

Große Unterschiede bei Rohstoffindizes



Rohstoffindizes bilden keine Märkte, sondern Handelsstrategien ab – Konzepte mit Short-Positionen liefern auch in der Finanzkrise positive Renditen

Von MARKUS NEUMANN

Für die meisten Rohstoffinvestoren endete der vermeintliche „Superzyklus“ vorerst mit einem Superflop: Wer in der jüngsten Euphorie in die klassischen Rohstoffindizes investierte, sitzt heute auf Verlusten. Deren Höhe variiert allerdings deutlich – abhängig vom jeweiligen Index. Besonders bemerkenswert sind die Performance-Unterschiede bei einer Betrachtung der vergangenen zwölf Monate. In dieser Zeit brachen die meisten Rohstoffpreise kräftig ein. Der S&P Goldman Sachs Commodity Index (GSCI), gemessen am investierten Kapital weltweit der größte Index, verlor 46,3%. Auch die etwas stabileren Enhanced-Indizes mussten kräftig Federn lassen: Das beste Ergebnis lieferte der RICI Enhanced mit einem Wertverlust von 30,4%. Am krisenresistentesten zeigte sich allerdings der CYD LongOnly Index: Mit einem Minus von 17,4% legte er die beste Performance aller Long-Only-Rohstoffindizes hin. Die enorme Diffe-

renz von gut 30% zwischen dem stärksten und dem schwächsten Index legt häufig übersehene Eigenschaften von Indexinvestitionen im Rohstoffsektor offen: Anders als Aktienindizes repräsentieren Rohstoffindizes eben nicht passiv „den“ Commodity-Markt. Denn dafür mangelt es an objektiven Kriterien.

Jede Laufzeit hat ihren eigenen Preis

Beispielsweise ist eine Gewichtung nach Marktkapitalisierung wie bei Aktien nicht möglich, weil es keinen nennenswerten Bestand gibt. Industrierohstoffe sind Verbrauchsgüter, Angebot und Nachfrage nahezu ausgeglichen. Hinzu kommt, dass Rohstoffindizes auf Terminkontrakten basieren, weil die einzelnen Komponenten wie Öl, Kupfer und Getreide physisch nicht gehalten werden können. Für Futures gibt es verschiedene Laufzeiten und für jede Laufzeit einen eigenen Preis. Aus Investitio-

nen in verschiedene Restlaufzeiten und einer unterschiedlichen Auswahl und Gewichtung einzelner Indexkomponenten resultieren letztlich die hohen Differenzen bei der Performance. Streng genommen handelt es sich bei Rohstoffindizes daher mehr um aktive Strategien als um repräsentative, passive Marktinvestments.

Beispiel GSCI. Der Index besteht zu 74% aus Energierohstoffen und steht und fällt deswegen mit der Ölpreisentwicklung, die den Energiesektor maßgeblich beeinflusst. Im CYD LongOnly Index sind alle Rohstoffe dagegen grundsätzlich gleich gewichtet. Das erhöht die Diversifikation und kann wie in der jetzigen Marktphase Verluste begrenzen. Bei boomenden Energiemärkten bleibt der Index dafür aber hinter seinen Konkurrenten zurück.

Noch entscheidender für die Performance ist die unterschiedliche Auswahl der Kom-

ponenten und Restlaufzeiten. Während der GSCI immer in 24 Rohstoffen jeweils in dem Kontrakt mit der kürzesten Restlaufzeit (Nearby-Kontrakt) investiert ist, variiert die Anzahl der Komponenten im CYD LongOnly. Denn dieser Index berücksichtigt nur Rohstoffe, deren Terminkurven in Backwardation notieren. Die gefürchteten negativen Rollrenditen beim Kontraktwechsel in Contango-Märkten werden dadurch minimiert.

Die gesamte Fristenstruktur wird ausgenutzt

Da sich in der aktuellen Marktphase fast alle Rohstoffmärkte in Contango befinden, hielt der CYD LongOnly im Januar 2009 beispielsweise nur vier von 26 möglichen Rohstoffen, die die Liquiditätsanforderungen erfüllen. Weil das maximale

die solche Indizes konstruieren und berechnen, ist die Züricher Gesellschaft CYD Research, eine Ausgründung aus der Universität Basel. Zur Indexfamilie des Unternehmens zählen auch der CYD MarketNeutral Plus und der CYD LongShort Index. Beide Indizes haben sich während der Finanzkrise bewährt: Der LongShort-Index stieg in den vergangenen zwölf Monaten um 25,5% an und der MarketNeutral Plus legte um 5,6% zu – und das bei einer Volatilität von nur 2,3%. Zum Vergleich: Selbst der CS Tremont Hedge Fund Index brach im selben Zeitraum um fast 20% ein, bei einer durchschnittlichen Wertschwankung von mehr als 10%. Während die Long-only-Rohstoffindizes wie fast alle anderen Anlageklassen im Sog der Finanzkrise von steigenden Korrelationen und Volatilitäten

Der MarketNeutral-Plus-Index ist über 14 Rohstoffe diversifiziert, in denen er jeweils eine Short-Position am kurzen und zwei Long-Positionen am langen Ende der Terminkurve hält. Auf diese Weise werden Spotmarktpreisschwankungen weitgehend neutralisiert. Das Konzept lebt von den hohen Kapitalzuflüssen in die klassischen Rohstoffindizes, die nur long in kurze Restlaufzeiten investieren und ihre Terminkontrakte regelmäßig wechseln müssen. Dieses Rollen drückt die Preise der Futures, die verkauft werden, nach unten, und die Preise der nächsten Fälligkeiten, die gekauft werden, in die Höhe. Dadurch sinkt die Rendite der kurzen im Vergleich zu den längeren Fälligkeiten und der Index erzielt auf den Long-Positionen höhere Gewinne (bzw. tiefere Verluste) als auf den Short-Positionen.

Hohe Differenzen: Rohstoffindizes im Performance-Vergleich					
		MarketNeutral+	LongShort	LongOnly	S&P GSCI
1 Jahr	Jan. 2008 bis Jan. 2009				
	Rendite p.a.	5,6%	25,5%	-17,4%	-46,3%
	Vola p.a.	2,3%	12,5%	25,2%	41,0%
	Sharpe Ratio	1,8	1,9	-0,7	-1,1
2 Jahre	Jan. 2007 bis Jan. 2009				
	Rendite p.a.	7,5%	12,3%	-0,2%	-15,6%
	Vola p.a.	2,3%	9,6%	20,0%	32,0%
	Sharpe Ratio	2,0	0,9	-0,2	-0,6
3 Jahre	Jan. 2006 bis Jan. 2009				
	Rendite p.a.	9,7%	7,1%	-1,0%	-17,9%
	Vola p.a.	2,4%	8,7%	18,1%	28,9%
	Sharpe Ratio	2,5	0,4	-0,2	-0,7
5 Jahre	Jan. 2004 bis Jan. 2009				
	Rendite p.a.	12,7%	11,0%	12,3%	-4,3%
	Vola p.a.	2,6%	8,8%	17,0%	27,1%
	Sharpe Ratio	3,6	0,9	0,5	-0,3
10 Jahre	Jan. 1999 bis Jan. 2009				
	Rendite p.a.	10,6%	10,1%	15,6%	6,8%
	Vola p.a.	3,5%	9,1%	15,6%	24,4%
	Sharpe Ratio	2,0	0,7	0,8	0,1

Quelle: Bloomberg, Stand: 23.01.2009

Gewicht einer Position 15% nicht überschreiten darf und auch die Gesamtgewichte der fünf Index-Sektoren (Energie, Getreide, Metalle, Lebewild und Fleisch, Exoten) begrenzt sind, lag die zum T-Bill-Satz verzinste Cash-Position bei 50%. In den verbleibenden Backwardation-Märkten investiert der Index jeweils in den Kontrakt mit der höchsten positiven Rollrendite. Auch dieses Ausnutzen der gesamten Fristenstruktur unterscheidet den CYD-Index und die neuen Enhanced-Indizes deutlich von den Klassikern wie dem GSCI.

Wer allerdings im vergangenen Jahr Geld mit einer Investition in einen Rohstoffindex verdienen wollte, musste auf Konzepte setzen, die auch auf Short-Positionen bauen. Einer der wenigen Anbieter,

erfasst wurden, blieben der MarketNeutral-Plus und der LongShort-Index stabil.

Das Portfolio wird jeden Monat neu strukturiert

Der LongShort-Index investiert in die 26 liquidesten Industrierohstoffe. Er hält in Contango-Märkten jeweils die Short-Position mit der höchsten Rollrendite und bei Rohstoffen in Backwardation jeweils die optimale Long-Position entlang der Fristenstruktur. Das Portfolio wird jeden Monat neu strukturiert und die gleichgewichteten Komponenten auf ihre Startgewichte zurückgesetzt (Rebalancing). Während der Rohstoffhaussse als alle Long-only-Indizes stark stiegen, drehte der LongShort-Index zeitweise sogar ins Minus. Seine Stärken entfalte er erst, als die Korrektur einsetzte.

Unter dem Strich erwirtschaftete der Index mit dieser Strategie bisher eine positive Rendite in den meisten Marktphasen. Problematisch wird es allerdings, wenn die Futurekurven von Contango in Backwardation drehen (typisch bei steigenden Rohstoffpreisen). Dann kann der Index zwischenzeitlich Verluste machen, weil die kurzen Fälligkeiten stärker rentieren als die langen. Diese Verluste gewinnt der Index wieder zurück, sobald die Terminkurven zurück in die andere Richtung drehen.

„Mit welchem Index Anleger, die sich nicht mit Absolute-Return-Renditen zufriedengeben, am besten beraten sind, hängt von der jeweiligen Marktentwicklung ab. Da richtiges Timing in der Regel Zufall ist, dürften Investoren, die über verschiedene Indexkonzepte diversifizieren, langfristig am besten fahren.“

Markus Neumann,
Finanzjournalist, Berlin