

# Commodities



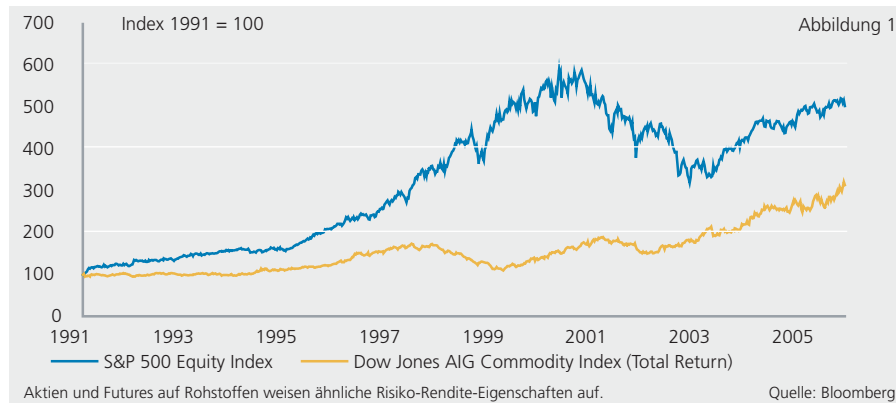
## Rohstoffanlagen als strategische Portfoliobeimischung?

**Kaum eine Anlagekategorie hat in den vergangenen zwei Jahren für so viel Aufsehen gesorgt wie die Rohstoffe. Nur wenige Anlagekategorien konnten vergleichbar gute Renditen aufweisen. Rohstoffe sind nach einer langen Durststrecke wieder gern gesehene Anlagen im Portfolio. Berechtigt ist allerdings die Frage, ob es sich dabei – einmal mehr – um eine Modeerscheinung handelt, wie es deren viele auf den Finanzmärkten gibt, oder ob mehr dahintersteckt. Die langfristigen Renditen dieser Anlagen scheinen bei ungefähr gleichem Risiko leicht tiefer zu sein als diejenigen von Aktien. Wichtig ist es daher, sich auch mit den Diversifikationseigenschaften zu befassen. Dabei zeigt sich, dass Rohstoffanlagen durchaus eine interessante Anlageklasse darstellen. Schliesslich stellen sich die praktischen Fragen, in welche und wie in Rohstoffe investiert werden soll.**

### Industrialisierung treibt Nachfrage nach Rohstoffen

Wie die Preise jedes normalen Gutes, jeder Dienstleistung und jeder Anlage werden auch die Preise von Rohstoffen in erster Linie durch Angebot und Nachfrage bestimmt. Je grösser eine Volkswirtschaft ist, umso mehr wird sie Rohstoffe nachfragen, wobei sich die Grösse einer Volkswirtschaft sowohl auf die Bevölkerung als auch auf das Bruttoinlandprodukt bezieht. Allerdings spiegelt sich das Wirtschaftswachstum nicht immer eins zu eins in der Nachfrage nach Rohstoffen. In Phasen der Industrialisierung und Urbanisierung steigt die Nachfrage nach Rohstoffen überproportional, während in reiferen Phasen der Entwicklung, d.h. beim Übergang von einer Industrie- zu einer Dienstleistungsgesellschaft, die Nachfrage eher unterproportional zum Wirtschaftswachstum steigt. Man kann für das Wachstum der Nachfrage nach Rohstoffen demnach schematisch drei Einflussfaktoren festhalten: die Grösse der Volkswirtschaft, die Wachstumsraten und die strukturelle Positionierung der Volkswirtschaft, d.h., ob sie in Richtung Industrialisierung oder in Richtung Dienstleistung geht.

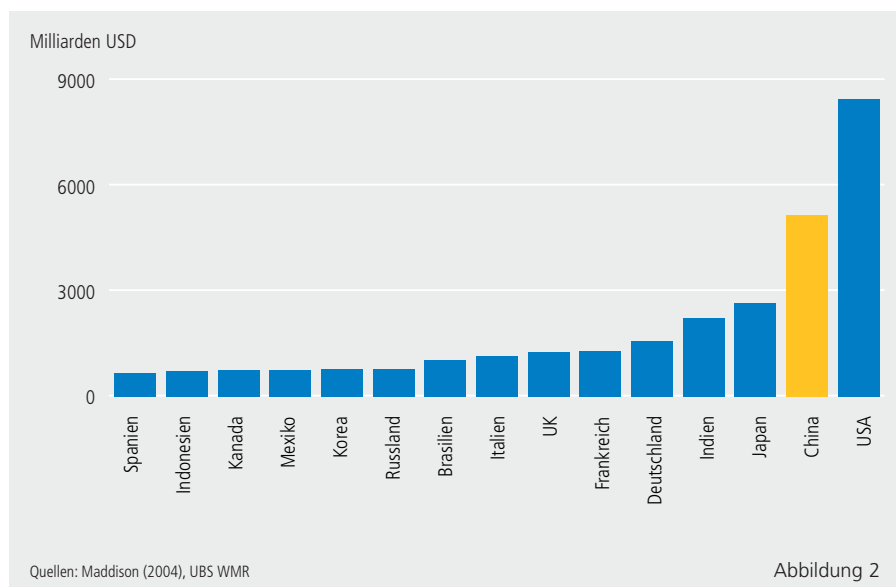
### Performance von Rohstoffen und Aktien



## China – ein industrieller Gigant

Derzeit ist China in aller Munde, um die erhöhte Nachfrage nach Rohstoffen und die daraus resultierende Preissteigerung zu erklären. Zu Recht wohlgermerkt, denn China ist sehr gross. Mit 1,3 Milliarden Einwohnern rangiert es auf Platz 1 der Welt, vor Indien (1,1 Milliarden Einwohner) und den USA (300 Millionen Einwohner). Aber nicht nur bevölkerungsmässig, sondern auch vom Bruttoinlandprodukt her ist China gross. In Kaufkraftparitäten ausgedrückt handelt es sich nämlich um die zweitgrösste Volkswirtschaft der Welt nach den Vereinigten Staaten, aber mittlerweile vor Japan. Zudem wächst China seit zwanzig Jahren rasant mit Wachstumsraten zwischen 8% und 9%. Tatsächlich hat es seit Menschengedenken kein vergleichbares Phänomen einer Volkswirtschaft gegeben, welche so gross ist und mit solch hohen Wachstumsraten über einen so langen Zeitraum wächst. China befindet sich schliesslich mitten im Industrialisierungsprozess.

### Grösse der Länder nach Bruttoinlandprodukt in kaufkraftparitätenbereinigten Milliarden USD, 2003



In nominellen USD ausgedrückt, ist Chinas Bruttoinlandprodukt immer noch recht klein. Diese Betrachtungsweise ist aber nicht ganz korrekt, es muss berücksichtigt werden, dass man in China mit einem USD deutlich mehr Kaufkraft hat als in den USA. Korrigiert man die Zahlen entsprechend, so rangiert China mittlerweile auf Platz zwei.

Entfielen 1990 etwas weniger als 40% des chinesischen BIP auf den sekundären Sektor, so war sein Gewicht 2003 über 55%. Im gleichen Zeitraum ging der Anteil des primären Sektors von über 25% des BIP auf 10% zurück. Kein Wunder also, dass China mittlerweile der weltweit grösste Verbraucher von Kupfer, Nickel, Zink, Stahl und Roh-eisen ist und der zweitgrösste Verbraucher von Erdöl – hinter den Vereinigten Staaten, aber seit 2003 vor Japan. Und obgleich China heute selbst Nettoexporteur verschiedener Rohstoffe ist, nimmt sein Bedarf überproportional zu seinem Wirtschaftswachstum zu. Neben China kommt nun mit Indien ein zweiter wirtschaftlicher Riese auf die Rohstoffmärkte. Kaufkraftbereinigt ist das Bruttoinlandprodukt von Indien mittlerweile das viertgrösste der Welt hinter Japan, aber vor Deutschland. Dennoch wird der Einfluss Indiens auf den Rohstoffmarkt auch in Zukunft kaum mit dem von China vergleichbar sein. Indien hinkt in seiner Entwicklung China ca. 10 Jahre hinterher und hat einen Entwicklungsweg gewählt, welcher eher auf dem weniger rohstoffintensiven tertiären Sektor basiert.

## Erschliessung neuer Rohstoffvorkommen ist teuer und zeitintensiv

Normalerweise wird das Angebot einer Ware relativ schnell erhöht, wenn die Nachfrage steigt. Im Fall von Rohstoffen, vor allem bei Metallen und Energieträgern, ist dies aber oft nicht möglich. Denn bis ein Rohstoffvorkommen erschlossen ist und ausgebeutet werden kann, können 15 Jahre vergehen. Obwohl die Explorationsinvestitionen für neue Metallminen zwischen 2002 und 2004 von 1,9 auf 3,8 Milliarden USD gestiegen sind, dürfte es laut der Metals Economics Group, einer weltweit tätigen Beratungsfirma, noch einige Jahre dauern, bis das Angebot tatsächlich ausgeweitet wird. Der Trend steigender Rohstoffpreise wird sich deshalb in den nächsten Jahren fortsetzen. Für die kommenden Quartale ist indes mit einer leichten konjunkturellen Abkühlung in China und Ostasien zu rechnen. Die Preise vieler Rohstoffe werden sich deshalb temporär auf hohem Niveau stabilisieren.

## Diversifikationseigenschaften von Rohstoffen

Als Anlagekategorie weisen Rohstoffe verschiedene Eigenschaften auf, welche den Investor durchaus aufhorchen lassen sollten. Erstens lässt sich festhalten, dass Rohstoffe nur gering mit anderen Anlagekategorien korrelieren. In den vergangenen 20 Jahren waren die monatlichen Korrelationen zwischen den Rohstoffrenditen und den Renditen inländischer Aktien bzw. Anleihen für einen CHF-Investor gleich null. Für andere Anlagekategorien lagen die Korrelationen zwischen 0,2 (Immobilien) und 0,4 (globale Anleihen). All dies hat zur Folge, dass Rohstoffe bzw. Futures auf Rohstoffe sehr interessante Diversifikationsinstrumente sind. Die tiefen Korrelationen sind eine Folge des unterschiedlichen Verhaltens der verschiedenen Anlageklassen im Verlaufe des Konjunkturzyklus (Abbildung 3).

## Rohstoffe bieten nur beschränkten Inflationsschutz

Rohstoffen wird auch die Eigenschaft nachgesagt, sie würden einen guten Schutz gegen den Kaufkraftverlust durch Inflation bieten. Schaut man sich die vergangenen dreissig Jahre an und denkt man an die grossen Inflationsschübe der 70er- und Anfang 80er-Jahre, dann lässt sich eine solche Sichtweise durchaus ver-

## Rendite von Anlageklassen in verschiedenen Phasen des Konjunkturzyklus



Abbildung 3

treten. Geht man allerdings weiter zurück, so muss festgestellt werden, dass nicht jede Rohstoffart gleich gut vor Inflation schützt. So zeigt es sich, dass ein Goldbarren heute ungefähr den gleichen realen Wert wie vor 100 oder sogar 200 Jahren hat. Kupfer oder Aluminium sind hingegen auch real deutlich günstiger als vor 100 Jahren. Dies hängt damit zusammen, dass die Extraktions- und Produktionskosten von vielen Rohstoffen heute deutlich geringer sind als vor 50 oder 100 Jahren. Sucht man deshalb nur den Inflationsschutz, dann zeigen sich andere Anlagen (z. B. inflationsgeschützte Anleihen wie TIPS) effizienter als Rohstoffe, deren Inflationsschutz eher als erfreuliche sekundäre Begleiterscheinung eingestuft werden muss.

### Rohstoffe – eine gute Portfoliobeimischung

Kehren wir zurück zu den Diversifikationseigenschaften. Simulationen zeigen, dass für Anleger, die ein ausgewogenes Portfolio oder eine Wachstumsstrategie anstreben, eine Rohstoffposition von 5% im Portfolio durchaus Sinn macht. Anleger mit einer größeren Risikobereitschaft und einem längeren Anlagehorizont (d. h. über fünf Jahre) können hingegen durchaus stärker in Rohstoffe investieren. In einem Aktienportfolio ist eine Rohwarenposition bis zu 10% denkbar.

### Rohstoffaktien als suboptimales Investment

Wie in Rohstoffe investieren? Ein erster Gedanke ist natürlich, die Rohstoffposition mittels Aktien von Rohstoffunternehmen (Erdölgesellschaften, Minen usw.) aufzubauen. Eine solche Strategie erweist sich aber als unvollkommen. Es lässt sich zeigen, dass Rohstoffpreise nur ca. 40% des Verhaltens solcher Aktien erklären, 40% sind durch die Unternehmen selber gegeben und 20% haben mit dem allgemeinen Verhalten des Aktienmarktes zu tun. Mit dem Kauf von Rohstoffaktien nimmt man also kein «reines» Exposure auf Rohstoffe, sondern gleichzeitig auch ein vielleicht nicht unbedingt gewolltes Exposure gegenüber Aktien.

### Investitionen in breit diversifizierte Indizes empfehlenswert

Ein Investment in einzelne Rohstoffe ist ähnlich riskant wie eines in einzelne Aktien. Wer etwa im April 1979 in Zucker eingestiegen und im September 1980 wieder ausstieg, konnte von einer sagenhaften Rendite von 460% profitieren. Doch diejenigen, die erst im September 1980 in Zucker investierten, mussten im August 1982 einen Verlust von fast 90% hinnehmen. Ein weiteres Beispiel: Der Preis von Silber stieg

zwischen dem 1. Juni 2003 und dem 1. April 2004 um 76% und fiel bis zum 1. Juli 2004 wieder um 26%. Daher gilt auch für Rohstoffe das wichtige Gebot: möglichst breit diversifizieren! Ein ideales Instrument für Anleger ohne Rohstoffexpertise sind Investitionen in diversifizierte Rohstoffindizes (siehe Kasten) mittels Zertifikaten, Fonds und/oder strukturierter Produkte, welche diese Indizes replizieren.

### Wie funktionieren Rohstoff-Fonds?

Fonds realisieren ihr Rohstoffexposure via Anlagen in Swaps oder Futures auf Rohstoffindizes und/oder Rohstoffsubindizes. Das Wesen solcher derivativen Instrumente erlaubt es den Fonds, eine sog. «Rendite-Verbesserungs-Strategie» (yield enhancement strategy) zu fahren. Bei dieser Strategie wird das als Sicherheit hinterlegte Cash für die Swap- und Future-Positionen in Geldmarktinstrumente und Anleihen mit kurzer Laufzeit investiert. Die Performance dieses Geldmarkt- und Kurzläufer-Portfolios stellt eine «Verbesserung» der «reinen» Rohstoffrendite dar.

Drei Indizes dominieren zurzeit den Markt der Rohstoffinvestitionen, wobei der dritte im Bunde relativ neu ist und deshalb eher illiquide und teuer:

- *Der Dow Jones AIG Commodity Future Index* umfasst 19 Rohstoffe, die auf grund ihrer durchschnittlichen Liquidität und Produktion innerhalb der vergangenen fünf Jahre gewichtet sind. Ein Rohstoff wird in jedem Fall mit mindestens 2% und höchstens 15% gewichtet. Zudem kann keine Rohstoffgruppe mehr als 33% der Gesamtgewichtung ausmachen. Wir empfehlen diesen Index, weil er eine gute Diversifikation ermöglicht. (Abb. 4)
- *Der Goldman Sachs Commodity Index (GSCI)* umfasst 24 Rohstoffe, die auf der Basis der weltweiten Produktion gewichtet sind. Entsprechend dominieren die Energieträger heute mit rund 73% den Index. Die Gewichtung eines bestimmten Rohstoffs nimmt nach einem Preisanstieg zu.
- *Der Rogers International Commodities Index (RICI)* umfasst 35 Rohstoffe, die auf der Basis des internationalen Handelsvolumens gewichtet sind. Dadurch orientiert sich der Index stark an der globalen Nachfrage.

## Regulatorischer Rahmen für Vorsorgeeinrichtungen

Da Vorsorgeeinrichtungen ihr Vermögen in kurz-, mittel- und langfristige Anlagen zu unterteilen haben, können Rohstoffanlagen eine interessante und sinnvolle Investitionsmöglichkeit sein. In diesem Zusammenhang sind die guten Diversifikationseigenschaften im Portfoliokontext zu betonen, die Rohstoffe zu einem attraktiven strategischen Investment machen. Die Vorsorgeeinrichtung hat dafür besorgt zu sein, dass eine solche Investition ihren finanziellen Verhältnissen und ihrer Risikofähigkeit entspricht und im Einklang mit allfällig für sie geltenden gesetzlichen und reglementarischen Richtlinien bzw. Anlagevorschriften steht (namentlich Art. 59 i.V.m. Art. 50 BVV2). Für deren Einhaltung ist sie alleine verantwortlich.

## Rohstoffanlagen prüfen lohnt sich

Alles in allem sind Rohstoffe weder der neueste Heilige Gral der Anlagen, noch sind sie eine Anlagekategorie, die man partout verschmähen sollte. Rohstoffe sind eine weitere Anlagekategorie, die für manche Investoren gute Dienste leisten kann und deren Einsatz daher geprüft werden sollte.

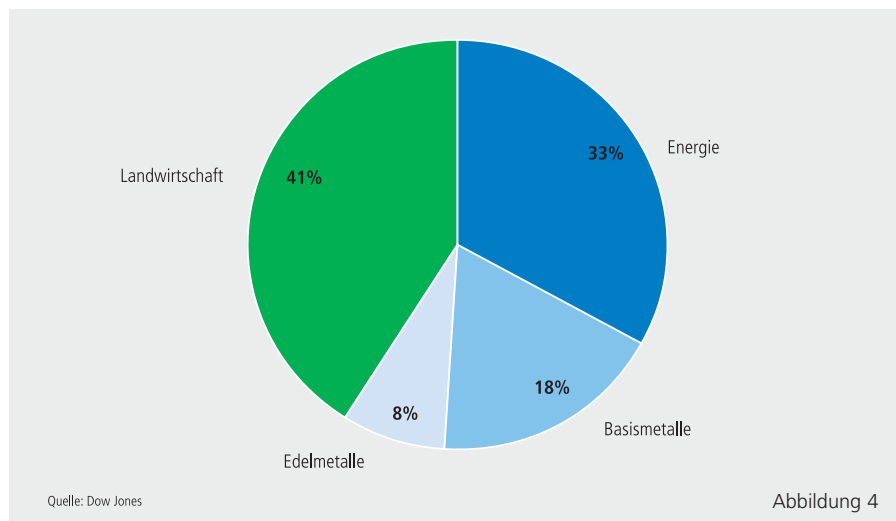
### Dr. Andreas Höfert

Head Global Investment Recommendation  
UBS Wealth Management Research

und

**Institutionelle Anleger**  
Investment Services

## Zusammensetzung des Dow Jones AIG Commodity Future Index



## Weitere Informationen

Verschiedene Publikationen für institutionelle Anleger können Sie unter [sh-ia@ubs.com](mailto:sh-ia@ubs.com) bestellen.

Für Fragen oder ein Beratungsgespräch steht Ihnen Ihr Anlageberater oder Ihr regionaler Ansprechpartner gerne zur Verfügung.

### Kontaktperson in Ihrer Region

#### Bern, Oberwallis, Solothurn

Rolf Burkhardt, Tel. 031-336 23 93, [rolf.burkhardt@ubs.com](mailto:rolf.burkhardt@ubs.com)

#### Zürich, St. Gallen, Tessin, Appenzell, Glarus, Graubünden, Schaffhausen, Thurgau

Helmut Fleischmann, Tel. 044-237 45 75, [helmut.fleischmann@ubs.com](mailto:helmut.fleischmann@ubs.com)

#### Basel-Landschaft, Basel-Stadt, Jura

Lukas Jehle, Tel. 061-289 34 60, [lukas.jehle@ubs.com](mailto:lukas.jehle@ubs.com)

#### Luzern, Aargau, Nidwalden, Obwalden, Schwyz, Uri, Zug

Herbert Jurt, Tel. 041-208 23 66, [herbert.jurt@ubs.com](mailto:herbert.jurt@ubs.com)

#### Genf, Waadt, Neuenburg, Freiburg, Unterwallis

Philippe Troesch, Tel. 022-375 74 24, [philippe.troesch@ubs.com](mailto:philippe.troesch@ubs.com)

Weitere Informationen erhalten Sie auch unter [www.ubs.com/institutionelle-anleger](http://www.ubs.com/institutionelle-anleger)

Herausgeberin des vorliegenden Dokuments ist die unter schweizerischem Recht registrierte UBS AG. Die Verteilung des vorliegenden Berichts ist nur unter den in dem anwendbaren Recht abgefassten Bedingungen gestattet.

Das Dokument wurde unabhängig von spezifischen Anlagezielen, einer besonderen finanziellen Situation oder speziellen Bedürfnissen eines bestimmten Adressaten erstellt. Das Dokument dient reinen Informationszwecken und stellt weder eine Aufforderung noch eine Einladung zur Offertenstellung, zum Vertragsabschluss, zum Kauf oder Verkauf von irgendwelchen Wertpapieren oder verwandten Finanzinstrumenten dar. Die im vorliegenden Dokument beschriebenen Produkte bzw. Wertpapiere kön-

nen in verschiedenen Gerichtsbarkeiten oder für gewisse Anlagegruppen für den Verkauf ungeeignet oder unzulässig sein.

Die im vorliegenden Dokument zusammengetragenen Informationen und erlangten Meinungen basieren auf vertrauenswürdigen Angaben aus verlässlichen Quellen, erheben jedoch keinen Anspruch auf Genauigkeit und Vollständigkeit hinsichtlich der im Dokument erwähnten Wertpapiere, Märkte und Entwicklungen. Die in der Vergangenheit registrierte Performance irgendwelcher Investitionen (ob simuliert oder effektiv) ist nicht zwingend ein Massstab für deren zukünftige Performance. Jegliche

Information oder Meinung kann sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Sowohl UBS AG als auch die übrigen Mitglieder der UBS-Gruppe sind zu Positionen in den in diesem Dokument erwähnten Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten sowie zu deren Kauf bzw. Verkauf berechtigt.

Das vorliegende Dokument darf ohne schriftliche Erlaubnis von UBS AG – zu welchem Zweck auch immer – weder reproduziert noch weiterverteilt noch neu aufgelegt werden.