

Basisindustrien – Ein Engagement auf direktem oder indirektem Weg

Es steht ausser Frage, dass China zu den Regionen mit dem weltweit stärksten Wachstum gehört. Ebenso nicht zu leugnen ist das Potential der lokalen Währung Renminbi (RMB). Es ist davon auszugehen, dass RMB in den kommenden Jahren eine graduelle Aufwertung erfahren wird (Widerspiegelung solider Fundamentaldaten). Man muss nicht notwendigerweise in der dortigen Immobilienbranche tätig sein, um zu folgern, dass der Urbanisierungstrend in China von Langfristigkeit gekennzeichnet ist. Dadurch wird zudem der Beständigkeit des chinesischen Infrastrukturbedarfs Rechnung getragen. China macht aktuell rund 50% der globalen Nachfrage nach Rohstoffen aus. Dem Investor stellt sich die Frage, wie er durch Anlagen in Rohstoffmärkten am Wachstum der aufstrebenden Nationen partizipieren kann. Ob direkte Investitionen in Rohstoffe oder indirekte Engagements via Aktiengesellschaften, ist eine Frage der Portfoliostruktur und dem Ziel der Investition.



Von Marion Koob, MBA
Senior Relationship Manager
Institutional Business Development
ING Investment Management
(Schweiz) AG

Globale Marktteilnehmer erleben die Basisindustrien, zu welchen Rohstoffe, Energie und Maschinenbau zählen, schon lange als zyklisch. Im heutigen Umfeld sind hauptsächlich makroökonomische Faktoren entscheidende Einflussgrössen auf die Basisindustrien. Aktuelles Beispiel: Eine höhere Besteuerung für globale Minengesellschaften in Australien hat die ohnehin volatile Basisindustrie noch zusätzlich gefordert. In den Monaten Juni und Juli 2010 haben die Basisindustrien eine Erholungsphase durchlaufen.

Bei Rohstoffen kommen ausserdem Umweltfaktoren zum Tragen. Ein aktuelles Beispiel: Waldbrände, Dürren und Überschwemmungen (z.B. in Russland

und Kanada) haben zu einem Preisanstieg bei Agrarprodukten, vor allem Weizen, geführt. Die aktuelle Lage erinnert an die Lebensmittelpreiskrise 2007/2008, das Umfeld ist jedoch ganz anders. Derzeit verfügt die Welt über beträchtliche Lagerbestände an Weizen. Weizen aus den USA, Argentinien und Australien kann die Defizite in den betroffenen Ländern ausgleichen.

Entwicklungsländern kommt eine besondere Bedeutung zu, da sie besonders rohstoffintensiv sind (konsum- und produktionsseitig). Interessant ist dies gerade bei einer regionalen Betrachtung, wenn Entwicklungsländer und Industriestaaten verglichen werden: Die Sektoren Materials (Basisindustrien) und Consumer Staples zählen zu den Bereichen mit dem grössten direkten und indirekten Engagement in Entwicklungsländern. Gerade das indirekte Engagement von Aktiengesellschaften, welches sich vor allem in deren Einkünften widerspiegelt, ist für individuelle Investoren nicht immer auf den ersten Blick erkennbar (Beispiel: Freeport-McMoran Copper: Per August 2010 stammten ca. 45% der Einkünfte aus Nordamerika und 55% aus Emerging Markets).

Ausserhalb der Basisindustrien zeigt Food & Beverages als Subsektor der Verbrauchsgüter, dass der Trend in China bezüglich Nahrungsumstellung bzw. Verbesserung der Nahrungsmittelqualität mit Agrarmarktverbesserungen einhergeht – die Düngemittelindustrie profitiert hiervon überdurchschnittlich.

Direkte Investitionen in Rohstoffe

Direkte Investitionen in Rohstoffe werden im Allgemeinen als Möglichkeit zur Portfolio-Diversifikation und In-

flationsabsicherung verstanden. Dies wurde bis anhin von Marktteilnehmern hauptsächlich durch eine Studie begründet, die sich auf Erkenntnisse von Untersuchungen monatlicher Renditen eines gleichgewichteten Indexes von Rohstoff-Futures von Juli 1959 bis März 2004 bezieht (Facts and Fantasies about Commodity Futures, Gary Gorton, The Wharton School, University of Pennsylvania and National Bureau of Economic Research, and K. Geert Rouwenhorst, School of Management, Yale University, Draft, June 14, 2004). Resultat: Rohstoff-Futures korrelieren negativ mit Aktien- und Anleihenrenditen (und sind somit prädestiniert für die Portfolio-Diversifikation).

Was jedoch nicht berücksichtigt wurde und wird, ist die Tatsache, dass die Wechselbeziehung zwischen Rohstoffmärkten und Finanzmärkten seit dem Jahr 2000 von zunehmender Bedeutung ist. Eine Studie (Index Investing and the Financialization of Commodities, Ke Tang, Renmin University of China, and Wei Xiong, Princeton University and NBER, Draft, September 2009) kommt zum Schluss, dass der steigende Geldmittelzufluss in Rohstoffindex-Investmentvehikel dazu führt, dass Rohstoffpreise nicht mehr unabhängig von Finanzmarktschocks, vom US-Dollar und von Schocks innerhalb des Rohstoffsektor (z.B. Öl) reagieren. Aufgrund dieser zunehmenden Koppelung der Rohstoffpreise an die Kapitalmärkte hat die ursprüngliche Idee der Portfolio-Diversifikation nicht mehr dieselbe Bedeutung wie früher.

Hinsichtlich des Inflationsabsicherungscharakters einer Rohstoffinvestition sollte bedacht werden, dass es aufgrund der zugrundeliegenden Instru-

mente nie möglich ist, Futures zu «Spot» (unmittelbaren) Preisen zu beziehen. Rohstofffonds kaufen Futures/Forwards. Dies setzt die Fonds der sogenannten «Backwardation»-Problematik aus. Backwardation ist ein Zustand auf Futures-Märkten, bei welchem Verträge, die sich ihrem Enddatum nähern, zu höheren Preisen gehandelt werden können als Verträge, die noch länger laufen. Das Vorhandensein von Backwardation ist u.a. von den Lagerkosten des physischen Gutes abhängig und kann deshalb auch auf Vorrats- oder Lieferschwierigkeiten im physischen Markt hindeuten. Angebot und Nachfrage stimmen dann überein, wenn Einigkeit über den erwarteten Futures «Spot»-Preis herrscht. Diese Preiserwartung stellt letztendlich den Futures-Preis. Änderungen in der Betrachtungsweise der Marktteilnehmer verändern entsprechend die Preisfindung und damit den Preis selbst.

Diese zusätzlichen indirekten Effekte, wie z.B. Lagerbestände/Lagerkosten mit und um Futures/Forwards, schaffen Raum für Arbitrage-Möglichkeiten. Daher ist es auch nicht verwunderlich, dass neue Rohstoffindex-Produkte entstehen, die versuchen, anhand quantitativer Modelle Rohstoffe mit geringen Lagerbeständen zu favorisieren. Man erhofft sich davon bessere Renditen als von konventionellen direkten Rohstoffinvestitionen, weil aufgrund der beschränkten Verfügbarkeit die Nachfrage zu höheren Preisen gedeckt wird. Die Preisfindung der kurz- und langfristigen Futures-Verträge ist hierbei zusammen mit dem 1jährigen Preis-Momentum der hauptsächliche Trigger für die angewandten quantitativen Modelle.

Möchte man sich diesen zusätzlichen Faktoren, die Futures und damit direkte Rohstoffinvestitionen mit sich bringen, nicht aussetzen, sollte man sich zur Inflationsabsicherung im Portfolio-Kontext überlegen, ob eine Investition in physisches Gold oder TIPS (Treasury Inflation-Protected Securities) zu bevorzugen wäre. Daher gehen verschiedene Denkmodelle davon aus, dass Rohstoffe/Ressourcen taktisch und nicht als strategische langfristige Investitionen («Buy and Hold») zu verstehen sind.

Investitionen in Aktiengesellschaften im Basisindustriensektor

Rohstoffe sind generell zu konsumierende oder zu transformierende bzw. umwandelbare Güter (umwandelbar: Beispiel Produktion). Der Preis dieser «realen» durch physische Präsenz begründeten Güter tendiert mit Inflation ebenfalls anzusteigen – daher, wie erwähnt, der Absicherungsgedanke. Im Gegensatz dazu werden Aktien und Anleihen, bei welchen zukünftige Cash-flows und entsprechende Net-Asset-Value-Betrachtungen den Preis bestimmen, zusätzlich von Faktoren beeinflusst, die vom Rohstoffmarkt unabhängig sind (Beispiel: firmenspezifische Faktoren).

Der Sektor Basisindustrien wird von direkten Rohstoffinvestoren und Portfoliomanagern mit Aktien-/Anleiheninvestitionen gleichermassen als Bereich mit grossen Wertschwankungen gesehen. Dies wird am Beispiel der Wertentwicklungsbandbreite des *ING Materials Fund* deutlich. Im Kalenderjahr 2007 erzielte dieser eine 10% höhere Rendite als sein Vergleichsindex (MSCI World Materials Index), 2008 eine um 12% niedrigere; 2009 übertraf er seine Benchmark dann wieder um 25%. Das Beta des Fonds bewegt sich zwischen 1,1 und 1,25. Beta-adjustiertes Management findet in der Investmentstrategie des Fonds nur geringe Beachtung. Eine Beta Maximalgrösse von 1,3 wird fix nicht überschritten. Die Ausrichtung des Fonds wurde im Verlauf des Jahres 2009 aufgrund verstärkter Investitionen im Gold/Mining-Sektor risikogemäss defensiver ausgerichtet. (Alle Angaben beziehen sich auf den holländischen Mutterfonds.)

Prinzipiell ist das ING Fonds Team sehr positiv bezüglich China und bezüglich der Rohstoffnachfrage weltweit. Das Team erwartet überdurchschnittliches Wachstum in China für die nächsten 5 bis 10 Jahre, d.h. auch über einen mittel- bis langfristigen Zeitraum.

Ein Rückgang bei den chinesischen Metallimporten 2010 nach einem starken 2009 hat zu einer «Zwangspause» beim entsprechenden Basisindustriensegment geführt. Daher ist es in den kommenden Monaten entscheidend, dass das chinesische Wirtschaftswachstum seine Stärke beibehält; dies ist wichtig nicht nur für China, sondern über die regionalen Grenzen hinaus. Eines ist jedoch klar: Hält die China-Story an, wird die Rendite der Mininggesellschaften und die der Stahlindustrie 2010 diejenige der anderen Industriesektoren übertreffen.

Fazit

Es spricht viel für ein Engagement in Basisindustrien. Letztendlich hängt die Art des Engagements (direkte Rohstoffinvestitionen versus indirekte Beteiligungen über Aktiengesellschaften) davon ab, ob ein Investor bereit ist, die entsprechenden Konsequenzen zu tragen. Erfolgreiche Portfoliomanager beweisen gerade bei zyklischen Rohstoff/Ressourceinvestitionen ihre Management-Fähigkeiten. Konsistenz bei den Anlagen und im Investmentstil ist eine Grundvoraussetzung, denn die kurz- und mittelfristige Portfolioausrichtung muss für den Anleger transparent und nachvollziehbar sein, um die eingegangenen Risiken richtig abschätzen zu können.

marion.koob@ingim.com ●

Backwardation und Contango

Unter Backwardation versteht man zusammengefasst «Futures-Preis < Spot-Preis», unter Contango «Futures-Preis > Spot-Preis». In einer Grafik würde die horizontale Achse die Fälligkeit/Zeitachse darstellen, die vertikale Achse den Futures Preis/Kurs. Das resultierende Diagramm ist vergleichbar mit einer Zinssatzkurve. Tendiert die Kurve vom Spot ausgehend in die Zukunft/Fälligkeit negativ und damit fallend, zeigt sich der Backwardation-Effekt, im umgekehrten Fall der Contango-Verlauf. John Maynard Keynes stellte 1930 die Theorie auf, dass sich die Futures-Märkte normalerweise in Backwardation befinden, da sich Rohstoffproduzenten gegen Preisrisiken absichern wollen und dem Kapitalmarkt dafür eine Risikoprämie bezahlen müssen (auch Normal Backwardation genannt). In welchem Zustand sich die Futures-Märkte befinden, hängt letztendlich von der globalen Angebot/Nachfrage-Situation ab.