

# Viewpoint

## Warum man aktiv in Rohstoffe investieren sollte Februar 2011



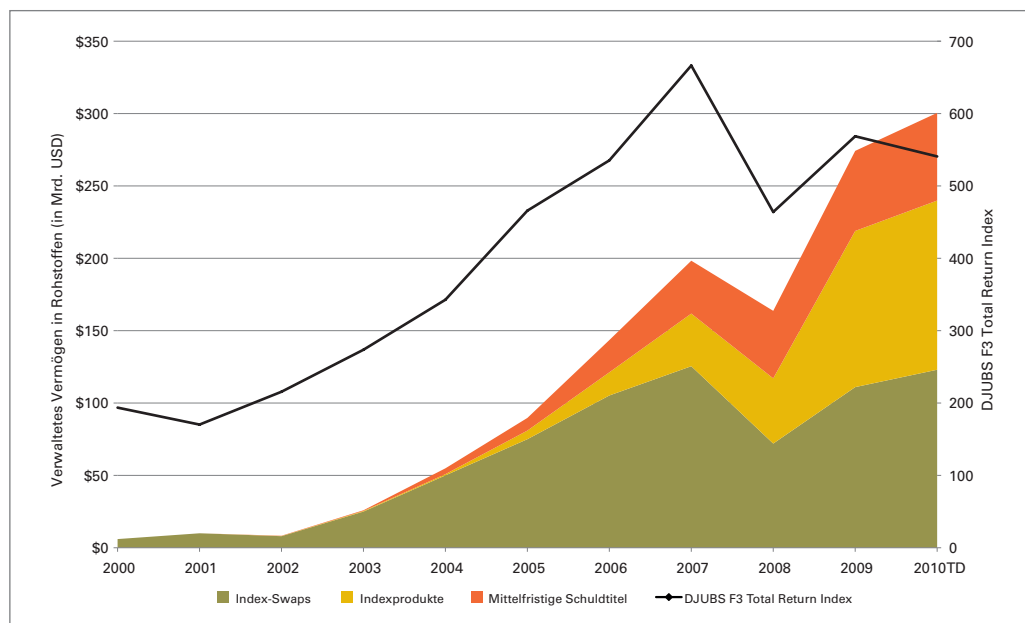
**David Donora**  
Head of Commodities

Der Markt für Rohstoff-Investments ist in den letzten zehn Jahren rapide gewachsen, aber die Mehrheit des Vermögens bleibt in passiv verwalteten Anlageinstrumenten. Trotz der historischen Tendenz zu passiven Rohstoff-Investments gehen wir davon aus, dass die besonderen Eigenschaften der Rohstoffmärkte und die technischen Preismerkmale von Rohstoff-Futures nahelegen, dass ein aktiver Ansatz einen deutlichen Mehrwert bieten kann.

Im Jahr 1991 veröffentlichte Goldman Sachs seinen Rohstoffindex, den Goldman Sachs Commodity Index (GSCI), und begann damit, seinen Kunden OTC-Swaps auf Basis dieses Index zu verkaufen. Neben dem GSCI, der heute S&P GSCI heißt, gibt es auch den Dow Jones UBS Commodity Index (DJUBSCI), der 1998 als DJAIG eingeführt wurde.

Nach dem Platzen der Dotcom-Blase im Jahr 2000 und der darauf folgenden weitreichenden Korrektur am Aktienmarkt 2001 begannen die Anleger, „echte“ Vermögenswerte nachzufragen. Seither ist die Nachfrage exponentiell gestiegen. Der GSCI und der DJUBS sind die weltweit am meisten getrackten Indizes für Rohstoffe. Beide haben ihren Schwerpunkt auf der Produktion, aber der DJUBS ist diversifizierter (und UCITS III-konform). Er deckelt die Branchengewichtungen, so dass Energie 33% ausmacht im Vergleich zu den ungedeckelten 70% beim GSCI.

**Grafik 1: Investments in Rohstoffe gegenüber DJUBS F3 Total Return Index**



Quelle: Bloomberg, MTN-I, diverse ETP-Emittenten, Barclays Capital

2001 waren weniger als 10 Mrd. USD in Long-Only Rohstoffindizes investiert, aber diese Zahl wuchs im Jahr 2010 auf 250-300 Mrd. USD. Dabei ist wichtig, dass diese Indizes statisch in den Rohstoffen sind, in die sie investieren, weil sie ihre Gewichtungen lediglich einmal im Jahr im Dezember festlegen und die Änderungen in den ersten Januarwochen des Folgejahres in Kraft treten. Da ihre Ausrichtung auf die Rohstoffmärkte letztlich durch Long-Positionen in Futures erzielt wird, sind die Kalendermonate, in denen die Indizes investiert sind, und die Daten und Zeitpunkte, zu denen die Futures in spätere Monate rollen, in den Index-Handbüchern festgelegt. Viele Indexfonds, die auf Rohstoff-Futures basieren, sind sogar noch transparenter, da die genaue Anzahl an Futures, die zur Stabilisierung des Indexfonds gehalten werden, auch öffentlich zugänglich ist und täglich aktualisiert wird. Dieser hohe Grad an Transparenz erlaubt es vielen Marktteilnehmern, beim Rollen der Indexpositionen regelmäßig den Preisunterschied auszunutzen.

### Aktives kontra passives Management

Obwohl die Indizes als Anlagevehikel ausgelegt wurden, führten ihre Passivität und Transparenz zu einer zunehmenden Underperformance, als das Investitionsvolumen in Rohstoffindizes stieg und ein wesentlicher Bestandteil des gesamten offenen Interesses (Open Interest) am Markt für Futures wurde. Passive Index-Investments spielen nun an den meisten Märkten eine bedeutende Rolle. Obwohl eine Anlage in Rohstoffe reizvoll bleibt, ist es unerlässlich, dass sich die Anlagemethode weiterentwickelt, um weiterhin die Art von Erträgen zu generieren, die Investoren mit dieser Anlageklasse anstreben.

Was sind nun die Eigenschaften von passiven Index-Investments, die zu einer Underperformance führen können, und wie kann aktives Management dabei helfen, das auszugleichen?

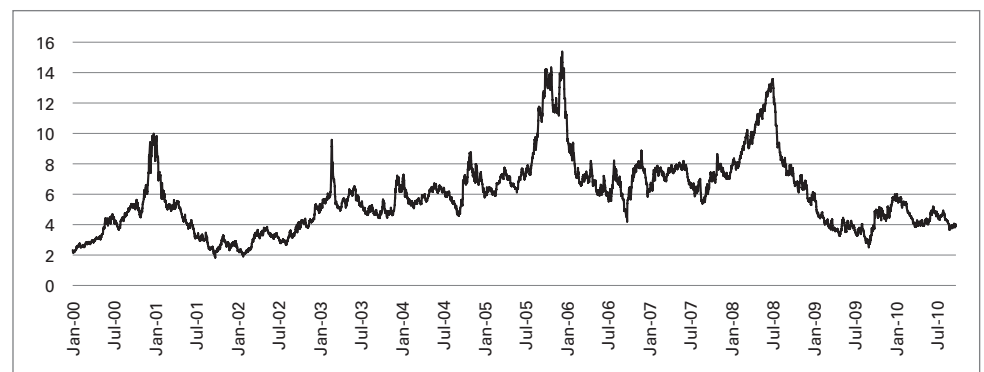
#### 1. Jährliche Rebasierung

Da die Index-Gewichtungen lediglich einmal im Jahr angepasst werden, entstehen zwei Probleme. Erstens führt eine deutliche unterjährige Preissteigerung eines Rohstoffes dazu, dass der Index zu stark auf diesen einen Rohstoff ausgerichtet ist. Rohöl und seine in hohem Maße korrelierten Produkte Heizöl und Benzin machten beispielsweise bei seiner letzten Rebasierung 20% des DJUBS aus. Wenn der Preis aufgrund eines geopolitischen Ereignisses wie der irakischen Invasion in Kuwait im Jahr 1990 um das Vierfache in die Höhe schnellen würde, würde die Ausrichtung auf diesen einen Rohstoff auf über 50% des Index ansteigen. Bis zur nächsten Rebasierung wäre der Index dann nicht mehr diversifiziert und die Wertentwicklung vieler anderer Rohstoffe würde irrelevant.

Zweitens passiert es an den Rohstoffmärkten oft, dass die Preise genauso schnell wieder fallen wie sie gestiegen sind – manchmal innerhalb weniger Wochen oder Monate. Da die Indizes nur einmal jährlich auf Basis der Dezemberpreise rebasiert werden, würden sie von Preisentwicklungen, die im Jahresverlauf eine deutliche positive Wertentwicklung generieren, die sich jedoch nicht bis in den Dezember fortsetzt, nicht profitieren.

Im Gegensatz dazu hat aktives Management die Freiheit, die Gewichtungen auch unterjährig anpassen zu können, um die Diversifikation aufrecht zu erhalten und von kurzfristigen Preisausschlägen zu profitieren. Grafik 2 zeigt, dass der US-amerikanische Erdgasmarkt eine deutliche Tendenz zu kurzfristigen Preisausschlägen aufweist, die schnell wieder in die andere Richtung drehen.

**Grafik 2: Preis von US-Erdgas (in USD)**



Quelle: Bloomberg

Die Möglichkeit, von diesen Preisschwankungen zu profitieren, ist einer der Hauptgründe dafür, dass wir einen völlig eigenen Investmentprozess verfolgen und diesen im Threadneedle (Lux) Enhanced Commodities Fund innerhalb der UCITS III-Richtlinien praktizieren. In der Praxis strukturieren wir OTC-Swaps für einzelne Rohstoffe, um eine auf die von uns bestimmten Gewichtungen zugeschnittene Rohstoffausrichtung zu erzielen. Im Anschluss an die tägliche Performance-Bewertung wird das Portfolio dann regelmäßig im Monatsverlauf rebasiert – und die individuellen Gewichtungen können nach Bedarf angepasst werden.

Ein anderer Aspekt passiver Indexgewichtung, der von aktivem Management profitieren kann, ist die Tatsache, dass Indexgewichtungen zum Großteil auf jährlichen Produktionskennziffern basieren und das grundlegende Angebot und die Nachfrage oder saisonale Gegebenheiten nicht einbeziehen. Daher berücksichtigen die Gewichtungen beider statischen Indizes weder die wahrscheinliche Wertentwicklung einzelner Rohstoffmärkte noch die sich bietenden Chancen, sondern beziehen sich lediglich auf den Wert ihrer globalen Produktion.

In unserem Investmentprozess klassifizieren wir regelmäßig einzelne Rohstoffe in jedem Sektor. Wir beurteilen die wahrscheinliche Wertentwicklung einzelner Märkte sowohl auf absoluter als auch relativer Basis und passen die Gewichtungen dementsprechend an. Wir platzieren sinnvolle Kaufoptionen an einzelnen Märkten und halten uns dabei an die UCITS III-Diversifikationsrichtlinien.

Der Fonds wird nicht fremdfinanziert und geht auch nicht Short. Er zielt darauf ab, voll investiert zu sein. Dadurch, dass er Anlegern eine tägliche Liquidität bietet, liegt die Entscheidung, in Rohstoffen investiert zu sein, beim Anleger. Nachfolgend sehen Sie einen aktuellen Auszug der Fondsgewichtungen relativ zur Benchmark.

**Grafik 3:**

Sektor	Rohstoff	Benchmark-Gewichtung*	TECF-Gewichtung**	Zinsstruktur***	Kommentar
Energie	Erdgas	11.55%	11.00%	5 (F3)	
	Rohöl – WTI	14.34%	14.40%	5 (F3)	
	Bleifreies Benzin	3.53%	5.00%	0 (GSCI)	Erholung der Nachfrage
	Heizöl	3.58%	2.00%	5 (F3)	Nebensaison
Lebendvieh	Lebendrind	3.55%	7.00%	4 (F3)	
	Magere Schweine	2.10%	0.00%		Saisonal
Getreide und Ölsaat	Chicago Weizen	4.70%	5.00%	0 (GSCI)	Saisonal im Gegensatz zu Mais
	Kansas Weizen	0.00%	5.00%	0 (GSCI)	Proteinprobleme
	Mais	7.09%	0.00%		Perfekte Wachstumsbedingungen
	Sojabohnen	7.91%	5.00%	4 (F3)	
	Sojaöl	3.00%	3.10%	5 (F3)	
Industriemetalle	Aluminium	5.75%	0.00%		Teuer, Lagerbestände
	Kupfer	7.64%	10.00%	4 (F3)	Begrenztes Angebot
	Zink	3.02%	3.00%	5 (F3)	
	Nickel	2.37%	1.00%	5 (F3)	
	Blei	0.00%	3.00%	1 (GSCI)	Erholung der Automobilbranche
	Zinn	0.00%	0.00%		
Edelmetalle	Gold	9.12%	12.00%	0 (GSCI)	Länderrisiko
	Silber	3.29%	5.00%	q (GSCI)	
	Platin	0.00%	0.00%		
Weiche Rohstoffe	Zucker	2.89%	2.50%	7 (F3)	Hersteller-Hedging im Oktober
	Baumwolle	2.00%	2.50%	4 (F3)	
	Kaffee	2.56%	2.50%	4 (F3)	
	Kakao	0.00%	1.00%	0 (F0)	

\*Zielgewichtungen des Dow Jones für 2010

\*\*Die Gewichtungen des TECF reflektieren unsere Kaufoptionen auf einzelne Rohstoffe, z.B. favorisieren wir Kupfer gegenüber Aluminium und Weizen gegenüber Mais.

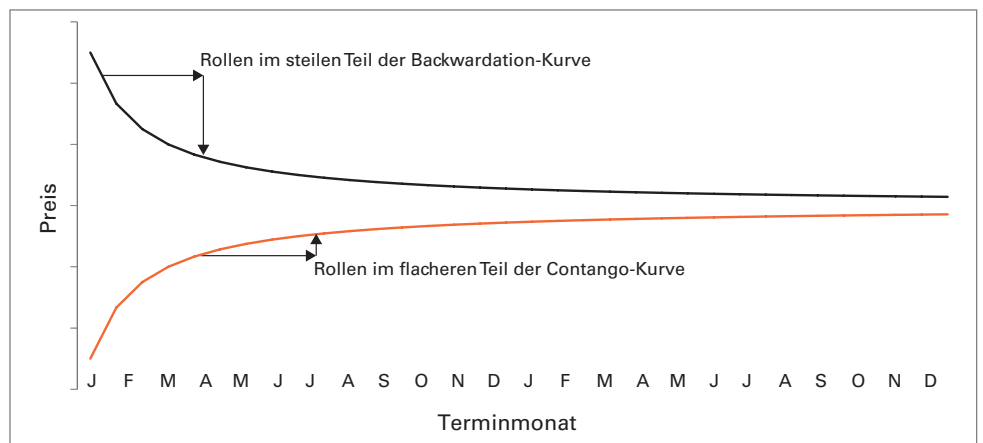
\*\*\*Zeigt die Platzierung unserer Long-Positionen auf der Zinsstrukturkurve, z.B. Erdgas +5 bedeutet, dass wir fünf Kalendermonate im voraus Long sind. In Klammern steht der relevante Index, z.B. F0 = DJUBS Standard, F3 = DJUBS 3 Months Fwd Index und GSCI = Standard SPGSCI Index Kontrakt.

## 2. Rollmethodik

Die wichtigsten Rohstoffindizes nutzen spezifische Rollmethodologien, die in ihren Handbüchern veröffentlicht sind. Sie beschreiben, wie und wann die Indizes ihre Long-Futures vor der materiellen Lieferung verkaufen und einen weiteren Kontrakt entlang der Kurve kaufen. Meistens sind die Indizes im ersten und gelegentlich im zweiten Terminkontrakt investiert – aus dem einfachen Grund, weil dort die größte Liquidität zu finden ist.

Angesichts der schlechten Wertentwicklung dieser Indizes und diverser ETFs im Jahr 2009 wurde in letzter Zeit viel über das Rollen geschrieben. Die deutliche Underperformance wurde zum großen Teil dadurch ausgelöst, dass einige Futures-Märkte einen steilen Contango aufwiesen. Das bedeutet, dass der zweite (oder dritte) Terminkontrakt, der zum Rollzeitpunkt gekauft werden muss, teurer ist als der, der verkauft wird. Deshalb können weniger Kontrakte gekauft als verkauft werden, was zur Folge hat, dass man weniger Rohstoffe (ausgedrückt in Barrels, Tonnen, Scheffeln etc.) für einen bestimmten USD-Betrag besitzt.

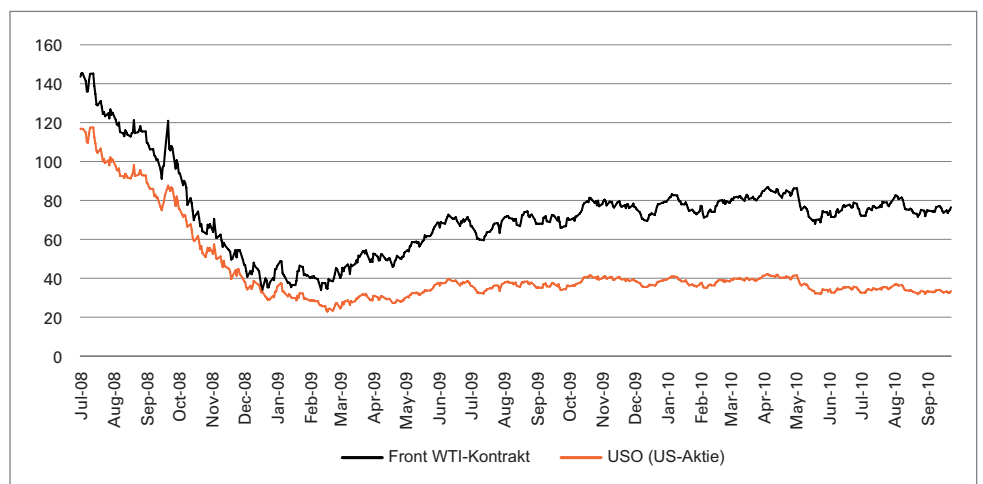
**Grafik 4:**



Ein Beispiel zitiert aus einem Bloombergartikel vom 21. Juli 2010:

*Am 06. Februar (2009) weitete sich der Preis-Spread zwischen auslaufenden Rohöl-Futures und den Kontrakten für den Folgemonat um 1,39 USD pro Barrel auf 5,98 USD – eine Erhöhung um 30% ... Letzten Endes waren der United States Oil Fund (USO) und seine Investoren aufgrund des extremen Contango die Verlierer: Sie konnten sich weniger der teureren April-Futures leisten als sie im März besaßen, sagt Forero nach einer Analyse der Bloomberg-Daten. „Sie mussten für die eigentlich gleichen Barrels mehr bezahlen.“*

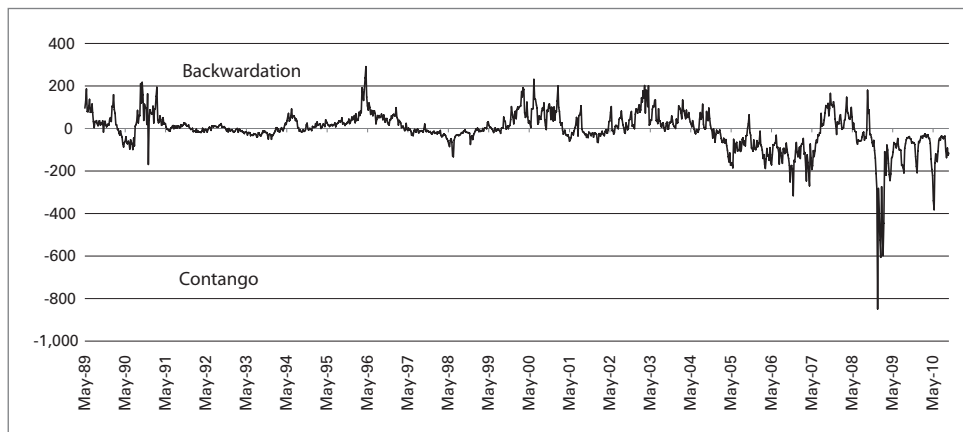
**Grafik 5 zeigt die relative Performance des USO gegenüber dem Front WTI-Kontrakt.**



Quelle: Bloomberg

Erstens ist anzumerken, dass die Märkte sich nicht immer in einem steilen Contango befinden – manchmal kann man den Frontkontrakt mit einer deutlichen Prämie zum zweiten verkaufen (dieses Szenario heißt Backwardation), was eine positive Rollrendite zur Folge hat. Die Rollmethodik kann sehr gut zugunsten des Rohstoffanlegers funktionieren – und das hat sie in der Vergangenheit auch.

**Grafik 6: CL1-CL2**



Quelle: Bloomberg

Zweitens sind wir durch aktives Management in der Lage zu bestimmen, wo entlang der Kurve wir unsere Long-Position halten, um eine negative Rollrendite zu minimieren und eine positive Rollrendite zu maximieren. Es gibt eine Reihe von Produkten, die auf Algorithmen basieren und diesen Positionierungsaspekt „optimieren“, aber sie legen generell die Vergangenheit zugrunde und leiden manchmal unter ihrer mechanischen Methodik. Unserer Meinung nach hat aktives Management nach eigenem Ermessen hier einen Vorteil, da man vorausschauend arbeiten kann.

Drittens berücksichtigen wir die gesamte zur Verfügung stehende Palette an zugrundeliegenden Rohstoffkontrakten, um die Wertentwicklung relative zur Rollrendite zu verbessern. Während des „Super-Contango“ Anfang 2009 beispielsweise zeigte Brent-Öl, das auf dem Seeweg transportiert wird, nicht die gleiche Tendenz bezüglich der Steilheit in den zwei Frontmonaten wie West Texas Intermediate (WTI), das in Cushing gelagert wird. Es bewahrte jedoch eine stetige Preissensitivität. Gleichermäßen wurde Hard Red Winter Weizen dieses Jahr an der Börse von Kansas City mit einer weniger negativen Rollrendite als Chicago Weizen gehandelt - ebenfalls mit einer ähnlichen allgemeinen Preissensitivität. Die Bedingungen der materiellen Lieferung, kurzfristiges Angebot und kurzfristige Nachfrage, spekulative Geldströme sowie die Aktivitäten passiver Rohstoff-Investoren tragen zum Preisverhältnis der Front Month Futures bei. All diese Faktoren sind in konstanter Bewegung.

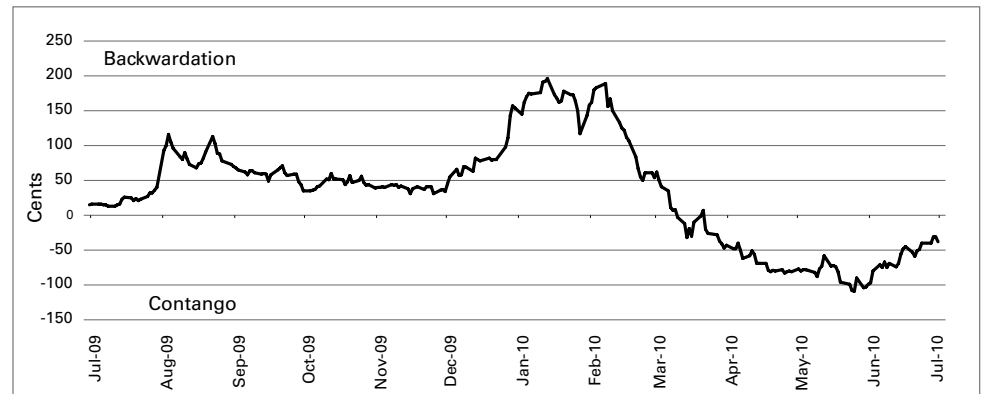
### Positionierung auf der Kurve

Neben den oben erwähnten Überlegungen treffen wir auch Entscheidungen, sobald wir eine wesentliche Veränderung des Kurvenverlaufs eines einzelnen Rohstoffes für wahrscheinlich halten und passen seine Kurvengewichtung dementsprechend an. Zahlreiche Tropenstürme im Golf von Mexiko würden beispielsweise US-Raffinerien negativ beeinflussen und die Benzinpreise könnten sich vorübergehend in eine steile Backwardation bewegen. Indem wir uns noch vor der Hurrikansaison ganz am Anfang der Kurve positionieren, versuchen wir, von diesem saisonalen Effekt zu profitieren.

Änderungen des Verlaufs der Zinsstrukturkurve können ebenfalls eine wichtige Ertragsquelle für den Fonds darstellen. Im Gegensatz zu passiven oder algorithmusoptimierten Rohstoffprodukten gehen wir davon aus, dass wir mit vorausschauendem aktiven Management die Chance haben, regelmäßig von dieser Wertentwicklung zu profitieren.

Ein interessantes und visuell reizvolles Beispiel ist Grafik 7, die das Verhältnis zwischen Rohzuckerkontrakten von Juli 2010 und Oktober 2010 zeigt. Diese bewegten sich innerhalb weniger Monate von einer deutlichen Backwardation in ein beträchtliches Contango und zurück zu Backwardation. Jede Bewegung erzeugte eine potenzielle Chance für aktive Manager.

**Grafik 7: Rohzucker: Juli 2010 minus Oktober 2010-Kontrakt**



Quelle: Bloomberg

Der letzte Punkt hinsichtlich der Rollmethodik ist, dass passive Indizes und sogar algorithmusbasierte Indexprodukte generell zu vorbestimmten Daten und Zeitpunkten rollen. Das hat sich über die letzten Jahre weiterentwickelt, aber von Zeit zu Zeit entstehen Konzentrationen, die die Märkte vorübergehend verzerren. Unser aktiver Ansatz ermöglicht es uns, unsere Positionen nach eigenem Ermessen zu bewegen - mit dem Ziel, die Marktchancen zu maximieren und unsere Spuren zu minimieren. Um nochmals auf Grafik 7 Bezug zu nehmen: Die Rolldaten sowohl des S&P GSCI als auch des DJUBS für ihre Juli 2010-Futures waren am 5. bis 9. Werktag im Juni – genau während des kurzen Zeitfensters mit negativer Rollrendite für Zucker über das ganze Jahr.

### Ein Blick in die Zukunft

Im Rohstoffbereich steckt aktives Management gegenwärtig mit weniger als 20% der geschätzten Gesamtinvestitionen noch in den Kinderschuhen, aber der Trend von passiver zu aktiver Verwaltung hat begonnen. Das liegt zum großen Teil daran, wie sich diese Anlageklasse entwickelt hat. Wir glauben, dass in fünf bis zehn Jahren Rohstoffe eine Anlageklasse im Billionen-Dollar-Bereich sein wird, die von aktiven Managern dominiert wird. Die Entwicklung der einzelnen Märkte, das wachsende Universum investierbarer Rohstoffe und die Erfordernis, Erträge entsprechend der Spot-Performance zu erzielen, deuten darauf hin, dass der Trend zu aktivem Management weitergehen wird.

Bei Threadneedle haben wir ein Rohstoff-Team mit langjähriger Handelserfahrung zusammengestellt. Nachdem wir an der Entwicklung des Marktes beteiligt waren, gehen wir nun davon aus, dass sich Rohstoff-Investments in Richtung sinnvolles aktives Management bewegen müssen. Mit dieser Annahme im Hinterkopf haben wir einen der ersten aktiv verwalteten, UCITS III-konformen Rohstofffonds entwickelt. Wir sind zuversichtlich, dass dieser innovative Fonds in Kombination mit der Expertise des Teams uns dazu befähigen wird, Rohstoffanlegern einen Mehrwert zu liefern, wenn der Markt sich weiterhin so entwickelt.



**Für weitere Informationen kontaktieren Sie bitte:**  
**Deutschland:** +49 69 297 299 24 oder deutschland@threadneedle.de  
**Österreich:** +43 1 537124210 oder oesterreich@threadneedle.com

### **Wichtige Informationen**

Zurückliegende Wertentwicklung ist keine Garantie auf zukünftige Wertentwicklung. Der Wert von Investmentanteilen ist nicht garantiert und kann sowohl fallen als auch steigen und Wechselkursveränderungen unterliegen. Durch große Mittelzuflüsse und -abflüsse kann der Handelspreis eines Fonds eine Verwässerungsanpassung enthalten. Weitere Einzelheiten sind im Verkaufsprospekt zu finden. Diese Veröffentlichung stellt kein Angebot zum Kauf von Anteilen dar. Käufe sollten nur auf der Basis des aktuellen Prospekts oder vereinfachten Prospekts sowie des Jahres- bzw. Halbjahresberichts getätigt werden. Das Portfolio nutzt Derivate, um sich so in Rohstoff-Indizes oder -Subindizes, die aus Futures-Kontrakten auf physische Rohstoffe bestehen, zu engagieren. Der Einsatz solcher Derivate aus Gründen der Anlagestrategie kann das Risikoprofil des Portfolios erhöhen. Das Portfolio investiert in Rohstoff-Indizes, die sich aus Futures-Kontrakten auf physische Rohstoffe aus bestimmten Sektoren zusammensetzen. Sobald sich diese Futures-Kontrakte ihrem Fälligkeitsdatum nähern, werden sie durch Kontrakte mit einem späteren Fälligkeitsdatum ersetzt. Abhängig von den aktuellen Preisen am zugrunde liegenden Markt kann diese Vorgehensweise sowohl positive als auch negative Auswirkungen auf das Portfolio haben. Darüber hinaus können die Rohstoffpreise unvorhersehbaren Schwankungen unterliegen, wodurch der Index und das Kursniveau des Index sowie der Wert des Portfolios auf nicht prognostizierbare Art und Weise beeinflusst werden. Das Portfolio engagiert sich zudem in einzelnen Rohstoff-Indizes, die für Preisschwankungen besonders anfällig sind und aus diversen Gründen selbst starken Schwankungen unterliegen können. Die Rohstoffe, die den Index-Komponenten zugrunde liegen, können darüber hinaus in einer lediglich begrenzten Zahl von Ländern gefördert werden. Gleichzeitig besteht die Möglichkeit, dass diese Segmente von einigen wenigen Produzenten kontrolliert werden. Deshalb haben politische, wirtschaftliche und angebotsspezifische Ereignisse in solchen Ländern unter Umständen übermäßig starke Auswirkungen auf die Preise solcher Rohstoffe sowie auf den Wert des Index. Threadneedle Management Luxembourg SA registriert beim Registre de Commerce et des Societes (Luxemburg), Registrierungsnummer B 110242 74, Rue Mühlenweg, L-2155 Luxemburg, Großherzogtum Luxemburg Threadneedle Asset Management Limited (TAML) registriert in England und Wales, Registrierungsnummer 573204 60 St Mary Axe, London EC3A 8JQ, Großbritannien In Großbritannien zugelassen und beaufsichtigt durch die Financial Services Authority, Registrierungsnummer 122194 Threadneedle ist ein Markenname, und sowohl der Name Threadneedle als auch das Logo sind Handelsmarken oder registrierte Handelsmarken der Threadneedle-Unternehmensgruppe. **threadneedle.com**

**Diese Produktinformation ist für den  
Anlageberater und nicht für den  
Privatanleger bestimmt.**

