



FUGGERBRIEFE

Kundeninformation der Fürst Fugger Privatbank Aktiengesellschaft

Ausgabe 2/2020

AUGSBURG | KÖLN | MANNHEIM | MÜNCHEN | NÜRNBERG | STUTTGART

EIN BLICK HINTER DIE KULISSEN DES ROHÖLMARKTES

VERWERFUNGEN AUF DEM ÖLMARKT

Am 20. April 2020 ereignete sich am Ölmarkt etwas noch nie Dagewesenes. Der Ölpreis rutschte zum ersten Mal in der Geschichte in den negativen Bereich und erreichte zeitweilig ein Minus von 40 USD pro Barrel (Fass zu 159 Liter). Um diesen historischen Sachverhalt besser einordnen zu können, wieso Käufer sogar dafür bezahlt wurden, Rohöl abzunehmen sowie um zu erläutern, dass es *den einen Ölpreis* nicht gibt; wollen wir uns in dieser Ausgabe dem facettenreichen Ölmarkt widmen.

WELCHE WICHTIGEN ROHÖLSORTEN GIBT ES?

An den Finanzmärkten gibt es ca. 80 Rohölsorten, die mehr oder weniger handelbar sind und im Finanzinformationssystem Bloomberg bepreist sind. Der globale Ölmarkt orientiert sich jedoch primär nur an den zwei Referenzsorten Brent und WTI. Brent, das sogenannte Nordseeöl, wird in Europa gefördert und ist eine Mischung aus mindestens vier Ölen: Brent, Osberg, Ekofisk und Forties. WTI wird hauptsächlich in den US-Bundesstaaten North Dakota, Texas und Louisiana gefördert. Als Qualitätsmaßstab für Rohöl wird u. a. die Dichte und der Schwefelgehalt herangezogen. Der Schwefelgehalt von Brent (0,37 %) und WTI (0,24 %) ist im Vergleich zu den anderen Rohölen

relativ gering, sodass man sie als leichtes oder süßes Rohöl bezeichnet. Aus den beiden Leichtölen lassen sich in den Raffinerien günstiger Produkte wie Benzin, Diesel und Kerosin herstellen, sodass sie im Vergleich zu dem schweren oder sauren Rohölen wie z. B. aus den OPEC-Staaten, die einen aufwendigeren Raffinerungsprozess durchlaufen müssen, teurer und insbesondere in Asien beliebter sind.

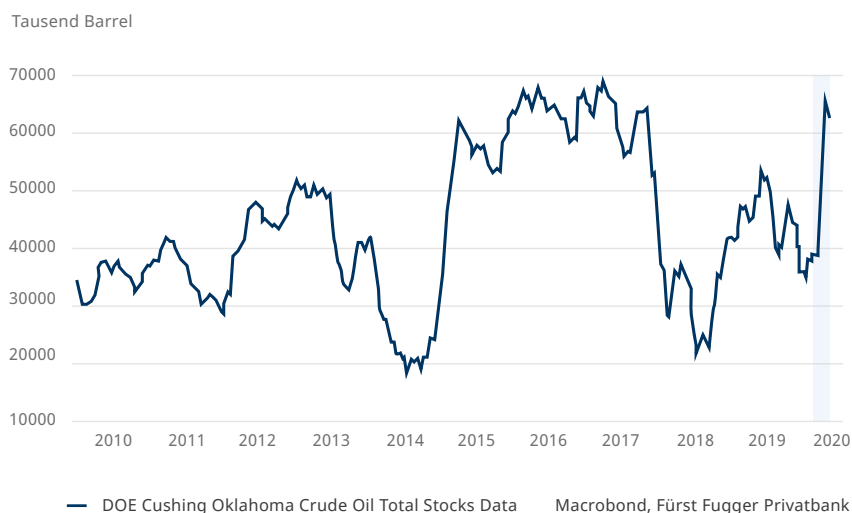
WIE WIRD ROHÖL GEHANDELT?

Rohöl lässt sich einerseits physisch auf dem Spotmarkt (Kassamarkt) handeln und andererseits auf dem Terminmarkt zu einem bestimmten Zeitpunkt in der Zukunft zu einem vorher vereinbarten Preis. Der physische Handel ist jedoch nur möglich, falls man über adäquate Lager- oder Raffineriemöglichkeiten verfügt. Da das die wenigsten Finanzinvestoren tun oder an dem physischen Handel interessiert sind, wird Rohöl hauptsächlich über Terminkontrakte gehandelt. Die Terminkontrakte besitzen je nach Spezifikation eine gewisse Fälligkeit, sodass Investoren, die rein an der Preispartizipation von Öl interessiert sind, die auslaufenden Kontrakte verkaufen und kurz vor Laufzeitende den Kontrakt mit der nächsten Fälligkeit kaufen. Diesen Vorgang nennt man »Rollen« und er ist einer der wichtigsten Aspekte, die es bei Rohstoffinvestments zu verstehen gilt, da die damit verbundenen Rollverluste

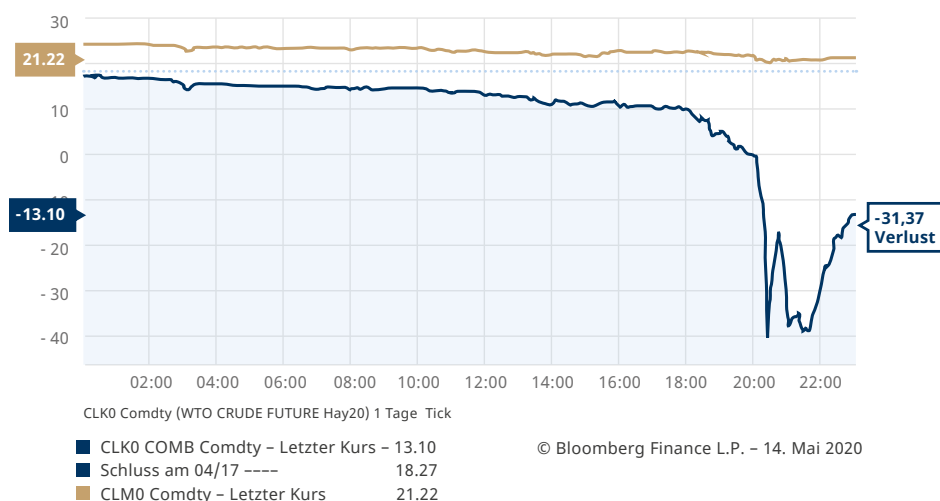
oder -gewinne die Wertentwicklung signifikant beeinflussen und oftmals zu Enttäuschung bei Anlegern führt. Befindet sich die Terminpreiskurve in »Contango«, bedeutet das, dass der Kassakurs unter dem zukünftigen Terminkurs liegt und Rollverluste entstehen. Befindet sich die Terminpreiskurve in »Backwardation«, liegt der Kassakurs über dem zukünftigen Terminkurs, sodass Rollgewinne erzielt werden.

Dieser Rollvorgang führt uns nun zu einem der Hauptunterschiede bei der Abwicklung von Brent- und WTI-Terminkontrakten. Wenn der Terminkontrakt an einem bestimmten Tag ausläuft und vom Investor davor nicht geschlossen oder gerollt wurde, findet die Abrechnung – das sogenannte »Settlement« – statt. Bei Brent-Kontrakten erfolgt die Abrechnung des auslaufenden Kontrakts in der Regel in Bargeld und wird »Cash Settlement« genannt. Bei WTI-Kontrakten wiederum erfolgt die Abrechnung des auslaufenden Kontrakts ausschließlich physisch und wird »Physical Settlement« genannt. Dies hat zur Folge, dass ein Käufer – besitzt er einen Long-Terminkontrakt – nach dem Verfall und »First Notice«, das WTI-Rohöl in physischer Form zu dem vereinbarten Terminkurs an einem vereinbarten Ort abnehmen muss. Sollte der Käufer ungewollt in diese Verlegenheit geraten, müsste dieser pro Kontrakt 1.000 Barrel und somit 159.000 Liter

WTI-Lagerbestände in Cushing, Oklahoma



Intraday-Preis am 20.04.2020 für Mai-2020- und Juni-2020-Kontrakte



Oben: WTI-Lagerbestände in Cushing, Oklahoma

Quelle: © Macrobond, Fürst Fugger Privatbank

Unten: Intraday-Preis am 20.04.2020 für Mai-2020- und Juni-2020-Kontrakte

Quelle: © Bloomberg Finance L.P. – Mai 2020

Rohöl, in Cushing, Oklahoma abholen oder lagern lassen. Bei der Suche nach Cushing, Oklahoma auf der US-Landkarte wird schnell ersichtlich, dass es sich relativ mittig im Süden der USA befindet und aufgrund der geografischen Lage zu logistischen Herausforderungen kommen kann. Dieser geografische Zustand in Cushing wird als »landlocked« bezeichnet und bedeutet, dass Cushing von den offenen Meeren und somit vom internationalen Markt abgeschnitten ist, sodass die Abhängigkeit von Lagerkapazitäten vor Ort sehr hoch ist.

WIE KONNTE ES ZU EINEM NEGATIVEN PREIS FÜR WTI KOMMEN?

Aus den vorherigen Ausführungen wird ersichtlich, dass bei WTI-Terminkontrakten zwei Sonderfaktoren eintrafen, die die Marktanomalie vom 20. April 2020 unterstützten. Zum einen erfolgt das Settlement bei WTI-Terminkontrakten physisch und zum anderen an einem »landlocked« Standort in Cushing, dessen Lagerkapazitäten zu diesem Zeitpunkt nahezu ausgeschöpft waren. Die obere Abbildung der Öllagerbestände in Cushing seit 2010 verdeutlicht dies.

Die Lagerkapazitäten waren mit ca. 64 Millionen Barrel im April noch nicht ganz ausgeschöpft, aber aufgrund des

Covid-19-bedingten extremen Nachfrageeinbruchs nach Rohöl seit Anfang März rapide gesunken, wie der steile Anstieg an Lagerbeständen von ca. 37 Millionen Barrel auf ca. 64 Millionen Barrel im blau hinterlegten Bereich verdeutlicht. Eine Zwischenspeicherung auf Öltankern ist zwar in der Not möglich, aber aufgrund der geografischen Lage von Cushing, Oklahoma mit höheren Kosten verbunden.

Diese Sondersituation verdeutlicht, dass durch geringe Lagerkapazitäten die Lagerkosten und Transportkosten so hoch waren, dass Long-Anleger sogar bereit waren, potenziellen Käufern Geld dafür zu bezahlen, um das Öl selber nicht beziehen zu müssen und sich um die logistischen Herausforderungen kümmern zu müssen. Dadurch gerieten Investoren, die ihre Mai-Kontrakte in Juni-Kontrakte rollen wollten, in eine »Super Contango«-Situation und mussten hohe Rollverluste einfahren. Dies verdeutlicht der Intraday-Chart vom 20. April 2020, in dem die Preisentwicklung der Mai-2020- und Juni-2020-Terminkontrakte dargestellt sind. Wenn ein Investor durch seinen Rollvorgang von dem Mai-Kontrakt (blaue Linie) in den Juni-Kontrakt (goldene Linie) rollen will, hätte er in der ungünstigsten Konstellation um ca. 20:30 Uhr bei einem Preis von ca. – 40 USD den Mai-Kontrakt veräußern müssen, um den Juni-Kontrakt für ca. + 21 USD zu kaufen und einen Rollverlust von ca. 61 USD erlitten.

»Diese Sondersituation verdeutlicht, dass durch geringe Lagerkapazitäten die Lagerkosten und Transportkosten so hoch waren, dass Long-Anleger sogar bereit waren, potenziellen Käufern Geld dafür zu bezahlen, um das Öl selber nicht beziehen zu müssen.«

Die reißerische Schlagzeile auf Bild online »Ölpreis stürzt ins Negative! Käufer kriegen Geld dazu« trifft sogar zu, aber nur wenn man das Rohöl in Cushing, Oklahoma abgeholt hätte.

KONJUNKTUR UND KAPITALMÄRKTE IN ZEITEN DER CORONA-PANDEMIE

Es ist noch keine zwei Monate her, als die Auswirkungen der zunächst fast ausschließlich auf China begrenzten Corona-Pandemie in Europa und mit Verzögerung auch in den USA angekommen sind. Nachdem die globale Wirtschaft Anfang des Jahres einen moderaten Wachstumspfad antrat, ist durch die inzwischen fast weltweite Ausweitung von Corona-bedingten Shutdowns die Wirtschaft mit schweren Herausforderungen konfrontiert. Langsam nimmt der Konjunkturverlauf der großen Industriestaaten in dieser ungewöhnlichen Krise etwas mehr Konturen an. Zwar bilden die bislang vorliegenden Daten zur volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung – das Bruttoinlandsprodukt (BIP) – die Lage nur mit starker Verzögerung ab, doch geben sie Hinweise über die Schwere der Rezession.

China veröffentlichte bereits vor einigen Wochen Wachstumsdaten zum ersten Quartal und diese fielen, wie zu erwarten war, desaströs aus. Ende April wurden die ersten Schätzungen für das Wachstum des BIP der USA und der Eurozone publiziert. Die von den Regierungen ergriffenen Maßnahmen zur Eindämmung der Pandemie hinterlassen nun nachweislich tiefe Spuren. Und dies dürfte erst der Auftakt zu einer Reihe von noch schlechteren Daten im zweiten Quartal sein. In China hingegen, das die Delle im Wirtschaftswachstum wohl schon im ersten Quartal erreicht, dürfte es im laufenden Quartal

zu einer Erholung kommen, wie aktuelle Daten zeigen.

Das BIP in den USA fällt im ersten Quartal gegenüber dem Vorquartal mit hochgerechneten 4,8 %. Vor allem der private Konsum stürzt ab. Dies korreliert stark mit dem stärksten Anstieg der Arbeitslosenzahlen auf über 20 Mio. allein im April. Wenn man sich vor Augen führt, dass die BIP-Korrektur in China rund 40 % betrug, könnte es im zweiten Quartal in den USA zu einer ähnlich verheerenden Zahl kommen. Der Konsensus geht mittlerweile von einem Minus von 30 % (Daten annualisiert) aus. Die US-Notenbank vertritt die Ansicht, dass der Wirtschaftseinbruch im laufenden Quartal alle bisherigen Minusrekorde übertreffen wird.

Ein ähnliches Bild ergibt sich für die Eurozone. Auf Quartalsbasis bricht das BIP um 3,8 % ein, dies entspricht auf das Jahr hochgerechnet einer Rate von etwa 14,5 %. Dies ist bereits jetzt eine stärkere Korrektur als in der großen Finanzkrise 2008/2009.

Vor diesem Hintergrund geht unser Basisszenario, das einen Höhepunkt der Corona-Epidemie außerhalb Chinas in den nächsten Monaten prognostiziert, von einer U-förmigen Kurve für das globale Wachstum in den kommenden Quartalen aus. Allerdings wie ein schlampig gemaltes »U«. Abwärts fühlt sich dieses »U« derzeit wie ein »I« an,

weil die Konjunktur seit März steil nach unten fährt. Als nächstes wird aus dem »I« dann ein »L«, solange die Wirtschaft in der Übergangsphase der Shutdown-Lockerung erst wieder Boden finden muss, und noch Unsicherheit über die künftige Entwicklung besteht. Erst zeitverzögert, vielleicht schon im vierten Quartal, eher ab 2021 entsteht dann das vollständige »U«, wenn es wieder nach oben geht mit dem BIP-Wachstum, gefördert auch von einer Vielzahl an Nachholeffekten und angeschoben durch die konjunkturstimulierenden Maßnahmen der Regierungen.

REDUZIERTES RISIKO AUF DER AKTIENSEITE SCHEINT WEITERHIN GEBOTEN

Keine wesentlichen Positionsveränderungen gab es hingegen in der kurz- bis mittelfristig ausgerichteten Taktischen Asset Allocation. Die aus Risikoüberlegungen erfolgten Aktienuntergewichtungen werden vorerst beibehalten und die Situation täglich neu betrachtet und bewertet. Für den Moment drängen sich sowohl aus markttechnischer Sicht als auch fundamental noch keine Veränderungen auf. Die schwerste globale Rezession seit vielen Jahrzehnten und gewaltige Unwägbarkeiten sowie anhaltend hohe Volatilitäten an den Aktienmärkten sprechen derzeit für ein Beibehalten des Sicherheitsfokus. Die kräftige Erholung des S&P 500-Aktienindex mag, oberflächlich betrachtet, große Zuversicht im Markt signalisieren. Doch ist sie sehr stark von einer Handvoll großer Technologieaktien

Die aktuellen Fuggerbriefe als Newsletter

Registrieren Sie sich in unserem Blog unter www.fuggerbank.de/aktuelles für unseren Newsletter. Wählen Sie aus den Themenbereichen: Fuggerbriefe, Aktien, Vermögensverwaltung, Fondsmanagement und News aus den Niederlassungen.

Oder folgen Sie uns auf  Facebook und  Twitter.
[@fuggerbank](https://www.fuggerbank.de)



getrieben. Microsoft, Amazon, Apple, Alphabet (Google) und Facebook machen zusammen inzwischen mehr als 20 % der gesamten Marktkapitalisierung des S&P 500 aus. Diese schlechte Marktbreite ist technisch negativ zu werten. Anderswo haben sich die Aktienmärkte sehr viel weniger stark erholt, etwa in Teilen Europas und in vielen Schwellenländern.

Bei Aktien erwarten wir nach der starken Erholung der vergangenen Wochen eine Konsolidierung, auch stärkere Rückschläge schließen wir nicht aus. Generell ist der Markt zwar bereit, selbst inmitten der Krise und bei beinahe beispielloser Unsicherheit den Unternehmen wieder höhere Bewertungsmultiplikatoren zuzubilligen, die sogar über die Werte vom Jahresanfang hinausgehen. Doch die laufende Berichtssaison verdeutlicht, welcher Weitblick den Anlegern abverlangt wird. Denn bisher haben rund vier Fünftel der Unternehmen darauf verzichtet, einen Jahresausblick zu geben. Ansonsten zeigen die Quartalszahlen tendenziell bereits recht gut, welcher Sektor wie stark unter dem Virus leidet. Oder auch davon profitiert, wie etwa Firmen aus dem Technologie-, dem Kommunikations- und dem Gesundheitsbereich. Auch wenn diese aufgrund ihrer Qualitäten wie soliden Bilanzen, relativ stabilen Umsätzen und Kapitalflüssen unsere Favoriten bleiben, könnten in den kommenden Wochen auch einige zyklische

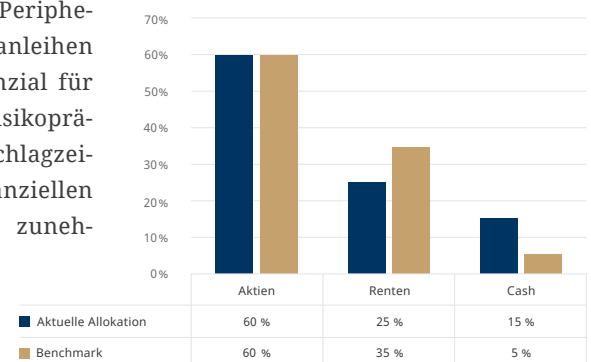
Substanzwerte mal zum Zuge kommen. Dies jedoch nur, wenn die Anleger Vertrauen in eine wirtschaftliche Erholung gewinnen sollten. Regional haben wir weiterhin keine deutlichen Präferenzen.

SELEKTIVES VERHALTEN BEI DER RENTENANLAGE NOTWENDIG

Im Rentenbereich bleibt das Bild geprägt von einem schwachen mittelfristigen Wirtschaftsausblick, den Rettungspaketen und dem damit einhergehenden Refinanzierungsbedarf der Staaten. Hatten wir zwischenzeitlich mit steigenden Renditen, und damit schwächeren Preisen für europäische und US-amerikanische Staatsanleihen gerechnet, sind wir jetzt wieder zurück auf »Neutral« gewechselt, einschließlich der europäischen Peripherieländer. Bei Unternehmensanleihen sehen wir hingegen das Potenzial für eine weitere Einengung der Risikoprämien. Sicherlich werden die Schlagzeilen über Unternehmen in finanziellen Schieflagen in nächster Zeit zunehmen, ebenso wie die tatsächlichen Kreditausfälle (wir rechnen zum Beispiel mit einem Anstieg von einem auf fünf Prozent bei europäischen Hochzinsanleihen). Auch übt die weiterhin ungewöhnlich hohe Emissionsstätigkeit einen gewissen

Druck auf den Markt aus und kann zwischenzeitlich zu einer Übersättigung führen. Angesichts der immer noch hohen Risikoprämien gegenüber den Staatsanleihen, sowie den breiten Unterstützungsmaßnahmen der Zentralbanken, ebenso wie den staatlichen Hilfsprogrammen, die Firmenpleiten abwenden sollen, belassen wir die Einschätzung jedoch auf »Positiv«. Auch Schwellenländeranleihen, ob von Staaten oder Unternehmen, sehen wir weiter positiv, auch wenn hier in aller Regel keine Zentralbank als Käufer parat steht. Allerdings differenzieren wir hier stark zwischen den einzelnen Ländern und schauen uns ihre Abhängigkeit von Öleinnahmen und die Belastung des Lockdowns auf ihre Staatsfinanzen an. ●

Aktuelle Allokation versus Benchmark



Hierbei handelt es sich um eine gemischte Strategie mit 60 % Aktien, 25 % Renten sowie 15 % Cash (Kasse), die die Benchmark darstellt. Die aktuelle Allokation gibt die Meinung des Fondsmanagements der Bank wieder und gewichtet die Assetklassen daher höher oder niedriger im Vergleich zur Benchmark.

Die in den Fuggerbriefen wiedergegebenen Informationen und Meinungen wurden am angegebenen Datum erstellt. Sie werden zu Informationszwecken als Unterstützung Ihrer selbstständigen Anlageentscheidung weitergegeben. Sie dienen nicht als Angebot, Anlageberatung oder eine generelle oder individuelle Empfehlung der Fürst Fugger Privatbank, hier dargestellte Kapitalanlagen zu kaufen, zu halten, zu verkaufen oder in sonstiger Weise damit zu handeln, und begründen kein vertragliches Beratungs- oder Auskunftsverhältnis. Die Informationen stammen aus bzw. basieren auf Quellen, die die Fürst Fugger Privatbank für richtig erachtet, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit, Rechtzeitigkeit und Aktualität aber keine Gewähr übernommen wird. Die Fürst Fugger Privatbank lehnt jede Haftung für Verluste aus der Verwendung der in den Fuggerbriefen gegebenen Informationen ab. Wir weisen darauf hin, dass die in den Fuggerbriefen enthaltenen Finanzanalysen nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen genügen und einem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung unterliegen. Die Kurse und Werte der beschriebenen Investitionen können schwanken, steigen oder fallen. Es besteht die Möglichkeit, dass Sie bei Rückgabe der Anteile nicht den vollen investierten Betrag zurückerhalten. Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die künftige Wertentwicklung. Die hier enthaltenen Informationen können eine auf Ihre individuellen Bedürfnisse zugeschnittene Beratung nicht ersetzen und erheben keinen Anspruch auf Vollständigkeit und Richtigkeit. Insbesondere hängt die steuerliche Behandlung von Ihren persönlichen Verhältnissen ab und kann künftig Änderungen unterworfen sein. Bitte beachten Sie, dass für Sie auch alternative Anlageformen nach persönlichen Anlagewünschen sinnvoll sein können. Maßgeblich für den Kauf sind allein die jeweiligen Anlage-/Emissionsbedingungen nach den gesetzlichen Verkaufsunterlagen. Diese können Sie auf der Website der Anlagegesellschaft z.B. Beteiligungsgesellschaft (u.a. www.Oppenheim-Fonds.de), Emittentin, Kapitalanlagegesellschaft, einsehen und ausdrucken oder in Schriftform bei der Anlagegesellschaft sowie kostenlos auch bei der Fürst Fugger Privatbank erhalten. Die Fuggerbriefe sind zur Verwendung nach deutschem Recht in Deutschland bestimmt. Das vorliegende Dokument darf ohne schriftliche Genehmigung der Fürst Fugger Privatbank weder ganz noch auszugsweise vervielfältigt werden.

Stand: 14. Mai 2020 | Werbemittelung*

Mehr Informationen unter www.fuggerbank.de

