

Wochenfokus

Rohstoffe: Taktisches Aufwärtspotenzial dank Energierohstoffen

Seite 3

Schwarzes gegenüber gelbem Gold bevorzugt

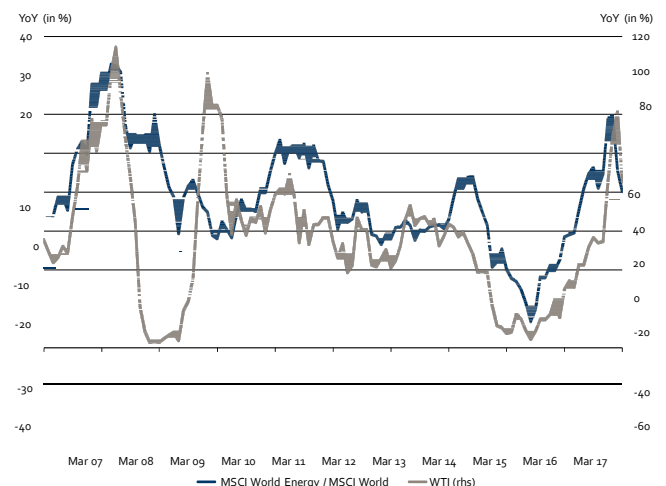
Bekim Laski
Strategist – Expert Investment Solutions

Die Konjunkturdaten überraschen weiterhin positiv und signalisieren ein ausgeglichenes Wachstum der Weltwirtschaft. Dies spricht grundsätzlich zugunsten riskanter Vermögenswerte, doch die Bewertungen an den Aktienmärkten bereiten uns Sorge, zumal die Konsensschätzungen hinsichtlich des Gewinnwachstums zu optimistisch scheinen.

Unser Anlagekomitee hat seine neutrale Einschätzung globaler Aktien bestätigt und beurteilt Rohstoffe nun zuversichtlicher, wobei es Energierohstoffe gegenüber Edelmetallen bevorzugt. Nach ihrer jüngsten Underperformance sind Energieaktien nun attraktiv bewertet und gehören neu zu unseren Favoriten.

Eine gute Konjunktur im Industriesektor, eine saisonale Zunahme der Raffinationsaktivitäten und wieder günstigere Haltekosten bieten den Ölpreisen Unterstützung. Ganz anders präsentiert sich das Bild mit Blick auf Gold: Die Inflationserwartungen in den USA konsolidieren auf erhöhten Niveaus, und möglicherweise vorgezogene Leitzinserhöhungen durch die US-Notenbank könnten auf kurze Sicht zu höheren Realzinsen führen, die Gold belasten würden.

MSCI World Energy Index relativ zum MSCI World Index sowie WTI-Ölpreis



Quelle: Datastream, Credit Suisse/IDC

Investment- Analyse fördern sollen. Er ist kein Produkt des Credit Suisse Research Departments, auch wenn er veröffentlichte Research-Empfehlungen enthält. Die CS verfügt über Weisungen zum Umgang mit Interessenkonflikten einschliesslich solcher, die den Handel vor der Veröffentlichung von Investment-Analysedaten betreffen. Diese Weisungen finden auf die in diesem Bericht enthaltenen Ansichten der Anlagestrategen keine Anwendung.

Wochenfokus

Rohstoffe: Taktisches Aufwärtspotenzial dank Energierohstoffen

- Unser Anlagekomitee beurteilt Rohstoffe mit taktischer Perspektive neu positiv.
- Energierohstoffe dürften eine Outperformance zeigen, wogegen Edelmetalle im Zuge steigender Realzinsen weniger attraktiv werden.

Stefan Graber

Head of Commodities Strategy

Joe Prendergast

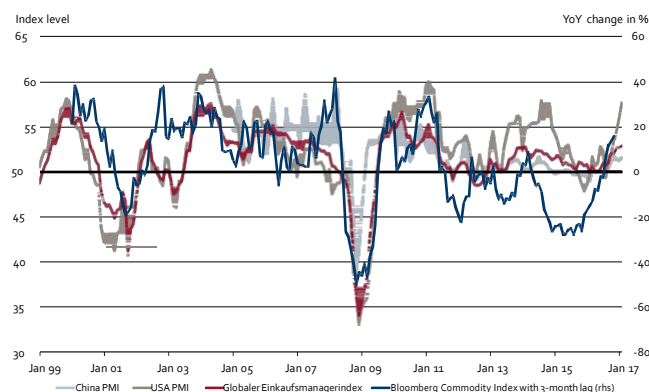
Head of Financial Markets Analysis

Die Rohstoff-Referenzindizes haben seit Jahresbeginn konsolidiert, was schwachen Energiepreisen bei gleichzeitig festeren Metallmärkten zuzuschreiben war. Die Gesamttrenditen liegen im Bereich von null. Mit dem nahenden 2. Quartal beurteilt unser Anlagekomitee Rohstoffe aufgrund einer Beschleunigung des Weltwirtschaftswachstums und eines erwarteten saisonalen Anstiegs der Energiepreise neu zuversichtlicher.

Die globale Industrieaktivität expandiert weiterhin gleichmäßig, und die Dynamik dürfte auch im 2. Quartal 2017 anhalten, wovon die Nachfrage nach physischen Rohstoffen profitieren sollte. Ein Vergleich zwischen den Einkaufsmanagerindizes (PMIs) für das verarbeitende Gewerbe und den Veränderungen der Rohstoffpreise am Kassamarkt spricht für positive Rohstoffrenditen im aktuellen Umfeld.

Selbst wenn wir bis Jahresmitte von einer Abschwächung der Aktivität ausgehen, stünde ein derartiges Szenario nach wie vor in Einklang mit im Verlaufe des 2. Quartals 2017 positiven Renditeerwartungen an den Spotmärkten. Dem ist insbesondere so, weil die Avancen an den Kassamärkten im bisherigen Jahresverlauf verhalten geblieben sind. Nur eine deutlichere Abschwächung der Aktivität würde diese Beobachtung hinfällig machen.

Einkaufsmanagerindizes signalisieren positive Rohstoffrenditen



Quelle: Bloomberg, PMI Premium, Credit Suisse/IDC

Die weiterhin anhaltende Gleichgewichtsfindung an den physischen Märkten hat zu substantiell flacheren Terminmarktkurven geführt und folglich die Haltekosten (Cost-of-Carry) reduziert. Wir glauben daher nun, dass der Anstieg der Kassamarktpreise die Cost-of-Carry auf taktischer Basis mehr als aufwiegen könnte, was eine zuversichtlichere Einschätzung rechtfertigt. Da sich die Korrelationen sowohl zwischen den Anlageklassen als auch innerhalb des Rohstoffsektors in den letzten Monaten normalisiert haben, präsentieren sich nun auch die Vorteile einer Diversifikation wieder überzeugender.

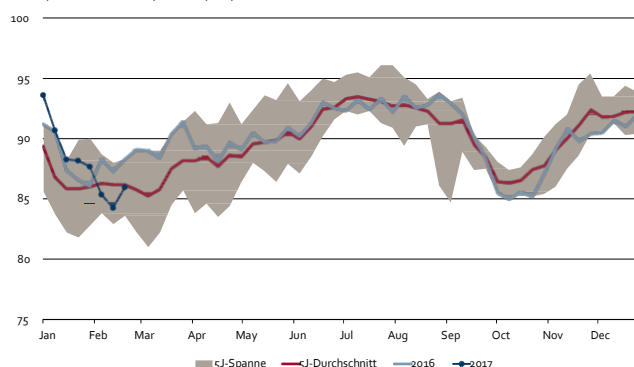
Energie: Robustere Angebots-Nachfrage-Situation im Sommer absehbar

Seit Jahresbeginn haben die Rohölpreise in einer ungewöhnlich engen Spanne im Bereich von knapp über USD 50 (WTI) bzw. von rund USD 55 (Brent) verharrt. An den physischen Märkten dauert die Gleichgewichtsfindung an, was einer stärker als erwarteten Zurückhaltung seitens der Organisation Erdöl exportierender Länder (OPEC) im Allgemeinen und Saudi-Arabien im Besonderen zuzuschreiben ist, während die steigenden Fördervolumen in der US-Schieferölbranche noch nicht ausreichen, um die Waage zu kippen. Infolge einer rückläufigen Förderung in Nicht-OPEC-Ländern (ohne USA) werden weitere Angebotssteigerungen in den USA erforderlich sein, um die anziehende Nachfrage zu befriedigen.

In näherer Zukunft sollte eine Belebung der Raffinationsaktivitäten im Frühling und Sommer Impulse für steigende Preise verleihen, sodass die Lagerbestände endlich schrumpfen dürften. Die Futures-Märkte eskomptieren im Verlauf des 2. Quartals üblicherweise eine saisonal robustere Angebots-Nachfrage-Situation im Sommer, weshalb wir nun zu einem positiven taktischen Ausblick übergehen. Erhöhte spekulative Long-Positionen mögen angesichts der wieder optimistischen Beurteilung zwar Anlass zur Sorge geben, wir würden etwaige Anpassungen aber als vorübergehend erachten.

Saisonale Belebung des Raffinationsgeschäfts wahrscheinlich

Refinery utilization in % of operable capacity



Quelle: Bloomberg, Credit Suisse/IDC

Zudem legen deutlich flachere Kurven an den Märkten für Rohölkursen – eine Folge des Ausgleichs an den physischen Märkten und von Absicherungsmaßnahmen der Produzenten – nahe, dass die Erwartungen in Bezug auf die Spotpreise nicht allzu deutlich steigen müssten, um die Haltekosten zu übertreffen. Wir sehen für das 2. Quartal 2017 Aufwärtspotenzial in den Bereich von USD 60 pro Fass. Über dieser Marke würde sich das angebotsseitige Wachstum in den USA wahrscheinlich zu stark beschleunigen.

Die US-Erdgaspreise, die in Energie-Teilindizes enthalten sind, haben wegen des milden Winters markant nachgegeben (von rund USD 4 gegen Ende Dezember auf noch rund USD 2.50 im Februar 2017). Niveaus unter USD 3 scheinen indessen zu tief, um die Lagerbestände im Verlaufe der sogenannten Injection Season (in der die Lager gefüllt werden) wieder auf angemessene Niveaus steigen zu lassen. Unsere positive Einschätzung in diesem Bereich trägt zu einem positiven Gesamtausblick für den Energiesektor bei.

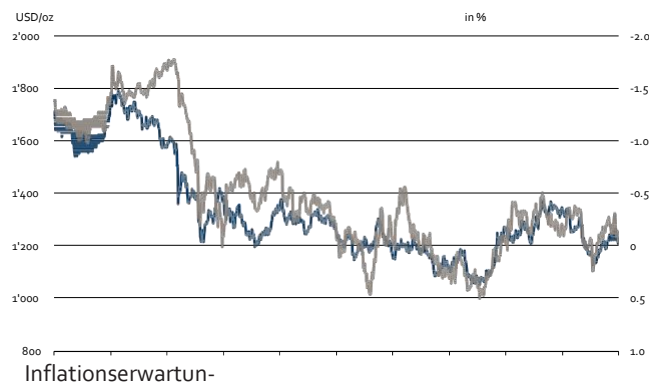
Edelmetalle: Angesichts steigender US-Realzinsen weniger attraktiv

Gold hat sich stark von einer anfänglichen Schwäche nach den US-Wahlen erholt, während die US-Realzinsen und der USD nach einer Rally gegen Ende des letzten Jahres wieder gefallen sind. Allerdings sieht sich das gelbe Metall neuen Risiken gegenüber, zumal die US-Notenbank (Fed) ihre Leitzinsen schon früher als erwartet erhöhen könnte. Gold reagiert bekanntermaßen sensibel auf die Realzinsen, die ausgehend von den zurzeit extrem tiefen Werten voraussichtlich deutlich steigen werden, wenn die Fed ihr Straffungstempo erhöht.

Die Zinsmärkte beurteilten die Ankündigung der Fed, ihre Leitzinsen 2017 voraussichtlich dreimal zu erhöhen, während langer Zeit skeptisch. Doch die jüngsten Fed-Stellungnahmen deuten tatsächlich auf eine zunehmende Straffungsneigung hin. Damit steigt das Risiko einer Neubewertung an den Zinsmärkten, zumal die globale Wachstumsdynamik stark bleibt. Da die

gen in den USA in den vergangenen Monaten bereits beträchtlich zugenommen haben, könnten unmittelbare Leitzinserhöhungen die Realzinsen am kurzen Ende steigen lassen. Ein solches Szenario spräche gegen Gold, weil steigende Realzinsen wohl erneute Kapitalabflüsse aus dem gelben Metall auslösen würden.

Steigende US-Realzinsen gefährden Goldpreise



Mar 12 Sep 12 Mar 13 Sep 13 Mar 14 Sep 14 Mar 15 Sep 15 Mar 16 Sep 16 Mar 17
 Gold Preis (lhs) 5J reale Rendite der TIPS (rhs, invertiert)

Quelle: Bloomberg, Datastream, Credit Suisse/IDC

Wie positionieren?

Bullish Risk Reversals auf Rohöl: Da Puts an den Rohöl-Optionsmärkten zurzeit insbesondere im mittleren Laufzeitbereich deutlich stärker nachgefragt werden, eröffnen Bullish Risk Reversals Anlegern eine Möglichkeit, ihrer positiveren Markteinschätzung mittels Derivaten Ausdruck zu verleihen. Es könnten auch direkte Long-Positionierungen in Betracht gezogen werden. Strukturierte Instrumente zum Verkauf von Volatilität scheinen zum aktuellen Zeitpunkt nicht besonders attraktiv, zumal die Volatilität auf ziemlich tiefe Werte gefallen ist. Dem ist so, weil der Markt jüngst in einer engen Bandbreite verharrt hat und die Senkung der OPEC-Förderquoten als impliziter Schutz vor Kursverlusten wahrgenommen wird.

Energieaktien voraussichtlich mit Outperformance: Aufgrund des wieder besseren Renditeausblicks im Energiesektor ist unser Anlagekomitee mit taktischem Horizont zu einer positiven Beurteilung von Energieaktien übergegangen. Der Sektor ist seit Jahresbeginn sowohl hinter globalen Aktien als auch hinter Öl zurückgeblieben. Wir glauben, dass die Analysten zu Jahresbeginn in Bezug auf die Erholung des Sektors zu optimistisch waren. Die Break-even-Ölpreise für die Branche konnten seit 2014 indessen deutlich gesenkt werden, sodass integrierte Ölkonzerne sowie Explorations- und Produktionsunternehmen nun gut aufgestellt sind, um von anziehenden Ölnotierungen zu profitieren. Die relativen Bewertungen für den Sektor sind substanziell gefallen und scheinen nun attraktiv. Wir glauben zudem, dass Energieunternehmen im aktuellen Umfeld zur Bezahlung ihrer Dividenden in der Lage sein sollten. Die Dividendenrenditen der Energiebranche gehören mit rund 4% mitunter zu den höchsten aller Sektoren.

Put Spreads auf Gold: Wir rechnen mit einem erneuten Rückgang der Goldnotierungen in einer breiten Spanne und sehen die jüngsten Avancen als taktische Gelegenheit, um sich mit Put Spreads ideal für eine Abwärtsbewegung zu positionieren. Die jüngsten Tiefststände im Bereich von knapp über USD 1'100 bis USD 1'150 könnten dabei als potenzielle Zielwerte dienen. Angesichts der moderat höheren Nachfrage nach Calls an den Optionsmärkten könnten aus taktischer Perspektive Bearish Put Spreads in Betracht gezogen werden. Für Anleger mit bestehendem Long-Exposure scheinen zudem Cash-Take-Out-Strategien (d.h. der Verkauf des Basiswerts zur Finanzierung langfristiger Calls) erwägenswert, zumal die impliziten Volatilitäten zurzeit auf historischen Tiefstwerten notieren.

Risiken für unsere Einschätzung

Rohstoffe erweisen sich einmal mehr als höchst zyklisch, und die industrielle Dynamik könnte künftig wieder nachlassen. Zu den Segmenten, in denen wir genau auf entsprechende Hinweise achten, gehören der Immobilien- und der Autosektor in China sowie die Anlageinvestitionen im Allgemeinen. Auf Mikro-Ebene sollte zu- dem irgendwann eine angebotsseitige Reaktion erfolgen, weil sich die Produzenten derzeit einer Phase mit positiven Margen und steigenden Cashflows erfreuen. Folglich dürfte zu einem gewissen Zeitpunkt im 2. Halbjahr 2017 wieder ein Preiserückgang im Vor-

quartalsvergleich einsetzen. Allerdings sollten die Rohstoffpreise

2017 im Durchschnitt höher liegen als 2016, zumal die Branche einen strukturellen Baissemarkt hinter sich gelassen hat.

Mit Blick auf Ereignisrisiken ist die OPEC-Sitzung vom 25. Mai von Bedeutung, weil die Organisation eine Verlängerung der für das 1. Halbjahr 2017 gültigen Angebotsreduktionen diskutieren könnte. Die Debatte um potenzielle Grenzsteuern in den USA, die wahrscheinlich nicht in ihrer aktuellen Form umgesetzt werden, birgt ein vorübergehendes, extremes Aufwärtsrisiko für Rohöl der Sorte WTI (in USD gestellt) relativ zu Brent (internationaler Benchmark).
(09.03.2017)

Marktrisiko