

Derivate

Carry-Trade-Spiel geht weiter 39

Rohwaren verdauen Dubai-Schock rasch

Mit Strategie in Devisen anlegen 39

Kurze Trends statt Prognosen schaffen Mehrwert

Volatilität sinkt erneut 41

Index-Futures steigen an der Eurex

Emittenten
Vontobel 38



Mehr Rendite dank Regeln

Rohstoffe nicht wie Aktien behandeln – Commodity Trading Advisors disziplinieren Anleger – Trend ist Voraussetzung für den Erfolg

ELISABETH TESTER UND PHILIPPE BÉGUELIN

Viele Anleger investieren in Rohwaren wie in Aktien. Das ist ein Fehler», erklärt Markus Amstutz, Rohstoffspezialist und Geschäftsführer von Future Trade. Im Gespräch mit «Finanz und Wirtschaft» weist er dezidiert auf die Unterschiede der beiden Anlageklassen hin. In Aktien könnten Investoren offene Buchverluste aussitzen, bis die Börse wieder steige, auch wenn das länger dauere. In Rohwaren gehe das nicht.

Anleger kaufen nicht physische Rohstoffe, sondern Terminkontrakte (Futures). Deren Laufzeit – die Terminmonate – zwingt zum Glattstellen der Position vor Verfall, andernfalls käme es zur Lieferung. Somit muss die Position geschlossen oder in neue Futures mit späterem Verfall gerollt werden. Sie seien meist teurer als die alten, erklärt Amstutz: «Die Märkte sind zu 85% im Contango.» Im Preisaufschlag ste-

cken die Cost of Carry – die Haltekosten –, und bewirken, dass der Investor Geld nachschliessen muss, wenn er gleichmässig investiert bleiben will.

Anleger könnten auch direkt Futures mit späterem Verfallstermin kaufen. Das komme nicht in Frage, wendet Amstutz ein, denn in langfristigen Kontrakten sei der Handel zu wenig liquide. Liquidität sei wichtig für die Trading-Strategien. «Rohstoffe sind zyklisch», betont Amstutz, «diese Zyklen gilt es auszunutzen: nach oben und nach unten.»

Der neue Ansatz ist alt

Diesen Charakteristiken der Rohwaren will die in letzter Zeit oft geforderte Neuorientierung Rechnung tragen: Kaufen und Halten (Buy and Hold) – entsprechend der von Rohstoffguru Jim Rogers propagierten Philosophie – ist passé. Long-Short-Strategien, die aktiv kaufen und verkaufen, sind gefragt. Die Entwicklung ist vor allem den Ansprüchen der Anleger zu verdanken: Mancher Investor staunte schon über sein Rohstoffzertifikat, das sich wegen der Rollkosten kaum bewegte, obwohl der zugrundeliegende Rohstoff deutlich stieg.

In der Baisse versagte zudem die erhoffte Diversifikation des Portfolios mit Rohwaren – Gold geriet als einzige Anlage nicht in den Sog der Abwärtsspirale. Anleger gingen davon aus, dass Rohstoffe unter

sich und mit anderen Anlageklassen nicht korrelieren, im Moment ist die statistische Abhängigkeit jedoch enorm. Gründe dafür sind der schwache Dollar, die enorm hohe Liquidität im Markt und das tiefe Zinsniveau.

Es drängt sich auf, nicht mehr nur eine reine Kaufstrategie (Long only) zu verfolgen. Das ist jedoch nicht neu: Produzenten von Rohwaren haben sich traditionell gegen Preisrisiken abgesichert, deshalb mussten sie schon immer auch Short-Positionen eingehen können.

Welches Werkzeug zur Durchsetzung einer erfolgreichen Rohwarenstrategie am besten taugt, ist für Amstutz klar: «Ein regelbasiertes CTA-Modell liefert die besten Resultate.» CTA steht für Commodity Trading Advisors (vgl. Textkasten). Sinken die Rohstoffpreise, wird eine Verkaufsposition eingenommen, um am fallenden Markt zu partizipieren, und umgekehrt.

Ob Hausse oder Baisse, CTA haben die Vermögensverwaltung im Rohwarenbe- reich schon immer wahrgenommen. Wichtig ist einzig, dass ein Trend vorhanden ist. Je länger er anhält, desto besser – gewisse Systeme nutzen allerdings auch kurzfristige Schwankungen aus.

CTA sind regelgebunden: Unter welchen Bedingungen (Signal) wird von einem Trend ausgegangen, wie viele Kontrakte werden gekauft oder leer verkauft, wie hoch darf das Risiko sein, und wo wird der Stopp (Verkaufsauftrag) plaziert,

der einen allfälligen Verlust beschränkt. Läuft die Position in die Gewinnzone, wird der Stopp mitgezogen. «Ziel ist, dass aus dem Verluststopp ein Gewinnstopp wird, der den Gewinn absichert.»

Charttechnik ohne Prognose

Hinter jedem Trade steht eine Regel. Die Handelsstrategie basiert auf Charttechnik und lässt sich vereinfacht unter der alten Börsenweisheit «Gewinne laufen lassen, Verluste realisieren» zusammenfassen. Amstutz führt aus: «Ein Trend lässt sich nicht im Voraus erkennen. CTA reagieren auf Trends oder Trendwechsel. Ein Trendfolgemodell nimmt vom Tief bis zum Hoch zwei bis drei Fünftel mit.»

Einfache Kaufsignale beruhen etwa auf einem gleitenden Durchschnitt oder auf der Volatilität (Kursschwankung). Jeder CTA stellt eigene Regelwerke auf. Er verlässt sich nicht auf ein einziges Trading-Modell, sondern diversifiziert über mehrere Strategien. «Wichtigste Maxime ist die Kapitalerhaltung. Die Gewinnmaximierung kommt mit der Zeit automatisch.»

Schwierig zu bewältigen sind lange Zeiträume ohne Auf- oder Abwärtstrend, da können sich Verluste anhäufen. Im Rahmen des Money Managements müsse der Betrag, der für einen einzelnen Trade riskiert werde, auf einen kleinen Teil des zur Verfügung stehenden Vermögens begrenzt werden. Dadurch werde die Durststrecke überwunden, denn es sei wichtig, die gewählte Strategie beizubehalten.

Der Rohstoffmarkt funktioniere gemäss Charttechnik, führt Amstutz aus. Fundamentale Faktoren kämen nachträglich zum Tragen und setzten sich langfristig durch. Im Aktienhandel seien Chartanalysten viel weniger akzeptiert.

Liessen sich CTA-Strategien nicht auch auf Aktien anwenden? Grundsätzlich schon, aber das tue fast niemand, antwortet Amstutz. Möglicherweise seien sich Aktienanleger nicht gewohnt, Verluste schnell zu realisieren. Wichtigster Grund für die unterschiedliche Vorgehensweise sei wohl der Umstand, dass in Rohwaren über Futures und deshalb mit Verfallstermin investiert werde.

Amstutz resümiert: «Investoren sollten in Rohstoffen konservativ und langfristig dabei sein, aber im Markt ein eher kurz bis mittelfristiges Trading verfolgen.»

Baltic Dry sinkt erneut

Warenhandel kommt nicht in Fahrt

Die Welt handelt zum grössten Teil über die Meere. Die Verschiffungskosten von Rohwaren wie Eisenerz, Kohle und Zement gelten als Frühindikatoren für die Konjunktorentwicklung. Die Frachtraten von Massengut werden täglich von der in London domizilierten Baltic Exchange aus den Angaben von Brokern, Reedern und Befrachtern ermittelt. Der Baltic Dry Index (BDI) gliedert sich in vier Untergruppen respektive Schiffsklassen. Berücksichtigt werden 26 international wichtige Schifffahrtsrouten.

Im laufenden Jahr hat sich der BDI von bescheidenem Niveau aufgerappelt und verlorenes Terrain zurückerkämpft (vgl. Kursgrafik). Der Motor dieser Entwicklung war der strategische Rohwarenlageraufbau Chinas. Zuletzt erlitt der BDI jedoch erneut Einbussen, das hängt allerdings auch mit dem traditionell schleppenden Geschäft in den Wintermonaten zusammen. Über den Zustand des Welthandels gibt auch der Frachtratenindex für Containerschiffe des Londoner Brokers Harper Peterson (Harpex) Aufschluss. Im Gegensatz zum BDI ist er näher am Konsum und nicht frühzyklisch.

Harpex ebenfalls unter Druck

Der Harpex hat sich in der Krise rund drei Viertel vom Hoch im Februar 2008 zurückgebildet und bewegt sich nach wie vor auf historisch tiefem Niveau. In einem Marktbericht rechnen die Händler mit zunehmender schwierigeren Bedingungen und Betreibern, die Tonnage zurückziehen. Ein Lichtblick sei einzig der innerasiatische Handel. Der Aufschwung der Region scheint vom Krebsgang der entwickelten Wirtschaften unbeeindruckt. Auf Containerschiffe entfallen 14% der weltweiten Seefracht.

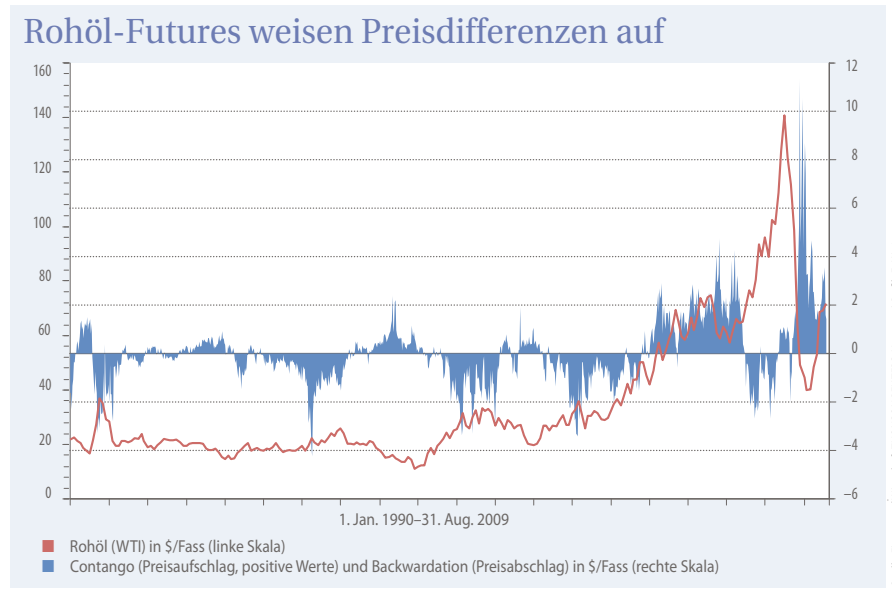
Regulierung ist auch im Frachtgeschäft ein Thema. Jüngst äusserte sich der Lord Mayor der City of London dazu. Alderman Nick Anstee lobte die Branche für die erzielten Fortschritte. Um die Volatilität der Frachtraten zu verringern, vereinbaren Schiffseigner und Charterer im Voraus auf Termin Forward Freight Agreements (FFA). Die Verträge werden bilateral abgeschlossen. An der Baltic Exchange wurden 2007 etwa 25% der Kontrakte über einen Clearingdienst abgewickelt, der das Gegenparteirisiko übernimmt. Mittlerweile werden 95% aller FFA über zentrale Gegenparteien abgewickelt. LCH.Clearnet ist führend im Bereich Trockenschüttgut mit einem Marktanteil von 85%.

CTA tun es

Häufig werden die Begriffe **Managed Futures** und **Commodity Trading Advisors, CTA**, gleichgesetzt: Beide stehen für computergestützte Anlagestrategien mit Futures, also mit standardisierten börsengehandelten Terminkontrakten. Sie sollen Markttrends nach oben und nach unten rasch erkennen und ausnutzen.

Das Managed-Futures-Handelsmodell ist in der Hedge-Fund-Branche weit verbreitet: Managed Futures stellen auch eine **eigene Hedge-Fund-Klasse dar, die einen systematischen quantitativen Handelsansatz verfolgt**. Die Verwalter der Managed-Futures-Fonds sind unter der amerikanischen Berufsbezeichnung Commodity Trading Advisors bekannt. CTA steht also für den Fonds und den Verwalter.

CTA gibt es für sämtliche Anlageklassen, obschon sie für die **zyklischen Rohwarenmärkte besonders gut geeignet** sind. Es gibt verschiedene Subkategorien, die sich durch die Art und Weise, wie die Kauf- und Verkaufssignale generiert werden, sowie durch die Halteperiode der Positionen unterscheiden. Rein computerbasierte Modelle werden zudem durch diskretionäre Entscheidungen ergänzt. **ET**



Monitor

Spekulationsblasen (2/7)

Die **Aussicht auf ein gelobtes Land**, wo andere Regeln gelten bzw. Milch und Honig fliessen, hat Investoren immer wieder geblendet. Anfang des 18. Jahrhunderts versprach die Südsee mit dem Handel von exotischen Produkten, Rohstoffen und Sklaven hohe Profite. An der Börse in London wurde auf noch nicht entdeckte Gebiete spekuliert. Das waren die Zutaten für die sogenannte **Südsee-Blase**. John Law initiierte in Paris gleichzeitig den **Mississippi-Schwindel**. Die Compagnie de la Louisiane ou d'Occident erhielt für die französischen Kolonien in Amerika Privilegien. Innerhalb weniger Monate wurden (nichtadelige) Spekulanten zu **Millionären** (der Ausdruck taucht erstmals 1720 auf), was die Gesellschaftsordnung auf den Kopf zu stellen drohte. Dann wurde offenkundig, dass die Kolonien in Louisiana keineswegs ein neues Eldorado waren, und die Blase platzte.



Hedge Funds im Frachtmarkt

Das Marktvolumen hat sich allerdings auch deutlich verkleinert. 2008 wurden noch FFA für 150 Mrd. \$ gehandelt, 2009 waren es noch 30 Mrd. \$.

Anstee ortet Probleme eher in der Regulierung von Hedge Funds und Private Equity. Vor allem erstgenannte seien mittlerweile wichtige Marktteilnehmer, im physischen wie auch im Frachtderivatgeschäft. Sie sollten nicht aus dem Markt gedrängt werden, sagte er. **MP**

Saisonaler Rückgang

