

September 2015

➤ **Rohstoffe: Preisverfall bald beendet**

Wachstumsverlangsamung in China dämpft Preise von Industriemetallen

Sinkender Platin- und Rohölpreis wegen US-Dollaraufwertung

Investitionsnachfrage nur bei wenigen Rohstoffen relevant

Auf Stabilisierung folgt moderater Preisanstieg

Team Investmentstrategie

Dr. Marco Bargel

Chefinvestmentstrategie
marco.bargel@postbank.de

Heinrich Bayer

heinrich.bayer@postbank.de

Heinz-Gerd Sonnenschein

heinz-gerd.sonnenschein@postbank.de

www.postbank.de

Redaktionsschluss: 25.08.2015

Deutsche Postbank AG
Zentrale
Friedrich-Ebert-Allee 114-126
53113 Bonn
Telefon: (0228)920-0

Disclaimer:

Alle hier veröffentlichten Angaben erfolgen unverbindlich und stellen Informationsmaterial dar, also weder eine Anlageberatung noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf irgendeines Wertpapiers. Die Informationen in diesem Dokument wurden aus Daten erarbeitet, von deren Richtigkeit ausgegangen wurde; Postbank Investmentstrategie garantiert diese jedoch nicht. Die Angaben dienen ausschließlich zur Information, die dem Investor eine selbständige Anlageentscheidung erleichtern soll.

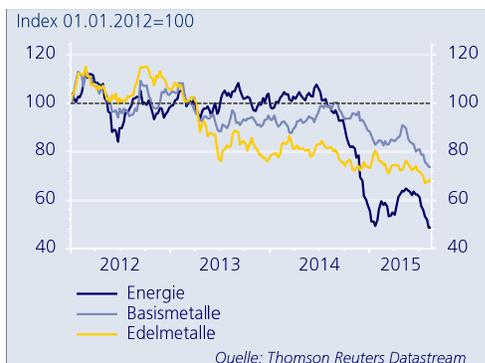
Rohstoffe: Preisverfall bald beendet

Nach einem jahrelangen Preisanstieg kam der Aufschwung bei Rohstoffen in der Finanzkrise zu einem Ende. Seither befinden sich die Notierungen der meisten Rohstoffe, mit kurzen Unterbrechungen, im Rückwärtsgang. Es stellt sich hierbei die Frage, warum die Preise offensichtlich sehr unterschiedlicher Rohstoffe seit einiger Zeit quasi im Gleichklang gefallen sind. Eigentlich sollten Produkte, die sich aufgrund ihrer natürlichen Beschaffenheit und der Art und Weise wie sie gewonnen und weiterverarbeitet werden stark voneinander unterscheiden, eine deutlich heterogenere Preisentwicklung aufweisen. Allerdings lassen sich bei allen Besonderheiten vor allem zwei Faktoren identifizieren, welche die allgemein gedämpfte Preisentwicklung im Rohstoffsektor erklären können: Die sinkende Wachstumsdynamik in China und die Aufwertung des US-Dollars.

Wachstumsverlangsamung in China dämpft Preise von Industriemetallen

Mit der Finanzkrise und der darauffolgenden Wirtschaftskrise kam es weltweit zu einer deutlichen Verlangsamung des Wirtschaftswachstums. Lag der globale BIP-Anstieg zwischen 2003 und 2007 noch bei durchschnittlich gut 5%, so betrug der Zuwachs seit 2011 im Durchschnitt nur noch 3,6%. Insbesondere die Wachstumsdynamik in einigen Industrie- und Schwellenländern, die zu den größten Rohstoffkonsumenten zählen, hat stark abgenommen. Dies gilt vor allem für China, wo bis zuletzt eine signifikante Wachstumsverlangsamung zu beobachten war. Während die Industrieproduktion in den Jahren vor der Finanzkrise im Vorjahresvergleich noch mit deutlich zweistelligen Raten wuchs, nahm der Ausstoß im ersten Halbjahr 2015 gerade einmal noch um rund 6% zu. Gleichzeitig befindet sich die chinesische Bauwirtschaft, ein weiterer wichtiger Rohstoffkonsument, seit dem Platzen der Immobilienblase Anfang 2014 im Abschwung.

Rohstoffpreise auf Talfahrt



Wegen hoher Wachstumsraten und rohstoffintensiver Produktionsverfahren war die chinesische Wirtschaft in den vergangenen Dekaden in erheblichem Maße für die Zunahme der globalen Rohstoffnachfrage verantwortlich. China ist daher heute bei vielen Rohstoffen, gemessen an seinem Anteil an der weltweiten Nachfrage, mit Abstand der bedeutendste Konsument. Bei Basismetallen, die in starkem Maße in der Industrie und im Bau verwendet werden, entfallen fast 50% des Konsums auf die Volksrepublik. Bei Edelmetallen sind es rund 30% und bei Rohöl immerhin noch 11%. China ist bei einigen Rohstoffen auch zu einem bedeutenden Produzenten aufgestiegen. Da der Bedarf aber meist über den inländischen Produktionskapazitäten liegt, ist China bei vielen Rohstoffen nach wie vor auf Importe angewiesen.

Mit der steigenden Bedeutung Chinas als Rohstoffkonsument hat auch sein Einfluss auf die Preisbildung zugenommen. Dies gilt insbesondere für Industriemetalle. Die Preisveränderungen bei Kupfer und Aluminium in den vergangenen 10 Jahren lassen sich zu fast 60% durch die Konjunkturentwicklung in China erklären. Bei Blei sind es immerhin noch 43%. Etwas geringer, wenn auch immer noch signifikant, ist der Einfluss der chinesischen Nachfrage auf den Nickel- und Zinkpreis. Die wirtschaftliche Entwicklung in anderen Staaten

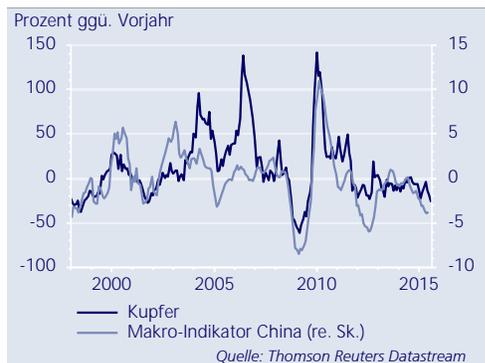
spielt für die Rohstoffpreise im Vergleich zu China eine untergeordnete Rolle.

Dies gilt selbst für die USA, obwohl diese - insbesondere bei Rohöl - unter den Konsumenten immer noch eine Spitzenposition einnehmen. Offensichtlich orientiert sich die Preisbildung an der sehr viel dynamischeren bzw. volatileren Nachfrage in China, während der Ölkonsum in den USA stetiger verläuft und weniger stark auf Änderungen im Wirtschaftswachstum reagiert. Anders stellt sich die Situation allerdings mit Blick auf das Rohölangebot dar. So ist die Rohölförderung in den USA in den vergangenen Jahren durch neue Fördertechniken wie das Fracking geradezu explodiert. Die USA weisen im internationalen Vergleich heute mit Abstand die höchsten Zuwachsraten bei der Förderung auf. Dies ist auch ein wesentlicher Grund für den aktuell bestehenden Angebotsüberschuss und Preisverfall am Rohölmarkt. Die Atomvereinbarung mit dem Iran, das seine Ölförderung nach Aufgabe der Sanktionen im Jahr 2016 deutlich ausweiten könnte, hat die Sorge vor einem Überangebot am aktuellen Rand noch verstärkt.

Sinkender Platin- und Rohölpreis wegen US-Dollaraufwertung

Die meisten Rohstoffe werden in US-Dollar notiert und international gehandelt. Änderungen in den USD-Wechselkursen führen nach Konvertierung in die jeweilige heimische Währung dementsprechend zu veränderten Kosten für die Rohstoffnachfrager. Bei einer Aufwertung des US-Dollars werden Rohstoffe in heimischer Währung teurer und umgekehrt. Hierbei kommt es zu Rückkoppelungseffekten auf den Preis. Denn eine Verteuerung von Rohstoffen durch eine US-Dollaraufwertung führt in der Regel zu einer verringerten Nachfrage. Letzteres wirkt preisniveaudämpfend, so dass die Veränderung des USD-Wechselkurses durch eine gegen gerichtete Entwicklung des Preisniveaus zumindest teilweise kompensiert wird. Dies erklärt, warum es bei einer US-Dollaraufwertung häufig zu einer Reduzierung des Preisniveaus bei Rohstoffen kommt.

Enger Zusammenhang zwischen Kupferpreis und chin. Konjunktur



Nachdem der US-Dollar in der Finanzkrise als klassische Fluchtwährung kräftig aufgewertet hatte, setzte in den darauffolgenden Jahren eine Abwertung ein, die mit einer kurzzeitigen Unterbrechung bis etwa Mitte 2011 anhielt. Seitdem befindet sich der Außenwert des US-Dollars – gemessen am handelsgewichteten Wechselkurs - in einem anhaltenden Aufwärtstrend. Zwischen Mitte 2014 und März 2015 war eine Beschleunigung des Trends zu beobachten, wobei der US-Dollar allein in diesem Zeitraum um etwa 15% aufwertete. Getrieben wurde die Entwicklung in starkem Maße von einem Rückgang des EUR/USD-Wechselkurses, nachdem sich eine weitere Lockerung der Geldpolitik im Euroraum abzeichnete. Aber auch die beiden anderen großen Währungen, der japanische Yen und das britische Pfund, verzeichneten seit Mitte 2014 eine signifikante Abwertung gegenüber dem US-Dollar und trugen zum Anstieg des handelsgewichteten US-Dollarwechselkurses bei. Fast zeitgleich mit der US-Dollaraufwertung setzte bei vielen Rohstoffpreisen ein steiler Abwärtstrend ein, der teilweise bis heute anhält.

Der Einfluss der US-Dollarentwicklung auf das Preisniveau ist bei Rohöl und Platin besonders stark ausgeprägt. Fast 90% des Rohölpreisrückgangs und rund 80% des Preisverfalls bei Platin seit Juni 2014 können auf einen gestiegenen USD-Außenwert zurückgeführt werden. Ein großer Einfluss lässt sich zudem auf den Nickelpreis nachweisen. Bei anderen Industriemetallen ist dagegen nur ein

Bedeutung einzelner Faktoren für Rohstoffpreise (2006-2015)

	Wachstum China	Außenwert USD	Investmentnachfrage
Rohöl	++	---	0
Platin	++	---	+
Gold	0	-	++
Kupfer	++	--	0
Aluminium	++	-	0
Blei	++	--	0
Palladium	++	-	0
Zinn	++	--	0
Nickel	+	0	0
Zink	+	0	0

Plus-/Minus-Zeichen: positiver/negativer Zusammenhang; 0: kein signifikanter Einfluss

leichter Währungseinfluss erkennbar. Hier spielten für die Preisentwicklung dagegen in stärkerem Maße die chinesische Konjunktur und spezifische angebotsseitige Faktoren eine Rolle. Die Preisentwicklung bei Gold und Aluminium scheint durch die US-Dollaraufwertung nicht signifikant beeinflusst worden zu sein.

Investitionsnachfrage nur bei wenigen Rohstoffen relevant

Der potenzielle Einfluss der Nachfrage für spekulative Zwecke auf das Preisniveau ist je nach Rohstoff sehr unterschiedlich. Bei Edelmetallen spielt das Investitionsmotiv traditionell eine vergleichsweise große Rolle. So war 2014 knapp ein Fünftel der physischen Goldnachfrage dem Investmentbereich zuzuordnen. Auch bei Platin spielt das Investitionsmotiv eine gewisse Rolle, wenn auch bei weitem nicht so wie bei Gold. Ein allgemeiner, gleichgerichteter Einfluss der spekulativen Nachfrage auf die Edelmetallpreise ist aktuell nicht erkennbar. Investitionen in Gold wurden im ersten Quartal 2015 um 4% gegenüber Vorjahr ausgeweitet. Hierbei waren ETF's, die ihre Goldnachfrage in den vorangegangenen Quartalen noch stark abgebaut hatten, der treibende Faktor. Dies könnte

den kurzzeitigen Preisanstieg bei Gold zu Jahresbeginn gestützt haben. Bei Platin hingegen war ein erneuter Abbau der Investitionsnachfrage zu verzeichnen, wobei insbesondere ETF's ihre Investitionen in das Edelmetall stark abbauten. Da der Anteil der Nachfrage für Investitionszwecke im ersten Quartal aber nur bei etwa 1% der Gesamtnachfrage nach Platin lag, ist ein signifikanter Einfluss auf die Preisbildung unwahrscheinlich. Auch bei Rohöl und Industriemetallen dürften die Preise kaum durch die Investitionsnachfrage beeinflusst worden sein, da das Investitionsmotiv in Relation zur Gesamtnachfrage keine bedeutende Rolle spielt.

Auf Stabilisierung folgt moderater Preisanstieg

Es spricht einiges dafür, dass sich der Preisverfall bei Rohstoffen nicht weiter fortsetzt. Wir rechnen in der zweiten Jahreshälfte mit wieder höheren Wachstumsraten in China, nachdem die Regierung umfangreiche Maßnahmen zur Stabilisierung der Konjunktur eingeleitet hat. Dies sollte die Preise von Basismetallen stützen, die von einer Konjunkturerholung in China profitieren dürften. Strukturelle Faktoren wie der Umbau des Wachstumsmodells, die verringerte Wettbewerbsfähigkeit infolge höherer Löhne und die noch nicht vollständig verarbeitete Immobilienblase dürften das Wachstum der chinesischen Volkswirtschaft aber auch in den kommenden Jahren noch dämpfen. Wachstumsraten des BIP weit jenseits der 7% dürften vorerst der Vergangenheit angehören. Damit wird auch die Nachfrage nach Rohstoffen eher moderat zunehmen. Hinzu kommt, dass eine höhere Nachfrage bei einigen Rohstoffen, darunter vor allem Rohöl, Aluminium und Kupfer, wegen des bestehenden Angebotsüberhangs problemlos aufgefangen werden kann. Bei Nickel und Zink ist die Angebotssituation dagegen deutlich angespannter, so dass es auch bei einer moderat höheren Nachfrage schnell zu einem knappheitsbedingten Preisanstieg kommen dürfte.

Gegen starke Preisanstiege bei Rohstoffen spricht auch die US-Dollarentwicklung. Der US-Dollar wird nach unserer Einschätzung

mit Beginn der Leitzinserhöhungen in den USA zunächst weiter aufwerten und damit eine Belastung für viele Rohstoffpreise bleiben. Aufgrund der hohen Wechselkurs sensitivität sind dabei vor allem Platin und Rohöl für Preisrückschläge anfällig. Gold dürfte durch einen Anstieg der US-Zinsen belastet werden, da hier die Investmentnachfrage eine relativ große Rolle spielt. Denn mit steigenden Zinsen nehmen die Opportunitätskosten einer Goldanlage in Form entgangener Zinserträge zu, so dass eine Goldanlage unattraktiver wird.

Platinpreis sinkt bei USD-Aufwertung



Insgesamt bleibt der Ausblick für die Preisentwicklung bei Rohstoffen damit verhalten. Lediglich bei einigen wenigen Rohstoffen ist wegen einer knappen Angebotsituation bei einem Anziehen des BIP-Wachstums in China mit signifikanten Preisanstiegen zu rechnen. Aus Sicht der Industrieländer wird von der Rohstoffseite dementsprechend auf absehbare Zeit kaum inflationärer Druck ausgehen. Hier von profitieren Verbraucher über stabile bzw. steigende Realeinkommen. Für viele Schwellenländer, die Rohstoffe produzieren und exportieren, wird die makroökonomische und finanzpolitische Situation wegen der moderaten Preisentwicklung dagegen schwierig bleiben.

Dr. Marco Bargel

Prognosen Postbank

		25.08.	in 12 M
Rohstoffpreise			
Rohöl (Brent)	\$/Barrel	41,60	62,50
Gold	\$/Feinunze	1.140	1.100
EUR/USD			
	USD je Euro	1,14	0,95
		2015	2016
China BIP	ggü. Vj.	7,0	6,7