



ROHSTOFFE



Hans-Joachim Reich
Honorarberater VDH

■ Mehrwert im Portfolio

Sind Rohstoffe eine gute Anlage? Es spricht einiges dafür, wenngleich eine pauschale Bejahung wegen der starken Heterogenität und großen Volatilität von Rohstoffinvestments nicht angebracht erscheint.

Zählen wir zunächst einige Vorteile auf:

- Rohstoffe korrelieren schwach bis teilweise sogar negativ mit den anderen beiden Haupt-Asset-Klassen Aktien und Renten.
- Rohstoffe bieten eine brauchbare Absicherung gegen Inflationsrisiken
- Rohstoffe liefern gute Performance wenn andere Asset-Klassen schlecht abschneiden (und umgekehrt).

Aber Achtung: zu allen genannten Vorteilen sind jedoch immer wieder auch investitionsabhängige oder zeitraumabhängige Ausnahmen zu finden. Andererseits sind ebenso einige negative Merkmale relevant:

- Rohstoffe liefern im Gegensatz zu Aktien oder Renten keinen laufenden Ertrag (Dividenden oder Zinsen).
- Eine diversifizierte Investierbarkeit ist gegenüber den breit gefächerten Möglichkeiten bei Aktien und Renten (Wertpapiere, Fonds, ETFs, die in ein Depot eingebucht werden können) merklich erschwert.
- Rohstoffpreise zeigen mitunter große Volatilität aufgrund des Einflusses von Konjunkturzyklen, saisonalen Effekten (Jahreszeiten, Ernten, u. ä.) und der teilweise nicht-transparenten Preisbildung durch kaum prognostizierbare Änderungen bei Angebot und Nachfrage.

Das wichtigste Merkmal für Anleger dürfte jedoch die Frage nach Rendite und Risiko sein. Hierzu ziehen wir die wissenschaftliche Arbeit von Jacobs, Müller, Weber: „How should private investors diversify?“⁴¹ zu Rate. Die drei Herren von der Universität Mannheim

haben für die Recherchen zu ihrem Weltportfolio unter anderem die Asset-Klasse Rohstoffe anhand des ältesten, investierbaren Rohstoffindex, dem S&P GSCI Commodity Total Return Index, unter dem gesuchten Aspekt genauer durchleuchtet.

Für den Zeitraum von 1973 bis 2009 errechneten sie für ein Rohstoffinvestment in den S&P GSCI TR eine monatliche Rendite von 0,92%. Rohstoffe lieferten damit die gleiche Rendite wie der in der Studie herangezogene Global Stock Index für den weltweiten Aktienmarkt (inkl. Schwellenländer), allerdings bei etwas höherem Risiko (monatliche Volatilität: Rohstoffe: 6,28%; Aktien: 4,79%). Zum Vergleich: Renteninvestments liefern der Studie zufolge im Referenzzeitraum eine monatliche Rendite von 0,57% bei einer Volatilität von 1,12%. Investitionen in Rohstoffe gleichen damit eher Aktieninvestments als Renteninvestments. Die Korrelationskoeffizienten zu Aktien und Renten liegen mit 0,24 und -0,10 im erhofften, sehr günstigen Bereich, so dass sich Rohstoffe (in dieser konkreten Untersuchung) sehr gut als Diversifikationsmöglichkeit zu einem Aktien-/Renten-Portfolio eignen, vorausgesetzt man erwischt „das richtige“ Investitionsvehikel.

■ **Rohstoffmarkt**

Der Rohstoffhandel hat eine sehr lange Tradition und geht historisch belegbar bis in das 17. Jahrhundert zurück. Der entscheidende Grundstein für die Rohstoffbörsen heutiger Prägung wurde aber 1848 mit der Gründung des Chicago Board of Trade (CBOT) gelegt. Bis heute wird mehr als die Hälfte des weltweiten Handelsvolumens in den USA abgewickelt.

Der „Markt“ für Rohstoffe (wir müssen später noch genau definieren, was das eigentlich ist) spielt sich aktuell an rund 48 Handelsplätzen (Rohstoffbörsen) weltweit ab; an denen knapp 100

verschiedene Rohstoffe gehandelt werden. Dies reicht von Gold und Silber über Öl, Orangensaft, Kaffee, Kupfer, Weizen bis hin zum Lebewild. Tabelle 1 zeigt eine gängige Einteilung der zahlreichen Rohstoffe in fünf Hauptkategorien. Darüber hinaus können Rohstoffe auch noch in regenerative (nachwachsende) und nicht-regenerative Rohstoffe unterteilt werden.

Rohstoff-Klassen	beispielhafte Vertreter
Energie	Öl, Gas, Benzin
Basismetalle	Alu, Kupfer, Blei
Edelmetalle	Gold, Silber, Platin
Agrarprodukte	Weizen, Kaffee, Mais
Viehwirtschaft	Rind, Schwein, Geflügel

Tabelle 1

■ **Wie investieren?**

Physisch

Während man in den Aktien- oder Rentenmarkt sehr einfach investieren kann, ist die Sachlage bei Rohstoffen erheblich diffiziler. Die naheliegendste und allgemein verständlichste Variante ist der simple, physische Erwerb von Rohstoffen zum so genannten Spotpreis. Bis auf wenige Ausnahmen (Edelmetalle) ist dies aus praktischen Gründen bei Rohstoffen für Kapitalanleger nicht sinnvoll, da Lieferung und Lagerung erhebliche Kosten verursachen würden oder beinahe unmöglich sind (z.B. Lebewild).

Futures

Deshalb werden Rohstoffe fast ausschließlich in Form von so genannten Futures gehandelt. Commodity Futures sind Terminkontrakte, also ein Warentermingeschäft auf einen bestimmten Rohstoff oder Rohstoffkorb. Sie verpflichten den Erwerber des Kontrakts eine bestimmte Menge und Qualität des zugrunde liegenden Basiswerts zu dem festgelegten Termin in der Zukunft und zum bei Kontraktabschluss vereinbarten Preis zu kaufen (Long-Position) oder zu verkaufen (Short-Position). Diese Futures machen den Handel mit Rohstoffen in den meisten Fällen überhaupt erst möglich. An den

Börsen werden Rohstoffe fast ausschließlich via Futures unterschiedlichster Fälligkeiten gehandelt, diese bilden damit im Wesentlichen erst den globalen und investierbaren Rohstoffmarkt, da für die meisten Rohstoffe aufgrund der signifikanten Beschränkungen hinsichtlich Qualitätsstreuung, Lagerung oder Verderblichkeit eine Investition zum Spotpreis (also mit sofortiger Lieferung) oft nicht möglich ist. Der Terminpreis wird in Abhängigkeit des Fälligkeitstermins in aller Regel mehr oder weniger deutlich vom aktuellen Spotpreis des Rohstoffs abweichen und kann höher oder niedriger sein, je nachdem welche zukünftige Spotpreisentwicklung der Markt erwartet. Zusätzlich spielen auch noch Opportunitäts-, Zins- und Lagerkosten eine Rolle bei der Terminpreisbildung.

Der Fälligkeitstermin eines Future-Kontrakts stellt für Anleger zunächst ein Problem dar, da dieser in aller Regel zum Fälligkeitstermin die Ware nicht frei Bordsteinkante geliefert bekommen möchte. Deshalb wird der Future rechtzeitig vor dem Fälligkeitstermin verkauft und mit dem Verkaufserlös ein entsprechender Kontrakt mit späterer Fälligkeit gekauft. Dieser Vorgang wird mit „Rollen“ oder „Rollieren“ bezeichnet und ist ein sehr entscheidendes Charakteristikum von Futures-Investments in Rohstoffe.

Contango und Backwardation

An dieser Stelle kommt nun nämlich die so genannte Terminpreiskurve oder Forwardkurve ins Spiel. Je nachdem, ob der Future mit späterer Fälligkeit billiger (Backwardation) oder teurer (Contango) als der auslaufende ist, entstehen dann Rollgewinne oder Rollverluste. Verläuft die Terminkurve in die Zukunft abfallend, sind länger laufende Kontrakte also günstiger als Kontrakte mit kürzerer Fälligkeit, spricht man von Backwardation. Im umgekehrten Fall einer steigenden Terminpreiskurve von Contango. Zunächst sind diese beiden Begriffe verwirrend und ziemlich ungewohnt, merken sie sich diese einfach. Die genannten Rolleffekte können

¹ Heiko Jacobs, Sebastian Müller and Martin Weber: How should private investors diversify? - An empirical evaluation of alternative asset allocation policies to construct a "world market portfolio"; 25.05.2010; Lehrstuhl für Bankbetriebslehre, Universität Mannheim

mitunter sogar dazu führen, dass die Performance eines Portfolios aus Futures wenig bis gar nicht mit der Performance der Spotpreise der eigentlichen Basiswerte übereinstimmt. Aktuell sind bei den beiden Ölsorten WTI (USA) und BRENT (Nordsee) insbesondere die beiden Terminpreisstrukturen beobachtbar. In der Vergangenheit lagen die Preise für die beiden Ölsorten meist eng beieinander. Aktuell notiert BRENT am Spot jedoch über 110 US\$/barrel während WTI für unter 86 US\$/barrel zu bekommen ist. Ausgehend von den Futures-Forwardkurven (Diagramm 1 und 2) ist deutlich erkennbar, dass der Markt offensichtlich für die Zukunft wieder von einer

Preisangleichung ausgeht, da WTI eindeutig im Contango und BRENT ebenso klar in Backwardation liegt.

■ **Formenvielfalt**

Die Forwardkurven der Rohstoffe sind jedoch keine statischen und stabilen Angelegenheiten, sondern unterliegen teilweise raschen Wechsels hinsichtlich Steilheit und Steigungsrichtung.

Ebenso sind innerhalb eines Rohstoffs vereinzelt auch beide Varianten Contango und Backwardation in Form einer oder mehrerer „Wellen“ über die Laufzeit zu beobachten.

Die Form der Terminpreiskurve wird von einer Vielzahl ökonomischer und finanzwirtschaftlicher Parameter be-

einflusst. Angebot und Nachfrage, Lagerkosten und saisonale Effekte können wichtige Faktoren sein. Viele Rohstoffe haben meist flache Contango-Formen während andere starken saisonalen Formveränderungen (z.B. Erdgas) unterliegen. Geht der Markt eines im Contango befindlichen Rohstoffs beispielsweise wegen sinkender Vorräte von einer drohenden Knappheit der Versorgung aus, steigen in der Regel die Terminpreise für kürzer laufende Futures und die Terminpreiskurve könnte in ein flacheres Contango oder in die Backwardation drehen.

Ein weiterer Grund für Backwardation können auch Rohstoffproduzenten sein, die größere Mengen ihrer Produktion auf Termin verkaufen, um ihre Umsätze in der Zukunft bereits zu einem bestimmten Preis zu sichern. Dafür nehmen sie Preisabschläge gegenüber dem Spotpreis in Kauf und „drücken“ damit die längeren Fälligkeiten in die Backwardation.

■ **Renditequellen von Futures-Investments**

Je nachdem wie sich die Spotpreise im Zeitverlauf in Relation zu den Terminpreisen (und damit auch wieder die zukünftigen Terminpreise selber) ändern, kann ein Futures-Investor also je nach Roll-Strategie und Terminpreiskurven und deren zeitlichen Veränderungen erhebliche Rollgewinne oder -verluste erzielen. Zusätzlich kommt noch eine weitere Renditequelle für den Futures-Investor hinzu. Beim Kauf eines Futures wird regelmäßig nur ein relativ geringer Betrag in Cash hinterlegt, die so genannte Margin (abhängig von Rohstoff und Börsenvorgaben), und nicht der gesamte Betrag der Termintransaktion. Dem Investor bleibt also ein erheblicher Cashbetrag, das so genannte Collateral, den er bis zur Fälligkeit am Geldmarkt anlegen kann. Die Gesamtrendite einer Futures-Investition setzt sich also zusammen aus:

- 1. **Spot-Rendite**
(Veränderung des Rohstoffpreises selbst)

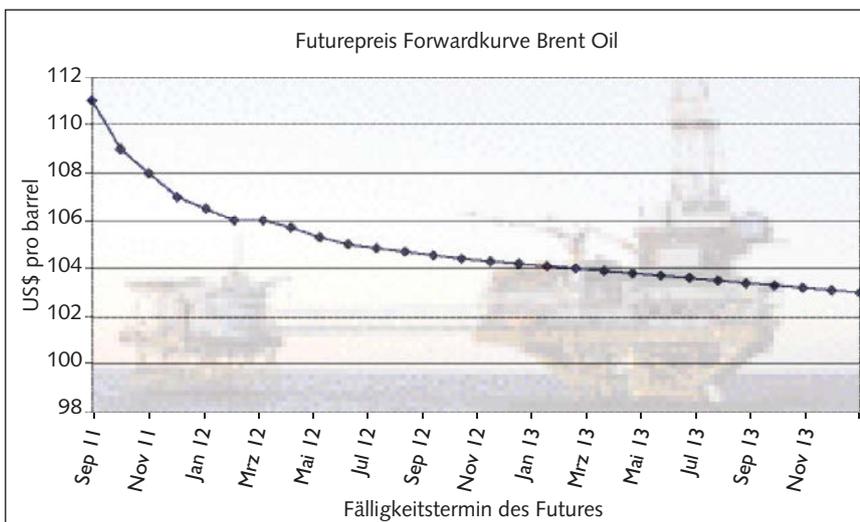


Diagramm 1

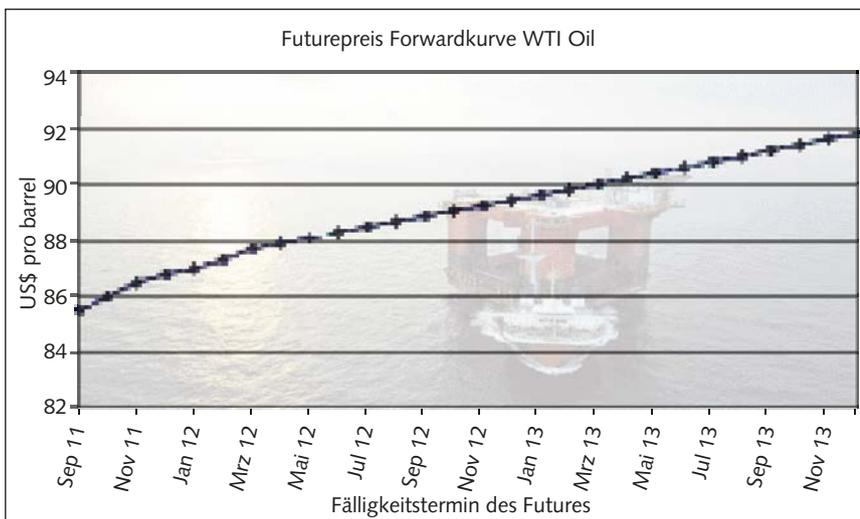


Diagramm 2

2. Roll-Rendite

(positiv bei Backwardation, negativ bei Contango, abhängig zusätzlich von Roll-Strategie und -frequenz)

3. Collateral-Rendite

(abhängig vom Zinsniveau am Geldmarkt, Referenzwert meistens 90-Tage T-Bills)

Das klingt alles ein bisschen kompliziert? Ist es auch. Aber es hilft zu verstehen, wie Rohstoffinvestments ganz praktisch durchgeführt werden (könnten) und aus welchen Quellen letztendlich eigentlich die Rendite resultiert. Die reine Veränderung der Spotpreise eines Rohstoffs liefert also in den meisten Fällen nur eine unbefriedigende Erklärung für die Performance eines Commodity-Futures-Portfolios. Weiterhin gilt es zu beachten, dass der weltweite Rohstoffmarkt fast ausschließlich in US\$ abgewickelt wird und folglich für den im Euroraum denominierten Anleger das Wechselkursverhältnis Euro/US\$ einen vereinzelt größeren Einfluss haben kann als die restlichen drei Renditequellen.

■ Rohstoff-Indizes

Grundsätzlich gelten Rohstoffe als eine eigene Asset-Klasse, die dazu beiträgt, das Risiko in einem Depot besser zu verteilen. Maßgeblich für die generell massiv gestiegenen Rohstoffpreise ist die wachsende Nachfrage aus dem asiatischen Raum, vorrangig aus China. Damit einher geht die Verknappung der Fördermengen und der Rückgang landwirtschaftlich nutzbarer Flächen. Rohstoff-ETFs bieten die Abbildung unterschiedlichster Rohstoff-Indizes. Sie unterscheiden sich durch ihre Gewichtung und die Anzahl der enthaltenen Rohstoffe. Hier einige Beispiele:

S&P Goldman Sachs Commodity-Index (GSCI)

Im GSCI finden sich aktuell 24 Rohstoffe. Die Gewichtung erfolgt hier gemäß der durchschnittlichen Weltproduktionsmenge der enthaltenen Rohstoffe im Rahmen der vergangenen fünf

Jahre. Übergewichtet ist hiermit zwangsläufig der Sektor der Energie-Rohstoffe (Öl, Gas, Uran) mit über 70 Prozent. Agrar-Rohstoffe tragen 14 Prozent zum Index bei. 10 Prozent stehen für Industriemetalle, 4 Prozent für Lebewiehe und 2 Prozent für die Edelmetalle. Der Easy ETF GSCI (LU0203243414) macht diesen Index zur leicht erwerblichen Investition.

Verwaltungsgebühr: 0,30 Prozent.

Rogers Commodity Index (RICI)

38 Einzelrohstoffe bietet der Rogers International Commodity Index (RICI). Hier ist mehr Dynamik drin, denn die Rohstoff-Auswahl erfolgt einmal jährlich, und die Korrektur der Gewichtung sogar monatlich. Maßgeblich dafür sind die Prognosen des Initiators dieses Index, Jim Rogers. Energie trägt zum Beispiel mit nur 44 Prozent zum Index bei. Agrarrohstoffe einschließlich Lebewiehe stehen mit 34 Prozent zu Buche. Industriemetalle sind mit 14 Prozent, Edelmetalle zu 8 Prozent berücksichtigt. Der ETF hierzu: Market Access Jim Rogers International Commodity (LU0249326488)

Verwaltungsgebühr: 0,85 Prozent.

Reuters / Jefferies CRB Index

Der Reuters / Jefferies CRB TR Index führt 19 Rohstoffe. Die monatliche Gewichtung orientiert sich an der wirtschaftlichen Bedeutung der jeweiligen Rohstoffe. Daher sind hier mit 41 Prozent die Agrar-Rohstoffe sehr hoch gewichtet. Energie 37 Prozent, Industriemetalle 13 Prozent, Edelmetalle 7 Prozent. Der ETF dazu: Lyxor ETF Commodities (FR0010270033).

CoBa Commodity EW Index

Wer auf möglichst gleichgewichtete Rohstoffe setzen will, kauft den Commerzbank Commodity EW Index. Er beinhaltet nur 16 Rohstoffen, jeweils 4 aus einer Kategorie (Energie, Industriemetalle, Edelmetalle und Agrar-Rohstoffe). Die Übergewichtung eines Sektors entfällt hier. Die Auswahl wird anhand der Liquidität der einzelnen Rohstoffe getroffen. Die ETF-Tochter



der Commerzbank, ComStage, hat auf diesen CoBa Commodity EW Index den Comstage ETF Commerzbank Commodity EW Index (LU0419741177) begeben.

Verwaltungsgebühr: 0,30 Prozent.

Deutsche Bank Commodity Booster DJ UBSCI Euro Index

Bei diesem komplexen und darum auch teureren Produkt strebt man die optimale Lösung der terminmarkttypischen Roll-Faktoren an. Die Index-Gewichtung von diesem Deutsche Bank Produkt entspricht dem Dow Jones UBS Commodity-Index. Dieser umfasst 19 verschiedene Rohstoffe, deren Gewichtung je Rohstoff mindestens 2 Prozent und maximal 15 Prozent beträgt. Der Anteil eines Rohstoffsektors darf die Grenze von 33 Prozent nicht übersteigen. Die Neugewichtung im Index erfolgt jährlich. Ausschlaggebend für die Gewichtungszuteilung sind die Liquidität eines Futures, dessen Handelsvolumen und die Produktionsmenge. Im Kontrast zum UBS-Index jedoch hat die Bank eine „Optimum Yield“-Funktion in ihrem Index. Die den Rohstoffen jeweils zugrunde liegenden Futurekontrakte werden dabei je nach Marktsituation optimiert gerollt. Damit erstrebt man in Contango-Situationen die Rollverluste zu minimieren und zusätzliche Rollgewinne bei Backwardation zu generieren. Der ETF db x-trackers DB Commodity Booster DJ-UBSCI (LU0429790743) basiert auf der Abbildung dieses Index.

Verwaltungsgebühr: 0,95 %