

Rohstoffe bieten sich für aktives Investieren an

Rohstoffe in Contango bringen in passiven Anlagen Verluste – Breiteres Angebot – Diversifikation über Rohstoffe angezeigt

Von Rainer A. Rueppel und Aamer Zahid

Das Investieren in Rohstoffe (Commodities) ist in letzter Zeit regelrecht in Mode gekommen. Die Gründe sind vielfältig. Zum einen befinden wir uns in einem sogenannten Commodity-Superzyklus, getrieben durch die rasch wachsende Nachfrage aus Schwellenländern wie Indien und China, vor allem aber auch aus grossen Industrienationen wie den USA. Zum anderen sind die Ressourcen knapp. Für Investoren haben Commodities den Vorteil, dass sie als Absicherung gegen Inflation, Währungsrisiken und politische Risiken dienen können. Weiter besitzen Rohstoffe dank ihrer historischen negativen Korrelation zu Aktien und Obligationen einen positiven Diversifikationseffekt.

Nach Jahren der Nichtbeachtung sind Commodities heutzutage als separate Anlageklasse akzeptiert, die in keinem Portfolio fehlen sollte. Nach den dramatischen Korrekturen der vergangenen Monate ist aber auch klar, dass der Commodity-Superzyklus keine Einbahnstrasse ist und Rückschläge erwartet werden müssen. Erdöl mag hier als Beispiel dienen. Der Preis ist innerhalb von zwei Monaten um mehr als 25% gefallen. Wie also lässt sich optimal in Commodities investieren?



Probleme der Index-Tracker

Die Futures-Märkte für Rohstoffe sind wegen des Absicherungsbedürfnisses der Produzenten entstanden. Da Investoren typischerweise kein Interesse daran haben, Rohstoffe physisch zu halten, engagieren sie sich stattdessen passiv über Indexprodukte. Gegenwärtig sind etwa 200 Mrd. \$ in Commodities investiert, ein Grossteil davon über passive Index-Tracker. Solche Produkte haben jedoch einige gewichtige Nachteile.

Typischerweise werden diese Gelder in einmonatigen Futures-Kontrakten angelegt und kurz vor dem Verfall in den nachfolgenden Einmonatskontrakt investiert (gerollt). Wenn die Futures-Kurve nach oben zeigt – in diesem Zusammenhang heisst es, der Rohstoff ist in Contango –, fällt bei dieser Art des Investierens ein negativer Roll yield (negative Rendite) an. Ein Beispiel für eine Contango-Situation ist Erdöl (vgl. Chart). Die Futures-Kurve von Crude oil (Rohöl) vom 20. Oktober 2006 zeigt, dass der Dezember-Rohölkontrakt zu diesem Zeitpunkt um mehr als 2.50 \$ teurer war als der Novemberkontrakt. Das entspricht einem Roll yield von -4,2%. Wenn im Gegensatz dazu die Futures-Kurve nach unten zeigt – der Rohstoff befindet sich also in Backwarda-

tion –, dann resultiert ein positiver Roll yield. In seinem Buch «Treatise on Money» aus dem Jahr 1930 argumentiert der englische Ökonom John Maynard Keynes, dass Backwardation keine abnormale Marktsituation darstellt, sondern von der Tatsache herrührt, dass sich Warenproduzenten eher gegen ihr Preisrisiko absichern wollen als potenzielle Kunden. Der akademische Streit über diese Frage dauert bis heute an.

Der passiv investierte Anleger erhält vom Index-Tracking eine Mischung aus Spot-Return und Roll yield, wobei der Roll yield bis zu 50% der Performance ausmachen kann. Wenn sich Rohstoffe in Contango befinden, müssen sich in Indexprodukten engagierte Investoren damit abfinden, dass ihr Ertrag weit hinter den Indizes zurückbleiben (wie dieses Jahr gut festzustellen war). Ein weiterer Nachteil ist, dass sich die bekannten Rohstoffindizes wie Dow Jones AIG, Rogers, GSCI, CRB und andere deutlich in ihrer Zusammensetzung und ihrer Berechnungsmethodik unterscheiden. Das führt zu unterschiedlichen Risiko-Rendite-Profilen. Die Mehrheit der Indizes ist zudem energielastig und somit in sich schlecht diversifiziert. Zu guter Letzt sind sich Experten noch nicht einmal einig, ob das Investieren in

Rohstoffe mit einer Risikoprämie abgegolten wird. Verschiedene Studien sind hierbei zu unterschiedlichen Resultaten gekommen. Es bleibt festzuhalten, dass jeder Rohstoff seine eigene Charakteristik hat und dass passiv investierte Anleger in Rohstoffindizes Phasen schlechter Wertentwicklung in Kauf nehmen müssen.

Das muss aber nicht sein. Dazu bedarf es jedoch einer Umorientierung weg von den passiv gemanagten Anlagen in traditionellen Commodities. Es bietet sich stattdessen an, in ein gut diversifiziertes Portfolio aus möglichst aktiv verwalteten

Kostbares Wasser

Der kürzlich erschienene World Water Development Report der Uno enthält alarmierende Fakten und Erkenntnisse. 2,6 Mrd. Menschen haben keinen Zugang zu sauberem Trinkwasser oder adäquaten Abwassersystemen. 2 Mio. Tonnen Abfall werden weltweit jeden Tag ins Wasser entsorgt. Neue Schätzungen besagen, dass der Klimawandel (etwa durch Flutkatastrophen, Dürren, Bergstürze) eine zusätzliche Verknappung der weltweiten Wasserreserven um 20% verursachen wird. In den Entwicklungsländern soll sich der Wasserbedarf für die private und die industrielle Nutzung in den nächsten zwanzig Jahren fast verdreifachen. In den Industrieländern muss ein Grossteil der Wasserinfrastruktur ersetzt werden. Die US-Behörden schätzen, dass der Investitionsbedarf in Amerika über die nächsten zwanzig Jahre allein für die Instandhaltung der Wasserinfrastruktur 274 Mrd. \$ beträgt. Wenn Neu- und Ausbaubedarf addiert werden, steigt die Schätzung auf annähernd 1 Bio. \$. Nur die Verteidigungsausgaben und die Sozialversicherung sind im US-Budget noch grössere Posten. Diese Zahlen verdeutlichen, dass die Bedeutung von Wasser als Rohstoff noch weit unterschätzt wird. RR

traditionellen und neuen, alternativen Rohstoffklassen zu investieren. Denn Commodities-Märkte sind prädestiniert für aktives Management. Sie sind volatil, sie zeichnen sich durch Ineffizienzen aus und haben bekannte Ertragsquellen. Aktive Rohstoffmanager haben eine grosse Auswahl von Strategien, um in Commodities-Märkten zu profitieren (vgl. Grafik).

Chancen nutzen

Aktive Investoren haben mehr Möglichkeiten, Gewinn zu erwirtschaften. So können aktive Long-Strategien in Futures von der Indexgewichtung abweichen und versuchen, den Roll yield zu optimieren (Enhanced indexing). Aktive Long-Strategien in Rohstoffaktien können durch die Bewirtschaftung von Portfolios kotierter oder auch privat gehaltener Rohstoffunternehmen Mehrwert schaffen.

Aktive Long-short-Strategien verfügen über einen noch grösseren Spielraum. Sie können auf fallende genauso wie auf steigende Märkte setzen, systematische oder diskretionäre Strategien einsetzen, reine Commodity-trading-Strategien anwenden oder auch in Rohstoffaktien long oder short gehen. Beispiele für aktive Relative-value-Strategien sind das Ausnutzen von Preisdifferenzen zwischen Rohstoffen in verschiedenen Verarbeitungsstufen (z. B. Erdöl gegenüber Benzin), bei typischen saisonalen Fluktuationen (z. B. Agrarrohstoffe vor und nach der Erntezeit), bei Lager- und/oder Transportkosten (z. B. Flüssiggas vor und nach dem Transport zum Kunden) und durch das Überschiessen der Preise in Krisenzeiten (die so genannte Angstprämie).

Eine grosse Anzahl attraktiver Investitionsmöglichkeiten gibt es ausserhalb der traditionellen Futures-Märkte, in so genannten alternativen Commodities. Damit sind vor allem Rohstoffe im Bereich alternativer Energien (z. B. Solar- und Windenergie oder Biotreibstoffe) gemeint,

aber auch Wasserversorgung, CO₂ und Elektrizität (vgl. Tabelle). Wasser ist der wohl wertvollste Rohstoff der Welt (vgl. Box), trotzdem gibt es dafür keinen gehandelten Futures-Kontrakt. Unzählige Geschäfts- und Anlagechancen bieten sich im Zusammenhang mit der Wasserschliessung und -versorgung. Aus unserer Sicht werden verschiedene Trends die zukünftige Entwicklung beeinflussen: Alternative, erneuerbare Energien befinden sich momentan an einem Wendepunkt, sowohl was den relativen Preis als auch was die Akzeptanz betrifft. Letztere steigt aus ökologischen wie auch aus geopolitischen und wirtschaftlichen Gründen, sprich wegen des Strebens nach Unabhängigkeit von erdöl- und gasfördernden Ländern.

Potenzial durch Substitution

Die Entwicklung hat erst begonnen. Der Transportsektor, der am meisten von Erdöl abhängt, wird am stärksten von Substitutionseffekten betroffen sein. Die Fortschritte im Bereich Hybridmotoren und Biotreibstoffe beispielsweise sind erst der Beginn einer radikalen Transformation hin zu neuen Treibstoffen wie Ethanol, Biodiesel oder Wasserstoff und zu neuen Transporttechnologien. Auch ist es angesichts des riesigen Pools an gut ausgebildeten Arbeitskräften nicht unwahrscheinlich, dass China und Indien im Umgang mit alternativen Energien nicht nur als Konsumenten, sondern auch als technologische Vorreiter und innovative Produzenten den westlichen Industrienationen in Zukunft den Rang ablaufen.

Viele Argumente sprechen für aktives Management von Rohstoffanlagen. Der jüngst verzeichnete Abschwung an den Rohstoffmärkten unterstreicht dies noch. Passives Investieren ist sicher nicht optimal für ein Engagement in Rohstoffen. Auch wenn wir uns wahrscheinlich erst am Anfang einer Erholung von einem historischen Tief befinden und somit langfristig noch einiges Potenzial zu erwarten ist, hat das laufende Jahr augenfällig gezeigt, dass kurzfristige Marktbewegungen, getrieben durch spekulative Anleger und politische Ereignisse, sehr heftig ausfallen können. Es lohnt sich deshalb, dieser Volatilität mit einem aktiven Anlagestil zu begegnen, statt sie passiv mitzumachen. Es werden sich in Märkten mit alternativen Commodities enorm viele Anlagemöglichkeiten ergeben. Allerdings wird der Investor diese Entwicklungen intensiv beobachten müssen, um das entsprechende Risiko und das Renditepotenzial richtig beurteilen zu können.

Aktive Long-short-Strategien decken sowohl das Bedürfnis nach aktivem Management als auch das nach einem möglichst breiten Spektrum an Rohstoffklassen ab. Die guten Long-short-Manager sind allerdings schwer zu finden und unter Umständen für neue Investoren schon geschlossen. Viele von ihnen fokussieren sich auf kleine, sehr spezifische Nischen und werden darum nicht in den einschlägigen Datenbanken geführt. Wer also ein möglichst gut diversifiziertes Portfolio an aktiven Managern in den jeweils attraktivsten Rohstoffmärkten halten möchte, ohne selbst über den Zugang und die Ressourcen für gründliche Hedge-fund-Auswahl, Due diligence und Risikoüberwachung zu verfügen, sollte sich ein Engagement in spezialisierte Rohstoff-Funds-of-hedge-funds oder ähnliche aktive und diversifizierte Anlagen überlegen.

Dr. Rainer A. Rueppel ist Mitbegründer und CEO und Aamer Zahid ist Senior Portfolio Manager von ISPartners Investment Solutions

Impressum

Sonderbeilage «Hedge funds» zur Ausgabe Nr. 88 der «Finanz und Wirtschaft» vom 8. November 2006

Verantwortlich für diese Beilage: Clifford Padevit

Verleger: Hans-Heinrich Coninx

Leitung Redaktion: Peter Schuppli

Leitung Verlag: Martin Coninx

Anzeigenverkauf: Rosemarie Bisang und Ruedi Minger

Produktion und Layout: Liliana Ochs

Anzeige

Analysen im Abonnement.



Finanz und Wirtschaft
Abo-Service, Tel. 044 404 65 55
abo-zeitungen@tamedia.ch

Ohne geht's nicht.

Vom passiven zum aktiven Investieren

Passive Indexing	Rohstoff Futures und ETF Rohstoff Index Trackers und Zertifikate
Active Long	Enhanced-indexing-Produkte Rohstoff Aktienfonds Private equity
Active Long-Short	CTA (Commodity Trading Advisors) Rohstoffaktien Long-short Relative-value-Strategien Diversifizierter Rohstoff Fund of hedge funds

Quelle: ISPartners / Grafik: F&W/IC

Es tut sich eine neue Welt auf

Alternative, innovative Rohstoffmärkte	
Alternative Energie:	Biotreibstoffe, Sonnen- und Windenergie, geothermische Wärme
Anderer:	Wasser, Elektrizität, CO ₂
Traditionelle, entwickelte Rohstoffmärkte	
Getreide:	Weizen, Mais, Sojabohnen, Sonnenblumen
Soft commodities:	Kaffee, Zucker, Kakao, Orangensaft, Baumwolle
Energie:	Erdöl (Light Crude, Brent Crude, Heizöl), Benzin, Erdgas
Industrielle:	Aluminium, Nickel, Kupfer
Edelmetalle:	Silber, Gold, Platin
Vieh:	Rinder, Schweine, Schweinebäuche

Quelle: ISPartners

