

Bühne frei für Janet Yellen

Die US-Notenbank informiert am Mittwoch über die Geldpolitik.

Das Geschehen an den Finanzmärkten wird derzeit von einer Frage dominiert: Was wird das Federal Reserve tun? Mit grosser Spannung warten Investoren deshalb auf den Auftritt von US-Notenbankchefin Janet Yellen, die am Mittwochnachmittag in Washington eine Pressekonferenz abhalten und über den weiteren geldpolitischen Kurs in den USA informieren wird.

Seit Monaten spekulieren Anleger rund um den Globus, wann das Fed den Startschuss für die erste Zinserhöhung seit der Finanzkrise geben wird. Zwar erfolgt die Zinswende frühestens im Sommer, doch Yellens Statement könnte wichtige Anhaltspunkte für den weiteren Fahrplan enthalten.

Ende der Forward Guidance

Um überhaupt eine Zinserhöhung beschliessen zu können, muss sich das Fed zunächst mehr Handlungsspielraum verschaffen. Bei vergangenen Auftritten hat die Fed-Chefin stets betont, dass die Notenbank bei der Normalisierung der Geldpolitik «geduldig» sein werde. Das bedeutet konkret, dass die Währungshüter wenigstens zwei Sitzungen abwarten werden, bevor sie an der Zins-schraube drehen. Löst Yellen dieses Versprechen am Mittwoch auf, ist eine Zinserhöhung ab Juni möglich.

Der Entscheid würde zugleich die Ära der Forward Guidance beenden. Sie zählte in den vergangenen Jahren zu den Hauptinstrumenten des Fed: Mit der Zusicherung, die Leitzinsen auf niedrigem Niveau zu halten, hat die Notenbank seit der Finanzkrise versucht, die Markterwartungen zu steuern und Vertrauen zu gewinnen.

Doch auch wenn Yellen die Formulierung anpasst, heisst das nicht, dass ein Zinsschritt im Juni bereits in Stein gemeisselt ist. Das hat Yellen bei ihrer Anhörung vor dem US-Senat Ende Februar deutlich gemacht. Entscheidend sei die Konjunktorentwicklung in den USA, hatte die Fed-Chefin erklärt.

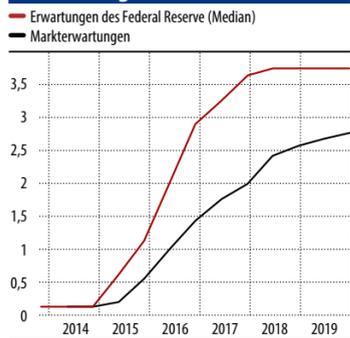
Skeptische Finanzmärkte

Die amerikanische Wirtschaft sendet derzeit gemischte Signale aus und erschwert dadurch die Arbeit des Fed. Der Arbeitsmarkt brummt, doch zahlreiche weitere Indikatoren sind enttäuschend ausgefallen. Dazu zählen etwa die Umsatzzahlen der Einzelhändler. Kopferbrechen dürften den Währungshütern zudem der starke Dollar und die niedrige Teuerung bereiten. Von Interesse wird daher sein, ob das Fed am Mittwoch seine Konjunkturprognose (Summary of Economic Projections, SEP) nach unten anpasst.

Der SEP-Bericht, der einmal pro Quartal veröffentlicht wird, zeigt zudem, wie die Mitglieder des Offenmarktausschusses die Entwicklung der Federal Funds Rate einschätzen. Er ist ein Anhaltspunkt dafür, wie schnell die Zinsen steigen könnten. Zielwert ist der langfristige Gleichgewichtszins, bei dem weder die Inflation angeheizt noch das Beschäftigungswachstum gehemmt wird. Im Dezember lag dieser Satz gemäss den Notenbankern bei 3,75%.

Die Finanzmärkte sind gegenwärtig skeptisch, dass das Fed diesen angepeilten Pfad zur Zinserhöhung einhalten kann: Die Markterwartungen liegen durchwegs unter den Prognosen der Währungshüter (vgl. Grafik). **THA**

Entwicklung der Federal Funds Rate



Nur die weniger ergiebigen werden abgestellt: Bohranlage zur Förderung von Erdgas aus Schiefergasformationen im US-Bundesstaat Wyoming.

Das frühe Ende des Superzyklus

Die US-Rohölpreise fallen auf ein Mehrjahrestief. Anhänger der Rohstoffsuperzyklus-These brauchen viel Geduld.

PETER ROHNER

Die Erholung am Erdölmarkt war von kurzer Dauer. Nach dem Aufbäumen im Februar ist der Preis für ein Fass der Sorte West Texas Intermediate (WTI) auf ein neues Mehrjahrestief gefallen. Am Dienstag kostete der nächst fällige WTI-Kontrakt 43.88 \$, so wenig wie zuletzt während der Finanzkrise 2009. Auch der Brent-Preis hat im März 15% auf 53\$/Fass verloren, nachdem er zuvor mehr als 30% an Boden gutgemacht hatte (vgl. Grafik 1).

Rohstoffexperten machen in erster Linie den starken Dollar für die erneut fallenden Notierungen verantwortlich. «Zudem besteht besonders in den USA immer noch ein Angebotsüberhang, der wegen der Exportbeschränkungen und der Streiks in den Raffinerien nicht abfliessen kann», erklärt Walter Schneider, Geschäftsführer von LaSalle Brokerage in Zürich. Die Preisdifferenz zwischen WTI und europäischem Brent-Öl beträgt denn auch fast rund 10\$, nachdem WTI noch im Januar zum ersten Mal seit 2010 mehr als Brent gekostet hatte. Schneider befürchtet, dass die Preise noch weiter fallen werden. Dann nämlich, wenn nicht mehr genügend Lagerkapazitäten da sind und die physische Ware auf den Markt drückt.

Globales Überangebot

Die Tatsache, dass Kontrakte mit Liefertermin in ferner Zukunft teurer sind als kürzere Kontrakte (Contango), hat das Lagern von Erdöl attraktiv gemacht. Laut der US-Energiebehörde EIA waren die Lager in den USA um diese Jahreszeit seit über 80 Jahren nie so gut gefüllt. Trotz neuer Kapazitäten in Cushing kann der Lageraufbau aber nicht ewig weitergehen.

«Das einzige, was den Markt drehen kann, ist eine Unterversorgung», ist Schneider überzeugt. Aber das sei auch auf dem Brent-Markt nicht absehbar. Was könnte der Auslöser für Verknappung sein? Die Zulassung der Exporte von leichtem Rohöl würde laut Schneider die Situation am US-Markt etwas normalisieren, am globalen Überschuss würde sich aber nichts ändern. «Damit das Angebot aus unkonventionellen Quellen zurückgeht, müsste etwas Schlimmes wie ein Unfall in der Schieferölförderung geschehen.»

Mit dem Erreichen neuer Tiefstände glaubt kaum mehr jemand an den Rohstoffsuperzyklus. Statistische Unter-

suchungen aus dem Jahr 2012 hatten drei solcher historischer Superzyklen identifiziert. Die vierzig Jahre langen Zyklen fanden alle rund um Ereignisse statt, die die Weltwirtschaft in den Grundfesten erschütterten: Der Erste Weltkrieg, der Wiederaufbau Europas nach dem Zweiten Weltkrieg und die Ölkrise zu Beginn der Siebzigerjahre. Der vierte Superzyklus geht gemäss Verfechtern der These mit dem Aufstieg Chinas zur grössten Volkswirtschaft einher und hat mit der Hausse in den Nullerjahren begonnen (vgl. Grafik 2).

Jeremy Baker, Rohstoffexperte von Harcourt Investment Consulting, würde jene Hausse zwischen 2000 und 2011, die mit dem Einbruch während der Finanzkrise einen temporären Rücksetzer erlitt, aber nicht unbedingt als Teil eines Superzyklus bezeichnen. «Die Rohstoffmärkte

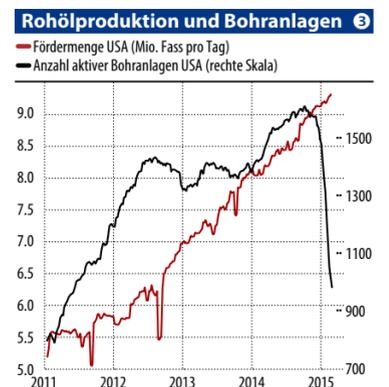
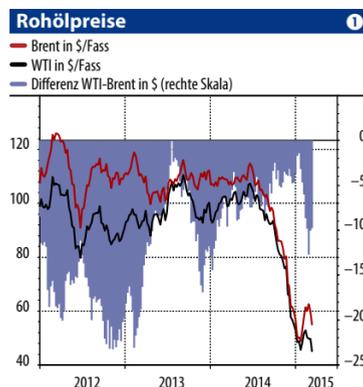
sind ihrer Natur nach einfach extrem zyklisch», sagt Baker. Höhere Preise lockten Investitionen an, wodurch mit einer gewissen Verzögerung das Angebot wachse und die Preise unter Druck kämen.

Baisse bremst Investitionen

«Mit der Superzyklus-Story haben sich viele getäuscht. Es wurde unterschätzt, wie dynamisch der Markt reagiert», pflichtet Schneider bei. Baker hegt für die Rohstoffpreise mittelfristig genau deshalb wieder Hoffnung: «So, wie die hohen Preise während der Hausse die Investitionen in neue Förderanlagen ankurbelten, werden die niedrigen Preise früher oder später die Investitionstätigkeit bremsen.» In den USA ist die Zahl der aktiven Bohrstätten bereits von rund 1600 auf 1000

gefallen (vgl. Grafik 3). Dennoch nimmt die Produktion weiter zu, wenn auch weniger schnell. Das ist möglich, weil nicht alle Bohranlagen gleich effizient sind, und bisher nur die weniger ergiebigen Anlagen abgestellt wurden. Capital Economics erwartet die Spitze der US-Produktion im Sommer. «Was dann zu einer Erholung der Preise noch fehlt, ist eine starke Weltkonjunktur», meint Baker.

In den Augen Schneiders sieht es eher nach einer längeren Baisse aus. «Daran ist auch der Dollar Schuld.» Da es mehr Produzentenländer gibt, die Rohwaren exportieren, hält er wenig von einem neuen globalen Superzyklus. «Das gilt auch für Agrargüter, wo nicht mehr nur die US-Landwirtschaft tonangebend ist, seit ein wesentlicher Teil des Angebots von ausserhalb der USA kommt.»



Wie Schiefergas den Nahen Osten destabilisiert

Die Schiefergasrevolution ist eine Zäsur für den Erdölmarkt. «Der Ölpreiserfall hat dramatische Folgen für erdölexportierende Länder und die Stabilität im Nahen Osten», warnt Helima Croft, Rohstoffstrategin bei RBC. Die ehemalige CIA-Mitarbeiterin präsentierte ihre Erdölmarktanalysen im Rahmen einer Veranstaltung des Commodity Club Schweiz Ende Februar in Zürich.

Die Halbierung des Erdölpreises treffe zuallererst direkt diejenigen Länder, die ohnehin schon hausgemachte Probleme hätten. Allen voran Libyen, laut Croft das «Somalia der Opec». Just das Land, das mit einem rasanten Anstieg der Fördermengen zum Überangebot beigetragen und sozusagen am Anfang des Crash gestanden habe, ver-

sinke nun im Chaos. «Glauben Sie ja nicht, dass die libysche Erdölproduktion bald auf das Level vom Frühjahr zurückkommen wird.»

Zu hoch seien die Erwartungen auch an die irakische Produktion, die im Dezember auf rekordhohe 3,7 Mio. Fass pro Tag gestiegen ist. Die Internationale Energieagentur geht davon aus, dass der Irak im kommenden Jahrzehnt fast die Hälfte zum globalen Produktionswachstum beitragen werde. «Diese Schätzungen beruhen aber darauf, dass Milliarden in die Infrastruktur investiert werden, was angesichts des Konflikts mit dem IS und der niedrigen Erdölpreise fraglich ist.»

Saudi-Arabien, das durch das Verteidigen von Marktanteilen den Ölpreiserfall zugelassen hat, bezahlt mit einem grösseren Haus-

haltsdefizit. «Die Saudis könnten die Kredite an ihnen nahestehende Regierungen wie etwa in Ägypten einstellen», meint Croft.

Wenn die USA kein Erdöl aus dem Nahen Osten brauchen, wirkt sich das auch auf die US-Aussenpolitik aus. «Wer hätte sich vor ein paar Jahren auszumalen gewagt, dass die USA schon bald energieautark werden könnten? Wenn die USA nicht mehr auf das Öl angewiesen sind, wird ihre militärische Präsenz in der Region stärker hinterfragt werden», sagt Croft. Eine Gewichtsverschiebung Richtung Pazifik habe unter Präsident Barack Obama bereits stattgefunden. «Vor allem für Saudi-Arabien ist der Abzug der Schutzmacht USA mit Blick auf den Erzfeind Iran ein bedrohliches Szenario.» **PR**