

Rohstoffindizes im Vergleich

Worauf Anleger bei der Wahl von Rohstoffindexprodukten achten sollten

Teil 50 Twin-Win-Zertifikate

Teil 51 Rohstoffindizes im Vergleich

Teil 52 Win-Win-Zertifikate



Seit einigen Jahrzehnten haben sich Rohstoffe immer mehr zu einem festen Bestandteil der Assetallokation diversifizierter Portfolios entwickelt. Die Nachfrage nach möglichst einfachen Anlagevehikeln und entsprechenden Benchmarkindizes ist daher deutlich gestiegen. Das führte zur Vorstellung einer Vielzahl von Rohstoffindizes, von denen wir hier die wichtigsten vorstellen.

Bei der Entwicklung von Indizes können unterschiedliche Ziele im Vordergrund stehen; wichtig für den Einsatz als Benchmark für eine aktive oder eine passive Geldanlage ist insbesondere die Investierbarkeit. Daher werden wir in dieser Folge der KnowHow-Akademie die von uns betrachteten Indizes insbesondere auf ihre Investierbarkeit hin untersuchen. Damit ein Index investierbar ist, müssen insbesondere drei Anforderungen erfüllt sein: Nachbildbarkeit, Liquidität und Transparenz.

Bei Backtesting wichtig: konstante Berechnungsmethode

Unter Nachbildbarkeit versteht man, dass einem Index eine Berechnungsweise zugrunde liegt, die prinzipiell auch durch das Kaufen und Verkaufen von Vermögensgegenständen nachvollzogen werden könnte. Beispiel: Alle bekannten Aktien-

indizes können durch den Kauf und das Halten von entsprechenden Aktienpositionen nachgebildet werden. Nicht nachbildbar wäre dagegen ein theoretischer Aktienindex, bei dem stets nur die Performance der besten Aktie über einen Zeitraum massgeblich wäre. Da man bereits zu Beginn sicher wissen müsste, welche Aktie am besten abschneiden wird, könn-



Im Überblick: Hier vorgestellte Rohstoffindizes

Dow Jones AIG Commodity Index (DJ/AIG)

Goldman Sachs Commodity Index (GSCI®)

Rogers International Raw Materials Index (RICI)

Reuters Jeffries CRB Futures Index (RJ/CRB)

te ein solches Portfolio nicht nachgebildet werden. Ein solcher Index würde sich daher nicht als Benchmark eignen. Von praktischer Bedeutung für die Nachbildung eines Index ist die Liquidität der in ihm enthaltenen Vermögensgegenstände. Bei Aktienindizes beispielsweise bedeutet dies, dass für die Auswahl der in einem Index enthaltenen Aktien das Kriterium des Freefloats, d.h. der nicht in festem Besitz befindlichen Aktien, von grosser Bedeutung ist. Die Anforderung der Trans-

parenz betrifft die Kontinuität der Auswahlkriterien und der Gewichtungsmethoden, die sowohl für ein aussagefähiges Backtesting als auch für die Einschätzung künftiger Wertentwicklungen von Bedeutung ist.

Mit der Entwicklung eines Rohstoffindex können mehrere Ziele verfolgt werden. So könnte ein Rohstoffindex die allgemeine Preisentwicklung von Rohstoffen messen, oder er könnte versuchen, eine besonders erfolgversprechende Anlagestrategie zu entwickeln. Dies wiederum führt uns zu einem klassischen Problem, das sich beim Vergleich verschiedener Indizes immer wieder stellt: Ein neu aufgelegter Index kann „backtestingoptimiert“ zurückgerechnet werden. Gestützt auf die elektronische Datenverarbeitung, können bei der Entwicklung eines neuen Index unzählige kleine Variationen entlang jeweils etwas modifizierter Indexkonzepte gerechnet werden, um eine möglichst günstige Historie des Index zu erhalten. Anleger können dieses Problem in erster Linie dadurch umgehen, dass sie sich an Indizes orientieren, die schon seit einigen Jahren tatsächlich berechnet werden, ohne dass wesentliche Umstellungen des Berechnungskonzepts vorgenommen worden wären.



RJ/CRB: Der Commodity Research Bureau Index

Der älteste Rohstoffindex, der auch heute noch weit verbreitet ist, ist der CRB Index. Dabei steht CRB für Commodity Research Bureau. Der Index wird seit 1957 berechnet und wurde im Laufe der Jahre mehrfach umgestaltet. Anfänglich enthielt der Index insgesamt 28 Rohstoffe, darunter auch Zwiebeln, Eier, Kartoffeln oder Schweinefett.

In die Indexberechnung ging für jeden Rohstoff jeweils der Durchschnitt der Futureskontraktpreise von mehreren Fälligkeiten ein, zu Beginn beispielsweise wurden alle Futureskontrakte herangezogen, die binnen eines Jahres fällig wurden. Da in je nach Rohstoff unterschiedlichen Abständen der nahe Future aus dem Index ausschied und ein Future mit Fälligkeit in einem Jahr hinzukam, änderte sich die Zusammensetzung der im Index enthaltenen Futures. Weil die daraus resultierenden Preisunterschiede nicht durch eine Anpassung der Gewichte der Kontrakte im Index ausgeglichen wurden, liess sich der Index nicht durch eine Handelsstrategie nachbilden.

Auch die neun Revisionen des Index in den Jahren 1961 bis 1995 haben dieses Grundproblem des Index nicht lösen können. Man beschränkte sich darauf,

die Zusammensetzung oder die Anzahl der in die Berechnung einbezogenen Futureskontrakte zu verändern, sodass der Index weiterhin nicht als Benchmark für Finanzprodukte genutzt werden konnte und sich aus dem Indexstand des CRB allenfalls eine Aussage über die allgemeine Inflation der Rohstoffmärkte ablesen liess.

Erst mit der zehnten Revision des Index im Mai 2005, die mit einer Umbenennung in Reuters/Jeffries CRB Index („RJ/CRB“) einherging, wurde das Indexkonzept grundlegend geändert. Seither bezieht sich der Index nicht mehr auf eine Reihe von Futureskontrakten der nächsten sechs Monate, die zueinander geometrisch gewichtet werden, sondern

nur auf genau einen nahen Kontrakt, der zudem regelmässig gerollt wird. Derzeit umfasst der Index 19 Rohstoff-Futureskontrakte. (Bis 1973 waren auch Spot-Rohstoffe im Index vertreten.)

Die Gewichtung der einzelnen Rohstoffe ist nicht ganz so einfach zu beschreiben: Zunächst werden die Rohstoffe in vier Kategorien eingeteilt: Die Kategorie I heisst Petroleum und enthält die Energierohstoffe ausser Erdgas. Dieser Gruppe wird im Index das konstante Gewicht von 33% zugewiesen, das von den Indexsponsoren für ideal gehalten wird, um die Bedeutung von Energiepreisen für die Ökonomie widerzuspiegeln. Zueinander werden die drei Rohstoffe in Kategorie I in Relation zu ihrem Handelsvolumen gewichtet, was bedeutet, dass Rohöl mit 23% den Löwenanteil im Energiebereich ausmacht, während Heizöl und Benzin je 5% Gewicht erhalten.

Die Kategorie II enthält weitere sieben Rohstoffe und wird als Gruppe der hochliquiden Rohstoffe beschrieben. Jedem Rohstoff in dieser Gruppe, darunter Kupfer und Gold, wird das feste Gewicht von 6% zugewiesen. Der Gruppe III, bezeichnet als „liquide Rohstoffe“, gehören weitere vier Rohstoffe an, deren Gewicht jeweils 5% beträgt, darunter Baumwolle und Kaffee. In Gruppe IV schliesslich finden sich die sogenannten „Diversifikations-Rohstoffe“ wieder, die jeweils mit nur 1% in die Indexberechnung eingehen. Hierzu gehören unter anderem Nickel und – eher überraschend – Chicago-Weizen. Um die Gewichte im Index konstant zu halten, wird monatlich eine Umschichtung vorgenommen, d.h., es



Was Sie wissen sollten

Assetallokation beschreibt die Aufteilung eines Gesamtportfolios auf die verschiedenen Anlageklassen, wie Immobilien, Aktien, Anleihen, Rohstoffe usw. Erst auf der zweiten Stufe des Anlageprozesses wird dann versucht, besonders aussichtsreiche Anlagemöglichkeiten innerhalb der jeweiligen Anlageklasse zu identifizieren.

Benchmarkindizes erfüllen die Aufgabe, die Entwicklung eines Marktsegments im Allgemeinen abzubilden. So bildet der S&P 500 Index die Entwicklung der grossen US-amerikanischen Unternehmen ab. Der Erfolg einer aktiven Strategie, also einer direkten Anlage in die im jeweiligen Index enthaltenen Vermögensgegenstände, kann im Vergleich zu einem Benchmarkindex gemessen werden. Eine Anlage, die direkt in einen solchen Benchmarkindex erfolgt, wird als passives Investment bezeichnet.

müssen Rohstoffe, die nun ein Übergewicht im Index haben, verkauft und Rohstoffe, die nun im Index untergewichtet sind, in einem entsprechenden Verhältnis gekauft werden.

In der 10-Jahres-Rückrechnung, die Reuters/Jeffries zu ihrem Index-Relaunch gleich mitgeliefert haben, schlägt der neue RJ/CRB Index die wesentlichen anderen Indizes, was nun weniger überraschend ist, da eine tatsächliche Indexhistorie noch nicht vorliegt. Da der Index jedoch sehr transparent ist und wegen der nunmehr leichten Nachbildbarkeit vermutlich auch bald Finanzprodukte auf ihn angeboten werden, dürfte es leicht sein, nach drei, fünf oder zehn Jahren zu ermesen, wie sich der Index in der wirklichen Welt schlägt.

GSCI®: Der Goldman Sachs Commodity Index

Historisch folgt als nächster Index der seit 1991 berechnete Goldman Sachs Commodity Index GSCI®. Der GSCI® ist mithin – seit der Totalrevision des RJ/CRB – der älteste auf unveränderter Grundlage berechnete Index. Da der GSCI® und seine Subindizes bereits mehrfach in der KnowHow vorgestellt wurden, können wir uns hier kurz fassen.

Weil es mit dem nicht investierbaren „alten“ CRB-Index keine Möglichkeit gab, aktiv Rohstoffanlagen gegen einen Index zu benchmarken beziehungsweise passiv in die Anlageklasse Rohstoffe zu investieren, entwickelte Goldman Sachs den GSCI®, um diese Lücke zu füllen. Der Wunsch nach einem investierbaren Rohstoffindex war von einem grossen institutionellen Anleger an Goldman Sachs herangetragen worden, der sein Vermögen auch in die Assetklasse Rohstoffe diversifizieren wollte, da diese neben sehr attraktiven Renditen auch besonders vorteilhafte Beimischungseigenschaften, vor allem eine niedrige bis negative Korrelation mit Aktien, mitbrachte. Die Wahl der Investmentbank folgte sicher der führenden Rolle, die Goldman Sachs im Rohstoffhandel einnahm, nachdem das Unternehmen 1981 mit J. Aron & Company ein führendes, 1892 gegründetes Rohstoffhandelshaus übernommen hatte.

Bei der Konzeption des GSCI® stand daher von Anfang an im Vordergrund, dass der Index die Geldanlage in einen Rohstoffindex ermöglichen sollte. Das erklärt weitgehend die Mechanik, die für den Index gewählt wurde. Durch den Bezug auf den nahen Futureskontrakt und das regelmässige Rollen konnte der Index nachgebildet werden und war somit investierbar. Durch die Beschränkung auf liquide handelbare Rohstofffutures ist sichergestellt, dass auch grosse Vermögen angelegt werden können. Die Beschränkung auf Kontrakte, die in den OECD-Staaten in US-Dollar notieren, sichert ein Vermögen gegen unangenehme Entwicklungen ab.

Bei der Entscheidung, wie die einzelnen Rohstoffe zueinander gewichtet sein sollen, orientierte man sich an der Gewichtung eines Aktienindex, die nach Marktkapitalisierung erfolgt und daher ohne

subjektive Bewertungen auskommt: Die Indexbestandteile werden entsprechend dem Wert der Weltjahresproduktionsmenge des jeweiligen Rohstoffs mit jeweils aktuellen Preisen zueinander gewichtet. Dies führt dazu, dass sich mit Preisänderungen auch das Gewicht des Rohstoffs im Index entsprechend ändert. Diese Änderung der Gewichtungen ergibt sich bei den Indizes mit festen Prozentgewichten pro Rohstoff natürlich auch. Allerdings wird hier durch regelmässige Umschichtungen das Zielgewicht wieder hergestellt. Eine solche Umschichtung ist beim GSCI® nicht erforderlich.

Der GSCI® ist, da er als Benchmark dienen soll, transparent beschrieben und wird ohne Diskriminierung an andere Investmentbanken lizenziert, sodass eine Vielzahl von Banken eine Vielzahl von Wertpapieren auf den GSCI® anbietet.

→ Rohstoffe in den jeweiligen Indizes				
Rohstoff	RJ/CRB	DJ/AIG	GSCI	RICI
Aluminium	✓	✓	✓	✓
Azuki-Bohnen				✓
Baumwolle	✓	✓	✓	✓
Blei			✓	✓
Brent-Rohöl			✓	
Canola				✓
Chicago-Weizen	✓	✓	✓	✓
Erdgas	✓	✓	✓	✓
Gasöl			✓	
Gerste				✓
Gold	✓	✓	✓	✓
Gummi				✓
Hafer				✓
Heizöl	✓	✓	✓	✓
Holz				✓
Kaffee	✓	✓	✓	✓
Kakao	✓		✓	✓
Kansas-Weizen			✓	
Kupfer	✓	✓	✓	✓
Lebendrind	✓	✓	✓	✓
Mageres Schwein	✓	✓	✓	✓
Mais	✓	✓	✓	✓
Mastrind			✓	
Nickel	✓	✓	✓	✓
Orangensaft	✓			✓
Palladium				✓
Platin				✓
Reis				✓
Seide				✓
Silber	✓	✓	✓	✓
Sojabohnen	✓	✓	✓	✓
Sojabohnenmehl				✓
Sojabohnenöl		✓		✓
Unverbleites Benzin	✓	✓	✓	✓
US-Rohöl	✓	✓	✓	✓
Wolle				✓
Zink		✓	✓	✓
Zinn				✓
Zucker	✓	✓	✓	✓

Stand: 24.05.2006

Dies führt zu einem erheblichen Wettbewerb zwischen verschiedenen Anbietern, was wiederum zur Attraktivität der GSCI®-Produkte beiträgt. Nicht zuletzt deshalb und sicherlich auch wegen seiner langen Historie als echter Index ist in den GSCI®-Indizes derzeit der grösste Teil des weltweit an Rohstoffindizes gebundenen Kapitals investiert.

RICI: Der Rogers International Raw Materials Index

Seit Sommer 1998 wird mit dem Rogers International Raw Materials Index („RICI“) ein weiterer Index berechnet. Dieser Index wurde von dem ehemaligen Hedgefondsmanager Jim Rogers aufgelegt, der durch seine Zusammenarbeit mit George Soros berühmt wurde, mit dem gemeinsam er erfolgreich gegen das Britische Pfund spekulierte.

In mehreren Büchern und ungezählten Presseartikeln hat Rogers seitdem seiner Überzeugung Ausdruck verliehen, dass die Rohstoffmärkte insgesamt noch immer am Anfang eines langanhaltenden Aufschwungs stehen. Seine Indexfamilie soll einen Beitrag dazu leisten, diese Märkte für Anleger handelbar zu machen. Demzufolge ist auch bei diesem Index wenig wirklich Neues zu vermelden. Auch der RICI bezieht sich auf den nahen Kontrakt, auch hier wird von einem in den nächsten Monat gerollt, und auch hier sind eine Reihe verschiedener Futureskontrakte, konkret derzeit 35, im Index enthalten.

Der Unterschied zum GSCI® liegt eher im Detail: So wird die Gewichtung der einzelnen Rohstoffe zueinander, die durch monatliche Anpassungen hergestellt wird, nicht von objektiven Kriterien abgeleitet, sondern sie wird jährlich entlang den Erwartungen von Jim Rogers & Co. festgelegt. Zwar kann der Index damit nicht mehr als Benchmark für den Rohstoffmarkt allgemein dienen, aber die recht günstige Vergangenheitsperformance, die allerdings einen noch nicht allzu langen Zeitraum umfasst, zeigt, dass dies nicht nur ein Nachteil sein muss.

Eine Spezialität des RICI sind aber insbesondere die vielen verschiedenen, teilweise recht exotischen Rohstoffe, die im

Index vertreten sind. Dies erleichtert die Handelbarkeit nicht. Deshalb, und womöglich auch wegen des weniger scharfen Wettbewerbs bei RICI-Produkten, sind die tatsächlichen Finanzprodukte, die bisher auf den RICI existieren, mit höheren Managementgebühren belegt als vergleichbare Produkte auf den GSCI®. Anleger sollten diesen Umstand beim Vergleich von Anlagenmöglichkeiten selbstverständlich mit beachten.

Eine weitere Einschränkung ist zu machen: Unter den vielen Rohstoffen des RICI gibt es eine ganze Reihe, die ein sehr geringes Gewicht im Index haben. Der Extremfall ist Seide, deren Gewicht im Index bei nur 0.05% liegt. Bei einem solch geringen Gewicht haben Preisbewegungen des Rohstoffs nur einen sehr geringen Effekt: Selbst wenn sich der Preis für Seide zwölf Monate lang verdoppeln und sich damit im Wert vervierertausendfachen würde, würde dem Anleger wegen der Indexmethodik und des geringen Gewichts von diesem sagenhaften Anstieg ein Wertanstieg von nur 0.6% zugute kommen.

DJ/AIG: Der Dow Jones AIG Index

Der jüngste unter den hier betrachteten Indizes ist der Dow Jones AIG Index („DJ/AIG“), der im Jahr 1999 aufgelegt wurde. In ihm sind wie im RJ/CRB derzeit 19 Rohstoffe vertreten (allerdings zum Teil andere Rohstoffe als im RJ/CRB, siehe Tabelle auf Seite 53).

Auch der DJ/AIG ist als handelbarer Index konstruiert und bezieht sich somit ebenfalls rollierend auf den jeweils nahen Futureskontrakt. Bei der Gewichtung der einzelnen Rohstoffe zueinander geht der Index jedoch einen anderen Weg: Die Gewichtung erfolgt entsprechend der ins Verhältnis gesetzten Handelsaktivität in einem Rohstoff. Wenn also die Umsätze in einem Rohstoff hoch sind, wird dieser Rohstoff entsprechend stark gewichtet. Dabei sind die Gewichte allerdings in ein enges Korsett von Maximal- und Minimalgewichten eingebunden.

So kann kein Sektor ein Gewicht von mehr als 33% haben. Kein einzelner Rohstoff, unabhängig davon, wie viel Handel dort stattfindet, kann ein Ge-

wicht von mehr als 15% oder von weniger als 2% haben (dies vielleicht mit der RICI'schen Seide als mahndem Beispiel vor Augen). Das Zielgewicht wird jährlich herbeigeführt. Dieses Vorgehen führt bizarrerweise dazu, dass Erdgas im RJ/AIG fast das gleiche Gewicht wie Rohöl hat (zum Vergleich: im GSCI® hat Erdgas derzeit ein Gewicht von etwa 8%, während die Erdöle WTI und Brent zusammen mit rund 45% im Index vertreten sind, siehe auch die Tabelle auf Seite 55, „Rohstoffindizes im Überblick“).

Anleger sollten Produkte vergleichen

Bei der Auswahl des richtigen Rohstoffprodukts steht für Anleger sicherlich zunächst die Wahl zwischen einem Einzelrohstoff oder einem Rohstoffindex an erster Stelle. Anleger, die eine Investition in einen Index erwägen, sollten auf die Wahl des „richtigen“ Index einen Moment Zeit verwenden und nicht das erstbeste beworbene Produkt kaufen, ohne sich die Eigenschaften des Index genauer anzuschauen. Gerade bei strukturierten Produkten, deren Bewertung nicht trivial ist, ist es für Anleger wichtig, vergleichbare Instrumente mehrerer Emittenten zu betrachten, um die für ihr Portfolio und ihre Markterwartung wirtschaftlichste Entscheidung zu treffen.

In der kommenden Folge der Know-How-Akademie stellen wir das neue kapitalgarantierte Win-Win-Zertifikat auf den Dow Jones EURO STOXX 50® Index vor. Nichts verlieren zu können, aber in beiden Marktrichtungen profitieren zu können, klingt zu gut, um wahr zu sein. Wie es dennoch funktioniert, zeigen wir in der KnowHow-Ausgabe Juli 2006.