

Die verschiedenen Renditequellen direkter Rohstoffanlagen

Einfache und effiziente Indexstrategien bei teilweise breiter Streuung der Spot-Renditen

Die Rendite von Rohstoffanlagen setzt sich aus Spot-, Roll- und Collateral-Rendite zusammen. Bei Investments sollten Anleger daher auf die Terminkurve achten, bei Indexstrategien gibt es zudem einige Besonderheiten.

David-Michael Lincke, Marc Schmidt

Anders als Aktien und Anleihen, welche Renditen durch Kapitalgewinne und durch Dividenden bzw. über Coupons abwerfen, generieren Rohware-Futures keine periodischen Geldflüsse. Für ein besseres Verständnis der Erträge aus einer Direktanlage in Rohstoffe über Futures ist es daher nützlich, die Gesamrendite in ihre Komponenten Spot-Rendite, Roll-Rendite sowie Collateral-Rendite zu zerlegen und diese anschliessend isoliert zu betrachten.

Spot- und Roll-Rendite

Die Spot-Rendite ergibt sich aus der Preisentwicklung der gehaltenen Rohstoff-Futures. Die Markterwartung in Bezug auf den künftigen Spot-Preis zum Verfallszeitpunkt, adjustiert um eine (nicht direkt beobachtbare) Risikoprämie, ist in Futures-Preisen zu jedem Zeitpunkt enthalten. Aus der Sicht kommerzieller Marktteilnehmer, deren Motivation darin liegt, ihre künftige Produktion oder ihren Konsumbedarf abzusichern, stellt die Risikoprämie eine Versicherungsprämie dar. Für den Finanzinvestor wirkt sie als Anreiz für ein Engagement und entschädigt ihn für

das eingegangene Risiko. – Ein weiterer Beitrag zur Gesamrendite einer Rohstoffstrategie, die Roll-Rendite, ergibt sich dadurch, dass Futures-Kontrakte eine begrenzte Laufzeit aufweisen. Vor dem Verfall müssen Positionen deshalb in nachfolgende Kontrakte getauscht werden. Dieser Vorgang wird als Rollen bezeichnet, die dabei resultierenden Gewinne oder Verluste als Roll-Rendite. Reiht man die Preise der Futures-Kontrakte entsprechend ihrem Verfallstermin aneinander, entsteht die Terminkurve. Eine steigende Terminkurve – also eine Situation, in welcher längerfristige Kontrakte zu höheren Preisen als kurzfristige gehandelt werden – wird als Contango bezeichnet.

Bei einer fallenden Kurve spricht man dagegen von Backwardation. Wird eine Position aus einem verfallenden Kontrakt in einen nachfolgenden Kontrakt verschoben, so wird über die verbleibende Laufzeit des neuen Kontraktes ein Roll-Gewinn realisiert, sofern der neue Kontrakt zu einem tieferen Preis gekauft werden konnte, als der alte veräussert wurde (Backwardation). Umgekehrt ergibt sich in einer Contango-Situation ein Roll-Verlust.

Um zu verstehen, welche Faktoren die Terminkurve eines Rohstoffs beeinflussen, ist eine nähere Beschäftigung mit der Beziehung zwischen Spot- und Forward-Preisen erforderlich. Der Halter eines Futures-Kontraktes ist ähnlich wie ein Besitzer des physischen Rohstoffs der Spot-Preis-Entwicklung ausgesetzt, trägt im Gegensatz zu diesem jedoch keine Finanzierungs- und Lagerkosten. Anders als der Eigner des physischen Rohstoffs kann er aber auch

nicht vom Vorteil der sofortigen Verfügbarkeit des Rohstoffs (z. B. als Eingangsmaterial in einem Produktionsprozess) profitieren. Der Wert letzterer Eigenschaft, welcher durch einen Finanzinvestor nicht direkt realisiert werden kann, wird als sogenannte Convenience-Rendite bezeichnet.

Contango und Backwardation

Ein fairer Wert für den Forward- bzw. Futures-Preis ergibt sich damit aus dem Spot-Preis, adjustiert um die Addition der Finanzierungs- und Lagerkosten sowie die Subtraktion des Convenience-Yield. Es lässt sich zeigen, dass die Convenience-Rendite mit abnehmenden Lagerbeständen und bei Angebotsverknappung zunimmt. Rohstoffe, welche nicht oder nur begrenzt lagerfähig sind oder die laufend konsumiert werden (z. B. Erdöl), weisen damit in der Regel hohe Convenience-Yield auf. Erreicht diese ein Niveau, auf welchem sie Finanzierungs- und Lagerkosten überkompensiert, kommt der Forward-Preis unter den Spot-Preis zu liegen, und es resultiert eine Terminkurve in Backwardation.

Ein Futures-Markt in Backwardation deutet damit auf eine angespannte Angebots- oder Nachfragesituation auf dem Spot-Markt hin. Das umgekehrte Szenario impliziert eine steigende Terminkurve mit negativer Roll-Rendite, wie sie etwa typisch für landwirtschaftliche Rohstoffe sowie Industrie- und Edelmetalle ist. Märkte in Contango geben einen Hinweis auf eine entspannte Angebotssituation und deuten bei Rohstoffen, für welche Backwardation

typisch ist, auf ein Überangebot im Spot-Markt hin.

Historisch gesehen haben sich die Terminkurven für einen Grossteil der Rohstoffe überwiegend in Contango befunden. Eine Ausnahme bildeten bis vor einigen Jahren die fossilen Energieträger, besonders Erdöl. Aus diesem Grund hat der Energiesektor in der Vergangenheit überproportional zur Performance von Rohstoffindizes beigetragen. Das Überwiegen von Contango bedeutet, dass für auf Long-Positionen beschränkte Strategien der Roll-Prozess im langfristigen Durchschnitt mit Kosten verbunden ist. Vollständig vermeiden liessen sich diese nur, indem ausschliesslich in Rohstoffe investiert würde, welche sich in Backwardation befinden, womit jedoch eine repräsentative Abbildung der Asset-Klasse nicht mehr gewährleistet wäre.

Der Roll-Prozess kann allerdings insofern optimiert werden, als statt eines statischen Roll-Kalenders dynamische Entscheidungsregeln zur Anwendung kommen. Ein Ansatz besteht darin, jeweils den Kontrakt entlang der Kurve auszuwählen, welcher den erzielbaren annualisierten Roll-Yield maximiert. Bei anderen Roll-Strategien wird versucht, den Einfluss der Terminkurve dadurch zu minimieren, dass der Futures-Bestand kontinuierlich gerollt und so die durchschnittliche Laufzeit der Anlagestrategie konstant gehalten wird.

Das Eingehen einer Futures-Position erfordert lediglich die Leistung einer relativ zum Kontraktwert geringfügigen Sicherheitseinlage (Margin) zuhanden der Clearingstelle der Terminbörse. Bei einer Rohstoffanlagestrategie ohne He-

belwirkung steht damit der grösste Teil der Mittel für Geldmarktanlagen zur Verfügung, welche eine zusätzliche Rendite, den sogenannten Collateral Yield, erwirtschaften können. Bei Rohstoffindizes wird diese Renditekomponente üblicherweise mit amerikanischen Treasury-Bills mit dreimonatiger Laufzeit modelliert. Mit risikoreicheren Instrumenten wie Unternehmensanleihen oder gar Aktien für die Anlage der freien Mittel liesse sich der Ertrag weiter steigern – ein Ansatz, der von verschiedenen Rohstofffonds auch verfolgt wird. Allerdings wird die Strategie damit zusätzlichen anlageklassefremden Risikofaktoren ausgesetzt.

Verzicht auf die Optimierung

Für einen Investor, der an einem generellen Engagement in der Anlageklasse Rohstoffe interessiert ist, ist die Investition in eine etablierte Benchmark-Index-Strategie einfach und effizient implementierbar. Dabei muss er sich allerdings bewusst sein, dass diese Strategien zwar eine möglichst umfassende Abbildung der Anlageklasse anstreben, sie dieses Ziel jedoch auf unterschiedlichen Wegen verfolgen. Deshalb weisen die Indizes divergierende Engagements in den einzelnen Rohstoffsektoren und damit auch eine breite Streuung bei den Spot-Renditen auf. Darüber hinaus verzichtet der Investor bei einem Benchmark-Engagement in der Regel auf eine Optimierung der Roll-Rendite.