

Gut in Rohstoffe investiert



*Von Vivianne Esseiva
Mitglied des Kaders
Team Strukturierte Produkte
Wegelin & Co. Privatbankiers*



*und Thomas Tschudi
Mitglied der Direktion
Team Strukturierte Produkte
Wegelin & Co. Privatbankiers*

Die Anfänge des Rohstoffhandels reichen weit zurück. Erste Erwähnungen führen uns ins 12. Jahrhundert, als im Mittelmeerraum die Bauern auf den örtlichen Frühlingmärkten die Preise für ihre zukünftigen Ernten festlegten. Wurden Rohstoffe ursprünglich zu Absicherungszwecken gehandelt, kamen die ersten schriftlich überlieferten Spekulationen rund 500 Jahre später auf. Die Tulpenmanie war die erste grosse und tragische Epoche der Rohstoffanlagen mit einem spekulativen Hintergrund.

Für die Weiterentwicklung der Rohstoffanlagen war die Gründung der heute weltbekannten Rohstoff-Terminbörse Chicago Board of Trade (CBOT) im Jahr 1848 entscheidend. Die Börsenbetreiberin führte die ersten standardisierten börsengehandelten Terminkontrakte ein, was den Handel mit Rohstoffen deutlich vereinfachte. Zusammen mit weiteren neu eröffneten Handelsplätzen nahm das gehandelte Volumen kontinuierlich zu. 2010 bilanzierte die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) alleine die

ausstehenden ausserbörslich gehandelten Rohstoff-Derivate auf ein Volumen von 2,85 Billionen US\$.

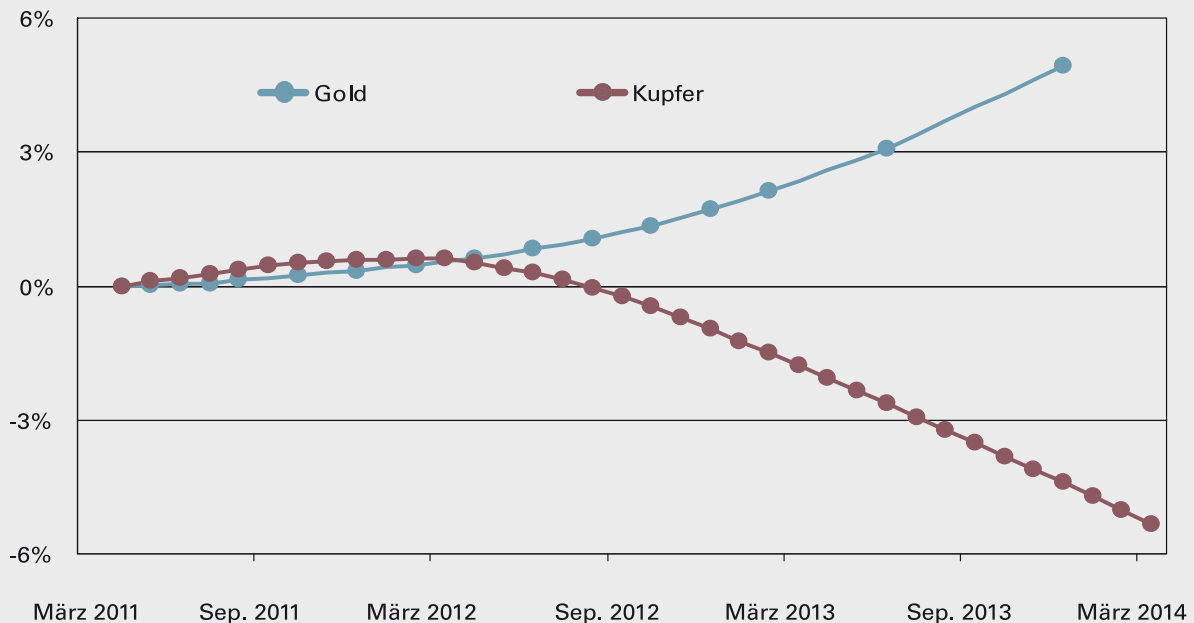
Der vereinfachte Zugang zu Rohstoffanlagen dürfte heute ein wichtiger, jedoch bei weitem nicht der einzige Grund für die weltweite Etablierung dieser Anlageklasse sein. Der Einbezug von Rohstoffen im Portfolio erlaubt eine Diversifikation. Die gewonnene Risikostreuung kann die Wahrscheinlichkeit erhöhen, dass Kursbewegungen in einer Anlageklasse durch eine gegenteilige Entwicklung in einer anderen Anlageklasse gemildert werden. Ein weiterer Grund für die gestiegene Nachfrage von Rohstoffen aus der Finanzindustrie ist in den unzähligen Liquiditätsprogrammen der Nationalbanken zu finden. Die Angst der Anleger vor einer Entwertung der Papierwährungen durch die Überflutung der Märkte mit Liquidität treibt die Investoren in Realwerte wie Rohstoffe, die der Realwirtschaft als Inputfaktor zur Fabrikation von Gütern dienen. Rohstoffe sind somit eine Grundlage für den wirtschaftlichen Fortschritt. Ge-

nau dieser wirtschaftliche Fortschritt in den Emerging Marktes hat auch die reale Nachfrage nach diesen Rohstoffen deutlich erhöht und dazu geführt, dass die Preise gestiegen sind. Der Glaube an ein Anhalten dieser Entwicklung ist ein weiterer Grund, dass Rohstoffe vermehrt Einzug in die Wertpapierdepots gefunden haben.

Rollen, Contango, Backwardation

Das Investment in Rohstoffe stellt den Anleger vor einige Herausforderungen. Mit Ausnahme der Edelmetalle ist es für den Finanzinvestor kaum möglich, die Rohstoffe physisch zu erwerben, da weder die Depotbank noch der Kunde selbst in der Lage ist, 159'000 Liter Brent Öl oder 50 Tonnen Zucker zu horten. Um dies zu umgehen, wird das Engagement in Rohstoffe mehrheitlich über Futures bzw. Forwards getätigt. Aus einer Futures bzw. Forwards-Position entsteht bei Verfall des Kontraktes eine physische Verpflichtung. Die eingegangenen Positionen müssten deshalb zur Vermeidung der physischen Lieferung und zur Auf-

Abb. 1: Forwardkurven auf Gold (Contango) und Kupfer (Backwardation)



Quelle: Bloomberg, Wegelin & Co.

rechterhaltung der Investition vor dem Verfall des Kontraktes verkauft und in einen Kontrakt mit längerer Laufzeit wieder angelegt werden. Dieser Vorgang, der sich vor jedem Fälligkeitstermin wiederholt, wird Rollen genannt. Beim Rollen entstehen entweder Kosten oder Erträge. Damit wird der Blick auf die Forwardkurve für den Anleger unvermeidlich. Notiert der Terminpreis über dem Spotpreis (aktueller Marktpreis), kostet der neue Kontrakt mehr als der alte, weshalb ein Rollverlust entsteht. Diese Situation wird Contango genannt (siehe Abb. 1). Contango bedeutet, dass der Markt bereit ist, für eine spätere Lieferung eine Prämie zu bezahlen. Diese ist als Gegenwert für den Käufer zu verstehen, der sich bei einer späteren Lieferung die Lager- und Versicherungskosten erspart. Ebenfalls Einfluss auf diese Prämie haben die Markterwartungen für den Rohstoff. Erwarten die Marktteilnehmer in der Zukunft höhere Kupfernotierungen, dürfte dieser Umstand in einer steigenden Forwardkurve feststellbar sein. Eine Investition würde sich in diesem Beispiel empfehlen, wenn der Preis mehr ansteigt als dies die Futures-Kontrakte implizieren.

Die umgekehrte Situation wird als Backwardation bezeichnet und ermög-

licht den Investoren eine positive Rollrendite zu erzielen (siehe Abb. 1). Backwardation kann in Rohstoffen mit Lieferknappheiten vorkommen. Für ein Textilunternehmen dürfte es zentral sein, ein Lager an Baumwolle zu halten, um bei Knappheit nicht plötzlich die Produktion einstellen zu müssen. Die Kosten für die Lagerung sind den möglichen Kosten einer stillstehenden Produktion gegenüberzustellen.

Strukturierte Produkte zur Investition in Rohstoffe

Die oben aufgeführten Gründe zeigen auf, dass ein Anleger seine Investitionsentscheidung nicht alleine aufgrund seiner Preiserwartung im ausgewählten Rohstoff fällen kann. Viel mehr muss er neben der Preiserwartung auch analysieren, was der Marktpreis bereits impliziert und welche Rollkosten oder -renditen entstehen können. Strukturierte Produkte bieten eine attraktive Möglichkeit, in den Rohstoffmarkt zu investieren. Die verschiedenen Produkttypen lassen zusätzlich eine Chance-Risiko-Adjustierung zu. Ein Kapitalschutz-Produkt kann beispielsweise für risikoaverse Anleger die Türen zum eher noch unbekanntem Markt der Rohstoffe öffnen. Strukturierte Produkte lassen des Weiteren beider Zusam-

mensetzung des Basiswertes Flexibilität zu. Neben Einzelrohstoffen oder Rohstoffindizes können individuelle Baskets zusammengestellt werden, um bereits auf Produktebene Diversifikation zu erreichen.

Die Attraktivität des Produktes ist hauptsächlich von der Forwardkurve und der impliziten Volatilität des Basiswertes abhängig. Beispielsweise lässt ein Bonus-Zertifikat auf Zucker den Anleger unlimitiert am Preisanstieg partizipieren und bietet gleichzeitig einen bedingten Schutz bei Kursrückschlägen (70% des Spotpreises bei Lancierung). Die Barriere wird hier nur per Ende der Laufzeit angeschaut. Ein kurzer Blick auf die Forward-Kurve ist nötig, um die Attraktivität dieser Barriere einschätzen zu können. Handelt der Terminpreis, der für die Rückzahlung relevant ist, beispielsweise bei 50% des aktuellen Spotpreises, ist eine 40% Barriere nicht so attraktiv wie ein Betrachter des Produktes dies beim ersten Blick erwartet hätte. Der Rohstoff muss lediglich um zusätzliche 10% korrigieren gegenüber der bereits implizierten Markterwartung.

Auf dem Termsheet wird beim Basiswert auf den Spotpreis des Rohstoffes hingewiesen, der für die Rückzahlung per Verfall relevant ist. Im

Sekundärmarkt des Produktes ist jedoch nicht der aktuelle Spotpreis ausschlaggebend, sondern der für die Rückzahlung relevante Terminpreis. Dies kann den Anleger verwirren, wird doch in den Medien immer über die Entwicklung am Spotmarkt berichtet. Diese Veränderungen haben jedoch nicht zwingend einen Einfluss auf die Forwardkurve. In diesem Jahr ist der Zuckerpreis zurückgegangen, ein Bonus-Zertifikat auf Zucker mit Verfall im März 2013 hat aber im gleichen Zeitraum an Wert gewonnen. Wie kann dies sein? Ein Blick auf die Forwardkurve zeigt, dass einerseits der Preis am kurzen Ende fiel, andererseits der Terminpreis für den März 2013 an Wert dazugewinnen konnte (siehe Abb. 2). Je näher das Produkt beim Verfallzeitpunkt liegt, desto stärker wird die Veränderung des Spotpreises direkt den Preis des Produktes beeinflussen, da die direkten Auswirkungen abschätzbarer werden. Am Ende der Laufzeit berechnet sich die Rückzahlung in den meisten Fällen auf den Spotpreis bei Verfall.

Einfache Strukturen bevorzugen

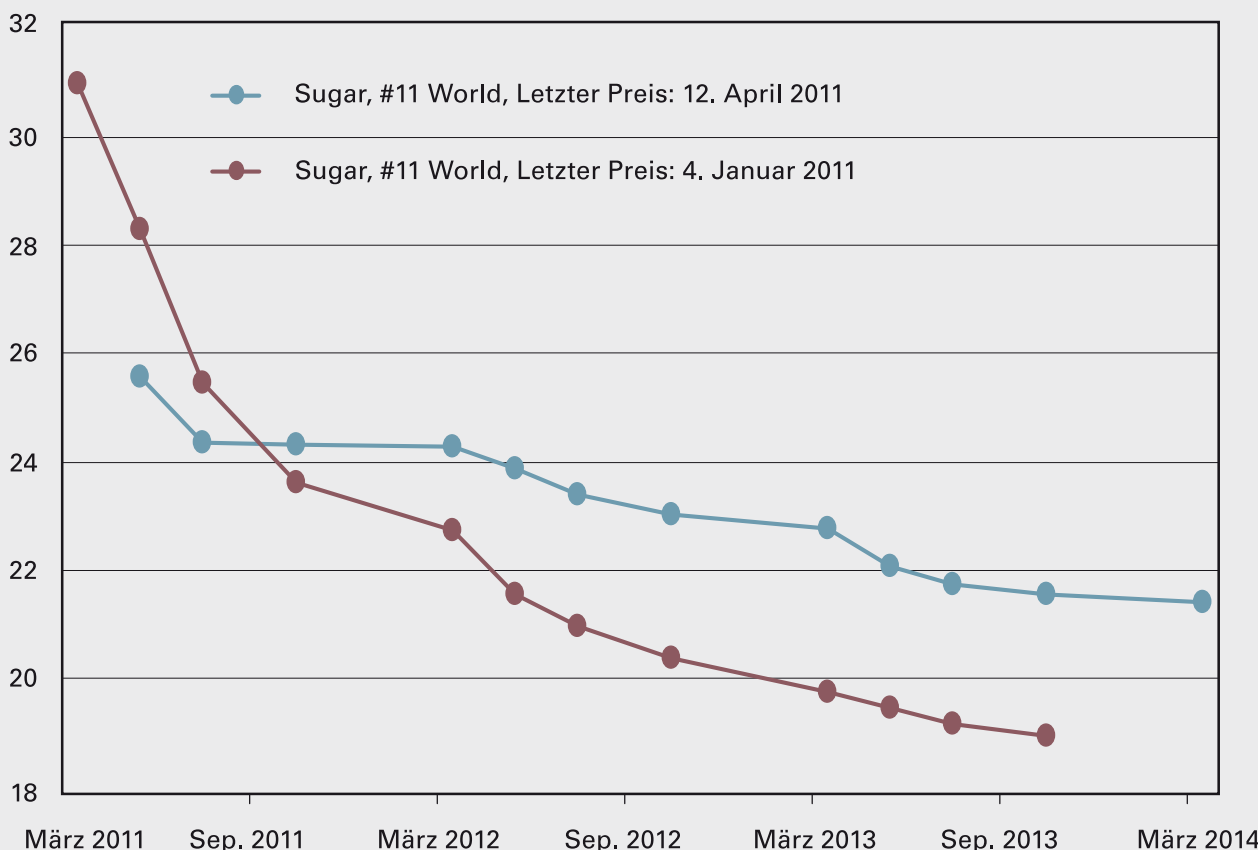
Der Sekundärmarktpreis ist nicht nur von der Entwicklung des Basiswertes abhängig, sondern ist stets identisch mit der Summe der Werte der einzelnen Bausteine. Der Preis der Bausteine ist neben der Basiswert-, der Volatilitäts- und der Zinsveränderung auch von der Restlaufzeit sowie dem Emittentenrisiko abhängig. Je komplexer die Ausgestaltung ist, desto schwieriger wird es für den Investor, den Preis des Produktes nachvollziehen zu können. Aus diesem Grund sind einfache Strukturen klar zu bevorzugen. Strukturierte Produkte ermöglichen dem Anleger, in den attraktiven Markt der Rohstoffe zu investieren und das eigene Portfolio breiter zu diversifizieren. Strukturierte Produkte können aber nicht zaubern, deshalb ist eine gesunde Skepsis gegenüber den Konditionen der Produkte wichtig. Der Investor sollte sich beim Kauf des Strukturiereten Produktes den Besonderheiten des Rohstoffmarktes bewusst sein.

www.wegelin.ch

Strukturierte Produkte ermöglichen dem Anleger, in den attraktiven Markt der Rohstoffe zu investieren und das eigene Portfolio breiter zu diversifizieren.

Strukturierte Produkte können aber nicht zaubern, deshalb ist eine gesunde Skepsis gegenüber den Konditionen der Produkte wichtig.

Abb. 2: Forwardkurven auf Zucker zu verschiedenen Zeitpunkten



Quelle: Bloomberg, Wegelin & Co.