



Rohstoffe

Rohrkrepierer oder Renaissance?

VIELE ROHSTOFFE HABEN JÜNGST REKORDTIEFSTÄNDE ERREICHT. STEHEN INVESTOREN VOR EINER HISTORISCHEN KAUFCHANCE? DREI AUSGEWIESENE EXPERTEN DISKUTIERTEN IM RAHMEN EINES ROUNDTABLE-GESPRÄCHES BEIM INVESTOR-PANEL VOM 2. MÄRZ 2016 ÜBER DEN GLOBALEN ENERGIEMARKT, KÜNFTIGE SZENARIEN, GOLD UND SILBER UND ANLAGESTRATEGIEN IM ROHSTOFFSEKTOR.

DIETER HAAS UND DANIEL MANSER

Wie ist Ihre Einschätzung zur klaren Ablehnung der Initiative gegen Spekulation mit Nahrungsmitteln vom 28. Februar 2016?

GIOVANNI STAUNOVO: Ich begrüße den Entscheid des Schweizer Souveräns. Die Initiative hätte das Problem des Hungers nicht gelöst und nur administrative Hürden eingeführt für Bauern und Händler.

PETER SIGG: Ich begrüße den Entscheid des Schweizer Stimmvolkes ebenfalls, hier ist man der Empfehlung des Bundesrates gefolgt. Es war natürlich ein sehr emotionales Thema, und für die Rohstoffbranche war es nicht einfach, die Faktenlage zu erklären. Auf der anderen Seite muss

man sehen, dass 40% mit Ja gestimmt haben. Ein gewisses Unbehagen gegenüber der Rohstoffindustrie ist in der Bevölkerung demnach offenbar da, insbesondere im Hinblick auf Themen wie Fracking und den Agrarhandel. Hier ist es inskünftig Aufgabe der Rohstoffindustrie, zu erklären, was die Standards sind. Sie muss aufzeigen, dass sich diese stetig verbessern und vermehrt erläutern, wie die Märkte funktionieren.

Herr Weinberg, welche Resultate hätte eine derartige Abstimmung in Deutschland gebracht?

EUGEN WEINBERG: Es ist noch nicht abschließend geklärt, welchen langfristigen Einfluss An-

lagen in diesem Bereich tatsächlich auf die Preisbildung haben. Nichtsdestotrotz haben wir zum Beispiel als eine der ersten Banken beschlossen, keine neuen börsennotierten Anlageprodukte auf Grundnahrungsmittel aufzulegen. Vermutlich wäre eine vergleichbare Initiative in Deutschland angenommen worden, denn das Thema ist hierzulande emotional diskutiert. Und wo Emotionen anfangen, sollten Anleger mit Investieren aufhören.

Was war der Treiber für den starken Rohstoffanstieg bis zur Finanzkrise und welches waren die Auslöser für den seitherigen Kursverfall?



Peter Sigg ist seit November 2015 Senior Investment Strategist für Alternative Investments bei LGT Capital Partners und seit Oktober 2011 Präsident des Commodity Club Switzerland. Von Januar 2011 bis Oktober 2015 war er Leiter Commodity Products bei LGT Capital Partners. Vor seinem Wechsel zur LGT im Juli 2007 war er u.a. Portfolio Manager bei der AXA Winterthur Asset Management und bei der Credit Suisse. Peter Sigg hat einen Master-Abschluss an der Universität St. Gallen (HSG) im Bereich Finanz- und Kapitalmärkte und besitzt ein Diplom als Chartered Alternative Investment Analyst (CAIA). Er ist zudem als Dozent am Institut für Finanzdienstleistungen Zug (IFZ) der Hochschule Luzern tätig.

«Rohstoffpreise bewegen sich in grossen Zyklen.»

PETER SIGG, PRÄSIDENT COMMODITY CLUB SWITZERLAND, SENIOR INVESTMENT STRATEGIST LGT CAPITAL PARTNERS

PETER SIGG: Rohstoffpreise bewegen sich in grossen Zyklen. Die Haupttreiber für die Märkte sind Angebot und Nachfrage. In den 1990er-Jahren waren die Preise tief. Die Branche war in der Zeit des Internethypes unattraktiv und daher wurde zu wenig in Produktionskapazitäten investiert. Dann zog die Nachfrage plötzlich an, da China und viele Schwellenländer stark gewachsen sind. Das Angebot konnte dabei mit der Nachfrage nicht mehr mithalten. Der nötige Produktionsausbau brauchte Zeit. Bei Minen dauert dies zwischen fünf und sieben Jahren, im Ölbereich geht es etwas schneller. Als Folge davon sind die Preise gestiegen und erst nach und nach konnte das Ungleichgewicht eliminiert werden. Als im Anschluss an die Finanzkrise die Nachfrage zurückging, führte das überschüssige Angebot dazu, dass sich der Preistrend nach unten umkehrte. Aktuell befinden wir uns mitten in dieser Anpassungsphase.

Wie beurteilen Sie die derzeitige Angebotslage im Ölmarkt?

GIOVANNI STAUNOVO: Wir sehen kurzfristig eher Abwärtspotenzial, zumal der Ölmarkt weiterhin überversorgt ist. Die Rückkehr Irans nach der Aufhebung der Sanktionen und die Verlangsamung des Weltwirtschaftswachstums könnten die Überversorgung weiter intensivieren. Wir

sind daher für die erste Jahreshälfte zurückhaltend. In der zweiten Jahreshälfte sollten die sich im Gange befindlichen Angebotsanpassungen sichtbar und preisunterstützend werden. Das gilt sowohl für Öl wie auch für die Industriemetalle.

EUGEN WEINBERG: Ich glaube, allein mit der physischen Angebots-/Nachfragesituation lässt sich die Preisentwicklung nicht erklären. Was die Preise bewegt, hängt in hohem Masse von der Erwartungshaltung der Marktteilnehmer ab. Als Beispiel möchte ich Kupfer erwähnen. Hier war der Markt im Jahr 2009 mit 600'000 Tonnen überversorgt. Was ist passiert mit den Preisen? Sie sind um 130% gestiegen. Drei Jahre später war der Markt mit 200'000 Tonnen unterversorgt. Es gab Defizite im Markt. Was passierte mit den Preisen? Sie fielen um 30%. Womit hat das Ganze zu tun? Mit der Erwartungshaltung. 2009 wurde die zukünftige Nachfrage aufgrund der gedämpften Stimmung zu niedrig prognostiziert. Dagegen war 2012 die Grundstimmung positiv. Allerdings war die befürchtete Unterversorgung von 600'000 Tonnen effektiv geringer, was zum anschliessenden Preisrückgang geführt hat. Allein mit der physischen Situation kann daher eine zukünftige Entwicklung nicht prognostiziert werden. Aus diesen Gründen kann ich mir sehr wohl vorstellen, dass die Preise derzeit bereits ihren Boden gefunden haben.

GIOVANNI STAUNOVO: Sicher spielt die Erwartung auch eine Rolle, aber ohne eine Verbesserung der Fundamentaldaten ist das Ganze nicht nachhaltig und bloss spekulativ.

Wie steht es mit einem Vorlauf der Preisentwicklung bei Rohstoffen, wie dies bei den Aktien im Vergleich zur Konjunktur-entwicklung der Fall ist?

EUGEN WEINBERG: Früher hat man immer gesagt «Doctor Copper». Der Kupferpreis hatte die Reputation, mit einem Vorlauf von drei bis sechs Monaten zu drehen, bevor eine Erholung der globalen Weltwirtschaft eintrat. Das ist heute weniger der Fall, auch bedingt durch beispielsweise die volatile Situation in China.

Ist der Produktionsfortschritt im Fracking derart hoch, dass sie auch im aktuellen Marktumfeld operieren können?

PETER SIGG: Die Produktionskosten sind sehr stark zurückgekommen. Man ging im Jahr 2014 davon aus, dass diese bei USD 70-80 pro Barrel liegen. Durch Effizienzgewinne (Restrukturierung des operativen Geschäfts) und aufgrund tieferer Kosten für Ausrüstung und Gehälter konnten diese in den vergangenen zwei Jahren deutlich reduziert werden. Der höhere Ölpreis förderte zudem die Innovation im Schieferölbusiness, welche ▶



Giovanni Staunovo ist seit April 2011 Commodity Analyst im Chief Investment Office (CIO) Wealth Management der UBS. Zuvor sammelte er in der Zeit von März 2002 und Februar 2005 praktische Erfahrungen als Research-Assistent an der Konjunkturforschungsstelle (KOF) der ETH Zürich. Zwischen März 2005 und Dezember 2016 war Giovanni Staunovo Research-Assistent in der Abteilung Geldmarkt und Devisenhandel der Schweizerischen Nationalbank, ehe er im Januar 2007 zur UBS wechselte, wo er zuerst als Währungsstratege im CIO der Bank in Zürich und Singapur arbeitete. Staunovo hat einen Master-Abschluss an der HSG St. Gallen im Bereich Ökonomie und Finanz- und Kapitalmärkte.

«Gold ist ein gutes Investment, wenn die Aktien fallen.»

GIOVANNI STAUNOVO, ROHSTOFFANALYST UBS CIO WEALTH MANAGEMENT

zuvor vernachlässigt worden war. Dadurch wurde dieses Geschäft erst profitabel und attraktiv und die Produktionskapazitäten wurden signifikant ausgebaut.

EUGEN WEINBERG: Wir wissen es nicht. Ich gehe aber davon aus, dass der Produktionsstoss des Frackings zurückgehen wird. Durch die Steigerung der Produktivität hat sich die Lebensdauer der Bohrlöcher stark reduziert. Viele Unternehmen haben zudem im vergangenen Jahr ihre Gewinne abgesichert. Es wird sich im laufenden Jahr zeigen, wie vielen Unternehmen es gelingen wird, die anstehenden Kreditgespräche erfolgreich zu führen. Ich gehe davon aus, dass die Produktion der US-Ölindustrie abnehmen wird, allerdings nicht bis zum Stand von vor dem Beginn des Fracking-Booms.

GIOVANNI STAUNOVO: Bei Schieferöl, das 50-60% der Gesamtproduktion in den USA ausmacht, sieht man den Rückgang bereits deutlich. Die Refinanzierungsprobleme, die fehlenden Absicherungsmöglichkeiten, die Schwierigkeiten, Effizienzgewinne zu erzielen und die sehr stark fallenden Produktionsraten – nach einem Jahr holt man nur noch 30% der ursprünglichen Menge aus dem Boden – hinterlassen Spuren.

Zum Abschluss des Themas Energie: Wo soll man investieren?

GIOVANNI STAUNOVO: Direktanlagen in Öl würde ich weiterhin meiden, vor allem wegen der hohen Rollkosten von 25% auf zwölf Monate und der aktuell überdurchschnittlichen Volatilität. Eher zu empfehlen sind Engagements in Qualitätsaktien grosser Ölkonzerne.

EUGEN WEINBERG: Man könnte jetzt antizyklisch in Unternehmen wie Autowerte, Transportwerte oder Luftfahrtwerte investieren, die vom tiefen Ölpreis profitieren und in jüngster Zeit zu Unrecht stark abgestraft wurden. Sie wurden von den arabischen Staaten in hohem Ausmass zur Diversifikation ihres Portfolios gekauft und mussten wegen des fallenden Ölpreises teilweise verkauft werden. Im Energiesektor sind vor allem die Öl verarbeitenden Unternehmen attraktiv, da die globale Nachfrage unvermindert stark ist.

PETER SIGG: Wir verfolgen einen diversifizierten Ansatz. Nebst Investitionen in Rohstoffaktien tätigen wir auch solche direkt in Rohstoffe über die Terminmärkte. Wegen der hohen Rollkosten ist die Allokation derzeit allerdings taktisch untergewichtet. Ferner investieren wir in US-Energie-Infrastruktur (Master Limited Partnerships). Diese dividendenstarken Unternehmen sind im Pipelinegeschäft tätig und hängen deutlich weniger vom Ölpreis ab. Ähnlich einer Mautstation an der Autobahn verdienen sie am durchlaufenden Volumen. Neben dieser eher zy-

klichen Long-only-Seite ergänzen wir diese mit alternativen Strategien, welche systematisch alternative Risikoprämien abgreifen. Da wären als Beispiel marktneutrale Strategien zu nennen, wie etwa Relative Value-Strategien, bei welchen Preisdifferenzen zwischen vergleichbaren Rohstoffen (z.B. Gold und Silber oder Benzin und Erdöl) regelbasiert gehandelt werden. Als weiteres Beispiel sind sogenannte Kurvenstrategien zu nennen, bei welchen Engagements im Bereich der Terminkurve eingegangen werden. Zum Beispiel kann auf diesem Wege durch eine Short-Position von den gegenwärtig hohen Rollkosten profitiert werden.

Was sind die Gründe für den jüngsten Anstieg der Edelmetalle?

EUGEN WEINBERG: Es scheint jegliche Beziehung zum Geld verloren, nicht zuletzt durch das ungebremste Drucken durch die Notenbanken. Die Kursentwicklung von Gold hängt weniger von der Angebots-/Nachfrageseite ab, sondern im Wesentlichen von folgenden Faktoren: Erstens sinken die Realzinsen derzeit wieder. Zweitens hat der schwache Börsenstart ins neue Jahr zudem Ängste unter den Anlegern ausgelöst und die Nachfrage nach Gold beflügelt. Es wurde in den ersten Monaten so viel physische Ware gekauft wie schon lange nicht mehr. Wer Gold zur Absicherung für schwache Börsen einsetzt, der ▶

Eugen Weinberg ist seit März 2007 Senior Commodity Analyst bei der Commerzbank. Er verantwortet das Rohstoff-Research bei der Bank und erarbeitet Strategien sowohl für Investoren als auch für Sicherungsgeschäfte gegen Rohstoffpreisschwankungen. Er ist einer der führenden Rohstoff-Analysten Deutschlands. Eugen Weinberg begann seine Berufslaufbahn im Handel mit Staatsanleihen für die Deutsche Morgan Grenfell. Es folgten fünf Jahre bei der Baden-Württembergischen Bank in Stuttgart, bei der er die letzten drei Jahre als Commodities Analyst tätig war. In dieser Funktion wechselte er im März 2005 zur DZ-Bank. Weinberg hat einen Master in Mathematik erworben und einen Abschluss an der FH Esslingen als Master of Business Administration (MBA).



«Wo **Emotionen** anfangen, sollten **Anleger** mit Investieren **aufhören.**»

EUGEN WEINBERG, HEAD OF COMMODITY RESEARCH COMMERZBANK

sollte in erster Linie auf physisches Gold setzen.

GIOVANNI STAUNOVO: Wir sagen seit letztem Dezember: Gold ist ein gutes Investment, wenn die Aktien fallen. Es ist weniger die physische Gold-Nachfrage, die stark ist, sondern vielmehr die Sorge gegenüber fallenden Aktienmärkten und trüben Wachstumsaussichten. So preist der Markt inzwischen statt mehreren Zinserhöhungen in den USA aktuell höchstens noch eine in diesem Jahr ein. Bei wider Erwarten besseren Wirtschaftsdaten hat das Gold daher kurzfristig ein gewisses Korrekturpotenzial.

PETER SIGG: Wir verfolgen auch hier einen diversifizierten Ansatz: einerseits durch Exposure auf physisches Gold und andererseits durch Investments in Goldminenaktien, die unserer Meinung nach attraktiv sind. So ist das Gold-/Öl-Ratio als Proxy für die Gewinnmarge (Goldpreis als Indikator für die Verkäufe von Goldproduzenten, Ölpreis als Indikator für die Produktionskosten) derzeit sehr hoch. Goldminen, die kein Verschuldungsproblem haben, besitzen deshalb trotz des bereits eingetretenen starken Kursanstiegs weiteres Aufholpotenzial.

Gibt es einen Rohstoff, den Sie derzeit ganz besonders empfehlen könnten?

EUGEN WEINBERG: Palladium. Ein Rohstoff, der sich derzeit nicht auf jedem Radarschirm be-

findet. Die Preise sind hier zu Unrecht zurückgekommen. Ich kann mir sehr gut vorstellen, dass wir bis Ende des Jahres eine Fortsetzung des gegenwärtigen Kursanstiegs sehen, über die Marke von USD 600 hinaus.

PETER SIGG: Ich denke, dass Zucker relativ attraktiv aussieht. Hier könnte die erwartete Wetterentwicklung eine preispositive Rolle spielen (Stichwort La Niña-Effekt), gerade auch in Brasilien, einem Schlüsselmarkt für den globalen Anbau. Zudem ist der brasilianische Real bewertungsmässig sehr günstig und sollte sich mittel- bis längerfristig wieder erholen.

GIOVANNI STAUNOVO: Für mich ist Kakao zumindest kurzfristig ein aussichtsreicher Rohstoff. Hier könnten rückläufige Produktionszahlen bei gleichzeitig recht konstantem Schokoladenkonsum zu einem Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage führen. Mittelfristig besitzt Zink als Industriemetall gute Perspektiven, und unter einer längerfristigen Optik erachte ich Rohöl als attraktiv.

Abschliessende Frage: Wo steht der Ölpreis (Brent Crude) Ende Jahr?

EUGEN WEINBERG: In den letzten zwei Monaten gab es keinen einzigen Tag, bei dem die Preise weniger als 4% schwankten. Bei einer solch hohen Volatilität eine vernünftige Punktprognose abzu-

geben ist im Grunde ein Ding der Unmöglichkeit. Wir gehen allerdings schon davon aus, dass sich die Preise pro Barrel eher in Richtung USD 50 oder etwas darüber hinaus bewegen.

PETER SIGG: Der Ölpreis dürfte Ende Jahr sicher höher liegen als er heute ist. Die Ölindustrie muss jeden Tag 95 Millionen Barrel produzieren, um die bestehende Nachfrage zu decken. Nur wenn die Industrie kostendeckend produzieren kann, was beim aktuellen Preis nicht der Fall ist, wird sie diese Ausstossmenge aufrecht erhalten. Als Preisprognose sehe ich am Jahresende einen Kurs zwischen USD 45 und USD 50 pro Barrel.

GIOVANNI STAUNOVO: Ich positioniere mich zwischen USD 50 und 55 pro Barrel. Die Nachfrage wird weiterhin steigen. Am besten lässt sich das mit dem aktuellen Pro-Kopf-Konsum erklären. So konsumiert ein Amerikaner jeden Tag mehr als neun Liter Öl, ein Europäer etwa fünf Liter, ein Chinese ein bisschen mehr als einen Liter und ein Inder einen halben Liter. Die Hälfte der Weltbevölkerung lebt in «Emerging Asia» und konsumiert nur 25%. In den kommenden Jahren wird der Verbrauch in dieser Region jedoch mit Bestimmtheit zunehmen. Das muss irgendwie gedeckt werden. Bei den aktuellen Preisen ist dies nicht gewährleistet. □