

FINANZ und WIRTSCHAFT

Inhalt

Edelmetalle: Margin Calls beschleunigen Preisrückgang 47
Basismetalle: Kein Ende des Preisrückgangs? 47
Warrants: Mini-Futures sind gefragt 49
Implizite Volatilitäten: Kursgewinne trotz düsterem Ausblick 49
Neue derivative Produkte 51

Emittenten

ABN Amro 47
 Bank Julius Bär 48
 Bank Sarasin 48
 BCV 50
 EFG 46
 Sal. Oppenheim 46
 Société Générale 50

Keine Zeichnungsfrist mehr verpassen:

Alle Zertifikate-Neuemissionen ab sofort unter www.fuw.ch/neuemissionen

Wahlbörse: Barack Obama gewinnt mit 85% Wahrscheinlichkeit – Markt stellt bessere Prognosen als Umfragen

Gratulation an Präsident Obama

Von Philippe Béguelin

Vielleicht handelt es sich um das einzige Wertpapier, das seit Mitte September inmitten der Finanzkrise und der Rohstoffbaisse kontinuierlich gestiegen ist: Der Kontrakt auf den US-Präsidentschaftskandidaten Barack Obama kletterte von 53 auf 85 Ct. und erzielte somit eine Steigerung von 60%. Der Kurs spiegelt die Prognose der Anleger an der Wahlbörse der Universität Iowa (IEM, Iowa Electronic Markets). Sie erwarten folglich mit einer Wahrscheinlichkeit von 85%, dass Obama die Wahl am kommenden Dienstag gewinnt.

Das bedeutet aber nicht, dass er 85% der Stimmen bekommt. Diesen Anteil veranschlagt ein zweiter IEM-Handelsplatz auf 54%, John McCain erhält somit 46%.

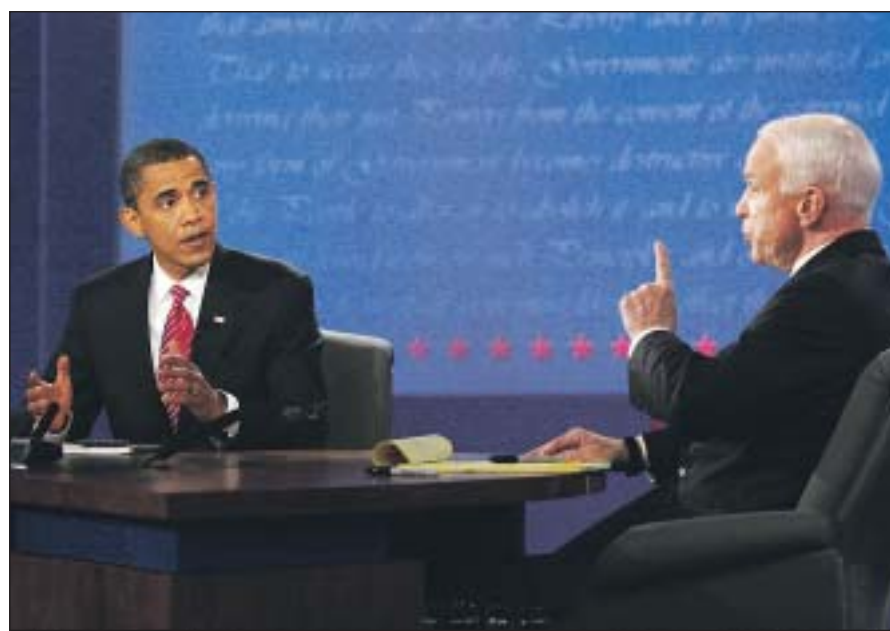
Die Prognosen ergeben sich aus unterschiedlichen Wertpapieren. Die Gewinnerkontrakte setzen auf den zukünftigen Präsidenten. Liegt der Anleger richtig, erhält er 1 \$, andernfalls geht er leer aus. Ein Cent entspricht somit 1% Wahrscheinlichkeit. Die Stimmenanteilkontrakte zahlen dagegen – nomen est omen – einen Cent pro Prozentpunkt erzielte Stimmen.

Prognose seit Februar stabil

Bereits seit Anfang Februar rechnen die Anleger damit, dass Obama Präsident wird. Damals war das Rennen um die Kandidatur der demokratischen Partei in vollem Gang. Zwar erkoren die Wähler in 22 Bundesstaaten am sogenannten Super Tuesday keinen eindeutigen Spitzenkandidaten, Obama verringerte lediglich den Rückstand auf Hillary Clinton. Doch die Anleger fällten ein klares Verdikt. Die Wahlchancen von Clinton fielen in wenigen Tagen von 60 auf 44%. Der Obama-Kontrakt kletterte im Gegenzug von 40 auf 55%. John Edwards wurde von Beginn weg keine Chance attestiert (vgl. Grafik).

Der Gewinner der parteiinternen Ausmarchung der Demokraten wird sich am 4. November gegen den Kandidaten der Republikaner durchsetzen – das haben die Anleger schon ab Juni 2006 prognostiziert. Seit dem Start des Handels mit den Kontrakten erwarten sie ausserdem fast durchweg, dass der Vorsprung des Gewinners knapp ausfällt (vgl. Grafiken).

Die elektronische Wahlbörse in Iowa wurde vor den Präsidentschaftswahlen 1988 eröffnet und sagte die Stimmenanteile von George Bush senior und Mi-



John McCain wird von den Anlegern an der Wahlbörse kaum eine Chance attestiert, sich gegen Barack Obama durchzusetzen und US-Präsident zu werden. BILD: KEYSTONE

chael Dukakis exakt voraus. «Die Prognosen der Wahlbörsen sind zwar nicht immer so treffsicher, aber im Allgemeinen genauer und stabiler als Meinungsumfragen», erklärte Nobelpreisträger Vernon Smith (vgl. Interview in FuW Nr. 76 vom 25. September 2004). Um verschiedene Prognosen zu sammeln und zu verarbeiten, seien Märkte ausserordentlich gut geeignet.

Anreiz, Information zu sammeln

Märkte haben eine zweifache Funktion. Sie teilen Ressourcen zu (Allokation) und aggregieren Informationen über den Wert dieser Ressourcen (Preisfindung). Für die Preisfindung an der Wahlbörse handeln

Anleger Futures und geben damit ihre Meinung ab, wie sich das Stimmvolk am 4. November entscheiden wird. Da sie Geld einsetzen, besteht ein Anreiz, Information zu sammeln, um die Prognose zu verbessern. Das unterscheidet die Börse massgeblich von repräsentativen Meinungsumfragen, in denen kein Geld im Spiel ist und die in der Regel wissen wollen, für wen sich der Befragte entscheiden würde, wenn die Wahl heute stattfände.

Welche Prognose ist verlässlicher? Kurz vor der Wahl ist die Voraussage der Börse besser, zeigen wissenschaftliche Untersuchungen. Längerfristige Voraussagen prüften Ökonomen der Universität Iowa in einer Studie, präsentiert im «Internatio-

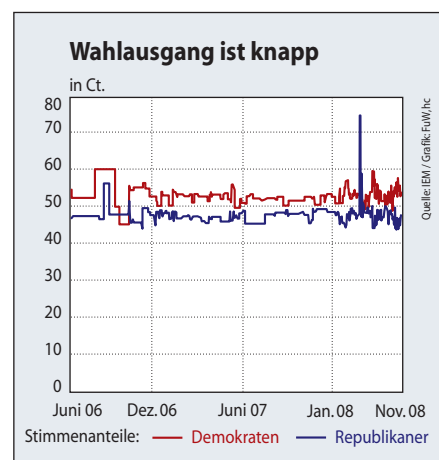
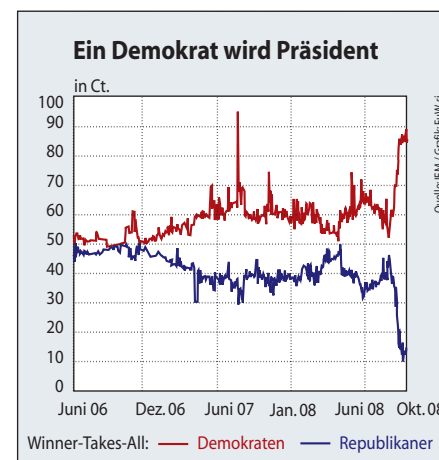
nal Journal of Forecasting». Sie berücksichtigt die fünf Präsidentschaftswahlen seit 1988 und 964 Meinungsumfragen.

Börse und Umfragen zeigen häufig ein unterschiedliches Bild, der Kurs der Kontrakte steht oft für längere Zeit deutlich unter oder über dem Ergebnis aus den Antworten. Zudem gewinnt eine Partei unter den Befragten typischerweise während des Parteikonvents und verliert anschliessend. An der Börse zeigt sich dieses Muster nicht. Auffallend ist ausserdem die hohe Schwankung (Volatilität) der Umfrageergebnisse, nicht nur vom selben Institut im Zeitablauf, sondern auch unter verschiedenen Instituten am gleichen Tag. Sie lasse sich nicht durch den statistischen Fehlerbereich erklären.

Demokraten behalten Kongress

Die Studie zeigt: In den letzten fünf Tagen vor der Wahl gibt die Börse mit einer Wahrscheinlichkeit von 68% eine bessere Prognose ab als die Umfragen. In der gesamten Handelsdauer der Kontrakte schneidet der Markt zu 74% besser ab. Abgesehen von 1988 lag er stets statistisch signifikant näher am Resultat. Liegt der Wahltag mehr als hundert Tage weit weg, ist der Vorteil der Börse gegenüber den Meinungsumfragen noch grösser. Die 964 Befragungen wichen im Mittel 3,4 Prozentpunkte vom Wahlergebnis ab, die Futures um 1,8.

Präsident Obama kann sich auf eine Mehrheit im Kongress stützen, die Demokraten werden ihre Überzahl im Repräsentantenhaus und im Senat ausbauen. Dieses Resultat prognostiziert die Wahlbörse gar mit einer Wahrscheinlichkeit von 98%. Legislative und Exekutive in einer Hand – für die Aktienbörse ist das in der Regel nicht ideal (vgl. Seite 2).



Nur grosse Steine bester Qualität sind anlagetauglich – Rezession setzt kommerzielle Massenware unter Druck Diamanten sind ein tragbares Investment

Der Diamantenmarkt zeigte sich bisher resistent gegen die Folgen der Finanzkrise. Erst in den letzten Wochen machten sich erste Auswirkungen bemerkbar. Befürchtungen, dass es zu einer weltweiten Rezession kommen könnte, führten zu einer Spaltung des Marktes.

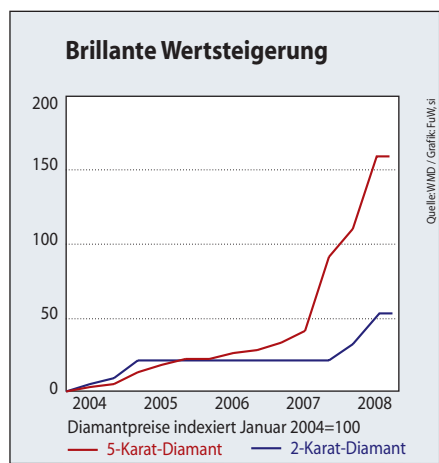
Kommerzielle Qualitäten und schlecht geschliffene Massenware werden zu tieferen Preisen angeboten. Grosse Diamant Händler und Verarbeiter, die viel Fremdkapital einsetzen, geraten unter Druck.

Preisbestimmende Faktoren

Fein geschliffene, weisse Diamanten (Farbgrad D, E, F) von über 1 Karat sind stabil im Preis. In den vergangenen vier Monaten zeigten sich praktisch keine Änderungen. Das Angebot im obersten Segment ist klein und entsprechend unempfindlich für Konjunkturauswirkungen. Die Verunsicherung der Finanzmärkte hilft den Diamanten zwar als Sachwertanlage. Gekauft werden sie je-

doch vor allem aus emotionalen Gründen: Geburtstage und Hochzeiten finden auch in Krisenzeiten statt.

Der Diamant ist der einzige Edelstein mit einem hohen inneren Wert. Er kann, im Gegensatz zu Goldbarren, leicht in einem Schmuckstück gefasst werden, was ihn zu einer tragbaren Investition macht.



Ein Fünfkaräter (1 Gramm) bester Qualität kostet zurzeit rund 1 Mio. \$. Vor zwei Jahren war es noch die Hälfte. Die Preise von grösseren Diamanten sind fast zwanzig Jahre konstant geblieben. Sie könnten nur schon aufgrund ihrer natürlichen Seltenheit weiter im Preis steigen.

Wie während des Rohstoffbooms in den Siebzigerjahren haben auch jetzt Diamanten der Qualität D-if am stärksten zugelegt. Steine in den Farben D, E, F und der Reinheit vs mit exzellentem Schliff erzielten den langfristig besten Werterhalt. In diesen Qualitätsstufen sind Angebot und Nachfrage gut ausbalanciert.

Die vier grossen Diamantminenkonzerne De Beers (DTC), Alrosa, Rio Tinto und BHP Billiton haben jüngst bekanntgegeben, dass sie die Produktion im nächsten Jahr drosseln werden. Bereits die Sights – den Direktkäufern angebotene Rohdiamantenpakete – der kommenden Monate sollen kleiner ausfallen. Damit kommen weniger Rohdiamanten auf den Markt. Trotz dunklen Wirtschaftswolken

dürften die Preise daher festbleiben. Grössere Steine haben mittelfristig sogar noch Potenzial nach oben.

Wechselkursrisiko

Für den Schweizer Markt ist im Diamantpreis eine Dollaroption enthalten. Da der Preis in Dollar pro Karat festgelegt wird, sind beim Kauf und Verkauf die Wechselkurse von grosser Bedeutung.

Von allen Rohstoffen zeigten Diamanten in den letzten Wochen die stabilste Entwicklung. Der Markt ist allerdings nicht transparent. Kleine, nur mit der Lupe zu sehende Qualitätsunterschiede haben grossen Einfluss auf den Preis. Nur mit viel Erfahrung lässt sich der Dschungel des kapitalintensiven Handels überschauen. Für Profis wie für Laien ist Vertrauen die Grundlage jedes Kaufs. Zertifikate, die die Qualitätskriterien für jeden Stein garantieren, sind vor allem für Privatkäufer unabdingbar. **Walter Muff** Diamanthändler, Muri/AG

Kulanz wegen Reputation

Verurteilt

Im Fall des konkursiten Emittenten Lehman Brothers ist mir ein Gerichtsurteil aus Deutschland aufgefallen. Das Hamburger Landgericht gab einer Klägerin Recht, sie sei von Dresdner Bank schlecht beraten worden und habe deshalb Zertifikate von Lehman gekauft, die anschliessend markant an Wert verloren. Dresdner Bank akzeptierte das Verdikt und bezahlte gemäss der Verbraucherzentrale Hamburg Schadenersatz. Das Urteil wurde bereits am 30. Juni gefällt, also vor der Insolvenz Lehmans, die den Markt für strukturierte Produkte erschütterte.

Die Verbraucherzentrale moniert, die Kundin sei von Dresdner Bank nicht über die hohe Provision von 8 bis 10% hingewiesen worden, die Lehman für die Vermittlung bezahlte. Das wäre heute ein Verstoss gegen die EU-Finanzmarktrichtlinie MiFid, nach der versteckte Zahlungen offengelegt werden müssen.

Die Provision scheint mir sehr hoch zu sein. Es ist aber durchaus möglich, dass Lehman mehr bezahlte als die Mitbewerber, denn die US-Investmentbank hatte einen hohen Refinanzierungsbedarf, den sie möglicherweise durch die Ausgabe strukturierter Produkte decken wollte. In der Schweiz verkauften mehrere Institute Lehman-Zertifikate, darunter einige Kantonalbanken und Credit Suisse.

In der Schweiz findet MiFid keine Anwendung, trotzdem müssten die Banken Retrozessionen resp. Provisionen offenlegen. Das hat das Bundesgericht in einem Grundsatzentscheid (BGE 132 III 460) festgehalten, wie mir der Zürcher Wirtschaftsanwalt Daniel Fischer bestätigt. Doch der höchstrichterliche Entscheid sei von Vermögensverwaltern und Banken lange bagatellisiert worden (vgl. FuW Nr. 51 vom 30. Juni 2007).

Von einem Anlegerschutz, wie er in Deutschland gilt, seien wir in der Schweiz weit entfernt, beklagt Fischer. Hiesige Banken genössen einen umfassenden Haftungsausschluss und seien deshalb kaum zu belangen, trotz Sorgfalts- und Treuepflicht. Gleichwohl verhalten sich viele Schweizer Verkäufer der Lehman-Produkte im Einzelfall ziemlich kulant. Selbst wenn Fischer mit seiner These recht hat, die Schweiz sei in Sachen Anlegerschutz rückständig, führt der befürchtete Reputationsschaden zu Lösungen, die für den Anleger günstiger sind.

Ihr Derivatus

Isländer in Abwicklung

Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC) hat Angaben zur Höhe des voraussichtlichen Nettomitteltransfers nach den Isda-Auktionen für Credit Default Swaps (CDS) der drei isländischen Banken Landsbanki, Glitnir und Kaupthing von kommender Woche veröffentlicht. Gemäss dem Trade Information Warehouse (TIW) von DTCC, in dem der Grossteil der weltweit gehandelten CDS eingetragten ist, beträgt der voraussichtliche Nominalwert der ausstehenden CDS auf Landsbanki höchstens 19,2 Mrd. \$, auf Glitnir 17,5 Mrd. \$ und auf Kaupthing 34,3 Mrd. \$. TIW veranschlagt den maximalen CDS-Nettowert demgegenüber auf 1,8 Mrd. \$ für Landsbanki, 2 Mrd. \$ für Glitnir und 3,8 Mrd. \$ für Kaupthing. Die effektiven Zahlen können erst im Anschluss an die Auktionen ermittelt werden. DTCC wird die Ergebnisse nach den Barabrechnungen für die drei Banken, die bis zum 20. November abgewickelt sein müssen, bekanntgeben. **MD**