kunden zwar im zweiten Halbjahr. Per Saldo wurden von Tanaka Kikinzoku jedoch mehr als 10 Tonnen Platin an Anleger abgegeben.



Foto: © Tanaka Kikinzoku K.K.

Noch größer war im vergangenen Jahr der Bedarf von börsengehandelten Platinfonds mit physischer Hinterlegung, den so genannten ETFs beziehungsweise ETCs. Sie kauften 11,9 Tonnen hinzu und kamen am Jahresende auf einen Gesamtbestand von 21,2 Tonnen. Bislang wurden diese Papiere nur in der Schweiz, in Großbritannien sowie in Australien aufgelegt, so dass der potenzielle Anlegerkreis beschränkt blieb. In der ersten Januarwoche des neuen Jahres kam allerdings ein weiterer Emittent in der Schweiz hinzu und der Handel eines neuen Platin-ETFs wurde an der New Yorker Börse aufgenommen. Damit können US-amerikanische Anleger erstmals in physisch hinterlegten Platinfonds investieren, wodurch die Bedeutung dieser Papiere für den Markt nochmals wachsen dürfte. Hierfür spricht zum einen die Aufgeschlossenheit der US-Anleger für diese Art der Kapitalanlage. Immerhin entfallen bei den Gold-ETFs rund zwei Drittel der Bestände auf amerikanische Fonds und der New Yorker Platin-ETF erwarb bereits in den ersten zwölf Handelstagen knapp 6,1 Tonnen Platin. Zum anderen dürfte der allgemeine Trend zu „alternativen Investments“ dafür sorgen, dass das Interesse an Platin weiter hoch bleibt. Einschränkend muss allerdings festgehalten werden, dass die Mehrheit der Anleger in der Vergangenheit sehr prozyklisch agierte und Platin-ETFs insbesondere bei steigenden Preisen kaufte beziehungsweise während des Preissturzes Mitte 2008 verkaufte. Tritt die von uns erwartete moderate Konjunkturerholung und die damit verbundene leicht höhere Platinnachfrage ein, dann dürften die ETFs somit die Nachfrage erhöhen.

**Entwicklung der Platin-ETFs in Tonnen (linke Skala) und Platinpreis in USD (rechte Skala)**

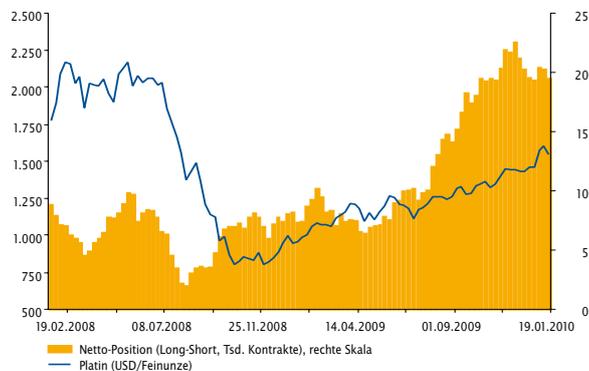


Quellen: LBBW Commodity Research, Emittenten

### Terminmarkt mahnt zur Vorsicht

Die Netto-Long-Position der Non-Commercials ist in der zweiten Jahreshälfte deutlich angestiegen und kletterte im November 2009 sogar über die Marke von 20.000 Kontrakten, also deutlich höher als während der Platinhaussa im Frühjahr 2008. Mit der Spekulation auf steigende Preise wächst auch das Enttäuschungspotenzial und die Gefahr von Verkaufsdruck

### Netto-Long-Position der Non-Commercials in 1.000 Kontrakten



Quelle: Bloomberg, LBBW Commodity Research

### Fazit

Der Platinpreis ist im vergangenen Jahr trotz der geringeren Nachfrage der Kfz-Branche deutlich angestiegen. Der Grund hierfür dürfte hauptsächlich die Erwartung einer deutlichen Konjunkturerholung sein, wobei das Preisniveau der tatsächlichen Lage weit vorseilt und die Nachfrage der Automobilindustrie mittelfristig eher unter dem Vorkrisenniveau bleiben dürfte. Die preisensible Schmucknachfrage wird in den kommenden Monaten wahrscheinlich etwas zurückgehen. Gleichzeitig wird an der Terminbörse auf stark steigende Preise spekuliert. Gewinnmitnahmen oder schlechte Konjunkturnachrichten haben somit das Potenzial für zügige Korrekturen. Die Einführung von Platin-ETFs auf dem US-Markt und der Trend zu alternativen Investments in Zusammenhang mit dem weltweiten „Anlagenotstand“ sprechen jedoch für eine weiter steigende Nachfrage der Anleger. Auch der Bedarf der Industrie dürfte allmählich etwas anziehen, weshalb eine Fortsetzung des Aufwärtstrends mittelfristig wahrscheinlich ist.

*Thorsten Proettel*

## 4.4 Palladium

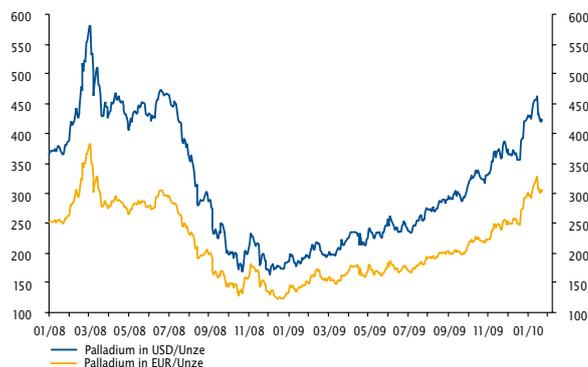


Foto: © 1888livetv.com

### Palladium 2009 der Star unter den Edelmetallen

Die größten Preissteigerungen unter den Edelmetallen wurden im vergangenen Jahr auf dem kleinsten Markt erzielt. Palladium verteuerte sich auf USD-Basis um 114 % auf 393 USD zum Jahresende. Selbst in Euro gemessen, wo die Wechselkursentwicklung einen Teil der Verteuerung abmilderte, erhöhte sich der Palladiumpreis noch um 108 %. Die Entwicklung über die vergangenen beiden Jahren ist dabei fast identisch mit der von Platin. Auf die Hausse im Frühjahr 2008 folgte der Absturz nur wenige Monate später im Einklang mit der Konjunktur. Seit Ende 2008 befinden sich die Palladiumnotierungen fast ununterbrochen im Aufwärtstrend, obwohl das Jahr 2009 nicht sehr viel versprechend begonnen hatte.

### Palladium in USD und EUR je Feinunze seit Anfang 2008



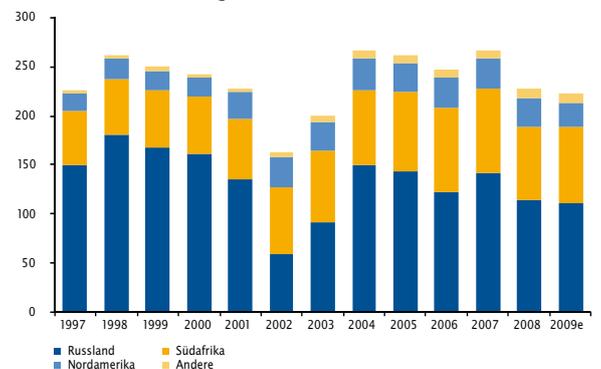
Quelle: Bloomberg, LBBW Commodity Research

### Förderung blieb 2009 auf reduziertem Niveau

Das weltweite Primärangebot dürfte 2009 wie schon im Vorjahr nur rund 225 Tonnen betragen haben und

bewegte sich damit weit unterhalb des Niveaus von knapp 270 Tonnen im Jahr 2007. Ein Hauptgrund ist die weiterhin niedrige Palladiumausbeute des weltgrößten Nickelförderers aus Norilsk in Russland, der das Edelmetall als Nebenprodukt gewinnt. Zwar wurde die Nickelförderung im vergangenen Jahr leicht erhöht. Die Palladiumkonzentration im Gestein nahm jedoch ab, so dass in den ersten drei Quartalen nur etwa 64 Tonnen gewonnen wurden. Das für 2009 angepeilte Ziel in Höhe von etwa 88 Tonnen für den gesamten Konzern könnte damit leicht verfehlt werden. 2008 betrug der Palladiumausschuss von Norilsk Nickel mitsamt den internationalen Aktivitäten rund 86 Tonnen und 2007 circa 97 Tonnen. Insgesamt nimmt die Vormachtstellung Russlands bei Palladium damit zu Gunsten von Südafrika weiter ab, wo die Förderung 2009 fast ebenso hoch wie in Russland gewesen sein dürfte. Russland bleibt dennoch die größte Palladiumquelle. Nach unbestätigten Berichten soll das russische Finanzministerium in den letzten Monaten 30 Tonnen Palladium aus eigenen Beständen verkauft haben.

### Primäres Palladiumangebot in Tonnen

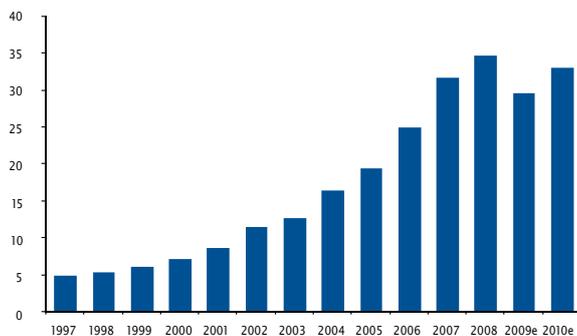


Quelle: LBBW Commodity Research, U.S. Geological Survey, Johnson Matthey plc.

### Recycling dürfte 2010 wieder in Schwung kommen

Seit Anfang der 1990er Jahre stieg das Angebot an recyceltem Palladium stetig an. 2009 wurde der Aufwärtstrend wie auch bei Platin durch den starken Preisverfall gestoppt. Mit zunehmenden Autoverkäufen in den kommenden Monaten dürfte die Verschrottung von Altfahrzeugen wieder in Gang kommen. Zudem sollen in den Staaten, die 2009 Abwrackprämien eingeführt haben, noch größere Bestände auf ihre Verwertung warten.

### Palladiumrecycling in Tonnen



Quelle: LBBW Commodity Research, Johnson Matthey plc.

### Abwrackprämien gaben Palladiumnachfrage Auftrieb

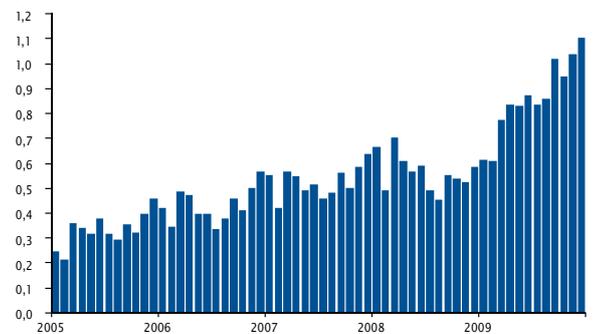
Mit dem Konjunkturbeinbruch ab Sommer 2008 und der daraus resultierenden Konsumzurückhaltung litt auch der für die Palladiumnachfrage wichtige Fahrzeugabsatz in den meisten Volkswirtschaften. Insgesamt dürfte der Palladiumbedarf der Kfz-Industrie im Jahr 2009 nach Angaben des britischen Katalysatoren-spezialisten Johnson Matthey um ungefähr 13 % auf etwa 120 Tonnen eingebrochen sein. Hierfür verantwortlich war auch der Trend zu kleineren und damit sparsameren Fahrzeugen, für die weniger Palladium benötigt wird. Angesichts der sich noch vor rund einhalb Jahren auf Rekordständen befindlichen Benzinpreise verwundet es nicht, dass beispielsweise in den USA die so genannten Sport Utility Vehicles immer weniger Käufer fanden.

Dass der Palladiumbedarf nicht noch viel stärker eingebrochen ist, hat verschiedene Gründe. In Europa trieben die im Jahresverlauf in mehreren Ländern auf den Weg gebrachten Abwrackprämien speziell den Absatz kleinerer Fahrzeuge mit Benzinmotoren an. Für ihre Abgasumwandler wird überwiegend Palladium verwendet, dessen Anteil aufgrund des günstigeren Preises im Vergleich zu Platin in den letzten Jahren immer mehr ausgeweitet wurde. Das Verhältnis von Platin zu Palladium beträgt heute 1:9. Da die Abgasvorschriften mit der Einführung der ersten Stufe der Euro 5-Norm nochmals verschärft wurden und dies tendenziell einen höheren Edelmetallbedarf nach sich zieht, sank der Palladiumbedarf der europäischen Kfz-Industrie 2009 in der Summe kaum.

In der Volksrepublik China stieg der Palladiumbedarf der Kfz-Industrie trotz der Krise wie schon in den ver-

gangenen Jahren deutlich an. Dies lag nicht nur an der allgemein zügigeren Konjunkturerholung im Vergleich zur westlichen Welt. Mehrere Provinzen verschärfte die Abgasvorschriften, so dass leistungsfähigere Katalysatoren gefragt waren und die Regierung in Peking reduzierte die Verkaufssteuern für kleinere Fahrzeuge. Damit erlebte die chinesische Autobranche ein neues Boomjahr, in dem sogar die USA als bislang größter Absatzmarkt nach Stückzahlen überholt wurde.

### Automobilabsatz in der Volksrepublik China in Mio. Stück pro Monat



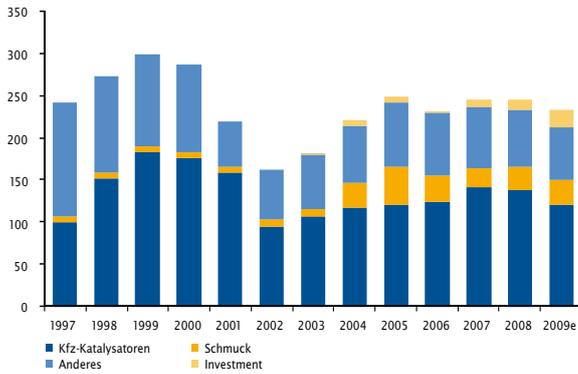
Quelle: LBBW Commodity Research, Bloomberg, China Association of Automobile Manufacturers

Für 2010 sind die Aussichten verhalten positiv. In den USA und in Europa dürfte eine Belebung stattfinden, wobei sich Vorzieheffekte aufgrund der Abwrackprogramme etwas dämpfend auswirken könnten. Die Hersteller dürften weiter versuchen, den Platinanteil in Katalysatoren zu Gunsten von Palladium zu reduzieren. Insbesondere bei Abgasumwandlern für Dieselmotoren besteht hierfür noch Potenzial. Das Einsatzverhältnis von Platin zu Palladium beträgt hier durchschnittlich 1:4. In den Schwellenländern ist von einer Fortsetzung des Trends zur Motorisierung auszugehen, wobei die Wachstumsraten in China mit 10 % bis 15 % wahrscheinlich niedriger ausfallen werden.

### Wenig Bewegung bei Industrie und Schmuck

Der Bedarf anderer Palladiumkäufer wie der Elektro- und der Chemieindustrie änderte sich auch 2009 nur geringfügig. Wahrscheinlich ist er leicht rückläufig gewesen, wobei für 2010 ein kleiner Wiederanstieg nicht überraschen würde. Im Gegensatz zu Platinschmuck stieg der Absatz von Palladiumschmuck nach vorläufigen Zahlen in den vergangenen Monaten kaum an. Der Anteil an der gesamten Nachfrage beträgt nur etwas mehr als 12 % während die Juweliere bei Platin rund ein Drittel ausmachen.

### Palladiumnachfrage in Tonnen

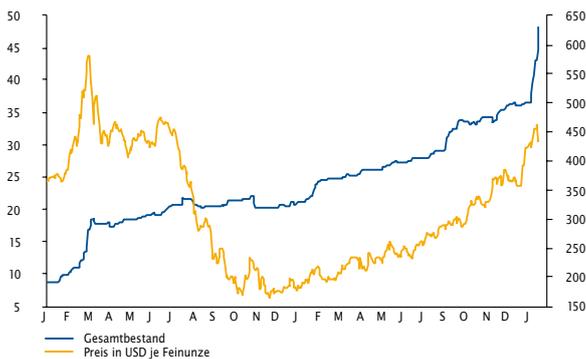


Quelle: LBBW Commodity Research, Johnson Matthey plc.

### Anleger sind sehr loyal

Die Kapitalanlage in Palladium darf wohl ohne Übertreibung als Nischenstrategie angesehen werden. Dies verdeutlichen unter anderem die Mittelzuflüsse in börsengehandelte Palladiumfonds. 2009 betragen sie 136 Mio. USD und damit lediglich 0,7 % der Neuanlagen in Edelmetall-ETFs. Dies ist viel weniger als bei den Platin-ETFs, die immerhin einen Anteil von 2,5 % bzw. rund 470 Mio. USD für sich behaupten konnten. Auch Münzen und Barren aus Palladium fristen bei Händlern nur ein Schattendasein. Nichtsdestotrotz wird die Investmentnachfrage ein immer wichtigerer Faktor für den mit einem Jahresvolumen von weniger als 250 Tonnen sehr kleinen Palladiummarkt. Und diejenigen Anleger, die sich für Palladium entschieden haben, scheinen eine langfristige Strategie umzusetzen. Hierfür spricht der fast ununterbrochen aufwärts gerichtete Gesamtbestand aller Palladium-ETFs, der selbst während des Preisrutsches im Sommer 2008 im Gegensatz zu Platin kaum reduziert wurde.

### Entwicklung der Palladium-ETFs in Tonnen (linke Skala) und Palladiumpreis in USD (rechte Skala)



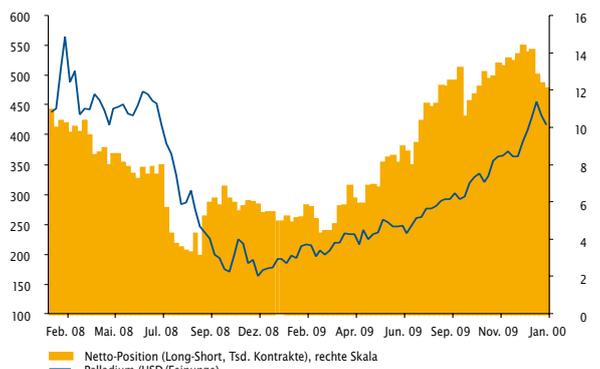
Quelle: LBBW Commodity Research, Emittenten

Im Jahr 2008 erhöhten sich die ETF-Bestände um knapp 12 Tonnen, im vergangenen Jahr wurden knapp 16 Tonnen Palladium gekauft. Die Einführung eines Palladium-ETFs an der New Yorker Börse Anfang Januar 2010 löste wie auch im Fall von Platin eine immense Zusatznachfrage aus. Innerhalb von wenigen Handelstagen wurden 12 Tonnen erworben. Wahrscheinlich wurde dieser Schritt von Bankenhändlern antizipiert, die sich schon vorher mit dem Edelmetall eindeckten, um es kurz darauf Gewinn bringend wieder in den Markt zu geben. Der Höhenflug des Palladiumpreises Ende Dezember und die relativ moderate Entwicklung der Notierungen nach Einführung des Fonds lassen hierauf schließen. Unabhängig von diesen kurzfristigen Bewegungen dürfte das Interesse der Anleger an dem eher unbekanntem Edelmetall aber relativ hoch bleiben. Es verbindet die Chance auf Wertsteigerungen im Zuge einer konjunkturellen Erholung mit der Fantasie auf eine höhere Nachfrage durch strengere Umweltvorschriften sowie dem Charakter eines Sachwertes.

### Terminmarktteilnehmer optimistisch gestimmt

Die Netto-Long-Position der Non-Commercials stieg wie auch bei Platin in der zweiten Jahreshälfte deutlich an, aber sie entfernte sich nicht so stark von den Höchstständen des Jahres 2008. In den letzten Monaten bewegte sie sich um die Marke von 13.000 Kontrakten. Dieser Wert entspricht rechnerisch rund 20 Tonnen. Dies ist zwar weniger als die Hälfte aller ETF-Bestände. Mit der Spekulation auf steigende Preise wächst aber auch das Enttäuschungspotenzial und damit die Gefahr von Verkaufsdruck, der auf dem engen Markt schnell die Preise bewegen kann.

### Netto-Long-Position der Non-Commercials in 1.000 Kontrakten



Quelle: Bloomberg, LBBW Commodity Research

### Fazit

Der Palladiumpreis ist im Jahr 2009 sehr stark angestiegen und hat sogar das Vorkrisenniveau von Ende 2007 erreicht beziehungsweise überschritten. Das Metall profitierte seit dem Frühjahr von der Erwartung besserer konjunktureller Rahmenbedingungen. Darüber hinaus sorgten die Abwrackprogramme sowie der Autoboom in China und die Anleger für eine insgesamt robuste Nachfrage. Die Erwartung eines moderaten Weltwirtschaftswachstums in den kommenden Monaten spricht für einen leicht steigenden Bedarf aus dem industriellen Bereich. Ähnlich sieht es mit der Nachfrage der Kfz-Branche und der Anleger aus, so dass der Palladiumpreis auf Sicht der kommenden Monate tendenziell fester notieren dürfte.

Preisrückschläge sind auf dem hohen erreichten Niveau allerdings wahrscheinlicher geworden. Ein Unsicherheitsfaktor für den Preis bleibt das Angebot aus Russland. Die angeblich hohen Palladiumbestände des Finanzministeriums und der Notenbanken haben das Potenzial, den Preis stark zu drücken, sollten sie zügig auf den Markt gebracht werden. Umgekehrt kann

sich eine Unterbrechung des russischen Nachschubs schnell in Preissteigerungen auswirken, wie dies schon 1998 und 2000 der Fall war. Mittel- bis langfristig könnte die Angebotsseite deutlich verkürzt werden, wenn sich die russischen Staatsbestände erschöpft haben und keine Verkäufe von dieser Seite mehr stattfinden.



Foto: © mineralienatlas.de/Frank Liebscher

*Thorsten Proettel*

## 4.5 Special: Diamanten

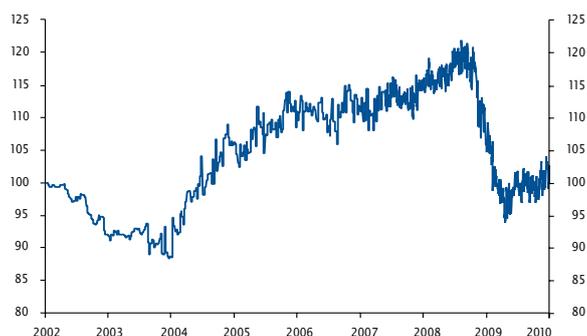


Foto: © famousdiamonds.tripod.com

### Diamonds are forever...

...und der härteste Rohstoff der Welt, aber in der größten Finanzkrise der jüngeren Geschichte hatten Diamantenpreise ähnliche Probleme wie alle anderen Vermögenswerte auch. Aufgrund der Abhängigkeit von den USA als Hauptabnehmerland wurde der Diamantmarkt sogar in besonderem Maße von der Krise betroffen. Von 2007 bis August 2008, kurz bevor die Krise ausbrach, hatte der Diamantmarkt seine beste Zeit erlebt. Die Preise von geschliffenen Diamanten waren in diesem Zeitraum um ca. 10% gestiegen und der Preisanstieg bei Rohdiamanten betrug sogar 50%. Dann platzte die Blase. Zunächst brach die Nachfrage nach Diamantschmuck im Einzelhandel in den USA ein. In der wichtigen Weihnachtssaison war der Umsatz mit Schmuck gegenüber 2007 um 22% gefallen. Dann begann eine Kettenreaktion. Während der Phase des freien Falles von September 2008 bis März 2009 hat sich der US-Diamantenimport mehr als halbiert. In Indien, dem Diamantenschleifzentrum der Welt, wurde der Rohdiamantenimport sogar fast komplett eingestellt und es wurden viele Schleiffabrikarbeiter entlassen. In der Zwischenzeit ist der PolishedPrice-Index für geschliffene Diamanten um 20% gesunken. Rohdiamanten sanken sogar um ca. 40% im Preis. Unsere im Commodity Yearbook 2009 geäußerte Befürchtung ist somit eingetreten.

Preisindex der geschliffenen Diamanten  
(Basisjahr: 2002)

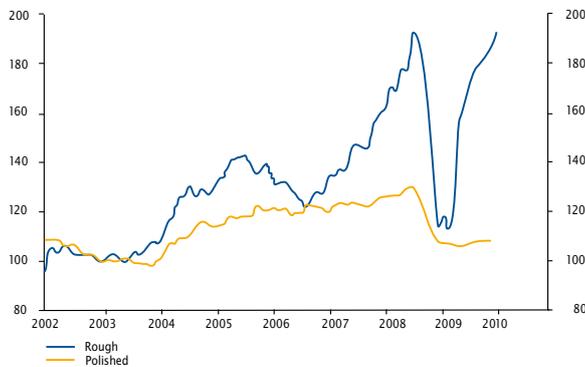


Quelle: Polished Prices

Nach der Phase des freien Falles versuchten die Marktteilnehmer sich auf die neue Situation einzustellen. Die Minenunternehmen reagierten mit Produktionskürzungen um den Markt nicht weiter zu belasten. De Beers hat beispielsweise in den ersten 6 Monaten 2009 seine Produktion um 73% gegenüber dem Vorjahr gedrosselt. Die weltweit zweitgrößte Diamantenminenfirma Alrosa (Russland) hat in der ersten Jahreshälfte laut Firmenbericht nichts auf dem offenen Markt verkauft. Vielmehr wurde die komplette Produktion von Alrosa durch den russischen „staatlichen Schatzhüter“ Gokhran übernommen. Die Produktionsdrosselung hat ihre Wirkung gezeigt. Bereits im zweiten Quartal 2009 konnten sich die Preise von Rohdiamanten stark erholen. Bis Jahresende betrug der Preisanstieg sogar 65%. Damit wurde das Preisniveau von vor der Lehman-Pleite wieder erreicht. Diese beeindruckende Preisentwicklung lässt sich allerdings nicht durch die tatsächliche Marktsituation rechtfertigen. Aufgrund der zunehmenden Konsumzurückhaltung blieb die Nachfrage nach Diamantschmuck, dem Endprodukt der gesamten Diamantenindustrie, immer noch schwach und der Schmuckeinzelhandel musste im Jahr 2009 einen Umsatzeinbruch von über 10% sowie mehrere Insolvenzfälle bzw. Geschäftsschließungen verkraften. Dementsprechend haben sich die Preise von geschliffenen Diamanten im Jahr 2009 entwickelt. Obwohl die Talsohle im 2. Quartal erreicht worden ist, haben sich die Preise in der zweiten Jahreshälfte nur auf einem niedrigen Niveau bewegt. Insgesamt büßten die geschliffenen Diamanten im Jahr 2009 rund 8% an Wert ein. Damit hat sich die Preisschere zwischen Rohdiamanten und geschliffenen Diamanten sehr weit geöffnet. Viele Marktteilnehmer befürchten hier bereits wieder eine weitere Blasenbildung und geben vor allem

den spekulativ agierenden Händlern die Schuld. Daher stellt sich 2010 die Frage, wie sich die Preisschere wieder schließen lässt. Dies hängt vor allem von der allgemeinen Marktentwicklung in den USA ab. Setzen sich die positiven Anzeichen aus dem Weihnachtsgeschäft 2009 nachhaltig fort, kann man noch auf eine „sanfte Landung“ hoffen, in dem das Preisniveau für geschliffene Diamanten dem für Rohdiamanten folgt.

**Preisentwicklung: Rough vs Polished**  
(Indexiert auf 100 für Basisjahr 2003)



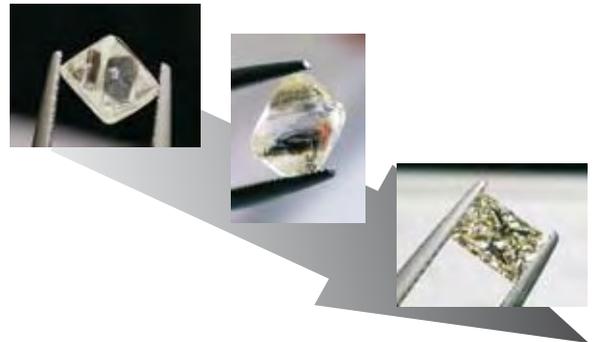
Quelle: WWW International Diamond Consultants, LBBW Asset Management Investmentgesellschaft mbH

Bemerkenswert war die stabile Nachfrage während der gesamten Krise in den Fernost-Ländern, vor allem in Indien und China. Obwohl ihr Beitrag aufgrund ihres noch relativ geringen Marktanteils die Flaute auf dem US-Markt nur begrenzt ausgleichen konnte, stellen diese Länder langfristig eine große Hoffnung für den Diamantenmarkt dar.

#### Die Diamanten-Pipeline: von Rough zum Polished

Die Reise der Diamanten begann vor bis zu 3 Milliarden Jahren in einer Tiefe von mehr als 400 Kilometern unter der Erde. Dort entstanden durch extrem hohe Temperaturen und Drücke Diamanten aus kristallisiertem Kohlenstoff. Vulkanausbrüche schleuderten die Diamantenkristalle näher an die Erdoberfläche, meistens in den Magmaschloten oder sogenannten Kimberlit-Pipes. Solche Diamantenlagerstätten aufzuspüren ist sehr schwierig und fast immer mit hohen Kosten und Zeitaufwand verbunden. 17 Jahre hat es zum Beispiel gedauert, um die EKATI-Minen in Kanada zu orten und diese zur Produktion zu bringen. Die primäre Minenproduktion mit einem Wert von 13 Milliarden USD (2008) ist zwar im Vergleich zu anderen Rohstoffen sehr gering, aber mit einer Marge von über 80% stellen die Diamantenminen den profitabelsten Minensektor

dar. Als Minenprodukte verlassen meist Rohdiamanten das Förderland, welche noch sortiert werden müssen. Dabei ist es seit Anwendung des sogenannten Kimberley-Prozesses im Jahr 2003 Vorschrift, dass die Steine von einer anerkannten Instanz geprüft und registriert werden. Die soll gewährleisten, dass es sich bei den Diamanten nicht um sogenannte „Blutdiamanten“<sup>1</sup> handelt. Nach der Sortierung werden die Rohdiamanten an Rohdiamantenhändler und Schleiffabriken verkauft. Hierbei verwenden die meisten Minenunternehmen (z.B. De Beers, Alrosa und Rio Tinto) das sogenannte „Sightholders“-System. In diesem System würden nur ausgewählte Kunden („Sightholders“) in die Verkaufsprogramme der Minenunternehmen einbezogen. Weitere Handelstätigkeiten können nur auf dem Sekundärmarkt stattfinden. Es gibt seit einigen Jahren eine Tendenz, dass immer mehr Minenfirmen, BHP Billiton zum Beispiel, ihre Rohdiamanten über Auktionen verkaufen. Während viele Marktteilnehmer dieses transparentere Verkaufssystem schätzen, sind andere wiederum der Meinung, dass hierdurch vermehrt Spekulationsgeschäfte und zusätzliche Marktschwankungen herbeigeführt werden.



Fotos: © diamantbox.de

In den Schleifbetrieben werden die wie weißer Kandis aussehenden Rohdiamanten (auch als „rough“ bezeichnet) ihren Strukturen entsprechend gesägt und geschliffen. Dadurch entstehen die geschliffenen Diamanten („polished“). Erst jetzt lässt sich das „Feuer“ der Diamanten erkennen. Die geschliffenen Diamanten werden nach den bekannten 4C-Kriterien bewertet. Diese Kriterien werden im Folgenden ausführlicher beschrieben. In diesem Zusammenhang bieten einige

<sup>1</sup> Diese Bezeichnung wird für (meist geschmuggelte) Diamanten benutzt, mit denen verschiedene Kriege in Afrika finanziert und welche oft unter menschenverachtenden Bedingungen produziert werden.

Edelsteinprüflabore, unter anderem GIA (Gemological Institut of America) und HRD (Hooge Raad voor Diamant in Antwerpen), einen Klassifizierungsdienst an und erstellen Zertifikate anhand den 4C-Kriterien für geschliffene Diamanten. Nach mehreren Besitzerwechseln unter Händlern werden die geschliffenen Diamanten von den Schmuckherstellern gekauft und bei Ringen, Ohrringen, Ketten usw. eingesetzt. Der Einzelhandelsmarkt ist die Endstation der Diamanten-Pipeline. Hier ist der Umsatz für Diamantschmuck um das Vierfache höher als der Umsatz mit losen geschliffenen Diamanten (s. Chart Diamanten-Pipeline).

#### Diamanten-Pipeline 2008

Angebot Minenpro- duktion:	Einkauf → Schleiffabrik (Rough)	Verkauf → Schleiffabrik (Polished):	Diamanten- schmuck- umsatz
\$ 13,1 Mrd.	\$ 14,4 Mrd.	\$ 19,7 Mrd.	\$ 74 Mrd.

Quelle: RBC Capital Market, LBBW Asset Management Investmentgesellschaft mbH

#### Die 4C-Kriterien

Jeder Diamant ist einzigartig. Es ist deshalb besonders schwierig, den Wert von Diamanten zu ermitteln. Die branchenübliche Methode der Wertermittlung erfolgt mit den so genannten 4C-Kriterien: Cut (Schliff), Color (Farbe), Clarity (Reinheit) und Carat (Karat = Gewicht). Von den 4C-Kriterien ist der Cut (Diamantschliff) der am stärksten von „menschlicher Hand“ beeinflusste Faktor. Die Bearbeitung markiert dabei auch den Übergang vom Rohdiamanten zum bearbeiteten Endprodukt. Die Schleiffabrik spielt für die Strahlkraft eines Diamanten eine entscheidende Rolle. Ein präzise proportionaler und winkliger Brillantschliff (eine weit verbreitete Schliffform mit mindestens 56 Facetten plus einer Tafel im Oberteil und einer Spitze im Unterteil) kann beispielsweise den Glanz von Diamanten zu maximaler Geltung bringen.

Diamanten unterscheiden sich auch hinsichtlich der Farbe. Nicht alle Diamanten sind farblos. Viele haben eine schwache und/oder fleckige Gelbtönung aufgrund der Einlagerung von fremden Elementen (hauptsächlich Stickstoff) während des Kristallwachstums. Solche Steine sind unattraktiv und bezüglich der Wertigkeit niedriger eingestuft als die Farblosen. Dabei reicht die Einstufung von Hochfeines Weiß+ (GIA-Bezeichnung: D, oder auch River+) bis Getönt 4 (GIA: O, Yellow).<sup>2</sup>

<sup>2</sup> Die Farbskala reicht von D bis Z in alphabetischer Abstufung.

Hiervon unterscheiden sich die sogenannten „Fancy Diamonds“. Dies sind Diamanten mit sehr intensiven Farben. Sie sind sehr selten und haben deshalb einen wesentlich höheren Wert als farblose Exemplare. Während gelbe „Fancies“ noch relativ häufig sind, erzielen die extrem seltenen, durchgehend roten Steine sehr hohe Preise.

Der Reinheitsgrad (Clarity) von Diamanten ist von der Größe und der Menge der Einschlüsse abhängig. Dabei reicht die Spanne von flawless, für Diamanten die auch bei 10-facher Vergrößerung lupenrein ohne erkennbare Einschlüsse sind, bis Piqué3 bei denen Einschlüsse mit dem bloßen Auge leicht erkennbar sind.

In Carat (Karat) wird das Gewicht der Diamanten gemessen. 1 Karat (auch mit ct abgekürzt) entspricht 0,2 Gramm. Das Wort Karat leitet sich von der Bezeichnung des Johannisbrotbaums (lat. Ceratonia siliqua) ab. Dessen Samen (Carubin) haben die Eigenschaft, dass sie ein Durchschnittsgewicht von rund 200 Milligramm haben. So entstand in der Antike die Wägeinheit für Diamanten.

Da größere Diamanten wesentlich seltener vorkommen als kleine Diamanten, ist es nicht möglich, diese, wie beispielsweise bei Gold oder Silber, mit einem einheitlichen Preis pro Menge zu bewerten. So kann ein 1-Karat schwerer Diamant bis zu 5-mal mehr wert sein als ein 0,5-Karäter, auch wenn beide Diamanten im Bezug auf die übrigen 3C-Kriterien identisch sind.

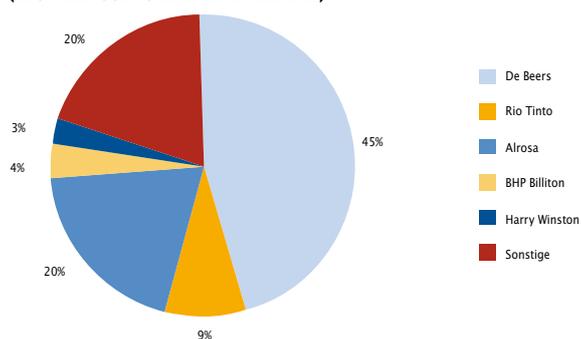


Fotos: © HRD Antwerp/diamondauction.com

### Angebot und Nachfrage

Die Diamantförderindustrie konzentriert sich weltweit auf fünf Unternehmen. Deren Fördermenge macht 85 % der in USD gemessenen Gesamtminenproduktion aus. Allein der Branchenprimus De Beers hat einen Anteil von 45 %. Aufgrund der radikalen Produktionskürzung dürfte diese Quote in 2009 aber geringer ausfallen. 2008 hat De Beers noch 48 Millionen Karat gefördert. Für 2009 wird nach einer Firmenprognose nur noch die halbe Fördermenge erwartet. Für die gesamte Branche könnte der Produktionsrückgang im Jahr 2009 bei über 30% liegen.

**Diamantenproduktion 2008**  
(in % des USD-Gesamtmarktwerts)



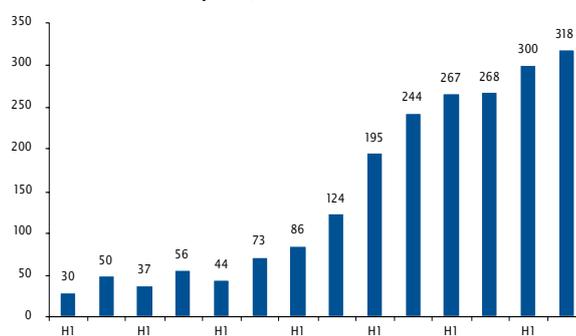
Quelle: Firmenberichte, RBS Capital Market, LBBW Asset Management Investmentgesellschaft mbH

Langfristig liegt die größte Herausforderung auf der Angebotsseite, weil die neuen Minen noch nicht im Stande sind, die rückläufigen Fördermengen der alten Minen wettzumachen. Die meisten großen Diamantenminen produzieren bereits seit 20 Jahren. Die neuen Minen können ihre Produktion nur schleppend steigern angesichts hoher Betriebskosten in der Anfangsphase, steigender Energiekosten bzw. fallender Förderbudgets der Minenunternehmen.

Gute Aussichten gibt es auf der Nachfrageseite, und dies, obwohl der Hauptmarkt USA im vergangenen Jahr sehr stark unter der Krise leiden musste. Die Hoffnungsträger sind China und Indien. In China hat sich das allgemeine Wirtschaftswachstum und die damit verbundenen Steigerungen des verfügbaren Einkommens gravierend auf die Nachfrage nach Diamantschmuck ausgewirkt. In den vergangenen 5 Jahren ist der chinesische Diamantenimport um 660% gestiegen. In den nächsten 5 Jahren wird ein zweistelliges Wachstum beim Umsatz mit Diamantschmuck

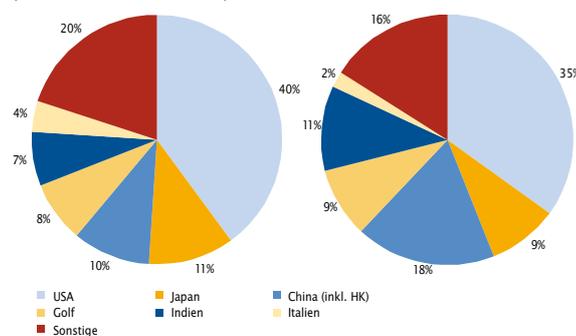
erwartet. Damit würde sich der Marktanteil von China bis 2015 verdoppeln. Trotzdem werden in den nächsten Jahren die USA der entscheidende Markt für die Gesamtnachfrage bleiben. Hier ist eben offen, wie sich die aktuelle Krise langfristig auf das Konsumentenverhalten auswirken.

**China: Diamantenimport (in Mio. USD)**



Quelle: Shanghai Diamond Exchange, LBBW Asset Management Investmentgesellschaft mbH

**Diamantenschmuckmarkt 2009 vs. 2015e**  
(in % des USD-Umsatzes)



Quelle: RBS Capital Market

Wenn man Angebot und Nachfrage betrachtet, kommt man zu dem Ergebnis, dass ein Produktionsengpass für die weitere Zukunft sehr wahrscheinlich ist. Dies spricht für eine positive Preisentwicklung auf dem Diamantenmarkt, insbesondere für Rohdiamanten.

### Das Kreuz mit den Statistiken

Während historische Wertentwicklungen z.B. bei Gold aufgrund des homogenen Rohstoffes und eines einheitlichen Fixings in London leicht nachzuvollziehen sind, ist bei Statistiken zu Diamanten Vorsicht geboten.

In der Regel werden bei größeren Steinen höhere Preise pro Karat erzielt. Zusätzlich hat auch noch die Farbe und Reinheit (siehe „4Cs“ oben) erheblichen Einfluss auf die Preisfindung. Zu guter Letzt ist noch die „Bearbeitbarkeit“ (wie viel „Verschnitt“ beim Schleifen anfällt) von Bedeutung. Damit wird schnell klar, warum De Beers für Rohdiamanten über 5.000 Subgruppen mit individuellen Preisen pro Karat führt. Bei geschliffenen Steinen ist es nicht weniger kompliziert, muss hier noch der Cut (Form und Schliffart) berücksichtigt werden. Daher gibt es „den“ Diamantenpreis nicht. Charts und Wertentwicklungen sollten somit eher als „Richtungsindikator“ verstanden werden. Auch die erwähnten Engpässe werden somit nicht bei allen Diamanten zu verzeichnen sein. Allerdings gibt es eine Tendenz, dass bestimmte höherwertige Segmente immer schwieriger zu fördern sind.

#### Diamanten als Wertanlage

Um von positiven Entwicklungen auf dem Diamantmarkt zu profitieren, kann man prinzipiell sowohl in Diamantschmuck, in geschliffene lose Diamanten, in Rohdiamanten als auch in Aktien von Diamantminen investieren. Allerdings gelten für die verschiedenen Investitionsmöglichkeiten auch unterschiedliche Risikobetrachtungen. Bei Investitionen in Diamantschmuck ist zu berücksichtigen, dass der durchschnittliche Diamantanteil lediglich 20 % beträgt, was dazu führt, dass neben den diamantmarktspezifischen Faktoren weitere, die den Schmuckmarkt betreffen, zu berücksichtigen sind. Dies können beispielsweise hohe, stark schwankende Margen sein, sowie Effekte im Bezug auf Angebot und Nachfrage, welche nicht oder nur indirekt den Diamantmarkt betreffen.

Bei Investitionen in lose geschliffene Diamanten ist zu berücksichtigen, dass entsprechende Zertifikate<sup>3</sup> einzuholen sind. Zudem hängt die weitere Wertentwicklung nicht nur vom Rohdiamantangebot ab, sondern auch von den Veränderungen der Pipeline-Bestände. Beim Kauf von Rohdiamanten ist dringend eine fachliche Expertise notwendig, da die Einschätzung des Produkts in Bezug auf Qualität und Wert sehr schwierig ist. Bei Investments in Fonds oder Aktien von Diamantminen sind neben der Entwicklung des Diamantmarkts insbesondere die unternehmerischen Aspekte in die Überlegungen einzubeziehen. Wie bei Goldminen ist

der wirtschaftliche Erfolg einer Diamantmine nicht unbedingt mit dem Diamantenpreis korreliert.

Reine Diamantenfonds für Privatanleger gibt es nur sehr wenige. Meistens sind dies geschlossene und sehr illiquide Fondstrukturen. Alleine eine „faire“ Preisbildung ist aufgrund der oben erwähnten inhomogenen Marktstruktur sehr aufwendig. Preisreferenzen (Fixingmärkte) sind nicht vorhanden, die meisten Depotbanken können Diamanten nicht lagern und bewerten, EDV-Systeme sind zwar auf Wertpapierkennnummern ausgelegt, nicht jedoch auf Diamanten, und die Liquidität ist eingeschränkt, denn große Mengen sind nicht täglich am Markt zu platzieren.

#### Fazit

Aufgrund der starken Abhängigkeit von dem US-Einzelhandelmarkt wurde die Diamantindustrie besonders stark von der Wirtschaftskrise betroffen. Obwohl die Talsohle vielleicht bereits erreicht wurde, leidet der Schmuckmarkt immer noch unter einer Nachfrage-Flaute. Daher scheint der frühzeitige starke Preisanstieg der Rohdiamanten teilweise von Spekulation getrieben zu sein. Wie die Preisschere (zwischen „rough“ und „polished“) sich wieder schließen lässt, ist die größte Frage bzw. Herausforderung für den Diamantmarkt im Jahr 2010. Langfristig könnte ein Angebotsengpass auftreten. Geeignete offene Fondskonstruktionen wird es in absehbarer Zeit für Privatinvestoren voraussichtlich nicht geben. Aber schon Marilyn Monroe sang „Diamonds are a girl's best friend“ und verwies zu Recht darauf, dass Diamanten eigentlich an den Finger einer Frau gehören.



Foto: © chronarchiv.com

*Yanjun Han und Michael Krauß  
(LBBW Asset Management Investmentgesellschaft mbH)*

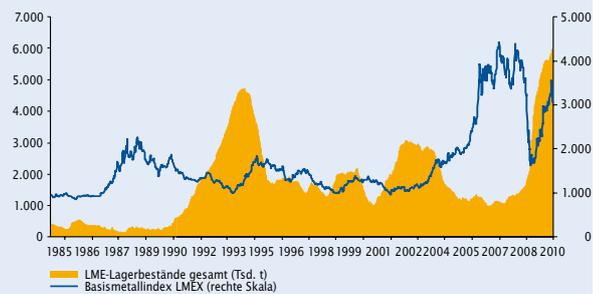
<sup>3</sup> Zum Beispiel über die 4Cs oder den Kimberley-Prozess (Herkunftsnachweis).

# 5 Basismetalle.

## Sektorausblick 2010

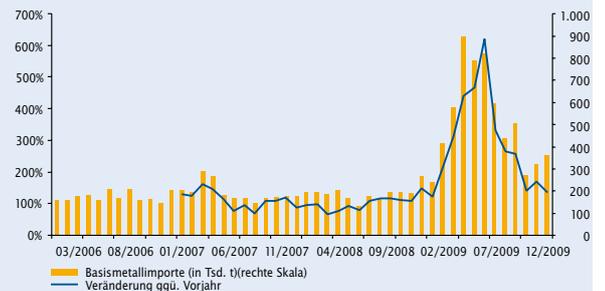
- 2009 wird zweifellos als Ausnahmejahr in die Geschichte der Metallmärkte eingehen. Ungeachtet der schwachen physischen Nachfrage und steigender Lagerbestände verzeichneten die Basismetalle gemessen am LMEEX den stärksten Preiszuwachs seit Jahrzehnten (+110 %). Ton angehend waren dabei v.a. die historisch hohe Importnachfrage Chinas, das verbesserte Makroumfeld und die steigenden Kapitalzuflüsse.
- Im laufenden Jahr wird die Normalisierung von Wachstum und Industrieproduktion in Kombination mit den Basiseffekten aus dem extrem schwachen Vorjahr zu einer starken Belebung der globalen Metallnachfrage, mit z.T. zweistelligen Wachstumsraten führen.
- Haupttreiber werden dabei die Industrieländer sein, da hier das Erholungspotenzial am höchsten ist.
- China dürfte 2010 nur eine untergeordnete Rolle für den Weltmarkt spielen. Mit der Importflut des vergangenen Jahres hat die Volksrepublik einen Großteil ihres Jahresbedarfs an Metallen bereits gedeckt. Vereinzelt (Aluminium, Zink) könnte China sogar wieder zum Netto-Exporteur werden.
- Aufgrund der schnellen Preiserholung und der damit verbundenen Verbesserung der Gewinnsituation auf Produzentenseite wird es zu einer signifikanten Ausweitung des Metallangebots kommen.
- Unter dem Strich werden sich die Metallmarktsalden (Angebot-Nachfrage) größtenteils verbessern, wenngleich wir nach wie vor bei allen von uns beobachteten Industriemetallen Marktüberschüsse erwarten.
- Die Lagerbestände (börslich und außerbörslich) sollten daher vorerst auf ihrem hohen Niveau verharren.
- Aus fundamentaler Perspektive stellt 2010 u.E. ein Übergangsjahr dar. 2011 werden die Metallmärkte dagegen bereits wieder spürbare Verknappungszeichen aufweisen.
- Die Preisentwicklung der NE-Metalle hat die erwartete Nachfrageerholung im laufenden Jahr aus unserer Sicht bereits vollständig vorweg genommen.
- Per Ende 2010 sehen wir die Metallpreise im Durchschnitt leicht unter dem Niveau vom Jahresbeginn, deutlichere Preiszuwächse erwarten wir indes ab 2011.

**Langfristige Entwicklung von Basismetallpreisen und Lagerbeständen (LMEX und LME-Lagerbestände gesamt)**



Quelle: Thomson Reuters, LBBW Commodity Research

**Chinas Basismetallimporte (in Tsd. t und ggü. Vorjahr)**



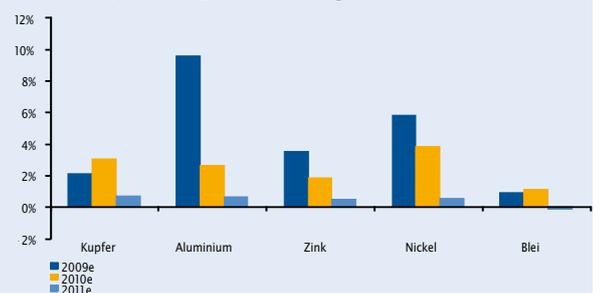
Quelle: Bloomberg, LBBW Commodity Research

**Übersicht: Entwicklung der Basismetallnachfrage 2006-2011 (in Tsd. t und in % ggü. Vorjahr)**

Verbrauch	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Kupfer	17.043	18.168	18.006	17.725	17.679	18.722
% ggü. Vorjahr	2,2%	6,6%	-0,9%	-1,6%	-0,3%	5,9%
Aluminium	34.500	38.300	37.600	34.500	38.200	41.100
% ggü. Vorjahr	8,2%	11,0%	-1,8%	-8,2%	10,7%	7,6%
Zink	11.016	11.307	11.438	10.760	12.040	12.738
% ggü. Vorjahr	3,8%	2,6%	1,2%	-5,9%	11,9%	5,8%
Nickel	1.401	1.323	1.278	1.210	1.338	1.452
% ggü. Vorjahr	12,2%	-5,6%	-3,4%	-5,3%	10,6%	8,5%
Blei	8.063	8.182	8.665	8.910	9.550	9.903
% ggü. Vorjahr	3,6%	1,5%	5,9%	2,8%	7,2%	3,7%

Quelle: Study Groups, Brook Hunt, LBBW Commodity Research

**Erwartete Metallmarktsalden 2009-2011 (Produktion-Verbrauch, in % der Jahresnachfrage)**



Quelle: Study Groups, IAI, Brook Hunt, LBBW Commodity Research

## 5.1 Kupfer

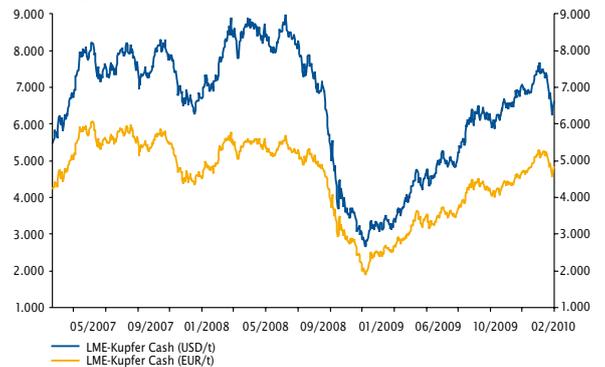


Foto: © Theodore W. Gray

### Preisentwicklung

Nach dem tiefen Absturz in der zweiten Jahreshälfte 2008 vollzog der Kupferpreis Anfang 2009 die Trendwende, worauf die wohl rasanteste Aufwärtsbewegung in der jüngeren Geschichte des Kupfermarktes folgte. Per Jahresschluss hatten die Kupfernotierungen um mehr als 150 % zugelegt und damit alle anderen börsengehandelten Industriemetalle auf die Plätze verwiesen. Ohne wesentliche Rückschläge stieg der Kupferpreis vom Tief zu Jahresbeginn (2.902 USD/t) bis zum Hoch Ende Dezember (7.346 USD/t) um fast 4.500 USD bzw. 3.000 EUR auf das höchste Niveau seit September 2008. Mit dem Rückenwind aus 2009 blieb der Preistrend auch über den Jahreswechsel hinaus zunächst aufwärts gerichtet, so dass das rote Metall in den ersten Januartagen bei knapp 7.600 USD/t ein 15-Monatshoch markieren konnte. Für einen zwischenzeitlichen Stimmungsumschwung sorgte schließlich der von der chinesischen Notenbank eingeschlagene Restriktionskurs sowie die anhaltenden Turbulenzen um Griechenland. LME-Kupfer zollte dem in Form einer Korrektur von rund 1.000 USD auf etwa 6.600 USD/t (Stand: Mitte Februar) Tribut.

LME-Kupfer Cash (in USD/t und EUR/t)

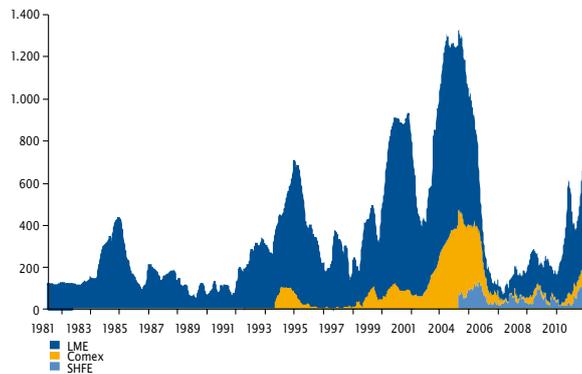


Quelle: Thomson Reuters, LBBW Commodity

### Lagerbestände: Höchster Stand seit 2004

Ungeachtet der dynamischen Preisentwicklung präsentierten sich die physischen Kupfermärkte außerhalb Chinas im gesamten Jahresverlauf 2009 und bis zuletzt schwach. Ein Spiegel hiervon ist der massive Lageraufbau an den internationalen Metallbörsen. Per Anfang Februar beliefen sich die an den drei wichtigsten Handelsplätzen (London, New York, Shanghai) registrierten Kupferbestände auf rund 760.000 t bzw. etwa 4 % der globalen Jahresnachfrage. Dies entspricht einem Zuwachs von mehr als 30 % zum Vorjahr und einer Verdreifung ggü. dem Niveau vom Februar 2008. Gemessen an den historischen Lagerspitzen der Jahre 2003 (9 % der Jahresnachfrage auf Halde), 2000 und 1993 (jeweils 6 %), wie auch im Vergleich zu anderen Metallen erscheinen die Kupferlager gleichwohl noch im Rahmen. Erstaunlich wenig Einfluss übte der Anstieg der Überschussbestände indes auf die Struktur der Terminkurve aus. Im Dreimonatsbereich notiert LME-Kupfer seit Q2/2009 mit wenigen Ausnahmen in einem schwachen Contango von durchschnittlich 0,3 %.

### Globale Kupfer-Lagerbestände (in Tsd. t)



Quelle: Bloomberg, LBBW Commodity Research

### Terminkurvenstruktur LME-Kupfer (Cash-3M und 3M-27M Spread, positiver Wert=Backwardation)



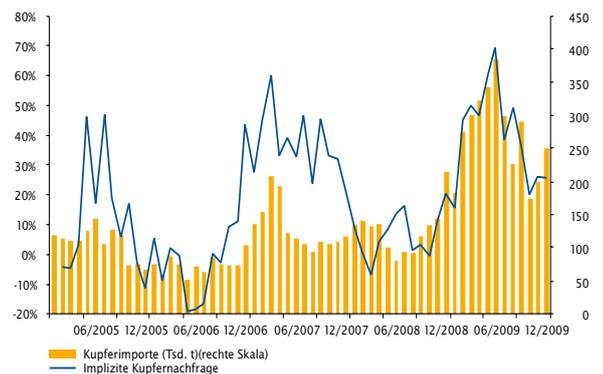
Quelle: Thomson Reuters, LBBW Commodity Research

### Nachfrage: Sondereffekt China dominiert

Die Bedeutung Chinas für die Weltmetallmärkte steht seit langem außer Frage. Im vergangenen Jahr galt dies mehr denn je. Während die Kupfernachfrage in den Industriestaaten den stärksten Einbruch seit mehr als 30 Jahren zu verzeichnen hatte, erreichte der Bedarf im Reich der Mitte bislang unerreichte Dimensionen. Ursächlich hierfür war zum einen das infrastruktur- und damit metallastige Konjunkturpaket Pekings über knapp 800 Mrd. USD. Den größeren Anteil steuerte jedoch das gewaltige Lageraufstockungsprogramm der Volksrepublik bei. Zunächst nur von der staatlichen Rohstoffreserve Chinas (SRB) praktiziert, deckten sich

später auch Provinzregierungen, private Unternehmen, Arbitrageure und Spekulanten zu den günstigen Preisen am Weltmarkt ein und trieben die Kupfereinfuhren damit zu neuen Höhen. Allein in den ersten sechs Monaten importierte China nach Angaben der chinesischen Zollbehörde mehr Kupfer als in den Rekordjahren 2007 (1,6 Mio. t) und 2008 (1,5 Mio. t) insgesamt. Im Gesamtjahr 2009 belief sich das Importvolumen auf 3,2 Mio. t. Unter Einbezug von Exporten, heimischer Produktion und sichtbarer Lagerveränderung (SHFE) ergibt sich somit ein rechnerischer Nachfragezuwachs ggü. 2008 von über 40 % auf rund 7,2 Mio. t.

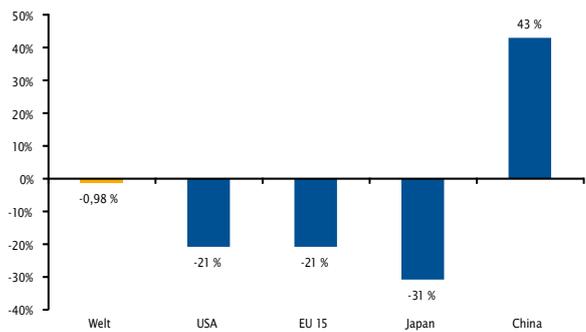
### China: Importe von raffiniertem Kupfer & Kupferlegierung (in Tsd. t) und implizite Kupfernachfrage (in % ggü. Vj.)



Quelle: Bloomberg, LBBW Commodity Research

Wie die jüngste Statistik der International Copper Study Group (ICSG) zeigt, war China 2009 quasi der alleinige Nachfragetreiber am Kupfermarkt und kompensierte damit den Einbruch im Rest der Welt (-18 %) nahezu vollständig. Im laufenden Jahr dürfte die Rollenverteilung u.E. dagegen eher umgekehrt ausfallen. Starke Nachfrageimpulse erwarten wir dementsprechend von Europa, Japan und den USA, die im Zuge der industriellen Erholung über ein hohes Aufholpotenzial verfügen. Dies dürfte jedoch nicht ausreichen, um den antizipierten Rückgang (bzw. Normalisierung) der chinesischen Importnachfrage auszugleichen, so dass wir auf globaler Ebene erneut mit einer leichten Abschwächung der Kupfernachfrage rechnen (2010e: -0,3 %).

### Entwicklung der globalen Kupfernachfrage 2009 (Jan.-Okt., in % ggü. Vorjahr)

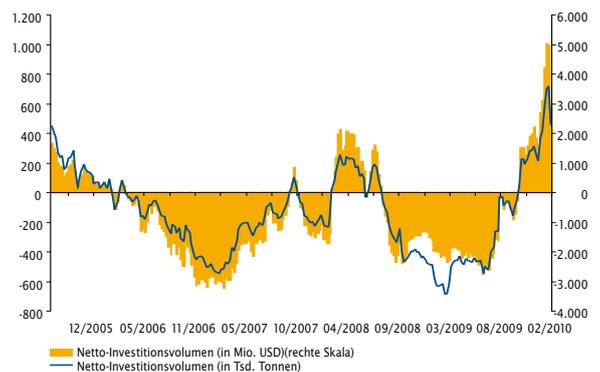


Quelle: ICSG, LBBW Commodity Research

### Investmentaktivität: Massive Kapitalzuflüsse treiben

Während die erste Jahreshälfte 2009 noch von den Importrekorden Chinas geprägt war, erwies sich ab dem Sommer v.a. der massive Zustrom von spekulativem Kapital als zentraler Marktfaktor. Denn mit der von den wichtigsten Makroindikatoren angezeigten Konjunkturwende erlebte auch das Interesse der Investoren an industrienahen Rohstoffen wie Kupfer, Aluminium oder Öl eine plötzliche Renaissance. Die Daten zur Positionierung der Großanleger an der New Yorker Comex belegen dies exemplarisch für den US-Kupfermarkt. Noch Ende Juni 2009 hielt die Gruppe der Finanzinvestoren eine hohe Netto-Verkaufposition von knapp 250.000 t, welche sie anschließend komplett veräußert und ab Oktober in eine Netto-Kaufposition überführt hatte. Per Ende Januar 2010 verfügten die Großanleger in den USA per saldo über Kaufkontrakte mit einem Marktwert von rund 2,3 Mrd. USD bzw. knapp 330.000 t, was fast dem kompletten Marktüberschuss des vergangenen Jahres entspricht.

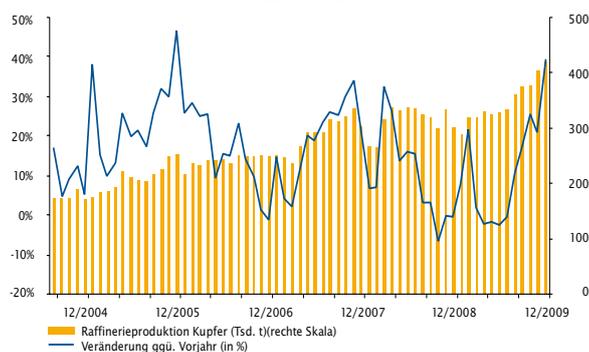
### Netto-Investitionsvolumen der Finanzinvestoren am US-Kupfermarkt Comex (in Mio. USD und in Tsd. t)



Quelle: Bloomberg, LBBW Commodity Research

**Angebot: Robust durch die Krise, langfristig knapp**  
Angebotsseitig blieb der Kupfermarkt von dem Kahl-schlag, der in vielen Metallsektoren zu beobachten war, weitgehend verschont. Dies ist in erster Linie darauf zurückzuführen, dass der Löwenanteil der Kupferproduzenten über die gesamte Krise hinweg profitabel geblieben ist und somit kaum Anreiz für eine Angebotsreduktion bestand. Nach ICSG-Daten verzeichnete die Minenproduktion von Kupfer 2009 (Jan.-Okt.) sogar ein Wachstum von 1,9 %. Der Raffinerieausstoß ging im selben Zeitraum leicht zurück (-0,1 %), resultierend aus der um 2,1 % rückläufigen Sekundärproduktion (mangelnde Verfügbarkeit von Kupferschrott). Hauptwachstumstreiber war auch hier wieder das Reich der Mitte, das die Kupferproduktion auf Raffinerieebene um rund 11 % auf 4,2 Mio. t steigern konnte. Für das laufende Jahr rechnen wir mit einem moderaten Anstieg des globalen Kupferangebots von knapp 1 %, gefolgt von einem stärkeren Zuwachs im Jahr 2011 (+4 %), mit der geplanten Inbetriebnahme zusätzlicher Raffineriekapazitäten in China.

### China: Monatliche Raffinerieproduktion von Kupfer (absolut und Veränderung ggü. Vorjahr)



Quelle: Bloomberg, LBBW Commodity Research

Aus längerfristiger Perspektive ist die Angebotslage von Kupfer indes weiterhin mit zahlreichen strukturellen Schwierigkeiten v.a. auf der Minenebene behaftet, welche die Verfügbarkeit des Metalls nach 2011 wieder erheblich einschränken könnte. An vorderster Front ist hier die sinkende Erzqualität der Minen zu nennen, welche sich mit zunehmender Betriebsdauer einstellt und die in dem anhaltenden Rückgang der weltweiten Kapazitätsauslastung (2009: 79,9 %) zum Ausdruck kommt. Problematisch ist dies v.a. deshalb, da ein signifikanter Teil der heutigen Produktion auf wenige große Kupferminen beschränkt ist, von denen einige in ihrem Lebenszyklus bereits weit fortgeschritten sind. Adäquater Ersatz ist bis auf zwei Großprojekte im afrikanischen Kupfergürtel und der Mongolei bislang nicht in Sicht.



Foto: © Panoramio

### Übersicht: Top 10 Kupferminen 2009 nach Produktionskapazität

Rang	Mine	Land	Kapazität (in Tsd. t)	Anteil an Weltminenkapazität (in %)
1	Escondida	Chile	1.330	7,1%
2	Codelco Norte	Chile	900	4,8%
3	Grasberg	Indonesien	750	4,0%
4	Collahuasi	Chile	498	2,7%
5	El Teniente	Chile	440	2,4%
6	Norilsk/Talnakh	Russland	430	2,3%
7	Antamina	Peru	420	2,2%
8	Morenci	USA	400	2,1%
9	Los Pelambres	Chile	360	1,9%
10	Bingham Canyon	USA	280	1,5%
			5.808	31,1%

Quelle: ICSC, LBBW Commodity Research

### Fazit

Der Kupfermarkt ist vergleichsweise gut durch die weltweite Wirtschafts- und Finanzkrise gekommen, was fast ausschließlich an der extrem hohen Dynamik Chinas lag. Zwar dürfte der Marktüberschuss (gemessen am Weltverbrauch) im laufenden Jahr auf etwa 3 % noch leicht ansteigen. Sowohl im Vergleich zu früheren Rezessionsphasen als auch ggü. anderen Basismetallen erscheint dies aber undramatisch. Darüber hinaus zeichnet sich ab 2011ff. bereits wieder eine signifikante Marktverknappung ab. Bei einem Preisniveau von 6.500-7.000 USD/t sind die soliden Fundamentaldaten des Kupfermarktes u.E. gleichwohl bereits eskomptiert, weshalb wir für 2010 nur wenig Spielraum für weitere Steigerungen sehen. Der längerfristige Preistrend zeigt indes nach oben und könnte schon 2011 wieder zu den alten Höchstständen führen.

### Übersicht: LBBW-Kupfermarktprognosen 2010/2011

Kupfer (in Tsd. t)	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Raffinerieproduktion	17.295	17.944	18.232	18.093	18.218	18.856
% ggü. Vorjahr	4,4%	3,8%	1,6%	-0,8%	0,7%	3,5%
Verbrauch	17.043	18.168	18.006	17.725	17.679	18.722
% ggü. Vorjahr	2,2%	6,6%	-0,9%	-1,6%	-0,3%	5,9%
Weltmarktsaldo	252	-224	225	368	539	134

Quelle: ICSC, Brook Hunt, LBBW Commodity Research

Sven Streitmayer

## 5.2 Aluminium

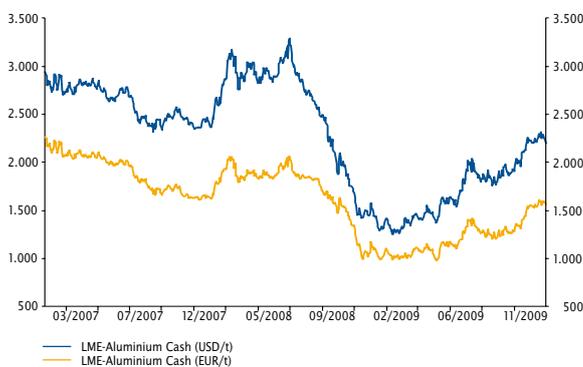


Foto: © romary

### Preisentwicklung

Ungeachtet eines massiven Überangebots und rekordhoher Lagerbestände vollzogen die Aluminiumpreise in der zweiten Jahreshälfte 2009 eine steile Aufwärtsbewegung, in deren Zuge die Notierung des Leichtmetalls (LME Cash) von gut 1.500 USD/t auf über 2.200 USD/t per Ende Dezember kletterte. Zwar blieb die Preisentwicklung von Aluminium im vergangenen Jahr damit deutlich hinter der anderer Basismetalle zurück. Gegenüber dem Jahrestief (1.253 USD/t) im Februar legte der Aluminiumpreis aber dennoch um beeindruckende 75 % zu. Für das Gesamtjahr 2009 belief sich der Preiszuwachs auf rund 750 USD (500 EUR) bzw. 52 % (47 %). Die Perspektiven für 2010 stellen sich indes gemischt dar. Enorme Überkapazitäten (v.a. in China) und volle Lager stehen dabei einer anziehenden Nachfrage und steigenden Produktionskosten gegenüber.

### LME-Aluminium Cash (in USD/t und EUR/t)



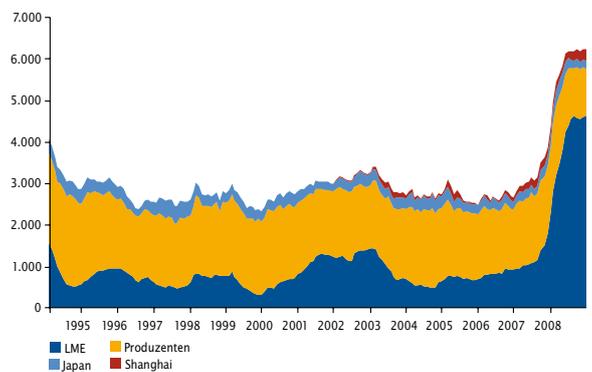
Quelle: Thomson Reuters, LBBW Commodity Research

### Lagerbestände klettern auf Rekordniveau

Mit dem rezessionsbedingten Nachfrageeinbruch ab dem zweiten Halbjahr 2008 ging ein Lageraufbau in bislang unerreichter Höhe einher. So verzeichneten

allein die an der LME registrierten Aluminiumbestände im vergangenen Jahr einen Zuwachs von 2,3 Mio. t (+99 %) auf nunmehr rund 4,6 Mio. t. Unter Einbezug der Produzentenvorräte sowie der Lager an japanischen Seehäfen und der chinesischen Börsenbestände beliefen sich die globalen Aluminiumlager per Ende 2009 sogar auf etwa 6,2 Mio. t. Dies entspricht knapp 18 % der weltweiten Jahresnachfrage, was sowohl aus historischer Perspektive als auch ggü. allen anderen Industriemetallen weit überdurchschnittlich ist.

### Globale Aluminium-Lagerbestände (in Tsd. t)

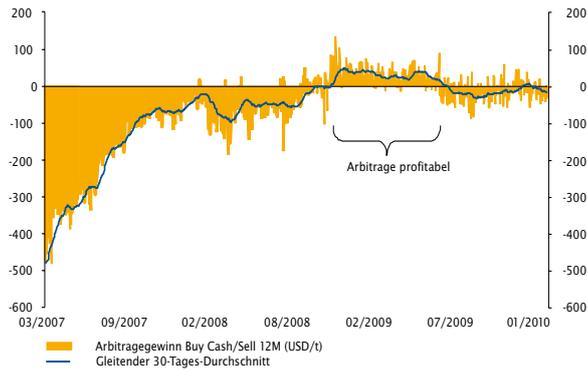


Quelle: Bloomberg, LBBW Commodity Research

Wenngleich die rekordhohen Lagerbestände auf längere Sicht durchaus einen enormen Angebotspuffer für den globalen Aluminiummarkt darstellen, ist die physische Verfügbarkeit des Leichtmetalls derzeit deutlich niedriger als es die Lagerstatistik nahelegt. Denn ein signifikanter Anteil der LME-Börsenbestände (ca. 55-65 %) ist in längerfristigen Finanzierungsvereinbarungen gebunden und steht dem Markt daher vorerst nicht zur Verfügung. Als maßgeblicher Treiber hierfür lässt sich die ausgeprägte Contango-Situation, bei zugleich geringen Opportunitäts- und Lagerhaltungskosten identifizieren, wodurch sich für einige Marktteilnehmer profitable Arbitragegelegenheiten eröffnet haben. So lagen die in den Terminkurven implizierten Cost of Carry zeitweise deutlich über den tatsächlichen Lager- und Finanzierungskosten, so dass sich mit dem Erwerb und der Einlagerung physischen Materials und dem simultanen Terminverkauf der Ware ein quasi risikoloser Profit erzielen ließ. Dies dürfte sich mit einer zunehmenden Verflachung der Terminkurve und/oder steigenden Finanzierungskosten (Zinsen) ändern, womit die derzeit in den Arbitragegeschäften gebundenen Aluminiumbestände früher oder später wieder frei verfügbar sein werden.

### Contango-Arbitrage: Buy Cash/Sell 12M

(Annahmen: Finanzierungskosten: 12M-LIBOR, Lagerkosten: durchschn. 27 US\$/t/Tag)

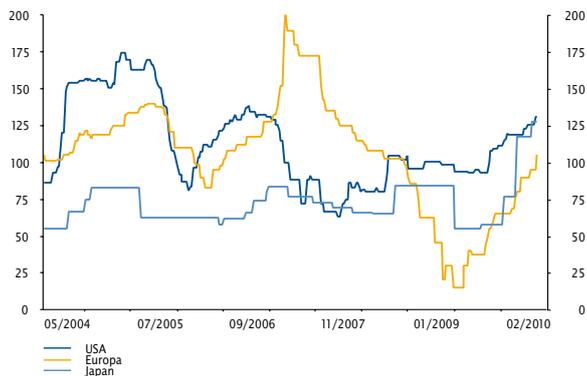


Quelle: Bloomberg, LBBW Commodity Research

### Nachfrage: Deutliche Trendwende erwartet

Neben der spekulativen Nachfrage wies zuletzt aber auch die industrielle Aluminiumnachfrage wieder deutlich nach oben, reflektiert von den steigenden physischen Prämien in den zentralen Verbraucher-Regionen. Nach dem tiefen Einbruch der globalen Aluminiumnachfrage in den vergangenen beiden Jahren (2008-2009: -3,8 Mio. t bzw. -10 %) sorgten zunächst die weltweit aufgelegten Konjunkturprogramme (allen voran die „Abwrackprämien“) für eine erste Stabilisierung.

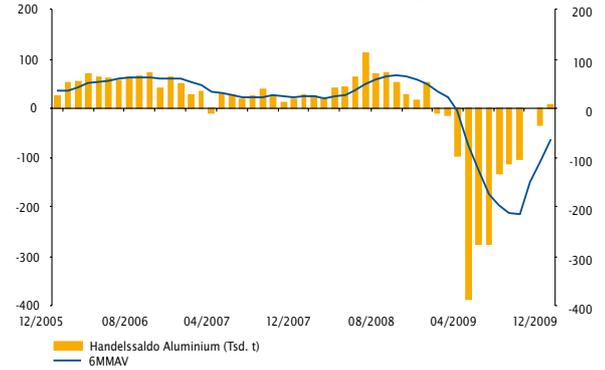
### Prämien an den physischen Aluminiummärkten (in USD/t)



Quelle: Bloomberg, LBBW Commodity Research

Einen weiteren Sondereffekt des letzten Jahres stellten die Rekordimporte Chinas dar. Bedingt durch das historisch niedrige Preisniveau, attraktive relative Preise (LME vs. Shanghai) und günstige Finanzierungsbedingungen verzeichnete das Reich der Mitte 2009 (obwohl theoretisch Selbstversorger) Netto-Einfuhren von Aluminium in Höhe von über 1,4 Mio. t. Damit absorbierte die Volksrepublik zu den knapp 13 Mio. t an heimischer Produktion noch mehr als 5 % der weltweiten Aluminiumproduktion außerhalb Chinas. Der Anteil Pekings an der Weltnachfrage nach Aluminium hat so signifikant zugelegt und beträgt inzwischen über 40 %.

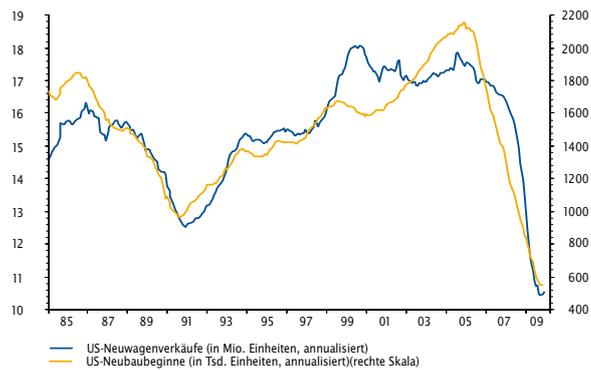
### China: Handelssaldo Aluminium (Export-Import, in Tsd. t)



Quelle: Bloomberg, LBBW Commodity Research

2010 und 2011 wird der Aluminiumbedarf u.E. indes weit weniger einseitig verteilt sein, als dies noch 2009 der Fall war. So rechnen wir insbesondere für Japan, die USA und Europa mit einer deutlichen Beschleunigung der Aluminiumnachfrage. Die Basis hierfür stellt die erwartete Erholung in den wichtigsten Abnehmerbranchen Transport (ca. 30 % des Aluminiumverbrauchs) und Bau (ca. 20 %) dar. Ausgehend von dem niedrigen Niveau aus 2009 prognostizieren wir für das laufende und das kommende Jahr jeweils einen starken Zuwachs der globalen Aluminiumnachfrage von knapp 11 % auf 38 Mio. t und rund 8 % auf dann 41 Mio. t. Zwar erscheint dies im historischen Vergleich zunächst ambitioniert (Nachfragewachstum 1979-2009: 2,7 % p.a.). Im Anschluss an Rezessionen erwies sich die Aluminiumnachfrage jedoch regelmäßig als überdurchschnittlich hoch (+8,1 % im Durchschnitt der Jahre 1983/1994/2002).

### USA: Automobil- und Immobilienbranche vor Erholung (jeweils gleitender 12-Monatsdurchschnitt)

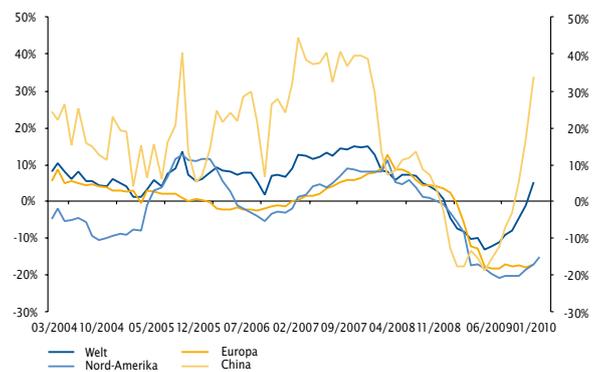


Quelle: Thomson Reuters, LBBW Commodity Research

### Angebot: Produktionsausweitung setzt sich fort

Auf der Angebotsseite präsentiert sich die Leichtmetallbranche zu Beginn des neuen Jahres klar zweigeteilt. Während die chinesischen Aluminiumhütten die Produktion bis zuletzt wieder massiv ausgeweitet haben und bereits weit über Vorjahresniveau (Nov. 2009: +34 %) liegen, üben sich ihre europäischen (-17 % Y/Y) und nord-amerikanischen (-15 % Y/Y) Pendanten weiterhin in Angebotsdisziplin. Vor dem Hintergrund der übervollen Lager und der sich erst allmählich vollziehenden Nachfragebelebung halten wir die Zurückhaltung letzterer durchaus für angebracht. Der rasche Expansionskurs chinesischer Anbieter erscheint mit Blick auf die preislichen Implikationen dagegen eher kontraproduktiv. Aufgrund der exponierten Stellung Chinas als weltgrößter Aluminiumproduzent (Weltmarktanteil 34 %) hat auch das globale Angebotswachstum seit November 2009 (+5 %) wieder positives Terrain erreicht. Für das Gesamtjahr 2009 steht unter dem Strich ein deutlicher Rückgang der globalen Aluminiumproduktion von rund 6 % zu Buche. Für 2010 und 2011 erwarten wir eine langsame aber kontinuierliche Verbesserung der Kapazitätsauslastung bei den westlichen Produzenten sowie ein etwas moderateres Angebotswachstum auf chinesischer Seite. Auf globaler Ebene schätzen wir die Produktionssteigerungen auf knapp 4 % bzw. rund 6 %.

### Globale Aluminiumproduktion (in % ggü. Vorjahr)

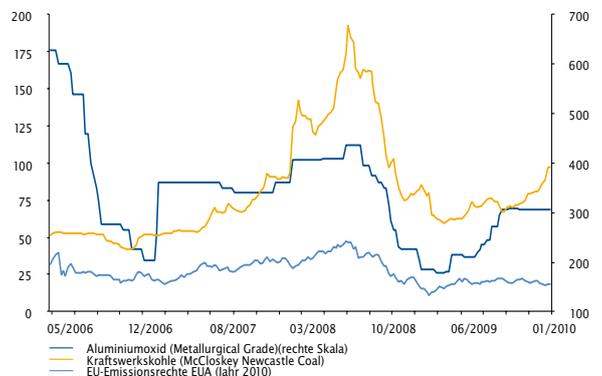


Quelle: Bloomberg, LBBW Commodity Research

### Spürbarer Anstieg der Produktionskosten

Ein weiterer nicht zu vernachlässigender Faktor in der „Angebotsgleichung“ sind die Produktionskosten, welche in den vergangenen 18 Monaten krisenbedingt beträchtlich gesunken sind. Inzwischen zeichnet sich hier jedoch bereits eine Trendwende ab. Vor allem die Energiepreise, als der größte einzelne Kostenfaktor der Aluminiumproduktion, haben zuletzt wieder deutlich zugelegt. So liegt etwa der Ölpreis rund 80 % über dem Niveau von vor 12 Monaten, während sich Kohle seither um etwa 20 % verteuert hat. Auch die Preise für den Grundstoff Bauxit bzw. Aluminiumoxid verzeichneten seit dem Tiefpunkt im März 2009 (rund 180 USD/t) wieder deutliche Steigerungen (+70 %).

### Produktionskosten: Preisentwicklung einzelner Inputfaktoren (in USD/t)



Quelle: Bloomberg, LBBW Commodity Research

### Fazit

Der globale Aluminiummarkt wird im laufenden Jahr erneut einen hohen Überschuss ausweisen, welchen wir auf etwa 1 Mio. t taxieren. Gegenüber dem Vorjahr stellt dies dennoch eine deutliche Verbesserung der fundamentalen Marktlage dar, was sich u.E. 2011 noch beschleunigt fortsetzen wird. Nichtsdestotrotz halten wir die Preisperspektiven von Aluminium im Jahr 2010 für sehr begrenzt. So sprechen die übermäßig hohen Lagerbestände gegen eine weitere Preiserholung, während die anziehenden Produktionskosten eine Art Absicherung nach unten darstellen.

### Übersicht: LBBW-Aluminiummarktprognosen 2010/2011

Aluminium (in Tsd. t)	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Raffinerieproduktion	33.950	38.300	40.100	37.800	39.200	41.360
% ggü. Vorjahr	6,0 %	12,8 %	4,7 %	-5,7 %	3,7 %	5,5 %
Verbrauch	34.500	38.300	37.600	34.500	38.200	41.100
% ggü. Vorjahr	8,2 %	11,0 %	-1,8 %	-8,2 %	10,7 %	7,6 %
Weltmarktsaldo	-550	0	2.500	3.300	1.000	260

Quelle: IAI, Brook Hunt, LBBW Commodity Research

*Sven Streitmayer*

## 5.3 Nickel

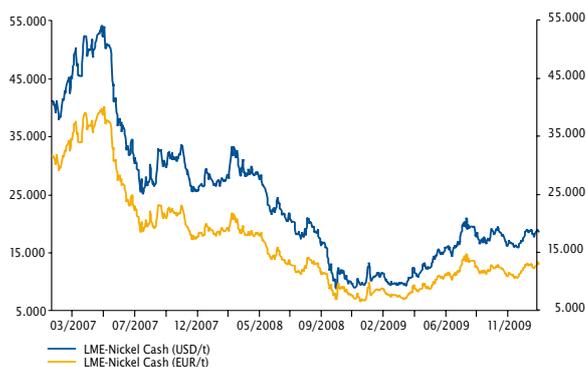


Foto: © Nickel Institute

### Preisentwicklung

Im Vergleich zu anderen LME-Metallen fiel die Preisentwicklung am Nickelmarkt im Jahr 2009 zwar unterdurchschnittlich aus. Mit einem Anstieg von 71 % (LME Cash) verzeichnete das überwiegend zur Legierung von Stahl eingesetzte Metall aber noch immer den höchsten Preiszuwachs seit 1988. Im Jahresverlauf präsentierte sich der Nickelpreis dabei einmal mehr extrem schwankungsanfällig. Ungeachtet der bereits begonnenen Erholungsrallye an anderen Metallmärkten markierte der Nickelpreis noch Ende März ein neues Jahrestief bei rund 9.400 USD/t. Direkt im Anschluss setzte eine dynamische Aufwärtsbewegung ein, in deren Zuge sich die Notierungen binnen 3 ½ Monaten auf über 21.000 USD/t (Jahreshoch) mehr als verdoppelten. Bis zum Jahresende tendierte der Nickelpreis - wiederum entgegen dem allgemeinen Markttrend - schwächer und schloss schließlich bei knapp 18.500 USD/t. Aktuell pendelt LME-Nickel in einer engen Tradingrange um 18.000-19.000 USD/t.

### LME-Nickel Cash (in USD/t und EUR/t)

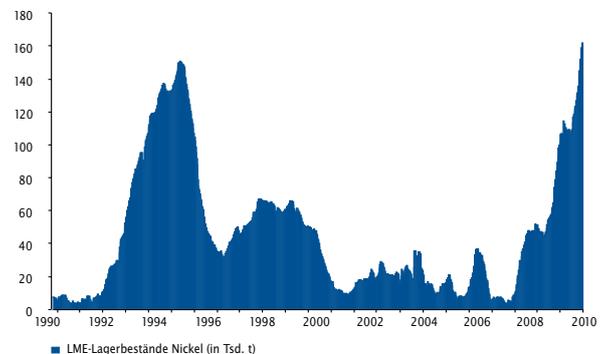


Quelle: Thomson Reuters, LBBW Commodity Research

### LME-Lagerbestände erreichen Allzeithoch

Entgegen der ausgeprägten Preiserholung ist die fundamentale Lage am Nickelmarkt gleichwohl weiterhin durch hohe Überschüsse gekennzeichnet. Ein Spiegel hiervon sind die LME-Lagerbestände, welche im vergangenen Jahr um 102 % auf den Rekordstand von knapp 160.000 t angewachsen sind. Dies entspricht mehr als 12 % des jährlichen Weltverbrauchs von Nickel und stellt den größten Überschussbestand aller Basismetalle dar. Einschränkend sei hier jedoch angemerkt, dass ein Großteil der Börsenbestände (zeitweise bis zu 90 %) in den Händen einiger weniger Marktteilnehmer ist und somit nicht zwangsläufig unmittelbar abgerufen werden kann. Letzteres ist u.E. nach auch der Grund, weshalb die Terminkurve von Nickel im vorderen Laufzeitenbereich trotz erdrückender physischer Überschüsse ein vergleichsweise schwaches Contango aufweist bzw. sogar kurzzeitig immer wieder in Backwardation notierte.

### LME-Lagerbestände Nickel (in Tsd. t)



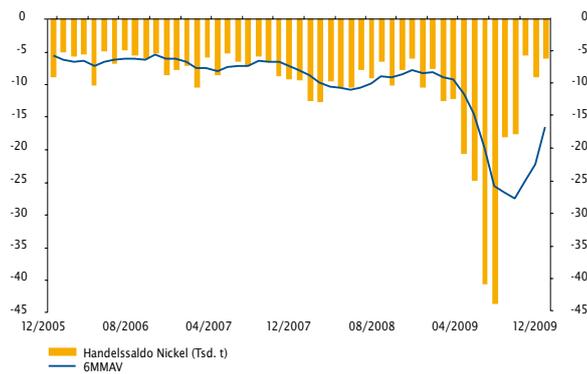
Quelle: Bloomberg, LBBW Commodity Research

### Rekordimporte Chinas stabilisieren den Markt

Ein wesentlicher Marktfaktor des vergangenen Jahres war die beispiellose Importnachfrage des weltgrößten Metallverbraucher China. Wie Daten der chinesischen Zollbehörde zeigen, beliefen sich die Netto-Einfuhren von raffiniertem Nickel von Januar bis November 2009 auf rund 210.000 t. Obwohl sich das Volumen im zweiten Halbjahr signifikant abschwächte, importierte die Volksrepublik damit mehr als in den beiden Vorjahren zusammen. Neben der rasanten Erholung der chinesischen Stahlindustrie, die bereits im Juni neue Produktionsrekorde zu vermelden hatte, war auch der massive Lageraufbau bei staatlichen und privaten Stellen ausschlaggebend für den enormen Importsog. So liegen in China derzeit schätzungsweise weitere

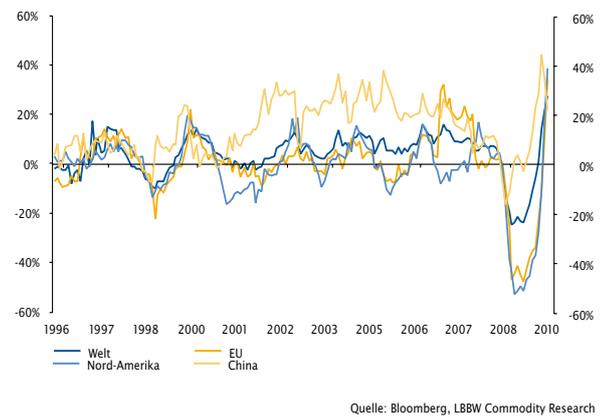
150.000 t Nickel auf Halde, die bei einem entsprechenden Preisniveau früher oder später wieder auf den Markt gelangen werden.

**China: Handelssaldo Nickel (Export-Import, in Tsd. t)**



**Hohes Nachfragewachstum für 2010/2011 erwartet**  
 Nach drei aufeinanderfolgenden Jahren scharfer Rückgänge rechnen wir für 2010 und 2011 mit einer starken Belebung der globalen Nickelnachfrage. Getragen von einer deutlichen Ausweitung der globalen Stahlproduktion (vergleiche Kapitel 5.6) und in Verbindung mit der niedrigen Ausgangsbasis aus 2009 erwarten wir für das laufende Jahr ein zweistelliges Nachfragewachstum am Nickelmarkt. Haupttreiber ist die Produktion von Edelstahl, die für etwa 2/3 der gesamten Nickelnachfrage aufkommt und die nach den Krisenjahren 2007-2009 (Produktionsrückgang von über 4 Mio. t) nun vor einem überdurchschnittlich starkem Wachstum stehen dürfte.

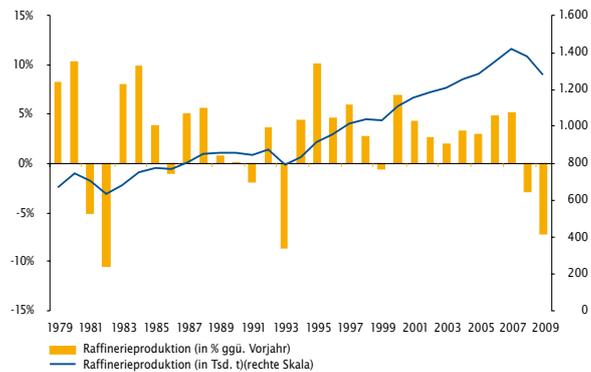
**Globale Rohstahlproduktion (in % ggü. Vorjahr)**



**Deutliche Angebotsausweitung dürfte folgen**

An keinem anderen Metallmarkt ist das Angebot als Reaktion auf den rezessionsbedingten Nachfrageeinbruch und Preisverfall derart drastisch zurückgefahren worden wie bei Nickel. Die Minenproduktion verzeichnete in den zurückliegenden beiden Jahren einen Rückgang in Höhe von etwa 20 %, auf Raffinerieebene beliefen sich die Kürzungen auf rund 10 %. Nach der raschen Preiserholung in den vergangenen Monaten ist die Mehrzahl der Nickelanbieter gleichwohl inzwischen wieder profitabel, so dass das Pendel nun in die andere Richtung umschlagen wird. So dürfte nicht nur ein Großteil der stillgelegten Produktionskapazität reaktiviert werden. Auch wird im Laufe der nächsten Jahre eine ganze Reihe neuer Großprojekte, wie z.B. die Nickelminen des brasilianischen Vale-Konzerns, Goro und Onca Puma (avisierter Jahresproduktion von zusammen 110.000 t), an den Start gehen. Vor diesem Hintergrund prognostizieren wir eine signifikante Angebotsausweitung von 9 % bzw. 5 % (Raffinerieproduktion) für das laufende und nächste Jahr.

### Langfristige Entwicklung der Nickelproduktion 1979-2009



Quelle: Bloomberg, LBBW Commodity Research

### Fazit

Trotz der erwarteten Nachfragebelebung wird der Nickelmarkt u.E. das gesamte Jahr 2010 über noch in einem deutlichen Überschuss bleiben. 2011 dürfte sich die prognostizierte Nachfragesteigerung, bei zugleich etwas schwächerem Angebotswachstum in einen nahezu ausgeglichenen globalen Nickelmarkt materialisieren. Dies hat zur Folge, dass der enorme Angebotspuffer in Form der rekordhohen Lagerbestände (börslich und außerbörslich) vorerst nicht abgebaut werden wird. Aus fundamentaler Perspektive halten wir das weitere Preissteigerungspotenzial von Nickel daher zunächst für begrenzt. Einen erneuten Preisschub erwarten wir mit Blick auf die verbesserte Angebots-Nachfrage-Situation im kommenden Jahr frühestens zum Jahreswechsel 2010/2011.

*Sven Streitmayer*

### Übersicht: LBBW-Nickelmarktprognosen 2010/2011

Nickel (in Tsd. t)	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Raffinerieproduktion	1.350	1.420	1.378	1.280	1.389	1.460
% ggü. Vorjahr	5,9%	5,2%	-3,0%	-7,1%	8,5%	5,1%
Verbrauch	1.401	1.323	1.278	1.210	1.338	1.452
% ggü. Vorjahr	12,2%	-5,6%	-3,4%	-5,3%	10,6%	8,5%
Weltmarktsaldo	-51	98	99	70	51	8

Quelle: INSG, Brook Hunt, LBBW Commodity Research

## 5.4 Zink

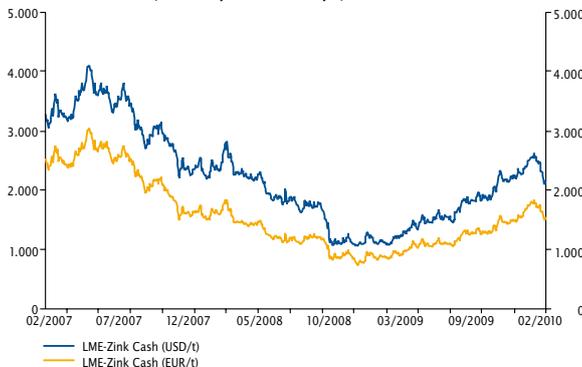


Foto: © navbharatmetal.com

### Preisentwicklung

Nach einer mehr als zweijährigen Baisse brachte 2009 schließlich die Wende am Zinkmarkt. In einer spektakulären Erholungsrallye, welche nur noch durch Kupfer und Blei übertroffen wurde, verzeichnete LME-Zink die höchste jährliche Preissteigerung seit über 20 Jahren (+129 %). Im Jahresverlauf 2009 kletterte die Notierung für das v.a. zur Galvanisierung eingesetzte Metall vom Tief bei 1.071 USD/t (Mitte Februar) auf 2.570 USD/t per Jahresabschluss. Damit lag das Preisniveau von Zink gleichwohl noch immer rund 2.000 USD unterhalb des Ende 2006 markierten Allzeithochs. 2010 dürfte die preisliche Dynamik hingegen spürbar abflauen. Ausschlaggebend hierfür ist die seit Q4/2009 zu beobachtende massive Produktionsausweitung, aufgrund derer der globale Zinkmarkt auch im laufenden Jahr wieder einen signifikanten Angebotsüberschuss ausweisen wird. Zum Start des neuen Jahres tendierte der Zinkpreis bereits schwächer.

### LME-Zink Cash (in USD/t und EUR/t)

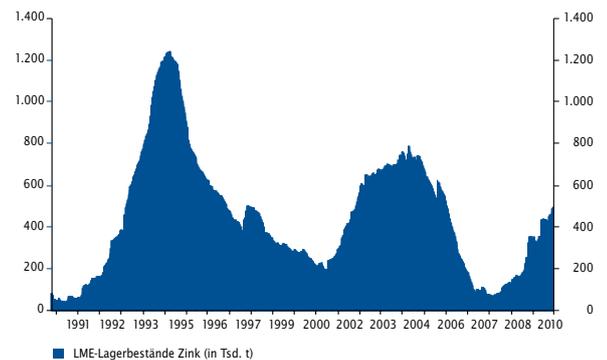


Quelle: Thomson Reuters, LBBW Commodity Research

### Börsenbestände klettern auf 4 ½-Jahreshoch

Kennzeichnend für die Überschuss-Situation am Zinkmarkt sind die wachsenden Lagerbestände der Metallbörsen in London und Shanghai. Zum Jahresultimo 2009 beliefen sich diese auf zusammen knapp 660.000 t (+109 % ggü. 2008) bzw. etwa 6 % der globalen Jahresnachfrage. Gemessen an den historischen Höchstwerten der Jahre 2004 und 1994 (1,2 Mio. t), aber auch im Vergleich zu der Lagersituation an anderen Metallmärkten (namentlich Aluminium und Nickel) erscheinen die Börsenbestände von Zink zwar mehr als ausreichend, jedoch noch nicht exorbitant hoch.

### LME-Lagerbestände Zink (in Tsd. t)



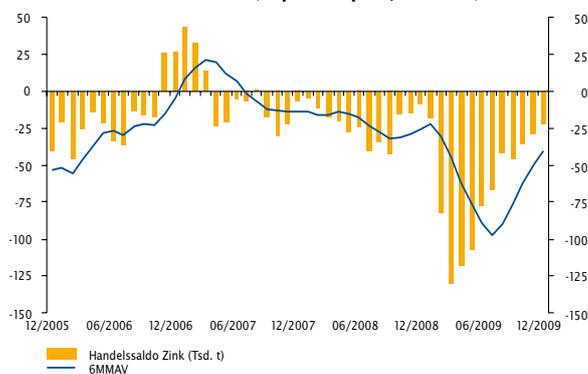
Quelle: Thomson Reuters, LBBW Commodity Research

### Chinesische Lageraufstockung bleibt im Dunkeln

Weniger transparent ist die Sachlage indes im Hinblick auf die außerbörslichen Lager. Während die Produzentenbestände nach Umfragen der International Lead and Zinc Study Group mit etwa 330.000 t noch relativ genau angegeben werden können, bleibt die Lagersituation in China weitgehend im Dunkeln. Nach den Rekordimporten des vergangenen Jahres (800.000 t) dürfte in der Volksrepublik jedoch eine beträchtliche Menge an unverbrauchtem Zink auf Halde liegen. Auf Basis der gemeldeten Produktionszahlen, dem Handelssaldo sowie der Veränderung der Börsenbestände in Shanghai auf der einen Seite und dem geschätzten Zink-Verbrauch (LBBWe: 4,3 Mio. t bzw. +11 % Y/Y) auf der anderen, dürften die außerbörslichen Lager im Reich der Mitte 2009 um etwa 650.000 t aufgestockt worden sein, wovon ca. ein Viertel auf die Käufe der staatlichen strategischen Reserve (SRB) entfallen. Wenngleich die

Lageraufstockung Chinas wesentlich zur Stabilisierung des Zinkmarktes im zurückliegenden Jahr beigetragen hat, indem ein Großteil der weltweiten Überschüsse hierdurch absorbiert wurde, ist der Angebotseffekt u.E. nur von temporärer Natur. Denn im Unterschied zu anderen Metallen (wie etwa Kupfer) hat Zink für China keine strategische Bedeutung, da es über genügend eigene Vorkommen und Produktionskapazität verfügt, so dass das eingelagerte Material mittelfristig wieder dem Markt zufließen wird.

#### China: Handelssaldo Zink (Export-Import, in Tsd. t)

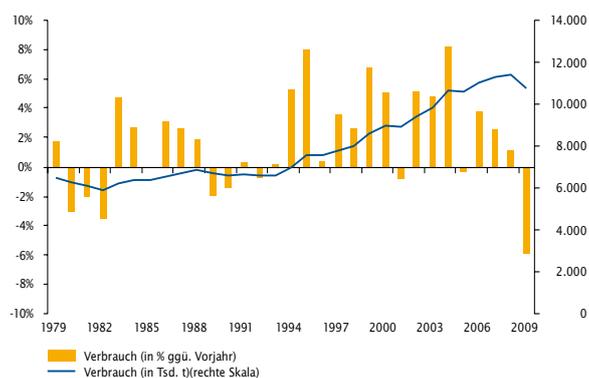


Quelle: Bloomberg, LBBW Commodity Research

#### Nachfrage: Comeback nach historischem Einbruch

Parallel zu dem scharfen Einbruch der industriellen Aktivität verzeichnete auch die Nachfrage nach Zink im vergangenen Jahr einen Rückgang von historischem Ausmaß. Auf Grundlage der bisher verfügbaren Daten (Januar-November) dürfte der weltweite Zinkverbrauch 2009 ein Minus von rund 6 % aufweisen. Die Nachfrage nach Zink ist damit so stark geschrumpft, wie noch nie zuvor in den letzten 30 Jahren und auf einen Schlag auf das Niveau von 2005 zurückgefallen. Im laufenden, wie auch im kommenden Jahr stellen sich die Nachfrageperspektiven dagegen wesentlich besser dar. So ist allein schon aufgrund von Basiseffekten mit einem starken Wachstum der Zinknachfrage zu rechnen. Dies legt auch der Vergleich mit der entsprechenden Entwicklung in früheren Abschwungphasen nahe. Im Anschluss an jede der drei großen Rezessionen der 70er, 80er und 90er Jahre registrierte der Zinkmarkt ein stürmisches Nachfragewachstum von durchschnittlich 8 % im ersten Erholungsjahr.

#### Langfristige Entwicklung der globalen Zinknachfrage 1979-2009

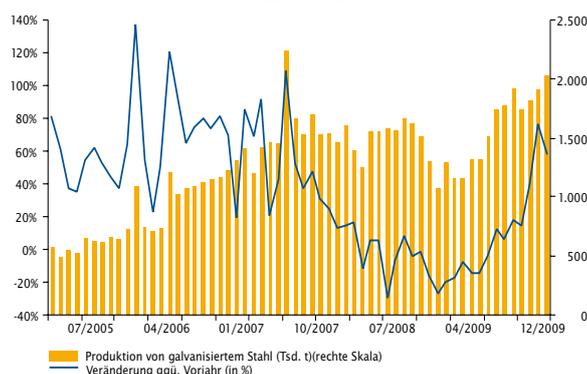


Quelle: WBMS, ILZSG, LBBW Commodity Research

#### Wachsender Bedarf der Stahlindustrie

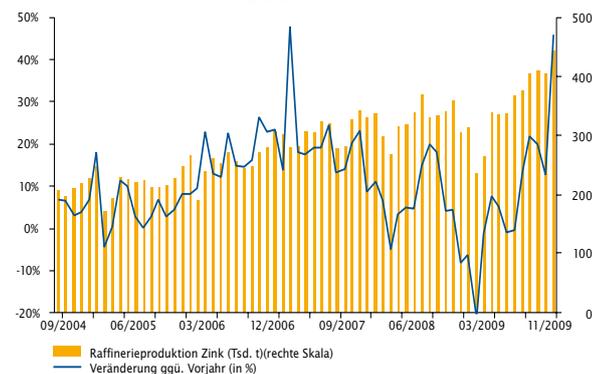
Auch aus fundamentaler Sicht spricht einiges für eine spürbare Aufhellung auf der Nachfrageseite. Dies gilt insbesondere mit Blick auf den mit Abstand größten Verbraucher von Zink, die Stahlindustrie, genauer gesagt die Produktion von galvanisiertem Stahl. Mit dem Erreichen der konjunkturellen Talsohle in Q1/2009 stellte sich auch eine Trendwende im Angebotszyklus von Stahl ein. Die tiefgreifenden Produktionskürzungen werden seither sukzessive zurückgenommen, wenn auch mit regional stark unterschiedlicher Dynamik. China nimmt dabei einmal mehr die Vorreiterrolle ein. Mit einem Ausstoß von rund 2 Mio. t im Dezember 2009 liegt die Produktion von galvanisiertem Stahl in der Volksrepublik bereits wieder auf Rekordkurs und weit über Vorjahresniveau (+58 %). In den zentralen Industriestaaten vollzieht sich die Erholung zwar erheblich langsamer. Doch auch hier weist der Trend bei der Stahlerzeugung inzwischen wieder eindeutig nach oben. Unserer Schätzung zufolge wird sich der wachsende Bedarf der Stahlindustrie i.V.m. mit der niedrigen Ausgangsbasis aus dem Vorjahr in einer entsprechend starken Steigerung der Zinknachfrage niederschlagen (2010e/2011e: +12 %/+6 %).

**China: Produktion von galvanisiertem Stahl (absolut und Veränderung ggü. Vorjahr)**



Quelle: Bloomberg, LBBW Commodity Research

**China: Monatliche Raffinerieproduktion von Zink (absolut und Veränderung ggü. Vorjahr)**



Quelle: Bloomberg, LBBW Commodity Research

**Angebot: Preisinduzierte Produktionsausweitung**

Auf der Angebotsseite machte sich die rasante Preiserholung des letzten Jahres spätestens ab Q3/2009 in einer breiten Reaktivierung stillgelegter Minen- und Raffineriekapazitäten bemerkbar. Noch vor einem Jahr sahen sich die Hersteller bei Preisen von kaum mehr als 1.000 USD/t zu drastischen Angebotseinschnitten gezwungen. Die weltweite Minenproduktion war zwischenzeitlich um über 10 % des jährlichen Outputs zurückgefahren worden. Nach der markanten Rallye der Zinkpreise ist der Großteil der Industrie inzwischen wieder profitabel, was dazu geführt hat, dass sämtliche großen Anbieter (wie Nyrstar, Boliden, Teck Cominco, Doe Run) die Kapazitätsauslastung ihrer Minen und Hütten deutlich hochgefahren haben bzw. weiter erhöhen. Auf globaler Ebene verzeichnete die Zinkproduktion im November 2009 bereits eine deutliche Steigerung von 10 % (Minen) bzw. 11 % (Raffinerien) ggü. den Vorjahreswerten. Für das Gesamtjahr 2009 dürfte die Raffinerieproduktion mit -4,4 % gleichwohl noch immer das höchste Minus seit 1980 ausweisen.

**China sorgt für Angebotswende**

Unterstützt von den staatlichen Hilfsprogrammen zählten die chinesischen Zinkhütten (wie auch die Minen) zu den ersten, die ihr Angebot wieder signifikant ausgeweitet haben. Schon im Juli markierte die Raffinerieproduktion der Volksrepublik mit rund 376.000 t einen neuen Höchstwert, welcher in den Folgemonaten mehrmals übertroffen wurde und im November schließlich bei rund 445.000 t (+46 % Y/Y) vorerst gipfelte. Auf das Jahr hochgerechnet, ließe sich der Zinkverbrauch Chinas für 2010 damit vollständig durch die heimische Produktion speisen. Weltweit dürfte sich die Rücknahme der Angebotskürzungen im laufenden Jahr weiter fortsetzen, weshalb wir von einem deutlich oberhalb des langfristigen Trends liegenden Wachstum der Zinkproduktion ausgehen (2010e/2011e: +10 %/+4 %).

**Übersicht: LBBW-Zinkmarktprognosen 2010/2011**

Zink (in Tsd. t)	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Raffinerieproduktion	10.655	11.360	11.655	11.140	12.260	12.799
% ggü. Vorjahr		4,2%	6,6%	2,6%	-4,4%	10,1%
Verbrauch	11.016	11.307	11.438	10.760	12.040	12.738
% ggü. Vorjahr		3,8%	2,6%	1,2%	-5,9%	11,9%
Weltmarktsaldo		-361	53	217	380	220

Quelle: ILZSG, Brook Hunt, LBBW Commodity Research

### Fazit

Die frühzeitige Produktionsausweitung wird auch 2010 einen deutlichen Angebotsüberschuss von etwa 220.000 t am Zinkmarkt hinterlassen (nach 380.000 t im Vorjahr). Zudem sind börslich, wie außerbörslich genügend Lagerbestände vorhanden, um temporäre Engpässe abzufedern. Aus fundamentaler Perspektive sollten die großen Preissprünge im laufenden Jahr daher ausbleiben. Der relativ schwache Januar (LME-Zink -17 %) hat bereits gezeigt, dass sich der starke Trend des Vorjahres 2010 nicht ohne weiteres fortschreiben lässt. Längerfristig (2011 ff.) erwarten wir vor dem Hintergrund abnehmender Marktüberschüsse und einer nur dünn gefüllten Projekt-Pipeline im Minenbereich hingegen steigende Zinkpreise.

*Sven Streitmayer*



Foto: © Riggwelter

## 5.5 Blei



Foto: © Ra'like

### Preisentwicklung

Mit einem Preiszuwachs von über 150 % wies Blei im vergangenen Jahr, neben Kupfer, die stärkste Erholung aller NE-Metalle auf. Vom Tief zu Jahresbeginn bei knapp 950 USD/t bis zum Hoch bei rund 2.500 USD/t im September legten die Notierungen des Schwermetalls nahezu ungebremst zu. Per Jahresultimo 2009 kostete die Tonne Blei (LME Cash) schließlich knapp 2.400 USD. Neben der gesunden fundamentalen Ausgangslage (niedrige Überschüsse) und der relativ konjunkturunabhängigen Nachfragestruktur erwiesen sich v.a. der rekordhohe Importbedarf Chinas, steigende Kapitalzuflüsse sowie die Produktionsstopps in chinesischen Bleihütten als zentrale Markttreiber. Mit Beginn des neuen Jahres gab der Bleipreis im Zuge der allgemeinen Marktkorrektur einen Teil der Gewinne wieder ab und notiert aktuell knapp unter 2.000 USD/t.

### LME-Blei Cash (in USD/t und EUR/t)

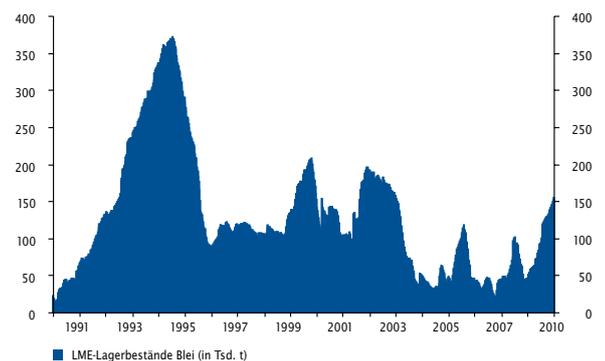


Quelle: Thomson Reuters, LBBW Commodity Research

### Lagerniveau trotz steilem Anstieg noch moderat

Die an der London Metal Exchange registrierten Lagerbestände von Blei verzeichneten im vergangenen Jahr einen massiven Anstieg von etwa 100.000 t (+224 %) auf knapp 150.000 t, was auf eine deutliche Entspannung der Versorgungslage am zuvor recht knappen Bleimarkt hindeutet. Dazu kommen noch die von den Produzenten gehaltenen Bestände, die sich nach Angaben der International Lead and Zinc Study Group zuletzt auf etwa 130.000 t summierten. Im Unterschied zu den meisten anderen Basismetallen ist das Lagerniveau bei Blei gleichwohl noch recht moderat. Gemessen am Weltverbrauch entsprechen die aktuellen Bestände nur etwa 3 % einer Jahresnachfrage.

### LME-Lagerbestände Blei (in Tsd. t)

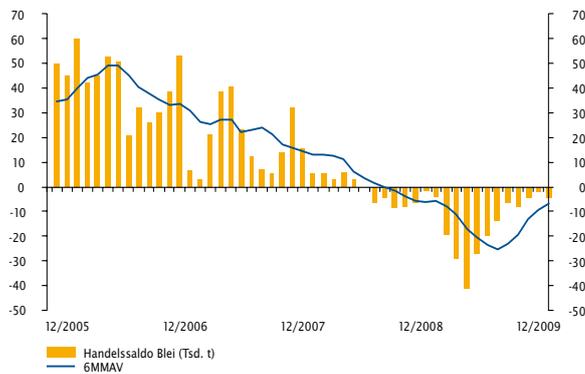


Quelle: Thomson Reuters, LBBW Commodity Research

### Chinesischer Importsog dominiert das Geschehen

Besonders im ersten Halbjahr 2009 wurde das Geschehen an den physischen Metallmärkten nahezu ausschließlich durch eine bis dato unerreichte Importnachfrage Chinas bestimmt. Obwohl als weltgrößter Produzent von raffiniertem Blei theoretisch Selbstversorger, importierte die Volksrepublik 2009 mehr als 200.000 t (+250 %) des toxischen Schwermetalls und absorbierte damit über 4 % des globalen Bleiangebots außerhalb Chinas. Da der Löwenanteil der Einfuhren einem einmaligen Lageraufbau gedient haben dürfte, ist im laufenden Jahr indes mit einem Abflauen der regen chinesischen Handelsaktivität zu rechnen. Eine Rückkehr zu den hohen Netto-Exporten der Vergangenheit ist aus unserer Sicht gleichwohl unwahrscheinlich.

### China: Handelssaldo Blei (Export-Import, in Tsd. t)

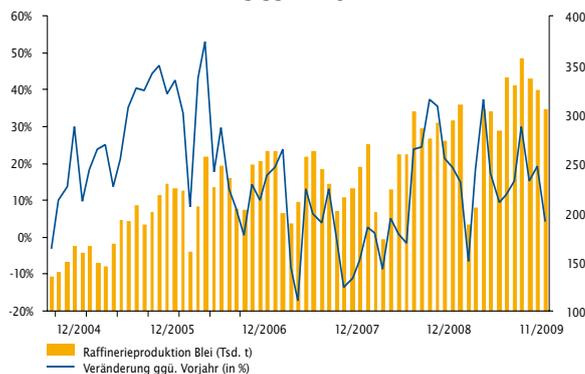


Quelle: Bloomberg, LBBW Commodity Research

### Globale Nachfrage nach Blei bleibt robust

Ungeachtet des tiefen weltwirtschaftlichen Abschwungs und im Gegensatz zu allen anderen NE-Metallen zeigte sich die Bleinachfrage im Krisenjahr 2009 äußerst robust. Ursächlich hierfür ist die relativ konjunkturresistente Nachfrage nach Ersatzbatterien, welche für knapp die Hälfte des Bleiverbrauchs aufkommt. Aber auch der Bedarf an Originalbatterien blieb infolge der boomenden chinesischen Märkte für PKWs und elektro-betriebene Zweiräder von einem größeren Einbruch verschont. Nach vorläufiger Schätzung dürfte der globale Bleiverbrauch (unter Einbezug der chinesischen Importe) im zurückliegenden Jahr sogar ein Wachstum von knapp 3 % verzeichnet haben. Ausgehend von einer Fortsetzung der dynamischen Binnennachfrage im Reich der Mitte sowie einer anziehenden Automobilproduktion in der westlichen Hemisphäre erwarten wir für 2010 einen Zuwachs der Bleinachfrage von etwa 7 % (2011e: +4 %).

### China: Monatliche Raffinerieproduktion von Blei (absolut und Veränderung ggü. Vorjahr)



Quelle: Bloomberg, LBBW Commodity Research

### Angebot stabil, hohe Abhängigkeit von China

Auf der Angebotsseite hatten die krisenbedingten Produktionskürzungen vieler Minenbetreiber für den Bleimarkt weitaus weniger gravierende Folgen, als dies in anderen Metallsektoren der Fall war. Der Grund hierfür ist die wachsende Bedeutung der vergleichsweise preisunelastischen Sekundärproduktion (Recycling), welche inzwischen rund 55 % des gesamten Bleiangebots ausmacht. Darüber hinaus reagierten v.a. die chinesischen Bleimineralien- und -hütten, die ohnehin bereits mehr als 60 % bzw. 40 % der weltweiten Produktion stellen, mit einer raschen Angebotsausweitung auf den Anstieg der Weltmarktpreise. So legte der Bleiausstoß chinesischer Raffinerien, trotz mehrwöchiger Produktionsstopps und verschärfter Emissionsauflagen Pekings, 2009 um rund 12 % auf insgesamt 3,5 Mio. t zu. Der Angebotsrückgang in anderen Teilen der Welt wurde hierdurch gänzlich kompensiert, so dass die globale Raffinerieproduktion unter dem Strich einen Zuwachs von knapp 4 % ausweisen dürfte. Vor dem Hintergrund der Wiedereröffnung der weltgrößten reinen Bleimine (Magellan, Australien), weiterer Reaktivierungen und vereinzelter Neustarts (Penasquito, Mexiko), bei zugleich wachsender Raffineriekapazität, sollte 2010 ein Angebotsplus von schätzungsweise 7 % bringen (2011e: +2 %).



Foto: © Capstone Mining Corp.

#### Übersicht: LBBW-Bleimarktprognosen 2010/2011

Blei (in Tsd. t)	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Raffinerieproduktion	7.925	8.118	8.673	8.990	9.655	9.887
<i>% ggü. Vorjahr</i>	<i>3,9 %</i>	<i>2,4 %</i>	<i>6,8 %</i>	<i>3,7 %</i>	<i>7,4 %</i>	<i>2,4 %</i>
Verbrauch	8.063	8.182	8.665	8.910	9.550	9.903
<i>% ggü. Vorjahr</i>	<i>3,6 %</i>	<i>1,5 %</i>	<i>5,9 %</i>	<i>2,8 %</i>	<i>7,2 %</i>	<i>3,7 %</i>
Weltmarktsaldo	-138	-64	8	80	105	-17

Quelle: ILZSG, Brook Hunt, LBBW Commodity Research

#### Fazit

Aufgrund der speziellen Angebots- und Nachfrageeigenschaften hat die Weltwirtschaftskrise kaum Spuren am Bleimarkt hinterlassen, was entscheidend zu der beeindruckenden Preiserholung beigetragen

hat. Im Umkehrschluss heißt dies aber auch, dass das Schwermetall weniger stark von der zyklischen Konjunkturerholung im laufenden Jahr profitieren dürfte. Zudem impliziert die Produktions- und Verbrauchsschätzung einen Anstieg des Marktüberschusses auf etwas mehr als 100.000 t, nach 80.000 t im Vorjahr. Per saldo erwarten wir 2010 daher einen leichten Rückgang der Bleipreise. 2011 dürfte der Bleimarkt (als erster Metallmarkt überhaupt) ein Defizit aufweisen und entsprechend wieder mit deutlichen Preiszuwächsen aufwarten.

*Sven Streitmayer*

## 5.6 Stahl

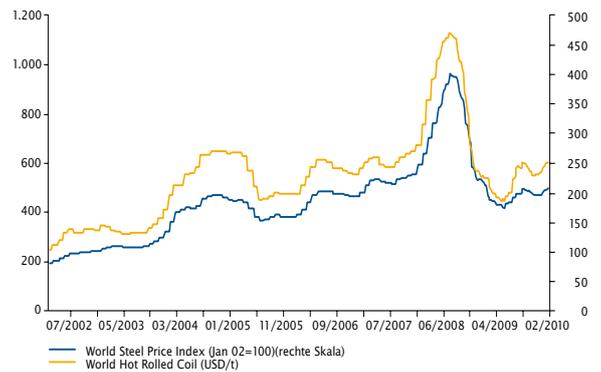


Foto: © Trinecké železářny

### Globale Stahlpreise mit schleichender Erholung

An den internationalen Stahlmärkten verlief die Preisentwicklung bis zuletzt wesentlich ruhiger als dies bei den NE-Metallen der Fall war. Im Jahresvergleich verzeichnete der von dem Branchendienst SBBS veröffentlichte Weltstahlpreisindex 2009 erneut einen Rückgang von rund 12 %. Der ebenfalls als globaler Referenzwert ausgewiesene Preis für warmgewalzten Stahl (HRC) lag mit rund 564 USD/t per Jahreschluss in etwa auf dem Niveau von Ende 2008. Von einer ausgeprägten Erholung der Stahlpreise kann somit zwar keine Rede sein. Eine Trendwende ist aber dennoch auszumachen. Seit den Tiefständen in Q2/2009 bis Jahresende legten die Notierungen an den meisten Stahlmärkten immerhin um durchschnittlich 10-30 % zu (Weltstahlpreisindex: +12 %). Die größte Preisdynamik registrierten dabei die Märkte für Halbzeug (v.a. Billets), eher schleppend ging es dagegen bei Langerzeugnissen (Rebar) voran. Auslöser der preislichen Wende war u.E. eine Kombination aus anziehender physischer Nachfrage und steigenden Produktionskosten, wobei wir letzteren einen deutlich höheren Anteil beimessen.

### Langfristige Stahlpreisentwicklung (SBBS-Weltstahlpreisindizes)

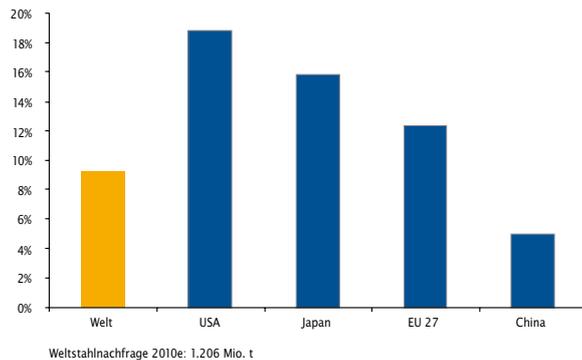


Quelle: Bloomberg, LBBW Commodity Research

### Nachfrage nach Einbruch auf Wachstumskurs

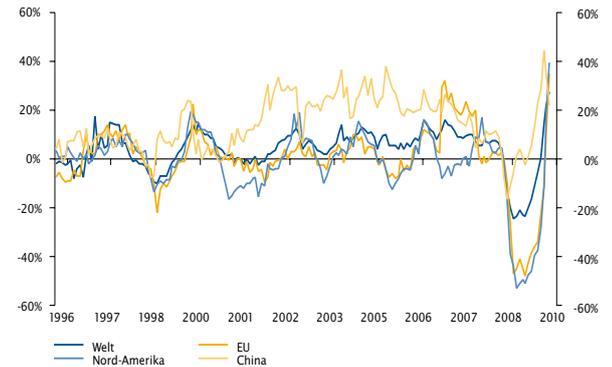
Ungeachtet der allmählichen Konjunkturaufhellung ab dem Sommer verzeichnete die Stahlnachfrage 2009 in den allermeisten Regionen der Welt einen Einbruch von historischem Ausmaß. So finden sich etwa in den Statistiken zum Stahlmarkt in den USA seit 1900 gerade einmal zwei Jahre (1921 und 1932), in denen der Nachfragerückgang höher ausgefallen ist als im zurückliegenden Jahr (-39 % lt. WSA). Weltweit ging der Stahlbedarf nach Schätzung der World Steel Association um knapp 9 % zurück, was die tatsächliche Entwicklung in der Breite infolge des immensen Wachstums in China (+19 %) jedoch verzerrt darstellt. Außerhalb der Volksrepublik ist die Stahlnachfrage dagegen um fast ein Viertel geschrumpft. Die Perspektiven für das laufende Jahr stellen sich schon aufgrund des tiefen Ausgangsniveaus, aber auch im Hinblick auf die konjunkturellen Rahmenbedingungen und die erwartete Normalisierung im Lagerzyklus gänzlich anders dar. Auf Basis der Herbst-Prognose des Weltstahlverbands wird 2010 ein Nachfrageplus von weltweit über 9 % auf 1,21 Mrd. t bringen, was aus unserer Sicht eine eher konservative Schätzung darstellt. Die stärksten Wachstumsimpulse dürften dabei von den Industriestaaten ausgehen. Einen signifikanten Nachfrageschub erwartet die WSA entsprechend für die USA (+19 %), Japan (+16 %) und die EU (+12 %).

**World Steel Association: Prognose Weltstahlnachfrage 2010 (in % ggü. Vorjahr)**



Quelle: WSA, LBBW Commodity Research

**Globale Rohstahlproduktion nach Regionen (in % ggü. Vorjahr)**



Quelle: Bloomberg, LBBW Commodity Research

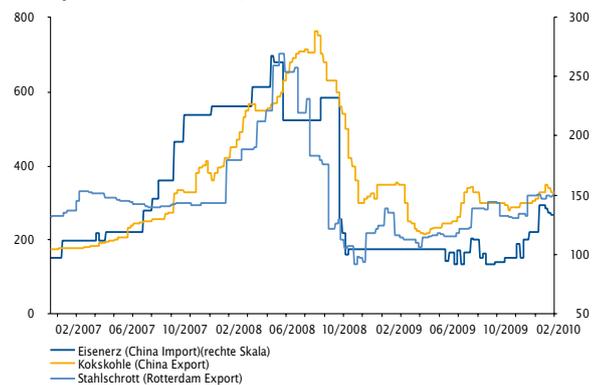
**Angebotsausweitungen auf der Agenda**

Auch auf der Angebotsseite präsentierte sich der Stahlmarkt im zurückliegenden Jahr klar zweigeteilt. Während die chinesischen Stahlhersteller die vorangegangenen Kürzungsmaßnahmen rasch für beendet erklärt hatten und bereits im Januar wieder über dem Vorjahresniveau produzierten, hielten die Stahlkocher in den übrigen Regionen bis weit in das dritte Quartal hinein an den drastischen Angebotseinschnitten fest. Noch im Sommer waren in Deutschland sechs Hochöfen außer Betrieb und die Produktionszahlen um mehr als 40 % rückläufig. Wenngleich die Produktionsentwicklung im letzten Quartal des Jahres schließlich in allen Regionen wieder positives Terrain erreicht hatte, wies die globale Rohstahlproduktion für das Gesamtjahr 2009 ein sattes Minus von gut 8 % auf 1,2 Mrd. t aus. Auch diese Statistik wird wieder durch die hohe Dynamik im Reich der Mitte „beschönigt“. Getragen von den massiven Konjunkturlösungen Pekings verzeichnete die chinesische Stahlproduktion 2009 ein Anstieg von 13 % auf knapp 570 Mio. t, was etwa der Hälfte der Weltproduktion entspricht. Legt man die durchschnittliche weltweite Produktion aus Q4/2009 zugrunde, könnte das Stahlangebot im laufenden Jahr durchaus wieder in die Nähe der Höchststände aus 2007 und 2008 (rund 1,3 Mrd. t) gelangen.

**Produktionskosten: Preistreiber Rohstoffe**

Mit der zunehmenden Belegung der weltweiten Stahlproduktion ging auch eine erhöhte Nachfrage nach den wichtigsten Inputfaktoren einher, welche sich ab dem Sommer in einer spürbaren Verteuerung an den entsprechenden Rohstoffmärkten niederschlug. Besonders augenscheinlich wurde dies am Eisenerzmarkt, wo der rekordhohe Importbedarf Chinas (rund 600 Mio. t, +40 % ggü. 2008) allein im zweiten Halbjahr zu Kassapreissteigerungen von durchschnittlich 25 % geführt hat. Die weniger beachteten Preise für Koksrohle und Stahlschrott stiegen im selben Zeitraum sogar um etwa ein Drittel bzw. die Hälfte. Vor diesem Hintergrund halten wir die graduelle Erholung der Stahlpreise in der zweiten Jahreshälfte 2009 daher auch weniger für nachfrage- als vielmehr für kostengetrieben. Dies dürfte sich u.E. auch in den ersten Monaten 2010 nicht ändern.

**Preisentwicklung der wichtigsten Inputfaktoren der Stahlproduktion (in USD/t)**

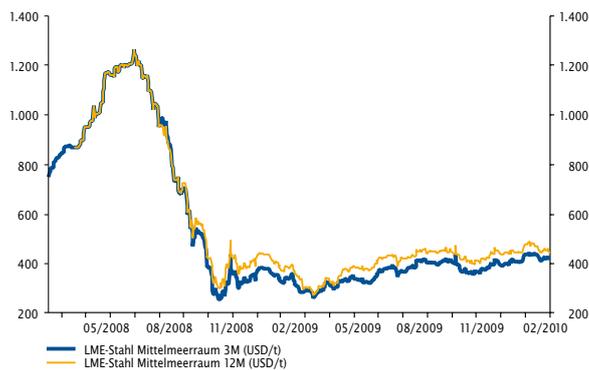


Quelle: Bloomberg, LBBW Commodity Research

### Blickpunkt Stahl-Terminhandel

Die seit Anfang 2008 an der London Metal Exchange (LME) notierten Stahlfutures bildeten das Geschehen an den physischen Billet-Märkten im letzten Jahr relativ gut ab. So verzeichnete der Mittelmeer-Kontrakt (3M-Future) per Jahresresultimo 2009 einen moderaten Kurszuwachs von rund 8 %. Den Tiefpunkt markierte LME-Stahl Mediterran im März bei 260 USD/t, das Jahreshoch bei 435 USD/t Ende September. Dagegen wies der für die Region Fernost/Asien konzipierte Stahlkontrakt mit einem Kursanstieg von über 25 % (H/T: 498/260 USD/t) eine wesentlich dynamischere Kursentwicklung auf, was sich auf die stärkere fundamentale Marktlage zurückführen lässt.

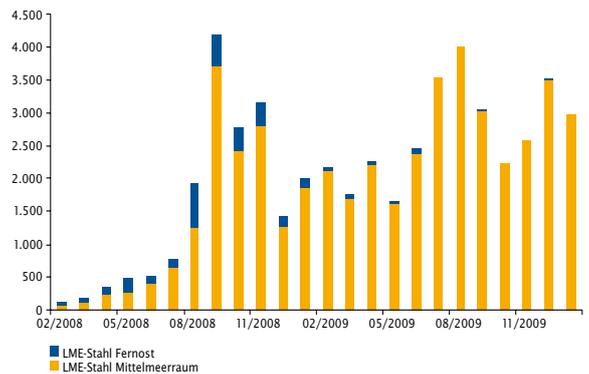
### Preisentwicklung LME-Stahl Mittelmeerraum seit Handelsaufnahme (3- und 12-Monatskontrakt, in USD/t)



Quelle: Bloomberg, LBBW Commodity Research

Nicht zuletzt aufgrund von handelspolitischen Restriktionen seitens Chinas hat der Fernost-Kontrakt aber de facto nie Akzeptanz am Markt erlangt, weshalb die Börsenbetreiber bereits angekündigt haben, die beiden regional differenzierten Terminkontrakte zu einem globalen Stahlfuture zu verschmelzen. Insgesamt belief sich das Handelsvolumen der beiden Kontrakte im vergangenen Jahr auf etwas mehr als 2 Mio. t bzw. 170.000 t pro Monat. Von dem Ziel, eine globale Benchmark für den Stahlmarkt darzustellen, ist LME-Stahl damit noch weit entfernt. Die Grundvoraussetzung (Korrelation zu den physischen Märkten) hierfür sowie ein wachsendes Interesse der Marktteilnehmer kann der noch jungen Stahlbörse aber durchaus attestiert werden.

### Handelsvolumen LME-Stahlfutures (in Lots pro Monat, 1 Lot = 65 t)



Quelle: LME, LBBW Commodity Research

### Fazit

Nach dem rasanten Absturz von dem Rekordniveau im Sommer 2008 bis zu den mehrjährigen Tiefständen von Produktion, Nachfrage und Preisen im Frühjahr 2009 befindet sich der globale Stahlmarkt inzwischen wieder auf Erholungskurs. Wenngleich die strukturellen Probleme, allen voran die enormen Überkapazitäten in China, weiterhin ungelöst bleiben, werden die internationalen Stahlmärkte u.E. im laufenden, wie auch im nächsten Jahr ein hohes Wachstum aufweisen. Dieses sehen wir jedoch überwiegend in der niedrigen Ausgangsbasis begründet. Eine Rückkehr zu dem hohen Trendwachstum der Vorkrisenjahre dürfte auf absehbare Zeit nicht zur Debatte stehen. Mit Blick auf die mögliche Preisentwicklung halten wir eine Fortsetzung der graduellen Aufwärtsbewegung für das wahrscheinlichste Szenario. Echte Knappheiten sollten sich vorerst nicht einstellen. Aufgrund der erwarteten Produktionsausweitung und unter Einbezug der antizipierten Nachfragebelebung dürfte der globale Stahlmarkt im laufenden Jahr einen Angebotsüberschuss von etwa 100 Mio. t bzw. 8 % der Jahresnachfrage ausweisen.

Sven Streitmayer

# 6 Agrar.

## Sektorausblick

■ Im Getreidesektor entwickelt sich ein zweites phantastisches globales Erntejahr mit deutlich ansteigenden Weltlagerbeständen bei Weizen und Sojabohnen. Eine Änderung des großzügigen Angebots erwarten wir frühestens im zweiten Halbjahr mit den Daten für das kommende Erntejahr. In den USA dürfte die Weizenanbaufläche zugunsten von Mais und Sojabohnen weiter reduziert werden. Ein eventueller Preisdruck aus Angebotsüberschüssen sollte sukzessive abnehmen.

■ Bei den Softs fällt insbesondere das erneute Produktionsdefizit bei Zucker auf, wobei hier im Jahresverlauf 2010 ein weitgehender Ausgleich stattfinden könnte. Die Nachfrage zeigt in beiden Subsektoren deutlich geringere Volatilität als das Angebot und sinkt im Niveau bisher kaum. Auf dem gegenwärtig exponierten Preisniveau drohen höhere Korrekturrisiken als bei Getreide. Diese dürften fundamental im Jahresverlauf 2010 eher auf einer stärker einknickenden Nachfrage als auf einem explodierenden Angebot beruhen.

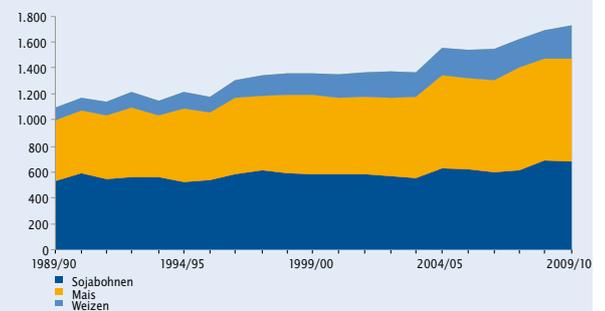
■ China als Rohstoffgigant spielt auch im Agrarsektor eine entscheidende, wenn auch sehr differenzierte Rolle. Das Land gehört bei den im Folgenden analysierten Agrarrohstoffen zu den größten vier Produzenten der Welt, tritt aber international nur bei Sojabohnen (und der hier nicht weiter betrachteten Baumwolle) stark in Erscheinung (53 % der Weltimporte).

■ Abseits der fundamentalen Kerndaten zeigten bereits die heftigen Verwerfungen des zweiten Halbjahrs 2008, dass es in einem kleinen Segment im Verhältnis zu anderen Assetklassen zu erheblicher Volatilität kommen kann. Nach einem extremen Positionsabbau seitens der Investmentindustrie hat sich diese Klientel im Jahr 2009 jedoch nur in geringem Umfang neu engagiert, so dass Überraschungen in näherer Zukunft eher im Auf- als im Abbau zu erwarten sind. Die Performance alternativer Assetklassen für 2009 liefert außerdem Umschichtungsphantasie für einen Bereich mit sehr bescheidener Entwicklung im Jahr 2009.

■ In der Preisentwicklung vollzog der Agrarsektor im vergangenen Jahr eine ausgeprägte Bodenbildung mit einem Gewinn des Dow Jones Subindex Agriculture (ER) von 13,5 %, wobei die Ergebnisse auf Subindexebene extrem auseinander fielen. Während der Getreidesektor im Jahresultimovergleich des Indexstandes mit einem Verlust von 1,8 % fast unverändert aus dem Jahr 2009 ging, legte der Subindex Softs im gleichen Zeitraum mit 44,0 % sehr deutlich zu.

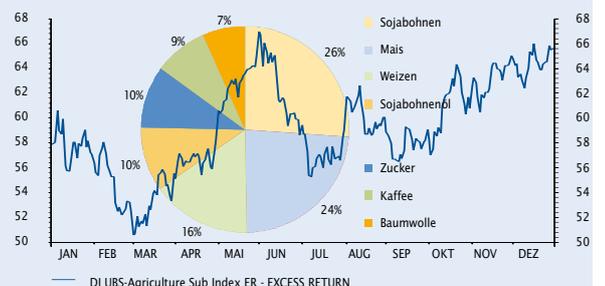
■ Für 2010 erwarten wir im Agrarsektor per Saldo eine volatile Erholung, die in einzelnen Futures zwischenzeitlich durchaus 30 % und mehr betragen kann. Vom nahen Unterstützungsboden für die Getreide Futures sind wir noch stärker überzeugt als vom preislichen Deckel bei den Softs, können jedoch kurzfristig keinerlei Trendänderung beim (großzügigen) Angebot identifizieren.

Die globale Produktionsentwicklung von Weizen, Mais und Sojabohnen (Mio. t)



Quelle: USDA, LBBW Commodity Research

Adjustierte Gewichtungen im Dow Jones Subindex Agriculture (ER) für 2010 und Kursentwicklung 2009



Quelle: Thomson Reuters, Dow Jones, LBBW Commodity Research

## 6.1 Weizen

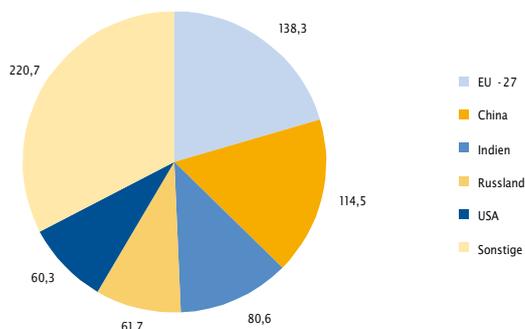


Foto: © fotolia.com/Jose Ignacio Soto

### Produktion verteilt, China international zurückhaltend

Weizen gehört zu den weltweit wichtigsten Agrarprodukten. Die EU-27-Staaten, China und Indien liefern knapp die Hälfte der 676 Mio. Tonnen, die im laufenden Erntejahr 2009/2010 vermutlich produziert werden. Nimmt man noch Russland und die USA hinzu, so sind es knapp 70 %. Dieser Wert mag hoch anmuten, liegt aber in den beiden anderen großen Rohstoffen Mais und Sojabohnen nochmals deutlich höher, so dass eine relativ geringe geographische Konzentration der Produktionsseite attestiert werden kann. Neben dem Produktionsanteil von knapp 17 % hält China inzwischen 61 Mio. Tonnen und damit die höchsten bzw. mehr als 31 % der weltweiten Weizenreserven, tritt allerdings international bisher weder im Im- noch im Export nennenswert in Erscheinung.

### Die größten Weizenproduzenten der Welt (Prognose in Mio. t für das laufende Erntejahr)

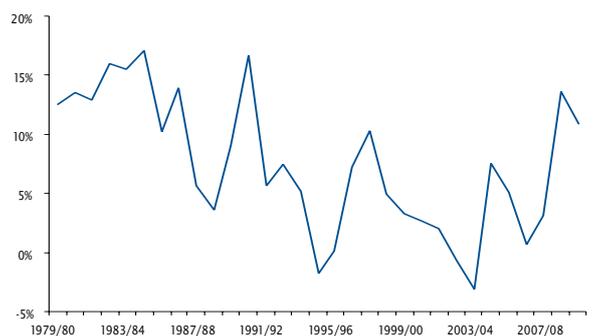


Quelle: USDA, LBBW Commodity Research

### Starker Angebotsüberhang in den letzten beiden Jahren

Der Ernteertrag pro Hektar stieg im globalen Durchschnitt der letzten sechs Jahre um über 10 %, konnte allerdings die starken Schwankungen der Produktion und drohende Lagerengpässe nicht verhindern. Vor zwei Jahren befürchtete man in den USA noch einen 30-jährigen Tiefstand der Weizenlager, aber es folgten zwei sehr erfolgreiche Erntejahre mit einer globalen Produktion, die jeweils mehr als 10 % über dem Durchschnitt der letzten zehn Jahre lag. Zwei Ernten mit so deutlichen Produktionssteigerungen hintereinander gab es zuletzt vor über 20 Jahren.

### Prozentuale Veränderung der globalen Produktion gegenüber dem Durchschnitt der letzten zehn Jahre



Quelle: USDA, LBBW Commodity Research

### Schwache Exportdaten in den USA

Speziell die USA – mit einem Anteil von über 18 % der größte Exporteur der Welt – stehen international u.a. durch Kanada und Russland, durch wachsende Transportkosten und einen zuletzt steigenden USD unter starkem relativen Konkurrenzdruck. Der Weizenexport lag Anfang Januar 2010 noch 24 % unter den Vorjahresdaten.

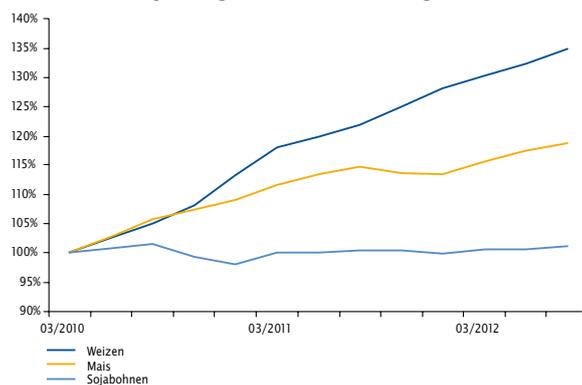
### Globale Lagersituation deutlich entspannt

Global wird für dieses Erntejahr der höchste Lagerbestand seit acht Jahren prognostiziert; für die USA wäre es sogar der höchste seit 1987, der sich damit in zwei Jahren mehr als verdreifacht hätte und wieder auf dem Durchschnittsniveau der historischen USDA Daten stünde. Unter diesen Umständen passen die US Farmer die Aussaat an – es wird die geringste Winterweizenaussaat seit 97 Jahren erwartet. Diese Nachricht hinterließ jedoch in Anbetracht der Lagerberge im Preis des nächstfälligen Futures bisher keine deutlichen Spuren.

### Sehr steiles Contango dokumentiert den aktuellen Überfluss

Anders sieht es dagegen bei den länger laufenden Kontrakten an der CBOT aus. Der deutliche Angebotsüberhang am Spotmarkt sorgt im Vergleich zu den anderen Getreide Futures für die steilste Contango Situation mit über 30 % Kursaufschlag für Futures, die bis zum Sommer 2012 laufen. Der Markt setzt also – mit Blick auf die Historie plausibel – darauf, dass nach zwei hervorragenden Erntejahren die Chance auf eine Fortsetzung dieses Trends sukzessive abnimmt.

### Terminkurven der Getreide Futures an der CBOT im Verhältnis zum jeweiligen Kontrakt mit Fälligkeit März 2010



Quelle: Thomson Reuters, LBBW Commodity Research

### Futures mit der schlechtesten Performance des Agrarsektors im Jahr 2009

Die Future Kurse wurden durch die üppige Ausstattung der Angebotsseite im Jahr 2009 so stark gedrückt, dass sich im Endloskontrakt nach volatilen Zwischenphasen am Jahresende bei einem Kurs von 541,5 US\$ pro Scheffel (27,2155 kg) ein Verlust von gut 11 % im Jahresvergleich ergab. Dies war im Vergleich zu den jeweiligen Endloskontrakten der im Dow Jones Subindex Agrar enthaltenen Rohstoffe die schlechteste Performance im gesamten Sektor und der Weizen Future eines der wenigen Produkte, die im Jahresverlauf 2009 kurz das Zwischentief aus dem Dezember 2008 unterboten. Betrachtet man zur Vermeidung der Rollproblematik die Entwicklung des im März 2010 fälligen Kontraktes im Jahr 2009, so erhöht sich der Verlust auf gut 21 %. In der langen Korrekturphase von Juni bis Oktober lag der maximale Verlust dieses Kontraktes sogar bei 38 %.

### Weizen Future (CBOT Kontrakt mit Fälligkeit März 2010, US\$/Scheffel)



Quelle: Thomson Reuters

### Änderung der fundamentalen Lage vermutlich nicht vor Sommer 2010

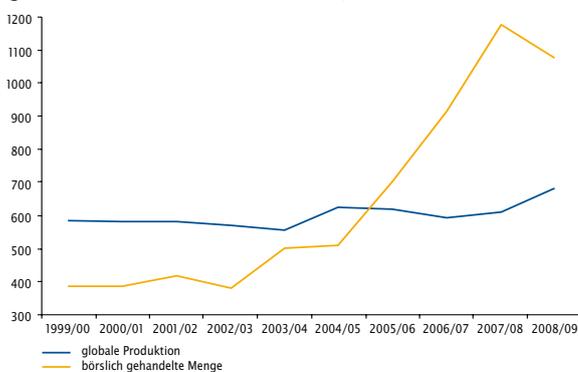
Da auf der Nachfrageseite keine aggressiven Verschiebungen erfolgen, resultieren die Schwankungen der Lagerbestände vorrangig aus den wechselnden Produktionsmengen und mindestens bis zum Abschluss des laufenden Erntejahres im Frühsommer wird mit einer sehr großzügigen Versorgungslage gerechnet.

### Spekulative Interessen am Weizen Future relativ gering

Insbesondere die Ereignisse des Jahres 2008 haben jedoch bewiesen, dass neben den fundamentalen Haupteinflussfaktoren auch eher technische oder exogene Faktoren über Monate die Kursentwicklung dominieren können. Um wenigstens einen Eindruck von der relativen Anfälligkeit für teilweise kurzfristiges spekulatives Engagement im Verhältnis zu anderen Rohstoffen zu erhalten, wurden die Future Umsätze im jeweiligen Benchmark Kontrakt eines Erntejahres zur Produktion ins Verhältnis gesetzt. Bei Weizen ergab sich nach Quoten von gut 150 % für 2006/2007 und sogar über 190 % für 2007/2008 im vergangenen Jahr erstmals eine rückläufige Future Umsatzquote von knapp 160 % der globalen Weizenproduktion. Die Beschränkung auf den Benchmark Kontrakt sorgt für eine etwas zu gering ausgewiesene Quote im Verhältnis zur Erntemenge, aber die relativen Differenzen zwischen den einzelnen Rohstoffen fallen so stark auseinander, dass eine vereinfachte Messung an der Kernaussage nichts ändert. Quoten jenseits der 300 %, 500 % oder gar über 800 % bei anderen Rohstoffen verdeutlichen, dass die Kursentwicklung des Weizen Futures nicht nur

durch die zweithöchste globale Erntemenge stabilisiert wird, sondern aktuell auch nicht im Fokus spekulativer Marktkräfte steht. Der reine Umsatz im Weizen Benchmarkkontrakt fiel nach drei Jahren mit Steigerungen von ca. 30 % und mehr für das Erntejahr 2008/2009 um gut 8 % - der Ansatz einer Gegenbewegung liegt vor.

#### Die börslich gehandelte Weizenmenge im Vergleich zur globalen Produktion (Frontkontrakt, Mio. t)

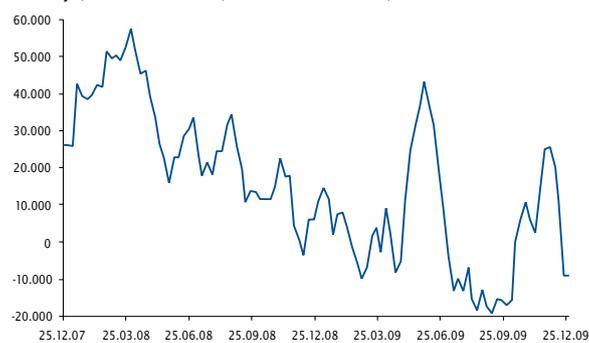


Quelle: Thomson Reuters, LBBW Commodity Research

#### Spekulanten aktuell ohne große Aktivitäten

Die jüngsten Vorschläge von Präsident Obama besitzen zwar bisher keine Gesetzeskraft, aber sollten die US Kreditinstitute durch ein Beteiligungsverbot an Hedge Fonds sowie das Verbot von Eigenhandel ohne direkte Kundenbeziehung gesetzlich in ihrer Aktivität beschnitten werden, so dürfte dies in erster Linie in der nachgebenden Liquidität von Marktsegmenten, also der Ausweitung der Geld-Brief-Spannen zu spüren sein. Eine absolute Beeinflussung des Preisniveaus dürfte zumindest beim Weizen kaum erfolgen und hätte im Zweifel sogar preistreibende Wirkung. Gemäß COT Report der US CFTC ergab nämlich der Saldo der Position „Managed Money“ ultimo 2009 eine netto Shortposition in Höhe von ca. 9.000 Kontrakten bzw. vernachlässigbaren 2,5 % des Open Interests. Der häufig formulierte Vorwurf an die Investmentbanken bzw. die Finanzindustrie, die Kurse nach oben zu treiben, lässt sich also zumindest für Weizen aktuell nicht aufrecht erhalten.

#### Saldierte Nettoposition der Großinvestoren („Managed Money“) an der CBOT (Anzahl Kontrakte)



Quelle: Bloomberg, LBBW Commodity Research

#### Fazit

Die im letzten Yearbook erwartete Beruhigung im Vergleich zu 2008 hat auf niedrigem Niveau stattgefunden. Zwei phantastische Ernten hintereinander haben die Vorräte wieder deutlich anschwellen lassen und beim Future für die schlechteste Performance im Agrarsektor gesorgt. Die eher technischen Einflussfaktoren spielen aktuell keine große Rolle und seitens der fundamentalen Faktoren steigt die Wahrscheinlichkeit einer spürbaren Angebotsverknappung erst nach Ablauf des aktuellen Erntejahres stärker an.

Da jedoch alle wichtigen Faktoren eher auf den Preis des Futures drücken, stufen wir das aktuelle Niveau eher als „unten“ denn als „oben“ ein, so dass sich Überraschungen tendenziell in preistreibender Form auswirken könnten. Im langfristigen Chart des Futures an der CBOT erkennt man für den Zeitraum zwischen den 70er Jahren und dem Jahr 2006 ein breites Band zwischen ca. 250 USc und knapp 500 USc pro Scheffel, sofern man die Extremwerte abschneidet. Wir erwarten nach den Turbulenzen des Jahres 2008 und der Konsolidierung auf niedrigem Niveau im Jahr 2009 auch weiterhin keinen dauerhaften Rückfall in das angesprochene Kursband. Wir halten Zwischenrallyes von 10 % bis 20 % in einer volatilen, leicht aufwärtsgerichteten Entwicklung für plausibel. Das größte Kursrisiko bestünde vermutlich in einem erneuten Einbruch anderer Anlageklassen, der nach 2008er Vorbild über die Liquidation spekulativer Positionen in anderen Agrarrohstoffen mittelbaren Einfluss auf den Preis des Weizen Futures nehmen könnte.

*Manfred Wolter*

## 6.2 Mais

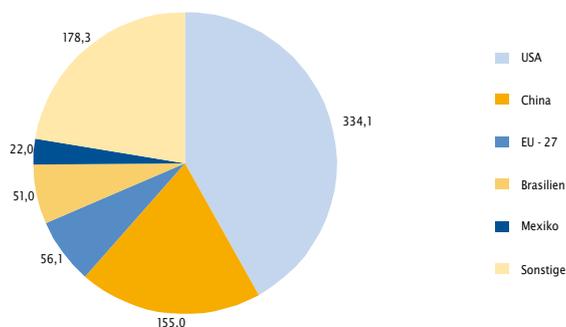


Foto: © Landwirtschaftskammer Nordrhein-Westfalen

### Produktionsweltmeister

Mit einer erwarteten globalen Rekordernte von knapp 800 Mio. Tonnen in diesem Erntejahr bleibt Mais trotz leicht rückläufiger Anbauflächen der am meisten produzierte Agrarrohstoff der Welt. Der US Anteil an der Weltproduktion liegt bei knapp 42 %, gemeinsam mit China sind es bereits über 60 %. Regional erfolgt die Maisproduktion also konzentrierter als z.B. die Weizenproduktion. Die weltweiten Exporte stammen sogar zu mehr als 60 % aus den USA. Der durchschnittliche Ertrag pro Hektar liegt in den USA (Nr.1) allerdings etwa doppelt so hoch wie in China (Nr. 10). Weltweit wurde die Anbaufläche seit dem letzten Zwischenhoch im Erntejahr 1996/1997 um knapp 10 % ausgeweitet, aber die Produktion stieg im gleichen Zeitraum um über 34 %.

### Die größten Maisproduzenten der Welt (Prognose in Mio. t für das laufende Erntejahr)

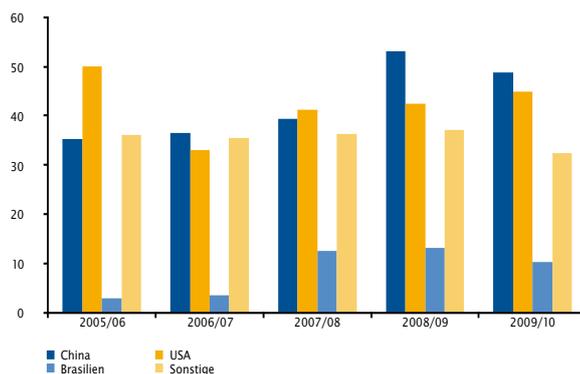


Quelle: USDA, LBBW Commodity Research

### China hortet erneut – Weltreserven schrumpfen trotzdem

Neben dem Produktionsanteil von knapp 20 % verfügt China inzwischen über mehr als 35 % der weltweiten Weizenreserven (gemeinsam mit den USA als Nr. 2 sind es knapp 69 %), tritt aber – wie auch beim Weizen – international kaum in Erscheinung. Auch Rekorddaten reichen jedoch weder absolut noch im Verhältnis zur Produktion für eine Erholung der weltweiten Lager. Die Quote der Vorräte im Verhältnis zur Produktion hat sich in den letzten zehn Jahren im Gegensatz zur Entwicklung bei Weizen fast halbiert (gut 17 %).

### Die größten Maisvorräte nach Staaten (Mio. t, für 2009/10 prognostiziert)

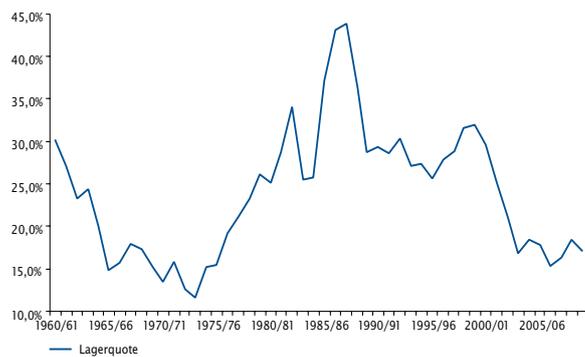


Quelle: USDA, LBBW Commodity Research

### Klassisches Contango spricht für normale Marktverfassung

Die Strukturkurve der Futures verläuft mit einem Anstieg von knapp 20 % binnen ca. 3,5 Jahren etwas flacher bzw. nicht so optimistisch wie bei Weizen. Das Verhältnis der globalen Vorräte zur Weltproduktion wird sich zwar im laufenden Erntejahr vermutlich nicht deutlich vom niedrigsten Niveau seit über 30 Jahren bei etwa 15 % erholen, aber Lieferengpässe zeichnen sich andererseits bisher auch nirgends ab. Wesentliche Änderungen der fundamentalen Kerndaten können wir uns erst im zweiten Halbjahr vorstellen.

### Der globale Lagerendbestand im Verhältnis zur Maisproduktion des jeweiligen Erntejahres



Quelle: USDA, LBBW Commodity Research

### Performance 2009 dicht an der Null oder deutlich schlechter

Die Performance des Mais Futures Endloskontraktes an der CBOT lag ultimo 2009 im Jahresvergleich mit einem „Gewinn“ von knapp 2 % an zweitletzter Stelle innerhalb des DJ UBS Subindex Agrar, wobei der Preis des im März 2010 fälligen Kontrakts in diesem Zeitraum sogar um knapp 11 % gefallen ist (ein Jahr ohne Rollen des Frontkontrakts). Der größte Verlust dieses Kontrakts entstand in der langen Korrekturphase von Juni bis September und lag bei knapp 35 %.

### Mais Future (CBOT Kontrakt mit Fälligkeit März 2010, US\$/Scheffel)

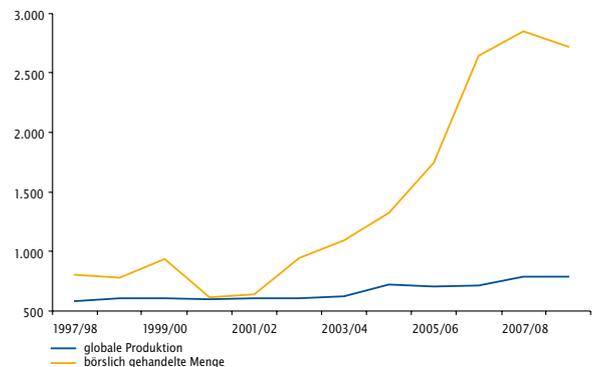


Quelle: Thomson Reuters

### Starkes Future Geschäft im Verhältnis zur Produktion

Im Vergleich zum Weizen stechen bei Mais die hohen Future Umsätze hervor. Sowohl absolut als auch in Relation zur Produktionsmenge liegen Welten zwischen dem jeweiligen Engagement an der CBOT. Zwischen den Erntejahren 2001/2002 und 2006/2007 lag der jährliche Anstieg der Future Umsätze (Frontkontrakt) zwischen 16 % und über 50 %. Im letzten Erntejahr war ein kleiner Rückgang zu verzeichnen, aber mit 21,4 Mio. Kontrakten lag der Umsatz trotzdem noch 2,7 mal so hoch wie bei Weizen. In Relation zur Produktion wurden im letzten Jahr alleine im jeweiligen Frontkontrakt etwa die 3,5-fache Menge an Futures gehandelt – deutlich mehr als das Doppelte im Vergleich zum Weizenumsatz. Das Top des Verhältnisses von Börsenumsatz zu Jahresernte lag im Erntejahr 2006/2007 bei gut 370 %.

### Die börslich gehandelte Maismenge im Vergleich zur globalen Produktion (Frontkontrakt, Mio. t)



Quelle: Thomson Reuters, LBBW Commodity Research

### Die Großinvestoren bauen ihre bullische Positionierung ab

Die Großinvestoren („Managed Money“ im COT Report) waren ultimo 2009 deutlich stärker und optimistischer als bei Weizen engagiert, die netto Longposition lag bei über 200.000 Kontrakten bzw. gut 20 % des Open Interest. Damit ergeben sich auch eine wesentlich höhere Anfälligkeit und höhere Kursrisiken bei Änderung der gesetzlichen Rahmenbedingungen für Investoren. Im Januar gab es bereits einen Vorgeschmack auf die potenzielle Volatilität: Nachdem die Maisernte in den

USA aufgrund schlechter Wetterbedingungen dem durchschnittlichen Erntefortschritt der vergangenen Jahre bereits stark hinterher hinkte und mit dem Wintereinbruch ein größerer Teil auf den Feldern zu bleiben drohte, rechnete der Handel bei den monatlichen Prognosen des US Landwirtschaftsministeriums im Januar mit einer deutlichen Abwärtsrevision. Neben der aktuellen Ernte wäre auch die mittelfristige Perspektive wegen des erheblichen Mehraufwands mit der verdorbenen Ernte auf den Feldern betroffen.

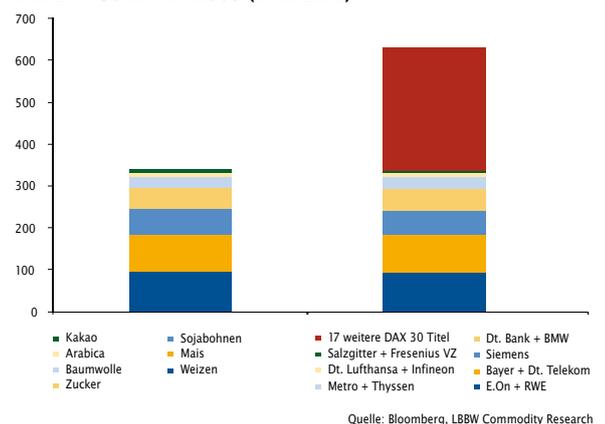
Anstelle der Korrektur erfolgte jedoch die Anhebung der Prognosen auf eine globale Rekordernte, womit man die Kulisse vollständig auf dem falschen Fuß erwischte. Binnen Wochenfrist liquidierten obige Marktakteure daraufhin über 100.000 Kontrakte ihrer netto Longposition in einem Gegenwert von etwa 1,9 Mrd. USD. Der Future, der die Woche im Hoch bei 425 USc pro Scheffel begonnen hatte, notierte bereits am Mittwoch im Tief bei 368 USc – ein Verlust von über 13 % in nur zwei Handelstagen...

### Der größte Markt ist klein

Obwohl der Maismarkt mit knapp 800 Mio. Tonnen Weltproduktion der größte Agrarmarkt ist, stoßen große Investoren des Finanzmarkts relativ schnell an Liquiditätsgrenzen. Der Marktwert der erwarteten Jahresernte 2009/2010 lag ultimo 2009 bei knapp 91 Mrd. Euro (Bewertung und Gewichtung mittels Future Kurs und Umrechnung mit dem entsprechenden Devisenkurs). Dieser Marktwert entsprach etwa dem addierten Gewicht der Bayer Aktie (46,3 Mrd. Euro) und der Dt. Telekom (44,9 Mrd. Euro) zum Jahresende 2009, was jedoch weniger als 15 % der DAX Marktkapitalisierung (knapp 632 Mrd. Euro) waren. Selbst wenn man die deutlich höheren Umsätze im Mais Future berücksichtigt, die ja für größere Liquidität (und damit tendenziell für mehr Stabilität) sorgen, bleiben die Verhältnisse mit gut 50 % des DAX „Preises“ bescheiden.

Die Größenverhältnisse kommen zum einen als Quelle für die hohe Volatilität der Agrar Futures in Frage und können zum anderen für exponierte Risiken sorgen, wenn das Verhältnis der Future Umsätze zum Erntewert hoch ist und die Großinvestoren (mit einem hohen Anteil am Open Interest) auf Probleme in anderen Assetklassen reagieren müssen. Wer aus diesem Grund auf Weizen ausweichen möchte, findet keine deutliche Besserung, denn dem höheren Future Kurs steht eine geringere Produktionsmenge gegenüber, so dass sich ultimo 2009 eine Marktkapitalisierung von ca. 94 Mrd. Euro ergab.

Marktkapitalisierungen der wichtigsten Rohstoffmärkte und des DAX 30 ultimo 2009 (Mrd. Euro)



### Fazit

Nach zwischenzeitlichen wetterbedingten Hürden gehen die Prognosen inzwischen von einer Rekordernte aus, so dass von fundamentaler Seite bei relativ konstanter Nachfrage eine gute Versorgungslage attestiert werden kann. Ohne unvorhersehbare starke Verschiebungen wegen klimatischer Probleme dürften preistreibende Verschlechterungen der Balance zwischen Angebot und Nachfrage frühestens mit einem belastbaren Datenkranz für das kommende Erntejahr 2010/2011 drohen.

Bei den eher technischen Parametern ergibt sich zumindest in Vergleich zum Weizen ein höheres spekulatives Moment durch erheblich höhere Futures Umsätze und ein starkes Engagement von Großinvestoren. Änderungen der gesetzlichen Rahmenbedingungen für das Engagement von Großinvestoren dürften nicht nur Liquidität entziehen, sondern auch eher für Kursdruck sorgen. Wir erwarten – wie auch beim Weizen – keine dauerhafte Rückkehr in das breite Kursband zwischen knapp 200 USc und knapp 400 USc. Das Kursniveau Anfang Februar hat fast das untere Drittel der jüngeren Handelsrange zwischen 300 USc und 450 USc erreicht und wir rechnen eher mit einer volatilen Erholung als einem Rückfall auf das vielfache Unterstützungsniveau rund um 300 USc. Das größere Risiko für dieses freundliche Szenario sehen wir nicht in den fundamentalen Kerndaten sondern in neuen Turbulenzen anderer Anlageklassen, die auf den Mais Future wahrscheinlich noch heftiger als z.B. auf den Weizen Future ausstrahlen würden.

*Manfred Wolter*



Foto: © United States Department of Agriculture

## 6.3 Sojabohnen

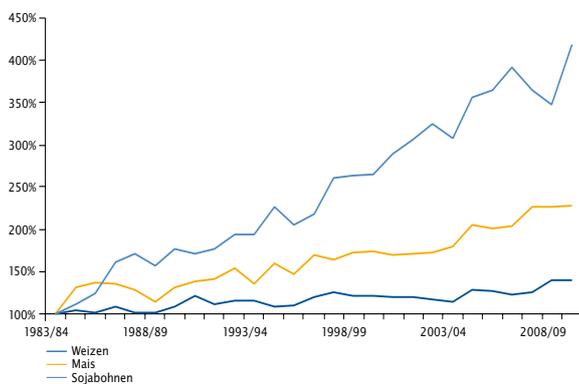


Foto: © Minnesota Soybean

### Seit Jahrzehnten der Star im Produktionswachstum

Die Sojabohnenproduktion beträgt zwar nicht einmal ein Drittel der globalen Maisproduktion, obwohl für dieses Jahr ein neues Rekordniveau von 253 Mio. Tonnen erwartet wird. Die Wachstumsraten sind jedoch spätestens seit Anfang der 80er Jahre gigantisch. Die Menge hat sich in den letzten 25 Jahren mehr als vervierfacht, während sie bei Weizen „nur“ um ca. 40 % gestiegen ist. Die USA (36 %), Brasilien (26 %) u. Argentinien (21 %) dominieren mit 83% der höchsten regionalen Konzentration unter den großen Getreidesorten, die Weltmarktproduktion; bei den weltweiten Exporten liefern sie sogar 88 %.

### Globale prozentuale Produktionssteigerungen gegenüber dem Erntejahr 1983/1984



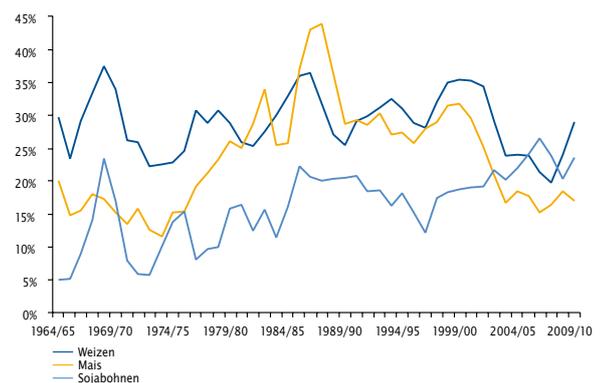
Quelle: USDA, LBBW Commodity Research

### Globale Vorräte steigen wieder

Die schlimmste Dürre seit vielen Jahrzehnten in Argentinien hat im vergangenen Erntejahr nicht nur tiefe Spuren in der Weltproduktion sondern auch in den Vor-

räten hinterlassen. Inzwischen steht jedoch nicht nur für die USA ein neuer Produktionsrekord bevor (91,5 Mio. Tonnen nach 80,4 Mio. Tonnen), sondern für die anstehenden Ernten in Südamerika werden ebenfalls phantastische Daten erwartet. Im Markt spricht man von anstehenden Tests für die vorhandene Infrastruktur und Lagerkapazität. Bei den Weltvorräten (60 Mio. Tonnen erwartet) liegt China mit ca. 16 % hinter Brasilien und Argentinien, jedoch vor den USA auf Rang 3, die vier Staaten zusammen halten 95 % aller Lager. Die Lagerquote steigt im Vergleich der Jahrzehnte leicht an und liegt mit knapp 24 % zwischen derjenigen für Mais und derjenigen für Weizen.

### Historische globale Lagerendbestände im Verhältnis zur jeweiligen Produktion (2009/10 prognostiziert)



Quelle: USDA, LBBW Commodity Research

### Flache Strukturkurve der Futures deutet auf Verspannung

Der Blick auf die länger laufenden Futures Kontrakte offenbart eine Besonderheit für den Getreidesektor: Entgegen der klassischen Contango Kurve ergibt sich aktuell ein vollständig flacher Verlauf mit geringer Restwilligkeit, der auf bullischen Verspannungen am kurzen Ende beruhen könnte. Im Gegensatz zu Weizen und Mais spielt China bei der Produktion mit einer globalen Quote von unter 6 % keine tragende Rolle, entfaltet aber einen solchen Importhunger, dass inzwischen über 53 % der weltweiten Importe in China landen. Das Erntejahr wird auch absolut mit einem neuen chinesischen Rekordvolumen enden und im Januar lagen die US Verkäufe an China bereits 70 % über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Die US Saison neigt sich langsam dem Ende zu, aber ohne Änderung der administrierten chinesischen Preise werden die chinesischen Mühlen ihre internationale Einkaufstour in

Südamerika fortsetzen und dort wegen der reichlichen Ernte ein relativ günstiges lokales Preisniveau erwarten dürfen.

Im weiteren Jahresverlauf 2010 kommt dem Verhalten Chinas aufgrund der riesigen Importe erhebliche Bedeutung zu. Ohne nähere Informationen zu eventuell politisch geprägten Entscheidungen kann nur von einem massiven Unsicherheitsfaktor für die aktuell vorhandene Kursstütze gesprochen werden, der durch das insgesamt (relativ) geringe Produktionsvolumen nochmals verschärft wird.

**Die Terminkurve der Sojabohnen Futures an der CBOT Anfang Februar (USc/Scheffel)**



Quelle: Thomson Reuters

### Die bescheidene Performance verliert schon im Agrarsektor jeglichen Glanz

Die Performance des Sojabohnen Futures an der CBOT führte ultimo 2009 im Jahresvergleich mit einem Gewinn von knapp 7 % im Endloskontrakt den Reigen der Getreide Futures an, wobei der Preis des im März 2010 fälligen Kontrakts in diesem Zeitraum mit gut 3 % nur etwa die halbe Performance erzielt hat (ein Jahr ohne Rollen).

Die argentinischen Lieferengpässe führten im letzten Frühsommer zu einem Shortsqueeze, der im Endloskontrakt zwischen März und Juni einen Gewinn von über 50 % abbildet (Kurshoch knapp 1.300 USc pro Scheffel). Die Strukturkurve der Futures befand sich jedoch seit 2008 über weite Zeiträume in einer unterschiedlich starken Backwardation von bis zu 200 USc, so dass im aktuellen Future das Top für den vergangenen Sommer bei 1.100 USc lag (maximal möglicher Zwischengewinn von März bis Juni damit bei knapp 37 %).

Bei zum Teil dreistelligen Gewinnen der Soft Futures kann man die Jahresergebnisse der Getreide Futures nur als „behauptete“ Entwicklung im Rahmen einer volatilen Bodenbildung einordnen.

**Sojabohnen Future (CBOT Kontrakt mit Fälligkeit März 2010, USc/Scheffel)**



Quelle: Thomson Reuters

### Änderung der fundamentalen Lage vermutlich frühestens im Herbst

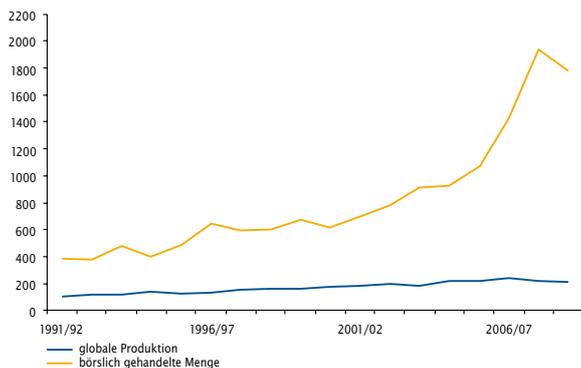
Da die Eintrittswahrscheinlichkeit für zwei argentinische Jahrhundertdürren direkt hintereinander inzwischen sehr gering ist, rechnen wir auch für den Sommer nicht wieder mit solchen Turbulenzen wie im Vorjahr. Darüber hinaus wird die bisherige Preisentwicklung vermutlich dafür sorgen, dass in den USA Anbauflächen zulasten von Weizen und zugunsten von Sojabohnen umgewidmet werden. Angebotsseitig kann damit nach aktueller Datenlage auf absehbare Zeit von einer guten Versorgung gesprochen werden (sofern keine chinesischen Kapriolen erfolgen).

### Extreme Future Umsätze deuten auf hohe spekulative Risiken

Nach drei Jahren mit Umsatzsteigerungen im Future an der CBOT zwischen 15 % und über 30 % sank die Zahl der gehandelten Frontkontrakte im letzten Erntejahr auf ca. 13 Mio. (-8 %). Dies sorgte auch im Verhältnis von Börsenumsatz zur Jahresernte für einen Rückgang, aber bei einem Ausgangsniveau von knapp 880 % ändert eine Korrektur auf ca. 840 % nichts an der Interpretation.

Abseits der reinen Fundamentaldaten liegt hier ein deutliches Indiz für die vermutlich höchste Anfälligkeit unter allen Getreide Futures gegenüber exogenen Faktoren oder Ereignissen vor.

### Die börslich gehandelte Sojabohnenmenge im Vergleich zur globalen Produktion (Frontkontrakt, Mio. t)

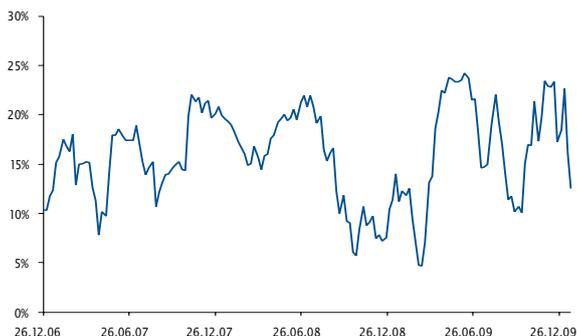


Quelle: Thomson Reuters, LBBW Commodity Research

### Große Finanzinvestoren deutlich engagiert

Der Blick auf den COT Report der CFTC liefert bezüglich der „Managed Money“ Positionierung eine ähnlich hohe Exposure wie bei Mais: 78.000 Kontrakte ergaben ultimo 2009 zwar nicht einmal die Hälfte der saldierten Nettoposition beim Mais, entsprachen aber andererseits 18,5 % des Open Interest (Mais 20,6 %).

### Saldierte Nettoposition der Großinvestoren („Managed Money“) im Verhältnis zum Open Interest an der CBOT



Quelle: Bloomberg, LBBW Commodity Research

### Fazit

Auf der fundamentalen Seite steht eine sehr gute US Saison kurz vor dem Abschluss und für Südamerika wird ebenfalls eine deutliche Steigerung erwartet, so dass einem Rekordjahr mit kräftig erhöhtem Zahlenwerk aktuell nichts im Weg steht. In unserem letzten Yearbook haben wir die Sojabohnen - unter anderem mit Blick auf die Backwardation der Terminkurve - nicht ganz so positiv wie Weizen und Mais eingestuft. Die Kombination aus der argentinischen Dürre einerseits und den immer umfangreicheren chinesischen

Einkaufstouren auf der anderen Seite haben per Saldo jedoch stärkere Preiskorrekturen und damit auch eine typische Drehung der Strukturkurve in Richtung Contango verhindert.

Im laufenden Jahr unterstellen wir für Argentinien ganz optimistisch keine Probleme wie im Jahr 2009, können aber den - heftigen - chinesischen Einfluss mangels genauerer Informationen nur fortschreiben. Bleibt die Nachfrage von Quartal zu Quartal ungebremst erhalten, so dürfte eine Drehung der Strukturkurve in Richtung Contango eher durch steigende Preise am langen Ende als durch fallende Preise für kurze Laufzeiten erfolgen. Terminkurse von ca. 1.000 USc für das Jahr 2013 drücken sowohl im Vergleich zum letztjährigen Top des aktuellen Frontkontrakts (1.100 USc) als auch im Vergleich zu den real gezahlten Höchstkursen 2009 (knapp 1.300 USc) bisher deutliche Skepsis der Marktmehrheit aus.

Die angesprochene Relation zwischen Future Umsatz und Produktion sowie die vergleichsweise geringe Marktkapitalisierung (mit etwa 59 Mrd. Euro per ultimo 2009 nur knapp zwei Drittel des Gewichts der Märkte für Weizen und Mais) sprechen für die (relativ) höchste Anfälligkeit gegenüber externen Ereignissen (gesetzlicher Rahmen, Turbulenzen am Kapitalmarkt). Aber auch die Fundamentaldaten bieten mit der höchsten regionalen Produktionskonzentration, einer flachen Strukturkurve und Klumpenrisiken beim Absatz Ansatzpunkte für erhöhte Volatilität.

Wir erwarten - wie bei dem anderen Getreide Futures - keine dauerhafte Rückkehr in das breite historische Kursband zwischen ca. 450 USc und ca. 900 USc, auf dem der Kurs Anfang Februar gerade wieder aufsetzte. Insbesondere Kurse unter 800 USc würden wir als Kaufgelegenheit einstufen, aber auch das Niveau von Anfang Februar bei 900 USc könnte schon das Jahrestief sein. Auf der anderen Seite halten wir aufgrund der skizzierten potenziellen Volatilitätstreiber auch eine Rallye von 30 % erneut für möglich, ohne dies auch im Jahresvergleich als Ergebnis zu erwarten. Das größere Risiko für unser gut behauptetes Szenario sehen wir analog zu den anderen Getreide Futures nicht in den fundamentalen Kerndaten sondern in möglichen Turbulenzen anderer Anlageklassen, die den Sojabohnen Future vermutlich am heftigsten treffen würden.

*Manfred Wolter*

## 6.4 Zucker



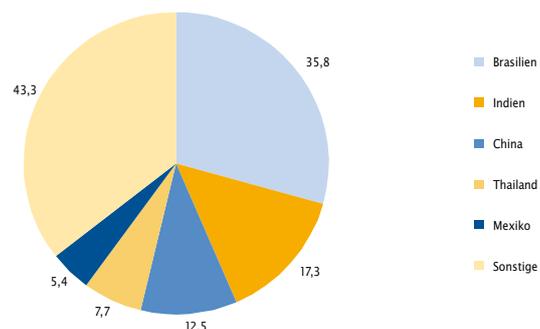
Foto: © DuPont

### Produktion konzentriert, Vorräte zersplittert

Das US Landwirtschaftsministerium prognostiziert für das laufende Erntejahr eine Weltproduktion von knapp 153,5 Mio. Tonnen Zucker, die allerdings nur zu etwa 20 % aus Zuckerrüben stammen (Hauptproduzent EU-27 Staaten mit 48 % der globalen Zuckerrübenproduktion); der Löwenanteil wird aus Zuckerrohr hergestellt. Nachfolgend beziehen sich die Daten zum Endprodukt auf den globalen Gesamtbestand, während sich Zahlen, die mit dem an der ICE gehandelten Benchmark Future zusammen hängen, nur auf die anteiligen Zuckerrohrverhältnisse beziehen (der an der LIFFE gehandelte Future bezieht beide Ausgangsprodukte ein).

Zucker wird fast überall auf der Welt konsumiert und Zuckerrohr als Ausgangsprodukt wird in vielen Staaten angebaut. Gut die Hälfte der ca. 122 Mio. Tonnen stammt allerdings von den Rohstoffgiganten Brasilien, Indien und China, wobei sowohl Indien als auch China quasi nur für den eigenen Markt produzieren. Die globalen Vorräte sind – passend zum Konsum – etwas gleichmäßiger in der Welt verteilt: Mit 3,5 Mio. Tonnen bzw. einer Quote von knapp 13 % liegt Indien (gleichzeitig größter Zuckerkonsument) auf dem ersten Rang.

Die größten Zuckerrohrproduzenten der Welt (Prognose in Mio. t für das laufende Erntejahr)



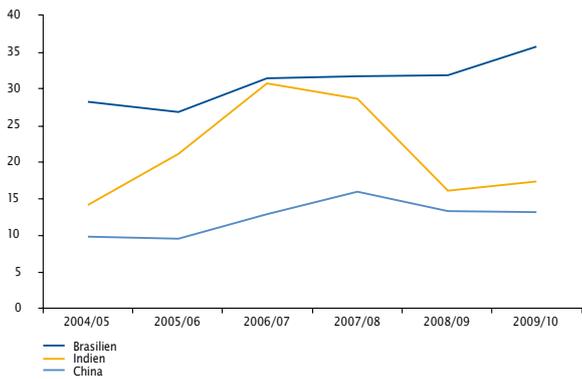
Quelle: USDA, LBBW Commodity Research

### Globales Defizit im laufenden Erntejahr prognostiziert

Indien verursacht seit mehreren Jahren stärkste Schwankungen im Datenkranz des Zuckermarktes: Noch vor zwei Jahren gab es aufgrund fast doppelt so hoher Produktionszahlen wie im laufenden Erntejahr überhaupt keinen indischen Zuckerimport, während im laufenden Jahr sechs Mio. Tonnen oder 12 % aller Importe in Indien landen sollen. Die internationale Zuckerorganisation ISO schätzt zwar die Weltproduktion mit 160 Mio. Tonnen etwas höher als das US Landwirtschaftsministerium ein, sieht aber den indischen Import sogar bei sieben Mio. Tonnen und erwartet per Saldo zwischen Angebot und Nachfrage auch ein globales Defizit in dieser Höhe.

Mit dem Ausbleiben der typischen Regenmengen im Rahmen des indischen Monsuns verdoppelte sich der Preis des Zucker Futures an der ICE ab dem zweiten Quartal 2009 binnen weniger als sechs Monaten. Als dann im Herbst aus Südamerika schlechte Nachrichten folgten (zu viel Regen, „El Niño“), sprang der Zucker Future auch auf erhöhtem Niveau erneut an und notierte Anfang Februar nach einer Verdreifachung des Preises binnen 18 Monaten bei 30 US\$/lb auf einem 29-Jahreshoch.

**Historische Zuckerrohrproduktion (2009/10 prognostiziert, Mio. t)**



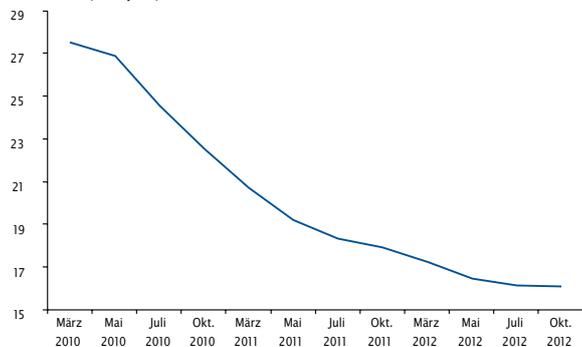
Quelle: USDA, LBBW Commodity Research

**Globale Vorräte fallen, Strukturkurve tief in der Backwardation**

Als Spiegel der Angebotslücke knickte das Verhältnis der globalen Lagerbestände zur Produktion binnen zwei Jahren besonders steil von gut 30 % auf nie gesehene gut 21 % ein. Vor neun Jahren lag es im Hoch noch jenseits der 40 %.

Das aktuelle Defizit schlägt sich darüber hinaus in der Strukturkurve für länger laufende Futures nieder, denn der Kontrakt mit Laufzeit bis Ende Juni 2012 notierte Anfang Februar nicht bei ca. 30 US\$/lb sondern tief in der Backwardation bei ca. 16 US\$/lb – der Markt rechnet also eindeutig mit Selbstheilungskräften auf der Produktionsseite.

**Die Terminkurve der Zucker Futures an der ICE Anfang Februar (US\$/lb)**

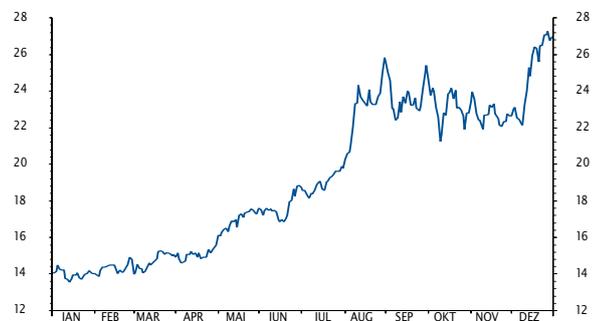


Quelle: Thomson Reuters

**Indische Nachfrage katapultiert die Performance**

Der Zucker Future zeigt sehr gut, wie schnell und dynamisch sich die Fundamentaldaten bei relativ engen Marktverhältnissen im Preis niederschlagen können. Mit einer Performance von 128 % im Jahr 2009 deklassiert der Endloskontrakt nicht nur alle anderen Werte des Agrarsektors um Längen, sondern wird im gesamten Rohstoffmarkt nur von Blei und Kupfer übertroffen. Betrachtet man zur Vermeidung der Rollproblematik die Performance des im März 2010 fälligen Kontrakts im Jahr 2009, so ergeben sich immer noch glänzende 91 % (die entsprechenden Kontrakte für Baumwolle und Kakao folgen mit 30 % bzw. 29 %). Und selbst der Arabica Future (Fälligkeit März 2010) als schwächster Wert der Softs schaffte mit 9,5 % für das Jahr 2009 quasi das dreifache Ergebnis des am stärksten gestiegenen Getreide Futures. Es lag also eine klare Trennung zwischen haussierenden Softs und bestenfalls behauptetem Getreide vor.

**Zucker Future (ICE, US\$/lb)**



Quelle: Thomson Reuters

**Sukzessive Stabilisierung der Angebotsseite während des Sommerhalbjahres**

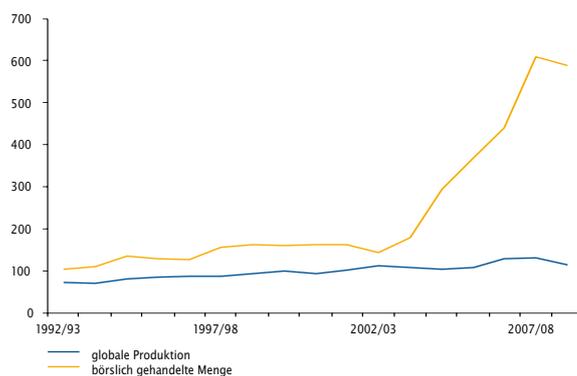
Spätestens ab dem zweiten Quartal beginnt die brasilianische Zuckerernte und im Herbst könnte das internationale Gleichgewicht wieder hergestellt sein, zumal auch die globale Zuckernachfrage infolge vieler wirtschaftlicher Krisenherde mit einem Wachstum von moderaten 1,7 % unter dem langjährigen Durchschnitt (knapp 3 %) erwartet wird. In Brasilien fällt zudem die wirtschaftliche Entscheidung über ein eventuelles internationales Zuckerdefizit: Ca. 55 % der Ernte werden nämlich zu Ethanol verarbeitet, aber die Entscheidung der brasilianischen Mühlen (und damit die globale

Angebotsperspektive) hängt auch von der Entwicklung des Ölpreises ab (relativer Vorteil beim Einsatz von Ethanol). Zukünftige Preise des Zucker Futures nach dem Vorbild der 70er Jahre bei 40 US\$/lb oder sogar 50 US\$/lb wären also nur kurzfristig vorstellbar, solange die brasilianischen Kraftstoffkosten nicht ebenfalls explodieren.

### Spekulation steigt mit dem Kurs, Risikoabbau geht anders

Abgesehen von den fundamentalen Preisrisiken aufgrund einer erwarteten Normalisierung der Angebotsseite deuten die eher technischen Faktoren in Richtung „hot money“ bzw. steigender Volatilität. Das Verhältnis gehandelter Future Frontkontrakte zum Wert der entsprechenden Jahresproduktion hat nichts mit der Risikoreduktion des Getreidesektors zu tun: Es stieg in den letzten drei Erntejahren vom Faktor 3,4 über den Faktor 4,7 auf 520 %. Der Abstand zu den Verhältnissen beim Sojabohnen Future bleibt zwar deutlich, aber die „Marktkapitalisierung“ lag ultimo 2009 dafür mit ca. 51 Mrd. Euro noch einmal knapp 15 % tiefer. Mit einer saldierten netto Longposition von 133.000 Kontrakten bzw. 16 % des Open Interest per ultimo zeigten die großen Finanzinvestoren im Zucker Future ähnlich deutliches Engagement wie beim Sojabohnen Future.

Die börslich gehandelte Zuckerrohrmenge und die Zuckerrohr Weltproduktion (Frontkontrakt, Mio. t)



### Fazit

Während der Weizen Future ein hervorragendes Beispiel für die Kursreaktion auf zwei sehr großzügige Erntejahre liefert, zeigt der Zucker Future das Ergebnis mehrfach unterdurchschnittlicher Ernten: Nach einem Zyklus mit zu knapper Angebotsseite (2008/2009) gelingt auch im Folgejahr keine Normalisierung der Produktion und Benchmarkprodukte (Öl) notieren zusätzlich auf einem vergleichsweise hohen Niveau. Die Schlüsselstellung Brasiliens würde jederzeit eine Normalisierung des Angebots ermöglichen und die Aufteilung im Verhältnis zu Ethanol spiegelt die lediglich die Kosten- und Erlösstrukturen in beiden Sektoren aus regionaler Perspektive.

Da die Eintrittswahrscheinlichkeit für ein drittes globales Mangeljahr hintereinander abnimmt (Umstellungsneigung der Agrarbetriebe), erwarten wir selbst ohne deutliche Verschiebung der brasilianischen Quoten eine Normalisierung im laufenden Jahr. Die beste Future Performance des Jahres 2009 im Agrarsektor hat inzwischen sicher auch viele Marktteilnehmer angelockt, die „nur“ auf der Suche nach Rendite sind und die Volatilität des Kurses tendenziell erhöhen. Während wir die Preise der Getreide Futures eher als „unten“ denn als „oben“ einstufen, schätzen wir die Situation bei den Softs im allgemein und speziell beim Zucker Future umgekehrt ein. Kurse über 30 US\$/lb sollten kein Quartal anhalten, der Durchschnitt sollte deutlich darunter liegen und auch Extremwerte unter 20 US\$/lb wären für uns im zweiten Halbjahr bei entsprechender Angebotsentwicklung kurzfristig denkbar, sofern die Energiepreise keinen Strich durch die (brasilianische) Rechnung machen.

*Manfred Wolter*

# 7 Absicherung von Rohstoffrisiken.

## 7.1 Commodity-Risikomanagement im Blickpunkt

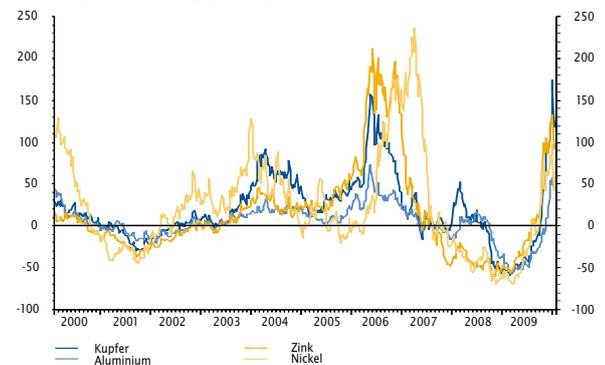
Das im Mai 1998 eingeführte Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) trug deutlich zur Weiterentwicklung des Risikomanagements in Industrieunternehmen bei. Aufgabe eines aktiven Risikomanagements ist in erster Linie die Risiken eines Unternehmens zu steuern und somit die Sicherung der Unternehmensexistenz zu gewährleisten. Gerade in diesem Zusammenhang wurde in der Vergangenheit insbesondere das Zins- und Währungsmanagement ausführlich diskutiert. Seit geraumer Zeit jedoch stehen Finanzrisiken aus Zins- und Währungsexposures nicht mehr alleine im Fokus der Industrieunternehmen. Auch die Risiken aus Commodity-Preisschwankungen werden zunehmend in das Risikomanagement der Industrieunternehmen einbezogen. Die Volatilitäten an den Aktien- und Devisenmärkten, die zunehmende Ressourcenverknappung bei fossilen Brennstoffen sowie der Import von Rohstoffen aus politisch instabilen Regionen, sind nur ein Teil der Einflüsse, die gerade an den Commodity-Börsen zu enormen Preisschwankungen führen. Trotz der sehr volatilen Märkte haben sich bis heute nur relativ wenige Unternehmen dazu entschlossen, ein aktives Risikomanagement von Commodities aufzubauen. Die Gründe hierfür könnten in der Komplexität der Materie und dem damit einhergehenden mangelnden Know-how liegen; genauso wie in der Tatsache, dass das Commodity-Risiko auf Grund des geringen Anteils der Gesamtkosten eventuell zu vernachlässigen ist oder einfach keine geeigneten Hedging-Instrumente für diverse Commodities am Markt verfügbar sind.

### Hohe Volatilität als Ausgangspunkt

Während man bis zum Sommer 2008 einen in dieser Dynamik nur selten erlebten Aufwärtstrend der Commodity-Preise beobachten konnte, muss gerade im Hinblick auf die anschließenden Kurseinbrüche darauf hingewiesen werden, dass auch in Zeiten rückläufiger Commodity-Preise das Risikomanagement für die Planbarkeit und die Stabilisierung der Ertragslage unabdingbar ist. Besonders die Erkenntnis, dass die Volatilität von Aktien - gemessen am DAX - und die von Rohstoffen - gemessen am Goldman Sachs Commodity Index (GSCI) - der letzten 30 Jahre nur minimale Differenzen aufweisen, bestätigt die hohe Bedeutung eines effizienten Commodity-Risikomanagements in Industrieunternehmen. Demnach ist selbst bei fallenden Preisen eine Einhaltung des Risikomanagementprozesses (Identifikation, Bewertung, Steuerung, Controlling) zwingend notwendig. Gerade in den operativen

Einheiten können fallende Preise sehr schnell zu einem gelockerten Risikodenken führen. Es sollte jedoch nicht außer Acht gelassen werden, dass insbesondere bei mittelständischen Unternehmen, bei welchen sich das Commodity-Risikomanagement noch sehr häufig in der Entwicklung befindet, Materialaufwandsquoten von bis zu 60 % zu enormen Preisschwankungen und demzufolge zu erheblichen Planungsunsicherheiten führen können.

### Volatilität der Metallpreisentwicklung (Metallpreise, in % ggü. Vorjahr)



Quelle: Thomson Reuters, LBBW Commodity Research

### Commodity-Risikomanagement in der Praxis

Gerade aufgrund der heterogenen Handhabung und Signifikanz von Commodity-Risiken in Industrieunternehmen wurden im Rahmen einer Studie insbesondere Unternehmen, die ein sehr ausgeprägtes und fortschrittliches Commodity-Risikomanagement aufweisen, befragt. Die Auswahl fiel überwiegend auf umsatzstarke Unternehmen, die als Benchmark herangezogen wurden. Ziel der Befragung war es, die derzeitige Bedeutung und Handhabung eines aktiven Commodity-Risikomanagements von Industrieunternehmen qualitativ zu analysieren.

### Wachsendes Risikobewusstsein

Einig sind sich die befragten Unternehmen bei der Beurteilung des allgemeinen Risikomanagements. 42 % der befragten Unternehmen messen diesem eine sehr hohe und 58 % eine hohe Bedeutung bei. Wie oben bereits erwähnt, hat besonders das im Mai 1998 eingeführte Gesetz zur Kontrolle und Transparenz (KonTraG) zu dieser positiven Entwicklung beigetragen. Jedes der befragten Unternehmen ist sich der Risiken aus Zins-, Währungs- und Commodity-Exposure durchaus bewusst und managt diese in irgendeiner Form. Beson-

ders im Rohstoffbereich ist jedoch darauf hinzuweisen, dass Risikomanagement nicht selbstverständlich eine Sicherung des Exposures mittels derivativer Finanzinstrumente bedeutet. Im Gegensatz zu Währungen und Zinsen werden Rohstoffe in den verschiedensten Stufen der Wertschöpfung gemanagt. Selbst bei einer Diversifikation im Einkauf oder der Abwälzung von gestiegenen Commodity-Preisen auf den Lieferanten kann in gewisser Weise von Risikomanagement gesprochen werden. Die Bedeutung von Zins-, Devisen- und Commodity-Risikomanagement wurde von den befragten Unternehmen sehr unterschiedlich beurteilt. Durch Interviews konnte festgestellt werden, dass der Grund hierfür in den unterschiedlichen Geschäftsprofilen liegt. Ein Unternehmen, welches überwiegend in deutsche Großprojekte der Infrastruktur involviert ist, ordnet dem Zinsrisiko selbstverständlich eine höhere Bedeutung zu als dem Commodity- und Devisenrisiko. Zinsänderungen hätten hierbei enormen Einfluss auf die bestehenden Projektfinanzierungen des Unternehmens. Generell kann gesagt werden, dass es keine allgemeingültige Rangfolge der einzelnen Risiken gibt. Sie hängt eindeutig von Geschäftsprofil und Branche ab. Festzustellen ist jedoch, dass sowohl Zins- und Währungsmanagement als auch das Managen von Commodity-Risiken von allen Unternehmen durchaus wahrgenommen werden. Keines der befragten Unternehmen weist einem der genannten Risiken eine nur geringe Bedeutung zu.

#### **Ausprägungen von Commodity-Risiken**

In der vorgenommenen Untersuchung lag der Schwerpunkt überwiegend auf dem Managen der Preisrisiken von Commodities. Auch in der Literatur lässt sich das Commodity-Risiko sehr häufig innerhalb der Finanzrisiken, im Bereich der Marktpreisrisiken, wiederfinden. Kritisch betrachtet würde jedoch eine Zuteilung des Commodity-Risikos, welche nur auf das Marktpreisrisiko infolge einer Veränderung von Angebot und Nachfrage hindeutet, zu kurz greifen. So spielen beispielsweise Event-Risiken für Industrieunternehmen eine enorm wichtige Rolle. Unter diese Kategorie fallen politisch-rechtliche sowie klimabedingte Einflüsse, die eine Veränderung der Spot- und Terminpreise hervorrufen. Ein sehr gutes Beispiel hierfür ist Kupfer, das im Bereich des Anlagenbaus und im Bauwesen eine bedeutende Rolle spielt. So stammt ein beträchtlicher Anteil des weltweiten Kupferangebots aus Chile, was im Falle von politischen Unruhen oder Streiks schnell zu

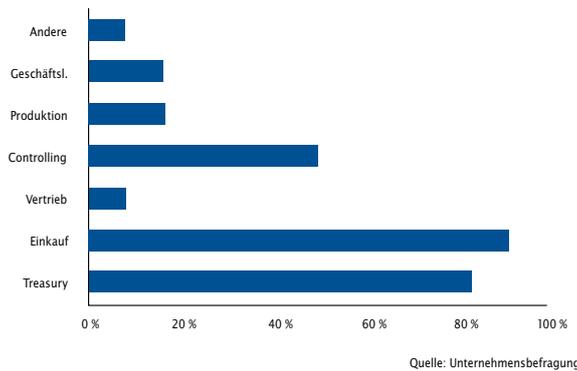
Lieferengpässen führen kann, die wiederum den Preis in die Höhe treiben. Auch der hohe Anteil Russlands an der globalen Platin- und Palladium-Förderung sorgte in der Vergangenheit immer wieder zu kurzfristigen Preisanstiegen, denen oftmals eine politisch forcierte Exportbeschränkung vorausgegangen war. Des Weiteren spielt zumindest in der Theorie das Wiedereindeckungsrisiko gerade für Industrieunternehmen eine bedeutende Rolle. Es beschreibt die Gefahr, dass ein Commodity-Lieferant den vertraglich vereinbarten Lieferbedingungen nicht nachkommen kann. Für den Abnehmer bedeutet dies eine erneute Beschaffung zum Zeitpunkt des Ausfalls. Diese Neubeschaffung könnte ohne geeignete Absicherung gezwungenermaßen zu ungünstigeren Konditionen erfolgen. Nach den Ergebnissen der Umfrage war bis heute jedoch keines der befragten Unternehmen vom Wiedereindeckungsrisiko betroffen. Aus den geführten Interviews ging jedoch hervor, dass man sich dieses Risikos durchaus bewusst sein sollte und eine verlässliche Zusammenarbeit mit den Commodity-Lieferanten unabdingbar sei.

#### **Einordnung des Commodity-Risikomanagement in die Unternehmensorganisation**

„Commodity-Risikomanagement sollte ein integraler Bestandteil des unternehmensweiten Risikomanagements sein und somit auch in den Risikomanagementprozess eingebunden werden.“ [Vgl. Bunting, H., Commodity-Risikomanagement, Praxishandbuch Treasury-Management, 2007]. Die Ergebnisse der Umfrage bestätigen die starke Einbindung der Bereiche Einkauf und Treasury. Auch das Controlling genießt hierbei bereits einen hohen Stellenwert. Durch die Auswertung der Befragung wird weiterhin deutlich, dass Commodity-Risiken im Gegensatz zu Zins- und Devisenrisiken keineswegs von einer zentralen Stelle gemanagt werden. Dieses Vorgehen bietet einerseits den Vorteil, dass sich das Managen der Commodity-Risiken entlang der ganzen Wertschöpfungskette erfassen und steuern lässt. Auf der anderen Seite jedoch fordert ein effizientes Commodity-Risikomanagement, im Gegensatz zum Zins- und Währungsmanagement, welches meist ausschließlich dem Treasury zugeordnet wird, eine intensive Zusammenarbeit, insbesondere der Bereiche Einkauf und Treasury. Im Vergleich zu einer Studie von A.T. Kearney, die bereits im März 2006 zusammen mit der WU Wien durchgeführt wurde, ist in der jetzigen Untersuchung eine erhöhte Einbindung des Treasuries zu erkennen. Damals nannten gerade

einmal 4 % der befragten Unternehmen die Finanzabteilung im Zusammenhang mit der Zuständigkeit für das Managen von Commodity-Preisrisiken.

**Management von Rohstoffpreisrisiken: Involvierte Bereiche nach Nennungen der Unternehmen in %**



Des Weiteren existieren bereits in 58 % der befragten Unternehmen abteilungsübergreifende Gremien, die regelmäßig zusammenkommen, um die Entwicklungen an den Rohstoffmärkten zu diskutieren und ggf. zu reagieren. Diese setzen sich überwiegend aus den oben genannten Bereichen zusammen. In Interviews wurden diese beispielsweise als Treasury-Komitee bezeichnet. Auch die Geschäftsführung nimmt unabhängig von der Größe des Unternehmens i.d.R. an diesen Meetings teil. Abgesehen von diesen Komitees wird besonders, um auf aktuelle Marktsituationen reagieren zu können, regelmäßig telefonischer Kontakt gehalten.

**Instrumente des Risikomanagements**

Jedes der befragten Unternehmen wälzt in irgendeiner Form das Risiko auf Dritte ab. 75 % der befragten Unternehmen setzen dabei derivative Finanzinstrumente ein. Daraus lässt sich ableiten, dass der Einsatz von Derivaten für ein aktives Commodity-Risikomanagement bereits sehr bedeutend ist. Durch das meist schon länger vorhandene Zins- und Währungsmanagement ist das Know-how bzgl. dieser Instrumente häufig im Treasury des Unternehmens angesiedelt. Gerade diese Erkenntnis und der verstärkte Einsatz von Derivaten bestätigt die zunehmende Einbindung des Treasuries in das Commodity-Risikomanagement. Vergleicht man das Umfrageergebnis erneut mit der Studie von A.T. Kearney, so lässt sich auch hier eine deutliche Zunahme des Einsatzes von Derivaten erkennen.

Im März 2006 transferierten gerade einmal 33 % der Unternehmen das vorhandene Commodity-Risiko auf den Kapitalmarkt.

Außerbörslich gehandelte (OTC-) Produkte spielen generell eine größere Rolle als standardisierte Produkte, die an der Börse gehandelt werden. Dies hängt in erster Linie mit der individuellen Ausgestaltung und damit höheren Flexibilität dieser Produkte zusammen. Denn ein hoher Grad an Standardisierung bringt den Nachteil mit sich, dass das Grundgeschäft u.U. nicht vollständig durch das Absicherungsgeschäft kompensiert werden kann. Diese Situation wird durch den Begriff Basisrisiko bezeichnet, bei welchem Grund- und Absicherungsgeschäft nicht vollständig übereinstimmen. Von den Instrumenten genießen OTC-Swaps mit 58 % den höchsten Anteil. Der Vorteil gegenüber Forwards liegt in der Kontinuität der Absicherung. Bei einem Commodity-Swap handelt es sich um nichts anderes als eine Vereinbarung über den Austausch einer Reihe fixer Warenpreiszahlungen gegen variable Warenpreiszahlungen (auf Basis eines Marktpreises). Optionen werden nur von 16 % der Unternehmen eingesetzt. In Interviews wurden hohe Volatilitäten und somit auch erhöhte Kosten durch Optionsprämien als Gründe genannt. Des Weiteren spielt natürlich auch die Erwartung über zukünftige Kursentwicklungen eine entscheidende Rolle. Bis zum Sommer 2008 gingen die meisten Industrieunternehmen ohnehin von steigenden Preisen an den Commodity-Märkten aus. Die darauffolgenden Kurseinbrüche und die Ungewissheit über die zukünftigen Entwicklungen könnten gerade den Einsatz von Optionen erheblich fördern. Optionen ermöglichen es, sich zum einen gegen steigende Preise abzusichern, aber zum anderen auch die Chance einer Partizipation an fallenden Kursen offen zu halten. Auch Bandbreitenoptionen spielen derzeit im Commodity-Risikomanagement der Industrieunternehmen eine noch untergeordnete Rolle. Bei dieser Art von Sicherungsgeschäft können durch den „Verkauf von Chancen“ die Kosten für die Optionsprämie deutlich reduziert oder gar eliminiert werden. Wie bereits erwähnt, sind die Optionsprämien bei den teilweise weniger liquiden und volatilen Commodity-Märkten oft hoch. Die deutlich günstigeren Bandbreitenoptionen legen folglich eine Spanne fest, innerhalb welcher an Marktbewegungen partizipiert werden kann.

### Planungssicherheit durch fest kalkulierbare Produktpreise

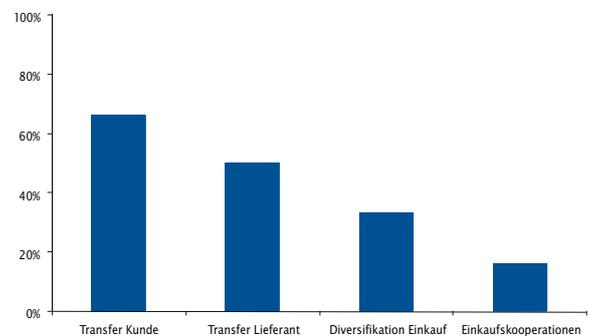
Die deutlichen Korrekturen der Commodity-Märkte im zweiten Halbjahr 2008 haben die Marktwerte der eingesetzten Derivate vieler Unternehmen, die sich gegen steigende Commodity-Preise abgesichert haben, negativ beeinflusst. Bei fallenden Rohstoffpreisen stehen den günstigen Preisen auf dem Spotmarkt tendenziell Verluste aus Derivate-Positionen gegenüber. Wie die geführten Interviews jedoch bestätigen, gibt es keinen Zweifel am Einsatz derivativer Instrumente innerhalb des Commodity-Risikomanagements. Die abgeschlossenen Termingeschäfte ermöglichen fest kalkulierbare Produktpreise und Verluste aus den Derivate-Positionen können lediglich als entgangener Gewinn gesehen werden. Die gefallenen Spotpreise der Commodities kompensieren demnach die niedrigeren Marktwerte der Derivate und die Summe beider Effekte entspricht somit einem synthetischen Festpreis. Tatsache ist jedoch, dass es aufgrund der enormen Kursrückgänge Anpassungen der vorhandenen Hedging-Strategien gibt. Diese beinhalten beispielsweise die gewünschte Sicherungsquote, den Zeithorizont sowie die einzusetzenden Instrumente innerhalb des Commodity-Managements. Alle Bereiche können sich somit an dieser Strategie orientieren. Bei immerhin 58 % der befragten Unternehmen existiert eine schriftliche Commodity-Strategie. Dieses Ergebnis ist sehr positiv, da gerade im Rohstoffbereich, bei welchem sich das Risikomanagement oft über mehrere Abteilungen verteilt, ein einheitliches Vorgehen unabdingbar ist. Richtlinien müssen sicherstellen, welche Arten von Risiken existieren und in welchem Umfang diese eingegangen oder eliminiert werden sollen.

### Methoden der Risikoüberwälzung

Die Ergebnisse der Umfrage belegen, dass jedes der befragten Unternehmen, unabhängig vom Einsatz derivativer Finanzinstrumente, Commodity-Risiken auf andere überwälzt. 66 % der befragten Unternehmen transferieren gestiegene Commodity-Preise auf Kunden. Bei dieser sehr einfachen Strategie sollte jedoch besonders auf die Wettbewerbsfähigkeit geachtet werden. Verfolgen Konkurrenten etwa eine Absicherungsstrategie mittels Derivaten, könnte das Weitergeben von gestiegenen Commodity-Preisen sehr schnell zu einem Wettbewerbsnachteil führen. Kunden könnten

in diesem Falle die Preiserhöhungen nicht mehr akzeptieren. 50 % der Unternehmen versuchen durch vertraglich fixierte Preise das Commodity-Preisrisiko auf den Lieferanten abzuwälzen. Somit sichert sich das Unternehmen den Preis von heute für die im Vertrag festgelegte Laufzeit. Auf den ersten Blick ist diese Variante nichts anderes als ein vereinbartes Termingeschäft. Im Gegensatz zu langfristigen Lieferverträgen bringen Absicherungen über ein Finanzinstitut jedoch bedeutende Vorteile mit sich. Durch den Einsatz derivativer Finanzinstrumente über eine Bank bleibt das Industrieunternehmen bei der Auswahl des Rohstofflieferanten deutlich flexibler. Außerdem ist das Kreditrisiko eines Kreditinstituts gewöhnlich geringer als bei einem Commodity-Lieferanten. Durch die Trennung von Warengeschäft und Preissicherung wird das Ausfallrisiko vom Lieferanten zumindest finanziell auf die Bank verlagert. Des Weiteren versuchen 33 % der Unternehmen durch eine Diversifikation im Einkauf das Marktpreisrisiko zu mindern. Hierbei erfolgt die Diversifikation entweder durch unterschiedliche Lieferanten oder durch unterschiedliche Einkaufstermine. Gängige Praxis ist dies z.B. im Stromeinkauf, wo sich Industrieunternehmen häufig der Tranchenbeschaffung bedienen. Durch den Stromeinkauf von unterschiedlichen Tranchen zu unterschiedlichen Zeitpunkten wird ohne großen Aufwand eine Risikodiversifikation erzielt. Auch durch Kooperationen versuchen v.a. Unternehmen der Automobilindustrie eine stärkere Verhandlungsposition zu erzielen. In dieser Befragung greifen 16 % der Unternehmen auf diese Variante zurück.

Methoden des Risikotransfers nach Nennungen in %



Quelle: Unternehmensbefragung

### **Fazit**

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass durch die Ergebnisse der Befragung die zunehmende Bedeutung des Commodity-Risikomanagements und der verstärkte Bedarf an Sicherungsinstrumenten bestätigt wurden. Auch für „exotische Commodities“ werden maßgeschneiderte Produkte immer akuter. Selbst Maultaschen- und Teighersteller, die Süßwarenindustrie, Verpackungs- und Konsumgüterhersteller werden sich in Zukunft mit diesem Thema befassen müssen. Wie bereits oben beschrieben, bringt eine Absicherungsstrategie gegenüber Rohstoffpreissrisiken eindeutig positive Effekte für die Planbarkeit, die Bilanz sowie die GuV mit sich. Der Einsatz von derivativen Finanzinstrumenten erscheint hierfür als die geeignetste Methode. Demgegenüber beinhalten fixierte Lieferverträge sehr häufig Preisgleitklauseln oder sind in ihrer Laufzeit begrenzt. Kreditinstitute können hier mehr Flexibilität bieten und vermindern die Abhängigkeit von einem einzelnen Lieferanten. Mehrkosten zu akzeptieren

und diese auf den Kunden abzuwälzen, wäre zwar die einfachste Lösung, stellt auf lange Sicht jedoch nur in den seltensten Fällen eine nachhaltige Strategie dar. Im Vergleich zu mittelständischen Unternehmen sind Großkonzerne innerhalb des Commodity-Risikomanagements bislang noch deutlich besser aufgestellt. Besonders in den operativen Einheiten sollte sich die Erkenntnis durchsetzen, dass der Einsatz von derivativen Finanzinstrumenten mit einhergehendem Grundgeschäft keiner Spekulation gleichkommt. Hierbei ist sicherlich die Kommunikation zwischen Einkauf und Treasury der maßgebliche Erfolgsfaktor. Im Idealfall sorgt ein effizientes Commodity-Risikomanagement für erhöhte Planungssicherheit und Ergebnisstabilisierung und stellt somit einen entscheidenden Wettbewerbsvorteil dar.

*Dominik Marscholke  
(LBBW Sales Banken)*

## 7.2 Flexible Absicherungs- lösungen gegen Rohstoff- preisschwankungen

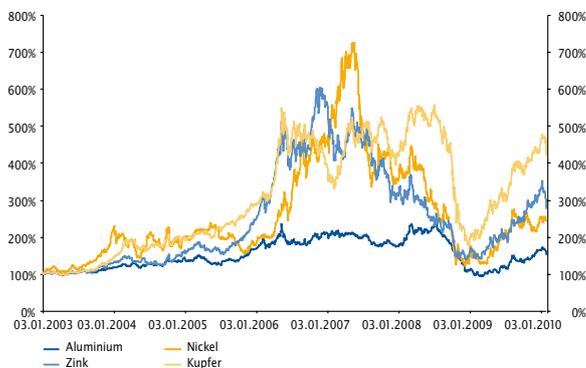
### Globale Rezession unterbricht Rohstoffboom

Die Entwicklung der Rohstoffpreise stellt für viele Unternehmen ein scheinbar unkalkulierbares Risiko dar. Der langjährige Rohstoffboom der vergangenen Jahre mit starken Preissteigerungen seit Anfang 2003 hat Mitte 2008 ein abruptes Ende gefunden. Mit dem scharfen Einbruch der Weltkonjunktur fielen die Rohstoffpreise zunächst ins Bodenlose.

Notierte beispielsweise der Nickelpreis im Boomjahr 2007 zum Höchstpreis von 54.050 USD pro Tonne so fiel der Nickelpreis Ende 2008 auf ein Tief von 8.934 USD pro Tonne.

Nicht zuletzt das Anlaufen der zahlreichen weltweiten Konjunkturprogramme hat die Rohstoffpreise inzwischen wieder beflügelt und seit dem Frühjahr 2009 zu starken Preissteigerungen geführt.

Preisentwicklung ausgewählter Industriemetalle an der LME 2003-2009 (indexiert, 03.01.2003=100, Basis: USD/t)



Quelle: Bloomberg, LBBW

### Herausforderungen für Unternehmen

Das Auf und Ab an den Rohstoffmärkten stellt die Unternehmen immer wieder vor neue Herausforderungen in ihrem Einkaufs- und Treasury-Management. Während die stark steigenden Rohstoffpreise seit 2003 einen Handlungsdruck auf die Unternehmen ausübten und überwiegend directionale Absicherungen gegen steigende Preise in den Fokus des Rohstoffpreisrisikomanagements rückten, gewinnt im Zuge der starken Preiskorrektur im Jahr 2008 nun ein chancenorientiertes Risikomanagement unter Berücksichtigung von bilanziellen Aspekten von Hedging-Instrumenten zunehmend an Bedeutung. So haben viele Unternehmen mit starken Umsatzrückgängen und zu viel abgesicherten

Tonnagen zu kämpfen. Ferner fällt eine Einschätzung des künftigen Sicherungsbedarfes und der Planmengen schwer.

Aufgrund der Dynamik an den Rohstoffmärkten und der Komplexität im Einkaufsmanagement reagieren die Unternehmen auf die jüngste Entwicklung zunehmend mit der Etablierung von „Rohstoff-Kompetenzzentren“ neben den Einkaufs- und Treasury-Abteilungen. Ziel dieser Kompetenzzentren ist es, eine bessere Verzahnung von Material- und Finanzströmen im Einkauf und Treasury herzustellen. Neben der Marktbeobachtung, dem Sammeln und Analysieren von Informationen und deren Weiterleitung an die angrenzenden Abteilungen liegt der Tätigkeitsschwerpunkt in der Ableitung von Handlungsempfehlungen und Maßnahmen für den Einkauf und das Treasury.

### Die LBBW – Ihr leistungsstarker Partner

Die LBBW steht Unternehmen als leistungsstarker Partner nicht nur für den Handel von Rohstoffpreisrisiken zur Verfügung, sondern unterstützt Unternehmen mit ihrem ganzheitlichen Beratungskonzept aktiv bei der Ausarbeitung einer entsprechenden Strategie zum Management von Rohstoffpreisrisiken.

Unser Leistungsspektrum umfasst neben der Identifizierung der Rohstoffpreisrisiken in Unternehmen und der anschließenden Analyse und Bewertung dieser Risiken, eine Ausarbeitung einer entsprechenden Absicherungsstrategie unter Berücksichtigung eines sich verändernden konjunkturellen Umfeldes. Gemeinsam mit den Unternehmen wird analog der Risikomanagementstrategie im Rohstoffbereich und des ermittelten Risikoexposure, der Sicherungsgrad, die Sicherungslaufzeit, die Sicherungsfrequenz und das entsprechende Sicherungsinstrumentarium erarbeitet, welches den Unternehmen ein chancenorientiertes Hedging mit kurzen Reaktionszeiten ermöglicht.

Das Spektrum der derivativen Absicherungsinstrumente umfasst in Abhängigkeit vom Basiswert (Underlying) sowohl Termingeschäfte und Optionen, als auch Bandbreitenoptionen und prämieneutrale strukturierte Termingeschäfte mit Partizipation. Generell handelt es sich bei Absicherungslösungen über Banken um Finanzterminkontrakte mit Ausgleichszahlung losgelöst von der physischen Lieferung. Eine Übersicht über die handelbaren Rohstoffe der LBBW sowie zusätzliche

Informationen wie Mindestvolumen, maximale Laufzeit und einen Auszug möglicher Sicherungsinstrumente bietet Kapitel 7.3.

Ein Reporting mit Marktwerten, Sensitivitätsanalysen und Effektivitätstests sowie eine Beratung zur Bilanzierung derivativer Finanzinstrumente runden unseren ganzheitlichen Beratungsansatz ab.

Derivative Absicherungslösungen bieten den Unternehmen einen flexiblen Handlungsrahmen, angefangen von der individuellen Ausgestaltung bis hin zur täglichen Auflösung oder Restrukturierung der Finanz-

terminkontrakte zu Marktkonditionen. Somit können die Unternehmen schnell auf ein verändertes Marktumfeld reagieren. Durch die Trennung von Preissicherung und physischer Lieferung bleibt für die Unternehmen die Flexibilität in der Lieferantenauswahl weiterhin erhalten.

Nutzen Sie den ganzheitlichen Beratungsansatz der LBBW und vereinbaren Sie einen persönlichen Gesprächstermin.

*Anja Scheck*  
(LBBW Sales Corporates and Public Sector)

## 7.3 Handelbare Rohstoffe bei der LBBW

	Eckdaten					Sicherungs-instrumente					Währung			Fixing	Settlement				
	Abkürzung	Referenzbörse	Mindestvolumen	max. Laufzeiten (Forwards)	max. Laufzeiten (Optionen)	Termingeschäfte	Sammeltermingeschäfte (Swaps)	Optionen <sup>1</sup>	Termingeschäft mit Chance	Carry-Forward-Transactions	EUR	USD	andere	Stichtag	Monatsdurchschnitt <sup>2</sup>	Barausgleich	physisch <sup>3</sup>	Referenzkurs	Reuters-Referenz-Seite
<b>Edelmetalle</b>																			
Gold	XAU	-	250 oz	2 Jahre	2 Jahre	•	•	•	-	-	•	•	•	•	-	-	•	-	-
Palladium	XPD	-	1.000 oz	2 Jahre	2 Jahre	•	•	•	-	-	-	•	-	•	-	-	•	-	-
Platin	XPT	-	250 oz	2 Jahre	2 Jahre	•	•	•	-	-	-	•	-	•	-	-	•	-	-
Silber	XAG	-	10.000 oz	2 Jahre	2 Jahre	•	•	•	-	-	•	•	•	•	-	-	•	-	-
<b>Basismetalle</b>																			
Aluminium	XAL	LME	25 t	5 Jahre	3 Jahre	•	•	•	•	•	•	•	-	•	•	•	-	Cash	MTLE
Aluminium Alloy	XAA	LME	20 t	2 Jahre	-	•	•	-	-	-	•	•	-	•	-	•	-	Cash	MTLE
Blei	XPB	LME	25 t	27 Monate	2 Jahre	•	•	•	•	•	•	•	-	•	•	•	-	Cash	MTLE
Kupfer	XCU	LME	25 t	5 Jahre	3 Jahre	•	•	•	•	•	•	•	-	•	•	•	-	Cash	MTLE
Nickel	XNI	LME	6 t	39 Monate	3 Jahre	•	•	•	•	•	•	•	-	•	•	•	-	Cash	MTLE
Zink	XZN	LME	25 t	39 Monate	2 Jahre	•	•	•	•	•	•	•	-	•	•	•	-	Cash	MTLE
Zinn	XSN	LME	5 t	27 Monate	2 Jahre	•	•	•	•	•	•	•	-	•	•	•	-	Cash	MTLE
<b>Stahl</b>																			
Mediterranean Billets	XFM	LME	65 t	15 Monate	-	•	•	-	-	-	•	•	-	•	-	•	-	Cash	SETTFMD01
<b>Energie</b>																			
Rohöl Brent	XCO	ICE	1.000 bbl	6 Jahre	27 Monate	•	•	•	-	-	•	•	-	•	-	•	-	FMF	LCOc1
GasOil	XGO	ICE	100 t	3 Jahre	27 Monate	•	•	•	-	-	•	•	-	•	-	•	-	FMF	LGOc1
Rohöl WTI	XCL	NYMEX	1.000 bbl	4 Jahre	-	•	•	-	-	-	•	•	-	•	-	•	-	FMF	CLc1
US Gasoline	XRb	NYMEX	42.000 gal	3 Jahre	-	•	•	-	-	-	•	•	-	•	-	•	-	FMF	RBC1
US Heating Oil	XHO	NYMEX	42.000 gal	3 Jahre	-	•	•	-	-	-	•	•	-	•	-	•	-	FMF	HOC1
US NaturalGas	XNG	NYMEX	10.000 MMBtu	6 Jahre	-	•	•	-	-	-	•	•	-	•	-	•	-	FMF	NGc1
<b>Agrarrohstoffe</b>																			
Baumwolle	YCT	ICE	50.000 lbs	23 Monate	-	•	•	-	-	-	•	•	-	•	-	•	-	FMF	CTc1
Kakao	YCC	ICE	10 t	23 Monate	-	•	•	-	-	-	•	•	-	•	-	•	-	FMF	CCc1
Kaffee	YKC	ICE	37.500 lbs	35 Monate	-	•	•	-	-	-	•	•	-	•	-	•	-	FMF	KCc1
Lebendrind	YLC	CME	40.000 lbs	13 Monate	-	•	•	-	-	-	•	•	-	•	-	•	-	FMF	LCc1
Mais	YCO	CBOT	5.000 bsh	40 Monate	-	•	•	-	-	-	•	•	-	•	-	•	-	FMF	Cc1
	YEM	MATIF	50 t	17 Monate	-	•	•	-	-	-	•	-	-	•	-	•	-	FMF	EMAc1
Mager Schwein	YLH	CME	40.000 lbs	14 Monate	-	•	•	-	-	-	•	•	-	•	-	•	-	FMF	LHc1
Mastrind	YFC	CME	50.000 lbs	10 Monate	-	•	•	-	-	-	•	•	-	•	-	•	-	FMF	FCc1
Soja	YSO	CBOT	5.000 bsh	39 Monate	-	•	•	-	-	-	•	•	-	•	-	•	-	FMF	Sc1
Sojaöl	YBO	CBOT	60.000 lbs	28 Monate	-	•	•	-	-	-	•	•	-	•	-	•	-	FMF	BOc1
Weizen	YWH	CBOT	5.000 bsh	35 Monate	-	•	•	-	-	-	•	•	-	•	-	•	-	FMF	Wc1
	YBL	MATIF	50 t	17 Monate	-	•	•	-	-	-	•	-	-	•	-	•	-	FMF	BL2c1
Roter Weizen	YKW	KBC	5.000 bsh	28 Monate	-	•	•	-	-	-	•	•	-	•	-	•	-	FMF	KWc1
Zucker	YSB	ICE	112.000 lbs	33 Monate	-	•	•	-	-	-	•	•	-	•	-	•	-	FMF	SBc1

<sup>1</sup> Exotische Optionen (Knock-Out, Knock-In, ...) auf Anfrage.

<sup>2</sup> Zur Berechnung des Monatsdurchschnittspreises werden die täglichen LME-Fixings (2nd Ring) ggf. mit dem EUR/USD-Fixing der LME konvertiert und arithmetisch gemittelt.

<sup>3</sup> Bei einer physischen Lieferung fällt ggf. MwSt. an.

**Abkürzungen:**

CBOT	= Chicago Board of Trade
CME	= Chicago Mercantile Exchange
DESTATIS	= Statistisches Bundesamt
ICE	= Intercontinental Exchange
KBC	= Kansas City Board of Trade
LME	= London Metal Exchange
MATIF	= Marché à Terme des Instruments Financiers de Paris
NYMEX	= New York Mercantile Exchange
FMF	= Front-Month-Future
bbf	= Barrel (159 Liter)
bsh	= bushel bzw. Scheffel (1 t = 36,7437 bsh Soja und Weizen bzw. 1 t = 39,3670 bsh Mais)
gal	= Gallonen (1 gal = 3,785 Liter)
hl	= Hektoliter
lbs	= Libra/Pfund (1.000 lbs = 453,59237 kg)
MMBtu	= million British thermal units
oz	= Feinunze (1 oz = 31,1034768 gr.)
t	= Tonnen (bei GasOil 1 t = 1.183 Liter)

**Proxy-Hedge:**

Diesel Dieselpreise werden aufgrund der hohen historischen Korrelation häufig näherungsweise über GasOil-Geschäfte abgesichert.

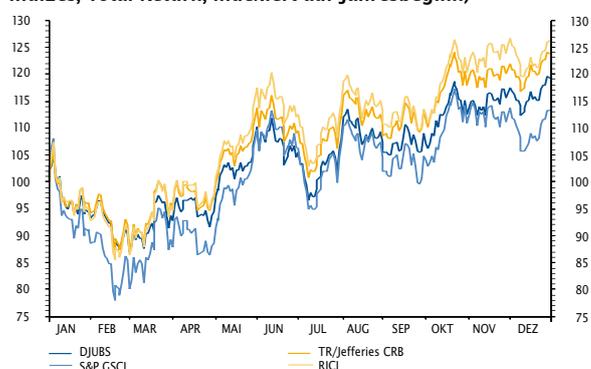
# 8 Rohstoffe als Assetklasse.

## 8.1 Rohstoff-Performance 2009

### Starke Rohstoff-Performance im Krisenjahr 2009

Das Jahr 2009 war zweifellos ein gutes Jahr für Rohstoffinvestoren. Gemessen an den Benchmarkindizes (Total Return) ließen sich im zurückliegenden Jahr Renditen von 14 % (S&P GSCI), 19 % (DJUBS), 24 % (TR/Jefferies CRB) und 26 % (RICI) erzielen. Damit konnte zumindest ein Teil der herben Verluste aus 2008, als marktweite Rohstoffanlagen noch negative Renditen von -35 % (TR/Jefferies CRB) bis -46 % (S&P GSCI) einfuhren, wieder wett gemacht werden. Gegenüber den im Sommer 2008, vor Eskalation der Finanzkrise (Lehman-Insolvenz) markierten Höchstständen, befinden sich sämtliche Rohstoffindizes gleichwohl noch deutlich im Minus. Im längerfristigen Vergleich lag die Rohstoffmarkt-Performance im vergangenen Jahr in etwa auf Augenhöhe mit den Boomjahren 2007 und 2005, in denen bspw. der Dow Jones-UBS Commodity Index einen Zuwachs von 16 % bzw. 21 % zu verzeichnen hatte.

Rohstoff-Performance 2009 (Entwicklung der Benchmarkindizes, Total Return, indiziert auf Jahresbeginn)



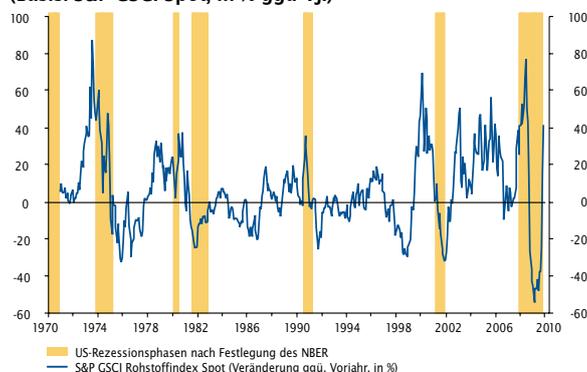
Quelle: Thomson Reuters

### Rasante Erholung der Rohstoffpreise als Performancetreiber

Nach dem durch Wirtschafts- und Finanzkrise ausgelösten historischen Einbruch im zweiten Halbjahr 2008 stiegen die Rohstoffpreise ab dem Frühjahr 2009 buchstäblich wie Phoenix aus der Asche. Getrieben durch die, in Breite und Ausmaß beispiellosen fiskal- und geldpolitischen Stimulierungsmaßnahmen weltweit, der sinkenden Risikoaversion und der enormen Kapitalzuflüsse in die Anlageklasse, stand das Jahr 2009 an den Rohstoffmärkten ganz im Zeichen der Erholung. Mit der Ausnahme von US-Erdgas und Weizen verzeichneten alle 23 von uns beobachteten Rohstoffe im vergangenen Jahr einen Preiszuwachs. Besonders markan-

te Aufschläge wiesen die industrienahen Rohstoffe, wie Basismetalle und Energie auf. So verteuerten sich etwa Kupfer und Blei jeweils um rund 150 %, während die Preise für US-Benzin und Rohöl der Sorte WTI einen Anstieg um über 100 % bzw. knapp 80 % verbuchen konnten. Bemerkenswert an dem rasanten Aufschwung der Rohstoffpreise ist v.a. die Tatsache, dass die Erholung an den allermeisten Märkten mit wachsenden physischen Überschüssen bzw. steigenden Lagerbeständen einherging, was grundsätzlich eine sehr ungewöhnliche Kombination darstellt. Generell präsentierte sich das Handelsgeschehen 2009 weitgehend abgekoppelt von den mikroökonomischen bzw. rohstoffspezifischen Einflussfaktoren. Als Haupttreiber erwiesen sich stattdessen die zentralen Makrothemen des Jahres, allen voran die (antizipierte) globale Konjunkturerholung, die Schwäche des US-Dollars sowie die Trendwende an den internationalen Aktienmärkten.

Langfristige Rohstoffpreisentwicklung (Basis: S&P GSCI Spot, in % ggü Vj.)



Quelle: Thomson Reuters, LBBW Commodity Research

### Super-Contango als Performancebremser

Einen Wermutstropfen brachte das Rohstoffjahr 2009 trotz der für sich genommen starken Performance aber dennoch mit sich. Aufgrund der extrem ausgeprägten Contango-Situation bei vielen Rohstoffen mussten Investoren erhebliche Rollverluste in Kauf nehmen, so dass die Gesamrendite einer Rohstoffanlage die zum Teil historisch hohen Kassamarktgewinne bei weitem nicht erreichte. Auf Gesamtmarktebene belief sich die Differenz zwischen Spot- und Gesamt-Performance gemessen am Dow Jones-UBS Index auf über 20 Prozentpunkte, was angesichts einer Zinskomponente von annähernd null zugleich dem Rollverlust entspricht. Am deutlichsten zeigte sich die aus Investorensicht ungünstige Terminmarktkonstellation bei den Ener-

gieträgern, weshalb hier schnell der Begriff „Super-Contango“ die Runde machte. Tatsächlich wiesen sowohl das US-Öl WTI, wie auch dessen europäisches Pendant Brent außergewöhnlich hohe Rollverluste von 70 % bzw. 40 % auf, welche die starken Kassapreissteigerungen nahezu komplett kompensierten (WTI) bzw. beträchtlich schmälerten (Brent). US-Erdgas lieferte mit einer Roll-Rendite von etwa -50 %, bei zugleich fast unverändertem Kassapreis (-1 %), auch unter dem Strich einen negativen Performancebeitrag. Weniger stark ins Gewicht fielen die Rollrenditen dagegen bei den Industrie- und Edelmetallen, wo die Contango-Verluste nur bei Aluminium und Zink (niedriges) zweistelliges Terrain erreichten. Von den übrigen Rohstoff-Sektoren zeichneten sich v.a. die so genannten Soft Commodities mit erhöhten Rollverlusten (durchschnittlich rund 25 %) aus, bei zugleich deutlichem Preisanstieg an den Kassamärkten (insbesondere Zucker: +130 %). Bei den Getreiden lag dagegen der umgekehrte Fall vor, d.h. moderate Rollverluste (<10 % im Durchschnitt) und unterdurchschnittliche Kassapreisentwicklung. Vor diesem Hintergrund erklärt sich auch die unterschiedliche Performance der verschiedenen Rohstoffindizes, wobei stark energielastige Indizes, wie der S&P GSCI (Rollrendite: -35 %) 2009 die deutlichsten Einbußen hinnehmen mussten und entsprechend relativ schwach abschnitten.

**Entwicklung der Performancebestandteile 2009**  
(Basis: DJUBS-Indizes Spot/Excess Return/Total Return, indiziert auf Jahresbeginn)



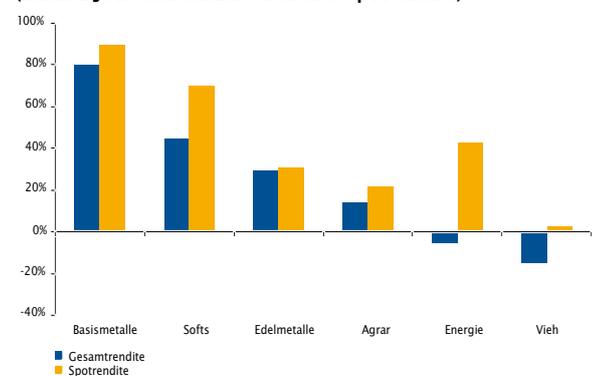
Quelle: Thomson Reuters

### Industriemetalle und Softs vorn, Schlusslicht Energie und Vieh

Entsprechend der beschriebenen Contango-Problematik zeichnet das Ranking der Rohstoffsektoren anhand der 2009 erzielten Gesamtrendite ein äußerst hetero-

genes Bild der Assetklasse. So gehen Basismetalle und Softs mit einer Performance von 80 % bzw. 44 % als klare Gewinner aus dem Vergleich hervor. Darüber hinaus nehmen die beiden Sektoren auch in Sachen (Kassa-) Preisentwicklung die ersten beiden Plätze ein. Dem stehen die Energierohstoffe gegenüber, welche zwar die dritthöchsten Kassapreissteigerungen aller Sektoren zu verzeichnen haben, aufgrund der immensen Rollverluste und einer Gesamtrendite von -5 % jedoch nur den vorletzten Platz belegen. Das ausgewogenste Verhältnis von Total Return und Spot Return weisen erwartungsgemäß die Edelmetalle (Gold und Silber) aus, welche mit einer Performance von 29 % (Spot 30 %) die drittstärkste Kraft im Sektorrating sind. Hierauf folgen schließlich die Agrarrohstoffe (Getreide+Softs) mit einer Gesamtrendite von rund 14 %. Das Schlusslicht bildet der Sektor Lebewiehe, der nur geringe Kassapreiszuwächse (knapp 3 %) und eine negative Gesamtpformance von -15 % verbuchen konnte.

**Performance der einzelnen Rohstoffsektoren 2009**  
(Basis: DJUBS Subindizes Total und Spot Return)



Quelle: Thomson Reuters, LBBW Commodity Research

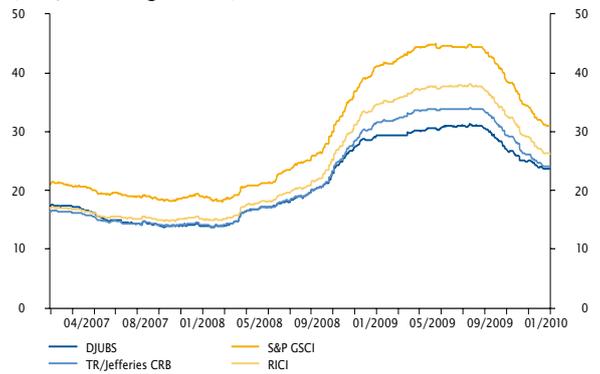
### Signifikanter Anstieg der Renditeschwankungen im ersten Halbjahr 2009

Eine Begleiterscheinung der Finanzkrise war der drastische Anstieg der Schwankungsbandbreite von Finanzmarktpreisen. Dies ließ sich an ausnahmslos allen Assetmärkten, ob Aktien, Renten oder Rohstoffe in Gestalt einer massiven Ausweitung der Volatilität der Vermögenspreise bzw. Renditen beobachten. Aus der Perspektive eines Investors kommt in der Volatilitätsrate das Risiko zum Ausdruck, welches für die Ertragserzielung eingegangen werden muss. Vor diesem Hintergrund war das komplette erste Halbjahr 2009 (noch unter dem Eindruck der Lehman-Insolvenz) von einer stark steigenden Volatilität der Rohstoffrenditen

und damit einem deutlich erhöhten Risiko geprägt, als dies in den Vorjahren der Fall war. Im Jahresmittel belief sich die annualisierte Volatilität der täglichen Renditen je nach betrachtetem Rohstoffindex auf 29 % bis 42 % und damit weit oberhalb der 2008 (19-25 %) und 2007 (15-20 %) beobachteten Werte. Die mit Abstand stärksten Renditeschwankungen wies dabei der S&P GSCI auf, gefolgt vom Rogers International (RICI), welcher trotz des größten Rohstoffuniversums aller Indizes (35 verschiedene Rohstoffe) für 2009 eine durchschnittliche Volatilität von 35 % ausweist. Am schwankungsärmsten erwies sich dagegen einmal mehr der Dow Jones-UBS Index. Im Vergleich zu anderen, als risikoreich eingestuften Anlageklassen, fiel die Schwankungsbandbreite der Rohstoffrenditen im vergangenen Jahr indes nicht überdurchschnittlich aus. So verzeichnete etwa die Volatilität der Aktienmarktrenditen, gemessen am S&P 500, ebenfalls einen signifikanten Anstieg auf rund 40 % im Jahresmittel 2009 (nach 23 % 2008). Seit dem zweiten Halbjahr 2009 ist die

Schwankungsintensität der Rohstoffrenditen im Zuge der allgemeinen Beruhigung an den Finanzmärkten wieder rückläufig, befindet sich jedoch weiterhin über dem langjährigen Durchschnitt.

**Annualisierte Einjahresvolatilität von Rohstoffrenditen (in %, Basis: Tagesdaten)**



Quelle: Thomson Reuters, LBBW Commodity Research

*Sven Streitmayer*

#### Übersicht Rohstoff-Performance 2009

Index	Basis	Kurs Jahresbeginn 2009	Kurs Jahresende 2009	Veränderung	Jahreshoch	Jahrestief	Jahresdurchschnitt	Volatilität annualisiert
<b>TOTAL RETURN INDIZES</b>								
DJUBS	USD	234,87	279,28	18,9%	281,0	204,4	244,7	29,1%
S&P GSCI	USD	3.995,39	4.534,17	13,5%	4.679,5	3.116,7	4.032,2	41,7%
TR/Jefferies CRB	USD	228,88	283,01	23,6%	284,1	199,8	245,8	31,7%
RICI	USD	2.593,66	3.274,00	26,2%	3.281,7	2.221,7	2.824,9	35,2%
<b>EXCESS RETURN INDIZES</b>								
DJUBS	USD	117,24	139,19	18,7%	140,0	102,0	122,0	29,1%
S&P GSCI	USD	389,17	440,94	13,3%	455,1	303,5	392,4	41,7%
TR/Jefferies CRB	USD	229,54	283,38	23,5%	284,4	200,3	246,3	31,6%
RICI	USD	1.948,14	2.455,62	26,0%	2.461,5	1.668,4	2.120,2	35,0%
LBBW Top Ten	USD	61,37	87,92	43,3%	87,9	59,8	73,7	28,8%

Quelle: Thomson Reuters, LBBW Commodity Research

## 8.2 Rohstoffindizes im Überblick

Während sich an den Aktien- und Rentenmärkten Referenzindizes wie der Dow Jones Index, Der Nikkei-Index, der DAX und der REX als Benchmarks durchgesetzt haben, konkurrieren im Rohstoffbereich gleich mehrere Indexkonzepte. Für den Anleger, dem ein Investment in Einzelrohstoffe mit einem zu hohen Risiko verbunden ist, bringt eine Anlage, die sich auf einen der großen Rohstoffindizes bezieht, den großen Vorteil, dass die Volatilität bei den breit diversifizierten Rohstoffindizes deutlich niedriger ist als bei Einzelrohstoffen. Eine in diesem Zusammenhang wichtige Frage für den passiven Langfrist-Investor ist jedoch die Auswahl des passenden Rohstoff-Index. Die vier bekanntesten Rohstoff-Indizes sind:

- Thomson Reuters/Jefferies CRB (TR/JCRB)
- S&P Goldman Sachs Commodities Index (GSCI)
- Dow Jones/UBS (DJ/UBS)
- Rogers International Commodities Index (RICI)

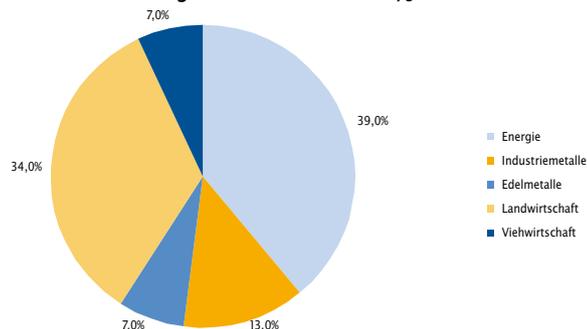
Im vergangenen Jahr verbuchten alle vier Benchmarks im Zuge des allgemeinen Aufschwungs an den Rohstoffmärkten Zugewinne. Dabei legten der RICI und der TR/JCRB am stärksten zu. Beim DJ/UBS und beim GSCI fiel das Plus etwas geringer aus (siehe auch Kapitel 8.1).

### CRB-Index mit langer Historie

Der Thomson Reuters/Jefferies CRB-Index (CRB = Commodity Research Bureau) ist der älteste der vier Indizes. Die als CRB-Index bekannt gewordene Benchmark wurde 1940 eingeführt und beinhaltete ursprünglich 28 Rohstoffe. In den letzten 70 Jahren wurde die Indexzusammensetzung regelmäßig den Gegebenheiten der Märkte angepasst. Die letzte Änderung fand im Jahr 2005 in Zusammenarbeit mit der US-Investmentbank Jefferies statt. Seitdem besteht der Index aus 19 Rohstoffen, die alle an US-Börsen gehandelt werden. Zudem wurde der Name der Investmentbank mit in die Indexbezeichnung aufgenommen. Seit 1986 werden Futures auf den Index an der New York Futures Exchange (heute: ICE) gehandelt. Der TR/JCRB wird monatlich einem so genannten „Rebalancing“ unterworfen, wodurch die Indexgewichte regelmäßig auf ihren Ausgangswert zurückgeführt werden. Dadurch erhält der Index eine antizyklische Komponente, da Ausweitungen des Indexgewichts bei den Rohstoffen,

die im Preis gestiegen sind, regelmäßig gekappt werden; Rohstoffe, deren Gewicht sich aufgrund von Preisrückgängen ermäßigt hat, werden dagegen durch das „Rebalancing“ wieder aufgewertet.

### Zusammensetzung des Thomson Reuters/Jefferies CRB-Index

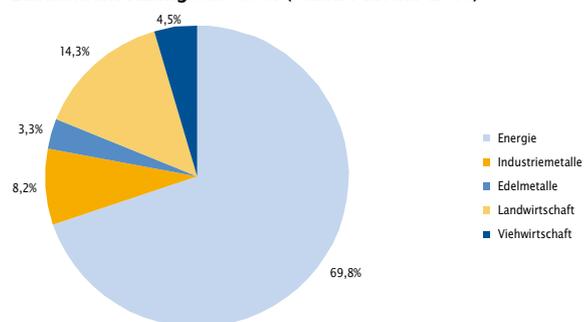


Quelle: Jefferies & Company

### Energie dominiert GSCI-Index

Der GSCI-Index (Goldman Sachs Commodities Index) wurde 1991 entwickelt. Der Index bildet aktuell 24 Rohstoffe entsprechend ihrem Weltproduktionsgewicht der letzten fünf Jahre ab. Er ist daher der Index mit dem deutlich höchsten Energieanteil unter den vier betrachteten Benchmarks. Aufgrund der nach Rollverlusten relativ schlechten Performance von Energierohstoffen (siehe Kapitel 8.1) war er deswegen auch der Index mit dem schwächsten Zuwachs im letzten Jahr. Beim GSCI werden die Gewichte einmal im Jahr neu bestimmt; dazwischen finden keine Anpassungen statt. Der Handel von GSCI-Futures findet an der Chicago Mercantile Exchange statt.

### Zusammensetzung S&P GSCI (Stand Februar 2010)



Quelle: Standard & Poor's

Der sehr hohe Energieanteil im GSCI-Index bringt in Zeiten rückläufiger Energiepreise oder auch hoher Rollverluste in diesem Segment für den Anleger ein erhöhtes Risiko mit sich. Daher wurde die GSCI-Indexfamilie um einige Subindizes ergänzt, bei denen der Energieanteil schrittweise reduziert wurde. Insbesondere der GSCI Light Energy-Index (GSCI/LE) ist dabei so ausgewogen, dass er aus Anlegersicht eine interessante Benchmark darstellt.

**Zusammensetzung der GSCI-Subindizes  
(Stand Februar 2010)**

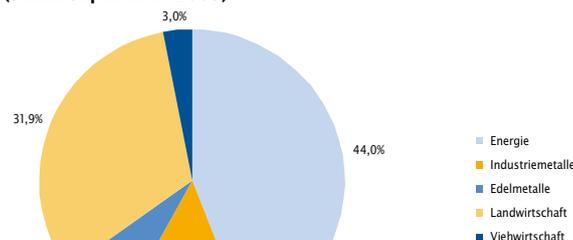
Subindex	Energie	Industriemetalle	Edelmetalle	Landwirtschaft	Viehwirtschaft
GSCI Reduced					
Energy	53,6%	12,5%	5,0%	21,9%	7,0%
GSCI Light					
Energy	36,6%	17,1%	6,8%	29,9%	9,5%
GSCI Ultra-Light Energy	22,4%	21,0%	8,4%	36,6%	11,7%
GSCI Non-Energy	0,0%	27,0%	10,8%	47,2%	15,0%

**Rogers-Index mit breiter Basis**

Der Rogers International Commodities Index wurde als „Rogers Raw Materials Index“ vom US-Rohstoffexperten Jim Rogers im Jahr 1998 ins Leben gerufen. Zur Zeit enthält er 35 Rohstoffe, deren Gewichte nach ihrer „Bedeutung im Welthandel“ von einem Komitee unter Vorsitz von Jim Rogers bestimmt werden. Die Anpassung der Indexgewichte erfolgt einmal pro Jahr. Nach dem GSCI hat der RIC den größten Energie-Anteil. Der Index umfasst zudem die größte Anzahl von Einzelrohstoffen unter den vier wichtigsten Rohstoff-Benchmarks. Trotz der vermeintlich breiten Diversifikation war die Volatilität im Jahr 2009 erstaunlich hoch (siehe Kapitel 8.1). Diese dürfte darauf zurückzuführen sein, dass einzelne Indexbestandteile vernachlässigbare Indexgewichte haben (wie z.B. Rohwolle mit 0,1 %). Zum anderen leiden viele Rohstoffe unter zu geringer Liquidität, so dass selbst geringe Ausschläge auf der Angebots- oder Nachfrageseite für relativ starke Preisbewegungen sorgen können. Beispielhaft seien hier Indexbestandteile wie Reis (Chicago Board of Trade = CBOT), Hafer (CBOT), Holz (Chicago Mercantile Exchange), Gummi (Tokyo Commodity Exchange), Azuki

Bohnen (Tokyo Grain Exchange) und Rohwolle (Sydney Futures Exchange) genannt. Tatsächlich werden die Indexbestandteile für den RIC an elf verschiedenen Börsen auf vier Kontinenten gehandelt. Der intransparente Gewichtungsprozess, die mangelhafte Kommunikation in Bezug auf Veränderungen der Indexzusammensetzung, die geringe Liquidität einzelner Indexkomponenten und der relativ hohe Energieanteil machen den RIC nur sehr bedingt zu einer allgemeingültigen Benchmark für den Rohstoffmarkt. Ein an den Wert des RIC gekoppelter Future wird an der Chicago Mercantile Exchange gehandelt.

**Rogers International Commodities Index  
(Stand September 2009)**

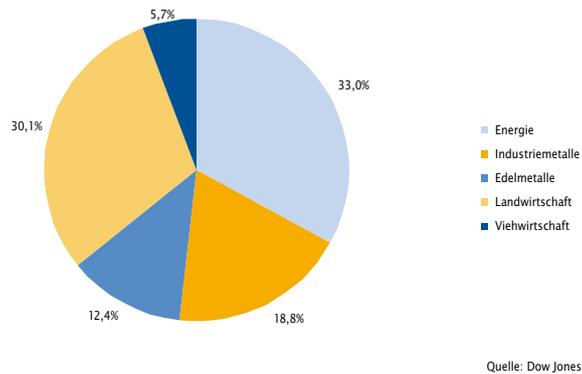


Quelle: Beeland Interests Inc.

**DJ-UBS-Index als jüngster Spross der Benchmark-Familie**

Der DJ-UBS-Index (Dow Jones-UBS Commodity Index) ist der jüngste der vier Gesamtmarkt-Barometer. Die Gewichtung der einzelnen Rohstoffe erfolgt nach der wirtschaftlichen Bedeutung des jeweiligen Rohstoffes innerhalb der Weltwirtschaft. Die Bedeutung wird aus aktuellen Produktionswerten sowie aus Handelsaktivitäten ermittelt. Eine Überprüfung erfolgt am Anfang jeden Jahres. Der Index enthält aktuell 19 Rohstoffe, wobei folgende Regeln gelten: Das Gewicht eines Rohstoff-Sektors darf 33 % nicht überschreiten. Zudem muss jeder Einzelrohstoff mit mindestens 2 % gewichtet sein. Die größten Indexgewichte haben momentan Rohöl (14,3 %) und Erdgas (11,6 %), gefolgt von Gold (9,1 %). Die kleinste Position ist Baumwolle mit einem Gewicht von 2,0 %. Futures auf den DJ/UBS werden am Chicago Board of Trade gehandelt.

**Dow Jones UBS Commodities Index (Stand Februar 2010)**



**DJ/UBS und GSCI/LE am ausgewogensten**

Als Fazit lässt sich festhalten, dass der GSCI-Index mit seinem überdimensionierten Energie-Anteil sicher

keine repräsentative Benchmark für den gesamten Rohstoffsektor darstellt. Der Index wird zu stark von der Ölpreisentwicklung dominiert. Gegen den Rogers International Commodities Index sprechen die intransparente Gewichtungsfindung, die relativ hohe Volatilität und die mangelnde Liquidität einzelner Indexkomponenten. Die Hauptkritik am TR/JCRB-Index besteht darin, dass den beiden Sektoren Energie und Landwirtschaft zusammen ein Indexgewicht von 73 % zukommt. Damit bestimmt die Entwicklung dieser beiden Bereiche weitgehend die Indexentwicklung. Die Ausgewogenheit des DJ-UBS-Index und des GSCI Light Energy-Index machen die beiden Konzepte zu Benchmarks, die aus Investorensicht für die Abbildung der Preisentwicklung an den Rohstoffmärkten unter den etablierten Indizes am geeignetsten erscheinen.

*Dr. Frank Schallenberger*

## 8.3 LBBW Rohstoff-Indizes

### 8.3.1 LBBW Top Ten Index

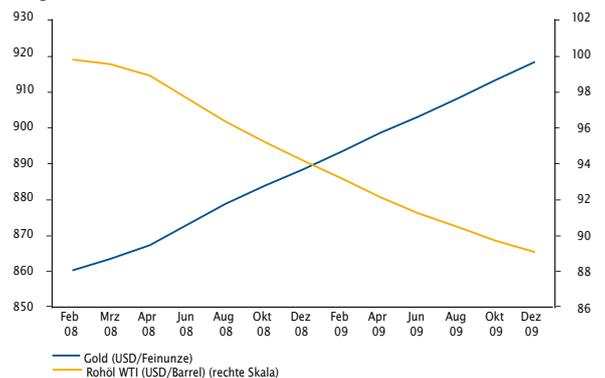
#### DJ/UBS als Ausgangsbasis

Bei einem Investment in Rohstoffe stellt sich die Frage nach der passenden Benchmark. In Kapitel 8.2 wurde bereits dargelegt, dass die bekanntesten Rohstoffindizes wie der Thomson Reuters/Jefferies CRB Index (TR/JCRB), der S&P Goldman Sachs Commodities Index (GSCI), der Dow Jones/UBS Index (DJ/UBS) oder der Rogers International Commodities Index (RICI) deutliche Unterschiede in der Gewichtung der Rohstoffe und damit auch deutliche Abweichungen bei der Performance aufweisen. Bei der Wahl einer repräsentativen Benchmark sprechen gegen den GSCI, den TR/JCRB und den RICI Argumente wie schlechte Diversifikation, intransparente Gewichtungsfindung und mangelnde Liquidität. Insbesondere die Ausgewogenheit des DJ/UBS macht dieses Indexkonzept zu einer Benchmark, die aus Anlegersicht die Abbildung eines gut diversifizierten Rohstoffportfolios bietet.

#### Ertragskomponenten bei Rohstoffinvestments

Die Rendite eines Commodity-Investments wird je nach Berechnung entweder als Total Return (Gesamtrendite) oder als Excess Return (Überschussrendite) ausgewiesen. Die erste Zählart umfasst alle Ertragskomponenten. Diese werden ihrem Ursprung nach als Spot Yield, Roll Yield und Collateral Yield bezeichnet. Als wesentlich enger gefasstes Messkonzept berücksichtigt der Excess Return nur die beiden ersten Renditekomponenten. Der Spot Yield stellt die nahe liegendste Begründung für den Ertrag eines Commodity-Investments dar. Damit ist nichts anderes gemeint als die Preisbewegungen an den Kassamärkten, die sich entsprechend auf die nächstgelegenen Futures auswirken. Einen wesentlichen Anteil an der Gesamtrendite von futures-basierten Rohstoffinvestments macht der Roll Yield aus. Vorausgesetzt der Markt befindet sich in Backwardation, entsteht durch das wiederholte Rollen eines auslaufenden Futures in den nächsten, günstigeren Kontrakt ein dauerhaft positiver Roll-Ertrag. Sind länger laufende Futures stattdessen teurer als die kurzlaufenden (Contango-Situation), ist der Roll Yield negativ. Dementsprechend kann der Roll Return je nach Rohstoff völlig unterschiedlich ausfallen.

Terminkurven von Gold (Contango) und Öl (Backwardation) im Januar 2008



Quelle: Bloomberg

Abgesehen von den geringen Sicherheitsleistungen (Margin), die der Investor an der Börse hinterlegen muss, ist beim Kauf eines Terminkontrakts zunächst kein Kapitaleinsatz erforderlich. Zum Austausch von Zahlungen kommt es erst bei Fälligkeit des Futuresgeschäfts. Im Allgemeinen liegt den Index- und Performanceberechnungen daher die Annahme zugrunde, dass die bei Endfälligkeit erforderlichen Geldmittel vollständig und über die gesamte Laufzeit des Kontraktes risikolos angelegt werden (fully collateralized). Damit ist der risikofreie Geldmarktzins (i.d.R. US T-Bill-Rate) als Collateral Yield ebenfalls eine Ertragskomponente eines Rohstoff-Investments.

#### Contango kostet Performance

Sofern nun ein Anleger an einem Investment in den DJ/UBS interessiert ist, sollten zunächst die Auswirkungen der verschiedenen Ertragskomponenten betrachtet werden.

**DJ/UBS-Index nach Ertragskomponenten**  
(indexiert; 1.1.2006 = 100)



Quelle: Thomson Reuters

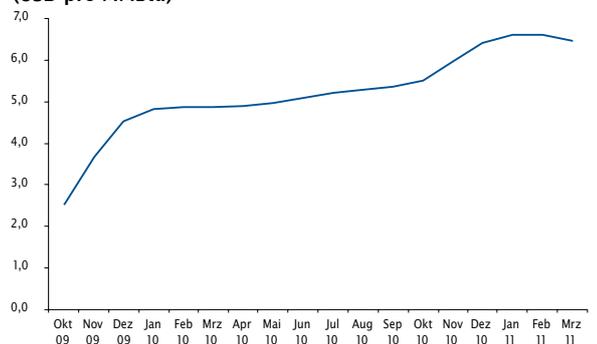
Hätte ein Anleger Anfang des Jahres 2006 auf steigende Rohstoffpreise gesetzt, wäre die Erwartung in den nächsten Jahren tatsächlich aufgegangen. Von Anfang 2006 bis Ende 2009 haben die Rohstoffpreise im Durchschnitt deutlich zugelegt, entsprechend ist der DJ/UBS Spot Return-Index um rund 43 % nach oben geklettert. Ein Investment in den DJ/UBS-Index hätte allerdings in den letzten Jahren unter der bei vielen Rohstoffen zu beobachteten Contango-Situation gelitten. Die Rollverluste lassen sich an der Differenz des Spot Return-Index im Vergleich zum Excess Return-Index messen. Der DJ/UBS Excess Return-Index hat seit Anfang 2006 um knapp 20 % nachgegeben. Die Rollverluste haben demnach in diesem Zeitraum über 60 Prozentpunkte an Performance gekostet. Als Trostpflaster konnte der Anleger noch Zinseinnahmen vereinnahmen, die sich im Total Return-Index niederschlagen. Als Gesamtpomance bleibt unter dem Strich – trotz tendenziell steigender Rohstoffpreise in den letzten vier Jahren und zusätzlicher Zinseinnahmen – gemessen am DJ/UBS Total Return-Index dennoch ein Minus von rund 10 %.

### LBBW Top Ten Index vermeidet Contango-Falle

Der Einfluss der verschiedenen Ertragskomponenten zeigt, dass ein wesentlicher Performancefaktor bei der Anlage in Rohstoffen die Vermeidung größerer Verluste ist, die auf ausgeprägte Contango-Situationen zurückzuführen sind. Diesem Faktor wurde bei der Konzeption des LBBW Top Ten ER Index daher besondere Bedeutung beigemessen. Das Rohstoffuniversum des LBBW Top Ten ER Index besteht aus denselben Rohstoffen, die auch im DJ/UBS-Index enthalten sind. Um Transaktionskosten zu minimieren, werden im LBBW

Top Ten ER Index jedoch nicht die jeweils nächstfälligen Futures abgebildet, sondern – je nach Liquidität – Futures mit einer Laufzeit von 6 bis 12 Monaten. Die Futures werden 3 Monate gehalten. Nach 3 Monaten werden alle Futures im Bestand glattgestellt und neue Futures (Laufzeit erneut je nach Liquidität 6 bis 12 Monate) gekauft. Der LBBW Top Ten ER Index beinhaltet lediglich 10 Rohstoffe, während im DJ/UBS-Index 19 Titel enthalten sind. Die Selektion der Indexkomponenten erfolgt nach zwei Kriterien. Zum einen werden nur Rohstoffe in den Index aufgenommen, die in Backwardation notieren. Sofern keine oder weniger als 10 Rohstoffe in Backwardation notieren, werden zusätzlich solche Rohstoffe aufgenommen, die das schwächste Contango aufweisen. Das bedeutet, dass Rohstoffe in extremen Contango-Situationen nicht im Index berücksichtigt werden. Eine Situation wie am Ölmarkt Ende 2008/Anfang 2009, als die 12-Monatskontrakte für Rohöl um 40 % über den 1-Monatskontrakten lagen und die Anleger entsprechend starken Rollverlusten ausgesetzt waren, werden damit vermieden. Auch Natural Gas brachte den Anlegern in jüngster Vergangenheit starke Rollverluste. So lagen beispielsweise die Rollverluste Anfang September 2009 vom damaligen nächstfälligen Future (Oktober 2009) auf den übernächsten (November 2009) bei rund 45 %. Auf Sicht von zwei Monaten (bis Dezember 2009) drohten sogar Rollverluste von fast 80 %.

**Terminkurve für Natural Gas am 3. September 2009**  
(USD pro MMBtu)



Quelle: Bloomberg

Zum anderen werden die einzelnen Rohstoffe zusätzlich so selektiert, dass der LBBW Top Ten ER Index ausreichend diversifiziert ist. Die Gewichte der einzelnen Rohstoffsektoren betragen je nach Ausprägung von Backwardation und Contango bei Energierohstoffen minimal 20 % bis maximal 40 %, im Agrarbereich und

bei Basismetallen jeweils 10-30 %, bei Edelmetallen und Viehwirtschaft jeweils 10-20 %. Alle selektionierten Rohstoffe werden im LBBW Top Ten ER Index mit 10 % gleichgewichtet.

### Rohstoffselektion im LBBW Top Ten ER Index

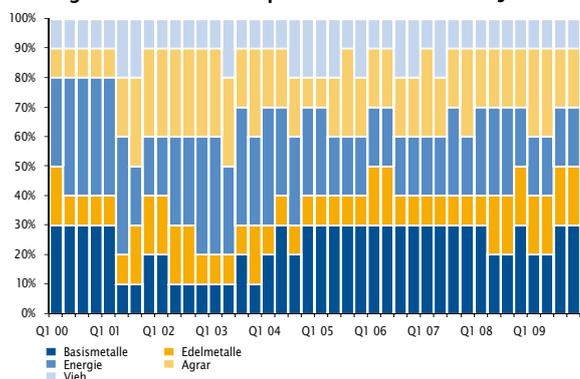


Quelle: LBBW Commodity Research

### Ausgewogenes Rohstoffportfolio mit Outperformance

In der Vergangenheit hätte diese Art der Selektionierung beim LBBW Top Ten ER Index für ein ausgewogenes Portfolio gesorgt. Seit dem Jahr 2000 wären im Index Basismetalle mit 24 % vertreten gewesen, Edelmetalle mit 14 %, Energierohstoffe mit 28 %, Agrarrohstoffe mit 22 % und der Anteil der Viehwirtschaft hätte 13 % betragen.

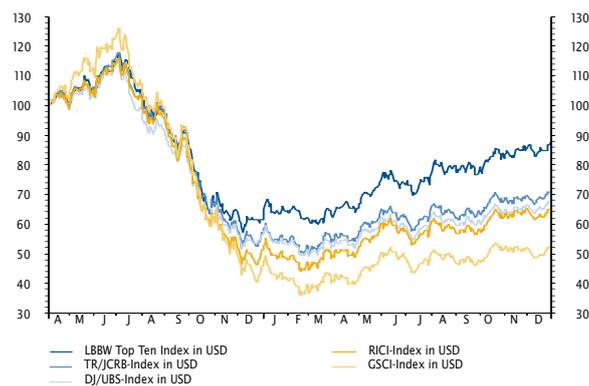
### Sektorgewichte im LBBW Top Ten ER Index seit dem Jahr 2000



Quelle: LBBW Commodity Research

Auch die Performance des Index kann sich sehen lassen. Im Backtest hat der Index sich seit dem Jahr 2000 deutlich besser entwickelt als der DJ/UBS Excess Return-Index. Während der LBBW Top Ten ER Index von Anfang 2000 bis Ende 2008 um gut 250 % kletterte, verbuchte der DJ/UBS Excess Return-Index ein vergleichsweise bescheidenes Plus von rund 27 %. Nicht nur der Backtest sieht überzeugend aus. Seit Anfang April 2008 wird der LBBW Top Ten ER Index veröffentlicht (Reuters-Kürzel „LBBWTT“). Gegenüber den anderen etablierten Rohstoffindizes hat sich der LBBW Index in den letzten Monaten deutlich abgesetzt.

### Performance verschiedener Rohstoffindizes im Vergleich (indexiert; 7.4.2008 = 100)



Quelle: Thomson Reuters

Von Anfang April 2008 bis Ende des Jahres 2009 brach der GSCI-Index mit rund 50 % am stärksten ein. Die Performance der restliche Indizes reichte von -35 % (RICI) über -33 % (DJ/UBS) bis -30 % (TR/JCRB). Der LBBW Top Ten ER Index hat zwar auch unter der starken Rohstoffbaisse in der zweiten Jahreshälfte 2008 gelitten, konnte sich seit Ende des Jahres 2008 jedoch deutlich von der Konkurrenz abkoppeln. Ein Großteil des Wertverlusts aus dem Jahr 2008 wurde wieder aufgeholt, so dass unter dem Strich von Anfang April 2008 bis Ende Dezember 2009 ein Minus von 12 % verblieb.

### LBBW Top Ten ER Index mit Outperformance gegenüber DJ/UBS ER Index (indexiert; 1.1.2009 = 100)



Die Rohstoffpreise legten im Jahr 2009 gemessen am DJ/UBS Index auf Basis der Spotpreise um 41,2 % zu. Durch Rollverluste wurde die Performance jedoch wieder deutlich geschmälert, so dass beim DJ/UBS Excess-Return-Index nur noch ein Plus von 18,7 % übrig blieb. Der LBBW Top Ten ER Index hat es dagegen im letzten Jahr geschafft, die hohen Rollverluste an den Rohstoffmärkten weitgehend zu umgehen. Mit einem Plus von 43,3 % wurde der DJ/UBS ER-Index als Benchmark sehr deutlich distanziert. Die Performance fiel sogar gut zwei Prozentpunkte besser aus als beim DJ/UBS Spot-Index.

#### Intelligente Indizes haben Zukunft

Der LBBW Top Ten Index hat damit seit der ersten Veröffentlichung im April 2008 die gute Performance aus dem Backtest bestätigt. Das Konzept eines ausgewogenen Rohstoff-Portfolios, das extreme Contango-Situationen vermeidet und auf der anderen Seite von Backwardation-Situationen profitiert, dürfte auch in Zukunft den LBBW Top Ten Index aus Anlegersicht im Vergleich zu den herkömmlichen Benchmarks zu einem interessanten Investmentvehikel machen. Denn Rollverluste zu umgehen, dürfte auch in Zukunft ein wichtiges Erfolgskriterium an den Rohstoffmärkten bleiben. Zudem werden im LBBW Top Ten Index über die Terminkurven die einzelnen Rohstoffe in Bezug auf ihre Lagerbestände selektiert. Denn im LBBW Rohstoffe Top Ten Index sind tendenziell solche Rohstoffe enthalten, die in Backwardation notieren bzw. im leichten

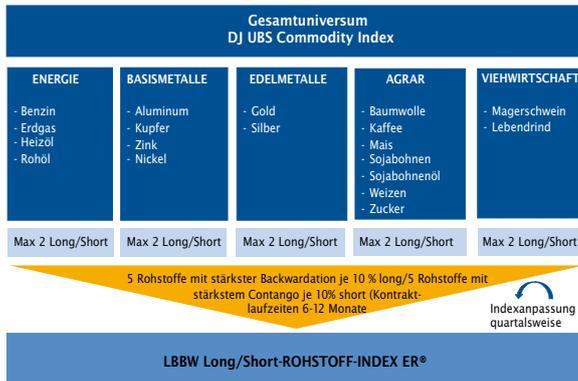
Contango. Backwardation ist an den Märkten häufig ein Signal für knappe Lager – der Index beinhaltet damit solche Rohstoffe, die tendenziell knapp sind und die damit weitere Preissteigerungen versprechen. Dagegen ist starkes Contango an den Rohstoffmärkten oft ein Zeichen für übervolle Lager. Der LBBW Top Ten Index beinhaltet grundsätzlich gerade solche Rohstoffe nicht, die aufgrund der Lagersituation tendenziell für einen Preisverfall sehr anfällig sind. Das Konzept des LBBW Top Ten Index bietet somit auch in Zukunft gute Chancen, auf eine überdurchschnittliche Performance im Vergleich zur Benchmark DJ/UBS (ER).

### 8.3.2 LBBW Long Short Index

#### Weiterentwicklung des LBBW Top Ten Index

Beim LBBW Long Short ER Index handelt es sich um einen Excess Return Index, der eine Weiterentwicklung des LBBW Top Ten Index darstellt. Beim LBBW Top Ten Index wurde eine Outperformance gegenüber dem DJ/UBS Index durch Selektion der zehn aussichtsreichsten Rohstoffe aus einer Grundgesamtheit von 19 Rohstoffen erzielt. Damit lag der Schluss nahe, dass die jeweils nicht berücksichtigten neun Rohstoffe gegenüber der Benchmark eine Underperformance ausweisen. Im LBBW Long Short Index wird nun versucht, auch von den, als unattraktiv identifizierten Rohstoffen zu profitieren. Der LBBW Long Short Index beinhaltet zunächst die fünf aussichtsreichsten Rohstoffe, die in Backwardation notieren. Sofern keine oder weniger als fünf Rohstoffe in Backwardation notieren, werden zusätzlich solche Rohstoffe aufgenommen, die das schwächste Contango aufweisen. Auf der anderen Seite beinhaltet der LBBW Long Short Index allerdings auch fünf Shortpositionen in solchen Rohstoffen, die ein starkes Contango aufweisen. Die einzelnen Rohstoffe werden zusätzlich so selektiert, dass im LBBW Long Short Index keine Klumpenrisiken bestehen. Die Gewichte der einzelnen Rohstoffsektoren betragen je nach Ausprägung von Backwardation und Contango pro Rohstoffsektor (Energie, Basismetalle, Edelmetalle, Agrar und Vieh) maximal 20 % (zwei Positionen) auf der Longseite und maximal 20 % (zwei Positionen) auf der Shortseite. Alle selektionierten Rohstoffe (long und short) werden im LBBW Long Short Index mit 10 % gleichgewichtet und drei Monate gehalten, bevor der Index wieder angepasst wird.

### Rohstoffselektion im LBBW Long Short ER Index

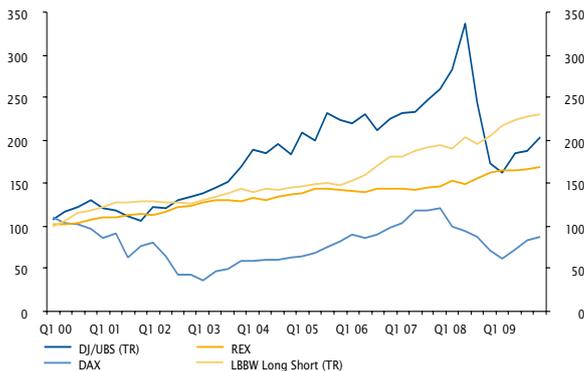


Quelle: LBBW Commodity Research

### Backtest offenbart interessante Eigenschaften

Im Backtest offenbart der LBBW Long Short Index interessante Eigenschaften. Von Anfang 2000 bis Ende 2009 hätte das Modell (bei einer unterstellten Investition des Collaterals in den 3-Monats-Euribor) eine Performance von rund 130 % gebracht. Im Vergleich dazu lag das Plus beim DJ/UBS (TR) bei 105 % und beim REX bei 70 %. Der DAX brachte es von Anfang 2000 bis Ende 2009 auf eine Performance von rund -15 %.

### LBBW Long Short Index (TR) versus DJ/UBS (TR), DAX und REX (indexiert; 1.1. 2000 = 100)



Quelle: LBBW Commodity Research

Damit hätte der LBBW Long Short Index eine Performance von 8,7 % p.a. erzielt und so pro Jahr einen guten Prozentpunkt besser abgeschnitten als der DJ/UBS (7,4 % p.a.). Gegenüber dem REX (5,4 % p.a.) beträgt die Outperformance sogar mehr als drei Prozentpunkte pro Jahr. Dabei ging die gute Performance im LBBW Long Short Index mit einer relativ geringen Volatilität von 5,9 % p.a. einher. Dies liegt fast in der Nähe der REX-Volatilität (3,6 % p.a.) und deutlich unterhalb der

Kennzahlen für den DJ/UBS (20,0 % p.a.) und den DAX (26,6 % p.a.). Entsprechend positiv sieht die Sharpe-Ratio für den LBBW Long Short Index aus, die bei knapp 1,5 liegt.

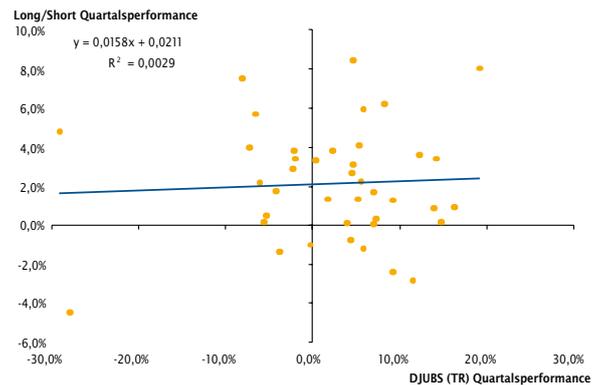
### Performance im Vergleich (1.1.2000 - 31.12.2009)

	DJ/UBS (TR)	DAX	REX	LBBW Long Short (TR)
Performance	104,6%	-13,6%	69,5%	129,8%
p.a. Rendite	7,4%	-1,5%	5,4%	8,7%
p.a. Vola	20,0%	26,6%	3,6%	5,9%
5 % Quantil	-9,1%	-16,7%	-1,1%	-1,7%
10 % Quantil	-4,7%	-8,3%	-0,4%	-1,0%
Sharpe-Ratio	0,37	-0,05	1,50	1,48

Quelle: LBBW Commodity Research

Neben den interessanten Daten zur Performance und Volatilität zeichnet sich der LBBW Long Short Index dadurch aus, dass er weder zu Aktien, noch zu Renten oder Rohstoffen eine nennenswerte Korrelation aufweist. Als Beispiel sei die Korrelation der Quartalsperformance zum DJ/UBS-Index dargestellt, aus der sich kein Gleichlauf der Performancedaten ableiten lässt.

### Unkorrelierte Quartalsperformance von LBBW Long Short Index und DJ/UBS



Quelle: LBBW Commodity Research

### Wann ist der LBBW Long Short Index interessant?

Ein Investment in den LBBW Long Short Index ist vor allem dann interessant, wenn eine Anlage gesucht wird, die unkorreliert zu anderen Assetklassen ist und dabei eine überdurchschnittliche Performance bei niedriger Volatilität bietet. Allerdings ist der Investorfolg von der Terminkurvenstruktur an den Rohstoffmärkten abhängig. Der LBBW Long Short Index dürfte vor allem dann interessant sein, wenn die Terminkurven von

Contango bis Backwardation stark ausgeprägt sind. Sofern alle Terminkurven relativ flach verlaufen, sind zum einen die Signale, die durch die Terminkurven gegeben werden (leere oder volle Lagerbestände) sehr schwach. Zum anderen sind die Aussichten auf Rollgewinne auf der Longseite und die Möglichkeiten, von Rollverlusten auf der Shortseite zu profitieren, dann weniger gegeben. Aktuell sieht die Situation an den Rohstoffmärkten jedoch viel versprechend aus.

#### Rollgewinne und Rollverluste im DJ/UBS-Index

Rohstoff	Rollverlust/-gewinn (p.a.)
Chicago Wheat	-12,0%
Corn	-13,7%
Soybeans	-4,1%
Soybean Oil	-5,7%
Coffee „C“	-5,8%
Sugar #11	42,7%
Cotton #2	-8,0%
Lean Hogs	-35,1%
Cattle (Live)	-5,6%
Oil (#2 Heating)	-7,3%
Oil (RBOB)	-6,0%
Oil (WTI Crude)	-7,6%
Natural Gas	-16,8%
High Gr. Prim. Aluminium	-4,0%
Copper - Grade A	-0,2%
Primary Nickel	-1,1%
Special High Grade Zinc	-3,3%
Gold	-0,5%
Silver	-0,5%

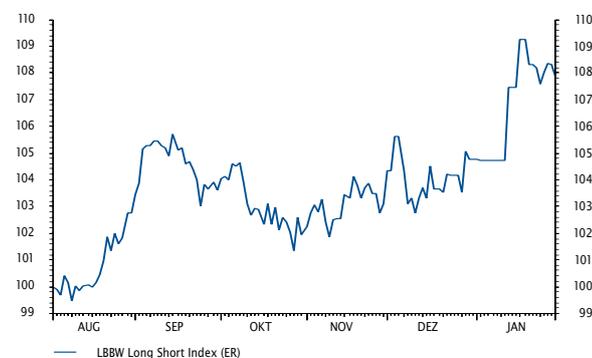
Quelle: Bloomberg

Per Ende Januar 2010 waren die Terminkurven durch eine starke Backwardation bei Zucker und ein relativ starkes Contango bei Magerschweinen, Erdgas, Weizen und Mais geprägt. Die fünf Longpositionen im LBBW

Long Short Index (in der obigen Tabelle blau gefärbt) hätten auf Sicht von 12 Monaten durchschnittliche Rollgewinne von 8,1 % gebracht. Bei den fünf Shortpositionen (rot gefärbt) hätte ein Investor von durchschnittlichen Rollverlusten in Höhe von 17,0 % profitiert. Damit ergibt sich für den LBBW Long Short Index alleine aus Rollgewinnen/-verlusten ein Potenzial von  $8,1\% \times 0,5$  (da der Index zu 50 % aus Longpositionen besteht) +  $17,0\% \times 0,5$  (da der Index zu 50 % aus Shortpositionen besteht) = ca. 12,5 %. Sollten sich die Rohstoffpreise in den nächsten 12 Monaten also seitwärts bewegen und die Terminkurvenstruktur sich nicht wesentlich ändern, würde der Index gut 12 % ansteigen.

Dass der Index nicht nur in der Theorie funktioniert, zeigt das letzte halbe Jahr. Seit Anfang August 2008 wird der LBBW Long Short Index bereits veröffentlicht (Reuterskürzel „LBBW55“). Seitdem hat der Index bis Ende Januar 2010 einen Anstieg von rund 8 % verzeichnet.

#### Entwicklung des LBBW Long Short Index seit August 2009



Quelle: Thomson Reuters

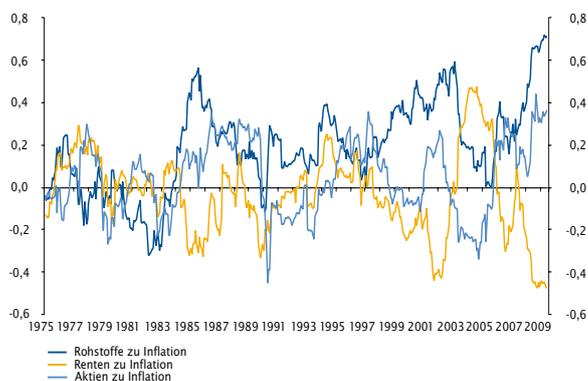
*Dr. Frank Schallenger*

## 8.4 Besonderheiten der Assetklasse

### Rohstoffe bringen Inflationsschutz

Bekanntermaßen führt die Geldentwertung zu einer deutlichen Verminderung der Ersparnisse. Während Aktien- und Renten erträge in der Vergangenheit unter hohen Inflationsraten litten, blieben die Rohstoffmärkte von der Inflationsentwicklung zumeist unbeeindruckt. Der untenstehende Chart zeigt die rollierenden Korrelationen (Zeitfenster: 30 Monate) zwischen der Inflationsrate in Deutschland und den oben genannten Assetklassen im Zeitablauf. Die Berechnung der Korrelationen wurde auf Basis der Veränderungsrate der jeweiligen Indizes gegenüber dem Vormonat durchgeführt. Es zeigt sich hier, dass die rollierende Korrelation des Rohstoffindex GSCI Light Energy mit dem Konsumentenpreisindex zumeist ein positives Vorzeichen aufweist. Zudem ist hervorzuheben, dass die rollierende Korrelation des GSCI Light Energy und des CPI in der Regel oberhalb der rollierenden Korrelation von Aktien (Dax- Performanceindex) und Renten (Rex- Performanceindex) mit dem Konsumentenpreisindex in Deutschland liegt.

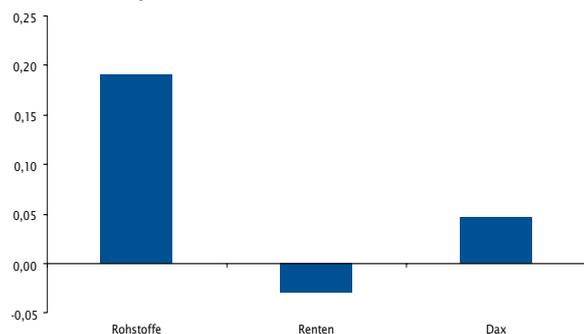
### Rollierende Korrelation verschiedener Assetklassen mit der Inflation seit 1973



Quelle: Thomson Reuters, LBBW

Der nachfolgende Chart zeigt den Mittelwert der rollierenden Korrelationen der jeweiligen Assetklassen mit der Inflation seit 1973. Betrachtet man den längerfristigen Mittelwert, so bestätigt sich das oben angesprochene Ergebnis. Rohstoffe weisen zum einen im längerfristigen Durchschnitt eine niedrige, positive Korrelation mit der Inflationsrate auf und zum anderen übertrifft der Korrelationskoeffizient von Rohstoffperformance und Inflation im längerfristigen Mittel denjenigen der Aktien- bzw. Rentenperformance mit der Veränderung des Konsumentenpreisindex deutlich.

### Längerfristiger Mittelwert der rollierenden Korrelation zwischen Rohstoff-, Aktien- und Rentenperformance mit dem Konsumentenpreisindex (Fenster: 30 Monate)



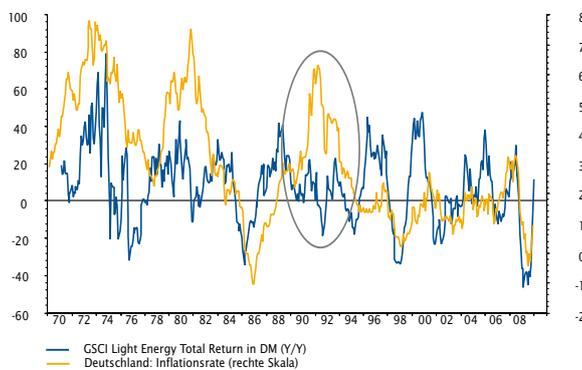
Quelle: Thomson Reuters, LBBW

Zwar deutet die Korrelationsanalyse auf einen im Durchschnitt positiven Zusammenhang zwischen der Inflationsrate und den Rohstoffpreisen hin, zur Beurteilung der Eignung von Rohstoffen als Inflationsschutz bedarf es jedoch einer stärkeren Differenzierung. Ein starkes Argument, das für die These des im Vergleich zu den anderen Assetklassen besseren Inflationsschutzes der Rohstoffe spricht, ist dabei im Einfluss der Rohstoffpreise auf den Konsumentenpreisindex zu sehen. So entfallen 9,0 % bzw. 9,5 % am Verbraucherpreisindex in Deutschland auf die Nahrungsmittel- bzw. Energiepreise (auf Endverbraucherebene), welche im wesentlichen durch die unverarbeiteten Rohstoffpreise beeinflusst werden. Diese enge Verzahnung bringt den im Vergleich zu den anderen Assetklassen besseren Inflationsschutz der Rohstoffe ans Tageslicht. Als Paradebeispiel für diesen Wirkungszusammenhang kann die erste Jahreshälfte 2008 herangezogen werden, in dessen Verlauf sich die Inflationsrate im Zuge der kräftigen Anstiege der Energie- und Nahrungsmittelpreise weltweit stark beschleunigte.

Zwar macht die direkte Verzahnung einen Gleichlauf von Rohstoffpreisen und Inflationsraten wahrscheinlich, zwingend ist diese Bindung jedoch nicht. Der untenstehende Chart zeigt, dass zu Beginn der neunziger Jahre die Inflationsbeschleunigung in Deutschland nicht auf einen Anstieg der Rohstoffpreise zurückzuführen war, sondern im Nachfrageüberschuss im Zuge der deutschen Wiedervereinigung gelegen haben dürfte. Insofern waren Rohstoffe zu diesem Zeitpunkt als Inflationsschutz eher ungeeignet. Es zeigt sich also, dass für die Evaluation der Eignung von Rohstoffen als Inflationsschutz der Ursprung der Inflationsbeschleunigung

nigung die entscheidende Rolle spielt. Zwar ist damit ein perfekter Inflationsschutz mit Rohstoffen nicht zu erzielen, die historische Erfahrung zeigt jedoch, dass Rohstoffe im längerfristigen Durchschnitt im Vergleich zu Aktien und Renten in der Vergangenheit einen besseren Inflationsschutz geleistet haben.

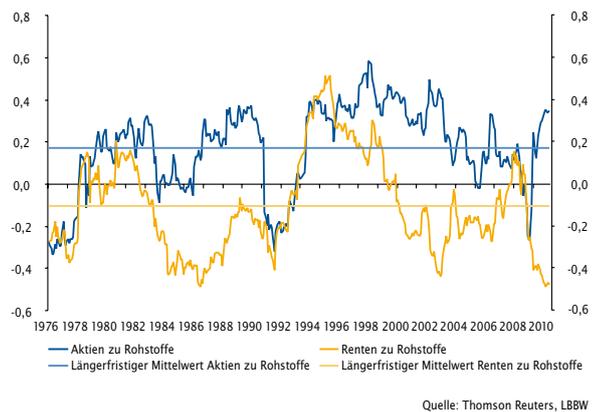
**Performance GSCI Light Energy und Inflationsrate im Zeitablauf**



**Mit Rohstoffen das Depot diversifizieren**

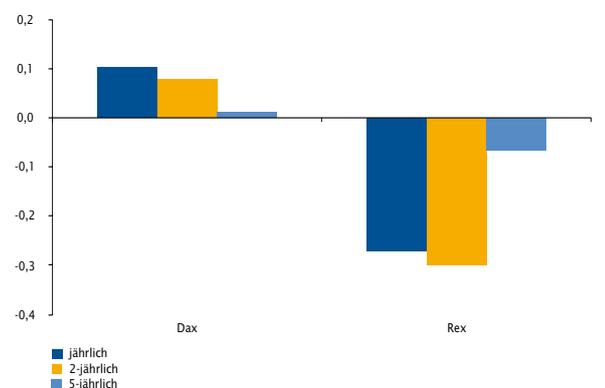
Im Unterschied zu vergangenen Phasen kann seit dem Ausbruch der Finanzmarktkrise zwischen den Aktien- und den Rohstoffmärkten ein vergleichsweise hoher Gleichlauf beobachtet werden. Logische Konsequenz dessen ist eine aktuell hohe positive Korrelation zwischen Aktien- und Rohstoffpreisen. Dies verdeutlicht der nachfolgende Chart, der die zeitvariablen Korrelationen zwischen der Aktien- bzw. Rentenperformance und den Rohstoffertträgen zeigt. So liegt der aktuelle Korrelationskoeffizient zwischen der Aktien- und der Rohstoffperformance deutlich über dem längerfristigen Durchschnittswert. Im Unterschied hierzu weist der Korrelationskoeffizient zwischen der Renten- und der Rohstoffperformance mit -0,47 aktuell einen Wert deutlich unterhalb des längerfristigen Mittelwerts auf.

**Rollierende Korrelation von Aktien- und Rentenperformance zur Performance der Rohstoffe (Zeitfenster: 30 Monate)**



Während somit bei den Renten- und Rohstoffertträgen bereits über kürzere Zeiträume positive Diversifikationseffekte zu erwarten sind, zeigt sich zwischen den Aktien und den Rohstoffen erst bei der Berechnung der Performance über längere Zeiträume ein schwächerer Zusammenhang und damit größere Diversifikationseffekte (siehe unterer Chart). Obgleich in der aktuellen Phase Rohstoffe und Aktien einen relativ hohen Gleichlauf aufweisen, sollten in einer längerfristigen Betrachtung mit der Aufnahme von Rohstoffen in ein Portfolio durchaus Diversifikationseffekte zu erzielen sein.

**Korrelation von Aktien und Anleihen zum GSCI Light Energy seit 1978 basierend auf divergierenden Zeiträumen der Performanceberechnung**



*Mathias Tremel  
(LBBW Bond Research/Economics)*

# 9 Rohstoffinvestments.

## 9.1 Rohstoff-Fonds

### 9.1.1 Überblick

#### Rohstoffe durch Fondsindustrie neu entdeckt

Die Anzahl an Investmentfonds mit Rohstoffbezug hat sich in den letzten Jahren, auch im Zuge der Wiederentdeckung des Themas, deutlich erhöht. Mit der Zahl an Produkten ist auch eine zunehmende Spezialisierung zu beobachten. So wurden Fonds aufgelegt, die in Randbereiche des Rohstoffsegments wie Silberminen oder Uranaktien investieren. In derart speziellen Segmenten besteht teilweise das Problem, ausreichend solide und interessante Unternehmen zu finden. Für den Privatanleger ergibt sich damit aber die Chance, sehr spezialisiert zu investieren und dabei zumindest eine gewisse Streuung zu erreichen.

Im Folgenden werden fünf wichtige Segmente kurz beleuchtet und jeweils ein Fonds als Anlagevorschlag herausgestellt. Zusätzlich wird ein Dachfonds vorgestellt, der das gesamte Rohstoffsegment abdeckt und damit besonders zur Langfristanlage geeignet erscheint.

#### Energieaktienfonds

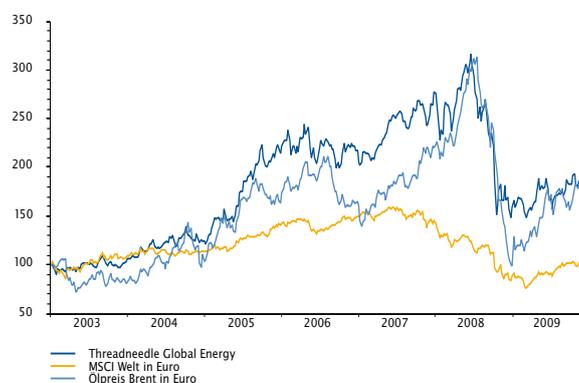


Foto: © Shell

Fonds mit dem Schwerpunkt bei Öl- und Gasunternehmen investieren - je nach Fondsausrichtung - bevorzugt in Unternehmen, die in der Förderung/Exploration tätig sind, bzw. die ihren Schwerpunkt bei der Weiterverarbeitung und beim Vertrieb haben. Oft werden auch Unternehmen aus dem Bereich der alternativen Energieanbieter (Solarenergie, Biokraftstoff, etc.) mit einbezogen. Für diesen Bereich gibt es jedoch auch eine Vielzahl an speziell auf dieses Thema ausgerichtete Fonds. Der Threadneedle Global Energy Equity Fund investiert sehr konzentriert in Energietitel (zumeist zwischen 30 und 40 Positionen), wobei neben

den großen integrierten Öl- und Gasunternehmen auch Explorationsunternehmen beigemischt werden. Da der Stammsitz vieler Unternehmen aus diesem Bereich in den USA liegt, ist der Anteil von US-Werten im Fonds immer vergleichsweise hoch. Wegen der zumeist globalen Ausrichtung der Unternehmen relativiert sich die Abhängigkeit vom US-Markt jedoch etwas.

#### Threadneedle Global Energy Equity schlägt MSCI World und Ölpreis (indexiert; 1.1.2003 = 100)



Quelle: Thomson Reuters

#### Industriemetall-Aktienfonds



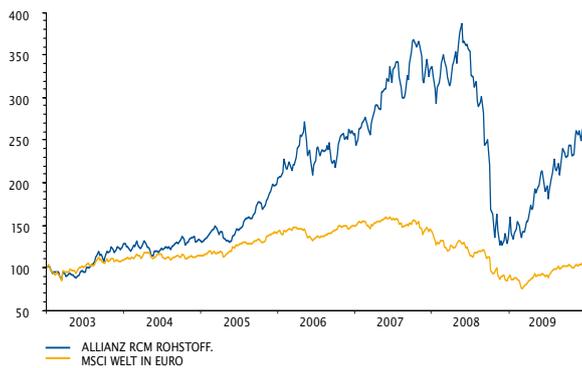
Foto: © ThyssenKrupp Steel

Industriemetall-Aktienfonds investieren primär in Aktien, welche dem Segment der Basismetall-/Stahlgewinnung und Vermarktung zuzuordnen sind. In diesem Sektor kann der Schwerpunkt - je nach Anlagegrundsatz und aktueller Markteinschätzung - auch bei Minenunternehmen liegen. Wer dieses Segment abdecken will, kann z.B. auf den Allianz RCM Rohstofffonds (früher Allianz-dit Rohstoff-Fonds) zurückgreifen. Der Fonds wird seit 2001 von Petra Kühl gemanaged, wobei der Fokus bei Unternehmen aus den Bereichen

Metall, Bergbau und Stahl liegt. Allerdings finden sich in dem relativ konzentrierten Portfolio (25-40 Titel) regelmäßig auch Goldminenwerte. Die extreme Baisse bei Rohstoffaktien im Jahr 2008 konnte der Fonds im Jahr 2009 zwar nicht komplett aufholen; seit 2003 liegt der Fonds jedoch deutlich besser als der allgemeine Aktienmarkt.

Branchengewichtung (Stand 31.12.2009):	
Metallverarbeitung:	59,9 %
Eisen/Stahl:	17,7 %
Gold:	15,2 %
Sonstige Energie/Rohstoffe	5,6 %
Maschinenbau:	1,6 %

**Allianz RCM Rohstofffonds zum MSCI Welt (indexiert; 1.1.2003 = 100)**



Quelle: Thomson Reuters

### Edelmetallaktienfonds



Foto: © Patrick Huber

Fonds aus dem Segment Edelmetalle investieren vorzugsweise in Goldminen. Je nach Ausrichtung werden auch Unternehmen mit Fokus auf Silber- und Platingewinnung beigemischt. Viele der aufgelegten Fonds investieren primär in die großen Standardwerte im Goldminenbereich. Einige Goldminenfonds sind jedoch auch spezialisiert auf kleinere Wachstumswerte und Explorationsunternehmen. Diese Fonds weisen in der Regel ein deutlich ausgeprägteres Chance- Risikoverhältnis auf. Die Primäranalyse für Goldminenwerte ist relativ aufwendig. Da die Unternehmen zudem oft nicht auf den Radarschirmen der großen Banken sind (da nicht in den großen Indizes vertreten), ist es relativ aufwendig, ein eigenes Primärresearch zu unterhalten. Insofern kann es in diesem Segment sinnvoll sein, auf die großen Fonds zu setzen (wo das Volumen und die daraus resultierenden Erträge die Beschäftigung von Primäranalysten lohnt) bzw. auf Spezialanbieter zu setzen, die das Segment im Fokus haben.

Absolutes Flaggschiff in diesem Sektor stellt der BGF World Gold Fund von Black Rock dar. Mit einem Volumen von etwa 4,8 Milliarden € ist er weit größer als alle anderen Fonds in diesem Segment zusammen. Wenngleich das hohe Volumen die Flexibilität des Fonds etwas einschränkt, ist der Fonds ideal, um an der Entwicklung des Sektors teilzuhaben. Das Management hat in den letzten Jahren mehrfach unter Beweis gestellt, dass es beim Timing für die richtigen Regionen (Nordamerika, Australien, Südafrika) und bei der Einzeltitelselektion ein gutes „Händchen“ hat. Auch im Jahr 2009 hat der Fonds von Black Rock gut abgeschnitten und sein AAA Rating von S&P bestätigt.

### Wasseraktienfonds



Foto: © Horst Brandt - Fotolia

Obwohl das Thema Wasser nicht unbedingt auf den ersten Blick zum Rohstoffsegment gezählt wird (und auch nicht in den gängigen Rohstoffindizes enthalten ist), so ist es doch ein Gut, dessen zunehmende Knappheit durch Themen wie steigende Weltbevölkerung, steigender Wohlstand, globale Erwärmung oder veraltete Wasserinfrastruktur gestützt wird. Fonds aus diesem Segment investieren primär in Unternehmen aus den Bereichen Wasserversorgung, Wasseraufbereitung, Wassergewinnung und Wasser-Infrastruktur. Der schon im Januar 2000 aufgelegte Pictet Funds (Lux)-Water war der weltweit erste Fonds, der sich dieses Themas annahm. Er stellt ein solides Basisinvestment für diesen Sektor dar. Verglichen mit anderen Fonds aus dem Rohstoffbereich zeichnet sich das Thema Wasser und der Fonds von Pictet durch eine deutlich niedrigere Volatilität aus. Allerdings liegt die Korrelation zum Aktienmarkt auch wesentlich höher als bei den anderen hier vorgestellten Fonds.

#### Reine Rohstoff-Fonds



Foto: © Allan Schoenberg

Auch das Angebot an Fonds, welche nicht in Unternehmen des Segments, sondern „direkt“ in die Entwicklung von Rohstoffen investieren (dies zumeist über Indizes bzw. Futures), ist größer geworden. Der Vorteil liegt hier in der wesentlich geringeren Abhängigkeit von der Entwicklung an den Aktienmärkten. Allerdings weisen die Rohstoffe teils sehr hohe Schwankungen auf und schütten, im Gegensatz zu Unternehmen, keine Dividenden aus.

Der Fonds „LBBW Rohstoffe 1“, der von der LBBW Asset Management im Frühjahr 2008 lanciert wurde, hat als Benchmark den ausgewogenen Dow Jones UBS Commodity Index. Seit seiner Auflage konnte der Fonds die Benchmark und auch die meisten vergleichbaren Produkte deutlich outperformen. Entsprechend erhielt der Fonds auch für das Jahr 2009 einen „goldenen Bullen“ als Auszeichnung für sein gutes Abschneiden. Genauere Angaben zum Fonds gibt es in Kapitel 9.1.2.

#### Sektorenübergreifende Rohstoff-Fonds

Das gesamte Rohstoffsegment wird nur von relativ wenigen Fonds abgedeckt. Fast alle Produkte sind auf ein Segment spezialisiert bzw. investieren nur in Rohstoffaktien oder nur direkt in Rohstoffe. Eine Ausnahme bildet der BWI FondsPortfolio Rohstoffe & Ressourcen. Der Dachfonds investiert in die aussichtsreichsten Fonds der verschiedenen Rohstoffsegmente. Je nach Markteinschätzung werden einzelne Teilspektoren über- bzw. untergewichtet. Zusätzlich kann, entsprechend der Einschätzung zum Aktienmarkt, der Anteil an Fonds mit direktem Rohstoffengagement deutlich variieren.

#### Branchenaufteilung des BWI FP Rohstoffe & Ressourcen

(31.12.2009):	
Goldminenfonds:	28 %
Energieaktienfonds:	10 %
Rohstoffaktienfonds:	4 %
Rohstofffonds:	15 %
Wasser- und Holzaktienfonds:	18 %
Liquidität:	25 %

Unter den größten Einzelpositionen finden sich viele der genannten Fonds, wie beispielsweise der Goldminenfonds von Black Rock oder der Energiefonds von Threadneedle. Nach der starken Erholung im Jahr 2009 ist der Fonds zu Jahresanfang 2010 vergleichsweise defensiv aufgestellt (hohe Liquiditätsquote), um bei möglichen Rückschlägen günstig aufzustocken. Seit Auflage im Februar 2005 weist der BWI FondsPortfolio Rohstoffe & Ressourcen verglichen zum MSCI Welt eine Korrelation von knapp 60 % und zum DJ UBS Commodity Index eine Korrelation von fast 70 % auf. Dies unterstreicht die Stellung des Fonds zwischen Aktienanlage und Rohstoffengagement. Anfang 2010 hat der BWI FondsPortfolio Rohstoffe & Ressourcen „goldene Bullen“ für den Einjahres- und Dreijahresbereich erhalten.

**BWI Rohstoffe & Ressourcen distanziert MSCI World und DJ  
UBS Commodity Index (indexiert; 21.2.2005 = 100)**



Quelle: Thomson Reuters

*Christoph Schäfer, Ute Schmidt  
(BW-Bank Vermögensverwaltung)*

Fondsname	ISIN	Ausgabeaufschlag / Verwaltungsvergütung	Performance letzte 3 Jahre p.a.	Volatilität letzte 3 Jahre
BWI-FondsPortfolio Rohstoffe & Ressourcen	DE0005326482	5 % / 1,5 % p.a.	-0,4 %	26,0
Threadneedle Global Energy Equity	LU0143868585	6 % / 1,25 % p.a.	-3,5 %	28,6
Allianz RCM Rohstoffonds	DE0008475096	5 % / 1,35 % p.a.	1,7 %	38,6
BGF World Gold Fund	LU0055631609	5 % / 1,75 % p.a.	6,1 %	35,9
Pictet Fund (Lux)-Water-P	LU0104884860	5 % / 1,5 % p.a.	-6,5 %	17,7
LBBW Rohstoffe 1 R	DE000A0NAUG6	5 % / 1,5 % p.a.	keine Angabe möglich, da Fonds erst 2008 aufgelegt wurde	
DJ UBS Commodity Index			-6,5 %	19,5
Öl (Marke Brent)			6,9 %	37,9
Gold			16,5 %	19,0

Angaben in Euro; Datenstand 31.12.09

Quelle: Morningstar / Micropal

## 9.1.2 LBBW Rohstoffe I

### Konstruktion von Rohstoff-Fonds / Rohstoff-Fonds meist als Index-Tracker

Die meisten am Markt erhältlichen Rohstoff-Fonds bilden üblicherweise einen bekannten Index wie den DJ UBS Commodity Index oder den GSCI (Goldman Sachs Commodity Index) ab. Dies ist nicht verwunderlich, wenn man sich die durch aufsichtsrechtliche Vorgaben bedingte Fondskonstruktion genauer ansieht. Eine Investition von Finanzinvestoren in Rohstoffe erfolgt üblicherweise über die Terminmärkte. Dabei wird ein Termingeschäft, auch Future genannt, auf eine zukünftige Lieferung abgeschlossen. Das heißt, dass der Anleger heute, bspw. im Februar 2010, nicht die physische Ware, z.B. Schweinebäuche kauft, sondern einen Lieferkontrakt für bspw. den Juni 2010 abschließt. Kurz vor Fälligkeit wird der Finanzinvestor diesen Kontrakt verkaufen und wieder einen in der Zukunft liegenden Future erwerben. Diesen Prozess nennt man auch „Rollen“ (siehe dazu auch Kapitel 8.3.1).

Solche Termingeschäfte sind nur Differenzgeschäfte, ähnlich einem Dax-Future, bei denen täglich der Gewinn und Verlust ausgeglichen wird. Ein Beispiel: Ein Anleger hat 70 USD und möchte diese in Öl investieren. Der nächste Öl-Future hat beispielsweise ebenfalls einen Wert von 70 USD. Wenn der Anleger nun an einer Börse, bspw. der NYME (New York Mercantile Exchange), einen Öl-Future zu 70 USD eröffnet, dann muss er nicht die 70 USD bezahlen. Denn der Future hat einen Startwert von 0 USD. Steigt der Future bspw. auf 72 USD an, erhält der Anleger die Differenz von 2 USD ausbezahlt. Der Anleger muss lediglich eine Sicherheitsleistung, Margin genannt, hinterlegen. Im Beispiel wären dies i.d.R. ca. 7 USD (ca. 10 % des „Exposure“ von 70 USD). Das heißt aber, dass der Anleger seine 63 USD Zins bringend anlegen kann. Diesen Teil nennt man auch Collateral.

Der Vorteil an diesen börsengehandelten Futures ist, dass die Gegenpartei faktisch die Börse, bzw. alle dahinter stehenden Marktteilnehmer sind. D.h., dass bei einem börsengehandelten Future das Kontrahentenrisiko faktisch nicht vorhanden ist. Da aber wie oben erwähnt die Futures ja einen zukünftigen Lieferanspruch verbrieft, besteht die „Gefahr“, dass wenn nicht rechtzeitig gerollt wird, der Rohstoff abgenommen werden muss. Die europäischen Aufsichtsbehörden sind nun der Meinung, dass dieses „Risiko“ für einen Fonds zu

hoch sei. Aus diesem Grund darf ein Fonds nur in einen Index investieren. Dies geschieht dadurch, dass ähnlich einem Future der Fonds mit einer Bank einen „Swap“<sup>1</sup> über einen Rohstoff-Index abschließt. Dadurch hat der Fonds eigentlich ein deutlich höheres Risiko, als wenn er an den Rohstoffbörsen, bspw. der NYME, direkt handeln würde. Denn die Gegenpartei des Swap kann ausfallen, die Börsen mit den vielen tausend Marktteilnehmern nicht. Aus diesem Grund wird der Swap in der Regel nur für einen Monat abgeschlossen und bei einem Volumen von mehr als 10 % des Fondsvermögens üblicherweise abgerechnet.

### Intelligenter Index

Aufgrund der oben beschriebenen Restriktionen bilden Rohstoff-Fonds oft einen Rohstoff-Index ab, indem die Indexperformance in den Fonds gewappt wird. Die LBBW ging hier einen eigenen Weg, indem das von ihr zusammen mit der LBBW Asset Management Investmentgesellschaft mbH entwickelte Backwardation-Modell in einem eigenen Index, dem LBBW-Top-10-Rohstoff-Index ER<sup>®</sup> abgebildet wurde (siehe dazu auch Kapitel 8.3.1). Dass ein Index für einen Fonds verwendet werden kann, setzt voraus, dass der Index hinreichend diversifiziert ist und den Markt, auf den er sich bezieht, ausreichend repräsentiert. Dies konnte mit dem LBBW-Top-10-Rohstoff-Index ER<sup>®</sup> erreicht werden.

### UCITS als höchster Fondsstandard

Der höchste Standard für europäische Fonds sind so genannte UCITS Fonds. Das Kürzel UCITS steht für „Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities“; auf deutsch steht dafür die Abkürzung OGAW (Organismen für die gemeinsame Anlage in Wertpapieren). Dabei kann ein in einem Land zugelassener Fonds ohne größeren Aufwand in einem anderen europäischen Land zum Vertrieb zugelassen werden.

### Erster Rohstoff-Fonds „Made in Germany“

Der LBBW Asset Management gelang es, 2008 als erster Anbieter einen Rohstoff-UCITS Fonds in Deutschland zuzulassen. Üblicherweise sind die Fondsanbieter für diese etwas komplexeren Produkte auf die scheinbar liberaleren Länder Luxemburg oder Irland ausge-

<sup>1</sup> Unter einem Swap versteht man eine Vereinbarung zwischen zwei Vertragsparteien, zukünftige Zahlungsströme auszutauschen. Im Beispiel erhält der Fonds die positive Wertentwicklung des Index und bezahlt die negative an die Gegenpartei (Bank).

wichen. Der LBBW Rohstoffe 1 hat es jedoch geschafft, eine Zulassung in Deutschland zu erhalten.

Dabei bildet der Fonds den LBBW-Top-10-Rohstoff-Index ER® (über einen Swap) ab. Damit ist der LBBW Rohstoffe 1 zwar formal auch ein Index-Tracker-Fonds, also ein Fonds, welcher sich klar an einem Index orientiert; jedoch beruht der Index selbst auf dem sehr aktiven Backwardation-Modell der LBBW. Das frei verfügbare Kapital (Collateral), welches nicht für den Swap benötigt wird (siehe oben), wird dabei möglichst sicher angelegt. Das heißt, dass der LBBW Rohstoffe 1 die liquiden Mittel aktuell nur in Staatsanleihen (bzw. staatliche Förderbanken wie die KfW) oder besicherte öffentliche Pfandbriefe möglichst sicher angelegt. Denn viele Rohstoff-Fonds haben nicht nur über ihr Rohstoff-Engagement in der zweiten Jahreshälfte 2008 kräftig gelitten, sondern eben auch auf der Collateral-Seite, indem bspw. in Corporate Bonds – u.a. aus dem Finanzsektor – investiert wurde, die im Zuge der Finanzkrise starke Kursabschläge hinnehmen mussten. Dies konnte im LBBW Rohstoffe 1 vermieden werden.

#### Alle Ertragskomponenten

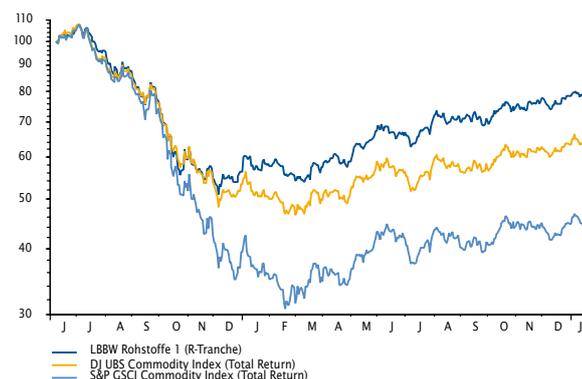
Der LBBW Rohstoffe 1 bietet alle drei Ertragskomponenten eines Rohstoff-Investments:



Der LBBW Rohstoffe 1 ist in zwei Tranchen für institutionelle und private Anleger erhältlich.

- R-Tranche für Privatkunden:  
WKN A0NAUG / ISIN DE000A0NAUG6
- I-Tranche für Institutionelle:  
WKN A0MU8J / ISIN DE000A0MU8J9

**LBBW Rohstoffe 1 zeichnet sich seit Auflegung mit einem guten relativen Ergebnis gegenüber bekannten Rohstoffindizes aus (indexiert; 09.06.2008 = 100)**



Quelle: Thomson Reuters

**LBBW Rohstoffe 1 mit goldenem Bullen ausgezeichnet**



Bereits in seinem ersten vollen Geschäftsjahr (2009) gelang es dem LBBW Rohstoffe 1 eine der begehrtesten Auszeichnungen, nämlich den „Goldenen Bullen 2010“, zu gewinnen. Dabei belegte der Fonds den 1. Platz in der Vergleichsgruppe „Alternative Investments/Rohstoffe“ im Jahr 2009.

*Michael Krauß  
(LBBW Asset Management Investmentgesellschaft mbH)*

### 9.1.3 Der Goldfonds Aureus: Ein Pionier am Goldmarkt

#### Gold etabliert sich als Asset-Klasse



Foto: © royalcrownmetals.com

Gold hat sich als Asset-Klasse in den letzten Jahren etabliert. Dies ist schon an den vielen Produkten erkennbar, über die in Gold investiert werden kann. Im Jahr 2000 gab es nur die Möglichkeit, in Gold „physisch“ über Münzen und Barren zu investieren. Dank der Produktentwicklungseinheiten der Banken hat sich das Spektrum deutlich erweitert. So sind heute Zertifikate, ETFs (Exchange Traded Funds), ETCs (Exchange Traded Commodities) und andere Produkte auf Gold erhältlich.

Doch welches Investment passt zu welchem Kunden? Zunächst ist es sinnvoll, die Produktvielfalt etwas zu ordnen. Generell lassen sich drei große Blöcke bilden:

- Physische Münzen und Barren
- Zertifikate bzw. Inhaberschuldverschreibungen
- Fonds bzw. Sondervermögen

Physische Münzen und Barren sind sicherlich eine interessante Möglichkeit, um in Gold zu investieren. Allerdings schlagen hier große An- und Verkaufsmargen sowie die Lagerkosten, z.B. für ein Schließfach, zu Buche. Zudem waren gängige Münzen wie bspw. der Krügererrand in der „Hochphase der Finanzkrise“ bei vielen Münzhändlern über einen längeren Zeitraum vergriffen, oder wurden mit einem überdurchschnittlich hohen Aufschlag verkauft. Bis zu 10 % Aufschlag waren dabei nicht ungewöhnlich. Zertifikate (hierunter fallen auch ETCs) sind Inhaberschuldverschreibungen. Diese sind immer mit einem Emittentenrisiko verbun-

den, können aber den Vorteil eines schnellen, liquiden und kostengünstigen Handels bieten. Fonds (hierunter fallen auch ETFs) sind Sondervermögen, können also aufgrund einer Emittentenpleite nicht ausfallen. Allerdings ist diese Kategorie auch die heterogenste Gruppe. So existieren Fonds mit oder ohne der Möglichkeit der physischen Auslieferung; manche lagern ihr Gold in der Schweiz, andere in den USA. Die meisten Fonds haben zudem das Problem, dass die aufsichtsrechtliche Situation unklar ist. Nach Auffassung der BaFin sind Fonds mit einem Goldanteil über 30 % keine Fonds gemäß InvG/InvStG. Somit ist oft unklar, wie die Fonds in Deutschland steuerlich zu behandeln sind. In solchen Situationen kommt in der Regel ein Typen-Fremdvergleich zur Anwendung. Ausländische Fonds, die im Heimatland als Aktie firmieren, sind hierbei im Vorteil, da sie in Deutschland wie Aktien behandelt werden. Kunden dieser Fonds (mit der Einstufung als Aktie) profitieren hierbei bei Erwerb vor dem 1.1.2009 von den Übergangsregeln der Abgeltungssteuern, wonach Aktien, die vor 2009 erworben wurden, steuerfrei sind. Noch komplexer wird die Steuerfrage. Einige Produkte (v.a. Zertifikate) haben lange mit der vermeintlichen Befreiung von der Abgeltungssteuer geworben. Diese Position wurde aber in einem BMF-Rundschreiben nicht geteilt. Somit sind diese Produkte mit hoher Rechtsunsicherheit behaftet.

#### **Aureus Fund (Ireland) plc.**

Der Manager des Goldfonds Aureus ist die LBBW Asset Management Investmentgesellschaft mbH, eine 100%-Tochter der LBBW. Die LBBW Asset Management und ihre Vorgängerinstitute (BW-Bank AG) verfügen über eine langjährige Rohstoff-Expertise. Bereits im Jahr 2000 wurde die erste Goldstudie veröffentlicht, zwei Jahre später folgte die Auflegung des Goldfonds Aureus. Der Aureus Fund (Ireland) plc. war 2002 der erste Fonds weltweit, der in physisches Gold investieren durfte. Er ist damit nicht irgendein beliebiges Produkt, sondern der Pionier am Goldmarkt. Anfänglich war der physische Goldanteil durch die irische Aufsicht noch auf 49 % limitiert. Taten sich doch damals, als der „Neue Markt Hype“ gerade erst am abklingen war, viele Aufsichtsbehörden noch sehr schwer mit dem gelben Metall. Einzig die irische Aufsicht war damals überhaupt bereit, ein solches Produkt zu genehmigen. Im Jahr 2007 akzeptierte die irische Aufsicht dann für den Aureus eine Quote von 100 % in physischem Gold. Grund hierfür war die zunehmende Akzeptanz von Edelmetallen als eigener Asset-Klasse durch die Anleger und das

Aufkommen der ETFs. Neben physischem Gold kann der Aureus auch in Silber, Platin, Palladium und Goldminen investieren.

Der Aureus hält aktuell rund 95 % in physischem Gold. Zudem verfügt er über ein aktives Management und ist somit ein „Gold ETF PLUS“. Das Fondsmanagement des Aureus versucht, durch die Beimischung anderer Edelmetalle, Minenaktien(-fonds) und eine Über- bzw. Untergewichtung via Gold-Futures eine Mehrrendite gegenüber der reinen Goldanlage zu erzielen. Im Jahr 2009 bewegte sich das Gesamt-Exposure zwischen 90 % und 110 %. Dabei gelang es dem Management, sämtliche Kosten (Management, Depotbank, Administration, Lagerung, etc.) zu erwirtschaften. Der Aureus Fund ist in Euro notiert. Eine Währungssicherung des in USD notierten Goldes erfolgt in der Regel nicht. Der Anleger erhält also ungefähr die Performance des Goldes in Euro. Der Aureus weist zwar eine hohe Korrelation zu Gold auf, kann aber im Gegensatz zu herkömmlichen Goldfonds u.U. von der Goldperformance (in Euro) abweichen. Das physische Gold wird in so genannten Standardbarren (ca. 12,5 kg) in Zürich gelagert und wird von Großkunden (z.B. Banken, Vermögensverwaltungen, Stiftungen, etc.) mit entsprechendem Engagement im Aureus auch regelmäßig besichtigt. Als irischer Fonds in der Rechtsform der „Investment-Aktiengesellschaft“ ist der Aureus in Deutschland aktuell als „Aktie“ eingestuft. Er eignet sich somit auch für institutionelle Anleger („AktiegeWINN“). Privatanleger mit Einstiegszeitpunkt vor dem 1.1.2009 profitieren von den Übergangsregelungen der Abgeltungssteuer.

<b>Die Portfoliostruktur (per 31.12.2009):</b>	
Edelmetalle	99,83 %
Golddepot	96,68 %
Goldkonto	2,04 %
Palladiumkonto	0,17 %
Platinkonto	0,79 %
Silberkonto	0,15 %
Investmentfonds	0,00 %
Kasse	0,17 %
<b>Summe</b>	<b>100,00 %</b>
Goldfutures Long	0,00 %
<b>Gesamtexposure (ohne Kasse):</b>	<b>99,83 %</b>

Eine physische Auslieferung des Goldes ist ab einem Standardbarren (ca. 12,5 kg) möglich, aber nicht der Regelfall. Da die LBBW/BW-Bank über ein eigenes

Münzkabinett verfügt, ist in diesem Fall der direkte Erwerb der Barren und Münzen in Stuttgart zu empfehlen (siehe Kapitel 9.3). Der Aureus eignet sich wie alle Goldfonds vielmehr für Anleger, die Gold „bequem“ über eine Wertpapierkennnummer im Depot halten möchten.

Der Aureus wurde 2002 bewusst in einem Mitgliedsland der Europäischen Union gegründet, um dem Kunden ein Höchstmaß an Sicherheit zu bieten. Als irischer Fonds unterliegt er der irischen Fondsaufsichtsbehörde IFSRA. Der Fonds wurde in der in Irland üblichen Rechtsform der Investment-Aktiengesellschaft gegründet. Durch diese Rechtsform ergaben sich im Jahr 2008 einige Vorteile im Hinblick auf die steuerliche Behandlung des Fonds.

#### **Der Goldfonds als Aktie**

Diese steuerlichen Besonderheiten scheinen auf den ersten Blick ungewöhnlich, bieten dem Anleger aber entscheidende Vorteile gegenüber anderen Produkten am Markt. Der Aureus ist wie oben erwähnt ein in Irland aufgelegter und ein der dortigen Fondsaufsicht unterliegender Fonds in der Rechtsform einer Investment-Aktiengesellschaft und war bis April 2008 in Deutschland ebenfalls als Fonds eingestuft. Aufgrund der Novellierung des Investmentrechts und einer Neudefinition des Begriffes „ausländischer Investmentfonds“ fällt der Aureus, wie jeder andere Fonds mit einer Goldquote von über 30 %, nun in Deutschland nicht mehr unter die „lex specialis“ des InvG/InvStG. Ein solcher Fonds ist demnach aus steuerlicher Sicht in Deutschland kein „ausländischer Investmentfonds“ mehr. Aufgrund der Rechtsform der Investment-AG kann der Aureus über den „Typenvergleich“ in Deutschland als „Aktie“ eingestuft werden. Andere in Deutschland angebotene ausländische Goldfonds z.B. aus der Schweiz haben im Heimatland in der Regel nicht die Rechtsform einer Investment-AG. Diese Fonds sind aufgrund ihrer Goldquote von über 30 % aufsichtsrechtlich in Deutschland ebenfalls kein „ausländischer Fonds“, aber eben auch keine Aktie, da die Aktieneigenschaft im Heimatland fehlt. Der Aureus stellt als „Aktie“ aus Kundensicht eine der attraktivsten Rechtsformen aller am Markt erhältlichen Goldprodukte dar. Mit der Einstufung als „Aktie“ bietet der Aureus sowohl Privatkunden als auch institutionellen Anlegern besondere steuerliche Vorteile. Der Aureus unterliegt wie jede andere Aktie in Deutschland der „lex generalis“, also dem EStG und dem KStG. Für Privatanleger kam bis Ende 2008

das Halbeinkünfteverfahren zur Anwendung. Im Zuge der Einführung der Abgeltungssteuer im Jahr 2009 gilt für den Aureus, wie bei anderen Aktien auch, die steuerfreie Veräußerung für vor dem 1.1.09 erworbene Aktien, wenn die Haltedauer mehr als ein Jahr beträgt (Grandfathering). Im Gegensatz dazu sind die meisten Produkte am Markt Zertifikate bzw. Inhaberschuldverschreibungen<sup>1</sup> und können von Privatpersonen auch bei einem Kauf vor dem 1.1.09 unter der neuen Abgeltungssteuer nicht mehr steuerfrei veräußert werden. Der Aureus unterliegt für Neukunden ab dem 1.1.2009 der Abgeltungssteuer, jedoch sind Gewinne mit Alt-Aktien-Verlusten verrechenbar. Manche Zertifikate haben zwar mit der Steuerfreiheit geworben, jedoch wird dies (wie von uns vorhergesagt) zwischenzeitlich von den Finanzbehörden anders gesehen. Bei den „Zertifikaten“ ist wohl aufgrund der fehlenden Eigenschaft „Aktie“ eine Verrechnung mit Altverlusten nicht möglich und Steuernachzahlungen wären die Folge. Hier schafft der Aureus auch für Investoren Rechtssicherheit.

Institutionelle Kunden können nach aktueller Rechtslage von der „Steuerfreiheit“ des Aureus nach dem KStG profitieren.<sup>2</sup> Zertifikate und Inhaberschuldverschreibungen hingegen sind auch für institutionelle Anleger voll steuerpflichtig. Spezialfonds können den Aureus wie eine Aktie erwerben.<sup>3</sup> Aufgrund unterschiedlicher

Prospektgesetze in Irland und Deutschland ist aktuell ein öffentlicher Vertrieb in Deutschland nicht möglich. Somit darf der Aureus nicht öffentlich beworben werden. Jedoch ist eine „Privatplatzierung“ möglich. In den letzten 7 Jahren wurde der Aureus überwiegend von institutionellen Anlegern, Vermögensverwaltungen und Family-Offices erworben. Mit einem aktuellen Fondsvolumen von über 320 Mio. Euro (Stand 31.12.2009) hält der Aureus somit mehr als 12 Tonnen physisches Gold für seine Anleger. Obwohl der Aureus für steuerliche Zwecke in Deutschland eine Aktie ist, und zudem über ein Börsenlisting in Stuttgart und Dublin verfügt, existiert kein aktiver Sekundärmarkt<sup>4</sup> an den Börsen. Vielmehr wird der Aureus wie jeder andere Fonds direkt über die Banken gehandelt. Der Vorteil dabei ist, dass abgesehen von einem Ausgabeaufschlag (nominell bis zu 5 %, i.d.R. jedoch geringer) keine An- und Verkaufsspesen anfallen und auch kein „Spread“ (An- und Verkaufskursdifferenz) bezahlt werden muss.

#### Fazit

Der Aureus Fund (Ireland) plc. eignet sich für alle Anleger, die in physisches Gold investieren möchten, denen die Geld-Brief-Spannen beim physischen Goldkauf zu hoch sind (z.B. bei Erwerb einer Goldmünze), die ein Produkt im rechtlichen Rahmen einer „Aktie“ erwerben möchten, und die keine steuerlichen Folgerisiken/Unklarheiten von anderen Produkten in Kauf nehmen wollen.

Bitte beachten Sie:

Der Aureus ist aktuell nicht zum öffentlichen Vertrieb in Deutschland zugelassen. Um jedoch ein möglichst ausführliches Bild über die Möglichkeiten zur Anlage in Edelmetalle und die verworrene Rechtssituation Deutschland im Rahmen dieser Studie aufzuzeigen, ist eine Erwähnung des Fonds unerlässlich, da der Aureus das einzige Goldprodukt in Form einer europäischen Investment-Aktiengesellschaft ist. Der Aureus wird nicht öffentlich vertrieben und beworben. Aus diesem Grund können wir hier auch leider keine Wertpapierkennnummer anführen. Er wird nur ausgewählten Kunden mit entsprechender Risikoklassifizierung angeboten werden. Es ist nicht auszuschließen, dass der Aureus zu einem Zeitpunkt in der Zukunft wieder der Fondsbesteuerung in Deutschland unterliegen wird. Bitte beachten Sie auch den Disclaimer auf der letzten Umschlagseite.

1 Hierbei sei angemerkt, dass so genannte ETCs (Exchange Traded Commodities = börsengehandelte Rohstoffe) bzw. ETs (Exchange Traded Securities = börsengehandelte Wertpapiere) in der Regel nichts anderes als Schuldverschreibungen/Zertifikate sind.

2 Ausführungen zur steuerlichen Behandlung beruhen auf dem aktuellen rechtlichen Kenntnisstand. Veränderungen in der rechtlichen Ausgestaltung der Abgeltungssteuer und/oder des KStG sind nicht auszuschließen. Nach aktueller Rechtslage sind 95 % der Veräußerungsgewinne und Dividendenerträge aus Kapitalgesellschaften bei institutionellen Anlegern steuerfrei.

3 Die Ausführungen in diesem Kapitel stellen keine steuerliche Beratung dar. Die Ausführungen beruhen auf allgemein zugänglichen Informationen, jedoch wird für die Richtigkeit keine Gewähr übernommen. Für eine ausführliche steuerliche Beratung wenden Sie sich bitte an eine zur Steuerberatung befugte Person. Steuerliche Sachverhalte können sich ändern.



Foto: © BullionVault.com

*Michael Krauß  
(LBBW Asset Management Investmentgesellschaft mbH)*

4 In geringem Umfang finden Transaktionen an der Börse in Stuttgart statt.

## 9.2 Rohstoff-Zertifikate

Die Möglichkeiten, in Rohstoffe zu investieren, sind vielfältig. Die einzelnen Anlageprodukte haben dabei ganz spezifische Eigenschaften, sowohl die Partizipation am Rohstoffmarkt als auch die Preisbildung während der Laufzeit betreffend. Warum in Rohstoffe investiert werden sollte, welche verschiedenen Möglichkeiten es gibt, was dabei jeweils beachtet werden sollte und welches Anlageuniversum im Bereich der Zertifikate die Landesbank Baden-Württemberg bietet, soll nachfolgend erläutert werden.

### **Rohstoff-Zertifikate, die einfache und flexible Anlagealternative**

Viele börsennotierte Unternehmen sind direkt oder indirekt von Rohstoffpreisen abhängig, sei es, weil sie Rohstoffe fördern und handeln (z.B. Minengesellschaften) oder weil sie diese für ihre Produktion verwenden (z.B. Industrieunternehmen). Bei einer Investition in diese Aktien beteiligt sich der Anleger an möglichen Veränderungen der Aktienkurse, die durch steigende oder fallende Rohstoffpreise ausgelöst werden. Das Problem bei dieser Form des Rohstoffinvestments ist die Abhängigkeit der Aktienkurse von diversen anderen Faktoren und sich teilweise gegenseitig aufhebender Preisentwicklungen im Rohstoffbereich. Ähnlich verhält es sich bei Rohstoff-Fonds. Diese Sondervermögen sollen zwar die Preisentwicklung der Rohstoffmärkte nachvollziehen; wegen vielschichtiger Reglementierungen für in Deutschland zugelassene Fonds wird dies aber nicht immer erreicht. Oft investieren Fondsmanager in einen Korb aus rohstoffpreissensiblen Aktien und legen dabei nur Bruchteile des Fondsvermögens direkt am Rohstoffmarkt an. Für Anleger stellt sich nun die Frage, wie man direkt an Preisänderungen der Rohstoffmärkte partizipieren kann. Ein Investment in Rohstoff-Futures ist gerade für Privatanleger mit erheblichen Schwierigkeiten verbunden. Neben der Eröffnung eines Depots bei einem Broker mit Zugang zu den Rohstoff Terminbörsen in London, New York oder Chicago sind die Kontraktgrößen hoch. Ein ausgewogenes Portfolio kann damit kaum abgebildet werden. Aufgrund der Transport-, Lagerungs- und Versicherungsprobleme ist eine physische Investition in Rohstoffe ebenfalls meist keine praktikable Lösung. Der Zertifikatemarkt bietet Produkte, die einfach handelbar und flexibel sind. Mit Zertifikaten kann mit 100 Prozent an der Entwicklung eines bestimmten Rohstoffes, eines Rohstoffkorbes oder über einen Index am gesamten Rohstoffmarkt partizipiert werden. Es lassen sich darüber hinaus auch Produkte mit Gewinnmög-

lichkeiten in Seitwärtsmärkten oder sogar in fallenden Märkten finden. Dem Anleger bieten sich faktisch keine Einschränkungen oder Grenzen bei den Investmentmöglichkeiten - und das bereits für sehr kleine Anlagebeträge.

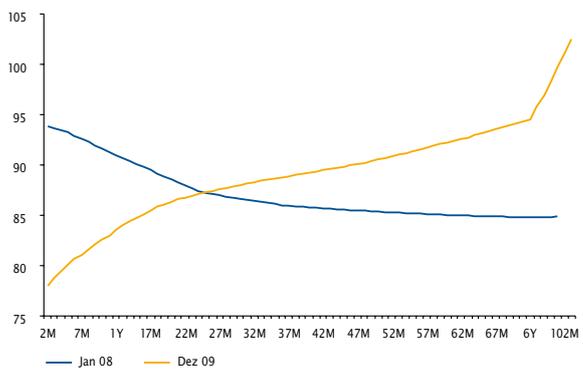
### **Preisbildung bei Rohstoff-Zertifikaten**

So vielfältig die Investmentmöglichkeiten im Rohstoffbereich sind, so unverständlich ist für viele Anleger oftmals die Preisbildung einzelner Rohstoff-Zertifikate. Zertifikate-Emittenten sichern sich während der Laufzeit der Produkte fortlaufend gegen Marktpreisschwankungen ab. Die Gewinnmarge aus dem Zertifikat wird beim erstmaligen Verkauf vereinnahmt. Während der Laufzeit soll sich für den Emittenten kein Risiko ergeben. Damit werden aber auch weitere Gewinnchancen aufgegeben. Diese Absicherung - im Fachjargon auch „Hedge“ genannt - wird wegen der oben beschriebenen Schwierigkeiten, Rohstoffe physisch zu handeln, in der Regel über Futures abgebildet. Futures sind standardisierte, börsengehandelte Terminkontrakte. Bei einem direkten Handel von individuell ausgestalteten Terminkontrakten zwischen den beteiligten Marktteilnehmern spricht man von Forwards. Da der Hedge über solche Terminkontrakte erfolgt, wird auch der Preis des Zertifikates während der Laufzeit auf Basis der Termin-, Future- oder auch Forwardpreise gerechnet. Basiswert des Zertifikates ist aber in der Regel der Kassapreis, also der Preis, zu dem ein Rohstoff mit sofortiger Lieferung gehandelt werden kann. Dieser Unterschied führt teilweise zu erheblichen Abweichungen des vom Kunden erwarteten Zertifikatspreises und des vom jeweiligen Emittenten gestellten Kurses.

Am Beispiel eines Bonus-Zertifikates soll der Einfluss der Forwardkurve, also der Preise verschiedener Terminkontrakte unterschiedlicher Laufzeiten, auf den Preis des Produktes während der Laufzeit verdeutlicht werden. Auf Grund eines Kursrückganges im Kassapreis für einen Rohstoff und des Anstieges der Volatilität würde man von einem starken Kursrückgang im Bonus-Zertifikat ausgehen. Da aber am Terminmarkt der Forwardpreis für den Basiswert für Lieferung per Fälligkeit des Zertifikates stark angestiegen ist, ergibt sich ein ganz anderes Bild. Durch die jetzt in Contango (die Terminpreise liegen über dem Kassapreis) verlaufende Kurve und dem damit zu erwartenden stärker ansteigenden Kassapreis in der Zukunft verringert sich das Risiko einer Barriereverletzung im Bonus-Zertifikat. Somit wird das Zertifikat grundsätzlich attraktiver, was

einen höheren Preis rechtfertigt. In diesem Beispiel, bei dem die Forwardkurve sogar von Backwardation (die Terminpreise liegen unter dem Kassapreis) in Contango dreht, weicht die Preisentwicklung des Zertifikates aus Sicht des Anlegers positiv von der Entwicklung des Basiswertes selbst ab. Im umgekehrten Fall, bei einer Entwicklung zur Backwardation, würde sich bei einem Anstieg des Basiswertes ein Kursrückgang des Zertifikates zeigen. Der Käufer eines Zertifikates nimmt also ein gewisses Risiko in Kauf, partizipiert aber mit seinem Investment auch direkt an möglichen Rollgewinnen. Diese ergeben sich, weil der Emittent meist kurz laufende, liquidere Terminkontrakte kauft bzw. verkauft und diese bei Fälligkeit in neue Kontrakte tauscht, bis die Endfälligkeit des Zertifikates erreicht ist. Ein zweiter Vorteil aus dieser Terminmarktabsicherung ist der geringere Kapitaleinsatz. Da die Terminkontrakte die Lieferung des Basiswertes per Termin vorsehen, muss nicht das volle Kapital für die Absicherung (den Hedge) eingesetzt werden. Das verbleibende Kapital kann bis zur Fälligkeit eines Kontraktes verzinslich angelegt werden.

**Verschiebung Terminkurve bei Brent zwischen Januar 2008 und Dezember 2009**



Quelle: Bloomberg

### Besondere Einflussfaktoren

Für die Ausgestaltung von Rohstoff-Zertifikaten gibt es noch weitere Faktoren, die es zu beachten gilt. Neben der Entwicklung des Forwardkurses spielen z.B. Wechselkurse, der Zeitpunkt der Fälligkeit im Jahr (Saisonalität) oder auch die Art des Basiswertes (Einzelrohstoff, Index, Rohstoffkorb) eine entscheidende Rolle. So notieren nahezu alle handelbaren Rohstoffe - im Gegensatz zu den entsprechenden Zertifikaten - nicht in Euro, sondern in Fremdwährung wie z.B. US-Dollar. Durch diesen Umstand ergibt sich für den

Anleger zwangsläufig ein Wechselkursrisiko, da das Zertifikat in Euro gekauft und zurückgezahlt wird, die Entwicklung des Basiswertes selbst aber z.B. auf US-Dollar-Basis ermittelt wird. Als Lösung bieten sich so genannte „Quanto-Zertifikate“ an. Bei diesen wird eine zusätzliche Währungssicherung eingebaut. Die Entwicklung des Basiswertes in Fremdwährung wird am Laufzeitende des Zertifikates 1:1 in Euro umgerechnet. Da diese Währungssicherung mit Kosten verbunden ist, sehen solche Zertifikate optisch oft weniger attraktiv aus (niedrigeres Bonusniveau, höhere Barriere oder geringere Partizipation). Bei einem Anstieg des Euros gegenüber der Währung, in der der Basiswert handelt, rechnet sich das Investment in Quanto-Zertifikaten im Vergleich zu Zertifikaten ohne Währungssicherung dennoch. Darüber hinaus ist die Nachvollziehbarkeit der Kursentwicklung für den Anleger leichter, da neben der Entwicklung des Basiswertes nicht zusätzlich die Wechselkursentwicklung im Auge behalten werden muss.

### Saisonalität

„Sell in May and go away – but remember to come back in September“ – mit diesem Spruch wird häufig das Phänomen an den internationalen Aktienmärkten beschrieben, dass sich die Kurse zwischen Mai und September eher schlechter entwickeln als im restlichen Verlauf eines Jahres. Solche saisonalen Einflüsse auf Kursentwicklungen gibt es auch bei Rohstoffen. In erster Linie spielen die Jahreszeiten Sommer und Winter eine Rolle. Beispielsweise sind die Heizölpreise wegen der Heizperiode auf der Nordhalbkugel vielfach im Winter höher als im Sommer. Bei den Benzinpreisen spiegelt sich die Hauptreisezeit in den USA („Driving Season“) in den Preisen wider. Deshalb sind die Sommermonate häufig die Monate mit den höchsten Preisen. Der Goldpreis zeigt oft einen Anstieg im Herbst, der auf zwei bedeutende Hindu-Feste in Indien zurückzuführen ist. Bei diesen Festen soll es Glück bringen, sich Gold zu schenken – daher steigt die Nachfrage nach Gold im Vorfeld dieser Feste deutlich an. Für Anleger gilt es bei der Auswahl eines Zertifikates mit begrenzter Laufzeit, diese relevanten Termine im Auge zu behalten.

### Einzelrohstoff oder Rohstoffindex

Ist die grundsätzliche Entscheidung für ein Investment in Rohstoff-Zertifikate gefallen, stellt sich die Frage, ob auf einen einzelnen Rohstoff, auf einen Korb von Rohstoffen oder auf einen Rohstoffindex gesetzt wer-

den soll. Diese Entscheidung hängt zum einen von der persönlichen Markteinschätzung, zum anderen aber auch von den spezifischen Eigenheiten des Rohstoffmarktes ab. Ein Investment in Einzelrohstoffe oder Rohstoffkörbe unterliegt in vollem Umfang den oben beschriebenen Einflüssen der Terminmarktkurse. Dies kann erwünscht sein, um z.B. die Gewinne aus dem Rollen der Terminkontrakte bei Rohstoffen in Backwardation zu vereinnahmen. Außerdem bieten diese Basiswerte die Möglichkeit, ganz individuell auf Trends und Marktbewegungen zu setzen. Für Anleger, die Rohstoffe als Beimischung zur Risikoreduzierung in ihr Portfolio aufnehmen möchten, bietet sich eher ein breit angelegter Rohstoffindex an. Es sind allerdings die drei unterschiedlichen Arten von Indizes zu beachten: Spot Indizes, Excess Return Indizes und Total Return Indizes. Bei Spot Indizes wird lediglich die Entwicklung des Kassapreises in die Indexberechnung einbezogen, bei Excess Return Indizes kommt darüber hinaus ein erzielter Rollgewinn bzw. -verlust hinzu und bei Total Return Indizes werden zusätzlich zu den Rollerträgen mögliche Zinserträge in den Index eingerechnet. Hier wird deutlich, dass Total Return Indizes immer eine bessere Entwicklung als Excess Return Indizes zeigen, da alle Ertragskomponenten einfließen. Für Zertifikate-Emittenten stellt aber genau das ein Problem dar. Je weniger Ertragskomponenten dem Emittenten zur Verfügung stehen, desto weniger kann in die optionalen Komponenten des Zertifikates investiert werden und desto unattraktiver sieht die Ausgestaltung des Zertifikates aus. Beispielsweise wäre ein Bonus-Zertifikat mit kurzer Laufzeit auf einen Total Return Index in der Regel gar nicht darstellbar. Die meisten Zertifikate werden daher auf Excess Return Indizes begeben. Anleger nutzen noch immer die spezifischen Vorteile des Rohstoffmarktes in Form der erzielbaren Rollgewinne, der Emittent hat aber durch das Einbehalten der Zinserträge die Möglichkeit, attraktive Konditionen darzustellen.

### Rohstoff-Zertifikate der LBBW

Die LBBW bietet eine umfangreiche Palette an Rohstoff-Zertifikaten an. Das Spektrum erstreckt sich von Bonus- und Express-Zertifikaten bis hin zu kapitalgarantierten Zertifikaten und strukturierten Anleihen. Die LBBW hat darüber hinaus für alle wichtigen Edel- und Industriemetalle ein entsprechendes Endlos- bzw. Tracker-Zertifikat im Angebot. Mit diesen Produkten können Anleger 1:1 (unter Berücksichtigung des Wechselkurses) von der Preisentwicklung profitieren. Die nachfolgende Tabelle gibt einen Überblick zu allen LBBW Endlos-Zertifikaten. Diese stellen jedoch nur einen kleinen Anteil aller LBBW Rohstoff-Zertifikate dar. Weitere Produkte sind unter [www.LBBW-Zertifikate.de](http://www.LBBW-Zertifikate.de) zu finden.

Basiswert	ISIN	Fälligkeit
<b>Edelmetalle</b>		
Gold (Spot)	DE000LBW56P4	endlos
Silber (Spot)	DE000LBW56Q2	endlos
Palladium (Spot)	DE000LBW56S8	endlos
Platin (Spot)	DE000LBW56R0	endlos
<b>Industriemetalle</b>		
Aluminium	DE000LBW1XL3	23.09.2013
Kupfer	DE000LBW1XM1	23.09.2013
Nickel	DE000LBW9VE5	24.05.2010
Zink	DE000LBW1XP4	20.09.2010
<b>Energie</b>		
Rohöl (Brent)	DE000LBW11N4	22.11.2010
Gasöl	DE000LBW13V3	17.12.2010

*Stefan Probst  
(LBBW Zertifikate Team)*

## 9.3 Bleibende Werte - Investments in physischen Edelmetallen



Foto: © Heraeus/Wolfgang Hartmann

In Krisenzeiten, seien sie wirtschaftlicher, politischer oder militärischer Natur, besinnen sich viele Anleger auf eine Anlageklasse, die seit Jahrtausenden Sicherheit und Wertstabilität besitzt: Edelmetalle in physischer Form. Im Unterschied zu Immobilien, die ebenfalls Sachwerte darstellen, haben Gold, Silber und Platin den Vorteil, dass sie leicht transportabel sind und sich in kürzester Zeit wieder zu Geld machen lassen bzw. – wenn die Zeiten besonders schlecht sind – selbst eine Geldfunktion gewinnen. Lange Zeit vergessen, gewinnt heute eine schlichte Erkenntnis wieder Raum: Zu einem gut strukturierten Depot gehört eine Beimischung aus Edelmetallen. Es liegt in der Natur der Sache, dass der Anlagehorizont ein mittel- bis langfristiger sein sollte, um im Ruhestand oder eben auch in Krisen auf eine „eiserne Reserve“ zurückgreifen zu können. Die LBBW und ihre Tochter BW-Bank verfügen auf dem Gebiet des Edelmetallhandels über eine langjährige Expertise. Während sehr viele Kreditinstitute sich aus diesem Geschäftsbereich zurückgezogen haben, unterhält die BW-Bank am Kleinen Schlossplatz in Stuttgart ein Edelmetall- und Münzkabinett, in dem der Handel mit Edelmetallen und historischen Sammlermünzen von der Antike bis zur Neuzeit gebündelt ist. Neben der taggleichen Abrechnung von An- und Verkäufen werden – dies ist ebenfalls eine Ausnahme in der Bankenlandschaft – auch Geschäfte mit Kunden getätigt, die keine Kontoverbindung zu unserer Bank unterhalten. Mit diesem umfassenden Produkt- und Dienstleistungsangebot verfügt die LBBW über ein Alleinstellungsmerkmal unter den großen Banken in Deutschland.

Der Erwerb von Edelmetallen ist grundsätzlich in Form von Münzen oder Barren möglich. Wofür man sich entscheidet, kann von verschiedenen Kriterien abhängen: Preis, ästhetischer Reiz sowie Vertrauen in den Hersteller. Münzen sind in der Regel etwas teurer als Barren, da ihr Prägeaufwand höher ist; andererseits sind sie ästhetisch anspruchsvoller und werden von Staaten herausgegeben, die ihre Feinheit und ihr Gewicht garantieren. Auf Barren gibt es keine staatliche Garantie, da sie keine Zahlungsmittel sind und von Banken, Scheideanstalten oder Händlern hergestellt werden. In der Praxis entscheiden sich Anleger für eine Mischung aus Münzen und Barren, abhängig von der gewünschten Stückelung und späteren Verwendung.

### Goldmünzen



Fotos: © wikipedia

Bei Goldmünzen ist zu unterscheiden zwischen modernen Anlagemünzen und Handelsgoldmünzen. Erstere werden speziell für den Anlagemarkt hergestellt und ihr Preis setzt sich aus dem aktuellen Goldpreis plus einem Prägekostenaufschlag zusammen. Handelsgoldmünzen sind Goldmünzen, die zu Zeiten der goldgedeckten Währungen von den emittierenden Ländern als Zahlungsmittel für den Umlauf geprägt wurden. Da dies in sehr hohen Stückzahlen geschah, haben sie keinen Sammlerwert, sondern werden wie moderne Anlagemünzen zum Goldwert gehandelt. Da sie gut eingeführt und beliebt sind, werden sie sogar nachgeprägt. Dies ist beispielsweise bei den 100 Kronen-Münzen und 4 Dukaten-Münzen Österreichs der Fall.

Anlagemünzen sind gesetzliche Zahlungsmittel und tragen meist einen Nennwert (z. B. „Britannia“ 100 GBP, „Eagle“ 50 USD, „Philharmoniker“ 100 Euro), da sie sonst den Charakter von Medaillen hätten. Im Unter-

schied zu den Handelsgoldmünzen übersteigt aber der Metallwert den Nennwert um ein Vielfaches. Es käme also niemand auf die Idee, eine Rechnung über 100 Euro mit einem „Philharmoniker“ zu bezahlen, aber möglich wäre es. Ausgerechnet die beliebteste Anlagemünze der Welt, der südafrikanische „Krügerrand“, bildet eine Ausnahme: Er kommt ohne Nennwert aus, gilt aber in Südafrika dennoch als gesetzliches Zahlungsmittel.

Das Feingewicht von Anlagemünzen basiert immer auf einer Feinunze zu 31,1034768 g bzw. Teilstücken davon: ½ Unze, ¼ Unze, 1/10 Unze und selten 1/20 Unze. Das Rohgewicht kann unterschiedlich sein, da einige Länder dem Gold einen geringen Anteil an Kupfer beimengen, um die Legierung härter und damit resistenter gegen Kratzer zu machen. So wiegen „Krügerrand“ und „Eagle“ 33,93 g, was einem Feingehalt von 916 2/3 ‰ (22 Karat) entspricht, während „Buf-

falo“, „Nugget/Känguruh“, „Panda“, „Maple Leaf“ und „Philharmoniker“ einen Feingehalt von 999,9 ‰ (24 Karat) aufweisen.

Da Handelsgoldmünzen für den Umlauf bestimmt waren, bestehen sie nicht aus reinem Gold, sondern einer Legierung, meist 900 ‰ fein (21,6 Karat, sog. Münzgold), seltener 916 2/3 ‰ fein (= 22 Karat, englisches Pfund). Ausnahmen bilden beispielsweise österreichische Goldmünzen zu 1 und 4 Dukaten, die in einer sehr hochwertigen Legierung, 986 1/9 ‰ fein (23,66 Karat) geprägt wurden. Roh- und Feingewicht variieren von Land zu Land, allerdings schlossen sich 1865 Frankreich, Belgien, Italien, die Schweiz und Griechenland zur so genannten Lateinischen Münzunion zusammen, in der die Münzgewichte vereinheitlicht wurden – ein Vorläufer der heutigen Euro-Währungsunion. So enthalten z. B. die 900 ‰ fein geprägten gängigen 20 Franken-Stücke 5,8 g Feingold.

#### Die wichtigsten Anlagemünzen im Überblick

Bezeichnung	Ausgabeland	Nennwert	Rohgewicht in g	Feinheit in ‰	Feingewicht in g	Abbildung
Nugget/Känguruh	Australien	100 AUD	31,10	999,9	31,10	Queen/Känguruh oder Nugget
Panda	China	500 Yuan	31,10	999,9	31,10	Panda/Tempel
Britannia	Großbritannien	100 GBP	34,05	916 2/3	31,21	Queen/Britannia
Maple Leaf	Kanada	50 CAD	31,10	999,9	31,10	Queen/Ahornblatt
Philharmoniker	Österreich	100 Euro	31,10	999,9	31,10	Orgel/Musikinstrumente
Krügerrand	Südafrika	-	33,93	916 2/3	31,10	Ohm Krüger/Springbock
Eagle	USA	50 USD	33,93	916 2/3	31,10	Weißkopfseeadler/Liberty
Buffalo	USA	50 USD	31,10	999,9	31,10	Büffel/Indianer

#### Die wichtigsten Handelsgoldmünzen im Überblick:

Nennwert	Ausgabeland	Rohgewicht	Feinheit	Feingewicht
20 Franken	Belgien	6,45 g	900 ‰	5,80 g
100 Pesos	Chile	20,38 g	900 ‰	18,30 g
20 Kronen	Dänemark	8,96 g	900 ‰	8,06 g
20 Mark	Preußen Wilhelm II.	7,96 g	900 ‰	7,16 g
20 Franken	Frankreich	6,45 g	900 ‰	5,80 g
1 Pfund	Großbritannien	7,98 g	916 2/3 ‰	7,32 g
20 Lire	Italien	6,45 g	900 ‰	5,80 g
50 Pesos	Mexiko	41,66 g	900 ‰	37,50 g
10 Gulden	Niederlande	6,72 g	900 ‰	6,05 g
100 Kronen	Österreich	33,87 g	900 ‰	30,48 g
4 Dukaten	Österreich	13,96 g	986 1/9 ‰	13,80 g
8 Florin	Österreich	6,45 g	900 ‰	5,80 g
10 Rubel Tschernowez	Sowjetunion	8,60 g	900 ‰	7,74 g
20 SFR Vreneli	Schweiz	6,45 g	900 ‰	5,80 g

## Silbermünzen



Fotos: © wikipedia

Anlagemünzen aus Silber sind eine relativ junge Erscheinung. Lange Jahre stand nur der bis heute in Wien nachgeprägte Maria-Theresien-Taler (Rohgewicht: 28,067 g, Feinheit: 833,3 ‰, Feingewicht: 23,389 g) zur Verfügung. 1983 begann China, den „Panda“ auch in Silber auf Unzenbasis herauszugeben. Nach und nach schlossen sich alle Emittenten von Anlagemünzen an, zuletzt Österreich 2008 mit dem „Philharmoniker“. Die Feinheit beträgt in der Regel 999, die 2 GBP Britannia hat einen etwas niedrigeren Feingehalt von 958 ‰.

### Die wichtigsten Anlagemünzen im Überblick:

Nennwert	Ausgabeland	Feinheit
1 AUD Koala	Australien	999 ‰
1 AUD Kookaburra	Australien	999 ‰
10 Yuan Panda	China	999 ‰
2 GBP Britannia	Großbritannien	958 ‰
5 CAD Maple Leaf	Kanada	999,9 ‰
150 EUR Philharmoniker	Österreich	999 ‰
1 USD Eagle	USA	999 ‰

Neben Unzenmünzen prägen einige Herstellerländer auch größere Nominalien, so z. B. Australien den „Koala“ und den „Kookaburra“ als 10-Unzen- und als Kilomünze.

Eine Sonderform stellen Münzbarren im Gewicht von 1000 g, 100 Unzen und 5000 g dar, die von den Cook Islands, einem Inselstaat im Südpazifik, herausgegeben werden. Äußerlich handelt es sich um Barren, steu-

erlich gelten sie aber als Münzen, da sie auf der Vorderseite den Abdruck eines offiziellen Münzstempels mit Nennwert (30 Dollar bei der Kilomünze) tragen. Für den deutschen Markt werden diese Münzbarren in Pforzheim produziert.

## Platinmünzen



Fotos: © Edelmetall- und Münzkabinett der BW-Bank

Platinmünzen spielen am Anlagemarkt eine relativ geringe Rolle, was sich auch in dem überschaubaren Angebot widerspiegelt: „Eagle“ (USA), „Koala“ (Australien), „Noble“ (Großbritannien) und „Maple Leaf“ (Kanada) stehen als Unzen und Teilunzen sowie teilweise als Zweiunzen und als Kilomünze zur Verfügung.

## Barren



Foto: © Heraeus/Wolfgang Hartmann

Während Anlagemünzen auf Unzenbasis geprägt werden, folgen Anlagebarren bis auf wenige Ausnahmen dem dezimalen Gewichtsstandard auf Gramm-Basis. Dabei gilt die Regel: Je kleiner der Barren ist, umso teurer ist das Gramm Feinmetall, da die Fertigungskosten bei abnehmender Größe steigen. Wenn z. B. bei einem Kilobarren 1 Gramm Feingold 25,45 Euro kostet, beträgt der Preis bei einem 1-Gramm-Barren 35,00 Euro (Tagespreis 25. Januar 2010). Das Beispiel zeigt,

dass zu kleine Stückelungen nicht sinnvoll sind; bei Gold sollte die Mindestgröße für Anlagezwecke bei 10 Gramm liegen.

Goldbarren gibt es in folgenden gängigen Stückelungen: 1 g, 5 g, 10 g, 20 g, 31,1 g, 50 g, 100 g, 250 g, 500 g, 1.000 g. Die Feinheit beträgt bei Barren deutscher Qualitätshersteller (Umicore – früher Degussa, Heraeus) 999,9 ‰. Damit wird der international Standard der „good delivery“ (Garantie von Feinheit und Gewicht), der von der London Bullion Market Association (LBMA) überwacht wird, sogar übererfüllt. Unter Zentralbanken und im Interbankenhandel finden zudem 400-Unzen-Barren (12,44 kg) Verwendung. Sie sind im Privatkundengeschäft jedoch nicht üblich.

Bei Silber sind die gängigen Barrengößen 1.000 g und 5.000 g bei einer Feinheit von 999 ‰, Platin wird in den gleichen Stückelungen wie Gold angeboten (bis auf 1 Gramm) bei einer Feinheit von 999,5 ‰.

#### **Steuerliche Aspekte**

Auch beim Kauf und Verkauf von Edelmetallen sind steuerliche Aspekte zu beachten. Beim Kauf kann Mehrwertsteuer in unterschiedliche Höhe anfallen, die an den Fiskus fließt und unwiederbringlich verloren

ist. D. h. um mit einer Edelmetallanlage in die Gewinnzone zu kommen, muss der Kurs um die Mehrwertsteuer und die Handelsspanne (die Differenz zwischen An- und Verkauf) der Bank gestiegen sein. Goldbarren und Anlagemünzen aus Gold sind von der Mehrwertsteuer befreit. Welche Münzen unter diese Kategorie fallen – sie müssen z. B. offizielles Zahlungsmittel sein – entscheidet die Europäische Kommission, die jährlich eine verbindliche Liste herausgibt. Während Silberbarren dem vollen Steuersatz von 19 % unterliegen, wird bei Silbermünzen und Münzbarren der reduzierte Steuersatz von 7 % angewendet. Platin wird generell mit 19 % besteuert.

Neben der Mehrwertsteuer unterliegt ein Investment in Edelmetallen der Spekulationssteuer, d. h. Kursgewinne können erst nach einer Haltedauer von einem Jahr steuerfrei vereinnahmt werden. Da der empfohlene Anlagehorizont bei Edelmetallen allerdings deutlich länger ist, dürften sich die meisten Anleger über diese gesetzliche Regelung keine grauen Haare wachsen lassen.

*Dr. Friedrich Burrer  
(BW-Bank Edelmetall- und Münzkabinett)*

## 9.4 Rohstoff-Aktien.

### 9.4.1 Ölkaktien

#### Höherer Ölpreis lässt die Gewinne wieder sprudeln

Nachdem die europäischen Ölkonzerne im vergangenen Jahr mit kräftigen Gewinneinbrüchen zu kämpfen hatten, sehen die Perspektiven für das laufende Jahr deutlich besser aus. So sollte sich insbesondere der im Vorjahresvergleich höhere Ölpreis in steigenden Erträgen des Fördergeschäftes der Konzerne niederschlagen. Darüber hinaus erwarten wir in der Tendenz höhere Fördermengen. Für steigende Gewinne sprechen letztendlich auch die umfangreichen Restrukturierungs- und Kosteneinsparungsprogramme, die von den Konzernen im letzten Jahr eingeleitet wurden. Dämpfend auf das Gewinnwachstum dürfte sich dagegen das schwierige Umfeld in der Verarbeitung auswirken. Auch wenn man von einer steigenden Nachfrage nach Ölprodukten ausgeht, dürften die vorhandenen Raffineriekapazitäten noch immer zu hoch sein. Zu geringe Auslastungsquoten und niedrige Raffineriemargen sind die Folge. Der wesentlich höhere Ertragsanteil des Fördergeschäftes sollte jedoch insgesamt bei den großen integrierten europäischen Ölkonzernen für ansehnliche Gewinnsteigerungen sorgen.



Foto: © Shell

#### Steigende Fördermengen

Produktionsausfälle aufgrund von Unruhen in Nigeria sowie niedrigere Förderquoten in den Ländern der OPEC haben bei manchen Ölkonzernen im vergangenen Jahr für die ein oder andere Enttäuschung bei den Produktionszahlen gesorgt. Die Lage im Niger-Delta in Nigeria hat sich mittlerweile etwas entspannt und die Förderquoten der OPEC-Länder sind zuletzt eher leicht angestiegen und sollten im weiteren Jahresverlauf vergleichsweise stabil bleiben. Somit rücken wieder die neuen Projekte der großen Konzerne in den Mit-

telpunkt, die in der Tendenz für insgesamt steigende Produktionszahlen im laufenden Jahr sorgen dürften.

#### Irak sorgt für Fantasie

Positive Impulse für die mittel- bis längerfristigen Produktionsperspektiven der Ölkonzerne liefern derzeit die laufenden Lizenzvergaben im Irak. So haben sich zumindest alle großen Konzerne mittlerweile die Möglichkeit geschaffen, über Lizenzen und Joint Ventures mit lokalen Partnern an den großen Vorkommen im Irak zu partizipieren. Was die Explorationsaktivitäten anbelangt, dürften im laufenden Jahr neben Brasilien und dem Golf von Mexiko insbesondere Regionen in Westafrika und in der Arktis in den Fokus rücken. Daneben gewinnt die Entdeckung und Entwicklung von unkonventionellen Gasvorkommen (eingeschlossen in dichten Gesteinen) an Bedeutung.



Foto: © China Observer

#### Das M&A-Karussell kommt wieder in Schwung

Steigende Kapitalzuflüsse sollten dafür sorgen, dass die Investitionsneigung der Ölonternehmen wieder zunimmt. Dabei kommt den Konzernen zugute, dass die Projektkosten in der Tendenz gesunken sind und dies zusätzlichen Spielraum für weitere Investitionen ermöglicht. Diesbezüglich sollte es auch wieder zu mehr M&A-Transaktionen kommen. Im letzten Jahr haben die staatlichen Energiekonzerne bei den Beteiligungen und Übernahmen den Ton angegeben. In der Zukunft dürften auch die privaten Konzerne versuchen, ihre Reserven wieder vermehrt über externes Wachstum aufzubessern. Den Anfang dazu hat bereits vor einem Monat Exxon mit der 41 Mrd. USD schweren Übernahme von XTO Energy gemacht.

**Bewertung bietet Spielraum für Kurssteigerungen**  
Gemessen an den erwarteten Erträgen des laufenden Jahres, ist die aktuelle Bewertung der Ölk Aktien im historischen Vergleich niedrig. Nachdem die Branche aufgrund ihres eher defensiven Charakters im letzten Jahr nicht im Zentrum des Investoreninteresses stand, erwarten wir in diesem Jahr eine bessere relative Performance. Weiterhin attraktiv sind die Öltitel nach wie vor im Hinblick auf ihre Ausschüttungen. So liegt die Dividendenrendite im Durchschnitt über 5 %. Bei der erwarteten Ölpreisentwicklung sollten die Unternehmen in der Lage sein, neben den geplanten Investitionen auch an ihrer investorenfreundlichen Ausschüttungspolitik festzuhalten.

#### BP bleibt erste Wahl

Bei der Titelselektion setzen wir auf die Unternehmen, die einen vergleichsweise hohen Anteil ihrer Erträge aus der Förderung (Upstream) generieren, da wir in naher Zukunft noch keine nachhaltige Verbesserung des Umfeldes in der Verarbeitung (Downstream) erwarten. Darüber hinaus legen wir den Fokus auf das Produktionswachstum und die Nachhaltigkeit des Projektportfolios, abzulesen an den Reservenkenntzahlen. Vor diesem Hintergrund bleiben die Aktien von BP aktuell weiterhin unsere erste Wahl. Das Unternehmen profitiert derzeit von den angelaufenen Projekten im Golf von Mexiko, die überdurchschnittlich profitabel sind. Neben einem attraktiven Projektportfolio erntet der Konzern gegenwärtig auch die Früchte seines frühzeitig eingeleiteten Restrukturierungsprogrammes. Ein

starkes Upstreamgeschäft weisen auch die Konzerne Statoil und Total auf. Während der norwegische Konzern Statoil vergleichsweise geringe Raffineriekapazitäten besitzt, bleibt bei den Franzosen abzuwarten, wie sich das europäische Downstreamgeschäft auf die Ertragsentwicklung auswirkt. Weitreichende Aktivitäten im Downstreamgeschäft hat auch Royal Dutch Shell, wobei der Konzern traditionell stark in der Vermarktung ist. Royal Dutch Shell hat in der jüngsten Vergangenheit überdurchschnittlich hohe Investitionen in neue Förderprojekte getätigt, die sich in den nächsten Jahren auszahlen sollten.



Foto: © BP

*Achim Wittmann  
(LBBW Investment Research)*

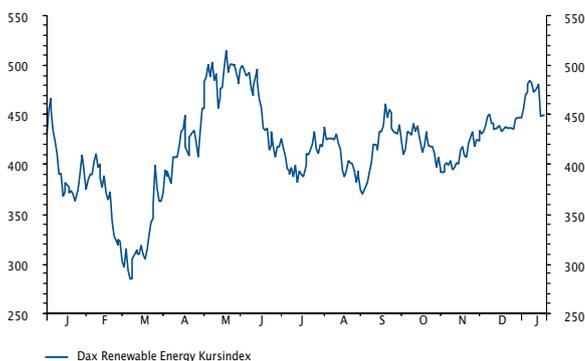
	ISIN	Kurs am 12.02.10	Dividende GJ 2009e	Div. Rendite 2009e	Gewinn je Aktie			KGV 2010e	LBBW Rating
					2008	2009e	2010e		
BP	GB0007980591	573,70	36,42	6,4%	1,40	0,78	1,02	8,8	Kaufen
ENI	IT0003132476	16,65	1,00	6,0%	2,80	1,47	1,96	8,5	Halten
OMV	AT0000743059	27,76	0,95	3,4%	6,50	2,50	4,05	6,9	Halten
Repsol	ES0173516115	16,23	0,85	5,2%	2,28	1,25	1,85	8,8	Halten
Royal Dutch Shell	GB00803MLX29	1726,50	1,68	6,2%	4,61	1,89	2,91	9,3	Halten
Statoil	NO0010096985	127,50	5,70	4,5%	18,32	11,37	14,17	9,0	Kaufen
Total	FR0000120271	41,63	2,30	5,5%	6,20	3,64	4,68	8,9	Kaufen

BP: Gewinn je Aktie in USD, Kurs und Dividende in GBp  
Royal Dutch Shell: Gewinn je Aktie und Dividende in USD, Kurs in GBp  
Statoil: Angaben in NOK

## 9.4.2 Solaraktien

### Kräftig geschüttelt statt nur gerührt

Die lange Zeit erfolgsverwöhnte Solarbranche wird kräftig durcheinandergewirbelt. Die letzten Monate glichen einer Berg- und Talfahrt: Überkapazitäten, zu ungünstigen Konditionen abgeschlossene Verträge über die Belieferung von Silizium - dem Rohstoff, aus dem die Solarzellen gefertigt werden - und zusätzlicher Preisdruck bei Modulen, ausgelöst durch preiswerte China-Importe, sorgten hierzulande für purzelnde Preise bei Solarsystemen und sinkenden operativen Margen. Nach einem Einbruch der Nachfrage im ersten Halbjahr 2009, u.a. zurückzuführen auf Diskussionen über eine mögliche Kreditklemme bei den Kunden der Photovoltaik-Unternehmen, etwa den Projektentwicklern, folgte dann im weiteren Verlauf des letzten Jahres ein regelrechter Ansturm der Häuslebauer. Um der Kappung der staatlichen Förderung zum Jahreswechsel 2009/2010 zu entgehen, schnellte die Nachfrage nach dem aus der Kraft der Sonne selber erzeugten Strom nach oben. Kein Wunder, waren doch die Preise für Solarmodule bis dato um etwa ein Drittel eingebrochen und die für die Einspeisung in das öffentliche Stromnetz staatlich garantierte Vergütung des Erneuerbare-Energien-Gesetzes (EEG) ermöglichte zu den noch bis Ende 2009 geltenden attraktiveren Konditionen teils zweistellige Renditen - und das für eine Laufzeit von 20 Jahren.



### Von Phoenix aus der Asche zu Ikarus

Wie der gleichnamige sagenumwobene Vogel sind denn auch die Solaraktien ins neue Jahr gestartet. Nachholbedarf war vorhanden und die Meldungen erfreulich: Das Auftragspolster ist in den letzten Monaten wieder angeschwollen und die eingeleiteten Re-

strukturierungsmaßnahmen beginnen zu wirken. Doch der kurzzeitige Höhenflug nahm (vorläufig) ein abruptes Ende. Ganz so wie bei Ikarus, der mit umgehängten Flügeln mit aus Wachs zusammengeklebten Federn so hoch hinaufstieg, dass die Sonne das Wachs seiner Flügel schmolz, die Federn sich lösten und er ins Meer stürzte, sorgten zuletzt Nachrichten über eine unerwartet massive Kürzung der EEG-Einspeisevergütung für einen regelrechten Absturz der deutschen Solartitel.

### Solarland ist abgebrannt

Diese Aussage ist sicherlich übertrieben. Gleichwohl hat hierzulande das Heulen und Zähneklappern angefangen. Nachdem das einstige El Dorado Spanien durch geringere Einspeisevergütungen und Einziehen von Obergrenzen für die staatliche Förderung an Strahlkraft verloren hat, plant auch die Berliner Politik eine weitergehende Kürzung der Subventionen - und zwar über die im Rahmen der EEG-Novelle ohnehin vorgesehene Degression von 10 % ab dem Jahr 2010 bzw. 9 % ab dem kommenden Jahr. Ein Schlag ins Kontor des größten europäischen Photovoltaikmarktes. Zum Lichtblick avancieren die USA, die unter dem Präsidenten Barack Obama der Klimapolitik einen höheren Stellenwert beimessen sowie die asiatischen Länder, die in den kommenden Jahren die Haupttreiber des künftigen Wachstums sein dürften.

Photovoltaik - Neuinstallationen				
Nachfrageübersicht				
Neuinstallationen in MegaWattPeak (MWp)	2008	2009e	2010e	2011e
Deutschland	1834	2700	2900	3100
Frankreich	105	240	500	1005
Spanien	2708	500	500	500
Italien	190	450	702	1157
USA	378	654	1555	2750
China	50	490	1408	1950
Indien	30	100	408	912
Japan	230	511	832	1242
Weltweit	5985	6530	10602	15734
Wachstum	128,7%	9,1%	62,4%	48,4%

Quelle: LBBW

### Förderinstrument EEG

Ziel des Erneuerbare-Energien-Gesetzes ist die Förderung des Ausbaus regenerativer Energien zur Stromerzeugung als zentrales Element für den Klimaschutz. In Kraft getreten im Frühjahr 2000, nahmen zahlreiche andere Staaten im Laufe der Zeit die Regelung zum

Vorbild, um bis zum Jahr 2020 das EU-Ziel eines 20 %igen Anteils der erneuerbaren Energien am Gesamtstromverbrauch zu erreichen. Dabei wird beim EEG die Differenz zwischen niedrigerem Marktpreis und höherer Einspeisevergütung auf alle Haushalte umgelegt. Im Jahr 2008 summierten sich so die Vergütungen für Strom aus Sonne, Wind und Biomasse auf rund 9 Mrd. Euro. Solaranlagen produzieren aber den mit Abstand teuersten Ökostrom und gerieten so zunehmend ins Visier der Kritiker.

#### **Außerordentliche Kürzung ante portas**

Angetreten, um die inzwischen milliardenschweren Anschubhilfen für eine ehemals neue, nunmehr aber etablierten Technologie drastisch zu stützen, hat das Bundesumweltministerium jüngst Vorgespräche mit Solarfirmen und Verbraucherverbänden geführt. Herausgekommen ist eine drastische Senkung der Subventionen, die für reichlich dicke Luft sorgt. Geplant ist nach derzeitigem Stand für den April eine einmaligen Kürzung der Subventionen für Anlagen auf Hausdächern um 15 %. Also nahezu „die goldene Mitte“ zwischen dem Vorschlag des Branchenverbandes Solarwirtschaft (minus 5 %) und der Forderung der Verbraucherzentralen von minus 30 % ab diesem Sommer. Hinzu kommen Kürzungen in den Folgejahren, sollten die Neuinstallationen weiter nennenswert zulegen (läge der Zubau dabei über 3.500 MW, sollen die Sätze je 1.000 MW um 2,5 % sinken). Konkret geht es hierbei also im April um eine Verringerung der Einspeisegebühr von 39 Cent je kWh auf 33 Cent je kWh. Das ist schon ein Wort. Bleibt es dabei, ergeben sich massive Nachteile für den europäischen Produktionsstandort, denn so schnell werden die Unternehmen wohl kaum ihre Kosten senken können.

#### **Preisdruck hat aber auch etwas Positives**

Andererseits hat der Preisdruck auch etwas Positives. Denn je billiger die bisher teuren Solarzellen, Module und Wechselrichter werden, desto wettbewerbsfähiger wird der solchermaßen erzeugte CO<sub>2</sub>-freie Strom im Vergleich zur konventionellen Produktion aus Kohle, Öl und Erdgas. Mit jeder neuen Preissenkung rückt die Netzparität, also der Zeitpunkt, ab dem Strom aus einer Photovoltaikanlage zum gleichen Preis wie der herkömmliche Endverbraucherpreis angeboten werden kann, näher. Bereits im Jahr 2013 könnte dies in Deutschland der Fall sein.



Foto: © Solar-Fabrik AG

#### **Die Favoriten**

Vor diesem Hintergrund bleibt festzuhalten: Gerade im aktuell schwierigen Fahrwasser ist die Titelsektion wichtiger denn je. Der Photovoltaikmarkt bleibt auf Wachstumskurs, eine Konsolidierung wird aber nicht allzulange auf sich warten lassen. Das Geschäft verschiebt sich nach USA und Asien, eine internationale Ausrichtung gewinnt an Bedeutung. Weitere Erfolgskriterien sind eine ausreichende Unternehmensgröße, eine gesunde Bilanz, günstige Produktionskosten sowie qualitativ hochwertige Produkte. Das Augenmerk des Investors sollte sich dabei auf ostasiatische Unternehmen, namhafte Projektentwickler sowie Siliziumhersteller und Maschinenbauer richten. Unsere Favoriten sind für den langfristig denkenden Anleger der Hersteller von Wechselrichtern SMA Solar und Phoenix Solar, eines der führenden Unternehmen für Planung und Betrieb von Photovoltaik-Kraftwerken.

#### **SMA Solar AG**

Die in Kassel ansässige SMA Solar AG produziert das Herzstück einer Solaranlage, den Wechselrichter. Er wandelt den von Modulen hergestellten Gleich- in Wechselstrom um, damit dieser letztlich ins öffentliche Stromnetz eingespeist werden kann. Mit einem Marktanteil von einem Drittel hat das Unternehmen die Marktführerschaft inne. Ferner besitzt die im Jahr 1981 gegründete SMA Solar zahlreiche Vertriebs- und Service-Niederlassungen im Ausland. In diesem Marktsegment ist die Wettbewerbsintensität relativ gering und die Hessen besitzen das umfassendste Produkt-

portfolio. Alle Leistungsklassen und zahlreiche Anwendungsgebiete werden abgedeckt. Der hohe Anteil variabler Elemente an den gesamten Herstellungskosten ist ein weiterer Vorteil, genauso wie die breite Dienstleistungspalette von einem Vor-Ort-Kundendienst bis zu Schulungen und Seminaren für Installateure und Großhändler.

### Phoenix Solar AG

Das Ende der 90er Jahre gegründete Unternehmen beschäftigt über 250 Mitarbeiter und ist mit ausländischen Vertriebstöchtern in Spanien, Frankreich, Griechenland und Singapur eines der führenden Photovoltaik-Systemhäuser. Phoenix Solar plant, baut und betreibt Photovoltaik-Großkraftwerke und ist Fachgroßhändler für Solarstrom-Komplettanlagen, Module

und Zubehör. Als Partner mit langjähriger Expertise bei der herstellerungebundenen passenden Auswahl der zahlreichen Solarmodule, deren Qualität sich heutzutage von Typ zu Typ stark unterscheidet, kann das Unternehmen punkten. Hinsichtlich der Projekterfahrung, Finanzstärke und des kostengünstigen Einkaufs der einzelnen Komponenten ist damit Phoenix Solar der Konkurrenz Einiges voraus. Hinzu kommt mit der von Kreditinstituten getragenen KGAL ein renommierter Kunde, der auch in schwierigen Zeiten eine Projektfinanzierung ermöglichen und damit für Umsätze bei Phoenix Solar sorgen sollte.

*Christian Götz  
(LBBW Investment Research)*

	ISIN	Kurs am	Dividende GJ	Div. Rendite	Gewinn je Aktie			KGV 2010e	LBBW Rating
		12.02.10	2009e	2009e	2008	2009e	2010e		
<b>Conergy</b>	DE0006040025	0,70	0,00	0,0%	-4,67	-0,19	-0,01	-	Kaufen
<b>Phoenix Solar</b>	DE000A0BVU93	28,74	0,09	0,3%	3,62	1,63	2,97	9,7	Kaufen
<b>Q-Cells</b>	DE0005558662	7,95	0,00	0,0%	1,71	-7,55	-0,04	-	Verkaufen
<b>SMA Solar</b>	DE000A0DJ6J9	73,75	1,32	1,8%	3,44	4,40	5,36	13,8	Kaufen
<b>Solarworld</b>	DE0005108401	11,16	0,16	1,4%	1,33	0,87	0,81	13,8	Verkaufen
<b>Solon</b>	DE0007471195	5,48	0,00	0,0%	2,61	-13,80	-2,48	-	Verkaufen

### 9.4.3 Goldminenaktien

#### Goldminen als „Rohstoff-Aktien“

Die meisten Anleger verstehen unter Rohstoff-Aktien Goldminen-Aktien und Bergbau-Unternehmen. Dabei ist der Begriff der „Rohstoff-Aktie“ nicht eindeutig definiert. Üblicherweise umfasst der Begriff Unternehmen, die Rohstoffe explorieren, abbauen, fördern, raffinieren, verarbeiten, handeln und/oder vertreiben; also Unternehmen, die entlang der Prozesskette vom „Suchen“ bis zum endgültigen „Verbrauch“ beteiligt sind. Aber auch „Zulieferer/Ausrüster“ wie beispielsweise die Hersteller von Bohrgestänge (etwa für die Probebohrungen bei Goldminen), Fördertürmen (bei Ölquellen) bis hin zu Tanklastzügen werden ggf. dazugezählt. Somit kann im weitesten Sinne auch ein Abfüller von Mineralwasser oder eine Hersteller von Baby-Nahrung noch zu den Rohstoff-Aktien gezählt werden. Eines der bekanntesten Segmente unter den Rohstoff-Aktien bilden allerdings wohl die „Goldminen“-Aktien, dicht gefolgt von anderen Bergbauunternehmen.



Foto: © Euyasik

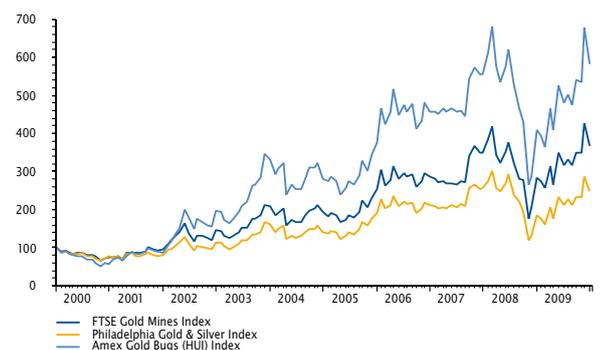
#### Die wichtigsten Indizes für Goldminenaktien

Die bekanntesten Goldminen-Indizes sind der FTSE (Financial Times Stock Exchange) Gold Mines Index, der Gold & Silver Index der Philadelphia Stock Exchange (XAU) und der NYSE Arca Gold Bugs Index (HUI), früher auch als AMEX Gold Bugs Index bekannt. Die Besonderheit beim NYSE Arca Gold Bugs Index ist, dass in den Index nur Minen aufgenommen werden, die ihre Goldproduktion für weniger als 1,5 Jahre auf Termin im Voraus verkauft haben, im Finanzjargon also Firmen mit keinem oder einem sehr geringen „Hedge-Book“. Unter einem solchen „Hedge-Book“ wird dabei

vereinfacht der Teil des Goldes verstanden, der von einer Minengesellschaft bereits zu Terminen in der Zukunft zu festen Preisen verkauft worden ist. Damit profitiert das Unternehmen in der Regel nicht mehr am Anstieg eines Goldpreises bis zum Liefertermin. Das Akronym „BUGS“ steht für „Basket of Unhedged Gold Stocks“. Wobei unter einem „Gold-Bug“ auch ein „Fan“ des gelben Metalls verstanden wird. Da der Index nur Firmen aufnimmt, die relativ kleine Mengen ihres Goldes bereits per Termin verkaufen, eignet er sich eben genau für die „Gold-Bugs“ die an einen Anstieg des Goldes glauben, da dann „nicht-gehedgte“ Minen besonders von einer Goldhausse profitieren sollten. Das ungewöhnliche Gewichtungssystem sorgt dafür, dass die Mehrzahl der Indexmitglieder mit ca. 5 % gewichtet ist. Der Amex Gold Bugs wurde am 15. März 1996 mit einem Indexstand von 200 Punkten aufgelegt.

In den FTSE Gold Mines Index werden nur Firmen aufgenommen, die mindestens 300.000 Unzen Gold p.a. produzieren und deren Erträge zu mindestens 75 % aus Gold erzielt werden. Bei den anderen Indizes fehlen diese klaren Kriterien. Der Index ist „fully free float adjusted“, d.h. nur die im Streubesitz befindlichen Aktien werden zur Berechnung des Indexgewichtes herangezogen. Wie bei allen Indizes findet eine vierteljährliche Readjustierung statt. Der FTSE Gold Mines wurde am 31.12.1992 mit 1.000 Indexpunkten aufgelegt. Als einziger Index ist der FTSE kein „Total Return Index“, sondern ein „Preisindex“, d.h. die Dividenden werden nicht im Indexstand berücksichtigt. Der Philadelphia Gold & Silber-Index („XAU“) ist der älteste der drei Indizes. Er startete im Januar 1979 mit Indexstand von 100 Punkten. Auf den XAU werden an der Philadelphia Stock Exchange Futures und Options gehandelt.

#### Goldminenindizes seit dem Jahr 2000 (indexiert; 1.1.2000 = 100)



Quelle: Thomson Reuters

Der NYSE Arca Gold Bugs weist seit dem Jahr 2000 eine signifikant bessere Wertentwicklung als die anderen beiden Indizes auf, was sich mit dem deutlichen Goldpreisanstieg und der besseren Wertentwicklung von Minen mit einem geringen „Hedge-Book“ erklären lässt. In den letzten fünf Jahren hat sich die Wertentwicklung der drei Indizes jedoch stark angeglichen.

**Zusammensetzung der wichtigsten Goldminen-Indizes  
(Stand Dezember 09 / Januar 2010, Angaben in %)**

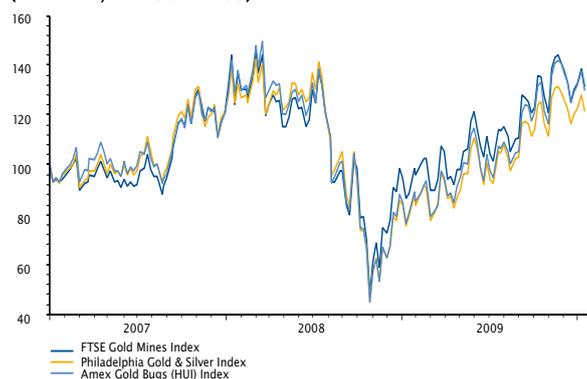
Unternehmen	FT Gold Mines	XAU	HUI
Agnico Eagles Mines Ltd	3,9	4,3	4,9
Anglogold Ashanti Ltd	6,8	7,1	4,7
Barrick Gold Corp	18,3	18,3	14,7
Cambior Inc.			
Centerra Gold Inc.	0,4		
Cia Minas de Buenaventura SA	3,3	4,3	4,9
Coeur d'Alene Mines Corp			4,1
Durban Roodeport Deep Ltd			
Eldorado Gold Corp	3,4		4,8
Freeport McMoran Copper Gold		16,2	
Glamis Gold Ltd			
Gold Fields Ltd	4,3	4,4	4,5
Goldcorp Inc	13,6	13,8	15,3
Golden Star Resources Ltd	0,4		
Harmony Gold Mining Co Ltd	2,0	2,1	4,9
Hecla Mining Co			4,1
Iamgold Corp	2,7		4,6
Kinross Gold Corp	6,0	6,3	4,9
Lihir Gold Ltd	3,1		4,8
Meridian Gold Ltd			
Newcrest Mining Corp	6,9		
Newmont Mining Corp	10,6	10,9	9,8
Northgate Minerals	0,4		
Pan American Silver Corp		1,0	
Petropavlovsk	1,4		
Polyus Gold	1,9		
Randgold Resources Ltd	3,4	3,4	4,5
Red Back Mining Inc.	1,5		
Resolute Mining	0,1		
Royal Gold Inc		0,9	
Silver Standard Resources Inc		0,7	
Silver Wheaton Inc		2,3	
Yamana Gold Inc	4,0	4,0	4,6
Zijin Mining Group H Co Ltd	1,8		

Quelle: LBBW Asset Management Investmentgesellschaft mbH

**Angleichung der Indizes**

Der erhöhte Gleichlauf in den letzten Jahren ist mit der zunehmenden „Deckungsgleichheit“ zu erklären. Viele Goldminen-Unternehmen haben ihre „Hedge-Books“ signifikant zurück gefahren (so genanntes „De-Hedging“), wodurch sich die Indizes in ihrer Zusammensetzung angeglichen haben. So war zum Beispiel Anfang 2006 Barrick Gold als einer der größten Goldproduzenten nicht im HUI vertreten. Das Unternehmen hatte jedoch im Philadelphia-Index ein Gewicht von 14,1 %. Ende 2009 hatte Barrick Gold sein Hedge-Book fast vollständig aufgelöst. Zu Anfang des Jahres 2010 ist Barrick Gold im HUI mit 14,7 % und im XAU mit 18,4 % gewichtet. So hat sich die „Deckungsgleichheit“ in den letzten vier Jahren von 42 % auf ca. 69 % erhöht. Das heißt, dass mittlerweile ca. 69 % der Indexbestandteile bei allen drei Indizes identisch sind. Vor Jahresfrist (Anfang 2009) betrug die Deckungsgleichheit noch 61 %, Anfang 2008 erst 53 %. Es ist schließlich anzumerken, dass kein Index den Goldminensektor vollständig bzw. repräsentativ abbildet. Explorationsgesellschaften und Junior Miners (aufstrebende junge Goldminengesellschaften) fehlen beispielsweise gänzlich.

**Goldminenindizes im 3-Jahresvergleich  
(indexiert; 1.1.2007 = 100)**



Quelle: Thomson Reuters

**Investieren in Goldminen**

Ähnlich wie bei den Rohstoffen selbst kann der Anleger sowohl direkt in die entsprechenden Aktien investieren, als auch „indirekt“ über Investmentfonds, Zertifikate und Optionsscheine. Bei den Produkten, die

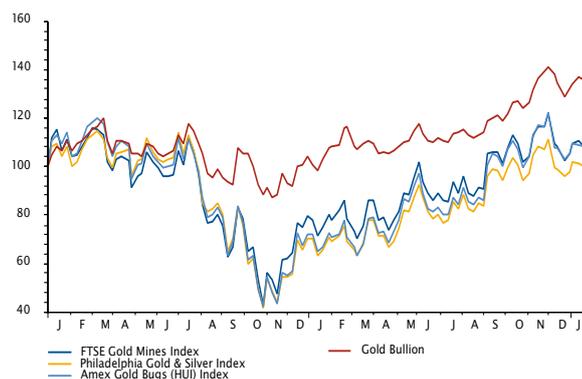
sich auf die großen Goldminen-Indizes beziehen, stellt sich das Problem, dass wenige große Unternehmen wie Barrick, Goldcorp und Newmont die Indizes dominieren. Die meisten „Rohstoff-Aktien“ sind in Kanada, USA, Südafrika und Australien notiert. Nicht alle Unternehmen können an einer deutschen Börse gekauft werden; oft ist auch die Liquidität eher unzureichend. An den ausländischen Börsen fallen in der Regel aber deutlich höhere Gebühren an als im Inland. Selbst bei den klassischen „Rohstoff-Aktien“ wie den Goldminen hat der Anleger zudem keine Garantie, vollständig an der Wertentwicklung des zu Grunde liegenden Rohstoffes beteiligt zu sein. „Rohstoff-Aktien“ sind Unternehmen, und können daher gut oder schlecht wirtschaften. So bekam z.B. der Goldminenwert Ashanti in einem Umfeld stark steigender Goldpreise Zahlungsprobleme und wurde letztendlich von Anglogold übernommen. Ashanti hatte ein sehr ausgeprägtes „Hedge-Book“. Ein Großteil der zukünftigen Produktion wurde zu relativ niedrigen Preisen über die Future-Märkte verkauft. Das Unternehmen verfügte schließlich nicht über die entsprechende Liquidität, um Margin-Nachforderungen bedienen zu können. Besonders das „Hedge-Book“, also der Anteil der zukünftigen Produktion, der am Terminmarkt verkauft wird, ist offensichtlich eine bedeutende Komponente in der Beurteilung von Goldminen. Sofern der Goldpreis steigt, erzielen „Hedger“ keine höheren Erlöse. Auf der anderen Seite sind sie aber gegen fallende Preise geschützt. Goldminen mit großen ungeforderten Reserven und einem geringen bis keinem „Hedge-Book“ sollten dagegen überproportional von einer Goldhausse profitieren. Rohstofffirmen unterliegen auch operationalen Risiken. Arbeiter können streiken, Schächte können einstürzen und Minen versiegen. Obwohl der Goldpreis in den letzten fünf Jahren auf US-Dollar-Basis mehr als 250 % zugelegt hat, haben noch immer viele Goldminen Probleme mit der Profitabilität. Höhere Löhne und Energiekosten haben teilweise sogar den Anstieg des Goldpreises überkom-

pensiert. Zudem wird es immer schwieriger, die „verbrauchten“ Reserven durch neue Funde zu ersetzen, was zu steigenden Explorationskosten führt. So konnte keiner der drei oben aufgeführten Indizes in den letzten fünf Jahren an die Wertentwicklung von Gold heran kommen.

Im Zuge der Finanzkrise entwickelten sich Goldaktien gegen Ende 2008 deutlich schlechter als Gold. Dies lag zum einen daran, dass generell die liquiden Aktienmärkte besonders in der Krise litten, welche auch eine ausgeprägte Liquiditätskrise war. Besonders betroffen waren kleine Minen mit nur sehr geringer Förderung, die bisher v.a. von der „Phantasie“ lebten. In Zeiten schwieriger Refinanzierung zweifeln viele Anleger, ob die oft ambitionierten Produktionsziele aufrecht zu erhalten sind.

So verloren zwar alle Goldfonds vs. Gold, aber Fonds mit relativ kleinen Unternehmen (z.B. überwiegend Explorationsunternehmen) hatten am deutlichsten zu leiden. Allerdings war dafür bei den kleinen Werten auch die Erholung im Jahr 2009 ausgeprägter.

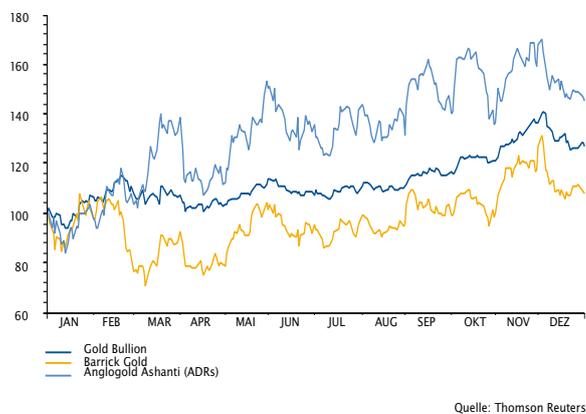
**Goldindizes im Vergleich zu Gold in den Jahren 2008/2009 (indexiert; 1.1.2008 = 100)**



Quelle: Thomson Reuters

Generell kann nicht gesagt werden, ob Goldminen oder Gold eine bessere Wertentwicklung aufweisen. Auch in Phasen, in denen Goldminen besser oder schlechter abschnitten als Gold, gab es immer wieder einzelne Ausreißer nach oben und unten.

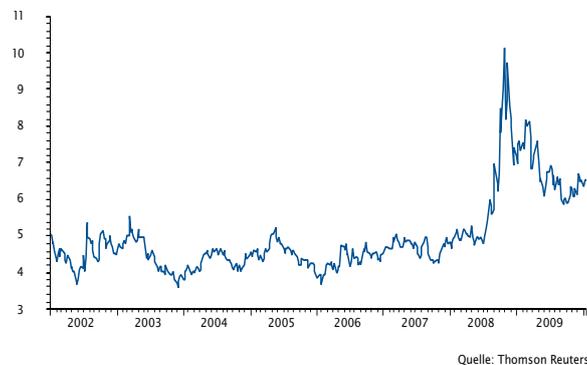
**Barrick, Anglogold Ashanti und Goldpreis im Jahr 2009 (indexiert; 1.1.2009 = 100)**



Im 4. Quartal 2008 erschienen Goldminen jedoch deutlich überverkauft zu sein. So erklärt sich auch der deutliche Anstieg von tiefen Niveaus im Jahr 2009. Von „Gold-Bugs“, also begeisterten Anhängern des „Gelben

Metalls“, wurde für die Bestimmung, ob Goldminen-Aktien im Vergleich zu Gold teuer oder billig sind, gerne das Verhältnis (Quotient) von Gold zum XAU verwendet. Dabei galt ein Quotient von über 5 i.d.R. als gute Kaufgelegenheit für Minenaktien. Im Herbst 2008 stieg dieser Quotient auf über 10. Dies bedeutet, dass Minen im Verhältnis zu Gold sehr billig waren. Nach der Erholung der Minen im Jahr 2009 liegt der Quotient noch knapp über 6.

**Gold relativ zu Goldminen (XAU) (Stand 25.01.2010)**



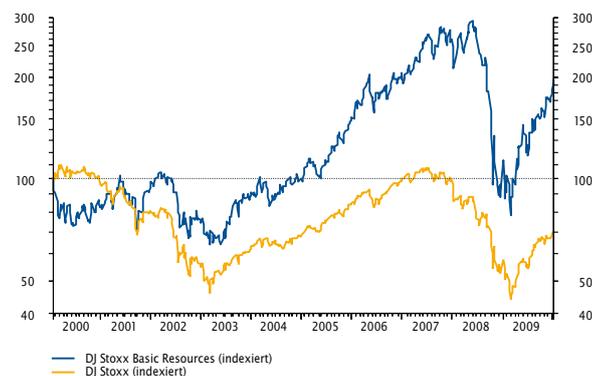
*Michael Krauß*  
(LBBW Asset Management Investmentgesellschaft mbH)

## 9.4.4 Minenaktien

### Überwältigende Kurserholungen nach Rezession

Die Kurserholungen bei Minenaktien nach den rapiden und unerwartet heftigen Rohstoffpreistrückgängen zum Ende des Jahres 2008 war so stark wie nie zuvor. Der Subindex DJ Stoxx 600 Basic Resources stieg seit den Tiefpunkten Anfang März um rund 140 % und zählt damit zu den erfolgreichsten Subindizes des DJ Stoxx 600.

### Kursentwicklung DJ Stoxx vs. DJ Stoxx Basic Resources (indexiert; 1.1.2000 = 100)

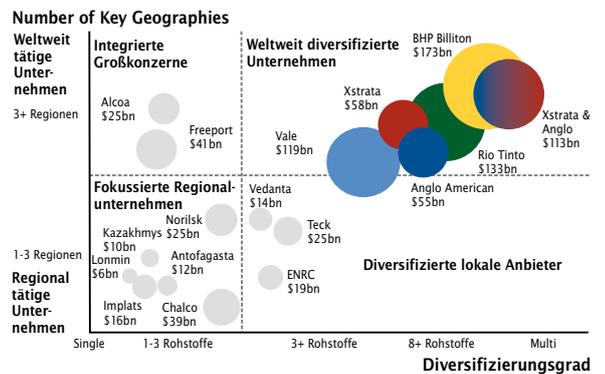


Quelle: Thomson Reuters

### Große, integrierte Bergbaukonzerne profitieren

Von dieser starken Erholung profitierten nicht zuletzt die Aktienkurse der großen, integrierten Bergbaukonzerne, die in den letzten Jahren sowohl organisch als auch in manchen Fällen durch Übernahmen an Größe gewonnen haben. Hierzu zählen Anglo American, BHP Billiton, Rio Tinto (alle drei Schwergewichte im Stoxx 50) und Xstrata. Diese Unternehmen des Metall- und Minensektors haben diversifizierte Rohstoffportfolien mit Schwerpunkten in der Förderung und Verarbeitung von Basismetallen (Kupfer, Nickel, Zink, Zinn, Blei, Aluminium) und teilweise von Eisenerz. Breiter diversifizierte Gesellschaften unterhalten darüber hinaus auch Standbeine in der Erdöl- (BHP Billiton) und Kohleförderung (Anglo American, BHP Billiton, Rio Tinto und Xstrata). Die breitere Rohstoffdiversifizierung bietet den Vorteil einer höheren Unabhängigkeit von Preisvolatilitäten einzelner Rohstoffklassen.

### Marktkapitalisierung großer Minenkonzerne Ende 2009



Quelle: Xstrata

### Große Bergbaukonzerne am besten für die Zukunft gerüstet

Die gute Geschäftsentwicklung bei den Minenkonzerne ist im Wesentlichen auf die hohe Nachfrage aus den Emerging Markets, insbesondere China, zurückzuführen. Das Reich der Mitte zeigt nach wie vor solide Konjunkturwachstumswahlen, die auch im laufenden Jahr 2010 auf eine weiterhin robuste Rohstoffnachfrage schließen lassen. Hinzu kommen zunehmend spürbare Erholungsanzeichen aus den westlichen Industrieländern. Am besten dürften unserer Meinung nach die Großen der Branche für die zukünftigen Anforderungen der Rohstoffversorgung gerüstet sein. Sie verfügen über bewährte Rohstoffreserven. Neue Rohstoffvorkommen zu finden und zu erschließen bei gleichzeitiger Steigerung der Gewinnmargen, wird eine der großen Herausforderungen der Zukunft sein. Denn die technischen und geologischen Anforderungen für die Realisierung von Minenprojekten werden weiter zunehmen. Daher ist es unseres Erachtens nur eine Frage der Zeit, bis wieder Ungleichgewichte speziell an den Metallmärkten entstehen werden und das knapper werdende Angebot von der Nachfrage übertroffen wird. Eine solche Entwicklung dürfte im besonderen Maße bei den Rohstoffen Kupfer, Eisenerz und Kohle stattfinden.

### **Kurzfristige Risiken nicht aus den Augen verlieren**

Trotz aller Euphorie über steigende Kurse von Minentiteln sollte man die Risiken nicht aus den Augen verlieren. In Einklang mit den Rohstoffpreisen sind auch die Lagerbestände gestiegen. Zudem sind die Metallimporte nach China nach den Rekorden im ersten Halbjahr 2009 wieder auf dem Weg der Normalisierung. Das deutet zunächst auf eine verhaltene physische Rohstoffnachfrage hin. Daher dürften der Aufbau von Lagerbeständen und die Verwendung von Rohstoffen als Alternativanlage infolge der weltweiten Liquiditätsschwemme zumindest teilweise für die Preissteigerungen verantwortlich sein. Daher besteht die Gefahr, dass im Anschluss an die staatlichen Konjunkturprogramme Ende 2010 die erhoffte physische Konsumnachfrage nicht in entsprechendem Maße einsetzt. Wie für den gesamten Rohstoffsektor sind die konjunkturellen Risiken auch für Minenunternehmen am größten.

### **Finanzierungsdruck geringer nach Rohstoffpreiserholung**

Auf Unternehmensseite haben die großen Bergbaukonzerne in der Krise ihre Hausaufgaben gemacht. Die schwachen Bilanzen zum Jahresbeginn wurden zum Teil durch Kapitalerhöhungen verbessert. Die zeitweise hohe Nettoverschuldung, die im Zuge von Akquisitionen und umfangreichen Investitionen in den letzten Jahren aufgebaut wurde, sank dadurch deutlich. Mit dem Anstieg der Rohstoffpreise sind nun auch die Ertragsperspektiven besser geworden. Einen zusätzlichen Hebeleffekt für die Gewinnentwicklung dürften frühzeitig eingeleitete Kostensenkungsmaßnahmen bieten. Aufgrund der gestiegenen Cashflows stellt selbst die Finanzierung der bestehenden und teilweise noch hohen Verschuldungsquoten für Minenkonzerne kein bedrohliches Problem mehr dar. Nichtsdestotrotz präferieren wir angesichts der genannten kurzfristigen Risiken eher Minenkonzerne mit einer vergleichsweise niedrigen Verschuldung.

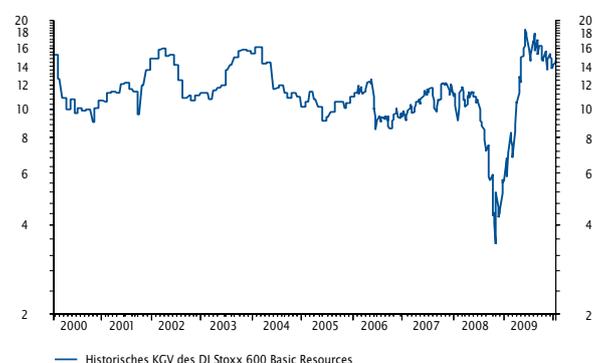
### **Übernahmen und Fusionen eher in der zweiten Reihe**

Mit einem Anspringen des Übernahmekarussells unter den großen Bergbauunternehmen rechnen wir zunächst nicht. Bereits in der Vergangenheit waren Zusammenschlüsse und Übernahmen zwischen Bran-

chengrößen wie Rio Tinto und BHP Billiton oder Xstrata und Anglo American an entsprechenden Widerständen der Übernahmeziele gescheitert. Dafür gewinnen immer mehr Alternativen wie Joint Ventures nach dem Vorbild von BHP Billiton und Rio Tinto bei der Eisenerzförderung in Australien an Bedeutung. Ansonsten dürften Wachstumspotenziale bei den großen Bergbauunternehmen zukünftig durch die Realisierung neuer Projekte entstehen. Anders dürfte die Situation in der zweiten Reihe aussehen. Insbesondere erfolgreiche Bergbauunternehmen mit Ausrichtung auf wenige Rohstoffe könnten dabei in den Fokus der großen Minen geraten.

**Hohes Gewinnwachstum lässt Bewertung sinken**  
Bergbauaktien gehören zu den Börsengewinnern des vergangenen Jahres. Die Zeit branchenweiter Gewinne dürfte allerdings nach den starken Kursanstiegen des letzten Jahres zunächst vorbei sein. Die aktuelle Bewertung der Minentitel ist dabei ein kleiner Wermutstropfen. Mit einem aktuellen KGV von 14,7 ist der Sektor im historischen Vergleich am oberen Rand der langfristigen historischen KGVs bewertet. Allerdings muss dabei berücksichtigt werden, dass Gewinnprognosen für Minenaktien wegen der Entwicklungsschwankungen infolge der hohen Konjunkturabhängigkeit einen stärkeren nachlaufenden Charakter haben als in anderen Branchen. Wir rechnen daher damit, dass die langfristig besseren Gewinnperspektiven der Minenkonzerne in absehbarer Zeit zu niedrigeren Bewertungszahlen führen dürften.

### **Historisches Kurs-Gewinn-Verhältnis von Unternehmen des Rohstoffsektors**



Quelle: Thomson Reuters

### BHP Billiton – Schwergewicht mit breiter Rohstoffdiversifikation

Die australisch-britische BHP Billiton ist das weltweit größte und am besten diversifizierte Bergbauunternehmen. Die größten EBITDA-Beiträge wurden im Geschäftsjahr 2008/09 (Gj 30.06.) in den Segmenten Eisenerz (21 %), Kokskohle (16 %), Basismetalle (15 %; hauptsächlich Kupfer), Kraftwerkskohle (13 %), Aluminium (8 %), Rohstoffe für rostfreien Stahl (5 %) und Sonstige Rohstoffe (7 %) erzielt. Von anderen großen Minenunternehmen unterscheidet sich BHP Billiton durch ein zusätzliches Segment für die Erdölförderung mit einem EBITDA-Beitrag von 15 %. Nachdem BHP Billiton in den letzten Jahren keine großen Übernahmen durchführte, weist der Minenkonzern auch ohne Kapitalmaßnahme eine solide Bilanz auf. BHP Billiton ist mit einem KGV von 14,9 auf Basis unserer Gewinnschätzungen für das Jahr 2010 zwar relativ hoch bewertet, bietet aber aufgrund der breiten Diversifizierung ein im Vergleich zu anderen großen Bergbauunternehmen geringeres Risiko.

### Xstrata – Attraktive Bewertung und Spekulation auf höhere Basismetallpreise

Xstrata ist aus Teilen der Schweizer Rohstoffhandelsgruppe Glencore International hervorgegangen. Noch

heute ist Glencore mit 34,5 % größter Aktionär von Xstrata, das zum Börsengang im März 2002 noch ein unbekanntes, nur wenig diversifiziertes Unternehmen mit der Geschäftsausrichtung auf drei Rohstoffklassen in drei Ländern war. Mittlerweile hat der Minenkonzern mit der Förderung diverser Rohstoffe deutlich an Größe gewonnen und zählt damit zu den diversifizierten Konzernen. Im Geschäftsjahr 2008 betrug der EBITDA-Anteil von Kohle 43 %, Kupfer 33 %, Legierungen 11 %, Zink 5 % und Nickel 8 %. In einigen Bereichen wie der Zinkförderung oder der Chromproduktion hat das Unternehmen eine führende Position. Die Bilanz wurde durch eine Kapitalerhöhung zu Beginn des letzten Jahres verbessert. Bisher wuchs der Minenkonzern stark über Akquisitionen. In Zukunft will das Management von Xstrata eher mit Hilfe eigener Projekte wachsen. Im KGV-Vergleich sind die Aktien des Schweizer Bergbauunternehmens mit einem KGV von 8,7 auf Basis des Jahres 2010 relativ günstig. Gelingt die Transformation vom akquisitionsgetriebenen zum organischen Wachstum, dürften weitere Kursgewinne möglich sein.

*Gerold Deppisch  
(LBBW Investment Research)*

	ISIN	Kurs am 12.02.10	Dividende GJ 2009e	Div. Rendite 2009e	Gewinn je Aktie			KGV 2010e	LBBW Rating
					2008	2009e	2010e		
Anglo American	GB00B1XZS820	2310	0,00	0,0%	267,5	127,0	203,4	11,4	Halten
BHP Billiton	GB0000566504	1898	52,27	2,8%	116,8	122,6	127,0	14,9	Kaufen
Rio Tinto	GB0007188757	3206	36,97	1,2%	175,1	177,6	212,4	15,1	Halten
Xstrata	GB0031411001	1005	5,10	0,5%	312,1	66,8	114,9	8,7	Kaufen

Angaben in Gbp

BHP Billiton annualisiert (Gj. 30.06.)

BHP Billiton und Rio Tinto sind Dual Listed Companies mit zwei eigenständigen Börsennotierungen in London und Sydney und jeweils unterschiedlichen Aktienanzahlen. In der vorliegenden Tabelle ist die gesamte Aktienanzahl des jeweiligen Unternehmens auf die jeweilige Londoner Notierung bezogen.

## 9.4.5 Stahlaktien

### Es darf wieder gekocht werden

Die Folgen der Finanzkrise bekamen die Stahlkocher ganz besonders stark zu spüren. Der Einbruch der Industrieproduktion hat die Stahlnachfrage insbesondere in den westlichen Industrieländern massiv verringert. In Deutschland verzeichnete die Stahlproduktion zum Beispiel ein Minus von 28 %. Nur durch das milliarden-schwere Konjunkturpaket Chinas, das einen bemerkenswerten Nachfrageimpuls erzeugte, konnte der Rückgang des weltweiten Stahlverbrauchs auf 8,6 % begrenzt werden.

Für das Jahr 2010 erwartet die Worldsteel Association eine kräftige Erholung der weltweiten Stahlnachfrage um 9,2 %. Der erwartete Zuwachs basiert vor allem auf der Stabilisierung des Lagerzyklus. In der ersten Jahreshälfte 2009 hatte der Abbau von Lagerbeständen die Stahlkonjunktur erheblich belastet. Darüber hinaus sorgt das Konjunkturprogramm in China auch in diesem Jahr für kräftige Nachfrageimpulse. In den meisten anderen aufstrebenden Volkswirtschaften, insbesondere in Asien und Südamerika, nimmt die Stahlkonjunktur ebenfalls wieder mehr Fahrt auf. Trotz der zu erwartenden Erholung besteht aber kein Grund zu Euphorie. Die Rückschläge für die Bauwirtschaft in Dubai, das Auslaufen von Konjunkturprogrammen für Infrastruktur und Neuwagenkäufe sowie die verhaltene Konsumnachfrage in den USA und Europa geben wenig Anlass dazu.

### ThyssenKrupp

ThyssenKrupp ist ein weltweit tätiger Technologiekonzern und beschäftigt fast 188.000 Mitarbeiter in über 80 Ländern. Sie erwirtschafteten im Geschäftsjahr 2008/2009 einen Umsatz von mehr als 40 Mrd. €. Acht Geschäftseinheiten bündeln die Aktivitäten und das Know-how des Konzerns in den strategischen Kompetenzfeldern Materials und Technologies. ThyssenKrupp zählt zu den Weltmarktführern bei Edelstahl

und gehört darüber hinaus mit dem Segment Elevator zu den weltweit größten Anbietern von Fahrstühlen und Rolltreppen.

### Salzgitter

Die Salzgitter AG ist mit etwa 23.000 Mitarbeitern nach ThyssenKrupp der zweitgrößte Stahlhersteller in Deutschland. Der Konzern, der über 80 nationale und internationale Tochter- und Beteiligungsgesellschaften umfasst, ist gegliedert in die Unternehmensbereiche Stahl, Röhren, Handel und Dienstleistungen. Das Produktprogramm umfasst Flachstahlprodukte in vielen Varianten, Träger, Grobbleche sowie nahtlose und geschweißte Rohre in allen Dimensionen. Im Bereich der hochqualitativen Profil- und Flachstahlprodukte ist die Salzgitter AG unter den Top 5 in Europa, bei Großrohren sogar Weltmarktführer.

### ArcelorMittal

ArcelorMittal beschäftigt weltweit 310.000 Mitarbeiter in mehr als 60 Ländern. Das Unternehmen entstand aus der Übernahme von Arcelor durch Mittal Steel. Der Firmensitz liegt in Luxemburg. Gemessen am Umsatz, Produktionsvolumen und Marktkapitalisierung ist ArcelorMittal weltweit das größte Stahlunternehmen. Die Kunden von ArcelorMittal sind in einer Vielzahl von Sektoren tätig. Hierzu zählt der Fahrzeug- und Maschinenbau, Haushaltsgeräte und Verpackungen. Die Gesellschaft ist führend in der Forschung & Entwicklung, besitzt eine beträchtliche eigene Rohstoffversorgung (Eisenerz, Bauxit und Koks-kohle) und unterhält ein ausgedehntes Distributionsnetz. Im Geschäftsjahr 2008 betrug der Umsatz 124,9 Mrd. USD und das operative Ergebnis 12,2 Mrd. USD. ArcelorMittal ist stark in Westeuropa und Nordamerika vertreten. Im Jahr 2008 produzierte der Konzern weltweit 101,7 Mio. Tonnen Stahl.

*Wolfgang Albrecht  
(LBBW Investment Research)*

	ISIN	Kurs am 12.02.10	Dividende GJ 2009e	Div. Rendite 2009e	Gewinn je Aktie			KGV 2010e	LBBW Rating
					2008	2009e	2010e		
ThyssenKrupp	DE0007500001	22,96	0,00	0,0%	4,59	-4,01	0,71	32,3	Halten
Salzgitter	DE0006202005	63,92	0,50	0,8%	12,11	-2,97	4,99	12,8	Halten
ArcelorMittal	LU0323134006	26,99	0,55	2,0%	5,00	-0,01	1,87	14,4	Halten

# Prognoseüberblick.

Rohstoff	Einheit	Bezug	Stand	LBBW Research Prognose	
			12.02.2010	30.06.2010	31.12.2010
<b>Gesamtmarkt</b>					
DJUBS Commodity Index	USD	Spot Return	347,21	370	390
<b>Energie</b>					
Rohöl (Brent)	USD / Barrel	Active Future	72,90	75	80
Gas Oil (ICE)	USD / Tonne	Active Future	587,75	650	700
<b>Edelmetalle</b>					
Gold	USD / Unze	Spot	1.092	1.100	1.250
Silber	USD / Unze	Spot	15,46	18,00	20,00
Platin	USD / Unze	Spot	1.512	1.550	1.700
Palladium	USD / Unze	Spot	417	400	450
<b>Industriemetalle</b>					
Aluminium	USD / Tonne	Active Future	2.024	2.050	2.200
Kupfer	USD / Tonne	Active Future	6.796	6.200	6.900
Nickel	USD / Tonne	Active Future	18.570	18.500	20.500
Blei	USD / Tonne	Active Future	2.120	1.700	1.800
Zink	USD / Tonne	Active Future	2.168	1.900	2.100
<b>Agrar</b>					
Weizen (CBOT)	USc/Scheffel	Active Future	501	560	550
Mais (CBOT)	USc/Scheffel	Active Future	373	450	480
Sojabohnen (CBOT)	USc/Scheffel	Active Future	954	1.150	1.100
EURUSD			1,36	1,42	1,37

# Disclaimer.

Die LBBW unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Bonn/Frankfurt. Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten.

**Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.**

Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur zu Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

Die LBBW hat Vorkehrungen getroffen, um Interessenskonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden oder angemessen zu behandeln. Dabei handelt es sich insbesondere um institutsinterne Informationsschranken, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenskonflikte der LBBW begründen können, das Verbot des Eigenhandels in Papieren für die oder für deren Emittenten die betreffenden Mitarbeiter Finanzanalysen erstellen sowie die laufende Überwachung der Einhaltung gesetzlicher Pflichten durch Mitarbeiter der Compliance-Stelle. Aktuelle Angaben gemäß § 5 Abs. 4 Nr. 3 FinAnV finden sie unter <http://www.LBBW.de/finanzanalyseverordnung>.

Die LBBW verwendet ein dreistufiges, absolutes Aktienrating-System. Die jeweiligen Einstufungen sind mit folgenden Einschätzungen verbunden: Kaufen: Bezogen auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten empfehlen wir Investoren den Kauf der Aktie. Verkaufen: Bezogen auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten empfehlen wir Investoren den Verkauf der Aktie. Halten: Wir haben eine neutrale Einstufung der Aktie und empfehlen auf Sicht von bis zu 12 Monaten weder den Kauf noch den Verkauf der Aktie. Unter Beobachtung: Das Rating wird derzeit von uns überarbeitet. Ausgesetzt: Eine Beurteilung des Unternehmens ist momentan nicht möglich.

Anmerkungen: Das Rating-System vor dem 6. April 2009 lautete: Kaufen: Das Kurspotenzial der Aktie beträgt mindestens 10 %. Halten: Das Kurspotenzial der Aktie liegt zwischen 0 % bis 10 %. Verkaufen: Es wird eine negative Kursentwicklung der Aktie erwartet. Die Ratings beziehen sich auf einen Zeithorizont von bis zu 6 Monaten.

## Prozentuale Verteilung aller aktuellen Aktienratings der LBBW

Kaufen	Halten	Verkaufen	Unter Beobachtung	Ausgesetzt
44,3 %	38,8 %	15,1 %	0,7 %	1,1 %

## Disclaimer

### OMV:

**Wir weisen darauf hin, dass die LBBW oder mit ihr verbundene Unternehmen innerhalb der letzten 12 Monate an der Führung eines Konsortiums oder einem Konsortium für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots beteiligt waren.**

### ThyssenKrupp:

**Wir weisen darauf hin, dass die LBBW oder mit ihr verbundene Unternehmen innerhalb der letzten 12 Monate an der Führung eines Konsortiums oder einem Konsortium für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots beteiligt waren.**

## Rating-Chroniken

<b>BP</b>		<b>Phoenix</b>		<b>Anglo American</b>	
27.10.2005	Kaufen	08.12.2009	Kaufen	14.03.2007	Halten
		26.08.2009	Kein Rating		
<b>ENI</b>		<b>Q-Cells</b>		<b>BHP Billiton</b>	
02.12.2009	Halten	13.05.2009	Verkaufen	28.11.2008	Kaufen
13.05.2004	Kaufen	24.02.2009	Halten	30.11.2007	Halten
13.11.2003	Halten	27.03.2007	Kaufen	14.03.2007	Kaufen
		07.02.2007	Halten		
<b>OMV</b>		08.06.2006	Kaufen	<b>Rio Tinto</b>	
11.10.2007	Halten	27.03.2006	Halten	28.11.2008	Halten
		20.01.2006	Verkaufen	30.11.2007	Kaufen
<b>Repsol</b>				09.11.2007	Ausgesetzt
05.04.2007	Halten	<b>Solon</b>		14.03.2007	Kaufen
14.05.2004	Kaufen	23.02.2009	Verkaufen	<b>Xstrata</b>	
12.11.2003	Halten	24.07.2008	Halten	30.11.2007	Kaufen
		03.06.2008	Kaufen	14.03.2007	Halten
<b>Royal Dutch</b>		09.01.2008	Halten		
11.02.2010	Halten	12.09.2007	Verkaufen	<b>ArcelorMittal</b>	
04.05.2004	Kaufen	28.03.2007	Kaufen	20.01.2008	Halten
09.02.2004	Halten	19.01.2006	Halten		
26.06.2003	Kaufen	08.06.2005	Kaufen	<b>Salzgitter</b>	
		26.04.2005	Halten	05.11.2009	Halten
<b>Statoil</b>		14.04.2005	Kaufen	07.08.2009	Verkaufen
26.11.2009	Kaufen			08.05.2009	Halten
01.12.2008	Halten	<b>Solarworld</b>		14.06.2007	Kaufen
29.04.2008	Kaufen	22.10.2009	Verkaufen	17.06.2005	Halten
		24.04.2009	Halten		
<b>Total</b>		25.01.2008	Kaufen	<b>ThyssenKrupp</b>	
10.11.2003	Kaufen	27.03.2007	Halten	21.05.2008	Halten
		02.02.2006	Kaufen	03.05.2007	Kaufen
		20.01.2006	Halten	25.02.2005	Halten
<b>Conergy</b>		<b>SMA Solar</b>		13.02.2004	Kaufen
24.01.2010	Kaufen	17.11.2009	Kaufen	08.12.2003	Halten
14.05.2009	Verkaufen	30.09.2009	Halten		
23.02.2009	Halten	23.07.2009	Kaufen		
11.09.2008	Verkaufen	20.03.2009	Halten		
03.06.2008	Halten	10.11.2008	Kaufen		
06.02.2008	Verkaufen	19.08.2008	Halten		
05.11.2007	Halten				
15.01.2007	Kaufen				
23.11.2006	Halten				
27.06.2006	Kaufen				
06.06.2006	Halten				
30.03.2006	Kaufen				







# Impressum.

Redaktion: Landesbank Baden-Württemberg  
Bond Research / Economics  
Am Hauptbahnhof 2  
70173 Stuttgart

Dr. Frank Schallenger  
Sven Streitmayer  
Thorsten Proettel  
Manfred Wolter

Telefon: ++49/(0)7 11/1 27 -7 92 52  
Telefax: ++49/(0)7 11/1 27 -7 97 56  
E-Mail: commodity.research@LBBW.de

Layout: Bettina Drevensek

Redaktionsschluss: 15. Februar 2010

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten.

Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur zu Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater. Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern.

Wir behalten uns des Weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.

Wir weisen darauf hin, dass die Fondsgesellschaften oder diesen nahe stehende Gesellschaften berechtigt sind, Vermittlern (wie etwa Kreditinstituten und somit auch der LBBW) Vermittlungsentgelte oder Bestandsvergütungen zu gewähren. Diese werden derzeit üblicherweise in Abhängigkeit vom vermittelten Fondsvolumen bemessen und in regelmäßigen Abständen an den Vermittler abgeführt. Es wird dem Anleger oder Interessenten in jedem Fall empfohlen, vor einem Erwerb, Verkauf oder einer beabsichtigten Auflösung eines Investments einen steuerlichen Berater oder Wirtschaftsprüfer zu konsultieren. Dies gilt hinsichtlich der steuerlichen Behandlung der Investments, aktueller Änderungen der jeweiligen Steuergesetze sowie der Frage, wie dieses Investment im Privatvermögen oder in der Handels- und Steuerbilanz abzubilden und zu bewerten ist. Vergangenheitsdaten geben keinen Aufschluss über zukünftige Wertentwicklungen. Die vorliegenden Informationen sind nicht als Aufforderung oder Angebot zum Kauf oder Verkauf zu verstehen und nur für den internen Gebrauch bestimmt.

**Landesbank Baden-Württemberg**  
Hauptsitze

**Stuttgart**

Postfach 10 60 49  
70049 Stuttgart  
Am Hauptbahnhof 2  
70173 Stuttgart  
Telefon 0711 127-0  
Telefon 72519-0  
Telefax 0711 127-43544  
<http://www.LBBW.de>  
[kontakt@LBBW.de](mailto:kontakt@LBBW.de)

**Karlsruhe**

76245 Karlsruhe  
Ludwig-Erhard-Allee 4  
76131 Karlsruhe  
Telefon 0721 142-0  
Telex 7826935  
Telefax 0721 142-23012  
<http://www.LBBW.de>  
[kontakt@LBBW.de](mailto:kontakt@LBBW.de)

**Mannheim**

Postfach 10 03 52  
68003 Mannheim  
Augustaanlage 33  
68165 Mannheim  
Telefon 0621 428-0  
Telefax 0621 428-72591  
<http://www.LBBW.de>  
[kontakt@LBBW.de](mailto:kontakt@LBBW.de)

**Mainz**

Postfach 29 69  
55098 Mainz  
Große Bleiche 54-56  
55116 Mainz  
Telefon 06131 64-37800  
Telefax 06131 64-35701  
<http://www.LBBW.de>  
[kontakt@LBBW.de](mailto:kontakt@LBBW.de)