

## Rohstoffe 2011

---

- **Rohstoffe 2011: Konjunkturaufschwung stützt Preise**
  - Ölpreis: China, USA und OPEC als entscheidende Fundamentalfaktoren
  - Goldmanie hält vorerst noch an
  - Industriemetalle auch 2011 mit Rückenwind
  - Weiterhin Chancen bei Rohstoffen

## Research Team

### **Dr. Marco Bargel**

Chefvolkswirt  
marco.bargel@postbank.de

### **Heinrich Bayer**

heinrich.bayer@postbank.de

### **Elke Brogsitter**

elke.brogsitter@postbank.de

### **Matthias Göthel**

matthias.goethel@postbank.de

### **Thilo Heidrich**

thilo.heidrich@postbank.de

### **Viola Honerkamp**

viola.honerkamp@postbank.de

### **Fabienne Riefer**

fabienne.riefer@postbank.de

### **Heinz-Gerd Sonnenschein**

heinz-gerd.sonnenschein@postbank.de

[www.postbank.de/research](http://www.postbank.de/research)

Redaktionsschluss: 18.11.2010

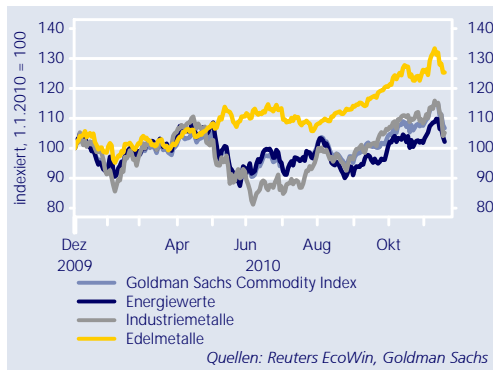
Deutsche Postbank AG  
Zentrale  
Friedrich-Ebert-Allee 114-126  
Telefon: (0228)920-0

### **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 Research garantiert diese jedoch nicht. Die Angaben dienen ausschließlich zur Information, die dem Investor eine selbständige Anlageentscheidung erleichtern soll.

## Rohstoffe 2011: Konjunkturaufschwung stützt Preise

### Holpriger Pfad bei konjunktursensiblen Rohstoffen



Im zu Ende gehenden Jahr haben viele konjunkturabhängige Rohstoffpreise zunächst keinen klaren Trend gezeigt. Vielmehr spiegelten sich Konjunkturoffnungen und -sorgen in einer volatilen Bewegung wider. Im Zuge der massiven Verschuldungsnöte einiger Staaten der Eurozonen-Peripherie, die große Besorgnis auch mit Blick auf die Beständigkeit der Konjunkturerholung hervorriefen, haben die Preise für viele Rohstoffe in den Frühjahrsmonaten nachgegeben. Dazu dürfte auch der in dieser Phase aufwertende Dollar, der von der Euro-Schwäche profitierte, beigetragen haben. Mit Überwindung der akuten Verschuldungssorgen konnten aber viele Rohstoffpreise wieder zulegen. Von erheblicher größerer Bedeutung für Agrarrohstoffe waren dagegen die Wetterkapriolen in diesem Jahr. Dürren und großflächige Brände bzw. Flutmassen bei einigen wichtigen Exporteuren von Agrarrohstoffen schürten Knappheitsängste bei einigen Agrarrohstoffen wie Weizen oder Mais, so dass deren Preise kräftig anzogen.

### Ölpreis: China, USA und OPEC als entscheidende Fundamentalfaktoren

Der Preis für Rohöl, gemessen an der Sorte Brent, zeigte sich im Jahresverlauf sehr anfällig für Stimmungswechsel bezüglich der Konjunktur. Dabei wies er auch eine sehr enge Korrelation mit der Aktienkurs-

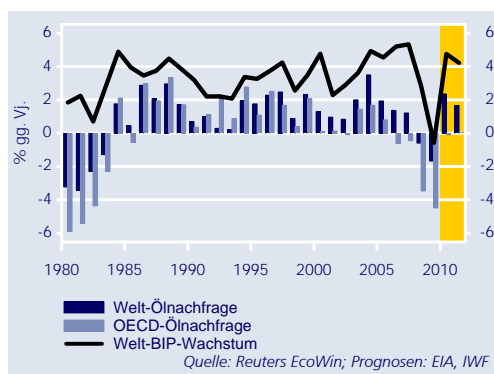
kursentwicklung auf, so dass sich Rohstoffe in diesem Fall - entgegen der sonst üblichen Verhältnisse - nicht zur Risikodiversifikation eignen. Von einem Niveau bei rund 78 Dollar je Barrel zu Jahresbeginn schwankte der Ölpreis im Jahresverlauf recht ausgeprägt zwischen 67 und 88 Dollar je Barrel. Grundsätzlich schien die Versorgungslage mit Rohöl aber stets reichlich bzw. nicht annähernd an der Grenze zu einem bedrohlich knappen Niveau. Eine wichtige Rolle spielte hierbei das Ölangebot durch die OPEC-Staaten, die es gemessen an ihren offiziellen Förderquoten erheblich an Disziplin mangeln ließen und permanent mehr förderten als vereinbart. Auch im Oktober produzierten die offiziell den Quoten unterworfenen Staaten 26,66 Millionen Fass Rohöl pro Tag, und damit etwa 1,8 Millionen Fass täglich mehr als laut Förderziel. Die Nicht-OPEC-Staaten weiteten in der ersten Jahreshälfte die Ölförderung aus, setzten dies aber in der zweiten Jahreshälfte offenbar nicht fort.

Gestützt wird die Angebotsseite derzeit auch noch von hohen Lagerbeständen. Dies gilt für die gesamte OECD und insbesondere für den größten Ölnachfrager weltweit, die USA. Bei einer stärkeren Nachfrage nach dem schwarzen Gold könnte diese also zunächst aus den Lagern bedient werden. Gerade mit Blick auf die USA ist allerdings noch keine allzu deutliche Belebung der Ölnachfrage festzustellen. Immerhin wird für das Gesamtjahr 2010 aber erstmals seit 2005 wieder ein gestiegener Verbrauch zu Buche stehen.

Vorerst sprechen die fundamentale Nachfrage- und Angebotssituation zumindest gegen einen Durchmarsch des Ölpreises. Bei einer anhaltenden Aufwärtsentwicklung der weltweiten Konjunktur dürfte 2011 allerdings das Thema Lagerabbau in den Fokus rücken. Schrumpfen die Lagerbestände auf „normale“ Niveaus, werden wohl allmählich wieder Knappheitsängste am Ölmarkt aufkommen und die Ölpreise stützen.

Das US-Energieministerium (EIA) rechnet für 2011 mit einem anhaltenden Wachstum der globalen Ölnachfrage. Allerdings dürfte dieses Wachstum aufgrund einer langsameren Konjunkturdynamik geringer ausfallen als im Jahr 2010. Insbesondere geht die Behörde für die OECD-Länder sogar nur von einer weitgehend stagnierenden Ölnachfrage aus, wohingegen der Bedarf der Nicht-OECD-Länder, darunter China, weiter zunehmen sollte.

### Ölbedarf steigt 2011 weiter



Die relativ deutlichen Reaktionen des Ölpreises mit Blick auf Nachrichten - positive wie negative - bezüglich der chinesischen Konjunktur bzw. Geldpolitik lassen darauf schließen, dass in der jüngst etwas stärkeren Ölpreisentwicklung einiges an Phantasie bezüglich der chinesischen Konjunktur eingepreist ist. Gerüchte, dass es zu weiteren Zinserhöhungen in China kommen könnte, um einer möglichen Überhitzung entgegen zu wirken, führen deshalb zu merklichen Abschlagen des Ölpreises. Allerdings dürfte die Wachstumsdynamik im asiatischen Raum insgesamt stark genug bleiben, um eine gute Unterstützung für den Ölpreis zu bieten.

Entscheidend für die Erwartungen bezüglich der Ölnachfrage ist neben China die Stärke der US-Konjunkturerholung. Bislang wird diese überwiegend als blutleer wahrgenommen. Eine hohe Wachstumsdynamik unterstellen wir hier für 2011 nicht. Sollte sich aber eine positive Überraschung abzeichnen, was wir für durchaus möglich halten, dürfte dies die Ölpreise nachhaltiger beflügeln. Zumindest weichen offenbar die Sorgen bezüglich eines Rückfalls in

die Rezession. Zuletzt wetteten denn auch nicht-kommerzielle Anleger in rekordhohem Maße auf weiter steigende Ölpreise. Insgesamt sehen wir unsere Prognose von etwa 90 Dollar je Barrel auf Jahressicht für Brentöl mit einem Aufwärtsrisiko behaftet.

### Goldmanie hält vorerst noch an

Der Preis für Gold, der „ganz besondere Rohstoff“, bleibt auf Rekordkurs. Von Anfang 2010 bis Mitte November dieses Jahres legte der Preis für das Edelmetall, gemessen in US-Dollar, um bis zu 30% zu, so dass zwischenzeitlich mehr als 1400 Dollar für eine Feinunze zu zahlen waren. Im Verlauf des Jahres dürfte vor allem das Unsicherheitsmotiv einige Anleger in Gold getrieben haben. So stand in den Frühjahrsmonaten mit Blick auf die Verschuldungskrise in der Eurozone kurzzeitig die Frage nach dem Überleben der Europäischen Gemeinschaftswährung im Raum. Ein anhaltend niedriges Zinsniveau, das die Opportunitätskosten der Goldhaltung gering hält, dürfte ebenfalls zum anhaltenden Goldboom beigetragen haben. Zusätzlich dürfte auch die zunächst nur erwartete und dann bestätigte neue Runde von Staatsanleihekäufen durch die US-Notenbank den Run auf Gold gefördert haben. Zum einen, weil die Marktflutung mit Liquidität die Sorgen über ein auf längere Sicht auftretendes Inflationsproblem befeuern dürfte und somit Gold als vermeintlichen Inflationsschutz attraktiv hält. Darüber hinaus schwächt die nochmals expansivere US-Geldpolitik tendenziell den Dollar, was traditionell dem Goldpreis zugute kommt.

Dass börsengehandelte Fonds, die mit dem physischen Rohstoff unterlegt sind, sich im Laufe des Jahres wieder großer Beliebtheit erfreuten, belegen die entsprechenden Zuflüsse. In den letzten Wochen ist es hier aber zu einer Stabilisierung auf hohem Niveau gekommen. Aktuell stellt sich mit Blick auf einige Staaten der Euroland-Peripherie erneut die Frage, ob auf Finanzhilfe aus dem von EU und IWF aufgelegten Stabilisierungsfonds zurückgegriffen werden muss. Insofern ist diese Krise noch nicht ausgestanden.

Aus den genannten Gründen gehen wir davon aus, dass das Umfeld für Gold vorerst noch günstig bleibt. Wir rechnen kurzfristig mit einem anhaltenden Aufwärtstrend, der auch die 1500-Dollar-Marke noch ins Spiel bringen könnte. Allerdings dürfte auf Jahressicht mehr Gegenwind aufkommen, wenn, wie wir erwarten, erste Leitzinserhöhungen auch von westlichen Notenbanken durchgeführt werden, die das Zinsniveau an den Kapitalmärkten leicht steigen lassen sollten. Zudem gehen wir nicht davon aus, dass die USA oder gar die globale Wirtschaft wieder in die Rezession zurück fallen. Auf Sicht von zwölf Monaten rechnen wir daher mit einer Abwärtskorrektur des Goldpreises auf dann etwa 1400 Dollar je Feinunze.

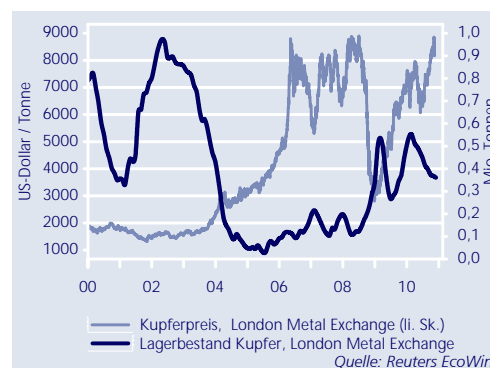
Auch der Preis für Platin stieg im Laufe der zweiten Jahreshälfte wieder deutlicher an, wenn auch nicht so stark wie bei Gold und erst recht nicht so stark wie bei Silber. Da sowohl Silber als auch Platin im Vergleich zu Gold stärkere industrielle Verwendung finden und nicht den ausgeprägten Währungscharakter des Goldes genießen, sind diese beiden Edelmetalle grundsätzlich stärker dem konjunkturellen Zyklus unterworfen als Gold. Allerdings haben in den vergangenen Monaten bzw. Jahren wohl auch zunehmend Investmentinteressen bzw. spekulative Gründe eine Rolle gespielt. Durch Vehikel wie z.B. börsenhandelte Indexfonds ist inzwischen der Zugang zu diesem Markt erleichtert. Ähnlich wie bei Gold dürfte auch die Skepsis gegenüber etablierten Währungen - ob Euro oder Dollar - der Nachfrage nach Platin und Silber Auftrieb verliehen haben. Wir teilen daher die Ansicht, dass die Faktoren, die dem Goldpreis zum anhaltenden Höhenflug verholfen haben, auch den Silber- und Platinpreis vorerst stützen dürften, ehe auf Jahressicht bei einem steigenden Zinsniveau und einer anhaltenden Konjunkturerholung das Investmentmotiv an Kraft verlieren dürfte und es zu einer Abwärtskorrektur bei Edelmetallen kommt. Allerdings könnte Silber und Platin dann die gegenüber Gold stärkere Verwendung in der Industrie zugute kommen.

## Industriemetalle auch 2011 mit Rückenwind

Die Preise für Industriemetalle haben ihre Erholung 2010, wenn auch mit Unterbrechungen, fortgesetzt. Vor allem Kupfer stach zuletzt heraus. Getrieben wurde der Preis für das Buntmetall von einer steigenden Nachfrage Chinas. Aber auch die europäische Kupfernachfrage erholte sich stärker als zuvor erwartet. Ein wichtiger Grund hierfür dürften staatliche Konjunkturprogramme sein, die zu einem großen Teil Bauprojekten zugute kamen. Nach einem Rücksetzer der Industriemetalle in den Frühjahrsmonaten 2010, der der hoch kochenden EWU-Verschuldungskrise und der damit einhergehenden Dollaraufwertung geschuldet war, nahm der Kupferpreis wieder Fahrt auf und notierte kürzlich nahe dem Allzeithoch von Juli 2008 bei 8900 Dollar je Tonne. Gegenüber dem Stand zu Jahresbeginn 2010 entsprach dies einem Preisanstieg von 19%.

Die fundamentale Lage am Kupfermarkt, der insgesamt im Jahr 2010 zum zweiten Mal in Folge einen Angebotsüberschuss aufweisen dürfte, sollte sich im kommenden Jahr weniger komfortabel darstellen. So erwartet die International Copper Study Group für 2011 eine im Vergleich zum laufenden Angebot höhere Nachfrage, so dass die historisch nach wie vor nicht allzu üppigen Lagerbestände weiter abgebaut werden dürften. Ein Abbau ist bereits in Gange, und mittlerweile scheint die eher enger werdende Marktlage bei Kupfer ins Bewusstsein vieler Anleger zurückgekehrt zu sein. Die Wetten von spekulativ

## Kupfer auf Rekordkurs



orientierten Anlegern auf weiter steigende Preise haben nämlich jüngst ein mehrjähriges Hoch erreicht.

Die Kupfernachfrage seitens Chinas ist ein wesentlicher fundamentaler Faktor, so dass der Preis recht empfindlich auf weitere politische Bremsmanöver für die Konjunktur bzw. Inflation reagieren dürfte und kurzfristig deutlicher nach unten korrigieren könnte. Sollte der US-Immobilienmarkt im Verlauf von 2011 klare Anzeichen einer Belebung aufweisen, wäre dies ein positives Signal für den Kupfermarkt. Darüber hinaus bleibt die Kupferproduktion in wichtigen Abbauländern weiterhin stör anfällig.

Auch der Aluminiumpreis hat seit den Sommermonaten deutlicher angezogen, kann aber nicht an die rasante Entwicklung bei Kupfer anknüpfen. Zwar wurde zuletzt bei über 2440 Dollar je Tonne ein neues Jahreshoch erreicht. Vom Rekordstand aus dem Jahr 2008 bei über 3200 Dollar je Tonne bleibt der Preis für das Buntmetall aber weit entfernt. Nach wie vor stellt sich die Situation bei den Lagerbeständen deutlich komfortabler dar als etwa bei Kupfer. Zwar hat die globale Aluminiumproduktion im Zeitraum von Januar bis September 2010 gegenüber dem gleichen Vorjahreszeitraum nur um 2,7% zugenommen. Dafür hat aber China seine Produktion um knapp 38% in diesem Zeitraum hochgefahren. Während sich beim ebenfalls wichtigen Nachfrager USA die Autoindustrie zu erholen beginnt, liegt die Neubautätigkeit noch am Boden. Eine Verbesserung in diesem Bereich wäre auch für den Aluminiumpreis als stützendes Element anzusehen. Da die Gewinnung von Aluminium sehr energieintensiv ist, besteht ein recht enger Zusammenhang zur Entwicklung des Ölpreises. Auf Basis unserer Ölpreisprognose rechnen wir auf Jahressicht allerdings nicht mit massiven Belastungen von dieser Seite.

Insgesamt sollten die Industriemetallpreise nach kurzfristig drohenden Rückschlägen moderates Aufwärtspotenzial im Jahr 2011 besitzen, wenn die globale Konjunkturerholung weiter vorankommt und im zweiten Halbjahr 2011 etwas mehr Fahrt aufnehmen kann.

### Weiterhin Chancen bei Rohstoffen

Die Nachhaltigkeit und Stärke des globalen Konjunkturaufschwungs sowie Fortschritte bei den Exit-Strategien der Notenbanken werden auch 2011 die Rohstoffpreise beeinflussen. Grundsätzlich dürften bei einer anhaltenden, wenn auch ein wenig verlangsamten, weltweiten Konjunkturerholung die konjunktursensiblen Rohstoffe profitieren. Insofern sehen wir diese weiterhin als interessante Beimischung an. Bei etwas deutlicheren Korrekturbewegungen ergeben sich Einstiegschancen. Die längerfristigen Argumente, die auf eine allmähliche Rückkehr der westlichen Industrieländer zu alten Produktionsniveaus und auf einen anhaltenden Aufholprozess der Schwellenländer abstellen, behalten weiterhin ihre Gültigkeit. In den kommenden Monaten könnte aber auch Störfeuer kommen, u.a. wegen Befürchtungen, China könnte stärker auf die konjunkturelle Bremse treten. Etwas an Attraktivität als Anlageklasse könnten Rohstoffe, u.a. Gold, auch bei einem tendenziell steigenden Kapitalmarktzinsniveau einbüßen. Darüber hinaus könnten protektionistische Maßnahmen von Staaten die Volatilität der Rohstoffpreise insgesamt erhöhen.

*Fabienne Riefer*

### Prognosen Postbank

	18.11.	in 3 M	in 12 M
Brent Ölpreis			
in USD/Barrel		80	90
Gold Spotpreis			
in USD/Feinunze		1500	1400