

Hitta rätt i djungeln av råvaruindex

Stockholm (HedgeFonder.nu) - Även om råvaror i allmänhet betraktas som ett eget tillgångslag vid sidan av penningmarknad, statsobligationer, krediter och aktier är det inte självklart vad som är ett representativt index för råvaror. Anledningen till detta är att den finansiella råvarumarknaden är derivatbaserad medan de andra tillgångslagens marknader är värdepappersbaserade. Avsaknaden av självskrivet jämförelseindex gör att vissa ifrågasätter existensen av "råvaru-beta". I denna artikel ger vi en översikt av de vanligaste råvaruindexen och hur de utvecklats över tiden.

De vanligaste och enklaste indexen är helt säkerställda med enbart lång exponering. Det vill säga alla exponeringar är positiva och summan av dem är i varje stund ett hundra procent. För den som vill replikera ett sådant index köps terminer motsvarande vikten för respektive råvara medan pengarna investeras i penningmarknaden. När det är dags att rulla en termin (för att undvika leverans) kan antalet terminer behöva justeras eftersom priset kan skilja sig mellan olika leveranstidpunkter.

De fyra vanligaste indexen i denna första kategori index är CRB, GSCI, Dow Jones och Rogers. Äldst av dessa är CRB som har sina rötter i Commodity Research Bureau Year Book 1958, men alla index har en historia av att ändras. De heter numera Thomson Reuters/Jefferies CRB, S&P GSCI, Dow Jones-UBS - tidigare Dow Jones-AIG respektive Rogers International Commodity Index (RICI). Även indexens innehåll har förändrats över tiden varefter råvarumarknaderna utvecklats. Råolja som idag har den största terminsmarknaden fanns inte ens listad före WTI-terminens introduktion på Nymex 1983!

De vanligaste indexen är lika så till vida att de har en bred exponering mot de olika grupperna av råvaror: energi, basmetaller, ädelmetaller, spannmål och oljeväxter, mjuka råvaror (såsom kaffe, bomull och socker) samt kött och boskap. GSCI sticker genom att helt domineras av energiråvaror, vilka utgör ungefär två tredjedelar av det indexet. Indexen skiljer sig också i hur de rebalanseras. Eftersom det inte finns något totalt marknadsvärde för en råvara i terminsmarknaden (det finns alltid lika många långa som korta positioner så att nettot alltid är noll) bestäms vikterna på annat sätt. Vid rebalansering återställs vikterna till startvikterna. Bytena av leveranstidpunkt för terminerna som indexet följer (så kallad terminsrullning) är också olika för de olika indexen. Trots skillnaderna i indexen visar de olika indexen hög följsamhet och deras avkastningar uppvisar höga inbördes korrelationer - möjligen med det energidominerade GSCI undantaget. Denna robusthet gör det meningsfullt att uppskatta ett råvarubeta med avseende på dessa index.

Eftersom indexen ovan baseras på likvida terminer och har transparenta indexregler är de lätta att replikera och därmed att göra dem investeringsbara. I samband med att främst institutionella investerare dramatiskt ökade sin allokering mot råvaror under 00-talet urholkades dock avkastningen för själva indexen. Indexen led av så kallad contango som innebär att terminen man köper är dyrare än den man säljer vid en rullning. Denna contango hade dels fundamentala orsaker (lagerstorlek, hedgningstryck et cetera) men accentuerades också av de transparenta indexreglerna. Eftersom andra aktörer visste med säkerhet när indexinvesterarna skulle rulla sina terminer tog de motsatt position (s.k. frontrunning) till indexinvesternas nackdel. En annan potentiell förklaring är att stängningskurserna vid terminsrullningarna påverkats till indexinvesternas nackdel av stora aktörer. Eftersom många investerare inte önskade handla terminerna direkt har de valt att använda swappar eller ETNer istället. De stora investmentbankerna som ställt ut dessa swappar skulle ha intresse av de för indexinvesterares ofördelaktiga stängningskurserna. Detta vore råvarumarknadernas motsvarighet till LIBOR-skandalen.

För att hantera problemen med dessa ursprungliga index utvecklade investmentbankerna vad som kallas andra generationens råvaruindex. Dessa index försöker minska inverkan av contango genom att investera längre ut på terminskurvan eller dynamiskt välja positionering på terminskurvan baserat på dess lutning och likviditeten i terminerna. Dessa index har ofta tilläggsnamn såsom enhanced roll yield, implied roll yield eller forward roll. En variant av dess är så kallade constant maturity indicies vilka investerar i flera terminer samtidigt och rullar dem kontinuerligt så att snittlöptiden hålls konstant.

Även om andra generationens råvaruindex kom till rätta med några av tillkortakommandena hos originalvarianterna var de fortfarande utsatta för contango. I efterdyningarna av finanskrisen byggdes stora lager upp på många råvaror vilket drev många av terminskurvorna in i brant contango. Värdeminskningen i long-only-investerares råvaruportföljer motsvarande inte bara de påtagliga nedgångarna i spotpriserna utan förstärktes dessutom med contangon – oavsett om de använde första eller andra generationens råvaruindex. Som en reaktion på detta introducerades vad som brukar benämnas tredje generationens råvaruindex.

Tredje generationens råvaruindex är att betraktas som strategier snarare än index. Som grupp är den ganska inhomogen. Oftast utgår indexen från terminsstruktur, momentum, relativvärde – eller en kombination av dessa. Den akademiska litteraturen är ganska ense om att alla dessa faktorer är associerade med positiva riskpremier för terminsinvesteraren. Indexen som försöker fånga dessa är vanligtvis lång/korta och skiljer sig därmed från första och andra generationens index. Morningstar Long/Short Commodity Index är ett exempel på tredje generationens råvaruindex. Men äldre index såsom S&P Diversified Trend Index eller Mont Lucas Management Commodity Index skulle kunna sägas tillhöra denna kategori. Dock investerar de senare även i andra sorters terminer (såsom valuta- och obligationsterminer) vilket gör att de också kan betraktas som mekaniska CTA-index.

Sammanfattningsvis är råvaruindex lite av en djungel. Första generationens index (CRB; GSCI, Dow Jones, Rogers) må definiera ett råvarubeta men de är olämpliga för direkt indexinvestering. Andra och tredje generationens råvaruindex utgör strategier snarare än index och därmed blir de en kompromiss mellan indexinvestering och aktiv förvaltning.