LAZARD

Hintergrund

Juni 2002

Rohstoffe als Investmentklasse

©2002. Herausgeber: Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Alte Mainzer Gasse 37, 60311 Frankfurt am Main, Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen, und keine Aussage in diesem Bericht ist als solche Garantie zu verstehen. Alle Meinungsaussagen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung von Lazard oder deren assoziierter Unternehmen dar. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder Lazard noch deren assoziierte Unternehmen übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieser Publikation oder deren Inhalt. Weder diese Veröffentlichung noch ihr Inhalt noch eine Kopie dieser Veröffentlichung darf ohne die vorherige ausdrückliche Erlaubnis von Lazard auf irgendeine Weise verändert oder an Dritte verteilt oder übermittelt werden. Mit der Annahme dieser Veröffentlichung wird die Zustimmung zur Einhaltung der o.g. Bestimmungen gegeben.

Rohstoffe als Investmentklasse

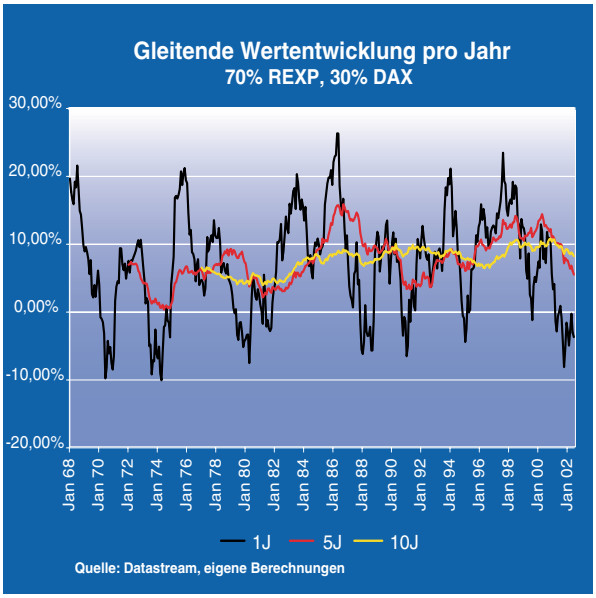
- Aus Diversifikationsgründen stellen Rohstoffe eine fast zwingende Beimischung zu traditionellen Aktien-/Rentenportfolios dar.
- Sie sind niedrig oder sogar negativ korreliert mit Aktien und Renten, und die Korrelation wird in Krisen oft noch negativer.
- Diversifikation in Rohstoffe wirkte genau dann verlustbegrenzend, wenn der Anleger Verlustbegrenzung brauchte.
- In den meisten Portfolios deutscher Anleger sind Rohstoffe kaum vertreten, dies ist außerhalb Deutschlands anders.
- Hinderlich für deutliche Rohstoffinvestments sind rechtliche Regelungen sowie die Tatsache, dass Investitionen in Rohstoffe am effizientesten über Derivative erfolgen.
- Wer Derivative scheut, kann als ersten Schritt Positionen in Aktien aufbauen, die starken Bezug zu den Rohstoffmärkten haben.

Rohstoffe als Investmentklasse

Die Baisse an den weltweiten Aktienmärkten seit Frühjahr 2000 hat bei den Kapitalanlegern Ernüchterung ausgelöst. In Phasen sehr schwacher Aktienmärkte und niedriger Anleiherenditen ist es nur wenigen Anlegern gelungen, die in der Vergangenheit für selbstverständlich gehaltene jährliche Verzinsung des eingesetzten Kapitals von 6-7% zu erreichen. Dies ist für viele Anleger sehr enttäuschend, für einige sogar existenzgefährdend, da nach dem Aufbrauchen der stillen Reserven das Eingehen von zusätzlichem Risiko gerade dann nicht möglich ist, wenn es am dringendsten erforderlich wäre. Viele Anleger sehen sich jetzt gezwungen, die langfristigen Ertragserwartungen für ihre Kapitalanlagen deutlich nach unten zu revidieren und Risikopositionen abzubauen.

Die Kapitalmarktentwicklung der letzten Jahre hat eines deutlich gemacht: Diversifikation ist der Schlüssel zum Anlageerfolg. Während der Aktienmarkt in den letzten beiden Jahren deutliche Wertverluste hinnehmen mußte, konnte der Rentenmarkt solide Erträge erzielen. In den letzten Monaten fiel insbesondere auf, dass die Korrelation zwischen den Kursen an Aktien- und Rentenmärkten in vielen Schwächephasen der Aktienmärkte überraschenderweise negativ war, was sich für die Asset Allocation in dieser Phase zwar als optimal erwies, aber langfristig nicht so bleiben dürfte. Aber selbst bei negativer Korrelation zwischen Aktien und Renten genügte die Diversifikation des Portfolios zwischen Aktien und Staatsanleihen in den letzten Jahren nicht, um das Renditeziel zu erreichen, denn in einer Niedrigzinsphase reicht der absolute Ertrag von Staatsanleihen einfach nicht aus, um ohne einen positiven Beitrag des Aktienportfolios auf die von den meisten institutionellen Investoren langfristig angestrebte Verzinsung des Kapitals zu kommen (vgl. Abbildung 1).

Abbildung 1:
Performance von Mischportfolios



Aus diesem Grund gingen die Anleger in den letzten Jahren vermehrt dazu über, in Ergänzung zu den traditionellen Anlagen (Blue Chip-) Aktien und Staatsanleihen im Rahmen ihres gesetzlichen Spielraumes auf alternative Assetklassen zu setzen, um die Diversifikation zu verbessern. Vermehrt wurde in Immobilien, Small Caps und Unternehmensanleihen incl. High Yield investiert. Auch der Anteil von Hedge Fonds, Venture Capital und Private Equity in den Portfolios von Pensionskassen und Versicherungen, aber auch bei Privatanlegern, ist in den letzten Monaten gestiegen, allerdings ausgehend von einer sehr niedrigen Basis.

Die alternativen Assetklassen haben ein gemeinsames Merkmal: Sie versprechen einen Return, der mit den klassischen Vermögensanlagen Aktien und Staatsanleihen gering oder sogar negativ korreliert ist, oder sie zielen wie die Hedge Fonds auf einen absoluten Ertrag ab, was in Zeiten fallender Aktienindizes für den Anleger besonders attraktiv erscheint. Die Anleger suchen mit den alternativen

Assetklassen also Investmentvarianten, deren Ergebnisse weitgehend unabhängig von den Ergebnissen an den Kapitalmärkten sind.[1)]

In Deutschland relativ wenig Beachtung gefunden hat über lange Jahre in diesem Zusammenhang eine weitere alternative Assetklasse, die in anderen Ländern durchaus Popularität genießt: Rohstoffe als Investmentalternative zu den klassischen Anlageformen. Wie vernachlässigt Rohstoffe als Assetklasse in Deutschland waren, zeigt z. B. die Tatsache, dass bis zum 1. Januar 1998 deutschen Banken aus rechtlichen Gründen der Handel in Rohstoffen mit Ausnahme des Handels von Edelmetallen sogar generell nicht erlaubt war. Der Wind hat aber etwas gedreht. Inzwischen umfassen die Aktivitäten der Banken eine breite Palette im Handel von Rohstoffen, allerdings schwerpunktmäßig ausgerichtet auf das Geschäft mit den Verbrauchern aus der Industrie, weniger für die Eigenanlage. In diesem Artikel wollen wir die Eigenschaften von Rohstoffen als Assetklasse vorstellen und das Für und Wider von Investments in Rohstoffen diskutieren. Dieser Artikel ist dabei als allgemeiner Überblick zu verstehen, der nicht auf alle mit dem Thema verbundenen Spezialfragen in allen Details eingehen kann.

Was ist mit der Assetklasse “Rohstoffe” gemeint?

Finanzielle Assets ziehen bei den meisten Investoren die größte Aufmerksamkeit auf sich, aber ein Großteil des Weltvermögens wird in nichtfinanziellem Vermögen gehalten. Die globale Produktion von physischen Assets beläuft sich jährlich auf eine Billion USD, und 25% des Welthandels bestehen aus Primärrohstoffen. Rohstoffpreise haben starken Einfluss auf die Weltwirtschaft, auf Inflation, Wachstum und auf die außenwirtschaftliche Situation der einzelnen Länder. Rohstoffpreise sind insbesondere ein großes Thema für die Bestimmung der relativen Wohlstandsverteilung zwischen OECD-Ländern und Entwicklungsländern.

Rohstoffe (im Englischen spricht man nicht nur von Commodities, sondern auch von Hard Assets, Real Assets oder Tangible Assets und betont so stärker die Rolle von Rohstoffen als Anlageklasse) sind generell dadurch gekennzeichnet, dass sie sozusagen einen inneren Wert und einen Gebrauchsnutzen haben, weil sie entweder in industrieller Fertigung verwendet werden oder einen Konsumnutzen haben.[2)] Unterteilt werden Rohstoffe oft in "Hard Assets" und in "Soft Assets". Zu den "Hard Assets" zählt man Produkte aus dem Bereich Energie, Edelmetalle, Industriemetalle, Holz und Schrott. "Soft Assets" sind verderbliche, konsumierbare und stärker wetterabhängige Rohstoffe aus dem landwirtschaftlichen Bereich wie Ölsaaten, Getreide, lebende Tiere, Fleisch oder Genussmittel.

Tabelle 1 gibt eine Übersicht über die Rohstoffe, die im wichtigsten deutschen Rohstoffindex, dem HWWA-Index des Wirtschaftsforschungsinstituts HWWA (Hamburgisches Weltwirtschaftsarchiv), enthalten sind. Dieser Index ist aufgebaut als umfassender Indikator für die aktuelle Preisentwicklung auf den Weltrohstoffmärkten. Der HWWA-Index findet auch bei den Analysen zur Einschätzung des mittelfristigen Inflationsausblicks von Bundesbank und EZB Berücksichtigung. International gesehen spielen andere Rohstoffindizes wie der CRB-Index des Commodity Research Bureaus, der DOW Jones-AIG Commodity Index oder der GSCI-Index (Goldman Sachs Rohstoffindex) eine größere Rolle. Auf die spezifischen Charakteristika der verschiedenen Rohstoffindizes, die für viele Analysen ganz entscheidend sein können, wollen wir in einer getrennten Publikation gesondert eingehen.

Tabelle 1:
Übersicht über die wichtigsten Rohstoffe

Gewichte von Waren und Warengruppen im HWWA-Index und im neuen HWWA-Index "Euroland"

Anteile in %		HWWA-Index		HWWA-Index "Euroland"	
HWWA-Index insgesamt		**100**	**100**	**100**	**100**
HWWA-Index, ohne Energie		**39.5**		**39.9**	
Nahrungs- und Genußmittel		***10.0***		***12.2***	
Getreide		2.1		1.9	
	Gerste		0.1		0.3
	Mais		1.1		0.5
	Reis		0.3		0.4
	Weizen		0.6		0.7
Ölsaaten, Öle		2.0		3.5	
	Sojabohnen		1.6		3.0
	Kokosöl		0.1		0.2
	Palmöl		0.1		0.2
	Sonnenblumenöl		0.1		0.1
Genussmittel, Zucker		5.9		6.8	
	Kaffee		2.5		3.7
	Kakao		0.7		1.0
	Tee		0.4		0.2
	Tabak		1.3		1.5
	Zucker		1.0		0.3
Industrierohstoffe		***29.5***		***27.7***	
Agrarische Rohstoffe		16.9		14.5	
	Baumwolle		1.2		1.7
	Wolle		1.1		1.7
	Häute		0.8		1.1
	Holz		8.6		5.1
	Kautschuk		0.9		0.8
	Zellstoff		4.3		4.0
NE-Metalle		8.9		9.0	
	Aluminium		3.8		3.2
	Blei		0.2		0.2
	Kupfer		3.0		4.1
	Nickel		0.9		1.1
	Zink		0.6		0.1
	Zinn		0.3		0.3
Eisenerz, Schrott		3.7		4.2	
	Eisenerz		3.0		3.4
	Stahlschrott		0.7		0.8
Energierohstoffe		***60.5***		***60.1***	
	Kohle		5.0		5.4
	Rohöl		55.5		54.7

Quelle: HWWA

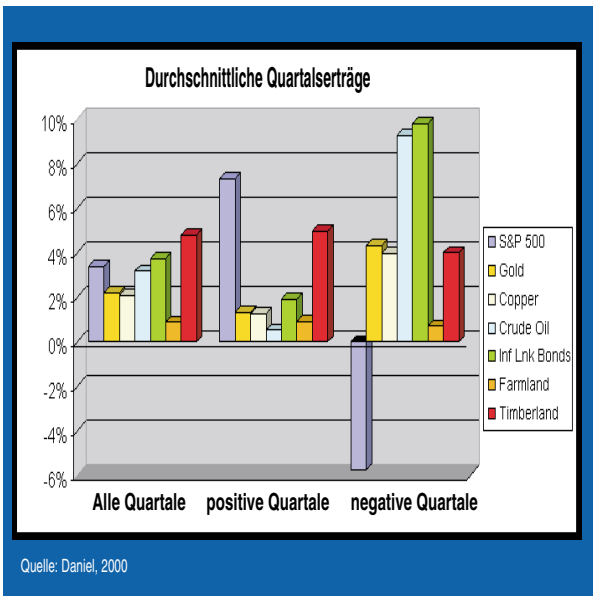
Rohstoffe stellen ein heterogenes Marktsegment dar. Die einzelnen Rohstoffklassen entwickeln sich in verschiedenen Konjunkturphasen unterschiedlich. Die einzelnen Rohstoffsegmente sind für die Situation verschiedener Wirtschaftsregionen wegen der weltwirtschaftlichen Arbeitsteilung von ganz unterschiedlicher Bedeutung und finden auch bei Marktbeobachtern in den einzelnen Regionen unterschiedlich Beachtung. So ist die Energiekomponente von ganz großer weltwirtschaftlicher Bedeutung und auch in Europa Mittelpunkt vieler Analysen, während das Segment Nahrungs- und Genussmittel bei europäischen Beobachtern wegen der wenig liberalisierten Märkte für landwirtschaftliche Produkte in Europa weniger Beachtung findet als beispielsweise in den USA.

Dies hat Konsequenzen für die Gewichtung der einzelnen Rohstoffe in den unterschiedlichen Indizes. Im (deutschen) HWWA-Index werden beispielsweise nur jene Rohstoffe einbezogen, die für die Importe der Industrieländer von Bedeutung sind, während Edelmetalle wie Gold, Silber und Platin ausgeschlossen sind, weil sie nur teilweise Rohstoffcharakter im Sinne einer Verwendung als industrieller Input haben.[3)] Der HWWA-Index ist deshalb eher als Konjunktur- und Inflationsindikator denn als Richtgröße für die Assetklasse Rohstoffe geeignet. Edelmetalle spielen dagegen in anderen (internationaleren bzw. angelsächsischer geprägten) Indizes eine prominente Rolle, die daher eher bei Asset Allocation Entscheidungen zugrunde gelegt werden.[4)]

Eigenschaften der Assetklasse “Rohstoffe”

Rohstoffe als Anlagealternative zu den klassischen Anlagen in (Blue Chips-) Aktien und Staatsanleihen haben ähnlich wie Hedge Fonds genau die Eigenschaften, die sie für Diversifikationsüberlegungen (vor allem in der gegenwärtigen Marktphase) attraktiv machen.[5)] Die tradititionellen Diversifikationstools scheitern oft gerade dann, wenn man sie am dringendsten benötigt, nämlich in Phasen von Marktturbulenzen und in inflationärer Umgebung. Rohstoffe dagegen haben über weite Strecken eine geringe oder negative Korrelation zum Aktien- und Rentenmarkt, die in Phasen von Marktturbulenzen sogar noch negativer werden. Rohstoffe entwickelten sich nach bisheriger Erfahrung am besten, wenn sich die anderen Assetklassen am schlechtesten entwickelten. Damit bietet der Einbezug von Rohstoffen in Finanzportfolios eine klassische Strategie zur Reduzierung des Verlustrisikos für das Gesamtportfolio. Für den US-Markt zeigt dies für die Zeit von 1968 bis 2000 Abbildung 2.

Abbildung 2:
Quartalserträge von Assetklassen

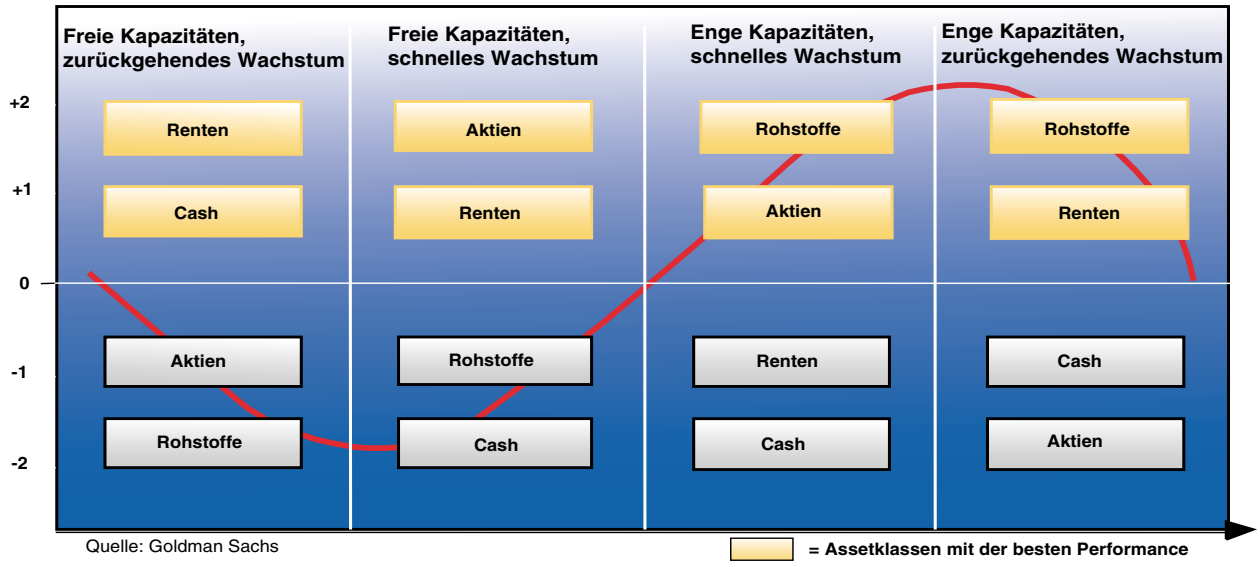


Hintergrund dieser negativen Korrelation sind ökonomische, nicht technische Gründe. Rohstoffe stellen klassische Inflationshedges dar. Während sich Aktien- und Rentenmärkte in inflationären Phasen und Wachstumsüberhitzungen besonders schlecht entwickeln, sind die Rohstoffmärkte eher Inflationsgewinner und oft sogar Inflationsursache. Mit anderen Worten: die Korrelation zwischen Inflation und Rohstoffpreisen ist hoch und positiv - im Gegensatz zu Aktien und erst recht Renten, die niedrig bzw. negativ ist. Rohstoffe sind sogar die einzige Assetklasse, die sich besonders positiv entwickelt, wenn die Inflation steigt, auch von niedrigen Niveaus aus. Gerade die Energiepreise waren in der Vergangenheit Faktoren, die zu Konjunktureinbrüchen und Inflationsschüben führten, was sich sowohl für die Aktienmärkte wie auch für die Rentenmärkte als Gift erwies.

Die Abbildung 3 zeigt eine stilisierte Übersicht über Asset Allocation Entscheidungen im Konjunkturzyklus. Rohstoffe zeigen im Vergleich zu Renten und Aktien die beste Performance, wenn sich die Wirtschaft an ihrer Kapazitätsgrenze bewegt, wenn es also Inflationsrisiken gibt, die Rentenmärke und Aktienmärkte belasten. In Rezessionen und in den Frühphasen von Konjunkturerholungen sind Aktien und Renten in der Regel die attraktivere Assetklasse.

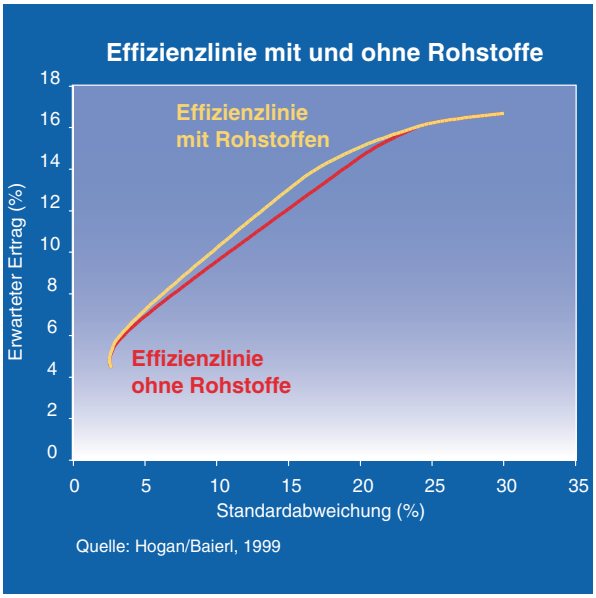
Dies liegt auch daran, dass Rohstoffpreise sehr stark durch die aktuellen Angebots- und Nachfragekonstellationen bestimmt sind, während Aktien- und Rentenmärkte stärker versuchen, zukünftige Trends zu antizipieren, so dass die Rohstoffmärkte und die Aktien- bzw. Rentenmärkte oft diametral entgegengesetzte Bestimmungsparameter aufweisen. Einige Rohstoffe wie Gold und Silber sind zudem klassische Krisengewinnler (wie in den letzten Monaten), die stark steigen, wenn die Aktien- und Rentenmärkte von (nicht unbedingt mit Inflation zusammenhängenden) Ängsten bestimmt werden, die an den Kapitalmärkten Performancevernichter sind.

Abbildung 3: Stilisiertes Asset Allocation Modell



Die niedrige und phasenweise negative Korrelation zu Aktien und Staatsanleihen bedeutet im klassischen Markowitzansatz, dass der Einbau von Rohstoffen in die Investmententscheidung zu effizienteren Portfolios und höheren Sharpe-Ratios führt, d. h. bei gleichem Risiko lässt sich die Ertragserwartung steigern bzw. die gleiche Ertragserwartung lässt sich bei niedrigerem Risiko erreichen. Dazu kommt, dass die Rohstoffe in der Vergangenheit gerade dann auch von der Größenordnung her starke Zuwächse hatten, wenn die Aktienmärkte deutliche Kursrückgänge zu verzeichnen hatten, was den Absolutertrag eines Portfolios, das Aktien und Rohstoffe enthält, deutlich stabilisiert. Diese Rolle konnten die Rentenmärkte wegen ihrer generell niedrigeren Nominalerträge in der Vergangenheit nicht einnehmen. Die durch den Einbezug von Hard Assets in ein klassisches Portfolio nach oben verschobene "Effizienzlinie" zeigt für die USA Abbildung 4.

Abbildung 4:
Effizienzlinie mit und ohne Rohstoffe

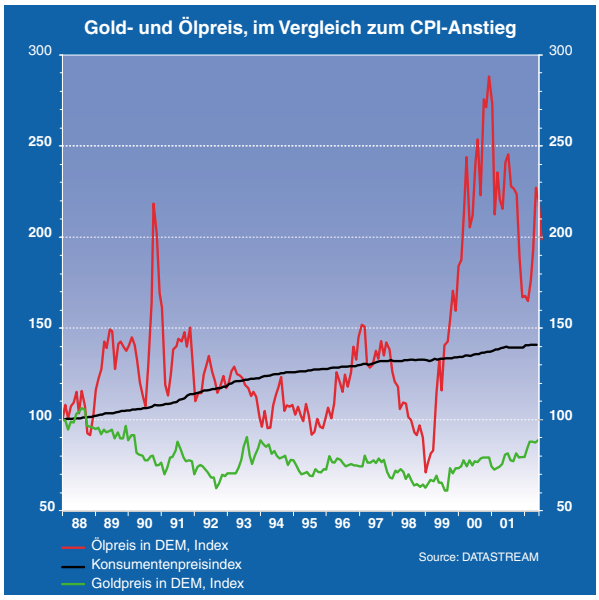


Eine rein quantitative Portfoliooptimierung zeigt, dass für viele Anleger ein 10-15%iger Rohstoffanteil am Gesamtportfolio theoretisch optimal wären.[6, 7] Die meisten Analysten empfehlen für traditionelle Investoren aber eher Gewichtungen im Bereich 3-5%. Die großen europäischen Pensionskassen in den Niederlanden und Großbritannien weisen solche Gewichtungen im Rohstoffsegment aus.

Rohstoffe haben jedoch nicht nur die positiven Eigenschaften, die sie für Risikodiversifikation attraktiv machen. Es gibt auch gute Gründe, warum Rohstoffe in den 90er Jahren weniger im Blickpunkt der Investoren standen und warum sie in Deutschland bei den meisten institutionellen Investoren kaum repräsentiert sind. Ursache dieser Situation sind einerseits die technischen Probleme mit der Umsetzung von Investments in Rohstoffen (vgl. das folgende Kapitel). Andererseits spielen aber auch einige spezielle Eigenschaften der Rohstoffpreise eine Rolle.[8,9]

Viele (aber keineswegs alle) Rohstoffe befinden sich (real) in einem säkularen Bärmarkt (die Ursachen wurden in wissenschaftlichen Studien als Prebisch-Singer Hypothese tausendfach untersucht, vgl. auch Abbildung 5). So sind die realen Rohstoffpreise in den letzten 140 Jahren um 1,3% pro Jahr gefallen. Dieser Abwärtstrend hält noch an. Der Preisrückgang in Schwächephasen ist seit langem ausgeprägter als die Erholungen in Bullenphasen, die aber trotzdem auf kurze Sicht vehement verlaufen können. Zudem dauern die Phasen starker Preisbewegungen nach unten oft länger als die Boomphasen. Die Volatilität (gemessen in Amplituden der Preisbewegungen) steigt zudem seit Jahrzehnten an, beschleunigt seit dem Kollaps von Bretton Woods 1970. Die Preise von Rohstoffen verdoppeln oder verdreifachen sich oft in kurzer Zeit, um dann wieder drastisch zu sinken. Bei den meisten Rohstoffen gibt es zudem keine stabilen Zyklen, sondern die Bär- und Bullphasen sind so instabil, dass die Wahrscheinlichkeit des Endes einer Boom- oder Bärphase unabhängig ist von der Zeitdauer, die die jeweilige Phase schon dauert. Die hohe und unberechenbare Volatilität macht das Timing von Anlageentscheidungen in Rohstoffen äußerst schwierig. Problematisch ist für den Investor auch, dass Rohstoffpreise oft Spielball der Politik sind, da geostrategische Interessen betroffen sind (bestes Beispiel der Ölpreis).

Abbildung 5:
Indizierte Preisentwicklung von Rohstoffen



Auf der anderen Seite hat die hohe Volatilität der Rohstoffpreise auch einen Vorteil für den Investor. Die riesigen Schwankungen überkompensieren den säkularen Verfall der Rohstoffpreise dermaßen deutlich, dass sich die meisten Anleger angesichts ihrer eher kurzen Anlagehorizonte um die ganz langfristigen Bewegungen gar nicht sorgen müssen. Der säkulare Rückgang der Rohstoffpreise ist also kein wirkliches Gegenargument gegen Rohstoffinvestments, weil sie von kürzeren Zyklen überlagert werden. Zudem wirken sich die starken Schwankungen der Rohstoffpreise auf alle Kapitalmärkte aus, so dass der Anleger sowieso nicht umhin kommt, die Rohstoffmärkte stets genau in seine Analysen einzubeziehen. Daher spricht netto einiges dafür, den Analyseaufwand auch in Anlageentscheidungen umzusetzen und Rohstoffe zumindest mit gewissen Gewichtungen in die Asset Allocation einzubeziehen, sofern es die gesetzlichen Rahmenbedingungen erlauben.

Wie kann man in Rohstoffe investieren?

Akzeptiert der Anleger, dass Rohstoffe eine interessante Anlagealternative sein können, stellt sich die Frage, in welcher Form er in Rohstoffe investieren kann.[10,11] Die naheliegende Alternative, die Direktanlage in die Rohstoffe selbst, ist für den normalen Finanzinvestor kaum zu händeln, denn die Liefer- und Lagerprozesse, die beim Erwerb einer Fülle von heterogenen realen Assets zu etablieren sind, stellen ihn vor unlösbare Aufgaben. Der Umgang mit lebenden Rindern, Schweinebäuchen, Stahlschrott oder Ölfässern gehört nicht zu den Kernkompetenzen von Sparkassen, Versicherungen oder Pensionskassen. Ausnahme sind Direktanlagen in Gold und Silber (und zunehmend Platinmetalle) beim Privatinvestor und bei Zentralbanken, die aber für den institutionellen Investor aus logistischen Gründen keine Alternative sind, auch wenn beispielsweise an der London Metal Exchange (Aluminium, Kupfer, Blei, Nickel, Zinn, Zink, Silber) und der International Petroleum Exchange (Öl, Gas, Strom) durchaus aktiver und liquider Handel in vielen Rohstoffen möglich ist.

Die zweite verbreitete Form der Investments in Rohstoffe ist der Kauf von Aktienportfolios aus den Branchen, die mit der Produktion oder dem Handel von Rohstoffen zu tun haben. Der Anleger fokussiert sich auf Ölwerte, Bergbauunternehmen, Goldminenfirmen oder Aluminiumerzeuger. In dieser Form arbeiten die meisten Publikumsfonds, die als Rohstofffonds ausgewiesen werden. Diese Art der Anlage in Rohstoffe ist für den normalen Finanzinvestor eine naheliegende Strategie und ein guter erster Ansatz, denn Aktien sind das, was er kennt. Aber letztlich ist dieses Vorgehen nicht vollständig zielführend. Die Korrelation zwischen den Rohstoffen und der Performance der entsprechenden Aktienwerte ist bei weitem nicht Eins. Es handelt sich nämlich beim Kauf von Rohstoffaktien trotz der Verbindung zu den Rohstoffen um Aktieninvestments, deren Erfolg von den Faktoren abhängt, die auch sonst den Erfolg der Einzeltitelselektion von Aktien bestimmen: die Qualität des Managements, die Finanzdaten, die Bewertung und das Businessmodell sind auch für Aktienwerte, die im Rohstoffbereich agieren, die entscheidenden Faktoren. Auch hier kann der Investor Opfer des unsystematischen Risikos des Stock Pickings werden. In einer Aktienbaisse bei steigenden Rohstoffpreisen werden die Aktien aus der Rohstoffbranche zudem zwar outperformen, aber auch sie werden die Schwäche der Aktienmärkte wahrscheinlich nicht ganz abschütteln können.

Vor diesem Hintergrund ist die erfolgversprechendste Variante der Rohstoffanlage die in adäquate Finanzprodukte, die unmittelbar auf Rohstoffen

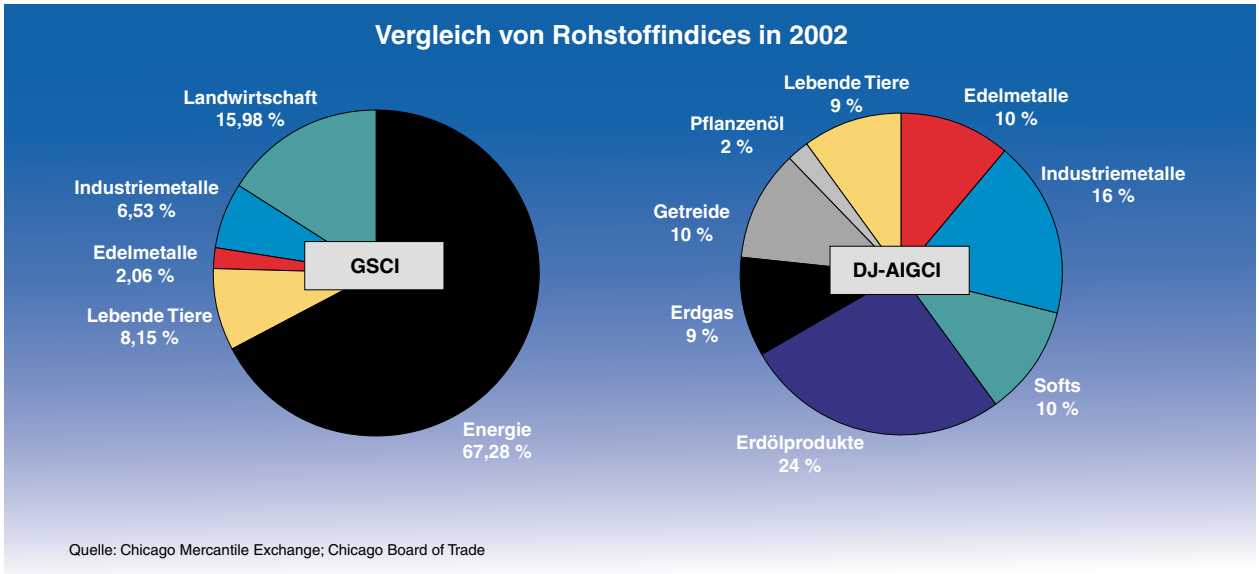
basieren, insbesondere in Derivative. Dies gilt zumindest für die Investoren, denen Derivatepositionen als Investments erlaubt sind. So bieten sich für den Privatanleger beispielsweise Optionsscheine oder Partizipationsscheine auf Rohstoffindizes oder einzelne Rohstoffe wie Gold oder Öl an. Für den institutionellen Anleger kommen in erster Linie Futures, Optionen, Swaps, aber auch strukturierte Produkte als Kombination aus den vorhergenannten in Frage.

Dabei sollte sich der institutionelle Investor aber nicht auf Futureskontrakte auf einzelne Rohstoffe fokussieren, wie sie an der Warenterminbörse in Hannover (WTB), der Strombörse in Frankfurt/Leipzig (EEX) oder an den vielen amerikanischen Terminbörsen angeboten werden. Der Finanzinvestor zielt nämlich weniger auf die aktive Auswahl einzelner Rohstoffe ab und will sich meist nicht das Know How über die einzelnen Rohstoffmärkte beschaffen, sondern trifft aus Diversifikationsgründen eine strategische Asset Allocation Entscheidung für Rohstoffinvestments generell. Für den Finanzinvestor kann ein Investment in Rohstofffutures oder Swaps daher nur die Konzentration auf Produkte, die auf marktbreite Rohstoffindizes basieren, bedeuten. Dafür spricht, dass die Wertentwicklung der breiten Rohstoffindizes deutlich stabiler und berechenbarer verläuft als die Preisentwicklung einzelner Rohstoffe. So hatte der GSCI Index in den letzten 30 Jahren im Schnitt eine Gesamtperformance, die fast an die der Aktienmärkte heranreichte und entwickelte sich wesentlich stetiger als seine Einzelkomponenten.

Sowohl auf den Goldman Sachs Commodity Index (Chicago Mercantile Exchange seit 1992) als auch auf den DJ AIGCI Rohstoffindex (Chicago Board of Trade seit 2001) werden an den Terminbörsen Futureskontrakte und Optionen sowie am OTC-Markt Swaps angeboten. Diese Futureskontrakte basieren selbst wieder auf unterschiedlich gewichteten Portfolios von Rohstofffutures (vgl. Abbildung 6 und 7). So setzt sich der GSCI Future aus 26 unterschiedlichen Rohstofffutures zusammen. Das Open Interest in den Rohstofffutures belief sich Mitte 2002 auf über USD 100 Mrd.

Investments in Futures auf Rohstoffe unterscheiden sich nicht wesentlich von jenen bei Zinsen, Aktien oder Devisen. Sie haben den Vorteil, dass es börsengehandelte, liquide Produkte sind. Der Futures Return liefert abgesehen vom Basisrisiko eine relative nahe Anbindung an den Return der Rohstoffindizes selbst (Cash Return). Wie immer bei Anlagen in Futures, sind aber auch bei Investments in Rohstofffutures (neben der Frage, ob für den jeweiligen Anleger rechtliche Restriktionen bestehen) einige Sonderfragen zu lösen, die erwähnt werden müssen, die aber in dieser Ausarbeitung nicht abschließend geklärt werden können.

Abbildung 6: GSCI **Abbildung 7: DJ-AIGCI**



Einerseits gehört zum strategischen Management der Futureskontrakte der Umgang mit dem Rollover, wenn die Futureskontrake unterschiedlicher Fälligkeit ineinander gerollt werden (man spricht vom Roll-Return). Wichtiger noch ist die Tatsache, dass das Handling von strategischen Futurespositionen auch mit dem Aufbau umfangreicher Kassenhaltung verbunden ist, nicht nur wegen des Marginmanagements. Der Futuresinvestor muß ergänzend zu den Futureskontrakten Kassapositionen - in Höhe seiner totalen Allokation in der Assetklasse Rohstoffe - halten. Dies erfordert eine effiziente Steuerung der Kassenhaltung. Der Zinsertrag aus der Kassenhaltung (das Collateral) ist ein nicht unwesentlicher Bestandteil des Ertrags aus dem Rohstoffinvestment (Collateral Return). Zudem ist zu beachten, dass die Rohstoffe und auch die Derivative meist in USD gehandelt werden, was für den europäischen Investor möglicherweise ein zusätzliches Währungsmanagement erfordert.[10)]

Neben den börsengehandelten Futureskontrakten gibt es im Derivatebereich noch Swap-Vereinbarungen, die im OTC-Markt gehandelt werden. Diese Swapkontrakte, die auf den verschiedenen Rohstoffpreisen und -indizes basieren, sind von den Marktanteilen her am weitesten verbreitet.[12)] Besonders aktiv sind dort als Anbieter natürlich die Investmentbanken, die selber Rohstoffindizes berechnen und vertreiben. Swapkontrakte haben eine deutlich längere Laufzeit als die Futureskontrakte, im Gegensatz zu den Futures sind sie als OTC-Produkte aber natürlich weniger liquide und mit Kontrahentenrisiko behaftet. Der Investor zahlt dem Swap-Partner eine Vorabprämie und erhält als Gegenleistung die Gesamtperformance des Basiswertes, abzüglich einer Gebühr zur Kompensation der Hedge-Kosten. Swaps auf Rohstoffindizes sind bei US-Pensionskassen sehr beliebt, werden aber auch bei den großen europäischen Pensionskassen in UK, den Niederlanden und der Schweiz als Anlage genutzt, denn sie garantieren eine passive und einfache Garantie der Performance des jeweiligen Index (abzüglich vorher festgelegter Kosten). 70% der Investitionen in den GSCI Index erfolgen laut Goldman Sachs über Swaps. Auch bei Rohstoffinvestments via Swaps ist eine der totalen Asset Allocation in den Rohstoffindex entsprechende Kassaposition aufzubauen, mit den entsprechenden Folgen für das Handling der Kasse.

Zusammenfassung

Aus Diversifikationsgründen stellen Rohstoffe eine interessante, ja fast zwingende Anlagealternative als Beimischung zu traditionellen Aktien- /Rentenportfolios dar. Sie sind niedrig oder sogar negativ korreliert mit traditionellen Anlageformen, und die Korrelation wird in Krisensituationen oft negativer. Die Diversifikation in Rohstoffe wirkt also gerade dann verlustbegrenzend, wenn man Verlustbegrenzung am dringendsten benötigt.

Dennoch haben Rohstoffe in den Portfolios deutscher Investoren in der Vergangenheit sehr wenig Berücksichtigung gefunden. Dies ist beispielweise bei den großen europäischen Pensionskassen in den Niederlanden, Großbritannien oder der Schweiz ganz anders. Hintergrund für die Zurückhaltung deutscher Investoren ist neben rechtlichen Restriktionen die Tatsache, dass effiziente Investments in Rohstoffe am ehesten mit derivativen Produkten wie Futures, Optionen und besonders Swap-Vereinbarungen, die sich auf marktbreite Rohstoffindizes beziehen sollten, möglich sind. Hier zeigen sich die meisten deutschen Institutionen traditionell zurückhaltend, zumal die Investments in Derivative zusätzlichen Aufwand und Risikoüberwachung erfordern. Da die Rohstoffmärkte extremen Schwankungen ausgesetzt sind, sind Timing-Entscheidungen hier zudem noch schwieriger als im Aktien- oder Rentensegment.

Dennoch haben die letzten Jahre gezeigt, dass es sich für den Investor lohnt, Rohstoffe in die Asset Allocation Entscheidungen miteinzubeziehen. Wer den Rückgriff auf Derivative scheut, kann als ersten Schritt Positionen in Aktien aufbauen, die starken Bezug zu den Rohstoffmärkten haben. Dies ist dann zwar keine Eins zu Eins Abbildung der Rohstoffmärkte, bringt aber zumindest eine gewisse Risikodiversifikation in Krisenzeiten.

Literaturliste

1) Schneeweis / Spurgin / Karavas, Alternative Investments in the Institutional Portfolio, AIMA-Paper, Sommer 2000.

2) Hogan / Baierl, Investing in Global Hard Assets: A Diversifikation Tool for Portfolios, Ibbotson Associates, April 1999.

3) Matthies / Timm: HWWA-Index der Rohstoffpreise auf neuer Basis, Wirtschaftsdienst, 67. Jahrgang, 1997, Heft 4.

4) Fixsen, Growing market for commodity indices, Investment and Pensions in Europe, Dezember 2001.

5) Daniel, Defining the Defensive Asset Class: A New Paradigm in Plan Diversification, Presentation to the NYC Chapter of QWAFAFEW, 2000.

6) Claydon / Shemilt, Commodities: The Macroeconomic Diversifier, Goldman Sachs Global Commodity Research, 2001.

7) Strongin / Petsch, Managing Risk in hostile markets, Goldman Sachs Global Commodity Research, 2001.

8) Cashin / McDermott, The Long-run Behaviour of Commodity Prices: Small Trends and Big Variability, IMF Working Paper, Mai 2001.

9) Cashin / McDermott / Scott, Booms and Slumps in World Commodity Prices, IMF Working Paper, November 1999.

10) Smith, Investing in Commodities - Capturing the other side of the trend, Investment and Pensions in Europe, Februar 2002.

11) Froot, Hedging Portfolios with Real Assets, Journal of Portfolio Management, Sommer 1995.

12) Wrzesniok-Roßbach / Zumpfe, Rohstoffhandel - ein Expansionsfeld für Banken, Die Bank, 6/2002, für die detaillierte Beschreibung eines Kerosin-Swaps.

Verfasser: **Werner Krämer**
Tel.: 069 / 50 60 6 - 141