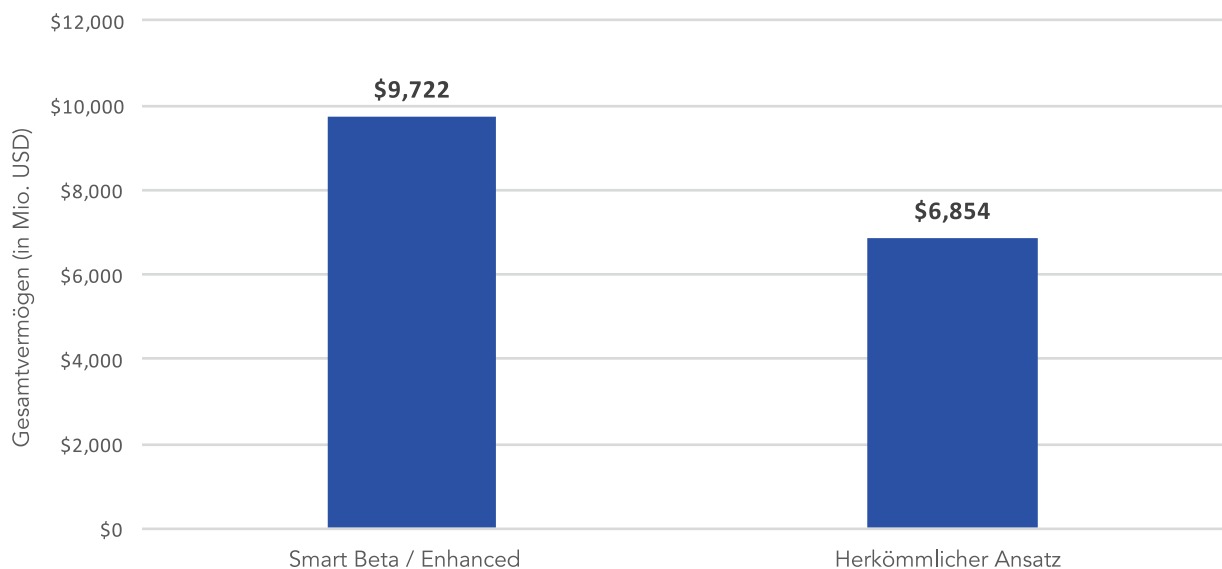


# INVESTOREN BAUEN IHR ROHSTOFFENGAGEMENT MIT SMARTEN METHODIKEN AUF

Im Rahmen einer aktuellen Analyse von in Europa gelisteten breit angelegten Rohstoff-Exchange Traded Funds (ETFs) stießen wir auf eine sehr interessante Information: wo der Großteil der Rohstoffanlagen angesiedelt ist. Unserem Research zufolge konzentriert sich die Mehrheit der ETF-basierten Rohstoffengagements in Europa nicht auf traditionelle, breit angelegte Rohstoffindizes, sondern stattdessen auf „optimierte“ oder „Smart-Beta“-Strategien, die darauf ausgelegt sind, eine differenzierte Performance gegenüber herkömmlichen Rohstoff-Investmentansätzen zu liefern.

In Abbildung 1 unten zeigen wir die Aufgliederung der Anlagen.

ABBILDUNG 1: ANLAGEN IN IN EUROPA GELISTETE BREIT ANGELEGTE ROHSTOFF-ETFs



Quelle: Bloomberg, Stand der Daten: 18. April 2019. ETFs werden danach sortiert, ob sie an einer westeuropäischen oder osteuropäischen Börse gehandelt werden, ob es sich bei ihnen um keine börsengehandelten Wertpapiere handelt, ob sich über keinen Leverage verfügen und ob sie auf breit angelegte Rohstoffe im Gegensatz zu einzelnen Rohstoffen abzielen. **Die historische Performance ist kein Anhaltspunkt für die künftige Performance und jedes Investment kann im Wert sinken. Ein direktes Investment in einen Index ist nicht möglich.**

Zu beachten ist hierbei, dass es sich bei „Smart Beta“ um einen weit gefassten Begriff handelt, der sich innerhalb eines diversifizierten Rohstoffinvestments auf viele verschiedene Dinge beziehen kann. Häufig zeigt sich dies darin, wie der Ansatz das Risiko steuert, einen Kontrakt auf den nächsten zu rollen. Dieser Vorgang kann für starken Gegenwind sorgen, wenn er nicht richtig gesteuert wird. Außerdem gibt es Ansätze zur Diversifizierung von Rohstoffinvestments, die einzelne Rohstoffe anders gewichten als die Standard-Benchmarks – ein Beispiel hierfür ist ein „gleich gewichteter“ Ansatz.

Wir beziehen uns auf einen „Standardansatz“, da Rohstoffindizes einzigartig sind und sich recht stark von nach der Marktkapitalisierung gewichteten Indizes unterscheiden. Unserer Erfahrung nach ist der Bloomberg Commodity Index im Allgemeinen der am meisten beachtete Rohstoffindex, doch es gibt auch andere, so zum Beispiel den Thomson Reuters CRB Index und den S&P GSCI Index. Der größte Unterschied zwischen diesen Indizes besteht in den spezifischen Rohstoffen, die in dem jeweiligen Index enthalten sind, und wie diese einzelnen Rohstoffe gewichtet werden. Die wichtigste Gemeinsamkeit liegt darin, dass die Art und Weise, wie die Terminkontrakte von einer Position auf die nächste übertragen werden, zu keinen Veränderungen bei den Terminkurven führt und immer planmäßig erfolgt – also unabhängig von „Contango“- oder „Backwardation“-Situationen.

Abbildung 1 stach für uns deshalb so hervor, weil sich die Situation bei ETF-Anlagen für Aktien des Euroraums oder Festverzinsliche des Euroraums vollkommen anders darstellt. Bei Aktien des Euroraums stehen sich Smart-Beta-Strategien beispielsweise mit rund 6 Milliarden USD und nach der Marktkapitalisierung gewichtete Strategien mit mehr als 130 Milliarden USD gegenüber<sup>1</sup>. Bei Festverzinslichen des Euroraums fallen die Zahlen mit ca. 2 Milliarden USD für Smart-Beta-Strategien und über 60 Milliarden USD für herkömmliche Ansätze ähnlich aus<sup>2</sup>.

## WAS IST AN ROHSTOFFEN SO ANDERS?

Ganz offensichtlich gibt es einen großen Unterschied zwischen Rohstoffen und diesen anderen Anlageklasse und es scheint, dass sich die Tendenz zum Status Quo sehr viel stärker auf Aktien und Festverzinsliche ausgewirkt hat als auf Rohstoffe. In allen Fällen sind die herkömmlichen Ansätze die älteren und werden schon länger auf dem Markt gehandelt.

Zu beachten ist hierbei, dass Rohstoffinvestoren nicht in der Lage sind, viele Rohstoffe direkt zu halten, da die Lagerkosten schnell zu einem bedeutenden Kostenpunkt werden können. Terminkontrakte (Futures) bieten eine komfortable Möglichkeit für ein Engagement, aufgrund der „Rollrendite“ können die Schwankungen der Spotpreise von Rohstoffen jedoch nicht perfekt nachgebildet werden. Bei ihr handelt es sich um die Auswirkungen, die durch den Wechsel zwischen verschiedenen Rohstoffkontrakten verursacht werden, und sie ist vom Verlauf der jeweiligen Terminkurve abhängig. Wenn die Spotpreise unter den Terminpreisen liegen, steigt die Kurve von links nach rechts an und es ergibt sich eine negative Rollrendite (Contango). Wenn die Spotpreise im Gegensatz dazu unter den Terminpreisen liegen, fällt die Kurve von links nach rechts ab und es ergibt sich eine positive Rollrendite (Backwardation). Für Rohstoffinvestoren ist die Rollrendite sicherlich ein Erschwernis. Könnte dies mit der hohen Nachfrage nach Smart-Beta-Rohstoff-ETFs zusammenhängen?

<sup>1</sup> Quelle: Bloomberg, Stand der Daten: 18. April 2019. ETFs werden danach sortiert, ob sie an einer westeuropäischen oder osteuropäische Börse gehandelt werden, ob es sich bei ihnen um keine börsengehandelten Wertpapiere handelt, ob sich über keinen Leverage verfügen und ob sie auf breit angelegte Aktien des Euroraums im Gegensatz zu einzelnen Ländern abzielen.

<sup>2</sup> Quelle: Bloomberg, Stand der Daten: Donnerstag, 18. April 2019. ETFs werden danach sortiert, ob sie an einer westeuropäischen oder osteuropäische Börse gehandelt werden, ob es sich bei ihnen um keine börsengehandelten Wertpapiere handelt, ob sich über keinen Leverage verfügen und ob sie auf breit angelegte Aktien des Euroraums im Gegensatz zu einzelnen Ländern abzielen.

## DER VERLAUF DER ROHSTOFF-TERMINKURVEN

Objektiv betrachtet ist es sinnvoll, den allgemeinen Verlauf der Rohstoff-Terminkurven für verschiedene Rohstoffe zu betrachten. Einige Eigenschaften sind vom aktuellen Umfeld (Mai 2019) abhängig, bei anderen handelt es sich hingegen um allgemeine Verhaltensmuster, die für bestimmte Rohstoffe gelten. Hier ein kurzer Überblick über die verschiedenen Rohstoffe.

### Energiebezogene Rohstoffe

Öl erhält im Bereich Energie am meisten Aufmerksamkeit, wobei die am meisten beachteten Kontrakte Rohöl der Sorte Brent und West Texas Intermediate nachbilden. Mit Stand vom Mai 2019 befinden sich beide dieser Rohstoffe in einer Backwardation-Situation, was zeigt, dass das Angebot als etwas knapp angesehen wird, den Erwartungen zufolge wird das Angebot die Nachfrage aber in Zukunft übersteigen.

Außerdem ist es wichtig, bei der Analyse von Rohstoff-Terminkurven die „Saisonabhängigkeit“ zu berücksichtigen. Benzin, Erdgas und sogar Heizöl werden davon zu unterschiedlichen Grade beeinflusst. Dies kann auf der Terminkurve zu Auf- und Abbewegungen führen, was zeigt, dass die Marktteilnehmer im Laufe unterschiedlicher, in der Zukunft liegender Monate eine veränderliche Angebots- und Nachfragedynamik vorhersagen.

### Industriemetalle

Aluminium, Blei, Kupfer und Nickel befanden sich im Mai 2019 im Contango, was bedeutet, dass die Spotpreise unter den zukünftigen, vorhergesagten Preisen liegen. Der Kurvenverlauf ist glatt, was darauf hindeutet, dass es kaum zu einer Saisonabhängigkeit kommt.

Zinn und Zink befinden sich zurzeit hingegen in Backwardation. Dies lässt darauf schließen, dass das Angebot zum Spotpreis knapp sein könnte, das Angebot aber in Zukunft im Verhältnis zur Nachfrage steigen könnte.

### Edelmetalle

Bei Gold befand sich die Terminkurve im Mai 2019 in Contango, was andeutet, dass die Nachfrage nach Gold in Zukunft steigen könnte – möglicherweise aufgrund einer höheren Inflation oder höherer geopolitischer Risiken.

Bei Silber, Platin und Palladium – die alle industriell verarbeitet werden – zeigt sich ein gemischtes Bild. Die Silber- und Platinkurven befinden sich in Contango, Palladium hingegen leicht in Backwardation. Bei Palladium war es 2018 zu einem deutlichen Preisanstieg gekommen, doch mit ein wenig Vorlaufzeit können die Verarbeiter auf Platin umstellen (und umgekehrt), wenn der Preis eines der Metalle gegenüber dem anderen schnell ansteigt. Vielleicht spiegelt sich dies im Verlauf der Terminkurve von Palladium wider?

### Landwirtschaftliche Rohstoffe

Aufgrund der Vielzahl landwirtschaftlicher Rohstoffe werden wir hier nicht auf jeden einzelnen eingehen, doch Saisonabhängigkeit spielt auch hier eine Rolle. Zurzeit zeigen Mais, Baumwolle und Zucker ein wellenförmiges Muster der Saisonabhängigkeit in ihren Terminkurven. Es wäre jedoch nicht richtig anzunehmen, dass jeder landwirtschaftliche Rohstoff immer diese Arten von Mustern aufweist. Bei Kaffee zeigt sich zurzeit beispielsweise ein gleichmäßigerer Trendverlauf in Contango.

Anstatt zu versuchen, zu einem einzelnen Zeitpunkt zu viele Rückschlüsse aus dem Verlauf der Terminkurven zu ziehen, möchten wir hier darauf hinweisen, dass sich die Terminkurve jedes Rohstoffs mit der Zeit ändern kann und dies auch tut. Dies bedeutet, dass die Kosten für das Rollen eines Rohstoff-Terminkontrakts von einem Monat zum nächsten im Zeitablauf schwanken und für jeden Rohstoff recht unterschiedlich ausfallen. Eine flexible und schnelle Reaktion auf sich verändernde Bedingungen könnte deshalb beim Entwickeln einer effektiven Investmentstrategie wichtig sein.

## DIE KOSTEN FÜR DAS ROLLEN VON ROHSTOFF-TERMINKONTRAKTEN

Abbildung 2 bildet die Auswirkungen der Rollrendite auf einer rollierenden annualisierten 3-Jahres-Basis anhand eines Bloomberg Commodity Index-Engagements als Ausgangsbasis ab.

ABBILDUNG 2: ROLLRENDITE FÜR DEN BLOOMBERG COMMODITY INDEX (ROLLIERENDE ANNUALISIERTE 3-JAHRES-BASIS)



Quelle: Bloomberg, Zeitraum vom 31. März 1991 bis 31. März 2019. Beinhaltet Backtesting-Daten. Der Bloomberg Commodity Index wird seit 14. Juli 1998 live berechnet. **Die historische Performance ist kein Anhaltspunkt für künftige Ergebnisse und jedes Investment kann im Wert sinken. Ein Investment in einen Index ist nicht möglich.**

Wir können sehen, dass die Rollrendite nicht konstant ist und deutlich schwankt. Sie wird durch die Verläufe der unterschiedlichen Rohstoffkurven beeinflusst. Im Januar 2019 wies der Bloomberg Commodity Index ein Engagement in 23 verschiedenen Rohstoffen aus, wobei jeder von ihnen durch den Verlauf seiner jeweiligen Terminkurve Einfluss ausübte. Dieser Einfluss entspricht dem Gewicht dieses Rohstoffs in dem breiteren Index.

Zu beachten ist hierbei, dass mehrere Faktoren den Verlauf der Terminkurven beeinflussen. Ein guter Ausgangspunkt könnte das Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage für jeden der Rohstoffe sein. Die Terminkurve spiegelt im Wesentlichen die Erwartungen des Marktes wider, wie sich dieses Gleichgewicht im Laufe der Zeit entwickeln wird. Nehmen wir Erdöl als Beispiel: Wenn Erdöl nach Ansicht des Marktes derzeit reichlich vorhanden ist, könnte der Spotpreis sinken. Würde sich Erdöl in Zukunft „normalisieren“, würde das Angebot relativ zur Nachfrage rückläufig sein, was wiederum einen Preisanstieg zur Folge hätte. Dann wäre ein Anstieg der Terminkurve zu beobachten, was auch Contango genannt wird.

### Ein Problem für Investoren: eine oft negative Rollrendite

Abbildung 2 zeigt, was vielen Investoren in letzter Zeit widerfahren ist – negative Rollrenditen haben für Gegenwind gesorgt. Die Tatsache, dass dies weithin bekannt ist, nützt den optimierten Rohstoffansätzen, die – worauf wir oben hingewiesen haben – häufig danach streben, genau dieses Risiko zu senken.

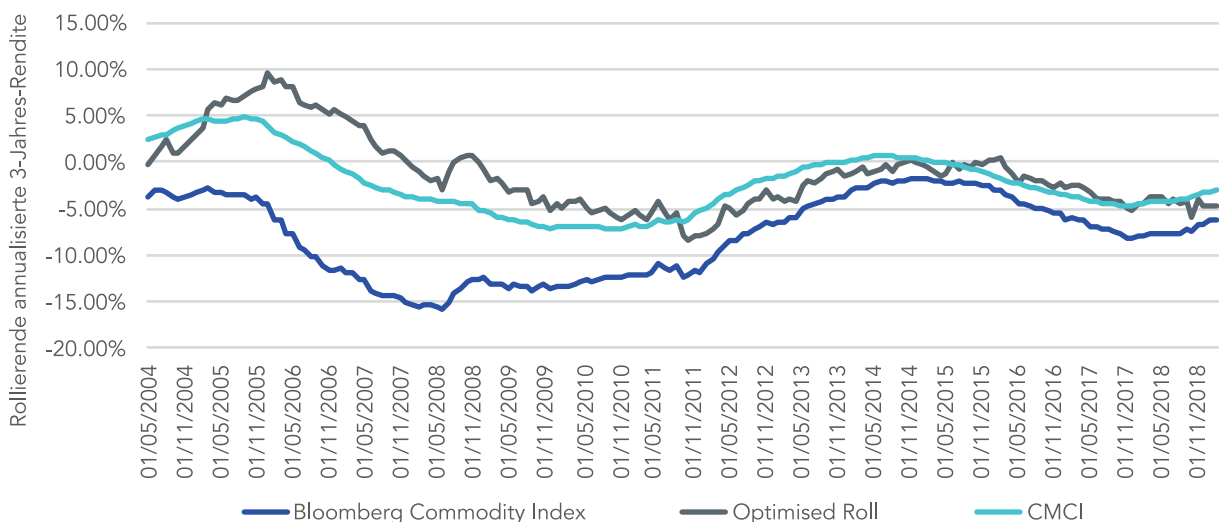
Es gibt zwei unterschiedliche Ansätze zur Senkung dieses Risikos und beide nutzen den Bloomberg Commodity Index als Basis, aus der einzelne Rohstoffengagements abgeleitet werden.

- + Der UBS Bloomberg CMCI Composite Index (CMCI): Dieser Index erkennt an, dass es sich weder bei Contango noch bei Backwardation um konstante Eigenschaften der Terminkurve eines beliebigen Rohstoffs handelt, und verteilt sein Terminkontraktengagement über die Terminkurven hinweg, im Gegensatz zur Auswahl eines einzelnen Kontrakts. Das ist vorteilhaft, wenn sich ein bestimmter Rohstoff beispielsweise in Contango befindet, denn je weiter das Engagement vom nächstfälligen Monat entfernt liegt, desto geringer sind die negativen Auswirkungen durch die Rollrendite.
- + Der Optimised Roll Commodity Index (Optimised Roll): Dieser Index wertet jeden Monat den Verlauf jeder Terminkurve aus und strebt eine Anpassung des Engagements über verschiedene Kurven hinweg an, um den Gegenwind zu minimieren. Entscheidend ist hierbei, dass bei dieser Strategie, anstatt das Engagement auf verschiedene Laufzeiten zu verteilen, auf der Grundlage einer monatlichen Momentaufnahme der jeweiligen Kurve eine Laufzeit ausgewählt wird. Wenn wir annehmen, dass sich die Form der Terminkurve über verschiedene Rohstoffe hinweg kontinuierlich verändert, handelt es sich hierbei um eine sinnvolle Strategie. Wenn sich ein Rohstoff zum Beispiel in eine Backwardation-Situation begibt, ist es sinnvoll, die positive Rollrendite im Rahmen des Möglichen maximal auszuschöpfen. Wenn ein Rohstoff hingegen in eine Contango-Situation übergeht, ist es sinnvoll, den negativen Gegenwind zu minimieren.

### Auswirkungen auf die Rollrendite

Mildern diese Strategien die Auswirkungen einer negativen Rollrendite tatsächlich ab? Dieser Frage gehen wir in Abbildung 3 nach.

ABBILDUNG 3: VERHALTEN VON ROLLRENDITEN BEI UNTERSCHIEDLICHEN VERSIONEN DES BLOOMBERG COMMODITY INDEX



Quelle: Bloomberg, Zeitraum vom 31. März 1991 bis 31. März 2019. Beinhaltet Backtesting-Daten. Der Optimised Roll Commodity Index wird seit 30. Juli 2013 live berechnet. Der UBS Bloomberg CMCI Composite Index wird seit 1. Januar 2007 live berechnet. **Die historische Performance ist kein Anhaltspunkt für künftige Ergebnisse und jedes Investment kann im Wert sinken. Ein Investment in einen Index ist nicht möglich.**

Abbildung 3 macht deutlich, dass sowohl der Optimised Roll als auch der CMCI die negativen Auswirkungen der Rollrendite auf einer rollierenden annualisierten 3-Jahres-Basis gesenkt haben. Es geht jedoch nicht klar aus Abbildung 3 hervor, ob der Optimised Roll oder der CMCI in dieser Hinsicht immer klar führend ist. Beide haben die Führung bei der Abmilderung einer negativen Rollrendite in unterschiedlichen rollierenden annualisierten 3-Jahres-Perioden aneinander abgegeben.

### SCHNEIDET SMART BETA GEGENÜBER DER HERKÖMMLICHEN METHODIK BESSER AB?

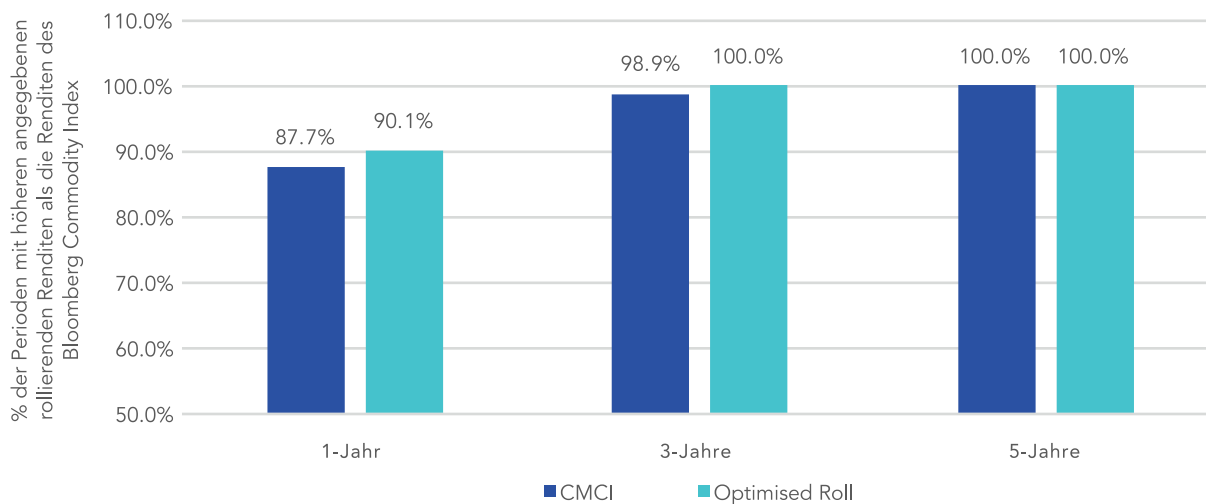
Für diejenigen, die sich stark auf den Rohstoffmärkten engagieren, ist die Rollrendite ein wichtiger Diskussionspunkt. Viele Investoren werden jedoch einfach wissen wollen, ob Smart-Beta- oder herkömmliche Rohstoffansätze im Laufe der Zeit die besseren Ergebnisse geliefert haben.

Um diese Frage zu beantworten, haben wir folgendes Rahmenwerk entwickelt:

- + Wir haben den CMCI und den Optimised Roll herangezogen – zwei unterschiedliche Smart-Beta-Optionen, die beide den Bloomberg Commodity Index zur Grundlage haben, aus dem sie ihre Rohstoffengagements ableiten.
- + Daraufhin haben wir die rollierenden Renditen über die Zeiträume von einem Jahr, drei Jahren und fünf Jahren miteinander verglichen. Unser Ziel war es, in jedem der Zeiträume den Anteil der rollierenden Zeiträume zu bestimmen, in denen der Smart-Beta-Ansatz besser abgeschnitten hat als der herkömmliche Ansatz.

Die Ergebnisse dieser Analyse werden in Abbildung 4 dargestellt.

ABBILDUNG 4: SMART-BETA- VS. HERKÖMMLICHE ROHSTOFFANSÄTZE – VERGLEICH DER ROLLIERENDEN RENDITEN



Quelle: Bloomberg, Zeitraum vom 31. März 1991 bis 31. März 2019. Beinhaltet Backtesting-Daten. Der Optimised Roll Commodity Index wird seit 30. Juli 2013 live berechnet. Der UBS Bloomberg CMCI Composite Index wird seit 1. Januar 2007 live berechnet. **Die historische Performance ist kein Anhaltspunkt für künftige Ergebnisse und jedes Investment kann im Wert sinken. Ein Investment in einen Index ist nicht möglich.**

Abbildung 4 zeigt, dass beide Smart-Beta-Ansätze in einem breiten Rohstoffengagement sowohl in der 3-Jahres- als auch der 5-Jahres-Analyse die Renditen des Bloomberg Commodity Index in fast jedem Zeitraum übertroffen haben, was klar für den Einsatz dieser Ansätze spricht. Die rollierenden 1-Jahres-Renditen zeigten die größte Varianz, dies ist jedoch zu erwarten, da im kürzesten Zeitraum tendenziell die größten Schwankungen bei den Daten zu beobachten sind. Doch in diesem Fall schnitten sowohl der CMCI als auch der Optimised Roll in mehr als 87 % der rollierenden 1-Jahres-Perioden trotzdem besser ab als der herkömmliche Bloomberg Commodity Index.

#### **Rohstoffinvestoren täten gut daran, in Smart-Beta-Ansätze zu investieren**

Zusammenfassend ist es unseres Erachtens klar, dass ETF-Investoren die Vorteile erkannt haben, die Smart-Beta- oder optimierte Rohstoffstrategien bieten. Der Hauptvorteil liegt unseres Erachtens in der Fähigkeit, in gewissem Maße sensibel auf die Rollrenditen reagieren zu können, ein Faktor, der sich deutlich negativ auf die Renditen auswirken kann. In dieser besonderen Anlageklasse bieten die neueren, spezifischen Strategien eine Lösung für ein grundlegendes Problem – und die Anlagenflüsse spiegeln dies wider.

## WICHTIGE INFORMATIONEN

---

**Im Europäischen Wirtschaftsraum („EWR“) herausgegebene Mitteilungen:** Dieses Dokument wurde von WisdomTree Ireland Limited, einer von der Central Bank of Ireland zugelassenen und regulierten Gesellschaft, herausgegeben und genehmigt.

**In Ländern außerhalb des EWR herausgegebene Mitteilungen:** Dieses Dokument wurde von WisdomTree UK Limited, einer von der United Kingdom Financial Conduct Authority zugelassenen und regulierten Gesellschaft, herausgegeben und genehmigt.

WisdomTree Ireland Limited und WisdomTree UK Limited werden jeweils als „WisdomTree“ bezeichnet. Unsere Richtlinie über Interessenkonflikte und unser Verzeichnis sind auf Anfrage erhältlich.

**Nur für professionelle Kunden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen dienen ausschließlich Ihrer Information und stellen weder ein Angebot zum Verkauf bzw. eine Aufforderung oder ein Angebot zum Kauf von Wertpapieren oder Anteilen dar. Dieses Dokument sollte nicht als Basis für eine Anlageentscheidung verwendet werden. Anlagen können an Wert zunehmen oder verlieren und Sie können einen Teil oder den gesamten Betrag der Anlage verlieren. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist nicht notwendigerweise ein Hinweis auf zukünftige Ergebnisse. Anlageentscheidungen sollten auf den Angaben im entsprechenden Prospekt sowie auf unabhängiger Anlage-, Steuer- und Rechtsberatung basieren.**

Bei diesem Dokument handelt es sich nicht um Werbung bzw. eine Maßnahme zum öffentlichen Angebot von Anteilen oder Wertpapieren in den USA oder einer zugehörigen Provinz bzw. einem zugehörigen Territorium der USA, und es darf unter keinen Umständen als solche verstanden werden. Weder dieses Dokument noch etwaige Kopien dieses Dokuments sollten in die USA mitgenommen, (direkt oder indirekt) übermittelt oder verteilt werden.

Dieses Dokument kann unabhängige Marktkommentare enthalten, die von WisdomTree auf der Grundlage öffentlich zugänglicher Informationen erstellt wurden. Obwohl WisdomTree bestrebt ist, die Richtigkeit des Inhalts dieses Dokuments sicherzustellen, übernimmt WisdomTree keine Gewährleistung oder Garantie für seine Richtigkeit oder Genauigkeit. Die Drittanbieter, deren Dienste in Anspruch genommen werden, um die in diesem Dokument enthaltenen Informationen zu beziehen, übernehmen keine Gewährleistung oder Garantie jeglicher Art bezüglich dieser Daten. Dort, wo WisdomTree seine eigenen Ansichten in Bezug auf Produkte oder Marktaktivitäten äußert, können sich diese Auffassungen ändern. Weder WisdomTree, noch eines seiner verbundenen Unternehmen oder einer seiner jeweiligen leitenden Angestellten, Verwaltungsratsmitglieder, Partner oder Mitarbeiter übernimmt irgendeine Haftung für direkte Schäden oder Folgeschäden, die durch die Verwendung dieses Dokuments oder seines Inhalts entstehen.

Dieses Dokument kann zukunftsorientierte Aussagen enthalten, einschließlich Aussagen hinsichtlich unserer aktuellen Erwartungen oder Einschätzungen im Hinblick auf die Wertentwicklung bestimmter Anlageklassen und/oder Sektoren. Zukunftsorientierte Aussagen unterliegen gewissen Risiken, Unsicherheiten und Annahmen. Es gibt keine Sicherheit, dass diese Aussagen zutreffen, und die tatsächlichen Ergebnisse können von den erwarteten Ergebnissen abweichen. WisdomTree empfiehlt Ihnen deutlich, sich nicht in unangemessener Weise auf diese zukunftsgerichteten Aussagen zu verlassen.

Jegliche in diesem Dokument enthaltene historische Wertentwicklung kann u. U. auf Backtesting beruhen. Backtesting ist der Prozess, bei dem eine Anlagestrategie evaluiert wird, indem sie auf historische Daten angewandt wird, um zu simulieren, was die Wertentwicklung solch einer Strategie in der Vergangenheit gewesen wäre. Durch Backtesting erzielte Wertsteigerungen sind jedoch rein hypothetisch und werden in diesem Dokument einzig und allein zu Informationszwecken aufgeführt. Daten, die durch Backtesting gesammelt wurden, stellen keine tatsächlichen Wertsteigerungen dar und dürfen nicht als Indikator für tatsächliche oder zukünftige Wertsteigerungen angesehen werden.