Den Rohstoff-Carry erschließen

Veröffentlicht am 30. April 2025

Luca Berlanda
Director, Quantitative Research

Die wichtigsten Erkenntnisse

- Die Struktur der Rohstoff-Terminkurven liefert wichtige Einblicke für die Auswahl von Rohstoffen und Kontraktlaufzeiten.
- Empirischen Untersuchungen zufolge erzielen Investitionen in Deferred-Kontrakte (3-, 6- oder 12-monatige Laufzeiten) normalweise bessere Renditen als Frontmonats-Kontrakte, was in erster Linie auf die niedrigeren Carry-Kosten zurückzuführen ist.
- Die Rohstoff-Carry-Strategie von WisdomTree investiert systematisch zu 60 % in um drei Monate aufgeschobene Kontrakte, zu 30 % in um sechs Monate aufgeschobene Kontrakte und zu 10 % in um zwölf Monate aufgeschobene Kontrakte in einem effektiven Gleichgewicht zwischen Liquidität und Performance, um Carry-Prämien zu erzielen und die Liquidität zu steuern.
- Die **WisdomTree Enhanced Commodity Carry ETC** setzt eine systematische, marktneutrale Strategie um (long Deferred-Kontrakte, short Frontmonats-Futures), die konsistente Renditen bietet und eine eindeutige Alpha-Quelle darstellt, die nicht von direktionalen Rohstoffpreisbewegungen abhängt.
- Verbundene Produkte WisdomTree Enhanced Commodity Carry, WisdomTree Enhanced Commodity Carry - EUR Daily Hedged, WisdomTree Enhanced Commodity Carry - GBP Daily Hedged Mehr erfahren

Die Kontraktauswahl ist entscheidend

Eines der wichtigsten Merkmale der Terminmärkte ist die Form der Futures-Kurve, d. h. die Struktur der Preise für die Lieferung zu verschiedenen Zeitpunkten. Diese Kurvenform enthält zahlreiche Informationen.

Die Informationen, die in der Form der Terminkurve verankert sind, können auf zwei wichtige Arten genutzt werden. Sie können Anlegern bei der Auswahl von Rohstoffen helfen, d. h. bei der Entscheidung, welche Rohstoffe sie auf der Grundlage der Form ihrer Terminkurven über- oder untergewichten. Dieser Aspekt wird meist in der wissenschaftlichen Forschung behandelt, die sich weitgehend mit der Identifizierung und Quantifizierung von Chancen zur Erzielung von Rollrenditen durch die Auswahl von verschiedenen Rohstoffen befasst.

Was in der Fachliteratur etwas vernachlässigt wird, ist die Bedeutung der Kontraktauswahl bei einem bestimmten Rohstoff. Das heißt, die Wahl des Punktes auf der Kurve, in den investiert werden soll.

Praktiker schließen diese Lücke in letzter Zeit durch neue Strategien, die Deferred-Kontrakte bevorzugen, bei denen die Carry-Kosten oft niedriger sind.

Argumente für Deferred-Kontrakte

Bei einem Rohstoff-Terminkontrakt stellen die Carry-Kosten den Gewinn oder Verlust dar, der sich aus dem Halten eines Terminkontrakts bis zu seiner Fälligkeit ergibt und der nicht mit einem Gewinn oder Verlust des physischen Rohstoffs selbst zusammenhängt. Wenn der Futures-Preis den Spot-Preis übersteigt, werden die *erwarteten* Carry-Kosten aus Sicht des Anlegers in der Regel negativ. Das bedeutet, dass das Halten einer Futures-Position im Laufe der Zeit zu Verlusten führt, wenn die Form der Kurve unverändert bleibt.

Die Carry-Kosten spiegeln in der Regel die Gesamtkosten *wider*, die mit dem Halten einer Futures-Position bis zur Fälligkeit verbunden sind, einschließlich Lager-, Versicherungs- und Finanzierungskosten, die durch eine etwaige Convenience Yield1 (die Carry-Kosten für den *physischen* Rohstoff) ausgeglichen werden. Für einen Futures-Investor bedeuten hohe Carry-Kosten, dass das bloße Rollieren einer Futures-Position die Rendite im Laufe der Zeit aufzehren kann – selbst wenn der Spot-Preis unverändert bleibt.

Abbildung 1: Wertentwicklung von Deferred-Kontrakten gegenüber Frontmonats-Kontrakten

Quelle: WisdomTree, Bloomberg. Die Tabelle zeigt den Unterschied in der annualisierten Performance zwischen der BCOM-Frontmonats-Strategie für jeden Rohstoff im BCOM-Korb (außer Gold und Silber) und der entsprechenden Deferred-Kontrakt-Strategie. 3- und 6-monatige Deferred-Indizes sind Bloomberg-Indizes, während 12-monatige Deferred-Indizes S&P GSCI-Indizes sind. Der Starttermin für die 3-Monats-Spalte ist der 3. Januar 2000, der Starttermin bei 6 Monaten ist der 2. Januar 2001 und bei 12 Monaten der 12. Dezember 2010. Das Enddatum ist der 2. April 2025. **Die historische Wertentwicklung ist kein Hinweis auf die künftige Wertentwicklung, und Anlagen können im Wert sinken.**

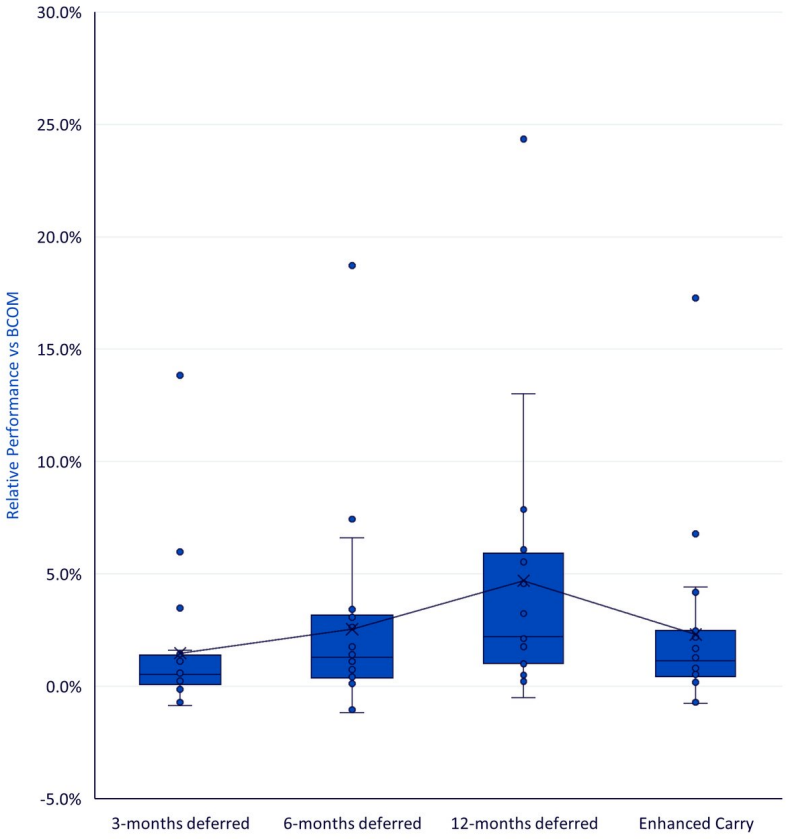
In der Vergangenheit waren die Carry-Kosten am vorderen Ende der Rohstoff-Terminkurve deutlich höher als bei längeren Laufzeiten. Mit anderen Worten: Das Halten von Frontmonats-Futures-Kontrakten hat zu einer schlechteren Performance geführt als das Halten von Deferred-Kontrakten für denselben Rohstoff. Dafür gibt es mehrere theoretische Gründe, darunter höhere annualisierte Lagerkosten in der Anfangsphase, eine Convenience Yield, die mit zunehmender Laufzeit und einer Abflachung der Kurve abnimmt, sowie Hedging- und spekulative Aktivitäten, die sich auf Frontmonats-Kontrakte konzentrieren.

Empirisch hat sich gezeigt, dass die Investition in Deferred-Kontrakte beträchtliche Vorteile bietet. Abbildung 1 zeigt den Unterschied in der annualisierten Wertentwicklung zwischen Deferred-Kontrakten und Frontmonats-Kontrakten, wobei die Rohstoffe im Bloomberg Commodity Index ex-Precious Metals (BCOMXPM) als Referenz dienen2.

Mit Ausnahme von Sojaschrot und 12-Monats-ULS-Diesel zeigten alle untersuchten Rohstoffe eine Outperformance, wenn sich Anleger weg von Frontmonats-Kontrakten hin zu Deferred-Laufzeiten bewegten. Das bestätigt das Vorhandensein einer Carry-Prämie in der Struktur von Rohstoff-Terminkurven und zeigt die Positionierung weiter entlang der Kurve, wo die Carry-Kosten tendenziell niedriger sind. Besonders

ausgeprägt ist dieser Effekt bei Rohstoffen wie Erdgas, wo strukturelle Merkmale – starke Saisonabhängigkeit, volatile Spot-Preise und Lagerbeschränkungen – in der Vergangenheit zu einem sehr starken Contango und damit zu einer erheblichen negativen Rollrendite in den Frontmonaten geführt haben.

Außerdem nimmt die Carry-Prämie normalerweise mit der Laufzeit zu – je länger der Aufschub (d. h. von 3- über 6- zu 12-monatigen Deferred-Kontrakten), desto höher ist die durchschnittliche Outperformance. Abbildung 2 veranschaulicht die annualisierte relative Wertentwicklung von Deferred-Kontrakten im Vergleich zu BCOM-Frontmonats-Kontrakten, wobei das Startdatum für jeden Rohstoff angeglichen wurde, um einen fairen Vergleich zu ermöglichen. Es ist zu erkennen, dass die Outperformance mit zunehmendem Aufschub systematisch zunimmt, was die Überlegung untermauert, dass eine Positionierung weiter entlang der Kurve die Renditen verbessern kann.



Die Prämie erschließen

Zur Erschließung dieser Prämie brachte WisdomTree vor Kurzem die **WisdomTree Enhanced Commodity Carry ETC (CRRY)**3 heraus, die den BNP Paribas Enhanced Commodity Carry Total Return Index abbildet. Der Index zielt auf die Isolierung und Nutzung der Prämie ab. Dazu geht er Short-Positionen in Frontmonats-Futures (mit hohen Carry-Kosten) und Long-Positionen in einem Korb von Deferred-Kontrakten (mit niedrigeren Carry-Kosten) ein, wobei er sowohl auf der Long- als auch auf der Short-Seite die gleichen Rohstoffgewichtungen wie der BCOM ohne Edelmetalle verwendet.

Wie sind die Long-Positionen aufgebaut? Die Wertentwicklung ist nicht der einzige zu berücksichtigende Faktor – auch die Liquidität spielt eine Rolle. Deferred-Kontrakte bieten zwar einen besseren Carry, sind aber generell weniger liquide. Zur Abwägung dieser Überlegungen wird die Long-Seite des Index für jeden Rohstoff im Index strategisch aufgeteilt. Dabei wird dieselbe Deferred-Struktur konsequent auf den gesamten Korb angewendet:

- 60 % in um 3 Monate aufgeschobene Kontrakte
- 30 % in um 6 Monate aufgeschobene Kontrakte
- 10 % in um 12 Monate aufgeschobene Kontrakte

Wie diese Regel zur Kontraktauswahl abschneidet, ist in der letzten Spalte von Abbildung 2 zu sehen, wo jeder Punkt die Outperformance dieser optimierten Strategie gegenüber dem BCOM-Frontmonats-Kontrakt darstellt. Auch wenn die Performance im Vergleich zur ausschließlichen Verwendung der am meisten aufgeschobenen Kontrakte geringfügig beeinträchtigt sein mag, haben fast alle Rohstoffe gegenüber der Frontmonats-Positionierung immer noch eine deutlich höhere Rendite erzielt. Das unterstreicht die Wirksamkeit eines ausgewogenen Ansatzes zu Deferred-Kontrakten, um die Carry-Prämie zu nutzen und gleichzeitig Liquiditätserwägungen zu berücksichtigen.

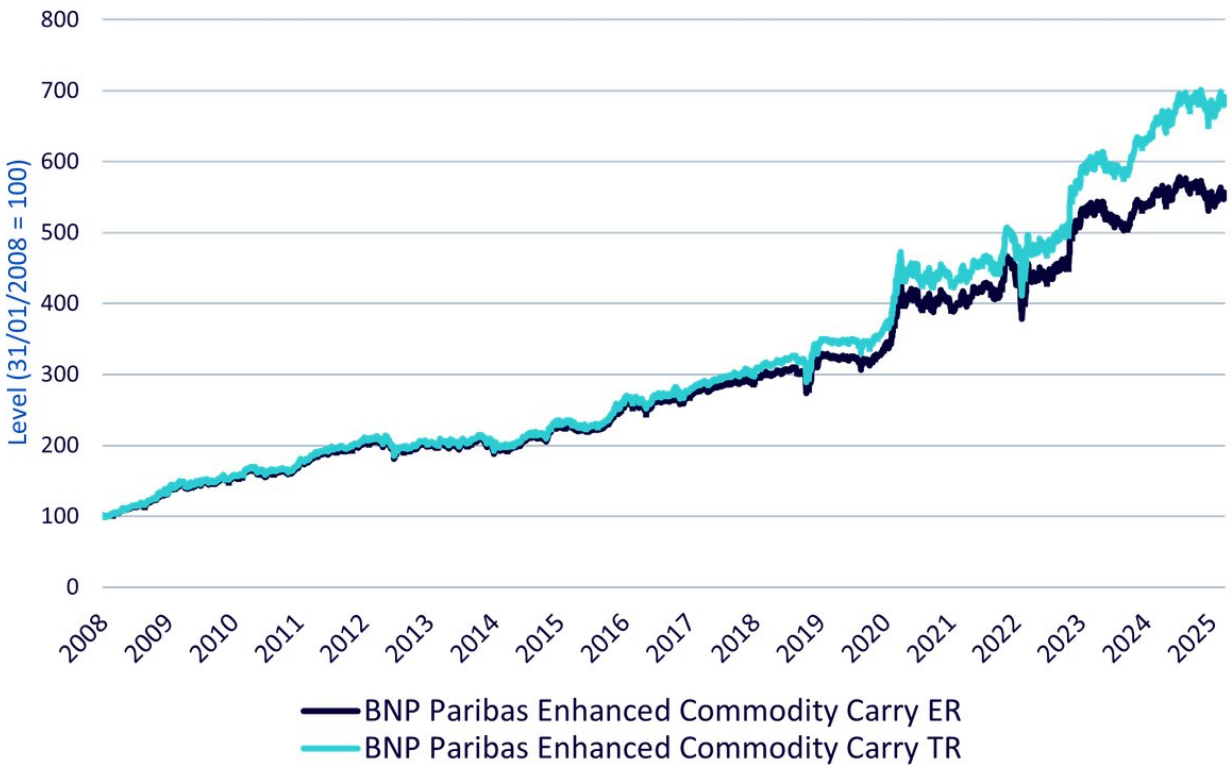
Die Short-Positionen, bei denen die Liquidität aufgrund des höheren Handelsvolumens weniger problematisch ist, werden ausschließlich in Frontmonats-Futures-Kontrakte investiert.

Der Index wendet eine dreifache Hebelung auf beide Segmente an, die monatlich neu festgesetzt wird, um die Carry-Differenz effektiv zu erfassen und zu verstärken4.

Die Strategie visualisieren

Abbildung 3 veranschaulicht die historische Performance der Strategie in den letzten 17 Jahren. Was auffällt, ist die Beständigkeit der Renditen, insbesondere bei Stressereignissen am Markt (z. B. nach der COVID-19-Krise). Die Strategie schneidet tendenziell schlechter ab, wenn der vordere Teil der Kurve schnell ansteigt – wie während des Inflationsschocks Anfang 2022 – liefert aber insgesamt robuste Renditen.

Diese systematische, regelbasierte Strategie ermöglicht die effiziente Nutzung von Rollrenditen und bietet eine ausgeprägte, niedrig korrelierende Alpha-Quelle im Rohstoffbereich.



In einer Investmentlandschaft, in der Alpha-Quellen immer rarer werden, bietet die **WisdomTree Enhanced Commodity Carry ETC** einen differenzierten und datengestützten Ansatz zur Nutzung der strukturellen Preisdynamik an den Futures-Märkten. Durch die Fokussierung auf den Punkt, an dem Sie entlang der Kurve investieren – und nicht nur auf den Rohstoff, in den Sie investieren – bietet diese Strategie Anlegern eine elegante Möglichkeit zur Diversifikation der Renditeströme, ohne direktional auf Rohstoffe zu setzen.

1Diese Definition basiert auf der weithin akzeptierten und empirisch untermauerten „Lagertheorie“ („Theory of Storage“), die die Preisbildung bei Rohstoff-Termingeschäften mit den Kosten und Vorteilen des Besitzes physischer Rohstoffe begründet. Obwohl andere Theorien versuchen, die Form der Terminkurve zu erklären, liegen sie außerhalb des Rahmens der hier angestellten Diskussion.
2Gold und Silber sind aufgrund ihrer extrem effizienten Kurvenform ausgeschlossen.
3ETC = Exchange-Traded Commodity.
4Risikomanagement: Ein eingebauter Floor-Mechanismus garantiert ein Delta-1-Engagement und sorgt dafür, dass der Indexstand niemals negativ wird.

Important Risks Related to this Article

Wichtige Informationen

Im Europäischen Wirtschaffsraum („EWR“) herausgegebene Marketingkommunikation: Dieses Dokument wurde von WisdomTree Ireland Limited, einer von der Central Bank of Ireland zugelassenen und regulierten Gesellschaff, herausgegeben und genehmigt. **In Ländern außerhalb des EWR herausgegebene Marketingkommunikation:** Dieses Dokument wurde von WisdomTree UK Limited, einer von der United Kingdom Financial Conduct Authority zugelassenen und regulierten Gesellschaff, herausgegeben und genehmigt. WisdomTree Ireland Limited und WisdomTree UK Limited werden jeweils als „WisdomTree“ bezeichnet. Unsere Richtlinie über Interessenkonflikte und unser Verzeichnis sind auf Anfrage erhältlich. Diese Marketingmitteilung wurde für professionelle Anleger erstellt. Die in diesem Dokument beschriebenen Produkte von WisdomTree können jedoch in einigen Ländern unter Einhaltung der geltenden Gesetze und Bestimmungen für alle Anleger erhältlich sein. Da das Produkt in Ihrem Land möglicherweise nicht zugelassen ist oder nur eingeschränkt angeboten werden darf, liegt es in der Verantwortung jeder Person oder jedes Unternehmens, sich über die umfassende Einhaltung der Gesetze und Bestimmungen des jeweiligen Landes zu informieren. Anlegern wird empfohlen, sich vor der Anwendung hinsichtlich aller rechtlichen, aufsichtsrechtlichen, steuerlichen und anlagetechnischen Folgen einer Anlage in den Produkten beraten zu lassen. Wertsteigerungen in der Vergangenheit lassen keinen Schluss auf zukünffige Ergebnisse zu. Jegliche in diesem Dokument enthaltene historische Wertentwicklung kann u. U. auf Backtesting beruhen. Backtesting ist der Prozess, bei dem eine Anlagestrategie evaluiert wird, indem sie auf historische Daten angewandt wird, um zu simulieren, was die Wertentwicklung solch einer Strategie in der Vergangenheit gewesen wäre. Durch Backtesting erzielte Wertsteigerungen sind rein hypothetisch und werden in diesem Dokument einzig und allein zu Informationszwecken aufgeführt. Daten, die durch Backtesting gesammelt wurden, stellen keine tatsächlichen Wertsteigerungen dar und dürfen nicht als Indikator für tatsächliche oder zukünffige Wertsteigerungen angesehen werden. Der Wert jeder Anlage kann durch Wechselkursbewegungen beeinflusst werden. Anlageentscheidungen sollten auf den Angaben im entsprechenden Prospekt sowie auf unabhängiger Anlage-, Steuer- und Rechtsberatung basieren. Diese Produkte sind gegebenenfalls nicht in Ihrem Markt verfügbar oder für Sie geeignet. Der Inhalt dieses Dokuments stellt weder eine Anlageberatung noch ein Angebot zum Verkauf bzw. eine Aufforderung oder ein Angebot zum Kauf eines Produktes oder zum Tätigen einer Anlage dar. Eine Anlage in börsengehandelte Produkte („ETPs“) ist abhängig von der Wertentwicklung des Basisindexes, abzüglich Kosten, aber es wird nicht erwartet, dass ihre Wertentwicklung genau mit der des Indexes übereinstimmt. ETPs unterliegen mehreren Risiken, darunter allgemeine Marktrisiken im Zusammenhang mit dem jeweiligen Basisindex, Kreditrisiken des Anbieters von Index-Swaps, die im ETP genutzt werden, Wechselkursrisiken, Zinsrisiken, Inflationsrisiken, Liquiditätsrisiken sowie rechtliche und regulatorische Risiken. Bei den in diesem Dokument enthaltenen Informationen handelt es sich nicht um Werbung bzw. eine Maßnahme zum öffentlichen Angebot der Anteile in den USA oder einer zugehörigen Provinz bzw. einem zugehörigen Territorium der USA, wo weder die Emittenten noch deren Produkte zum Vertrieb zugelassen oder registriert sind und wo die Prospekte der Emittenten nicht bei einer Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstigen Aufsichtsbehörde eingereicht wurden, und dürfen unter keinen Umständen als

solche verstanden werden. Weder dieses Dokument noch Informationen in diesem Dokument sollten in die USA mitgenommen, (direkt oder indirekt) übermittelt oder verteilt werden. Weder die Emittenten noch etwaige von ihnen ausgegebenen Wertpapiere wurden oder werden gemäß dem United States Securities Act von 1933 oder dem Investment Company Act von 1940 registriert oder qualifizieren sich unter jeglichen anwendbaren bundesstaatlichen Wertpapiergesetzen. Dieses Dokument kann unabhängige Marktkommentare enthalten, die von WisdomTree auf der Grundlage öffentlich zugänglicher Informationen erstellt wurden. Obwohl WisdomTree bestrebt ist, die Richtigkeit des Inhalts dieses Dokuments sicherzustellen, übernimmt WisdomTree keine Gewährleistung oder Garantie für seine Richtigkeit oder Genauigkeit. Die Drittanbieter, deren Dienste in Anspruch genommen werden, um die in diesem Dokument enthaltenen Informationen zu beziehen, übernehmen keine Gewährleistung oder Garantie jeglicher Art bezüglich dieser Daten. Dort, wo WisdomTree seine eigenen Ansichten in Bezug auf Produkte oder Marktaktivitäten äußert, können sich diese Auffassungen ändern. Weder WisdomTree, noch eines seiner verbundenen Unternehmen oder einer seiner jeweiligen leitenden Angestellten, Verwaltungsratsmitglieder, Partner oder Mitarbeiter übernimmt irgendeine Haffung für direkte Schäden oder Folgeschäden, die durch die Verwendung dieses Dokuments oder seines Inhalts entstehen. Dieses Dokument kann zukunffsorientierte Aussagen enthalten, einschließlich Aussagen hinsichtlich unserer Einschätzung oder aktuellen Erwartungen im Hinblick auf die Wertentwicklung bestimmter Anlageklassen und/oder Sektoren. Zukunffsorientierte Aussagen unterliegen gewissen Risiken, Unsicherheiten und Annahmen. Es gibt keine Sicherheit, dass

diese Aussagen zutreffen, und die tatsächlichen Ergebnisse können von den erwarteten Ergebnissen abweichen. WisdomTree empfiehlt Ihnen deutlich, sich nicht in unangemessener Weise auf diese zukunffsgerichteten Aussagen zu verlassen. WisdomTree Multi Asset Issuer PLC WisdomTree Multi Asset Issuer PLC („Emittent") emittiert Produkte gemäß einem Prospekt („WTMA-Prospekt"), der von der Zentralbank von Irland genehmigt und in Übereinstimmung mit der Richtlinie 2003/71/EG erstellt wurde. Der WTMA-Prospekt hat einen Pass für verschiedene europäische Länder erhalten, darunter das Vereinigte Königreich, Italien und Deutschland, und ist in diesem Dokument verfügbar. WisdomTree Enhanced Commodity Carry Der BNP Paribas Enhanced Commodity Carry Excess Return Index ist exklusives Eigentum von BNP Paribas („BNPP"). Der BNP Paribas Enhanced Commodity Carry Excess Return Index wird von WisdomTree unter Lizenz verwendet. Die WisdomTree Enhanced Commodity Carry ETPs werden in keiner Weise von BNPP empfohlen oder gebilligt, und diese Produkte stehen in keiner Weise mit BNPP in Verbindung. BNPP gibt keinerlei Gewähr im Zusammenhang mit der Nutzung des Index und haffet nicht für Verluste, die aus dessen Verwendung entstehen. For Investors in Switzerland – Qualified Investors Dieses Dokument dient als Werbung für die hier genannten Finanzprodukte. Dieses Dokument ist nur für qualifizierte Anleger in der Schweiz bestimmt. Der Verkaufsprospekt und die wesentlichen Anlegerinformationen (KIID) sind auf der Website von WisdomTree verfügbar: https://www.wisdomtree.eu/de-ch/resource-library/prospectus-and-regulatory-reports