



# COMMODITY REPORT 01/2012

STAND: JANUAR 2012

## SPECIAL: ROHSTOFFAUSBLICK FÜR 2012

- **Schuldenkrise, Wachstumsschwäche in China und drohende Rezession in der Eurozone: Wohin man auch schaut, das Jahr 2012 beginnt angespannt. Die Rohstoffmärkte reagieren, besonders für die Industriemetallpreise wird die Entwicklung der chinesischen Wirtschaft entscheidend sein. Anleger sollten in diesem Umfeld die Märkte aufmerksam verfolgen und vorsichtig agieren. In diesem Umfeld erscheinen Relative-Value-Strategien aussichtsreicher als direktionale Wetten.**
- **Die Erdgas-Lagerbestände in den USA klettern von einem Rekordhoch zum nächsten, im Dezember 2011 waren sie so hoch wie nie zuvor im letzten Monat des Jahres. Im neuen Jahr könnten Angebotsrückgänge und eine steigende Nachfrage allerdings zu einem leichten Aufwärtspotenzial beim Erdgaspreis führen.**
- **Am Ölmarkt sind 2012 Aufwärts- und Abwärtsrisiken erkennbar. Die Verringerung der globalen Lagerbestände und mögliche neue Angebotsausfälle könnten kurzfristig starke Preisanstiege auslösen, während Nachfrageausfälle in China, Europa und den USA die Preise sinken lassen würden.**
- **Beim Getreide hängt die Preisentwicklung auch 2012 vorwiegend von der Ernte ab, niedrige Lagerbestände lassen nur wenig Raum für Angebotsschocks. Die Nachfrage im Viehsektor wird wohl weiter vom Export gestützt, während das Angebot in der zweiten Jahreshälfte stärker zunehmen dürfte. Im Großen und Ganzen scheinen die Nahrungsmittelmärkte ausreichend versorgt zu sein.**
- **Die Preise für Gold und Silber dürften sich im neuen Jahr insgesamt seitwärts bewegen, der Status des Goldes als „sicherer Hafen“ gerät zunehmend ins Wanken. Platin und Palladium scheinen im Edelmetallkomplex günstiger bewertet zu sein als das gelbe Metall.**

Nach der positiven Resonanz auf unseren etwas anderen Rohstoffausblick im vergangenen Jahr wollen wir den Lesern des Commodity Report auch 2012 wieder eine Einschätzung der Rohstoffmärkte für das neue Jahr in Kurzfassung geben.

### Allgemein fällt Schwarzsehen leicht

Einen düsteren Ausblick abzugeben, ist 2012 leichter als jemals zuvor. Die Schuldenkrise ist nicht ausgestanden, Chinas Wirtschaft schwächelt, und Euroland befindet sich auf dem Weg in eine Rezession. Die geopolitische Situation bleibt angespannt, und die Kreditvergabe vieler Banken wird immer restriktiver. Das makroökonomische Umfeld ist also wenig verheißend und auch die Analyse der Angebots- und Nachfragesituation zeigt bei keinem von uns beobachteten Rohstoff Diskrepanzen, die eine mittelfristige Hause erwarten lassen. Man kann daher 2012 nüchtern



betrachtet mit bestenfalls stagnierenden Rohstoffpreisen rechnen. Sollte sich die makroökonomische Situation verschärfen, sind sogar ähnliche Verluste wie in 2011 sehr wahrscheinlich.

### **Industriemetallsektor steht im Banne Chinas**

Der Industriemetallmarkt hängt 2012 vor allem von der Entwicklung der chinesischen Volkswirtschaft ab. Angesichts des sich abschwächenden Häusermarktes im Reich der Mitte sehen wir deutliche Abwärtsrisiken. Der chinesische Bausektor etwa, der über 13 Prozent des nationalen Bruttoinlandsproduktes (BIP) ausmacht, ist eine wichtige Säule der globalen Kupfernachfrage. Das Überangebot an Häusern in China und die deshalb fallenden Immobilienpreise machen neue Bauvorhaben nicht mehr lukrativ, sodass ein deutlicher Rückgang der chinesischen Kupferimporte und eine Belastung der Industriemetallpreise in der ersten Hälfte des neuen Jahres zu erwarten ist. Wenn sich die Inflation in China allerdings abschwächt und die Zentralbank ihre Geldpolitik im zweiten Halbjahr wieder lockert, könnten die Industriemetallpreise Auftrieb bekommen.

### **Dem Erdgasmarkt winkt Entspannung auf der Angebotsseite**

Die US-Lagerbestände bei Erdgas klettern von Rekordhoch zu Rekordhoch. Im saisonalen Vergleich waren sie im Dezember 2011 so hoch wie nie zuvor. Obwohl sich der Preis des fossilen Brennstoffs in einem langfristigen Abwärtstrend befindet, sehen wir 2012 leichtes Aufwärtspotenzial. Zwei Faktoren sind dafür ausschlaggebend: Auf der Nachfrageseite ist die relative Attraktivität von Erdgas gegenüber anderen Energieträgern wie Kohle zu nennen, die bei Preisen von drei US-Dollar pro Million BTU (British Thermal Unit) sehr groß ist und eine zunehmende Substitution von Kohle durch Gas auslösen wird. Auf der Angebotsseite ist mit einer Reaktion der Produzenten zu rechnen, denn gerade für kleine Unternehmen ist die Förderung bei den gegenwärtigen Preisen nicht mehr profitabel, sodass 2012 eine deutliche Verringerung des Angebotswachstums zu erwarten ist. Wir sehen den Erdgaspreis von der Angebots- und Nachfrageseite aus gut unterstützt und rechnen im neuen Jahr mit einer Preisspanne von drei bis vier US-Dollar pro Million BTU Erdgas.

### **Am Ölmarkt gibt es Preisrisiken in beide Richtungen**

Die globalen Öllagerbestände sind nach ihrem starken Anstieg 2009 in den folgenden Jahren deutlich zurückgegangen. In einzelnen Regionen bewegen sie sich schon wieder unter dem Fünfjahresdurchschnitt. Verschärft wurde diese Verknappung durch die Angebotsausfälle wegen der Libyenkrise, was ein mahnendes Zeichen für 2012 sein sollte. Auch in diesem Jahr sind Angebotsausfälle wahrscheinlich, denn die Lage in Ländern wie Syrien, dem Iran oder dem Irak bleibt angespannt. Bei einem sich einengendem globalen Ölmarkt kann es durchaus zu kurzfristigen, starken Preisanstiegen kommen. Allerdings gibt es auf der Nachfrageseite ebenfalls Risiken, die den Preis auch nach unten drücken könnten. Zu nennen sind etwa eine sich eintrübende chinesische Nachfrage, eine mögliche Rezession in Europa und ein nur moderat ausfallendes Wachstum in den USA. Wir gehen von einem sehr volatilen Ölmarkt in diesem Jahr aus, an dem man sehr opportunistisch agieren sollte. Die von uns erwartete Preisspanne für Öl der US-Sorte West Texas Intermediate (WTI) liegt zwischen 80 und 120 US-Dollar pro Fass. Der Preisabstand zwischen den Sorten WTI und Brent dürfte sich auf Jahressicht bis auf fünf US-Dollar verringern.



## Bei Getreide und Ölsaaten hängt alles von der Ernte ab

Wenn man das makroökonomische Umfeld außer Acht lässt, hängt der Weizenpreis in diesem Jahr wieder einmal ganz von der Produktion ab. Das Verhältnis der weltweiten Lagerbestände zum Verbrauch liegt auf einem Rekordtief, sodass selbst bei pessimistischen Nachfrageschätzungen weitere Angebotsschocks den Markt beeindrucken dürften. Dazu könnte es durchaus kommen, denn die niedrigsten Niederschlagsmengen seit 2008 in Brasilien und Argentinien lassen die optimistischen Produktionsschätzungen des US-Agrarministeriums (USDA) recht fragwürdig erscheinen.

Bei den Preisen für Mais und Sojabohnen sehen wir nur ein begrenztes Rückschlagspotenzial, bis ein klareres Bild über die Anbauflächenentwicklung in den USA vorliegt. Die Maisnotierungen sollten sich vorerst zwischen 5,50 und 6,50 US-Dollar pro Scheffel bewegen, bei Sojabohnen erwarten wir Preise zwischen 11,00 und 12,50 US-Dollar pro Scheffel. Wenn mehr Klarheit über die US-Anbauflächen herrscht und die Wetterbedingungen einen durchschnittlichen Ertrag erlauben, liegt ein Rückgang der Preise um 20 Prozent der aktuellen Niveaus aus im Bereich des Möglichen.

## Der Viehsektor wird weiterhin von der Exportnachfrage unterstützt

Im vergangenen Jahr war der Export die wichtigste Stütze der US-Viehmärkte, denn Südkorea musste wegen der Maul- und Klauenseuche einen Großteil seiner Viehbestände notschlachten und mehr Rinder- und Schweinefleisch aus den USA importieren. Dieser Trend dürfte sich 2012 fortsetzen, allerdings nicht mehr so stark wie im vergangenen Jahr. Auch die Inlandsnachfrage in den USA bleibt recht robust, sodass wir auf die Angebotsseite schauen müssen, um den weiteren Kursverlauf zu prognostizieren. Die Berichte des US-Agrarministeriums zu den Rinder- und Schweinebeständen implizieren für das Jahr 2012 ein Mehrangebot von ein bis zwei Prozent. Der Großteil des Mehrangebotes soll aber erst in der zweiten Jahreshälfte zur Verfügung stehen. Wir erwarten daher in diesem Jahr zunächst einen Anstieg der Rinderpreise um fünf bis zehn Prozent, bevor sich die Notierungen zum Jahresende wieder auf dem jetzigen Niveau einpendeln dürften. Bei Magerschweinen sehen wir aufgrund des überdurchschnittlichen Preisabschlags gegenüber Rindfleisch ein etwas größeres Preispotential.

## Bei Nahrungsmitteln und Fasern dämpft gute Versorgung die Preise

Nachdem die Preise im Sektor Nahrungsmittel und Fasern 2009 um 44 Prozent und 2010 um 59 Prozent zugelegt hatten, kam es im vergangenen Jahr zu einem Preisrückgang um 14 Prozent. Der Blick in die Zukunft verheißt wenig Bewegung, denn abgesehen von Kaffee und Orangensaft zeigen alle Märkte des Sektors eine sehr ausgeglichene Angebots- und Nachfragebilanz.

Interessant erscheint uns der US-**Baumwollmarkt**, an dem sogar ein Preisverfall um 20 Prozent keine Käufer aus dem Ausland anlocken konnte. Wir denken, dass die Preise deutlich unter 80 US-Cent pro Pfund fallen müssen, um die Nachfrage wieder zu beleben. Auch die Preise für Zucker spiegeln aus unserer Sicht noch nicht den wahren Wert des süßen Rohstoffs wider, denn die größten Importeure verfügen über ausreichende Überschüsse. Und die Aussichten für die kommende Ernte sind rosig. Wir erwarten für dieses Jahr einen durchschnittlichen Preis von 20 US-Cent pro Pfund Zucker.



**Kakao** zählte 2011 zu den Rohstoffen mit den größten Preiseinbußen, bedingt durch den deutlichen Überschuss zum Ende der Erntesaison. Trotz der um 30 Prozent gesunkenen Preise kämpft auch der Kakaomarkt mit einer schwächeren Nachfrage, sodass die Preise für Kakaopulver im freien Fall immer neue Niveaus ausloten, die eine Stimulierung der Nachfrage mit sich bringen könnten.

Bei den **Kaffeepreisen** erwies sich 2011 trotz schlechter Ernten in Kolumbien und Brasilien ein Preisanstieg um 28 Prozent als nicht nachhaltig. Am Jahresende stand ein Minus von elf Prozent. Aus unserer Sicht sind die Aussichten auf eine sehr gute Ernte in Brasilien in diesem Jahr der Grund für den Preisrutsch, doch Überraschungen bei der Ernte sind nie auszuschließen. Mit Shortpositionen halten wir uns bei Kaffee derzeit zurück, denn ein Preisanstieg auf 250 US-Cent pro Pfund ist möglich.

### Im Edelmetallsektor drohen Seitwärtsmärkte für Gold und Silber

Recht unterschiedlich entwickelten sich im vergangenen Jahr die Edelmetallpreise. Während Gold 2011 mit einem Preisaufschlag von knapp zehn Prozent abschloss, verlor Silber zehn Prozent an Wert. Die Platinnotierungen büßten 21,9 Prozent ein und Palladium verbilligte sich um 18,3 Prozent. Die Nullzinspolitik der Zentralbanken hat seine Wirkung auf Gold verloren. Der Status des gelben Metalls als „sicherer Hafen“ scheint gefährdet. Aus unserer Sicht erhöhen die immer noch sehr hohen Longbestände börsengehandelter Goldfonds die Gefahr von Einbußen, sodass ein Test der Marke von 1.400 US-Dollar pro Unze Gold in den kommenden Wochen wahrscheinlich ist. Preise um 2.000 US-Dollar pro Unze halten wir dagegen im Jahr 2012 für sehr unwahrscheinlich.

Innerhalb des Edelmetallsektors gefallen uns Platin und Palladium, deren Preise sich in den kommenden Monaten wegen der Unterbewertung beider Metalle gegenüber Gold und des weiterhin positiven Ausblicks für die Automobilindustrie besser entwickeln sollten als die Goldnotierungen.

### Monatskommentar

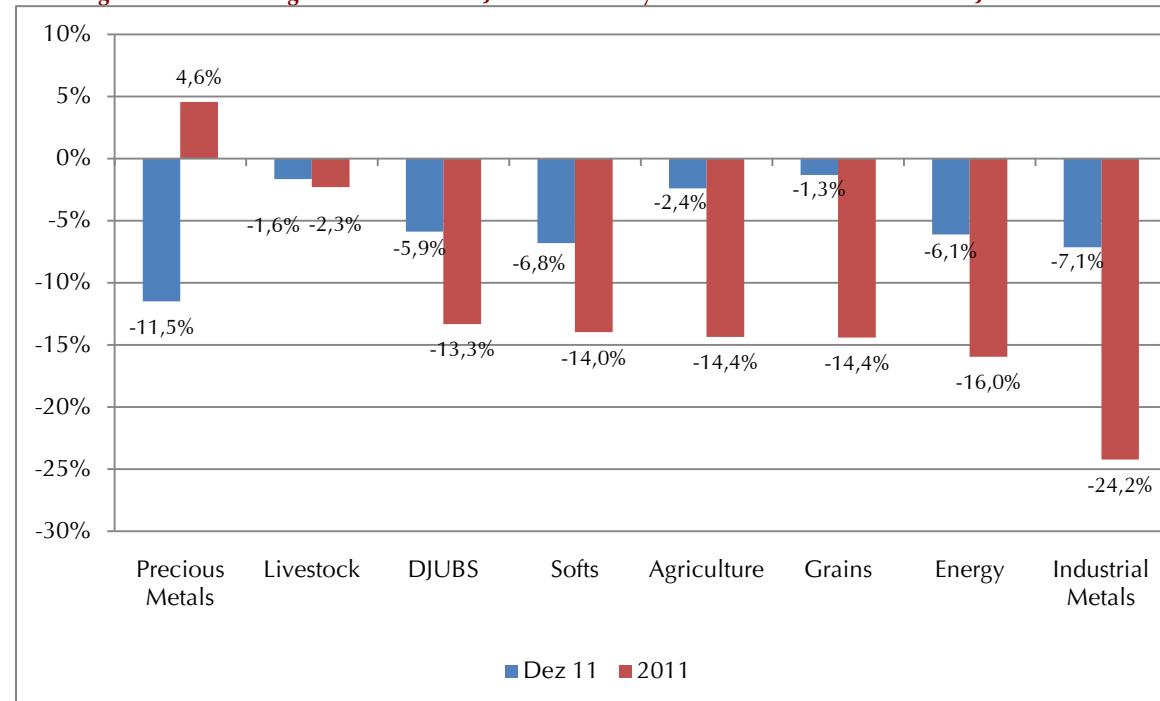
Der Dow Jones UBS Commodity Total Return Index setzte seine Abwärtsbewegung im Dezember mit einem Monatsverlust von fast sechs Prozent fort. Das Jahr 2011 beendete der Index mit einem Gesamtminus von 13,3 Prozent. Verluste fielen im Dezember in allen Märkten an, schwächster Sektor waren die Edelmetalle, die gemessen am Dow Jones UBS Precious Metals Index mehr als elf Prozent an Wert verloren haben. Vor allem Silber wurde im Dezember massiv abverkauft.

Trotz der jüngsten Verluste ist der Edelmetallsektor der einzige Rohstoffbereich, der 2011 im Plus beenden konnte, auch wenn der Aufschlag mit 4,6 Prozent eher mäßig ausfiel.

Schwächster Sektor auf Jahressicht waren die Industriemetalle, die sich 2011 um mehr als 24 Prozent verbilligten. Im Energiesektor entwickelten sich Öl und Erdgas unterschiedlich: während Benzin und Heizöl mit 14,5 und 10,7 Prozent Plus zu den Rohstoffen mit der besten Preisentwicklung zählten, sanken die Erdgasnotierungen 2011 um über 47 Prozent. Damit ist auch das Gesamtminus des Energiesektors von über 16 Prozent zu erklären. Die folgenden Grafiken zeigen

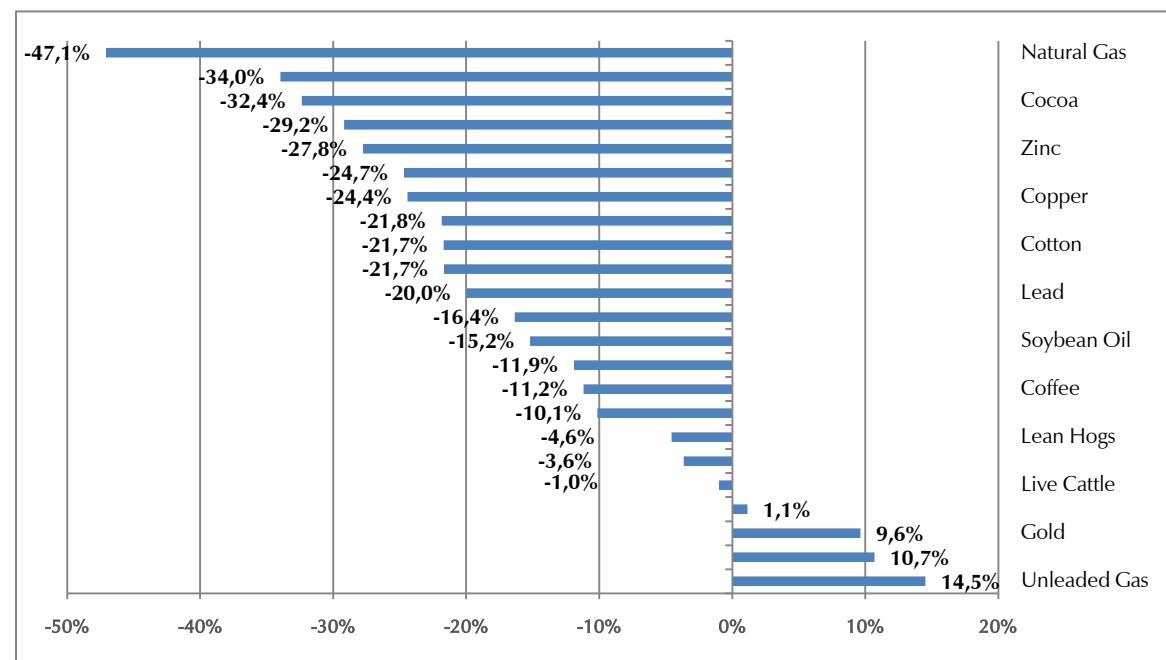
die Entwicklung der Rohstoffmärkte und der Einzelsektoren im Dezember 2011 und im Jahresverlauf:

**Abbildung 1: Wertentwicklung der Sektoren des DJ UBS Commodity Index im Dezember 2011 und im Jahresverlauf**



Quelle: Lupus alpha, Bloomberg

**Abbildung 2: Wertentwicklung der einzelnen Rohstoffsektoren im Jahresverlauf 2011**



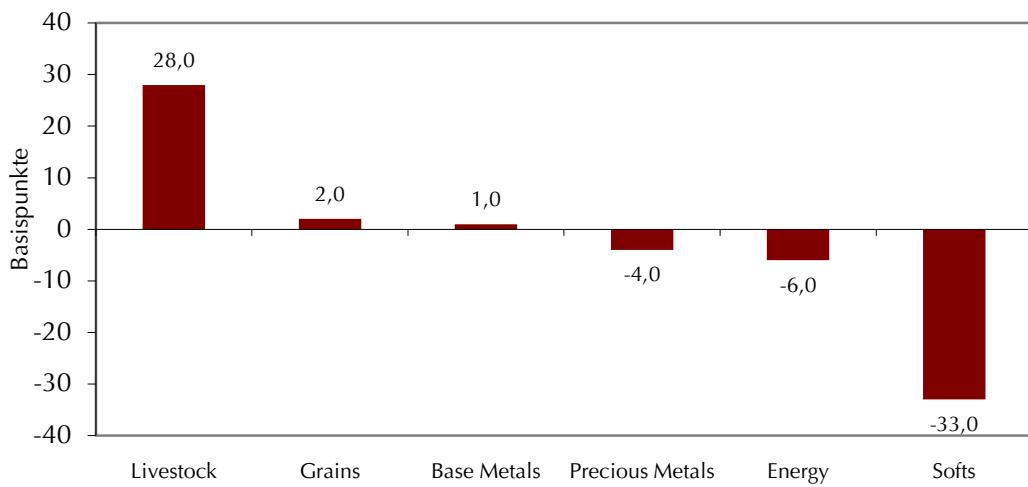
Quelle: Lupus alpha, Bloomberg



## Performance Lpus alpha Commodity Invest

In einem schwierigen Marktumfeld verlor der Lpus alpha Commodity Invest im Dezember zwölf Basispunkte. Positive Ergebnisbeiträge brachte der Viehsektor, während Verluste bei einigen Agrarrohstoffen anfielen. Auf Jahressicht verlor der Ende Januar 2011 aufgelegte Fonds 204 Basispunkte bei einer Volatilität von 3,9 Prozent.

**Abbildung 3: Beiträge der Rohstoffsektoren zur Fondswertentwicklung in Basispunkten**



Quelle: Lpus alpha

## Sektorkommentare

### Getreide und Ölsaaten - Klassische Wettermärkte zum Jahresausklang

Der Getreidesektor entwickelte sich im Dezember 2011 zum klassischen Wettermarkt. Argentinien und der Süden Brasiliens litten unter extremer Hitze und Trockenheit, weshalb viele Analysten ihre optimistischen Produktionsschätzungen für **Mais** und **Sojabohnen** reduzierten. Die Maispflanzen im Süden Brasiliens befinden sich zurzeit in der kritischen Befruchtungsphase, sodass Schäden wahrscheinlich sind. In Argentinien hat dagegen die bis Mitte Januar andauernde Phase der Befruchtung gerade erst begonnen, sodass Regen und ein Absinken der Temperaturen den Schaden in Grenzen halten könnten. Bei Sojabohnen beginnt die entscheidende Phase der Hülsenbildung erst Ende Januar, weshalb das ungünstige Wetter bisher noch keine große Auswirkung auf die Ernte hat. Wettermärkte sind schwierig zu handeln, denn die Marktteilnehmer antizipieren gerne größere Schäden, als in der Realität entstehen. Die Folge ist große Volatilität,



bei der man besonders auf das Risikomanagement achten sollte. Wir werden uns, wie schon im Jahresausblick erwähnt, in den erwarteten Preisspannen jeweils antizyklisch verhalten.

### **Viehsektor – Bei Magerschweinen könnte eine Herdenausweitung nötig werden**

Der **Viehsektor** brachte uns 2011 als einziger Rohstoffbereich einen positiven Ergebnisbeitrag, der zum Großteil mit Relative-Value- beziehungsweise Spread-Strategien erzielt wurde. Bei diesen Spreads sind die Nachfrage der Schlachter, das kurzfristiges Angebot schlachtreifen Viehs, das Wetter und saisonale Verhaltensmuster ausschlaggebend, während makroökonomische Einflüsse nur eine untergeordnete Rolle spielen.

Im Januar 2012 erwarten wir bei **Lebendrindern** einen Seitwärtsmarkt. Aus diesem Grund halten wir Short-Strangle-Positionen im Februarkontrakt und beginnen nach Beendigung der Rollover- und Rebalancing-Periode der Indexfonds mit dem Kauf des Frontmonatskontrakts für Februar und dem gleichzeitigen Verkauf von Aprilkontrakten. Nichts rechtfertigt zu diesem Zeitpunkt den hohen Abschlag, den der Februarkontrakt gegenüber dem Aprilkontrakt aufweist.

Bei **Magerschweinen** erwarten wir kurzfristig weiter sinkende Preise. Der Bericht zu den Schweinebeständen in den USA wies für den Geschmack vieler Marktteilnehmer etwas zu hohe Zahlen aus, wir allerdings können uns dieser Ansicht nicht ganz anschließen. Die Exporte und auch die Inlandsnachfrage in den USA sollten vielmehr eine weitere Herdenausweitung erforderlich machen. Im Relative-Value-Bereich ergibt sich zur Zeit keine interessante Strategie, deshalb warten wir auf eine Gelegenheit, den Februarkontrakt für Magerschweine im Bereich zwischen 81,50 und 82,50 US-Cent pro Pfund zu kaufen.

### **Nahrungsmittel und Fasern - Die Suche nach der Nachfrage bestimmt den Markt**

Die Preise für die als „Soft Commodities“ bezeichneten Agrarrohstoffe bleiben unter Druck. Die Zuckernotierungen beispielsweise verharren hartnäckig zwischen 22,50 und 24,10 US-Cent pro Pfund, der Kakaokontrakt an der Terminbörsen ICE bewegt sich um die Marke von 2.000 US-Dollar pro Tonne, und Arabica-Kaffee schien preislich aus der seit drei Monaten anhaltenden Handelsspanne zwischen 220 und 240 US-Cent auszubrechen, erwischte aber am Ende nur einige Bullen auf dem falschen Fuß, uns eingeschlossen. Baumwolle konnte als einziger „Weichrohstoff“ im Dezember ein leichtes Plus bei den Preisen erzielen, das wir aber nur als technische Gegenbewegung im übergeordneten Abwärtstrend interpretieren. Die Exportzahlen bei Baumwolle sind weiterhin sehr schlecht, weshalb wir das weitere Kurspotenzial auf maximal 95 bis 97 US-Cent pro Pfund begrenzt sehen.

### **Edelmetalle - Schlechtester Monat für den Edelmetallsektor seit über zehn Jahren**

Den Edelmetallbullen wurde zum Jahresende noch einmal kräftig in die Suppe gespuckt, denn Gold verlor im Dezember 10,5 Prozent an Wert, Silber 14,9 Prozent und Platin 10,4 Prozent. Nur Palladium konnte sich dem Trend entziehen und erreichte einen Preisaufschlag von sieben Prozent. Wir halten Platin und Palladium innerhalb des Edelmetallsektors für die interessantesten Märkte und bauen deshalb Spreadpositionen gegenüber Gold auf. Platin beispielsweise wird gegenüber Gold mit einem Abschlag gehandelt, der in seinem Umfang nicht nachvollziehbar ist. Allerdings wissen wir, dass einige Marktteilnehmer aufgrund dieser Ansicht schon viel Geld



verloren haben, deshalb wird unsere Position recht klein gehalten. Wir können nicht ausschließen, dass bei der Preisdifferenz zwischen Platin und Gold noch einmal neue Rekordtiefs erreicht werden.

## Ausblick:

Der negative Trend an den Rohstoffmärkten sollte sich in den kommenden Wochen zunächst fortsetzen, Licht am Ende des Tunnels ist noch nicht in Sicht. Manche Beobachter sehen in der Bereitstellung von Liquidität durch Notenbanken einen Kurstreiber für die kommenden Monate, doch wir können uns dieser Meinung nicht anschließen. Nullzinspolitik ist nicht als Chance für Rohstoffanlagen zu betrachten, wenn die fundamentalen Daten der meisten Rohstoffe eher trübe aussehen. Erst bei einer Stabilisierung der Nachfrage könnte man von einem Ende der nunmehr über sechs Monate andauernden Abwärtsbewegung sprechen. In dieser Lage sollten Anleger ihr Pulver trocken halten, dies erscheint uns als die beste aller Lösungen. Die größten Gewinnchancen im aktuellen Umfeld versprechen nicht direktionale Wetten, sondern Relative-Value-Strategien.

### Lupus alpha Portfolio Management Commodities:

Gerd-Henning Beck, E-Mail: [gerd.beck@lupusalpha.de](mailto:gerd.beck@lupusalpha.de)

Daniel Bathe, E-Mail: [daniel.bathe@lupusalpha.de](mailto:daniel.bathe@lupusalpha.de)

Stand: Januar 2012

**Lupus alpha – Köpfe für innovative Alpha-Strategien.** Als eigentümergeführte, unabhängige Asset Management-Gesellschaft steht Lupus alpha seit über 10 Jahren für spezialisierte Investmentlösungen. Gestartet als einer der Pioniere in Deutschland für europäische Nebenwerte, ist Lupus alpha heute einer der führenden Anbieter von Absolute Return-Konzepten. 80 Mitarbeiter, davon 30 Spezialisten im Portfolio Management, engagieren sich für einen optimalen Service und eine überdurchschnittliche Performance, mit dem Ziel durch aktive, innovative Investmentkonzepte einen echten Mehrwert für institutionelle Anleger zu entwickeln. Weitere Informationen finden Sie unter [www.lupusalpha.de](http://www.lupusalpha.de).

### Disclaimer:

Bei dieser Broschüre handelt es sich um eine Marketing-Mitteilung, welche mit großer Sorgfalt erstellt wurde. Eine Garantie für die Richtigkeit aller Angaben kann nicht übernommen werden. Der Lupus alpha Commodity Opportunities Fund ist ein von der HSBC Securities Services (Ireland) Limited aufgelegter Publikumsfonds. Lupus alpha veröffentlicht ausschließlich produktbezogene Informationen und erteilt keine Anlageempfehlungen. Der Wert der Anteile kann schwanken und wird nicht garantiert. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung. Alleinverbindliche Grundlage für den Erwerb von Lupus alpha Fonds sind die jeweiligen gültigen Verkaufsprospekte, die Sie bei der Lupus alpha Asset Management AG, Postfach 11262, 60047 Frankfurt am Main erhalten. Lupus alpha Fonds erhalten Sie bei Banken, Sparkassen und unabhängigen Finanzberatern.