



### ***SPECIAL: Physische Investments anstelle von Futures sind der neue Trend am Rohstoffmarkt***

- Schon im Jahr 2009 kauften die Großbanken Barclays und JP Morgan riesige Frachter, um Heizöl auf den Weltmeeren zu lagern. In diesem Jahr nun steigen Finanzinstitute durch den Kauf von Lagerhallenbetreibern in den physischen Handel mit Industriemetallen ein.
- Profite versprechen sich die Banken durch Arbitragegeschäfte zwischen dem physischen Rohstoffmarkt und dem Terminhandel sowie durch die Verringerung der Lagerkosten.
- Der Kauf von Lagerstätten macht die Auflegung physisch gedeckter Exchange Traded Funds (ETF) im Industriemetallsektor zu einem neuen Geschäftsfeld für die Banken. Anleger erhalten damit neue Investmentmöglichkeiten, um an der Entwicklung von Rohstoffpreisen zu partizipieren.
- Es ist spannend zu beobachten, ob und wie das physische Rohstoffgeschäft der Banken den Markt beeinflusst und fundamentale Faktoren wie Angebot und Nachfragen verändert.

Prall mit Öl gefüllte Tanker liegen vor der Küste Maltas, und Unmengen von Aluminium stapeln sich ungenutzt in Hamburger Lagerhallen. Ist das ein Zeichen von Überangebot am Rohstoffmarkt? Keinesfalls, denn die Tanker und Lagerhallen gehören Banken, die damit neue Ertragsquellen erschließen wollen.

**Damit zeichnet sich ein neuer Trend im Rohstoffsektor ab: Immer mehr Banken und Finanzinstitute steigen in den physischen Rohstoffhandel ein.** Erst vor kurzem vermeldete beispielsweise Goldman Sachs den Kauf des Lagerhallenbetreibers Metro International Trade Services. Metro ist eines von mehr als 30 an der London Metal Exchange registrierten Unternehmen, die ihr Geschäft mit der Vermietung von Lagerflächen für Industriemetalle verdienen. Auch JP Morgan wird durch die geplante Übernahme von RBS Sempra mit Henry Bath ein Unternehmen dieser Sparte erhalten. **Ob Lagerhallen, Tanker oder Ackerflächen: Alles, was Profit verspricht, wird derzeit von Investmenthäusern als Anlagealternative ins Visier genommen. Wir wollen untersuchen, welche Motive dahinter stehen und welchen Einfluss die zunehmende Verschmelzung von physischem Handel und Termingeschäft auf die Rohstoffpreise hat.**

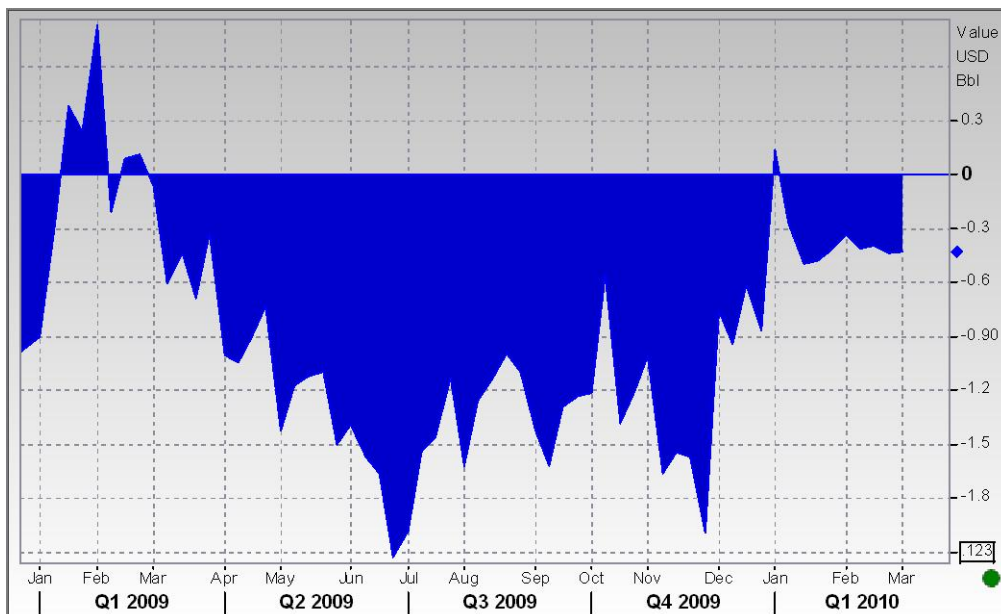
Schon im vergangenen Jahr machten JP Morgan und Barclays am physischen Markt auf sich aufmerksam. Im Juni und im Juli 2009 kauften beide Banken jeweils einen VLCC (Very Large Crude Carrier).



Mit diesen Supertankern kann Heizöl auf den Weltmeeren gespeichert werden. Die Idee hinter den Tankerkäufen war simpel: **Das Heizöl konnte damals am physischen Markt billig gekauft und auf Termin sehr viel teurer verkauft werden, da sich der Terminmarkt in einem ausgeprägten Contango befand (siehe Abbildung 1).** Die Differenz zwischen dem Kaufpreis für Heizöl am Spotmarkt und dem Verkaufspreis am Terminmarkt war viel größer, als es durch Lagerkosten und Zinszahlungen gerechtfertigt gewesen wäre. Am Spotmarkt notierte Heizöl um mehr als 1,5 US-Dollar pro Fass billiger als am Terminmarkt zur Lieferung im nächsten Monat. Wie die Banken diese Preisdifferenz nutzten, verdeutlicht folgendes Rechenbeispiel:

Die VLCC-Supertanker haben eine Kapazität von ungefähr 2.000.000 Fass. Ihre Mietkosten waren durch das Überangebot auf dem Schiffsmarkt deutlich gesunken und lagen im Juni letzten Jahres bei geschätzten 35.000 US-Dollar je Tanker und Tag. Damit beliefen sich die Kosten für die Tankerlagerung von Heizöl auf etwa 0,50 US-Dollar je Fass. Diese günstigen Lagerkosten, fast kostenlose Refinanzierungsmöglichkeiten und die höheren Terminpreise für Heizöl ermöglichten einen geschätzten monatlichen Profit aus der Tankerspeicherung von rund einem US-Dollar je Fass beziehungsweise zwei Millionen US-Dollar je Tanker. **Für die Investmentbanken war das ein äußerst lukrativer und zudem fast risikoloser Nebenverdienst.**

Abbildung 1: Preisunterschied zwischen erstem und zweiten Terminkontraktmonat bei Heizöl



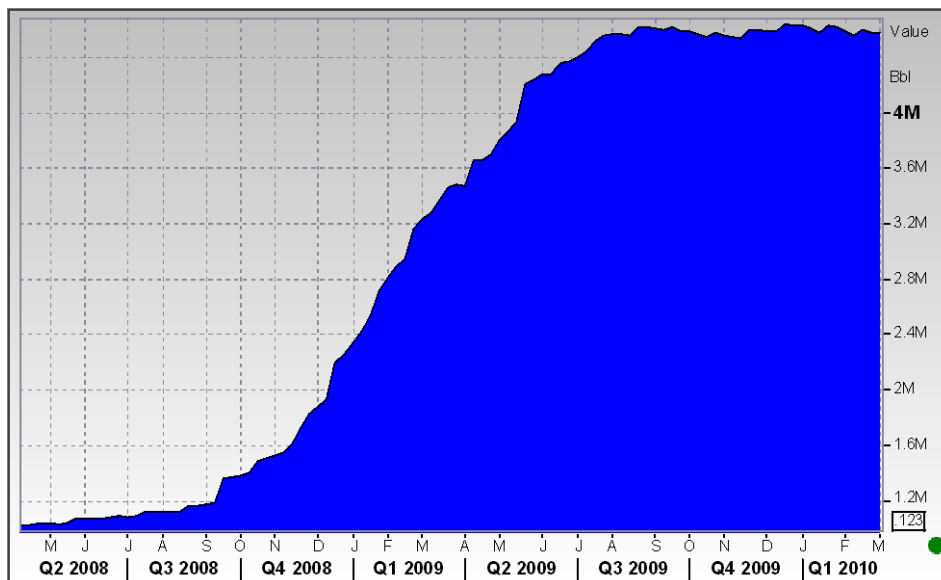
Quelle: Reuters

Inzwischen hat sich die Situation am Ölmarkt etwas entspannt, die Differenz zwischen dem Rohölpreis zur Lieferung im März und dem Preis zur Lieferung im April liegt bei nur noch 40 US-Cent. **Aktuell lohnt sich die Tankerspeicherung also nicht mehr, doch die Banken sind schon auf der Suche nach neuen Profitmöglichkeiten.**



Eine erfolgversprechende Variante scheint der oben angesprochene Kauf von Lagerhausbetreibern für Industriemetalle zu sein. Die an der Londoner Metallbörse LME registrierten Lagerhäuser sind derzeit prall gefüllt, allein für Aluminium weisen sie einen Bestand von mehr als 4,5 Millionen Tonnen aus. **Die Lagerung und der Verkauf auf Termin sind aktuell jedoch nicht lukrativ, denn die Lagerkosten belaufen sich auf zwölf US-Dollar je Tonne im Monat, die Contango-Preisdifferenz zwischen zwei Monatsterminkontrakten beträgt aber nur 15 US-Dollar.** Trotzdem könnten sich für die Investmentbanken durch den Kauf von Lagerhallen einige profitable Verdienstmöglichkeiten ergeben.

Abbildung 2: Registrierte Lagerbestände an der LME



Quelle: Reuters

Dass schon durch reine Lagerhaltung viel Geld verdient werden kann, zeigt die große Menge gehorteten Metalls. Im Vergleich zum Jahresanfang 2008 hat sich die Menge des gelagerten Aluminiums fast vervierfacht. **Die Erträge aus dem Lagergeschäft können auch zur Glättung der Gewinne beitragen, wenn in Zeiten fallender Preise die Banken unter sinkenden Metallhandelsgewinnen leiden.** In fallenden Märkten steigen nämlich durch den Angebotsüberhang normalerweise die Lagerbestände, sodass die niedrigeren Gewinne aus dem Metallhandel durch das wachsende Lagergeschäft kompensiert werden können.

Banken treiben den Kauf von Lagerstätten auch voran, weil sie dadurch keine variablen Lagerkosten mehr bezahlen müssen. **Wenn Finanzinstitute selbst Anbieter von Lagerstätten sind, können sie direkten Einfluss auf die Lagerkosten nehmen und Arbitragegeschäfte zwischen dem physischen Markt und dem Terminmarkt noch profitabler durchführen.**

Zu guter Letzt könnte der Lagerstättenkauf auch die Tür zum Geschäft mit physisch unterlegten Exchange Traded Funds (ETF) öffnen. Bisher fanden Anleger derartige ETF nur im Goldsektor, weil dort die Kosten der physischen Unterlegung am niedrigsten sind. Im Industriemetallsektor dagegen sind diese Kosten bisher hoch, allein die Lagerung von Aluminium für einen physisch unterlegten ETF würde Investoren pro Monat Kosten von 0,5 Prozent bescheren.



Rechnet man noch die Verwaltungsgebühren hinzu, ergäbe sich für den Investor eine sehr hohe Gesamtkostenbelastung. **Der Kauf von Lagerstätten ermöglicht Banken nun eine Senkung der Lagerkosten, die an den Investor weitergegeben werden könnte. Damit würde der Handel mit physisch unterlegten ETF auch im Industriemetallsektor für Anleger möglich.**

So interessant die neuen Möglichkeiten für Banken und Investoren auch erscheinen, es gibt Risiken. Ein physischer Eingriff in den Rohstoffmarkt ist immer preiswirksam, **Banken hätten durch den Lagerstättenkauf die Möglichkeit, Lagerbestände zu beeinflussen und die Preise indirekt zu steuern. Außerdem entgehen die Finanzinstitute durch den Einstieg in den physischen Rohstoffhandel der Terminmarktregulierung**, denn der physische Markt unterliegt nicht den Gesetzen der Finanzaufsichtsbehörden. **Investoren sollten also ein wachsames Auge auf die neuen Trends am Rohstoffmarkt haben. Banken werden immer neue Wege finden, um profitabel zu arbeiten. Ob dies in jedem Fall vorteilhaft für den Anleger ist, bleibt offen.**

## Monatskommentar

Entgegen unserer Erwartung konnten die Rohstoffindizes im Monat Februar gut die Hälfte der Verluste aus dem Januar wieder aufholen. Der von uns beobachtete **Dow Jones UBS Commodity Index Total Return** legte im Februar um **3,7 Prozent** zu. Beflügelt wurde der Index durch den Petroleumsektor, der acht Prozent hinzugewann, und den Industriemetallsektor, der ein Plus von sechs Prozent erreichte. Verluste in Höhe von 3,7 Prozent verbuchte dagegen der Nahrungsmittelbereich.

### Performance Lupus alpha Commodity Opportunities Fund

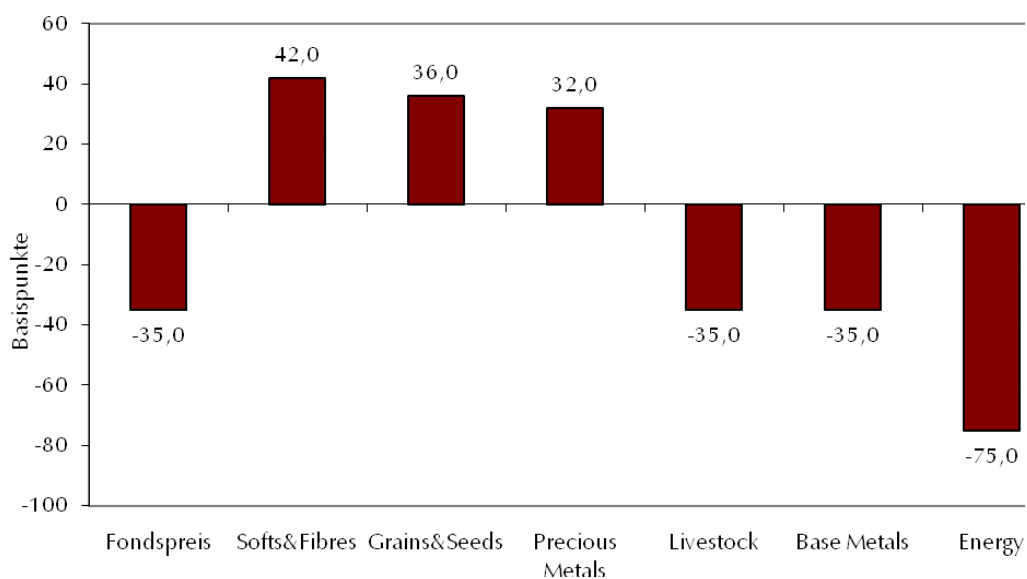


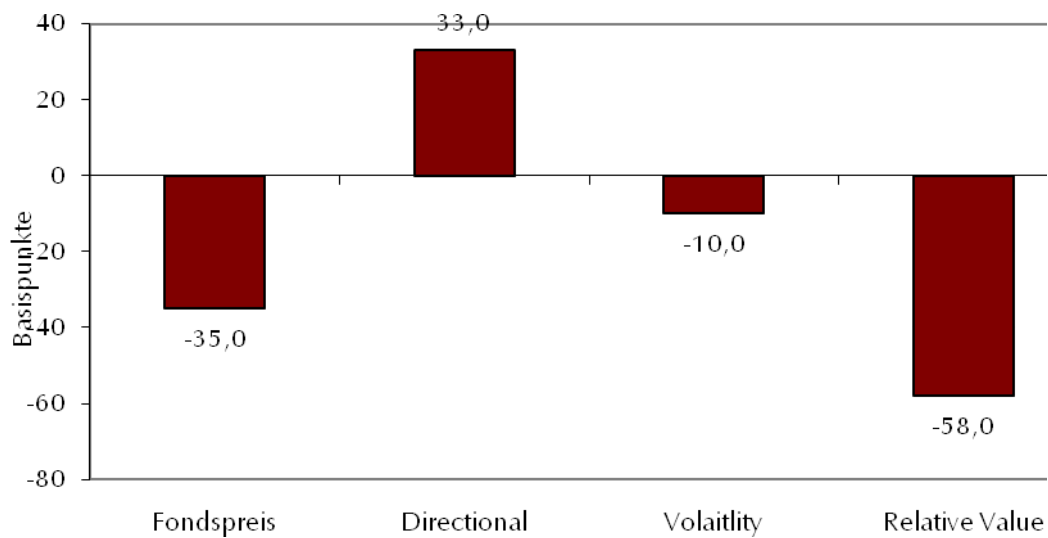
Abbildung 3: Beiträge der Rohstoffsektoren zur Fondswertentwicklung in Basispunkten

Quelle: Lupus alpha



Der Lupus alpha Commodity Opportunities Fund (Bloomberg-Kürzel: LUPCOMO ID Equity) musste aufgrund seiner defensiven Ausrichtung im Februar einen Verlust von 35 Basispunkten hinnehmen. Die Volatilität seit Auflegung beträgt aktuell 6,1 Prozent p.a.

Abbildung 4: Beiträge der Strategien zur Fondswertentwicklung in Basispunkten



Quelle: Lupus Alpha

## Sektorkommentare

### Getreide und Ölsaaten - Zeitnaher Transport der Rekordernte in Brasilien fraglich

Die brasilianischen Sojabohnenfarmer können sich in diesem Jahr über eine Rekordernte freuen. Nach Aussagen einiger Händler werden die Farmer ihre Ernte aber nicht zeitnah zu den Häfen und Getreidehändlern bringen können, weil die örtlichen Transportunternehmen nicht über die nötigen Kapazitäten zur Beförderung solch großer Mengen verfügen. Erschwert wird die Situation durch die schlechte Qualität der brasilianischen Schienen- und Straßenwege. Die Transportengpässe lassen vermuten, dass Brasilien bis weit in den Herbst hinein als Konkurrent der USA am Exportmarkt aktiv sein wird, sodass sich die fundamentale Situation für US-Sojabohnen weiter verschlechtert. Da erst in diesem Monat die Anbauflächenerwartungen und die Verbrauchszahlen des zweiten Quartals vom US-Agrarministerium (USDA) veröffentlicht werden, verhalten wir uns defensiv, würden aber Shortpositionen aufbauen bei Preisen über zehn US-Dollar pro Kontrakt bei **Sojabohnen** und vier US-Dollar je Kontrakt bei **Mais**, jeweils bezogen auf den Liefermonat Mai.



## **Viehsektor - Gute Nachfrage nach Schweinefleisch lässt Preise weiter steigen**

Schweinefleisch war im Februar besonders gefragt, sodass die Preise überdurchschnittlich stiegen. Das Interesse der Finanzinvestoren und die stetig steigende Nachfrage der Konsumenten führten bei **Magerschweinkontrakten** zu Preisaufschlägen von mehr als neun Prozent. Wir halten Preise oberhalb von 73 US-Cent im Aprilkontrakt allerdings für ziemlich teuer. Daher denken wir über den Verkauf von leicht „aus dem Geld“ liegenden Kaufoptionen im Magerschweinmarkt nach. Bei den **Lebendrindern** werden wir nach Beendigung der Index-Rollperiode den Frontmonat-Kontrakt für April kaufen und die entfernteren Monatskontrakte für Juni und August verkaufen, weil wir von einem Anstieg der Mastrinderplatzierungen ausgehen. Wenn diese Rinder im Sommer und Herbst ihre Schlachtreife erreichen, dürfte dies die entfernteren Kontrakte belasten.

## **Nahrungsmittel und Fasern - Zucker im freien Fall**

**Zucker** war im vergangenen Monat mit einem Preisrückgang von 21 Prozent der größte Verlierer im Rohstoffbereich. Bessere Aussichten für die kommende Erntesaison und die Befürchtungen einiger Marktteilnehmer, dass die EU mehr Zucker exportiert, als es die derzeitigen Quoten vorsehen, führte zu einem massiven Abverkauf. Damit notiert Zucker wieder am unteren Ende der Handelsspanne, die sich von Oktober bis Dezember 2009 etablierte. Weil wir eine Korrektur der Abwärtsbewegung erwarten, würden wir den Bereich um 21 US-Cent beim Zuckerkontrakt aus opportunistischer Sicht zum Longeinstieg nutzen.

**Kaffee** hat unsere Erwartungen noch nicht erfüllt. Das fundamentale Bild bleibt aus unserer Sicht rosig, nur sehen dies die anderen Marktteilnehmer anders. Da wir aktuell nur über Optionen auf der Longseite engagiert sind, würden wir bei einem Test des Preisbereichs zwischen 123 und 126 US-Cent pro Pfund unsere strategische Longposition erhöhen.

## **Edelmetalle: Das Interesse an Gold nimmt trotz der Dollarstärke wieder zu**

Trotz der weiter anhaltenden Stärke des US-Dollar konnte das gelbe Metall den vergangenen Monat mit einem Plus von 3,3 Prozent abschließen. Damit lag **Gold** nur knapp hinter **Palladium**, das weiterhin vom Interesse der ETF-Anleger profitiert. Gold erreichte in Euro und britischen Pfund sogar ein Allzeithoch. Dies zeigt, wie stark das Vertrauen in die Währungen gesunken ist. Wir denken, dass sich diese Entwicklung weiter fortsetzen wird und schließen einen Preisanstieg bis auf 1.170 US-Dollar pro Unze nicht aus.

## **Industriemetalle – Starke Erholung im Februar**

Die Preise für Industriemetalle kannten nach einer Schwächephase Anfang des Monats nur noch eine Richtung: nach oben. **Kupfer** startete von einem Monatstief bei 6.225 US-Dollar pro Tonne ausgehend eine beeindruckende Rallye und beendete den Monat mit einem Plus von 6,7 Prozent bei 7.195 US-Dollar. Auch der Index der Londoner Metallbörse LME konnte um gut sechs Prozent zulegen. Fundamentaldaten traten im Februar offenbar wieder in den Hintergrund, die Preise folgen vielmehr der Entwicklung der Aktienmärkte, die nach dem Griechenland-Schock zum Monatsanfang eine Erholungsrallye starteten. Die gesamte Erholung scheint sehr stark durch



Trendfolger getrieben zu sein, die ihre Kaufentscheidung aufgrund technischer Faktoren treffen. Zwar lagen wir mit unserer Einschätzung vom Januar richtig, dass Kupferpreise unter 7.000 US-Dollar pro Tonne Kaufgelegenheiten bieten, unser striktes Risikomanagement zwang uns aber zur vorzeitigen Auflösung unserer taktischen Longpositionen. Wir gehen für den März weiterhin von einer volatilen Seitwärtsbewegung aus und werden über Optionsstrategien versuchen, Prämien zu vereinnahmen.

### **Energie - Fundamentaldaten spielen immer noch keine Rolle**

Die **Rohöl**-Lagerbestände nahmen im Februar um weitere 10,8 Millionen Fass zu, sie liegen damit weiterhin gut fünf Prozent über dem Fünfjahresdurchschnitt. Auch bei den Ölprodukten sieht es nicht viel besser aus. Die Öldestillat-Bestände verringerten sich trotz des kalten Winters nur um 4,8 Millionen Fass und liegen weiterhin um mehr als 20 Prozent über dem mehrjährigen Durchschnitt. Das Sorgenkind in diesem Segment ist weiterhin die Dieselnachfrage. Trotz dieser schwachen Fundamentaldaten konnte der Rohölpreis, getrieben von hoher Investmentnachfrage und positiven Aktienmärkten, im Februar um mehr als neun Prozent zulegen. Wir betrachten Preise von über 80 US-Dollar pro Fass als fundamental nicht gerechtfertigt und nutzen dieses Preisniveau zum Aufbau von Shortpositionen über Put-Spreads.

Am amerikanischen Erdgasmarkt hat sich die fundamentale Situation durch den strengen Winter in den USA stark verbessert. Die **Erdgas**-Entnahmen lagen deutlich über dem historischen Mittel, sodass die Lagerbestände zum ersten Mal seit mehr als einem Jahr unter den Vorjahreswerten liegen. Trotz dieser positiven Daten schloss der Erdgasmarkt den Monat mit einem Minus von sechs Prozent bei einem Preis von 4,80 US-Dollar pro Million BTU (British Thermal Unit) ab. Die Marktteilnehmer haben ihr Augenmerk bereits auf den Frühling gerichtet, wobei ihre Sorgen vor allem der deutlichen Zunahme der Erdölförderplattformen und einer damit drohenden Überproduktion in den nächsten Monaten gelten. Wir halten die negative Preisreaktion für übertrieben und positionieren uns über Call-Spreads für einen Preisanstieg auf über fünf US-Dollar im März.

### **Ausblick:**

**Trotz der jüngsten Preisaufschläge glauben wir weiterhin, dass die Rohstoffmärkte sich in nächster Zeit eher seitwärts als aufwärts bewegen werden.** Die Dollarstärke und die aus unserer Sicht nicht mehr ganz so guten volkswirtschaftlichen Daten sollten sich langsam in den Rohstoffpreisen widerspiegeln. Uns ist bewusst, dass das ungebrochen hohe Anlegerinteresse an Rohstoffen auch weiterhin preisunterstützend wirken sollte, doch einen Anstieg wie im vergangenen Monat halten wir im März für eher unwahrscheinlich.

### 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: März 2010

THE ALPHA WAY  
TO INVEST



**Disclaimer:**

Bei dieser Broschüre handelt es sich um eine Marketing-Mitteilung, welche mit größter 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 GmbH, Postfach 11262, 60047 Frankfurt am Main erhalten. Lupus alpha Fonds erhalten Sie bei Banken, Sparkassen und unabhängigen Finanzberatern.