



## **SPECIAL: SIND ROHSTOFFE IN KRISENZEITEN GUTE DIVERSIFIKATOREN?**

- Seit August 2010 legten Rohstoffe um mehr als 25 Prozent zu, die positive Korrelation zu Aktien ist mit einem Wert von über 0,4 weiterhin hoch.
- Auch wenn sich Rohstoffe an Krisentagen etwas besser als Aktien entwickeln, bieten Long-Only-Strategien wegen der hohen Korrelation keinen echten Schutz. Besser geeignet sind Absolute Return-Ansätze, die Long-Short-Strategien kombinieren können.
- Immerhin fiel die Volatilität der Rohstoffe zuletzt auf unter 20 Prozent, trotz der turbulenten Ereignisse an den internationalen Finanzmärkten.
- Weil die Korrelationen der Einzelrohstoffe untereinander wieder deutlich zurückgehen, sind Anlagestrategien sinnvoll, die auf der heterogenen Struktur der Rohstoffmärkte aufbauen.

In unserem Special vom August 2010 untersuchten wir die Eigenschaften von Rohstoffanlagen, die ausschließlich von steigenden Preisen („long only“) profitieren können. **Die Analyse ergab, dass die Renditen von Long-Only-Rohstoffinvestments in den letzten zwei Jahrzehnten deutlich unter den Erwartungen der Anleger lagen.** Gegenüber einem risikolosen Zinsertrag brachte der Rohstoffindex Dow Jones UBS Total Return lediglich eine jährliche Überrendite von einem Prozent.

Unsere Analyse zeigte außerdem, dass Investoren weiter mit hohen Volatilitäten im Rohstoffbereich rechnen müssen. Die Korrelation von Rohstoffen zu Aktien ist in den letzten Jahren zudem stetig gestiegen. **Die positiven Rohstoff-Diversifikationseigenschaften sind demnach fraglich, obwohl gerade in unsicheren Zeiten Investoren unkorrelierte Anlagen suchen, die das Gesamtrisiko ihres Portfolios mindern. Gerade die starken Finanzmarkturbulenzen der letzten Wochen werfen die Frage auf, ob und welche Rohstoffanlagen noch zur Diversifikation taugen.**

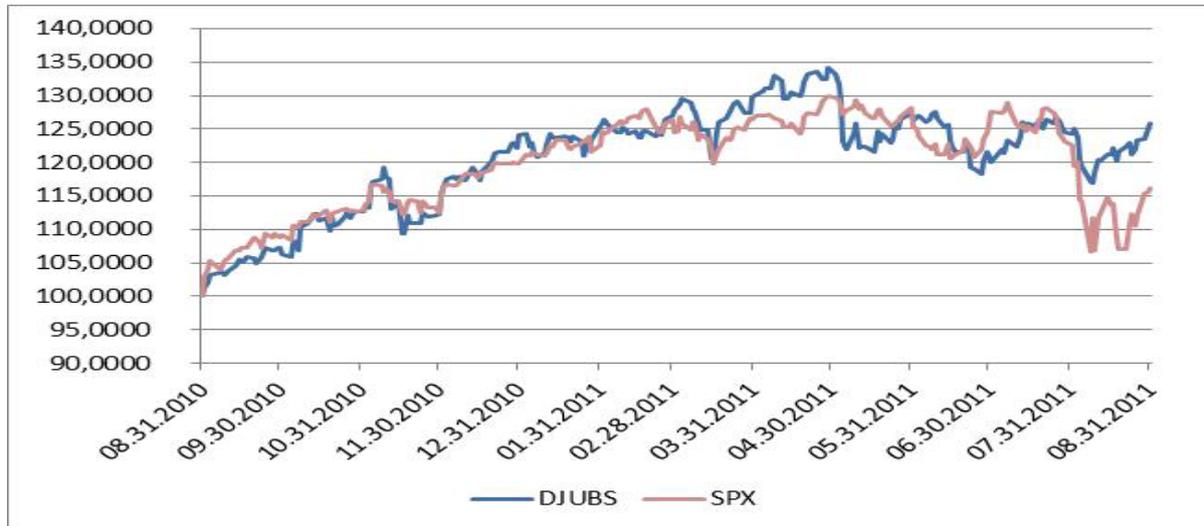
Mit dem aktuellen Special wollen wir zur Beantwortung dieser Frage beitragen, indem wir die Wertentwicklung und die Korrelationen der Rohstoffe untereinander und zum Aktienmarkt noch einmal genauer unter die Lupe nehmen.

### **Rohstoffe zuletzt stabiler als Aktien**

Die nachfolgende Abbildung vergleicht die Wertentwicklung des Rohstoffindex Dow Jones UBS Total Return mit der Entwicklung des US-Aktienindex S&P 500.



Abbildung 1: Wertentwicklung von DJ UBS Total Return Index und S&P 500 Index



Quelle: Reuters, Lupus alpha

Sowohl Rohstoffe als auch Aktien zeigen seit Ende August 2010 eine beeindruckende Rallye, angetrieben durch die Ankündigung des US-Notenbankchefs Ben Bernanke, die US-Wirtschaft durch weitere Anleiheaufkäufe seiner Institution stützen zu wollen. Bis Ende April 2011 sorgte die „geldpolitische Lockerung“ mit hoher Liquidität und billigem Geld dafür, dass der S&P 500 Index um mehr als 28 Prozent zulegte und der breit gefasste Rohstoffindex Dow Jones UBS Total Return sogar über 33 Prozent. In den letzten Monaten kam es jedoch wegen der zunehmenden Unsicherheit über die Lage der Weltwirtschaft und der Sorge um die weltweite Staatsverschuldung zu einer Korrektur, die die Gewinne etwas abschmelzen ließ.

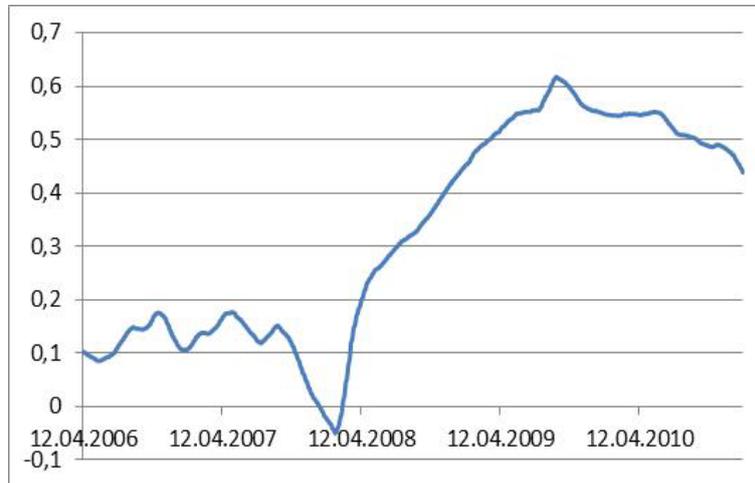
Trotzdem liegen auf Zwölfmonatssicht beide Indizes noch immer deutlich im Plus, der S&P 500 mit 15 Prozent und der Dow Jones UBS Total Return mit 25 Prozent. Besonders erwähnenswert ist, dass sich die Rohstoffe im August 2011 deutlich besser entwickelten als die Aktien. Während der S&P 500 Index im vergangenen Monat über 5,6 Prozent einbüßte, gewann der Dow Jones UBS Total Return Index 1 Prozent hinzu.

### Korrelation von Rohstoffen und Aktien bleibt hoch

Bei unserer Analyse vom August 2010 erkannten wir, dass sich während der Finanzkrise im Jahr 2008 die Korrelation zwischen Rohstoffen und Aktien deutlich erhöht hatte.



Abbildung 2: Einjahreskorrelationen von S&P 500 Aktienindex und Dow Jones UBS Total Return Rohstoffindex

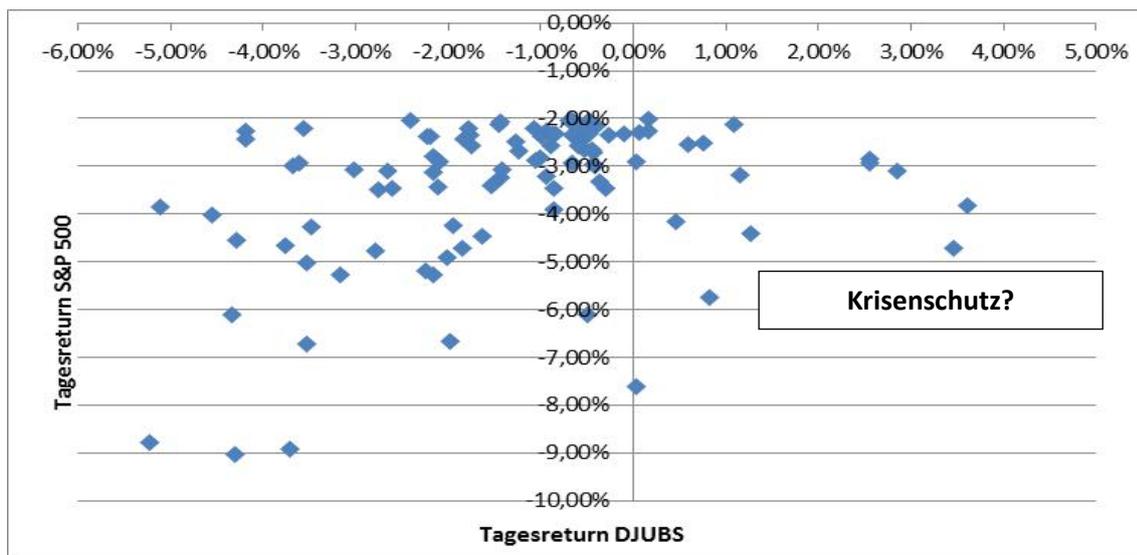


Quelle: Reuters, Lupus alpha

An der hohen Korrelation hat sich in den letzten zwölf Monaten nicht viel geändert. Der Gleichlauf zwischen Aktien und Rohstoffen verringerte sich zwar etwas, mit einem Wert von über 0,4 liegt die Korrelation aber noch immer deutlich höher als vor der Finanzkrise.

Besonders interessant erscheint uns die Analyse der Korrelationen an Tagen, an denen Aktien einen Verlust von über zwei Prozent erlitten. Gerade an solchen Krisentagen erhoffen sich Investoren eine Schutzwirkung von der vermeintlichen Unkorreliertheit zwischen Rohstoffen und Aktien. Die folgende Abbildung zeigt, dass die Hoffnung sich selten erfüllt.

Abbildung 3: Entwicklung des Dow Jones UBS Total Return Index an Tagen mit Aktienverlusten von über zwei Prozent



Quelle: Reuters, Lupus alpha

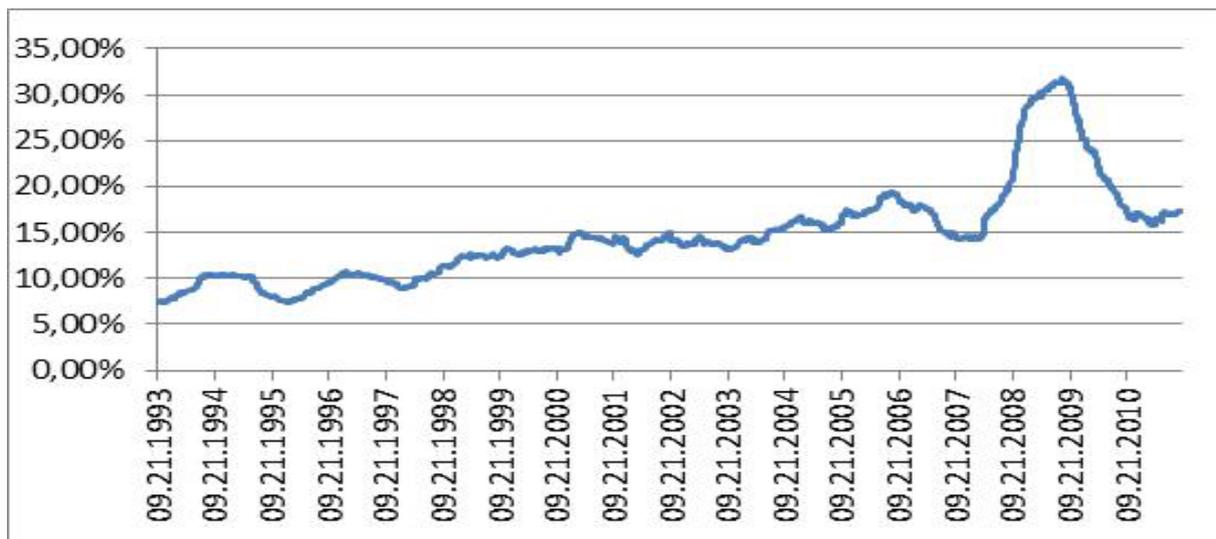


In den letzten fünf Jahren erlitt der US-Aktienmarkt an 98 Tagen Verluste von mehr als zwei Prozent. Der Durchschnittsverlust lag an diesen Tagen bei 3,4 Prozent. Rohstoffe schnitten an Krisentagen mit durchschnittlich minus 1,3 Prozent zwar etwas ab, Investoren mussten dennoch Tagesverluste hinnehmen. Die Korrelation zwischen Aktien und Rohstoffen erreichte an den Krisentagen immer noch einen Wert von 0,33, und nur an 14 der 98 Krisentage konnten sich die Rohstoffmärkte von der negativen Aktienentwicklung abkoppeln. Man kann also kaum sagen, dass sich Long-Only-Rohstoffanlagen in den letzten fünf Jahren als Krisenabsicherung für Aktieninvestoren eigneten.

### Rohstoffvolatilität wieder deutlich gesunken

Positive Ergebnisse für Rohstoffanleger brachten unsere neuesten Analysen immerhin in Bezug auf die Volatilität.

Abbildung 4: Historische, rollierende 250-Tages-Volatilität des Rohstoffindex Dow Jones UBS Total Return



Quelle: Reuters, Lupus alpha

Im Zuge der Finanzkrise war die Jahresvolatilität des Rohstoffindex Dow Jones UBS Total Return auf mehr als 30 Prozent gestiegen. In den letzten Wochen sank die Rohstoffvolatilität aber deutlich, trotz der turbulenten Entwicklungen an den internationalen Finanzmärkten. Per Ende August lag die Index-Jahresvolatilität mit etwas mehr als 16 Prozent nur noch marginal über dem historischen Durchschnitt.

### Long-Short-Strategien für Rohstoffe am besten geeignet

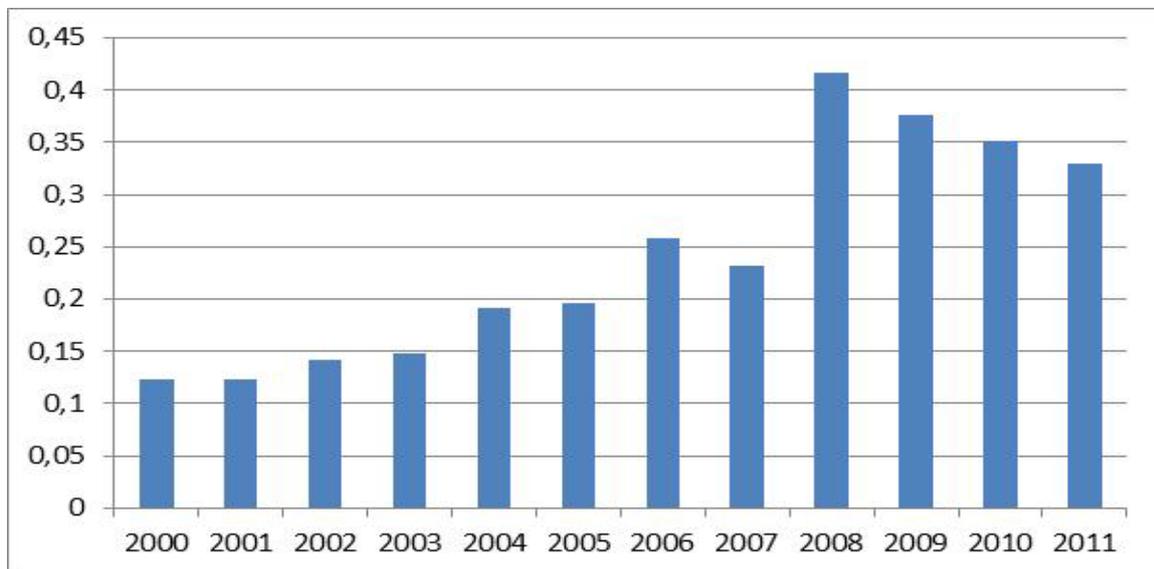
**Der Blick auf die Rendite- und Diversifikationseigenschaften von Rohstoffen ergibt ein gemischtes Bild.** Einerseits sind die Volatilitäten bei Rohstoffen zuletzt deutlich gesunken, und in den letzten zwölf Monaten brachten Long-Only-Rohstoffanlagen mit über 25 Prozent Wertzuwachs eine um rund zehn Prozent höhere Rendite als der US-Aktienmarkt.



Andererseits ist der Gleichlauf zwischen Rohstoffen und Aktien weiterhin hoch. Korrelationen von über 0,4 sind keine Werte, die eine gute Portfoliodiversifikation ermöglichen. Dies gilt insbesondere an Krisentagen mit hohen Aktienverlusten nur selten einen Krisenschutz bieten konnten.

**Das Diversifikationspotenzial von Long-Only-Rohstoffanlagen auf der Portfolioebene halten wir daher für begrenzt. Besser geeignet sind Absolute-Return-Ansätze, die nicht nur von steigenden, sondern auch von fallenden Rohstoffpreisen profitieren können.** Mit solchen „Long-Short“-Strategien lässt sich die heterogene Struktur des Rohstoffmarktes gezielt ausnutzen.

**Abbildung 5: Durchschnittliche Korrelation der einzelnen Rohstoffe untereinander**



Quelle: Reuters, Lupus alpha

Die heterogene Struktur verdeutlicht Abbildung 5, die die durchschnittlichen Korrelationen einzelner Rohstoffmärkte untereinander seit Anfang des Jahres 2000 zeigt. Im Zuge der Finanzkrise sind diese Korrelationen zwar stark gestiegen, seit ihrem Höhepunkt im Jahr 2008 sind sie aber wieder rückläufig. Wir gehen davon aus, dass sich die Korrelationen im Jahr 2012 wieder bei Werten zwischen 0,25 und 0,3 einpendeln werden.

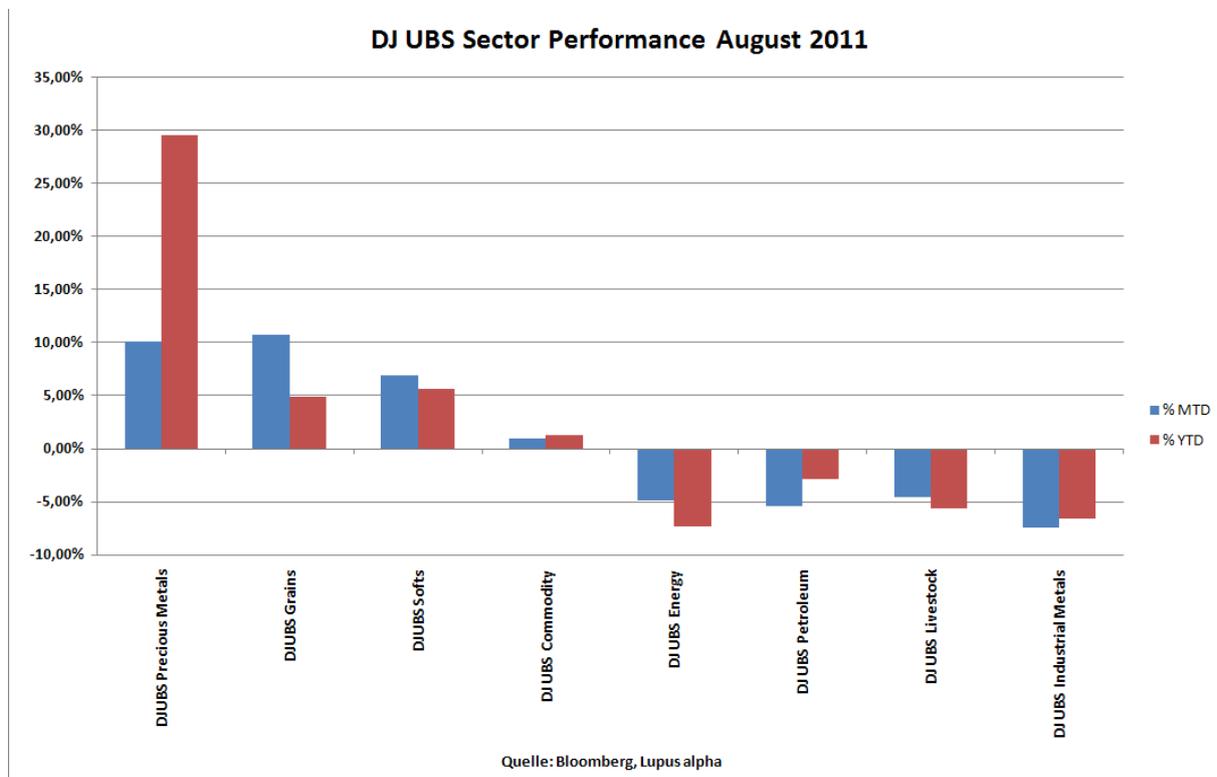
**Fundamental orientierte Strategien, die sektorspezifische Fundamentaldaten in den Vordergrund stellen und Fehlbewertungen von Rohstoffen sowohl „long“ als auch „short“ ausnutzen können, sollten aus unserer Sicht im aktuellen Umfeld am ehesten profitieren.**



## Monatskommentar

Die Rohstoffmärkte schlossen den August mit einem Plus ab, der Dow Jones UBS Commodity Index gewann ein Prozent hinzu. Die Preise für Getreide und Nahrungsmittel stiegen wegen möglicher Produktionskürzungen um sechs bis zehn Prozent, Edelmetalle festigten mit Preisaufschlägen von rund zehn Prozent ihren Status als sicherer Hafen. Die restlichen Rohstoffsektoren im Index büßten im August zwischen 4,6 und 7,5 Prozent ein.

Abbildung 6: Wertentwicklung der Sektoren des DJ UBS Commodity Index im August 2011 und im Jahresverlauf



Quelle: Bloomberg

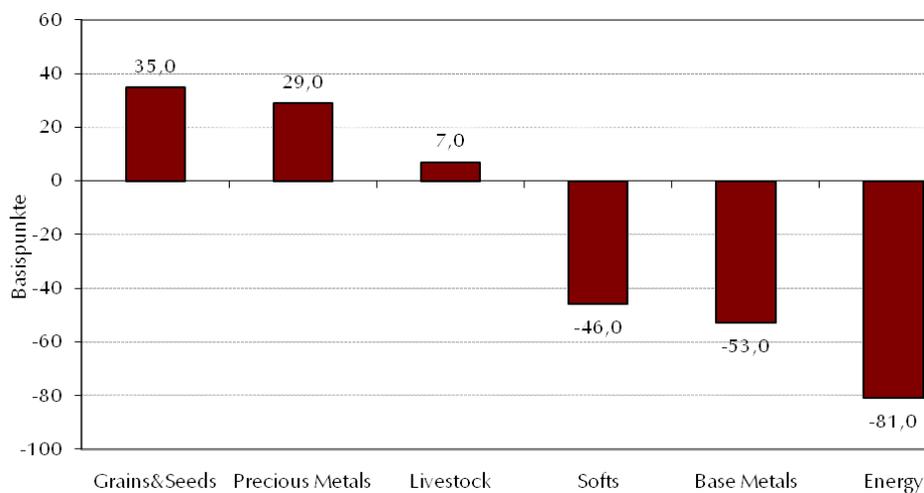
## Performance Lupus alpha Commodity Invest

Der Ende Januar 2011 aufgelegte Lupus alpha Commodity Invest verlor im August 125 Basispunkte. Während der Getreide- und Edelmetallsektor positive Beiträge von 35 beziehungsweise 28 Basispunkten lieferte, belastete der Energie- und Industriemetallsektor das Ergebnis mit 53 bzw. 81 Basispunkten.



Somit hat der Fonds inzwischen 92 Basispunkte verloren. Die jährliche Volatilität verringerte sich jedoch auf 3,7 Prozent.

Abbildung 7: Beiträge der Rohstoffsektoren zur Fondswertentwicklung in Basispunkten



Quelle: Lupus alpha

## Sektorkommentare

### Getreide und Ölsaaten – Hitze und Regenmangel verteuern Mais und Sojabohnen

Die Preisentwicklung im August ist bei vielen Agrarrohstoffen von den Ernteertragschätzungen der Analysten geprägt. Beim **Mais** reichen die Schätzungen von 141 bis 153 Scheffel pro Morgen Land, die Wahrheit sollte irgendwo in der Mitte liegen. Bei **Sojabohnen** wird ein Ertrag zwischen 38 und 42 Scheffel pro Morgen Land erwartet. Auch in diesem Fall ist die Mitte realistisch. Beide Sorten kämpfen in dieser Saison erneut mit einem angespannten Verhältnis zwischen Angebot und Nachfrage. Es stellt sich daher die Frage, wie die Nachfrage rationiert werden kann, um ein komplettes Aufbrauchen der Reserven zu verhindern. Auf den Prüfstand gehören die Subventionen für Biokraftstoffe, da Ethanol und Biodiesel noch immer stark zur Getreidenachfrage beitragen.

Solange die Ernten nicht eingeholt sind, kann man von weiter gut unterstützten Preisen ausgehen. Sogar neue Allzeithochs bei den Maisnotierungen sind nicht ausgeschlossen. Wir halten weiter Longpositionen an den Getreidemärkten, wollen aber die hohe Volatilität nutzen, um Prämien zu verkaufen.



## **Viehsektor - Steigende Futtermittelpreise und Hitzewelle beschäftigen den Markt**

Die US-Mastbetriebe verzeichneten in den vergangenen Monaten deutlich höhere **Rinderplatzierungen** als zu dieser Jahreszeit üblich. Der Grund sind die wegen einer Hitzewelle katastrophale Weidebedingungen in Texas und Oklahoma. Zunächst reagierte der Markt mit einem Abverkauf, der aber nach unserer Ansicht zum Monatsende beendet sein sollte. Die Exporte von Rindfleisch laufen weiterhin gut. Zudem sehen wir einige Engpässe bei den Schlachthäusern. Wir erwarten daher einen Kursanstieg von fünf Prozent und bauen erste Longpositionen auf. Auch Bulls spreads, bei denen Oktoberkontrakte gegen Kontrakte mit Liefertermin Dezember gestellt werden, halten wir für sehr interessant.

**Magerschweine** gehörten im August zu den Sektoren des Dow Jones UBS Commodity Index mit der schwächsten Preisentwicklung. Das Schweinefleisch-Angebot ist mehr als ausreichend, und die Margen der Zuchtbetriebe bleiben im grünen Bereich. Da wir bei Rindern Kursanstiege erwarten, sollten auch die Preise für Magerschweine ihr Sommertief hinter sich haben. Fundamental sind aber Rinder klar vorzuziehen, sodass wir bei Schweinen passiv bleiben.

## **Nahrungsmittel und Fasern - Kurzfristige Angebotsverknappung schlägt Ausblick**

Nahrungsmittel und Fasern gehörten mit einem Preisaufschlag von 6,9 Prozent im August zu den Gewinnern unter den Rohstoffen. Befürchtungen, dass Ernteeinbußen bei **Arabica-Kaffee** und **Zucker** zu einer kurzfristigen Angebotsverknappung führen könnten, ließen das mittelfristige Marktbild klar in den Hintergrund treten. Auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten ist bei Kaffee und Zucker mit einer deutlichen Entspannung der Angebots-Nachfrage-Bilanz zu rechnen, sodass wir nach Möglichkeiten für einen Shorteinstieg suchen.

Die **Baumwollpreise** konnten nicht nennenswert von den desaströsen Wetterbedingungen in Texas profitieren, denn Schätzungen der weltweiten Produktion lassen erwarten, dass Ernteeinbußen in den USA abgefangen werden können. Alles hängt bei Baumwolle jetzt von der Nachfrageseite ab, die angesichts der dunklen Wolken am globalen Konjunkturhimmel kaum Anlass zu Hoffnungen gibt. Wir halten den Baumwollsektor daher für uninteressant.

## **Edelmetalle – Goldpreis nimmt Kurs auf 2.000 US-Dollar je Unze**

Trotz einer deutlichen Korrektur in der dritten Augustwoche legte der **Goldpreis** im vergangenen Monat deutlich zu und näherte sich den Allzeithochs bei 1.918 US-Dollar pro Unze im Dezemberkontrakt. Der temporäre Preissturz um 200 US-Dollar pro Unze innerhalb von drei Handelstagen war offenbar nur auf die Erhöhung von Sicherheitsleistungen der US-Rohstoffbörse Chicago Mercantile Exchange (CME Group) zurückzuführen. Da mittelfristig weiterhin ultraniedrige Zinsen und schwaches globales Wirtschaftswachstum zu erwarten sind, bleibt Gold ein lohnendes Investment. Bei den anderen, industrienahen Edelmetallen wie **Silber**, **Platin**, und **Palladium** bleiben wir passiv. Gerade Silber könnte von einem weiteren Anstieg der



Edelmetallnotierungen profitieren. Das Kurspotenzial im Vergleich zu Gold erscheint uns aber unterdurchschnittlich.

### **Energie – Die Lage trübt sich ein**

Die weltweite makroökonomische Lage ist deutlich schlechter, als wir es erwarteten. Vor allem in den USA und in Europa hat sich das Wachstum stark abgeschwächt. Der Preis für **Rohöl** der Sorte West Texas Intermediate (WTI) fiel deshalb im August um mehr als 7,6 Prozent. Die Notierungen der europäischen Ölsorte Brent dagegen verloren nur 1,4 Prozent. Die Preisdifferenz zwischen WTI und Brent erreichte damit ein neues Allzeithoch von über 26 US-Dollar pro Fass, was angesichts der sich stabilisierenden Situation in Libyen und der aktuell sehr hohen Ölproduktion des Förderkartells OPEC etwas überraschend ist.

Die Wiederaufnahme der libyschen Ölexporte scheint noch einige Wochen oder Monate auf sich warten zu lassen. Wir würden daher Longpositionen im Spread nur in später fälligen Monatskontrakten eingehen, etwa per Dezember 2011. Unsere grundsätzlich positive Meinung zum Ölpreis haben wir auf Grund der schwachen globalen Wirtschaftsentwicklung aufgegeben. Bis Ende Juli traf noch ein niedriges Ölangebot auf eine starke Nachfrage, doch dieses Bild hat sich gedreht. Die Angebotsseite entspannte sich in den letzten Wochen, während die Nachfrage sich deutlich eintrübte. Wir gehen bis zum Jahresende von stagnierenden Ölpreisen aus, betrachten Brentöl aber auf Jahresendsicht als zu teuer.

Beim **US-Erdgaspreis** bleiben wir weiterhin neutral eingestellt. Wir halten Preise von weniger als vier US-Dollar pro Million BTU (British Thermal Unit) zwar für relativ günstig, doch bis zum Anfang des Winters fehlen dem Markt die Impulse für einen deutlichen Preisanstieg.

### **Industriemetalle – Makro gegen Mikro**

Die Preise für **Industriemetalle** entwickelten sich im August deutlich negativ. **Blei** verbilligte sich beispielsweise um 1,5 Prozent, **Zinn** um 14,5 Prozent und **Kupfer** um gut 5,9 Prozent. Hauptbelastungsfaktor war die Eintrübung der makroökonomischen Fundamentaldaten, so dass auch streikbedingte Produktionsausfälle in Chile die Preise nur kurzfristig beleben konnten. Das Hauptaugenmerk der Marktteilnehmer scheint sich der Nachfrageseite zuzuwenden, und die weltweiten Frühindikatoren zeigen eine deutliche Abschwächung an. Dies sollten die Preise der Industriemetalle auch im September weiter belasten. Bei den Kupferpreisen sehen wir kurzfristig Abwärtspotenzial bis 8.500 US-Dollar pro Tonne.



## **Ausblick:**

Die USA befinden sich in einem Dilemma, denn die Arbeitsmarktdaten bleiben schwach und die Volkswirtschaft kühlt sich merklich ab. Schon zwei geldpolitische Lockerungspakete haben ihre Wirkung verfehlt. Inzwischen muss die Regierung sparen. Wer soll also noch die Wirtschaft retten? Viele Marktteilnehmer hofften anlässlich des diesjährigen Treffens führender Zentralbanken in Jackson Hole auf ein weiteres Maßnahmenpaket der US-Zentralbank Federal Reserve. Deren Chef Ben Bernanke ließ den Markt jedoch im Unklaren.

Wir schließen nicht aus, dass die US-Zentralbank mit einem erneuten Liquiditätsprogramm der Wirtschaft helfen will, doch die Folge dürfte keine erneute Rohstoff- und Aktienhausse wie in den Jahren 2009 und 2010 sein. Die Zinsen sind bereits auf einem extrem niedrigen Niveau und die Probleme der Bankenindustrie werden dazu führen, dass das billige Geld seinen Weg in die Realwirtschaft nur schwer findet. Dieses Szenario lässt ein deflationäres Umfeld erwarten, in dem man nicht unbedingt in Rohstoffen investiert sein muss. Wir stellen uns auf Seitwärtsmärkte ein, in denen Angebotschocks die Preistreiber sind. Antizyklische Investmentstile sollten in diesem Umfeld noch am ehesten Gewinne liefern können.

### 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: September 2011

**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 [www.lupusalpha.de](http://www.lupusalpha.de).

#### 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 AG, Postfach 11262, 60047 Frankfurt am Main erhalten. Lupus alpha Fonds erhalten Sie bei Banken, Sparkassen und unabhängigen Finanzberatern.