

Neue Strategien für Rohstoffinvestments

Durch die hohen Kurssteigerungen der vergangenen Jahre, aber auch vor dem Hintergrund einer besseren Diversifikation im Portfolio, haben Investments in Rohstoffe an Bedeutung gewonnen. Allerdings sollten Anleger bei solchen Engagements stets einige Besonderheiten berücksichtigen. Da der Weg zu den meisten Rohstoffen über die Terminmärkte führt, spielen die Verläufe der Forwardkurven und die daraus resultierenden Rollrenditen eine wichtige Rolle.

Von Dr. Francesco Adiliberti

Head Private Investor

Products Group Schweiz

Goldman Sachs International, Zürich

und Christian Reuss, CFA

Co-Head Public Distribution Europa

Goldman Sachs International, Zürich

Was vor einigen Jahren noch institutionellen Investoren vorbehalten war, ist heute auch für Privatanleger möglich: Investieren in Rohstoffe. Und das ist gut so. Denn in der jüngsten Vergangenheit haben sich die meisten Grundstoffe erheblich verteuert – und Investoren Gewinne beschert. So sind die Zeiten, in denen ein Fass Rohöl zu 20 US\$ oder weniger gehandelt wurde, längst vorbei. Inzwischen sind dreistellige Notierungen fast schon zur Normalität geworden.

Auch Gold hat in den vergangenen Jahren deutlich aufgewertet. Zur Jahrtausendwende schien das Edelmetall seinen Glanz verloren zu haben. Der Preis hatte sich, ausgehend vom alten Hoch, fast geviertelt und steuerte auf



Christian Reuss

die Marke von 200 US\$ zu, ehe ein neuer Aufwärtssimpuls in Kraft gesetzt wurde, der die Notierung in Richtung 1000 US\$ bewegte. Die Liste der Beispiele liesse sich fortsetzen. Selbst die Getreidearten, an denen die Hausse lange vorbeiging, sind inzwischen deutlich gestiegen.

Mit Zertifikaten können Anleger bereits mit kleinen Geldbeträgen in Energieträger, Metalle oder auch Landwirtschaftsgüter investieren. Dass Rohstoffe den Weg in immer mehr Portfolios finden, liegt allerdings nicht nur an den steigenden Notierungen der zurückliegenden Jahre. Es gibt weitere Vorteile, die bereits eine geringe Beimischung von Rohstoffen im Depot bringen kann. So zeigen Rohstoffe eine geringe Korrelation zu «traditionellen» Anlageklassen wie Aktien und Anleihen. Eine Beimischung von Rohstoffen zu einem Portfolio ist daher mit einem Diversifikationseffekt verbunden, der die Schwankungsbreite (Volatilität) eines Portfolios in der Regel senkt. Nach dem klassischen Markowitz-Ansatz bedeutet ein solcher Effekt, dass die Beimischung von Rohstoffen zu effizienteren Portfolios führt: Bei gleichem Risiko lässt sich die Renditeerwartung steigern bzw. bei gleicher Renditeerwartung wird ein geringeres Risiko erreicht.

Besonderheiten von Rohstoffen

Doch bei Investments in Rohstoffe sollten Investoren einige Besonderheiten berücksichtigen. Begriffe wie Forwardkurve, Contango oder Backwardation sollten für Anleger, die sich im Rohstoffmarkt bewegen, keine Fremdwörter sein. Käufer von Rohstoffinvestments sind gewöhnlich nur an einer Wertsteigerung interessiert, nicht aber an der physischen Lieferung oder gar einer Verarbeitung der Produkte.



Dr. Francesco Adiliberti

Schliesslich wäre die Lagerung von Öl, Gas, Metallen oder gar verderblichen Agrargütern aufwendig und teuer. Um dennoch an der Kursentwicklung partizipieren zu können, engagieren sich Investoren nicht in Rohstoffen, die am Kassamarkt gehandelt werden, sondern in entsprechenden Futures (Terminkontrakten) bzw. in Rohstoffindizes, die diese Wertpapiere abbilden.

Einer der bekanntesten Indizes in diesem Segment ist der S&P® Goldman Sachs Commodity Index (GSCI). Der Rohstoffindex existiert seit 1991 und umfasst derzeit 24 Rohstoffe. Im S&P GSCI™ hatten internationale Anleger Anfang 2008 ein Volumen von ungefähr 90 Mrd. US\$ investiert. Die Kursentwicklung der Total-Return-Variante dieses Indexes resultiert aus drei Renditekomponenten: Zum einen beeinflusst die Preisentwicklung der im Index enthaltenen Rohstoffe den Kursverlauf. Einen weiteren Beitrag leisten die Zinsen. Während der Käufer eines Zertifikats den kompletten Kaufpreis zahlen muss, braucht der Emittent zur Absicherung dieser Position

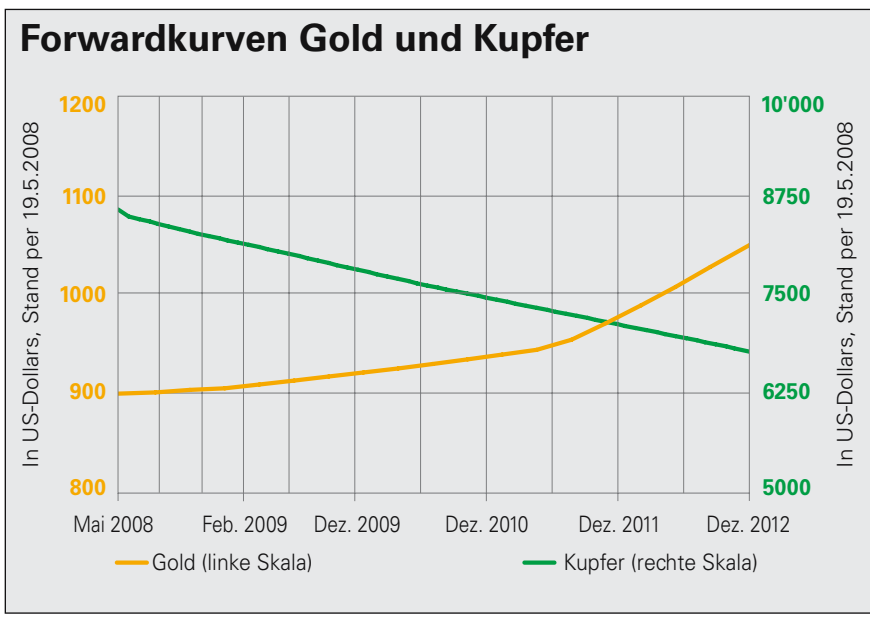
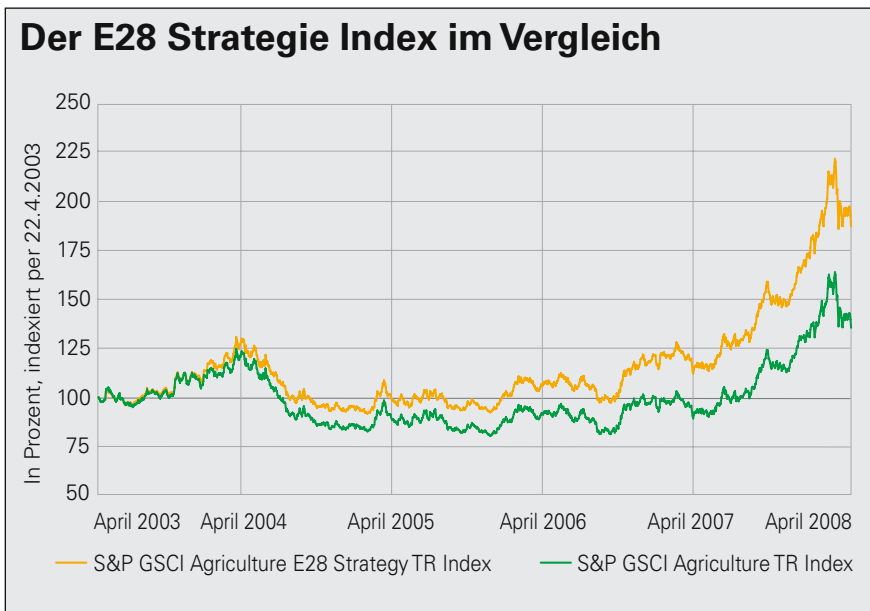
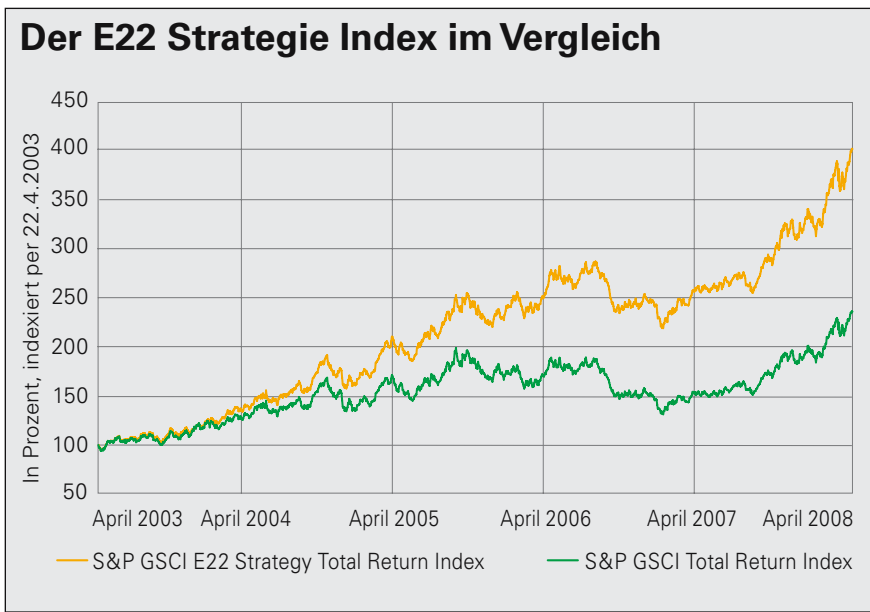
mittels eines Futures die Position nicht unmittelbar zu 100% mit Geld zu hinterlegen. Es ist lediglich eine sogenannte Margin-Zahlung zu leisten. Da der Emittent das Kapital des Investors anlegt, kann dieser indirekt Zinserträge generieren. Einen letzten Renditebeitrag zur Gesamtperformance steuert die sogenannte Rollperformance bei, die sowohl positiv als auch negativ sein kann. Jeder Futureskontrakt hat einen feststehenden Fälligkeitstermin. Finanzinvestoren müssen die Positionen vor dem Verfalldatum auflösen, damit es nicht zur Lieferung der Rohstoffe kommt. Um weiterhin in Rohstoffen investiert zu sein, wird der Erlös aus diesem Verkauf in einer Futuresposition mit späterem Fälligkeitstermin wieder angelegt. Dieser Vorgang, der sich vor jedem Fälligkeitstermin wiederholt, wird «rollen» genannt und erfolgt bei den klassischen Rohstoffindizes in der Regel auf monatlicher Basis.

Contango und Backwardation

Ob es zu Rollerträgen oder Rollverlusten kommt, hängt vom Verlauf der Forwardkurve ab. Während es im Fall einer steigenden Forwardkurve üblicherweise zu Rollverlusten kommt, gibt es bei einer fallenden Forwardkurve in der Regel Rollgewinne. Diese Terminmarktkurven sind durch unterschiedliche Kursverläufe gekennzeichnet. Von einem Contango spricht man, wenn weiter in der Zukunft liegende Futureskontrakte teurer gehandelt werden als solche, die kürzere Fälligkeiten aufweisen. So befinden sich Edelmetalle wie der Gold-Terminkurs in der Regel im Contango. Auch Getreidearten zeigen häufig diese Formation.

Von einer Backwardation spricht man, wenn länger laufende Futureskontrakte preislich unter den kürzer laufenden notieren. Dieser Kurvenverlauf lässt sich häufig bei Industriemetallen wie etwa Kupfer beobachten. Hier sind die Marktteilnehmer bereit, für die sofortige Verfügbarkeit des Rohstoffes eine Prämie zu zahlen.

Eine steigende Forwardkurve ist für viele Rohstoffderivate ein Problem. Denn im Contango müssen vor allem Käufer von Open-End-Zertifikaten Rollverluste hinnehmen. Denn während des



Rollvorgangs wird man für den länger laufenden Future einen Preis bezahlen müssen, der höher liegt als die Einnahmen aus dem Verkauf des kürzer laufenden Future. Da der gesamte Erlös aus dem Verkauf wieder für den Kauf des länger laufenden Kontraktes eingesetzt wird, entsteht mit jedem Rollen am kurzen Ende der Terminkurve eine «Verlustsituation». Ein länger anhaltender Contango-Verlauf der Terminmarktkurve kann somit negative Auswirkungen auf die Erträge von Rohstoffinvestments haben.

Auch die klassischen Rohstoffindizes beziehen sich auf Futures mit vorgegebenen Restlaufzeiten, so dass in der Indexberechnung beim Übergang aus dem alten in einen neuen, länger laufenden Kontrakt tatsächlich gerollt werden muss. Infolgedessen fließen in den Indexverlauf neben der Preisentwicklung der zugrundeliegenden Rohstoffe zusätzlich auch Rollgewinne oder -verluste ein. Der S&P® GSCI Index wird zwischen dem 5. und 9. Handelstag eines Monats vom kürzest laufenden in den nächstfolgenden Future gerollt.

Goldman-Sachs-Strategien

Um die Rendite zu verbessern, hat Goldman Sachs verschiedene Strategien entwickelt, die den Rollprozess optimieren. Sie sind beispielsweise im S&P® GSCI E22 Strategy Index und im S&P® GSCI Agriculture E28 Strategy Index reflektiert. Beide Indizes verfolgen das Ziel, die Risiken negativer Rollrenditen zu senken, aber gleichzeitig die Vorteile eines Investments in einen Rohstoffindex zu wahren: eine breite Diversifikation, niedrige Kosten, Liquidität und Transparenz. Dabei berücksichtigen die Strategien die Besonderheiten der einzelnen Rohstoffklassen mit dem Ziel, eine bessere Performance zu erzielen als der statische S&P® GSCI Index bzw. der S&P® GSCI Agriculture Index. Die Outperformance soll allerdings nicht durch eine andere Gewichtung der Rohstoffe erzielt werden. Die Zusammensetzung bleibt gleich. Vielmehr soll die Überrendite durch veränderte Rollprozesse generiert werden.

Die Rollprozesse werden auf verschiedene Weise optimiert. Zum einen werden andere als die statischen Roll-

termine festgelegt. Darüber hinaus wird bei einigen Rohstoffen anhand saisonaler Besonderheiten seltener gerollt. Allein die veränderten fixen Rolltermine führten in der Vergangenheit zu einem besseren Ergebnis. Während der S&P® GSCI Total Return Index in den vergangenen zehn Jahren um etwa 200% zugelegt hat, hätte die sogenannte «Pre-Roll-Strategie» eine Performance von etwa 266% gebracht. Bei dieser Strategie wird nichts anderes gemacht, als den Rolltermin vorzuziehen. Anstelle des Zeitfensters zwischen dem 5. und dem 9. Handelstag eines Monats wird hier zwischen dem 1. und dem 5. Handelstag gerollt. Zu erklären ist die resultierende Outperformance anhand unterschiedlicher Positionierungen und Handelsvolumina der Marktteilnehmer ausserhalb und während der klassischen Rollzeitfenster.

Neben dieser statischen Änderung der Rollprozesse werden zusätzlich saisonale Besonderheiten berücksichtigt. In den Segmenten Energie, Agrargüter und auch Viehwirtschaft zeigen zahlreiche Rohstoffe solche Eigenarten. Goldman Sachs hat aus diesen Besonderheiten Strategien entwickelt, die die Rollprozesse verbessern. Ziel ist es, den Einfluss der Backwardation zu erhöhen und den von Contango-Situationen zu reduzieren. Dabei wird versucht, in den Kontrakt zu investieren, der aufgrund von Angebot, Nachfrage und Lagerbeständen erfahrungsgemäss die höchste Risikoprämie enthält. Um den optimalen Rolltermin zu finden, wird später auch die Liquidität miteinbezogen, um die Kosten und den Einfluss auf den Basiswert niedrig zu halten.

Ein Beispiel: Beim Mais kommt es zu einem Rollvorgang pro Jahr, der während der Pflanzsaison stattfindet. Dann ist das Angebot erheblich reduziert, während die Nachfrage am höchsten ist. Zu diesem Zeitpunkt ist es wahrscheinlich, dass die Forwardkurve einen flachen Verlauf zeigt oder gar eine Backwardation. So bleiben die Rollkosten für Anleger gering oder es kommt möglicherweise sogar zu Rollserträgen. Die Lagerbestände sind beim Mais gewöhnlich im Juni oder Juli, während des Übergangs von der Pflanz- zur Wachstumsphase, am niedrigsten. Historisch betrachtet, waren die Preise

zu diesem Zeitpunkt am höchsten. So war der Mais-Future in der Vergangenheit meist im Juli am teuersten, während der Preis im September häufig sein Tief markierte. Da die Lagerbestände mögliche Angebotsstörungen abfedern müssen, ist oftmals die Volatilität und demnach auch die im Preis enthaltene Risikoprämie vor der Erntezeit am höchsten.

Bei Weizen wird zweimal pro Jahr gerollt, um die Rollkosten zu minimieren. Ein einmaliges Rollen nur während der Pflanzsaison wäre nicht möglich, da Kontrakte mit 12 Monaten Laufzeit sehr illiquide sind. Chicago-Weizen hat in der Vergangenheit während der Wintermonate durchweg einen Contango von geringerem Ausmass gezeigt. Zu dieser Zeit herrscht die grösste Unsicherheit über das künftige Angebot. Historisch betrachtet, hätte sich die Kombination aus statischer und saisonaler Rolloptimierung ausgezahlt. So hätte beispielsweise der S&P® GSCI Agriculture E28 Strategy Index in den vergangenen zehn Jahren um 110% zugelegt, während der S&P® GSCI Agriculture Index im gleichen Zeitraum um lediglich etwa 60% stieg.

Index-Tracker

Eine Möglichkeit, um von optimierten Rollprozessen im Rohstoffbereich zu profitieren, sind Open-End Tracker auf den S&P® GSCI E22 Strategy Index und den S&P® GSCI Agriculture E28 Strategy Index. Damit haben Anleger die Möglichkeit, am Potential der im jeweiligen Index enthaltenen Rohstoffe zu partizipieren und dabei die Chancen einer optimierten Rollstrategie zu nutzen. Investoren nehmen mit diesen Zertifikaten nahezu eins zu eins an der Entwicklung des Basiswerts teil. Steigt der Basiswert um 5%, so steigt auch der Wert des Zertifikats um 5%, jedoch bereinigt um die jeweilige Hedginggebühr. Ebenso nimmt der Wert des Open-End-Zertifikats um etwa 5% ab, wenn der Basiswert um 5% fällt. Die Laufzeit von Open-End-Zertifikaten ist grundsätzlich unbegrenzt. So entscheidet allein der Anleger, bei welchem Basiswertestand er ein- und aussteigen möchte.

www.goldman-sachs.ch •