



Jahresrückblick 2010

— **Energie unspektakulär.** Der Ölpreis tendierte in 2010 zu einer volatilen Seitwärtsbewegung; ebenso enttäuschend entwickelten sich die Unternehmen des globalen Öl- und Gas-Sektors. Die Öl-Katastrophe im Golf von Mexiko dämpfte die bis dahin positive Entwicklung des Sektors, eröffnete aber gleichzeitig Chancen in den Bereichen Exploration und Production sowie Öl-Service. Das Rohstoffsegment litt zudem unter dem Preisverfall von US-Erdgas, der im rasanten Ansteigen der Gasförderung aus unkonventionellen Quellen (Shale Gas) begründet liegt.

— **Preissteigerungen bei Industriemetallen.** Eine weiterhin hohe Nachfrage und fallende Lagerbestände wirkten sich besonders positiv auf den Kupferpreis aus. Im November wurden erstmalig wieder Preisniveaus von vor der Finanzkrise von fast 9.000 US-Dollar je Tonne erreicht. Trotz der zum Teil sehr guten Performance von Minenwerten ist die Bewertung noch immer auf einem niedrigen Niveau und spiegelt das aktuelle Niveau der Rohstoffpreise nur unzureichend wider.

— **Edelmetalle am besten performendes Rohstoffsegment.** Gold erreicht mit über 1.400 US-Dollar bzw. über 1.000 Euro je Feinunze sowohl in Euro als auch in US-Dollar neue Höchststände. Profitieren konnten von dieser Entwicklung vor allem die Aktien börsennotierter Goldminen. Auch der Trend zu Unternehmensübernahmen und -zusammenschlüssen hat klar zugenommen. Verteuert hat sich ebenfalls Platin, bleibt aber im Gegensatz zu Silber und Palladium hinter Gold zurück.

— **Agrarsektor auf zweitem Platz.** Nach einer eher enttäuschenden Entwicklung im ersten Halbjahr entwickelte sich der Sektor im zweiten Halbjahr sehr positiv. Schlechte Wetterbedingungen und das russische Exportverbot für Getreide sorgten für deutlich steigende Preise. In diesem Umfeld profitierten vor allem Aktien von Düngemittelherstellern. Auch andere Agrargüter wie Kaffee, Zucker, Baumwolle oder Bauholz verteuerten sich deutlich.

— **Rückblick auf die Unternehmen des Rohstoffsektors.** Nach der Finanzkrise haben sich die Rohstoffmärkte unerwartet schnell wieder erholt, in den Aktien der meisten Rohstoffunternehmen ist noch sehr wenig von dieser Entwicklung eingepreist:

Trotz guter Performance des Sektors ist die Bewertung der Rohstoffaktien derzeit ca. 30% niedriger als in den letzten drei Jahren. Im Vergleich mit dem Durchschnitt der letzten 20 Jahre liegt sie noch deutlich darunter (Bsp. KGV der großen Minengesellschaften lag im 20 Jahresdurchschnitt bei ca. 12x, im Mai 2010 bei unter 6x, zum Jahresende bei fast 8x). Die fundamentalen Rahmendaten würden dagegen eine im historischen Vergleich deutlich höhere Bewertung rechtfertigen: Die Verschuldung der Unternehmen ist so niedrig wie nie zuvor, der erwirtschaftete freie Cashflow erlaubt sowohl Aktienrückkaufprogramme als auch Investitionen in künftige Geschäftsfelder. Neben dem zu erwartenden sogenannten „re-rating“ der Aktienkurse gibt es noch viele andere Impulse für eine weitere positive Entwicklung an den Aktienmärkten. Im Folgenden möchten wir unsere Erwartungen für das nächste Jahr in Form von „positiven und negativen Überraschungen“ skizzieren.

Potenzielle positive Überraschungen an den Rohstoffmärkten in 2011

1. Trotz der Vorgaben des neuen 5-Jahresplans zu einem geringeren und weniger ressourcen-intensiven Wirtschaftswachstums bleiben die Wirtschaftsdaten aus **China** auf einem hohen Niveau.

Doch nicht nur China wächst – die positive wirtschaftliche Entwicklung, z.B. in Brasilien, Indien und dem Mittleren Osten, lassen das Wachstum ausserhalb der OECD auf hohem Niveau wei-

ter ansteigen. Insbesondere die der Stahlerzeugung vorgelagerten Märkte, Eisenerz und Metallurgische Kohle, profitieren von dieser Entwicklung.

2. Die Konjunkturprogramme der US-Regierung („Quantitative Easing“) zeigen Wirkung. Das Wirtschaftswachstum in den **USA** und **Europa** zeigt deutliche Zeichen der Erholung. Die Rohstoffnachfrage steigt, zusätzlich nimmt im positiven Sentiment der Aufbau der Lagerbestände bei Industrierohstoffen Fahrt auf.

3. Die **Inflationserwartungen** steigen und unterstützen die positiven Preistendenzen im Rohstoffsektor.

4. Die Kontraktpreise für **Eisenerz** steigen trotz einer bereits in Gang gesetzten Welle von Investitionen rasant weiter. Das neue Angebot kommt aufgrund von Infrastrukturproblemen und schleppenden Genehmigungsprozessen verzögert. Das chinesische Angebot ist im Vergleich zu den Erwartungen mit noch höheren Kosten verbunden. Gleichzeitig erhöht eine sich schnell erholende Stahlnachfrage in China den Bedarf.

5. Preise für **Metallurgische Kohle** steigen weiter an, da die australischen Exporte durch Regenfälle eingeschränkt sind. Indien kann den eigenen Bedarf an Eisenerz nicht decken und importiert vom Weltmarkt. Die Anzahl der hoch-qualitativen Reserven an Metallurgischer Kohle ist weltweit begrenzt. Die Angebotslücke weitet sich aus.

6. Trotz weiter steigender Rohstoffpreise bleibt die Reaktion des Angebots verhalten. Beispiel **Kupfer**: Die Förderung läuft

bereits in 2010 auf Vollaustattung; nachlassende Grade der Förderung führen zu weiterem Kostendruck und negativem Effekt auf das geförderte Volumen. Vielen Kupferminen steht zudem der Übergang von Tagebau zum Untertagebau bevor: Dies ist mit technologischen Schwierigkeiten und steigenden Kosten verbunden. Deutliche Produktionserweiterungen sind für 2011 und 2012 nicht absehbar und aufgrund der Risiken auf der Produktionsseite fällt das Marktdefizit 2011 größer aus als erwartet.

7. Die wirtschaftliche Belebung wirkt sich positiv auf die globalen Automobilabsatzzahlen aus. Die Nachfrage nach **Platin** (Katalysatoren) steigt an. Die Rahmenbedingungen der Produktion im Hauptproduzentenland, Südafrika, verschlechtern sich jedoch weiter. Neben einem ungünstigen Wechselkurs wirken sich steigende Kosten, Infrastrukturdefizite und strengere Sicherheitsreglementierungen negativ auf die Minenproduktion aus.

8. **Rohöl** – Erste Zeichen eines höheren Wachstums in den USA und ein strenger Winter bedingen einen deutlichen Rückgang der Rohöl-Lagerbestände. Entgegen aller skeptischen Einschätzungen vom Jahresanfang: 2010 wird einen neuen Rekord für die Welt-Ölnachfrage aufstellen. Die Marktteilnehmer beginnen, die hohen Erschöpfungsgrade der vorhandenen Ölreserven zu antizipieren. Das Angebotswachstum bleibt unter den Erwartungen zurück. Nach der Ölkatastrophe im Golf von Mexiko sind zwar Ölbohrungen wieder erlaubt, trotzdem werden noch keine Genehmigungen erteilt. Weitere Projekte verzögern sich. Der Rückzug weiterer westlicher Öl-Firmen aus dem Irak dämpft die Erwartungen der dortigen zukünftigen Öl-Fördermenge. Unruhen in Angola und Nigeria verschärfen die Situation.

Potenzielle negative Überraschungen an den Rohstoffmärkten in 2011

1. In Folge der Umsetzung des neuen 5-Jahresplans sinkt das chinesische Wirtschaftswachstum drastisch ab. Die Schwerpunktverlagerung zur Konsumgesellschaft misslingt, die Maßnahmen zur Inflationsbekämpfung und zur Abkühlung des Immobilienmarktes bremsen das Wirtschaftswachstum zu stark ab, die Wachstumsraten fallen unter 8%. Die Gefahr von Unruhen und Verteilungskämpfen wächst. Die Unsicherheit und das schwächere Wachstum übertragen sich auf die USA und Europa.

2. Im Gegensatz zur Finanzkrise reagieren die Unternehmen nicht mit drastischen Produktionskürzungen. Die Folge: Aufbau der Lager und Preisverfall bei wichtigen Industriemetallen wie Aluminium, Kupfer und Stahl.

3. Der Preisdruck setzt neben den Industriemetallen auch im Energiesektor ein. Die OPEC reduziert die Förderquote nicht und

die Förderdisziplin lässt nach. Der Preis für Rohöl geht drastisch zurück. Erdgas kann sich aufgrund der massiven Förderung von unkonventionellen Vorkommen („Shale Gas“) nicht von diesem Trend absetzen.

4. Nach einem weiteren Anstieg der Edelmetallpreise aufgrund eines schwächeren US-Dollars und der Unsicherheit an den Kapitalmärkten in Bezug auf schwächeres Wachstum, ausufernden Staatsausgaben und noch immer niedrigen Zinsen realisieren Investoren Gewinne. In der Folge einer ersten Korrektur ziehen Anleger massiv Gelder aus physisch hinterlegten Exchange Traded Fonds (ETFs) ab, was den Abwärtstrend noch verstärkt; denn mittlerweile halten physische ETFs einen hohen Prozentsatz der jährlichen Metallproduktion und die physischen (Spot) Märkte weisen keine ausreichende Liquidität auf.

Welches Szenario halten wir für wahrscheinlich?

Unser Basis-Szenario geht von einem sich leicht abschwächenden, jedoch robusten Wirtschaftswachstum in China aus – mit den hiermit verbundenen positiven Implikationen für die Rohstoffmärkte und speziell auf die Preise von Industriemetallen. Desweiteren sehen wir im Verlauf des Jahres 2011 wieder deutlich ansteigende Preise für Rohöl als Folge einer stabilen Nachfrage und sinkenden freien Kapazitäten der Förderung. Eine längerfristige positive Preiseinschätzung unterstellen wir

insbesondere für die von uns präferierten strukturell knappen Rohstoffe wie Rohöl, Kupfer, Eisenerz, Kohle und Platin. Während nach der guten Performance der letzten Monate die Zahl der „Kupferbullen“ deutlich gestiegen ist, scheint die Einschätzung des Marktes zum Ölpreis am weitesten von unserem Szenario abzuweichen. Wir halten einen Ölpreis nicht nur über der 100 \$ pro Fass Marke für wahrscheinlich, sondern können uns im Jahresverlauf auch Preise deutlich darüber vorstellen.

Das Rohstoffteam der Altira Group



Ute Speidel, Managing Director Natural Resources

Besondere Expertise: Rohstoffaktien

Ute Speidel ist Portfolio Managerin im Investmentteam Rohstoffe der Altira Group. Sie zählt zu den renommiertesten Rohstoff-Experten in Deutschland und kann auf mehr als 20 Jahre Erfahrung im Rohstoffbereich zurückblicken. Zuvor managte Frau Speidel sehr erfolgreich bei der dit Deutsche Investment Trust die dit-Rohstoff- und Energiefonds und verantwortete zuletzt als Leiterin des Bereichs „Alternative Investments“ bei der Cominvest die Rohstoff- und Energie-Aktienfonds.



Dr. Torsten Dennin, Managing Director Natural Resources

Besondere Expertise: Rohstoffderivate

Dr. Torsten Dennin ist Portfolio Manager im Investmentteam Rohstoffe der Altira Group. Er verfügt über eine langjährige Expertise im Rohstoffbereich. Zuvor war Dr. Torsten Dennin als Portfolio Manager bei der Deutschen Bank tätig, wobei er neben dem Aufbau und dem Management von Rohstoff-Spezialstrategien verantwortlich für die Anlageentscheidungen von zwei Rohstofffonds sowie für die Analyse der internationalen Rohstoffmärkte und Aktien des Basic Resources Sektors war.

Hintergrund

Die Altira Group bietet ihren Kunden Rohstoff-Investments sowohl über Anlagen in Rohstoffaktien als auch in Rohstoffderivate an. Die Anlagestrategie des Rohstoffteams basiert auf der Identifikation von Rohstoffen, bei denen unabhängig von kurzfristigen Marktschwankungen eine strukturelle Knappheit herrscht. Zur Auswahl dieser Rohstoffe bzw. passender Aktien

bedient sich die Altira Group auch hausgener Analysen und eigenständiger Einschätzungen der Rohstoffpreise. Eingebettet ist das Rohstoffteam in den Geschäftsbereich Erneuerbare Energien & Rohstoffe – einem von insgesamt drei Geschäftsfeldern der Altira Group. Hier bietet das Unternehmen hochwertige Anlagelösungen für institutionelle und private Investoren an.

Wichtige Hinweise

Auf die Vergangenheit bezogene Daten erlauben keine Prognose für die Zukunft. Dieser Veröffentlichung liegen Daten bzw. Informationen zugrunde, die wir für zuverlässig halten. Die hierin enthaltenen Einschätzungen entsprechen unserer bestmöglichen Beurteilung zum jeweiligen Zeitpunkt, können sich jedoch – ohne Mitteilung hierüber – ändern. Für die Richtigkeit bzw. Genauigkeit der Daten können wir keine Gewähr übernehmen. Diese Publikation dient lediglich Ihrer Information. Für eine Anlageentscheidung, die aufgrund der zur Verfügung gestellten Informationen getroffen worden ist, übernehmen wir keine Haftung.