

Rendite ohne Rollen

Klassische Open-end-Strukturen sind bei Investments auf Rohöl aktuell wegen der Rollproblematik tückisch. Doch es gibt attraktive Alternativen.

Aktuell herrscht am Terminmarkt für Rohöl eine ausgeprägte Contango-Situation. Viele Analysten sprechen sogar von einem „Super-Contango“. Dies bedeutet, dass die Kontrakte mit längerer Laufzeit deutlich höher notieren als die nächstfälligen Kontrakte.

Ein solcher „Super-Contango“ ist eine äußerst seltene Konstellation. In den vergangenen beiden Jahrzehnten nahm die Forward-Kurve nur dreimal einen derart stark

steigenden Verlauf an. Die Gründe sind jedoch diesmal nicht – wie bisher – in hohen Lagerbeständen zu suchen, sondern vielmehr in der Finanzkrise und in der damit verbundenen Kreditklemme. Da Liquidität knapp und der Preis des Geldes hoch ist, ziehen viele Marktteilnehmer ein Engagement in Futureskontrakten dem Spotmarkt vor, weil dadurch der Kapitalaufwand deutlich reduziert werden kann.

Auch wenn einige Investoren zukünftig wieder steigende Rohölpreise erwarten, so würden Käufer von Open-end-Zertifikaten von einer Erholung der Sorten Brent und WTI vermutlich nicht deutlich profitieren. Aufgrund der aktuell sehr steil ansteigenden Forward-Kurve droht eine negative „Rollperformance“.

Feste Laufzeiten, statt endlos

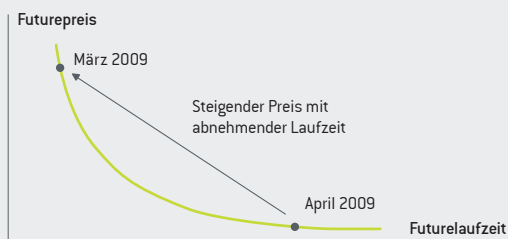
Aufgrund dieser Forward-Kurve wurden zuletzt monatliche Rollverluste von teilweise bis zu zehn Prozent erzeugt. Da sich viele Rohstoffindizes in der Regel auf den Future mit der kürzesten Restlaufzeit beziehen, sollte der Investor in dieser Situation Open-end-Investments meiden und feste Laufzeiten bevorzugen. Sinnvoll erscheinen Indizes, die den Rollprozess nicht statisch umsetzen, sondern versuchen, ihn zu optimieren. Dies geschieht zum einen dadurch, dass frühere statistische Rolltermine festgelegt werden, und zum anderen, indem ein modifiziertes Ver-

Am Ölmarkt herrscht eine „Super-Contango-Situation“. Käufer von strukturierten Produkten müssen sich darauf einstellen.



Rollrenditen und Fristenstruktur

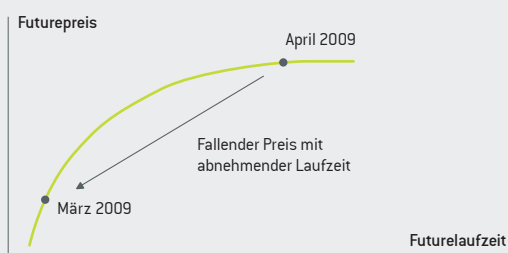
Backwardation



Kauf eines billigeren Futures mindestens einen Monat vor Laufzeitende, Verkauf nach einem Monat zu einem höheren Preis

Positive Rollrendite

Contango



Kauf eines teuren Futures mindestens einen Monat vor Laufzeitende, Verkauf nach einem Monat zu einem niedrigeren Preis

Negative Rollrendite

fahren zum Rollen der Kontraktfälligkeiten unter Berücksichtigung des „Contango-Spreads“ angewendet wird.

Weiter erscheinen vor diesem Hintergrund sogenannte Reverse-Discount-Strukturen interessant, um von den momentan enormen Anstiegen der Öfterminkontrakte

profitieren zu können. Dadurch kann die aktuelle Contango-Situation gezielt für attraktive Renditechancen eingesetzt werden. Mit einer Reverse-Discount-Struktur setzt der Investor auf fallende Rohölkurse. Im Vergleich zu einem Investment mit Eins-zu-eins-Partizipation an fallenden Notierungen (Short-Position) des Basiswerts erhalten Investoren einen Discount. Im Gegenzug nehmen sie dann – wie bei Discount-Strukturen üblich – nur bis zu einer bestimmten Grenze (Cap) an fallenden Notierungen teil. Ein Gewinn entsteht, wenn der Ölpreis fällt, seitwärts tendiert oder leicht steigt. Besonders attraktive Konditionen weisen solche Strukturen in Zeiten hoher Volatilität auf, denn der Discount ist umso größer, je höher die Volatilität des Ölpreises ansteigt.

Abflachen der Forward-Kurve

Wichtig in diesem Zusammenhang ist, dass der für die Rückzahlung maßgebliche Kontrakt der nächstfällige Futurekontrakt am Laufzeitende ist. Damit profitiert der Investor zusätzlich von einem Abflachen der Forward-Kurve beziehungsweise von der Normalisierung der Contango-Situation. Eine Reverse-Discount-Struktur besteht aus zwei Optionen, einer Put-Option (long) mit Basispreis in Höhe des zweifachen Spot-Referenzkurses und einem verkauften Put (short) mit Basispreis in Höhe des Caps. Der sogenannte Short-Put mit dem Basispreis in Höhe des Caps ermöglicht den Discount, denn der Investor profitiert vom Erlös aus dem Verkauf des Puts. Der Long-Put ermöglicht es, von fallenden Kursen zu profitieren.

In der Regel sind Reverse-Discount-Zertifikate auf Öl von Beginn an vollständig währungsgesichert, sodass Wechselkursschwankungen zwischen Euro und Dollar keinen Einfluss auf die Wertentwicklung haben. ■



Expertenbeitrag von

Marcus Jendraszek

Als Direktor bei der Dahl & Partner Vermögensverwaltung in Hamburg betreut Marcus Jendraszek private und institutionelle Kundenportfolios. Zudem managt er für Dahl & Partner den Zertifikatefonds HI ZertGlobal D&P.