



INTERVIEW MIT HEINZ ZIMMERMANN

Ordinarius für Finanzmarkttheorie und Dekan des
Wirtschaftswissenschaftlichen Zentrums (WWZ)
der Universität Basel.

INTERVIEW: MARTIN SIGNER

payoff: Warum soll man in das ABN-Amro-Zertifikat investieren und nicht direkt in die entsprechenden Firmen oder einen ETF?

Heinz Zimmermann: Natürlich schliesst sich das nicht aus. Mit dem Zertifikat will man eine diversifizierte Anlage ermöglichen, die insbesondere für den Retailinvestor mit relativ geringen Kosten verbunden ist. Dies schliesst natürlich überhaupt nicht aus, dass man einzelne Rohstoffe kauft oder eine Aktie von einer Firma mit den jeweiligen spezifischen Risiken erwirbt. Das Derivat entspricht mehr einer Kerninvestition. Ein ETF ist natürlich durchaus eine Alternative, über welche wir in der nächsten Zeit nachdenken werden.

Warum existiert bei relativ effizienten Märkten die Möglichkeit, sich mit der Investitionsstrategie vom ABN-Amro-Zertifikat bei höherer Rendite

besser zu diversifizieren? Dies würde ja ökonomisch gesehen einem «Free Lunch» entsprechen.

Man muss beachten, dass Diversifikation bei Rohstoffen eine etwas andere Bedeutung hat als bei einem Aktienportfolio. Bei einem Aktienportfolio stellt ein kapitalisierungsgewichteter Index natürlicherweise die bestdiversifizierte Anlage dar, weil die Anteile proportional zu den ausstehenden Anteilen gehalten werden.

Bei einem Commodity-Investment ist dies nicht gleichermassen möglich, da unklar ist, wie die natürliche Gewichtung der einzelnen Rohstoffe sein soll. Wir sagen bei unserem Index nichts über die korrekte Gewichtung der einzelnen Rohstoffe, sondern: Bei einer Marktsituation von Backwardation sollte man eine positive und bei einer von Contango eine negative Gewichtung haben. Es geht darum, dass wir eine an-

dere Anlagephilosophie als in den bestehenden Rohstoffindizes ausschöpfen, um möglicherweise auf ein effizienteres Portfolio zu kommen. Aber wir werden nie die gleiche Gewissheit haben, ob wir ein effizientes Portfolio haben, wie dies bei einem Aktienportfolio der Fall wäre. Aus der Struktur der Zinskurve kann normalerweise auf die Inflation geschlossen werden. Können bei Rohstoffen analoge Schlüsse gezogen werden? Ich kann mir diesen Zusammenhang durchaus vorstellen, aber die Frage ist in der Literatur noch nicht geklärt. Ungewiss sind insbesondere die monetären Effekte: Während bei den Zinsen die Auswirkungen der Geldpolitik relativ klar sind, kann über diese Effekte bei Commodities wenig ausgesagt werden. Zudem spielen hier weitere Faktoren wie etwa der Absicherungsdruck von Produzenten und Konsumenten eine Rolle, so dass es schwierig ist, die

«Eine Abhängigkeit der Realzinsen im Bezug auf die Rohstoffpreisentwicklung ist durchaus vorstellbar. Dabei wäre es gut möglich, dass die Commodities eine Leadfunktion für die Zinsen haben.»

monetären Effekte zu isolieren. Dies scheint mir aber eine interessante Frage für die Forschung zu sein.

Kann der Trend zu Investitionen in Commodities die Strukturkurve verändern? Kann hier ein Rohstoff von Contango zu Backwardation oder umgekehrt ändern?

Ich kann mir schon vorstellen, dass es einen Punkt geben kann, wo dies die Preisbildung beeinflusst. Dies hatte schon der Fall der Metallgesellschaft gezeigt, wo das geänderte Absicherungsverhalten der Gesellschaft Veränderungen bei der Preisstrukturkurve von Rohöl auslöste. Falls sich durch eine Störung das Absicherungsverhalten von einem bedeutenden Marktteilnehmer verändert, kann dies durchaus die Bewertung der Kontrakte beeinflussen.

Bei den Instrumenten in unserem Index gehe ich allerdings nicht davon aus,

dass dies grosse Auswirkungen haben kann, da relativ strikte Liquiditätskriterien angewandt wurden.

Gibt es durch die Verluste, welche Hedge-Fonds in den letzten Monaten auf Heizöl erlitten haben, einen Einfluss auf die Preise?

In diesem konkreten Fall hatte dies keine Auswirkungen auf die Bewertung der entsprechenden Instrumente am Markt. Aber es ist natürlich nicht auszuschliessen, dass, wenn ein grosser Marktteilnehmer Probleme mit der Absicherung von Risikopositionen bekommt, dies die Bewertung für eine kurzfristige Periode beeinflusst. In der langen Frist jedoch erfahrungsgemäss nicht – hier spielen die fundamentalen Bewertungsfaktoren sehr gut.

Die Commodity Yield entsprechen ökonomisch einer Realloption. Der Käufer des Zertifikats scheint folglich der Schreiber bzw. Stillhalter dieser zu sein. Welche Risiken geht er damit ein?

Das ist richtig, wobei bei einer Stillhalteroption der Schreiber meistens die zugrunde liegende Aktie besitzt. Im Falle der Rohstoffe ist es hingegen üblich, dass sich Investoren rein am Preisrisiko beteiligen, ohne den Rohstoff als solchen zu besitzen.

Kann über die Rohstoffentwicklung eigentlich die Zinsentwicklung vorausgesagt werden?

Persönlich

Heinz Zimmermann ist Ordinarius für Finanzmarkttheorie und Dekan des Wirtschaftswissenschaftlichen Zentrums (WWZ) der Universität Basel. Bis 2001 lehrte er Finanzmarkttheorie an der Universität St. Gallen (HSG) und leitete dort das Schweizerische Institut für Banken und Finanzen (sbf).

Bisher wurde dies noch kaum je empirisch untersucht. Ich könnte mir jedoch eine starke Abhängigkeit über die Realzinsen vorstellen. Dabei wäre es gut möglich, dass die Commodities eine Leadfunktion für die Zinsen haben.

Sie waren schon bei einigen Zertifikatmissionen beteiligt. Dabei kooperierten Sie mit verschiedenen Emittenten. Welche Innovationen können in Zukunft erwartet werden?

Als sehr innovativ betrachte ich die Private-Equity-Zertifikate auf unseren Listed Private Equity Index (LPX). Mit Sarasin haben wir ein Zertifikat auf eine Momentumstrategie am schweizerischen Aktienmarkt herausgegeben (Dynamix). Dieses Produkt wurde in der Kategorie «Product of the Year» mit einem Swiss Derivative Award ausgezeichnet.

Anzeige

vollständig informiert?



Termsheet-Service

Alle Infos zu den einzelnen Anlageprodukten.
Kostenlos auf Warrants.ch als PDF-Download.
(www.warrants.ch)

dp warrants.ch
derivativepartners