

Wie wirken sich Rollrenditen auf Ihre Rohstoffrenditen aus?

Nitesh Shah und Nick Leung

Dank eines stabilen Wachstums der weltweiten Wirtschaft und zunehmender geopolitischer Spannungen haben Rohstoffinvestoren 2018 allen Grund zur Freude. Diese positive Stimmung spiegelt sich sowohl in den Preisen als auch in den Kapitalflüssen der Investoren wider. Breite Rohstoffkörbe schneiden im bisherigen Jahresverlauf besser ab als der S&P 500, und die Kapitalflüsse globaler Rohstoff-ETFs erreichen mehrjährige Hochs.

Doch wenn Investoren die Renditekomponenten nicht im Auge behalten, die Einfluss auf Rohstoff-ETPs und die nachgebildeten zugrunde liegenden Futures nehmen, könnte die Performance ihres Investments für lange Gesichter sorgen. Aus diesem Grund möchten wir uns die verschiedenen Renditekomponenten von Rohstoff-Futures genauer ansehen, insbesondere die Auswirkungen der Rollrendite.

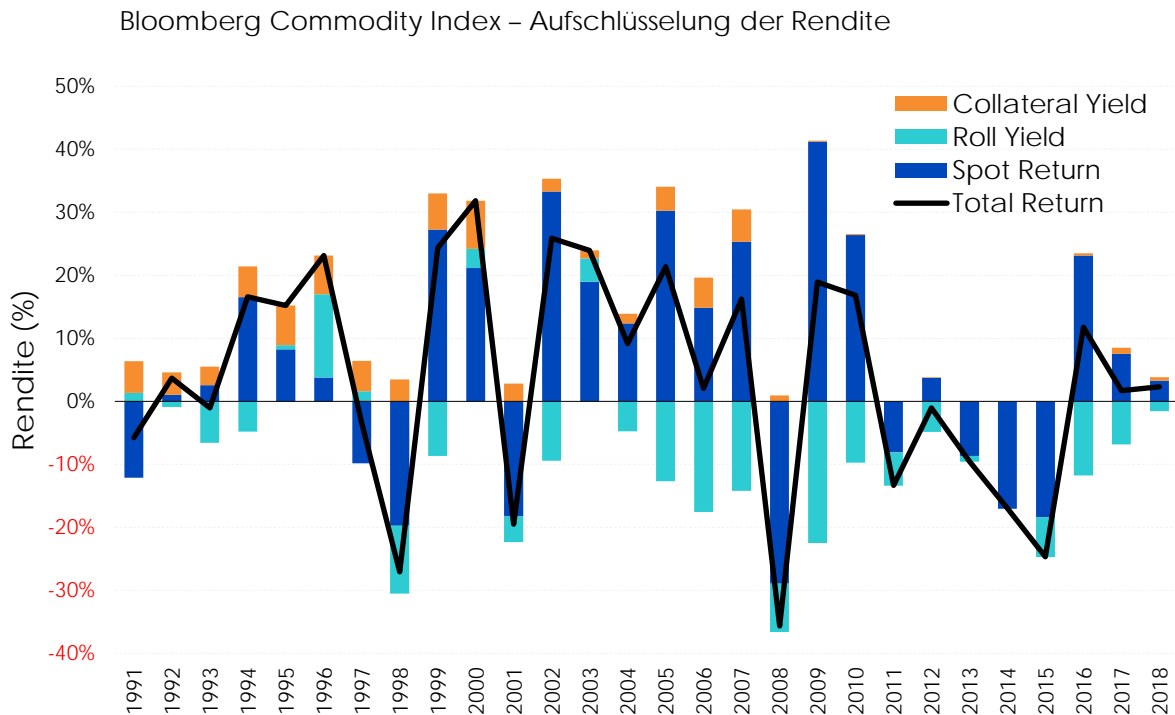
Wie setzen sich Renditen zusammen?

In der Regel kann nicht in Rohstoff-Spot-Preise investiert werden. Stattdessen bietet der Futures-Markt Investoren eine einfache und effiziente Möglichkeit, um Zugang zu Rohstoffen zu erhalten. Ein Investment in Rohstoff-Futures besteht aus drei Komponenten: der **Spot-Rendite**, der **Rollrendite** und der **Sicherheitenrendite**.

Die Spot-Rendite spiegelt einfach die Preisveränderung eines bestimmten Rohstoffs bei sofortiger Lieferung wider. Ebenso wichtig ist jedoch die Rollrendite – eine Komponente, die häufig unter den Tisch fällt. Sie reflektiert die allgemeinen Kosten (oder auch einen Nutzen), die durch den physischen Besitz von Rohstoffen anfallen, so etwa Lagerkosten, Versicherungskosten und Transportkosten. Je nach Verlauf der Futures-Kurve eines Rohstoffs, kann sich die Rollrendite signifikant auf die Renditen von Investoren auswirken.

Contango-Märkte sind durch eine ansteigende Futures-Kurve gekennzeichnet (d. h. mit dem Halten eines Rohstoffs sind Nettokosten verbunden, weshalb langfristige Futures-Kontrakte teurer sind als kurzfristige Futures-Kontrakte). Die Rollrendite ist deshalb typischerweise negativ, da sich die Futures-Preise mit der Zeit den Spot-Preisen annähern.

Abbildung 1: Die in Rohstoffrenditen enthaltene Rollrendite sollte nicht ignoriert werden



Quelle: Bloomberg, WisdomTree, Stand der Daten: 31. März 2018. **Die historische Performance ist kein Indikator für zukünftige Ergebnisse. Ein direktes Investment in einen Index ist nicht möglich.**

Tabelle: Zusammensetzung der Renditen im Zeitablauf

Annualisiert	seit					
	Jahresbeginn	1 Jahr	3 Jahr	5 Jahr	10 Jahr	Seit 1999
Gesamtrendite	1,7 %	8,5 %	-4,0 %	-7,2 %	-7,8 %	2,6 %
Spot-Rendite	3,3 %	12,4 %	3,0 %	-2,7 %	-1,3 %	7,8 %
Rollrendite	-1,5 %	-4,7 %	-7,4 %	-5,0 %	-6,9 %	-6,6 %
Sicherheitenrendite	0,6 %	1,3 %	0,6 %	0,4 %	0,3 %	1,8 %

Quelle: Bloomberg, WisdomTree, Stand der Daten: 31. März 2018. **Die historische Performance ist kein Indikator für zukünftige Ergebnisse. Ein direktes Investment in einen Index ist nicht möglich.**

Ist die Kurve im umgekehrten Fall abwärtsgerichtet (d. h. mit dem Besitz von Rohstoffen ist jetzt ein Nettonutzen verbunden, weshalb langfristige Kontrakte günstiger sind als kurzfristige Kontrakte), befindet sich der Markt in einer Situation, die Backwardation genannt wird.

Da es auf den Rohstoffmärkten in den letzten paar Jahrzehnten allgemein häufiger zu einer Contango-Situation gekommen ist, hat die Rollrendite in breiten Rohstoffkörben, wie dem Bloomberg Commodity Index, die Renditen von Investoren negativ beeinflusst, wie in Abbildung 1 dargestellt. 2016 machte die Belastung der Renditen durch die Rollrendite beispielsweise fast 12 % aus. Darin spiegelte sich ein hohes Überangebot bei Öl und die chinesische Vorratswirtschaft bei Basismetallen wider. Diese Negativwirkung hat seitdem nachgelassen und die Rollrendite könnte Rohstoffinvestoren aus den unten aufgeführten Gründen künftig weniger Kopfzerbrechen bereiten.

Vom strukturellen Contango zur Backwardation

Bei Öl-Futures ist es im Laufe des vergangenen Jahres zu einer dramatischen Verschiebung vom strukturellen Contango zur Backwardation gekommen. Dadurch ist ein Verursacher ausgeschieden, der in breiten Rohstoffindizes, wie dem Bloomberg Commodity Index, für hohe negative Rollrenditen gesorgt hat. Wenn wir uns die Zusammenhänge genauer ansehen, lassen sich diese aktuellen Veränderungen erklären.

Im Zeitraum 2011 bis 2014 nach der globalen Finanzkrise befanden sich Öl-Futures hauptsächlich in einer Backwardation-Situation. Eine hohe weltweite Nachfrage nach Öl wurde von einer starken Kontrolle der Öllieferungen durch die OPEC begleitet. Ihre fortgesetzte Politik eines knappen Angebots machte es möglich, dass sich die kurzfristigen Preise auf einem hohen Niveau hielten.

2014 änderte die OPEC jedoch ihre Strategie, um verlorene Marktanteile von Produzenten mit höheren Förderkosten, wie den USA, zurückzugewinnen, die als Reaktion auf die höheren Preise ihre Fördermengen stetig erhöht hatten. Die sich daraus ergebene Erhöhung der OPEC-Fördermengen überschwemmte die globalen Ölmärkte und führte zu einem Zusammenbruch der Spot-Preise von 100 USD/Barrel im Jahr 2014 auf unter 30 USD/Barrel 2016. Dadurch kam es zu einer vollkommenen Umkehrung der Futures-Kurve für Öl von Backwardation zu Contango und die Sorge um eine Ölknappheit wurde zur Sorge um ein niemals endendes Überangebot. In diesem Zeitraum trug die fortgesetzte Überproduktion und eine Knappheit bei den Lagerstätten zu einer Erhöhung der Lagerkosten bei, wodurch sich die Contango-Situation noch verschärfte. Die negative Rollrendite erreichte in diesem Zeitraum bis zu 3,5 % pro Monat.

2016 änderte die OPEC ihre Strategie ein weiteres Mal und gab eine Drosselung der Fördermengen (mit Beginn im Jahr 2017) bekannt, um die weltweiten Überbestände zu senken. Dies führte dazu, dass sich bei der Futures-Kurve wieder eine Backwardation-Situation ergab. Aufgrund der wiedergewonnenen Glaubwürdigkeit der OPEC, auf die eine

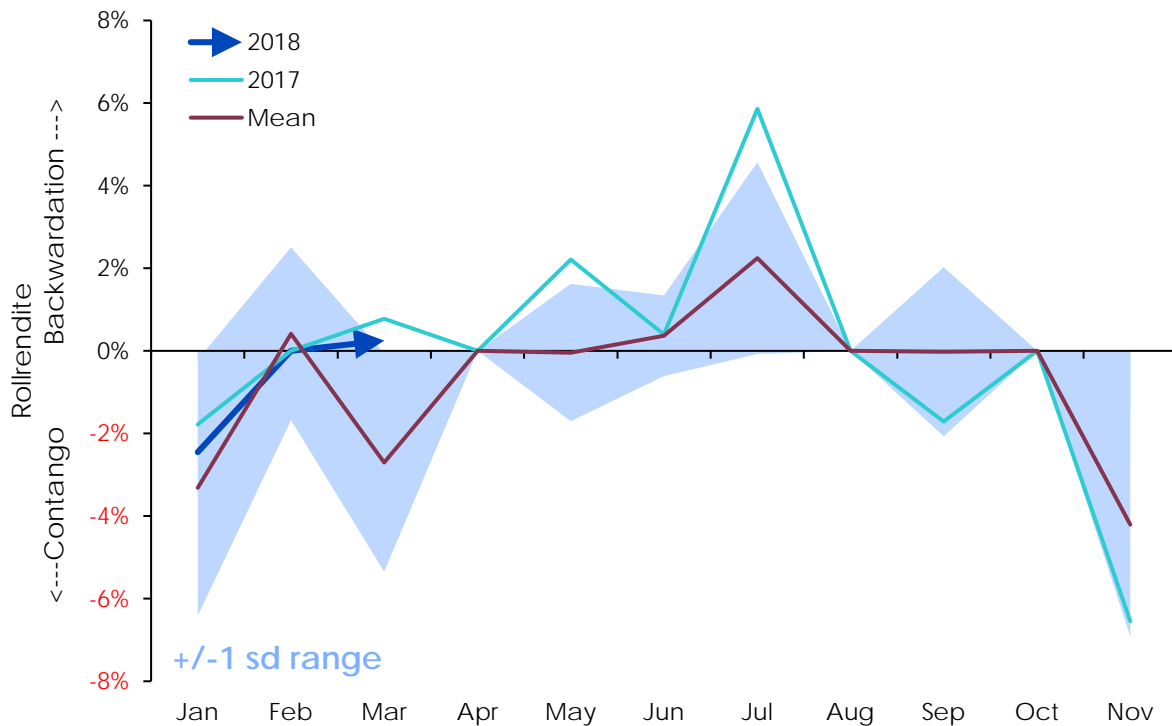
ausgedehnte Phase folgte, in der sich die OPEC an ihre gedrosselten Fördermengen hielt, verblieben alle wichtigen Öl-Futures-Kurven seit Mitte 2017 in einer Backwardation-Situation. Da es unwahrscheinlich ist, dass die OPEC von ihrer aktuellen Strategie abrücken wird und keine negativen Nachfrageschocks zu erwarten sind, werden Öl-Futures wahrscheinlich auf absehbare Zeit in dieser Backwardation-Situation verbleiben.

Saisonale Contango-Renditen

Das Rollmuster mancher Futures ist extrem saisonal. Im Gegensatz zu Öl, bei dem es üblicherweise zu langen Phasen kommen kann, in denen sich die gesamte Kurve entweder in Backwardation oder Contango befindet, gibt es andere Rohstoffe, wie Erdgas oder Lebewiehe, bei denen sich manche Abschnitte der Kurve in Backwardation, andere hingegen in Contango befinden.

Wann es zu Backwardation bzw. Contango kommt, folgt tendenziell einem festen saisonalen Muster. Bei Lebewiehe-Futures kommt es beispielsweise zwischen Mai und Juli zu Backwardation. Die Preise der nächstfälligen Kontrakte sind aufgrund der Spitzennachfrage im Sommer tendenziell höher, weiter rechts auf der Kurve sinken die Preise jedoch tendenziell, da das Angebot später im Jahr aufgrund biologischer Faktoren und aufgrund des Wetters steigt.

Abbildung 2: Saisonabhängigkeit der Rollrenditen bei Lebewiech



Quelle: Bloomberg, ETF Securities, Daten verfügbar bis Schlusskurs vom 4. Mai 2018. **Die historische Performance ist kein Indikator für zukünftige Ergebnisse. Ein direktes Investment in einen Index ist nicht möglich.**

Obwohl sich die saisonalen Muster für Schweine und Rinder leicht unterscheiden, kommt es bei Lebewiech als Gruppe zu einer konsistenten Saisonalität, wie in Abbildung 2 ersichtlich. Die positiven Rollrenditen betragen im Juli durchschnittlich 2,3 % (1992 bis 2017), während die negativen Rollrenditen im November bei durchschnittlich 4,2 % liegen (1992 bis 2017). Die Sommermonate stehen vor der Tür, weshalb die saisonale Backwardation und die positiven Rollrenditen beim Rohstoff Lebewiech Rohstoffinvestoren eine zusätzliche Quelle für Renditen eröffnen könnten.

Fazit

Negative Rollrenditen belasten sowohl bei einzelnen Rohstoffen als auch bei breiteren Körben schon seit Langem die Renditen von Rohstoffinvestoren. Wir erwarten jedoch, dass sich dieser Effekt zum einen aufgrund der sich verbessernden Fundamentaldaten für Rohstoffe, beispielsweise durch den Rückgang des Überangebots bei Öl, und zum anderen durch die Saisonalität des Rohstoffs Lebendvieh abschwächen wird – beides führt bei mehreren wichtigen Rohstoffen zwangsläufig zu einer Backwardation-Situation.

This material is prepared by WisdomTree and its affiliates and is not intended to be relied upon as a forecast, research or investment advice, and is not a recommendation, offer or solicitation to buy or sell any securities or to adopt any investment strategy. The opinions expressed are as of the date of production and may change as subsequent conditions vary. The information and opinions contained in this material are derived from proprietary and non-proprietary sources. As such, no warranty of accuracy or reliability is given and no responsibility arising in any other way for errors and omissions (including responsibility to any person by reason of negligence) is accepted by WisdomTree, nor any affiliate, nor any of their officers, employees or agents. Reliance upon information in this material is at the sole discretion of the reader. Past performance is not a reliable indicator of future performance.

DISCLAIMER

The content on this document is issued by WisdomTree Europe Ltd (“WTE”) an appointed representative of Mirabella Advisers LLP, which is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (“FCA”). View our Conflicts of Interest Policy and Inventory at www.wisdomtree.eu/cofi.

For professional clients only. Past performance is not a reliable indicator of future performance. Any historical performance included on this document may be based on back testing. Back testing is the process of evaluating an investment strategy by applying it to historical data to simulate what the performance of such strategy would have been. Back tested performance is purely hypothetical and is provided on this document solely for informational purposes. Back tested data does not represent actual performance and should not be interpreted as an indication of actual or future performance. The value of the Shares may be affected by exchange rate movements. Any decision to invest should be based on the information contained in the WT Prospectus or Boost Prospectus and after seeking independent investment, tax and legal advice. These products may not be available in your market or suitable for you. The content on this document does not constitute investment advice nor an offer for sale nor a solicitation of an offer to buy Shares.

An investment in ETPs is dependent on the performance of the underlying index, less costs, but it is not expected to match that performance precisely. ETPs involve numerous risks including among others, general market risks relating to the relevant underlying index, credit risks on the provider of index swaps utilised in the ETP, exchange rate risks, interest rate risks, inflationary risks, liquidity risks and legal and regulatory risks.

The information contained on this document is not, and under no circumstances is to be construed as, an advertisement or any other step in furtherance of a public offering of shares in the United States or any province or territory thereof, where none of the Issuer or the Shares are authorised or registered for distribution and where no prospectus of the Issuer has been filed with any securities commission or regulatory authority. No document

or information on this document should be taken, transmitted or distributed (directly or indirectly) into the United States. Neither the Issuer nor any securities issued by it have been or will be registered under the United States Securities Act of 1933 or the Investment Company Act of 1940 or qualified under any applicable state securities statutes.

The products discussed on this document are issued by either WisdomTree Issuer PLC (“WT Issuer”) or Boost Issuer (each of them separately, the “Issuer”).

This document may contain forward looking statements including statements regarding our belief or current expectations with regards to the performance of certain assets classes and/or sectors. Forward looking statements are subject to certain risks, uncertainties and assumptions. There can be no assurance that such statements will be accurate and actual results could differ materially from those anticipated in such statements. Therefore, readers are cautioned not to place undue reliance on these forward-looking statements.

WisdomTree Issuer PLC

WisdomTree Issuer PLC is an umbrella investment company with variable capital having segregated liability between its funds organised under the laws of Ireland as a public limited company and authorised by the Central Bank of Ireland (“CBI”). WT Issuer is organised as an Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities (“UCITS”) under the laws of Ireland and shall issue a separate class of shares (“Shares”) representing each fund. Investors should read the prospectus of WT Issuer (“WT Prospectus”) before investing and should refer to the section of the WT Prospectus entitled ‘Risk Factors’ for further details of risks associated with an investment in the Shares.

Boost Issuer PLC

Boost Issuer on the other hand issues products under a Prospectus (“Boost Prospectus”) approved by the Central Bank of Ireland, drawn up in accordance with the Directive 2003/71/EC. The Boost Prospectus has been passported to various European jurisdictions including the UK, Italy and Germany and is available on this document.

Boost Exchange Traded Products (“ETPs”) are suitable for financially sophisticated investors who wish to take a short term view on the underlying indices and can understand the risks of investing in products offering daily leveraged or daily short exposures.

ETPs offering daily leveraged or daily short exposures (“Leveraged ETPs”) are products which feature specific risks that prospective investors should understand before investing in them. Higher volatility of the underlying indices and holding periods longer than a day may have an adverse impact on the performance of Leveraged ETPs. As such, Leveraged ETPs are intended for financially sophisticated investors who wish to take a short term view on the underlying indices and understand such risks. As a consequence, WisdomTree Europe Ltd is not promoting or marketing Boost ETPs to retail clients. Investors should refer to the section entitled “Risk Factors” and “Economic Overview of the ETP Securities” in the Boost Prospectus for further details of these and other risks associated with an investment in

Leveraged ETPs and consult their financial advisors as needed. Neither WisdomTree Europe Ltd. nor the Issuer has assessed the suitability of any Leveraged ETPs for investors other than the relevant Authorised Participants.

Notice to Investors in Switzerland – Qualified Investors: The distribution of shares of WisdomTree Issuer Plc sub-funds (the “Funds”) in Switzerland which have been registered with the Swiss Financial Market Supervisory Authority (FINMA) will be made to, and directed at, qualified investors. The Funds which have not been registered with the FINMA will be marketed exclusively to regulated qualified investors. The Representative and Paying Agent in Switzerland is Société Générale Paris, Zurich Branch, Talacker 50, PO Box 5070, 8021 Zurich, Switzerland. The prospectus, the key investor information documents (KIID), the Articles and the annual and semi-annual reports are available free of charge from the office of the Swiss Representative and Paying Agent.

For Investors in Malta: This document does not constitute or form part of any offer or invitation to the public to subscribe for or purchase shares in the Fund and shall not be construed as such and no person other than the person to whom this document has been addressed or delivered shall be eligible to subscribe for or purchase shares in the Fund. Shares in the Fund will not in any event be marketed to the public in Malta without the prior authorisation of the Maltese Financial Services Authority.

For Investors in France: The information in this document is intended exclusively for professional investors (as defined under the MiFID) investing for their own account and this material may not in any way be distributed to the public. The distribution of the Prospectus and the offering, sale and delivery of Shares in other jurisdictions may be restricted by law. The Issuer is a UCITS governed by Irish legislation, and approved by the Financial Regulatory as UCITS compliant with European regulations although may not have to comply with the same rules as those applicable to a similar product approved in France. The Fund has been registered for marketing in France by the Authority Financial Markets (Autorité des Marchés Financiers) and may be distributed to investors in France. Copies of all documents (i.e. the Prospectus, the Key Investor Information Document, any supplements or addenda thereto, the latest annual reports and the memorandum of incorporation and articles of association) are available in France, free of charge at the French centralizing agent, Societe Generale at 29, boulevard Haussmann – 75009 Paris, France. Any subscription for Shares of the Fund will be made on the basis of the terms of the prospectus and any supplements or addenda thereto.