

# BESSER INDIREKT ODER DIREKT?

**ROHSTOFFE** Vieles spricht für Rohwarenanlagen – z. B. der Schutz vor Inflation oder die Diversifikation. Doch wie lassen sich ihre Eigenschaften nutzen? Direkte und indirekte Anlagen bieten unterschiedliche Vor- und Nachteile.

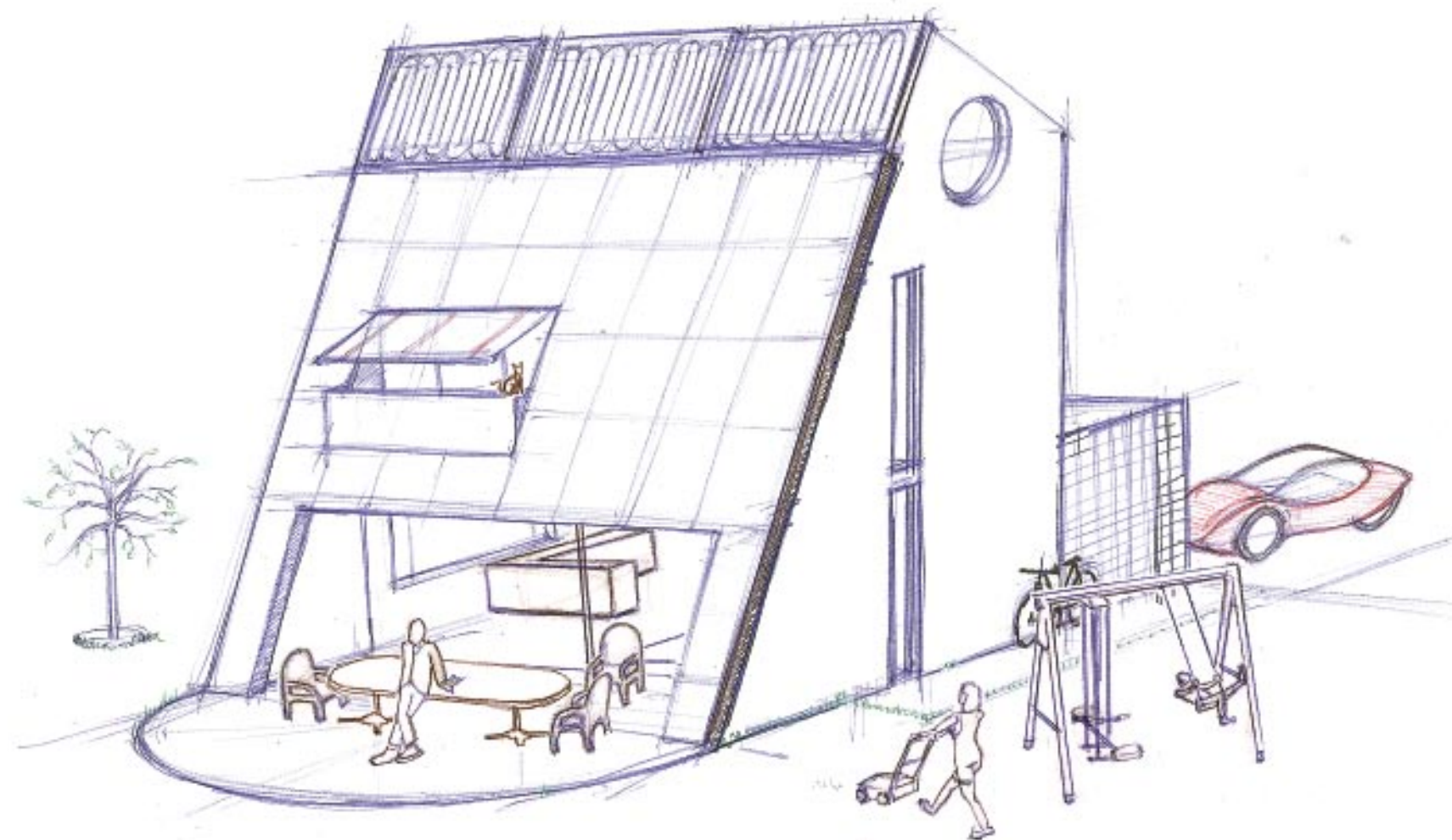
**NEUE POPULARITÄT** Nach dem markanten Preiseinbruch im Zuge der Börsenkrise erfreuen sich Anlagen in Rohwaren mittlerweile wieder grosser Beliebtheit. Während die Wahrnehmung von Risikodiversifikationseffekten etwas gelitten hat, erhoffen sich viele Investoren von diesen realen Anlagen einen mittel- und langfristigen Schutz vor der befürchteten (Hyper-)Inflation. Zudem versprechen viele Rohstoffe dank einer anziehenden Nachfrage eine langfristige Partizipation am Wachstum der Weltwirtschaft. Hinzu kommen spezifische Beweggründe wie das Sicherheitsmotiv für den Besitz von physischem Edelmetall.

Rohwaren werden entweder direkt oder indirekt gehalten. Physischer Besitz ist bei direkter Haltung eher die Ausnahme und beschränkt sich in der Regel auf Edelmetalle. Ansonsten wird das direkte Investment in Rohwaren typischerweise über den entsprechenden Futures-Markt bzw. über Fonds eingegangen. Hier gilt es zu beachten, dass neben den eigentlichen Veränderungen der Rohwarenpreise die Rollgewinne und -verluste der Futures-Kontrakte eine wesentliche Rolle spielen. Liegt der Futures-Preis unter dem aktuellen Spot-Preis, entsteht ein erwarteter Rollgewinn. Diese Situation nennt man Backwardation. Im Moment befinden sich die meisten Märkte in der gegenteiligen Konstellation, dem Contango. Dies bedeutet, dass der Investor heute bei direkten Rohwarenanlagen einen erwarteten Rollverlust gewärtigen muss.

**INDIREKTE ANLAGEN** Indirekt in Rohstoffe investiert wird meistens über Aktien von Rohstoffunternehmen. Ihre Wertentwicklung, so die Hypothese, wird zu einem wesentlichen Teil von den entsprechenden Rohstoffpreisen getrieben. Wie verhalten sich direkte und indirekte Investitionen in Commodities zueinander? Ist die Anlage in Rohwarenanlagen für den Investor tatsächlich ein Substitut für das direkte Engagement? Diesen und verwandten Fragen soll nachfolgend nachgegangen werden.

Grundlage der Auswertungen bilden historische Daten von Dezember 1982 bis März 2010 (in Franken). Betrachtet werden die Rohwarengruppen Energie, Landwirtschaft, Edelmetalle und Industriemetalle sowie die Aktienindizes der entsprechenden Industriegruppen. Die Daten enthalten bei Aktien sämtliche Dividenden und bei Futures alle Rollgewinne und -verluste.

Die erste Frage ist, ob Rohwarenanlagen den Investor überhaupt an der Entwicklung des Preises des zugrundeliegenden Rohstoffs parti-



zipieren lassen. Tabelle 1 zeigt, dass Rohwarenanlagen tatsächlich auf Veränderungen der Commodities-Preise reagieren, und das mit richtigem Vorzeichen und statistisch signifikant. Die Sensitivität kann so interpretiert werden, dass ein Anstieg des Ölpreises um 1% zu einer durchschnittlichen Avance der Öltitel um 0,23% führt. Es zeigt sich, dass alle Aktienindizes ausser denen der Edelmetallindustrie nur gedämpft auf Veränderungen der Rohwarenpreise reagieren (ihre Sensitivität ist kleiner als eins). Das braucht so weit kein Nachteil zu sein.

Etwas beruhigender hingegen ist die zweite Zeile. Sie zeigt nämlich, dass nur ein recht kleiner Teil der Aktienentwicklung tatsächlich durch die zugehörige Rohwarengruppe erklärt werden kann. Konkret sind nur 13% der Kursausschläge von Ölkäufen tatsächlich auf den Ölpreis selbst zurückzuführen. Die restlichen 87% haben andere Ursachen, wobei die Entwicklung des Aktienmarktes als Ganzes die wichtigste ist. Ausser bei den Edelmetallen ist dieser Erklärungsgehalt bei allen Gruppen völlig unbefriedigend. Eine vorläufige Bestandaufnahme ergibt also, dass Investoren zwar tatsächlich indirekte Rohwaren- durch entsprechende Aktienanlagen eingehen können, der entsprechende Streuverlust aber massiv ist.

**MEHRWERT DANK ROHSTOFFAKTIEN** Der Zusammenhang zwischen Rohwarenpreisen und der Entwicklung der Kurse entsprechender Gesellschaften ist also nur sehr lose. Vielleicht erzielen Rohstoffunternehmen ja aber einen systematischen Mehrwert für den Investor gegenüber einer Direktanlage. Schliesslich ist es Aufgabe des Managements, die Ressourcen optimal zu bewirtschaften, und entsprechend sollte ein Mehrwert in Form von höherem Ertrag zu erwarten sein. Wie Tabelle 2 in der ersten Zeile zeigt, war dies tatsächlich so: Die indirekte Anlage in Rohstoffgesellschaften schneidet über fast dreissig Jahre hinweg in allen vier Gruppen besser ab als das entsprechende Futures-Engagement mit allen Rollgewinnen und -verlusten. So haben sich Ölkäufen um 4,7% pro Jahr besser entwickelt als Öl-Futures – trotz des Commodity-Booms und der Börsenbaisse der letzten Jahre.

**Rohstoffe werden in nächster Zukunft für immer breitere Kreise ein wesentlicher Portfoliobestandteil sein.**

Allerdings ist auch bei dieser Erkenntnis wiederum Vorsicht angebracht. Wie weiter oben gezeigt, werden Rohstoffaktien vor allem durch andere Einflüsse als ausschliesslich die Rohstoffpreise selbst getrieben. Am wichtigsten hierbei ist der breite Aktienmarkt. Entsprechend sollte man die Mehrrendite um diesen Effekt bereinigen. Man tut dies, indem man die Renditen der Rohstoffunternehmen mit einem gemischten Portfolio aus direkten Rohwarenanlagen des entsprechenden Sektors und einem breiten Aktienindex vergleicht. Es resultiert das sogenannte Alpha, das den wahren Mehrwert auf-

zeigt, den die Branche erzeugt. Wie die Tabelle zeigt, ist dieses Alpha in allen Fällen deutlich kleiner als die reine Outperformance. Im Fall der Industriemetalle ist es sogar negativ. Am wichtigsten aber ist, dass keiner dieser Werte statistisch signifikant ist, d. h., wir wissen von keinem mit hinreichender Sicherheit, dass er nicht genauso gut auch null sein könnte.

**UNTERSCHIEDE NUTZEN** In der Summe lassen sich langfristig also keine eindeutigen Aussagen über die Überlegenheit von indirekten gegenüber direkten Anlagen oder umgekehrt machen. Kurzfristig kann es aber anders aussehen. Wie erwähnt konfrontiert ein Futures-Markt, der sich im Contango befindet, Investoren mit einem zu erwartenden Rollverlust. Das entspricht der heutigen Situation auf den Rohstoffmärkten. Anleger können das Problem durch Diversifikation über verschiedene Laufzeiten zu entschärfen versuchen oder aber in einer solchen Situation Rohstoffaktien gegenüber Direktanlagen bevorzugen. Sind die Märkte in Backwardation, tun sie das Umgekehrte.

Um die Strategie zu testen, wurde als vereinfachende Annahme immer dann eine Contango-Situation unterstellt, wenn der realisierte Vormonats-Return der Futures tiefer war als jener der Spot-Preise. Tatsächlich steigt das jährliche Alpha dadurch substantiell, und zwar für Energie auf 10,3, für Landwirtschaft auf 3,1, für Edelmetalle auf 4,2 und für Industriemetalle auf 2,6%. Die Signifikanz verbessert sich durchs Band, allerdings sind nur für den Energiesektor statistisch wirklich verlässliche Aussagen möglich. Die Grafik veranschaulicht beispielhaft eine solche Wechselstrategie im Energiebereich.

Aus den eingangs erwähnten Überlegungen ist anzunehmen, dass Rohwarenanlagen in nächster Zukunft für immer breitere Kreise ein wesentlicher Portfoliobestandteil sein werden. Langfristig vermögen sie grundsätzlich viele der aufgeführten Ziele zu erreichen. Wie gezeigt wurde, kann die Form der Umsetzung aber einen grossen Einfluss auf das Ergebnis haben. ■

## SENSITIVITÄT

	Energie	Landwirtschaft	Edelmetalle	Industriemetalle
<b>Sensitivität in Fr.</b>	0,23	0,33	1,31	0,43
<b>Erklärungsgehalt in %</b>	13	4	41	13

Sensitivität von Rohwarenanlagen gegenüber Commodity-Preisen sowie der entsprechenden Erklärungsgehalt (R<sup>2</sup>). Daten in Franken, Dez. 1982 bis März 2010.  
Quelle Kraus Partner Investment Solutions

Tabelle 1

## RENDITEVERGLEICH

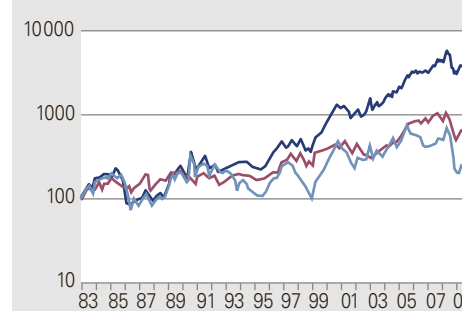
	Energie	Landwirtschaft	Edelmetalle	Industriemetalle
<b>Outperformance p. a. in %</b>	4,7	9,4	4,6	0,5
<b>Alpha p. a. in %</b>	2,6	2,5	3,7	-1,0

Renditevergleich von Rohstoffaktien und direkten Rohstoffanlagen (Futures). Die erste Zeile vergleicht den Gesamtertrag miteinander, und die zweite zeigt den Mehrertrag gegenüber einem gemischten Portfolio von Rohstoffen und breit diversifizierten Aktien. Daten in Franken, Dez. 1982 bis März 2010.

Quelle Kraus Partner Investment Solutions

Tabelle 2

## SWITCHING-STRATEGIE IM VORTEIL



1. Januar 1983 = 100  
■ Switching ■ Futures ■ Aktien  
Quelle Kraus Partner Investment Solutions, Grafik FuW