

Die Wahl von Rohstoffbenchmarks und Index-Outperformancestrategien auf Contango-Rohstoffmärkten

Die strategische Bedeutung von Rohstoffen in einem diversifizierten Anlageportfolio ist gut erforscht und wird von globalen und privaten Vermögensverwaltern, Beratern und Pensionskassen zunehmend anerkannt. Trotzdem stehen Anleger, die sich in dieser Anlagekategorie engagieren möchten, bei der Umsetzung ihres Vorhabens oft vor ähnlichen Problemen.



Von Serge van Loenhout
Managing Director Rohstoffderivate
Jefferies

Die erste Aufgabe für Neuankömmlinge auf dem Markt besteht in der Wahl eines geeigneten Benchmarks. Die Anzahl der öffentlich verfügbaren Rohstoffindizes nimmt zwar weiter zu, aber die breiteste Anerkennung genießt

immer noch der Reuters/Jefferies CRB Index, der Goldman Sachs Commodity Index und der Dow Jones – AIG Commodity Index. Alternative Indizes sind der Deutsche Bank Liquid Commodity Index und der Rogers RIC1.

Obwohl jeder Index dem Anleger ein Beta-Engagement in der Anlagekategorie bieten soll, unterscheiden sie sich in bezug auf mehrere Schlüsselfaktoren: Indexzusammensetzung und -gewichtung, historische Performance und Volatilität, Häufigkeit der Indexneugewichtung und Methodik für den Kauf und Verkauf von Futureskontrakten, die den Index beinhalten.

Da jeder Index solch einzigartige Merkmale aufweist, stehen die Anleger vor der Frage, wie denn ein repräsentatives Engagement auf den Rohstoffmärkten aussieht. Akademische Studien und Untersuchungen über Bilanzbewirtschaftung (Asset Liability Management, ALM) haben gezeigt, dass die Energiekomponenten der Rohstoffindizes in der Vergangenheit die stärksten negativen Korrelationen zu Aktienportfolios und geopolitischen Risiken aufwiesen. Der Energiesektor

besitzt auch eine starke historische Korrelation zur unerwarteten Inflation. Die Effizienzgrenze eines Portfolios mit hohem Aktienanteil kann durch einen Index mit einer höheren Gewichtung der Energierohstoffe am deutlichsten verbessert werden. Im Gegensatz dazu kann die Effizienzgrenze bei Portfolios mit einer Übergewichtung festverzinslicher Anlagen erheblich von einem stärker diversifizierten Korb an Rohstoffen mit einer geringeren Gewichtung des Energiesektors profitieren.

Die wichtigsten Indizes

Die Tabelle «Annualisierte Gesamterträge» zeigt die Rendite verschiedener Indizes in den letzten zwölf Monaten sowie in den letzten drei bzw. fünf Jahren. Die Indizes wurden in zwei Kategorien eingeteilt: breit diversifizierte und energiebezogene (mit mehr als 50% im Energiesektor).

Der ursprüngliche CRB-Index (Commodity Research Bureau) existiert seit 1957, der GSCI wurde 1991 lanciert. Der DJ AIG startete 1998 und der RIC1 2001. Der Reuters/Jefferies CRB Index wurde im Juni 2005 von

Annualisierte Gesamterträge per 31. August 2006

Breite Diversifikation	5 Jahre	3 Jahre	1 Jahr
Reuters Jefferies CRB Index (RJ CRB)	16,3%	17,3%	4,4%
Dow Jones AIG Commodity Index (DJ AIG)	13,3%	15,2%	4,5%
Goldman Sachs Light Energy Index (GSLE)	10,1%	13,6%	3,6%
Rogers International Commodity Index (RIC1)	18,3%	19,4%	6,3%
Jefferies Commodity Performance Index (JCPI)	21,3%	22,3%	8,2%
<i>Fokus Energie (> 50%)</i>			
Goldman Sachs Commodity Index (GSCI)	13,0%	16,0%	- 11,6%
Deutsche Bank Liquid Commodity Index (DBLCI)	17,0%	19,9%	2,0%

Quellen: Bloomberg, Reuters

einem breit abgestützten akademischen Konstrukt in einen höchst liquiden und investierbaren Benchmarkindex umgewandelt, der den Anlegern ein repräsentativeres Engagement auf den aktuellen Rohstoffmärkten bietet. Die monatliche Neugewichtung des Indexes und die alternative Roll Period verstärken seine historische Outperformance gegenüber den anderen führenden Indizes.

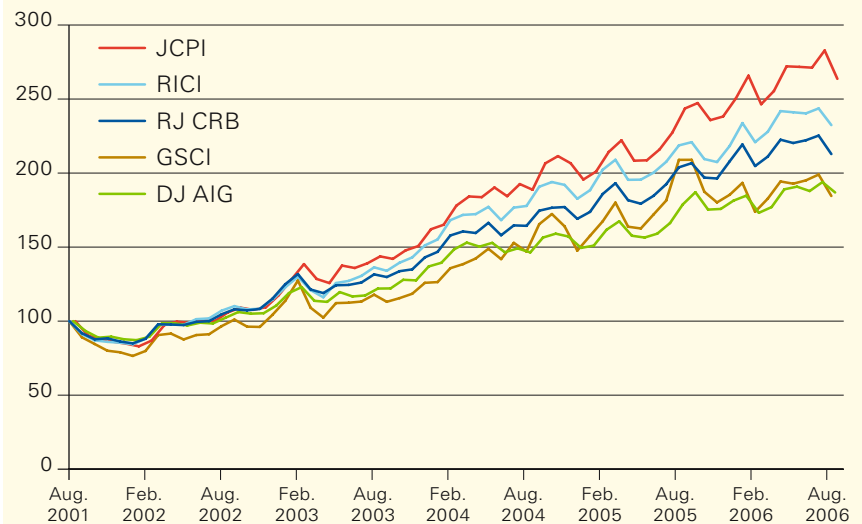
Alpha- oder verbesserte Betaquellen

Mit der zunehmenden Reife dieser Anlagekategorie durch das Wachstum des Anlagekapitals zur Nachbildung dieser Indizes auf fast 90 Mrd. US\$ nutzen immer raffiniertere Anleger Strategien zur Erzielung einer Outperformance gegenüber ihrem Benchmark.

Traditionell war eine Outperformance das Ergebnis einer aktiven Bewirtschaftung von dinglichen Sicherheiten (Collaterals) durch die Geldmarktmanager. Heute versuchen die Anleger direkt auf den Rohstoffmärkten Alpha zu generieren, indem sie Indizes verwenden, welche die jeweiligen Marktbedingungen nutzen. Die Contango-Situation auf den Energiemärkten in jüngster Zeit hat dazu geführt, dass einige Anleger zu stärker diversifizierten Benchmarks als Alphaquellen gewechselt haben, um die negativen Auswirkungen der Terminstruktur am kurzen Ende der Energiekurve zu minimieren.

Eine Outperformance kann auch durch ein aktives Management der Subsektorallokationen als Overlay-Strategie erzielt werden. Taktische Overlay-Strategien erfordern jedoch eine höhere Risikoschwelle, und die Renditen können erheblich vom ursprünglichen Benchmark abweichen. Ausserdem hat es sich als schwierig herausgestellt, regelbasierte Strategien zur Untergewichtung des Energiesektors auf Contango-Märkten zu finden, weil die Korrelation zwischen dem Contango und den Kassarenditen über einen längeren Zeithorizont sehr gering scheint. Der Energiesektor weist beispielsweise seit 23 Monaten eine Contango-Situation auf, aber die Indexrenditen sind wegen der steigenden Kassapreise weiterhin höher als in vie-

Historische Fünfjahresperformance



Die Wahl des «richtigen» Benchmarks ist für Anleger von entscheidender Bedeutung.

len anderen Anlagekategorien. Deshalb darf man sich nicht auf das Contango versteifen. Die Renditen auf dem Rohstoffkorb basieren auf einer Kombination von Erträgen aus dem monatlichen Roll-Prozess, Spot-Preis-Veränderungen und Erträgen aus den Barmitteln.

Outperformancestrategien im Zusammenhang mit optimierten Indizes wie dem JCPI (Jefferies Commodity Performance Index) sind ebenfalls gefragt. Der JCPI ist als direkter, höchst liquider, breit diversifizierter und regelbasierter Long-only-Index konzipiert, mit hervorragenden historischen Renditen. Er wurde vor dreieinhalb Jahren von einem Team aus Fachleuten mit grosser Erfahrung im Handel von Rohstoff-Benchmarkindizes ins Leben gerufen. Die Gewichtungsfaktoren stützen sich auf eine Reihe praktischer und realitätsnaher Überlegungen: langfristige historische Gesamttrends, Rohstoffdiversifizierung, Liquidität, Korrelationseigenschaften, Produktion und Volatilität. Die Sektoranteile des Jefferies Commodity Performance Index sind: Energie 45%, Industriemetalle 18%, Getreide 14%, Edelmetalle 10%, Vieh 7% und Soft Commodities 6%.

Eine vierte Möglichkeit zur Alpha-generierung besteht in der Verwendung alternativer Roll Periods. Bei den anerkanntesten Indexbenchmarks haben die alternative Roll Period (Rolltage 1–4) und die Neugewichtungsmerkmale des RJ CRB historisch die

risikobereinigte Performance im Vergleich zum DJ AIG und zum GSCI/GSLE (Rolltage 5–9) verbessert. Eine breite Palette alternativer Roll Periods ist verfügbar und kann massgeschneidert gestaltet werden. Sie reicht von Pre Rolls zu Post Rolls oder Roll Periods, die weiter auf die Renditekurve hinausreichen. Klar ist: Je weiter von der offiziellen Roll Period entfernt, desto höher der potentielle Tracking Error, aber dieses Risiko wurde in der Vergangenheit entsprechend ausgeglichen.

Je mehr Anleger alternative Roll Periods nachbilden, desto mehr wird dieses potentielle Alpha wegarbitriert. Wir dürfen jedoch nicht vergessen, dass über die wichtigsten Benchmarkindizes auch weiterhin eine erhebliche Menge an Neugeld auf die Rohstoffmärkte fliesst. Daher dürfte die Alpha-abnahme schrittweise erfolgen.

Chancen für Investoren

Anleger, Pensionskassen, Versicherungen und private Vermögensverwalter können über eine Reihe flexibler Anlageformate auf die meisten der grossen Rohstoff-Indexbenchmarks zugreifen. Zu diesen Anlagen gehören Plain-Vanilla-Swaps, börsengehandelte Futures, strukturierte Notes/Optionen sowie börsenkotierte Programme wie Exchange Traded Funds (ETFs).

Weitere Informationen:
svanloenhout@jefferies.com
bforrer@jefferies.com ●