

## Rohstoffe mit Gewinn rollen



*Immer mehr Anleger setzen auf Rohstoffe. Damit aber erfolgreich investiert werden kann, sollten einige Charakteristika beim Rollen der Futures beachtet werden, damit nachher auch der Rubel rollt.*

TEXT: MARTIN SIGNER

### Das Wesen der Rohstoffe

Aufgrund ihrer grossen realwirtschaftlichen Bedeutung und potenziellen Knappheit sind einzelne Rohstoffmärkte durch eine hohe Dynamik gekennzeichnet. Allerdings sind Rohstoffe eine sehr heterogene Anlageklasse, sodass sich ein Grossteil der Preisdynamik durch eine Diversifikation über verschiedene Rohstoffmärkte abfedern lässt.

### Tiefere Portfoliovarianz dank tiefer Korrelation zu Aktien

Rohstoffe weisen tiefe Korrelationen untereinander und zu Aktien auf (vgl.

Chart S. 18). Somit sollten sie in einem gut diversifizierten Portfolio nicht fehlen. Es ist ersichtlich, dass sich die durchschnittliche Korrelation stets auf niedrigem Niveau bewegt hat. Aktuell liegt der Wert bei 0.09. Die Grafik zeigt ebenfalls die rollierende Korrelation der Renditen des GSCI Total Return Index – als repräsentatives Rohstoff-Portfolio – mit dem MSCI World Total Return Index. Die Korrelation zwischen diesen Indizes schwankte zwischen 0.62 und -0.45, wobei vor allem die schlechten Börsenjahre (2000 und 2001) durch eine tiefe Korrelation gekennzeichnet waren.

### Inflations-Hedge

Rohstoff-Investitionen – insbesondere Rohstoff-Indizes – werden oft als Inflations-Hedges betrachtet (vgl. auch Interview), da Rohstoffpreise – insbesondere Energiepreise – sich zum Teil in der Inflationsrate niederschlagen. Die Qualität von Rohstoffen als Inflations-Hedge ist wissenschaftlich allerdings umstritten. Zum einen, weil die Renditen von Rohstoff-Futures und Rohstoff-Indizes nicht immer mit der Veränderung der Rohstoff-Spotpreise übereinstimmen, und zum anderen, weil Inflationsindizes nur zu etwa 40 Prozent ►

*«Rohstoffe weisen tiefe Korrelationen untereinander und zu Aktien auf.»*

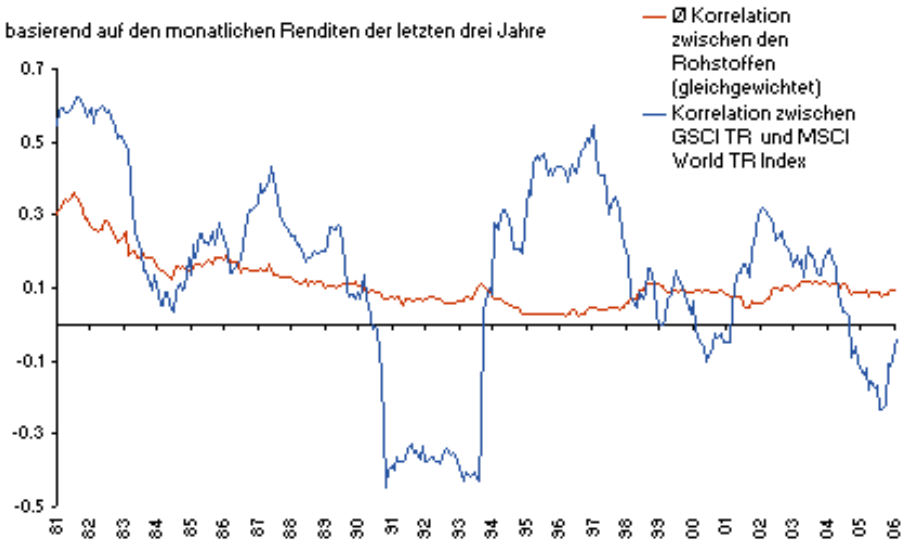
aus Rohstoffpreisen (und nur ca. 3–4 Prozent aus Energiepreisen) berechnet werden. Ein Grossteil der Inflationsrate wird somit durch Servicepreise getrieben.

**Der Rohstoffhandel**

Abgesehen von den Edelmetallen, welche auch an den Spotmärkten gehandelt werden, führt bei den meisten Rohstoffen der Weg zur Investition stets über die Terminbörse. Da viele Basiswerte verderblich sind oder aufgrund fehlender Lagerkapazitäten nicht auf Vorrat gekauft werden können, erfolgt der Handel vorwiegend in Rohstoff-Futures. Die bekanntesten Handelsplätze sind das Chicago Board of Trade (CBOT), das New York Board of Trade (NYBOT), die London Metal Exchange (LME) oder die Intercontinental Exchange (ICE) in London. Produzenten von Metallen und Agrargütern nutzen diese Börsen, um sich gegen Preisschwankungen abzusichern. Darüber hinaus agieren an diesen Märkten Spe-

*Rollierende Korrelationen*

basierend auf den monatlichen Renditen der letzten drei Jahre



Grafik: CYD Research

kulanten, die an fallenden oder steigenden Notierungen verdienen wollen.

**Die Investition in Rohstoffe mittels Futures-Kontrakten**

Hinter einem Futures-Geschäft verbirgt sich ein Termingeschäft. Der Käufer eines Futures-Kontrakts verpflichtet sich, für eine bestimmte Menge eines Rohstoffs an einem bestimmten Termin einen klar festgelegten Preis zu zahlen. Im Gegensatz hierzu verpflichtet sich der Verkäufer, eine bestimmte Menge

des Rohstoffs zu den besagten Konditionen zu liefern. Die Kontrakte selbst sind standardisiert.

Jeder Futures-Kontrakt besitzt eine beschränkte Laufzeit, da es einen festen Liefertermin gibt. Will man langfristig in Rohstoffe investieren, aber eine physische Anlieferung der Rohstoffe vermeiden, müssen die Futures rechtzeitig vor der Fälligkeit verkauft werden. Um weiterhin in diesem Rohstoff investiert zu bleiben, muss gleichzeitig beim Verkauf ein neuer Future mit einer längeren Laufzeit erworben werden. In periodischen Abständen wird deshalb der kurz vor Fälligkeit stehende Kontrakt verkauft (geschlossen) und ein Kontrakt mit nächst längerer Laufzeit gekauft (geöffnet). Dieser Vorgang wird als «Rollen» bezeichnet.

**Contango oder Backwardation**

Gewöhnlich unterscheiden sich die Preise der Futures mit verschiedenen Laufzeiten (Term structure). Sind die Kontrakte mit späterem Verfall teurer, spricht man von einem Contango. In einer solchen Situation befinden sich in der Regel die Agrarprodukte. Aber auch Energiewerte wie bspw. Rohöl, die im historischen Vergleich öfter einen Backwardation vorzuweisen hatten, befinden sich aktuell in einer Contango-Situation. ➤



*«Die Gesamtrendite bei einer Investition in Rohstoffe besteht aus der Veränderung des Spotpreises und der Rollrendite.»*

Das Gegenstück zum Contango ist die Backwardation. Hier verbilligen sich die Futures mit längeren Laufzeiten. In einer solchen Situation befinden sich oft die Industriemetalle.

Eine Analogie findet sich bei der Zinskurve: So haben die Anleihen mit einer langen Laufzeit eine tendenziell höhere Rendite, was einer Situation von Backwardation entspricht.

#### **Der Einfluss der Rolleffekte auf die Rendite**

Da bei der Backwardation der neue Kontrakt billiger als der vorhergehende ist, muss man als Investor weniger Geld für den neuen Kontrakt ausgeben, als man gerade durch den Verkauf realisiert hat: Die Rollrendite ist positiv und der Investor erzielt einen Rollgewinn. Umgekehrt in der Situation vom Contango, wenn der länger laufende Kontrakt teurer als der vorhergehende ist, entsteht eine negative Rollrendite. Bei gleich bleibender Term structure hat der Investor – ohne dass der Spot-Preis des Rohstoffs selbst steigt – bei der Situation von Backwardation alleine durch seine Rollerträge eine positive Rendite erzielt. Bei Contango hingegen erleidet er systematische Verluste.

Die Gesamtrendite bei einer Investition in Rohstoffe besteht somit aus der Veränderung des Spotpreises und der Rollrendite. Gemäss Berechnungen von CYD Research lassen sich die Renditen bei Rohstoffinvestitionen von 1986 bis 2006 zu 55 Prozent über die Rollrendite erklären und zu weniger als 45 Prozent durch steigende Spotpreise. So waren bspw. die Renditen der Agrar-Rohstoffe zu über 67 Prozent und die Renditen von Energierohstoffen zu fast 40 Prozent von der Rollrendite getrieben.



#### **Kein «Free Lunch»**

Ein weiteres Beispiel, dass der Einfluss des Rollens der Kontrakte und der Formation der Forward-Kurve auf die Wertentwicklung einer Rohstoffinvestition nicht vernachlässigt werden darf, zeigt einer der grössten Verluste der Geschichte des Derivatehandels. So wurde Anfang der Neunzigerjahre die gar nicht so ausgeprägte Contango-Phase im Ölmarkt der amerikanischen Tochter der Metallgesellschaft, MGRM, zum Verhängnis (vgl. auch Interview). Diese hatte langfristige Öllieferungen verkauft und diese mit einer gerollten kurzfristi-

gen Position abgesichert. Für MGRM, die mehrere Milliarden Dollar nachschliessen musste, bedeutete dies den Konkurs, und auch die Muttergesellschaft entging dem Konkurs nur knapp.

#### **Ausnutzung mittels Handelsstrategien**

CYD-Research entwickelte drei Indizes mit Zertifikaten von ABN Amro:

##### **1. CYD LongOnly Commodity Index:**

Bei diesem Zertifikat wird nur in diejenigen Rohstoffe investiert, bei welchen eine Backwardation-Situation vorherrscht, so dass positive Rollerträge generiert ►

werden können. Der Investor betätigt sich hier gewissermassen als Versicherer und kassiert die Versicherungsprämie. Gleichzeitig partizipiert er auch an der Spotpreisentwicklung dieser Rohstoffe. Das Zertifikat gibt es in drei Ausführungen: Die CHF-Version (ISIN CH0027413977), die USD-Version (ISIN CH0027413969) und die CHF-Quanto-Version (ISIN CH0027747234).

**2. CYD LongShort Commodity Index:**

Hier werden Futures in Backwardation gekauft und in Contango verkauft. Der Gewinn ist hier wie bei 1. die Versicherungsprämie. Auch hier gibt es drei Ausführungen: CHF-Version (ISIN CH0027414116), USD-Version (ISIN CH0027414074) und CHF-Quanto-Version (ISIN CH0027747267).

**3. MarktNeutral Plus Index:**

Hier wird im jeweiligen Rohstoff gleichzeitig eine Long- und eine Short-Position in Futures mit unterschiedlichen Fälligkeiten und Preisen eingegangen, um eine vom Spotpreis unabhängige Performance zu erwirtschaften. Dabei wird mit den Rollterminen der GSCI arbitragiert (da immer an bestimmten Tagen die Kontrakte gerollt werden). Der Investor bringt also Liquidität an den Markt und erhält dafür



die Liquiditätsprämie. Bei diesem Zertifikat werden zwei Versionen angeboten: CHF-Version (ISIN CH0027413928) und USD-Version (ISIN CH0027413878).

Um in den jeweiligen CYD-Rohstoff-Index aufgenommen zu werden, müssen die Rohstofffutures an einer anerkannten Börse gehandelt werden. Das jährliche Handelsvolumen muss bei mindestens 5 Milliarden US-Dollar liegen und die tägliche Mindestliquidität je Kontrakt muss höher als 20 Millionen US-Dollar sein.

Alle drei Zertifikate sind open-end. Beim neutralen Index wird eine Managementgebühr von 1,75 Prozent p.a. verrechnet. Bei den anderen beiden Zertifikaten liegt die jährliche Managementgebühr bei 1,60 Prozent. Diese Gebühren scheinen insbesondere im Vergleich zu denjenigen von Hedge-Fonds vertretbar, da damit eine relativ kostengünstige Möglichkeit für eine innovative Handelsstrategie geboten wird.

Anzeige

Intelligent und aktuell in Rohstoffe investieren

**Dynamic VONCERT «Global Commodities»**

+41 (0)58 283 78 88 oder www.derinet.ch

<b>Basiswert</b>	<b>Dynamic VONCERT «Global Commodities»</b>	<b>Aktuelle Zusammensetzung des Baskets</b>
<b>Geld / Brief</b>	«Global Commodities» Basket	<b>Rohstoffe</b>
<b>Ratio</b>	USD 102.50 / USD 104.00	<b>Gewichtung in %</b>
<b>Basispreis am Fixierungstag</b>	1 VONCERT entspricht 1 «Global Commodities» Basket	Aluminium
<b>Rückzahlung</b>	USD 100.00	Kupfer
<b>Vierteljährliches Basket-Rebalancing</b>	25-02-11	Nickel
<b>Basket-Rebalancing</b>	Jeweils am 3. Freitag im Februar, Mai, August und November (erstmalig am 19. Mai 2006)	Zink
<b>Valorenummer / ISIN</b>	An den Rebalancing-Daten wird die Gewichtung der Rohstoffe bestimmt. Jeder einzelne Rohstoff muss dabei mit mindestens 0.5% und darf höchstens mit 33.3% des Basketwertes vertreten sein.	Crude Oil
<b>Telekurs Symbol</b>	242 7579 / CH0024275791	Natural Gas
	VZGLC	Gold
		Palladium
		Platin
		Silber

Bank Vontobel AG, Bahnhofstrasse 3, CH-8022 Zürich, Derivative Products, Telefon +41 (0)58 283 78 88, Telefax +41 (0)58 283 57 67  
 Banque Vontobel Genève SA, Place de l'Université 6, CH-1205 Genf, Produits dérivés, Telefon +41 (0)22 809 91 91, Telefax, +41 (0)22 809 90 99  
 Reuters: VTWTS, Telekurs: 85,JVC, www.derinet.ch





## INTERVIEW MIT HEINZ ZIMMERMANN

Ordinarius für Finanzmarkttheorie und Dekan des  
Wirtschaftswissenschaftlichen Zentrums (WWZ)  
der Universität Basel.

INTERVIEW: MARTIN SIGNER

**payoff:** Warum soll man in das ABN-Amro-Zertifikat investieren und nicht direkt in die entsprechenden Firmen oder einen ETF?

**Heinz Zimmermann:** Natürlich schliesst sich das nicht aus. Mit dem Zertifikat will man eine diversifizierte Anlage ermöglichen, die insbesondere für den Retailinvestor mit relativ geringen Kosten verbunden ist. Dies schliesst natürlich überhaupt nicht aus, dass man einzelne Rohstoffe kauft oder eine Aktie von einer Firma mit den jeweiligen spezifischen Risiken erwirbt. Das Derivat entspricht mehr einer Kerninvestition. Ein ETF ist natürlich durchaus eine Alternative, über welche wir in der nächsten Zeit nachdenken werden.

**Warum existiert bei relativ effizienten Märkten die Möglichkeit, sich mit der Investitionsstrategie vom ABN-Amro-Zertifikat bei höherer Rendite**

**besser zu diversifizieren? Dies würde ja ökonomisch gesehen einem «Free Lunch» entsprechen.**

Man muss beachten, dass Diversifikation bei Rohstoffen eine etwas andere Bedeutung hat als bei einem Aktienportfolio. Bei einem Aktienportfolio stellt ein kapitalisierungsgewichteter Index natürlicherweise die bestdiversifizierte Anlage dar, weil die Anteile proportional zu den ausstehenden Anteilen gehalten werden.

Bei einem Commodity-Investment ist dies nicht gleichermassen möglich, da unklar ist, wie die natürliche Gewichtung der einzelnen Rohstoffe sein soll. Wir sagen bei unserem Index nichts über die korrekte Gewichtung der einzelnen Rohstoffe, sondern: Bei einer Marktsituation von Backwardation sollte man eine positive und bei einer von Contango eine negative Gewichtung haben. Es geht darum, dass wir eine an-

dere Anlagephilosophie als in den bestehenden Rohstoffindizes ausschöpfen, um möglicherweise auf ein effizienteres Portfolio zu kommen. Aber wir werden nie die gleiche Gewissheit haben, ob wir ein effizientes Portfolio haben, wie dies bei einem Aktienportfolio der Fall wäre. Aus der Struktur der Zinskurve kann normalerweise auf die Inflation geschlossen werden. Können bei Rohstoffen analoge Schlüsse gezogen werden? Ich kann mir diesen Zusammenhang durchaus vorstellen, aber die Frage ist in der Literatur noch nicht geklärt. Ungewiss sind insbesondere die monetären Effekte: Während bei den Zinsen die Auswirkungen der Geldpolitik relativ klar sind, kann über diese Effekte bei Commodities wenig ausgesagt werden. Zudem spielen hier weitere Faktoren wie etwa der Absicherungsdruck von Produzenten und Konsumenten eine Rolle, so dass es schwierig ist, die

«Eine Abhängigkeit der Realzinsen im Bezug auf die Rohstoffpreisentwicklung ist durchaus vorstellbar. Dabei wäre es gut möglich, dass die Commodities eine Leadfunktion für die Zinsen haben.»

monetären Effekte zu isolieren. Dies scheint mir aber eine interessante Frage für die Forschung zu sein.

**Kann der Trend zu Investitionen in Commodities die Strukturkurve verändern? Kann hier ein Rohstoff von Contango zu Backwardation oder umgekehrt ändern?**

Ich kann mir schon vorstellen, dass es einen Punkt geben kann, wo dies die Preisbildung beeinflusst. Dies hatte schon der Fall der Metallgesellschaft gezeigt, wo das geänderte Absicherungsverhalten der Gesellschaft Veränderungen bei der Preisstrukturkurve von Rohöl auslöste. Falls sich durch eine Störung das Absicherungsverhalten von einem bedeutenden Marktteilnehmer verändert, kann dies durchaus die Bewertung der Kontrakte beeinflussen.

Bei den Instrumenten in unserem Index gehe ich allerdings nicht davon aus,

dass dies grosse Auswirkungen haben kann, da relativ strikte Liquiditätskriterien angewandt wurden.

**Gibt es durch die Verluste, welche Hedge-Fonds in den letzten Monaten auf Heizöl erlitten haben, einen Einfluss auf die Preise?**

In diesem konkreten Fall hatte dies keine Auswirkungen auf die Bewertung der entsprechenden Instrumente am Markt. Aber es ist natürlich nicht auszuschliessen, dass, wenn ein grosser Marktteilnehmer Probleme mit der Absicherung von Risikopositionen bekommt, dies die Bewertung für eine kurzfristige Periode beeinflusst. In der langen Frist jedoch erfahrungsgemäss nicht – hier spielen die fundamentalen Bewertungsfaktoren sehr gut.

**Die Commodity Yield entsprechen ökonomisch einer Realooption. Der Käufer des Zertifikats scheint folglich der Schreiber bzw. Stillhalter dieser zu sein. Welche Risiken geht er damit ein?**

Das ist richtig, wobei bei einer Stillhalteroption der Schreiber meistens die zugrunde liegende Aktie besitzt. Im Falle der Rohstoffe ist es hingegen üblich, dass sich Investoren rein am Preisrisiko beteiligen, ohne den Rohstoff als solchen zu besitzen.

**Kann über die Rohstoffentwicklung eigentlich die Zinsentwicklung vorausgesagt werden?**

### Persönlich

**Heinz Zimmermann** ist Ordinarius für Finanzmarkttheorie und Dekan des Wirtschaftswissenschaftlichen Zentrums (WWZ) der Universität Basel. Bis 2001 lehrte er Finanzmarkttheorie an der Universität St. Gallen (HSG) und leitete dort das Schweizerische Institut für Banken und Finanzen (sbf).

Bisher wurde dies noch kaum je empirisch untersucht. Ich könnte mir jedoch eine starke Abhängigkeit über die Realzinsen vorstellen. Dabei wäre es gut möglich, dass die Commodities eine Leadfunktion für die Zinsen haben.

**Sie waren schon bei einigen Zertifikatmissionen beteiligt. Dabei kooperierten Sie mit verschiedenen Emittenten. Welche Innovationen können in Zukunft erwartet werden?**

Als sehr innovativ betrachte ich die Private-Equity-Zertifikate auf unseren Listed Private Equity Index (LPX). Mit Sarasin haben wir ein Zertifikat auf eine Momentumstrategie am schweizerischen Aktienmarkt herausgegeben (Dynamix). Dieses Produkt wurde in der Kategorie «Product of the Year» mit einem Swiss Derivative Award ausgezeichnet.

Anzeige

## vollständig informiert?



### Termsheet-Service

Alle Infos zu den einzelnen Anlageprodukten.  
Kostenlos auf Warrants.ch als PDF-Download.  
([www.warrants.ch](http://www.warrants.ch))

dp warrants.ch  
derivativepartners