

Blase in Platin und Palladium?

EDELMETALLE Nach den eindrücklichen Avancen der beiden weissen Edelmetalle ist mit einer Korrektur zu rechnen

Die Edelmetallpreise beendeten die Berichtswoche mit leicht negativen Vorzeichen. Wir befinden uns in einer Korrekturphase, welche noch nicht abgeschlossen ist. Während Gold Anfang Dezember 2009 einen Höchststand erreichte, erzielten Platin und Palladium ihre aktuellen Höchstwerte erst Mitte dieses Monats. Bemerkenswert ist der Anstieg dieser beiden weissen Edelmetalle seit Mitte Dezember.

Die unterschiedliche Preisentwicklung lässt sich auf die Lancierung neuer ETF-Produkte (Exchange Traded Funds, kotierte Fonds) auf diese Metalle in den USA zurückführen. Im Vorfeld der Quotierung der beiden zusätzlichen ETF an der New Yorker Börse vom 8. Januar wurden substantielle spekulative Positionen in den unterliegenden Metallen eingegangen. Inzwischen haben diese Produkte je zirka 400'000 Unzen Palladium und 215'000 Unzen Platin akkumuliert. Betrachtet man alle Palladium-ETF zusammen, so erhalten wir die eindrückliche Summe von 1,42 Mio. Unzen oder rund 44,4 Tonnen. Anders ausgedrückt halten Finanzinvestoren nun über

diese Fonds rund 20% der jährlichen Industriennachfrage in Palladium.

Ein weiterer Aspekt, den wir sehr aufmerksam verfolgen, ist der Bestand an den Futures-Börsen (Comex). In Platin wie auch in Palladium befinden sich die Nettolagerpositionen nahe ihren je gemessenen Höchstwerten. Die Liquidierung dieser teilweise spekulativen Kaufposi-

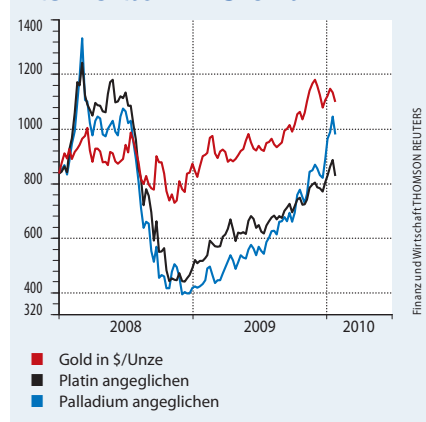
tionen kann zu einer empfindlichen Kurskorrektur führen. Die Erwartung einer zügigen Erholung der Weltwirtschaft, und vor allem eines Anstiegs der Nachfrage nach neuen Fahrzeugen, war der Hauptgrund der beeindruckenden Erholung dieser industriellen Edelmetalle. Seit ihren Tiefst Ende 2008 haben sich Platin 100% und Palladium 150% erholt.

Die wichtigsten Futures auf Rohstoffe und Edelmetalle

Ware/Index	Börse	Kontrakt	Einheit	Kurs* 29.1.	Schlusskurs 28.1.	Hoch 1Wo.	Tief 1Wo.	+/- % -1Wo.	+/- % 2010
CRB-Futures-Ind. (CCI)	Nybot	Apr.	Index	468.75	471.5	483	470.25	-2.98	-3.43
GS-Commodity-Index	CME	Feb.	Index	494	491.25	507	485.8	-3.47	-6.43
Rohöl Brent	IPE	Mar.	\$/Fass	72.34	72.36	75.15	71.28	-2.61	-7.15
Gasöl	IPE	Feb.	\$/Tonne	585.5	588	608	579.25	-2.57	-7.47
Rohöl WTI	Nymex	Mar.	\$/Fass	73.79	73.64	76.5	72.65	-3.21	-7.21
Heizöl	Nymex	Mar.	Cent/Gallone	193.12	192.9	200.65	190.47	-3.43	-8.82
Benzin bleifrei RBOB	Nymex	Mar.	Cent/Gallone	192.5	192.74	201.17	191.14	-3.36	-6.11
Erdgas	Nymex	Mar.	\$/mmBtu	5.237	5.138	5.804	5.06	-7.72	-7.79
Aluminium	LME	3 Mte.	\$/Tonne	2080	2108	k.A.	k.A.	-5.85	-5.47
Kupfer	LME	3 Mte.	\$/Tonne	6784	6898	k.A.	k.A.	-5.18	-6.47
Kupfer New York	Nymex	Mar.	Cent/lb.	307.15	309.8	347	328.15	-5.98	-7.43
Blei	LME	3 Mte.	\$/Tonne	2048	2057	k.A.	k.A.	-8.98	-15.42
Nickel	LME	3 Mte.	\$/Tonne	18600	18350	k.A.	k.A.	-3.14	-0.94
Zinn	LME	3 Mte.	\$/Tonne	17000	17550	k.A.	k.A.	-1.13	+3.54
Zink	LME	3 Mte.	\$/Tonne	2115	2158	k.A.	k.A.	-10.08	-15.70
Gold	Nymex	Feb.	\$/Unze	1075.8	1083.6	1104	1073.2	-1.87	-1.15
Silber	Nymex	Mar.	\$/Unze	16.1	16.212	17.52	16.015	-7.41	-3.76
Platin	Nymex	Apr.	\$/Unze	1506.9	1493.9	1594	1483.1	-6.17	+1.56
Palladium	Nymex	Mar.	\$/Unze	415	413.35	451	409	-8.94	+1.10
Kaffee «C»	Nybot	Mar.	Cent/lb.	132	132.95	141.25	132.05	-4.15	-2.21
Kaffee Robusta	Liffe	Mar.	\$/Tonne	1325	1330	1385	1314	+0.23	+2.78
Zucker Nr. 11	Nybot	Mar.	Cent/lb.	29.88	29	30.1	28.16	-0.89	+7.61
Weisszucker Nr. 5	Liffe	Mar.	\$/Tonne	742.5	728.8	765.2	721.1	-3.98	+2.62
Kakao	Nybot	Mar.	\$/Tonne	3190	3260	3443	3172	-4.98	-0.88
Kakao Nr. 6	Liffe	Mar.	£/Tonne	2227	2245	2344	2204	-3.52	-0.22
Orangensaft	Nybot	Mar.	Cent/lb.	138.4	143.3	147.8	136.7	+4.79	+11.04
Baumwolle	Nybot	Mar.	Cent/lb.	69.35	69.14	71.95	68.83	-3.77	-8.54
Sojabohnen	CBOT	Mar.	Cent/Bushel	924.5	931.75	957	921	-2.33	-11.13
Sojamehl	CBOT	Mar.	\$/Short ton	278.1	281.6	289.4	278.2	-2.05	-8.00
Sojaöl	CBOT	Mar.	Cent/lb.	36.11	36.15	37.09	35.82	-2.30	-11.35
Mais	CBOT	Mar.	Cent/Bushel	359	361.75	372.75	357.75	-2.76	-12.73
Weizen Chicago	CBOT	Mar.	Cent/Bushel	481.25	487	504	482.75	-2.50	-10.06
Mahlweizen Matif	Euronext	Nov.	Euro/Tonne	126.5	126	127.75	125.5	-0.98	-5.44
Rapsaat Matif	Euronext	Nov.	Euro/Tonne	283.75	283.25	286.75	281.25	-0.44	-1.48

CBOT = Chicago Board of Trade; LME = London Metal Exchange; Nymex = New York Mercantile Exchange; Nybot = New York Board of Trade; IPE = International Petroleum Exchange; Liffe = London International Financial Futures and Options Exchange; CME = Chicago Mercantile Exchange, k.A. = keine Angaben * = Stand: 17:30 Uhr Quelle: LaSalle Brokerage AG, Zürich

Korrektur in Sicht



Zink korrigiert spürbar

BASISMETALLE Aufwärtstrend im Zinkmarkt neigt sich dem Ende zu

Im vergangenen Berichtsjahr hat ein ungebremster Aufwärtstrend den Zinkmarkt dominiert. Das Schwermetall wird vorwiegend als korrosionsschützender Überzug für Eisen- und Stahlprodukte verwendet. Zudem ist es Bestandteil von verschiedenen Legierungen, vorzugsweise mit Kupfer und Messing.

2009 gehörte es zu den Abräumern unter den Industriemetallen: Der Preis für Zink verzeichnete einen Anstieg von 105% auf rund 2550 \$ pro Tonne, wie wir bereits berichtet haben. Die besonders rasanten Kursavancen im dritten Quartal führten aber zeitgleich auch zu einer deutlichen Ausweitung der Produktionsmenge.

Gemäss der International Lead and Zinc Study Group (ILZSG) dehnte der weltgrösste Zinkproduzent China im vergangenen Dezember die Produktion auf den Rekordwert von 462'000 Tonnen aus. Für das laufende Jahr prognostizieren Marktbeobachter keinen Nachfrageüberhang. Der Angebotsüberschuss dürfe sich auf bis zu 1,3 Mio. Tonnen belaufen. Das Rally scheint somit vorerst zu Ende zu sein. Seit Januar beherrschen Kursrücksetzer den Markt. **SD**

Kurseinbruch



ANDREW PORTMANN
InCentive Asset Management

Wandelanleihen sind optimal positioniert

Wandler schnitten 2009 und im Zehnjahresvergleich besser ab als der globale Aktienmarkt – Konvexität ist hoch – Der Ausblick ist vielversprechend

GIANLUCA BIGGI

Nur ein Jahr ist es her, da prasselten noch ununterbrochen Hiobsbotschaften aus aller Welt auf die eh schon geschwächte Weltwirtschaft nieder. Die Marktteilnehmer standen am Ende des Börsenhorrorjahres 2008 unter Schock, im Besonderen auch Anleger von Wandelanleihen, die von der Finanzkrise mit voller Wucht getroffen worden waren.

Die Bemühungen der US-Regierung, Rettungspakete zu schnüren, erwiesen sich als schwierig. Gleichzeitig waren die EU-Mitgliedstaaten nicht in der Lage, einen koordinierten umfangreichen Rettungsplan zu erarbeiten, und es wurde nicht damit gerechnet, dass die Massnahmen grosse Früchte tragen würden. Die Volkswirtschaften Asiens standen infolge der rückläufigen Exporte unter Druck und sahen sich zusätzlich mit steigender Arbeitslosigkeit sowie sehr volatilen Rohstoffpreisen konfrontiert.

Wende in Wandlern

Die Anleger befürchteten das Schlimmste, und entsprechend hoch war ihre Risikoaversion. Die globalen Aktienmärkte reagierten mit weiteren drastischen Einbrüchen. Der Wandelanleihenmarkt erwies sich jedoch als äusserst stabil. Die dramatische Verkaufswelle in den Wandelanleihen hatte bereits 2008 ihren Höhepunkt erreicht. Die nichttraditionellen Anleger an den Anleihen- und den Aktienmärkten wurden sich der ausserordentlich günstigen relativen Bewertungen von Wandlern allmählich bewusst. Die Wende war geschafft, und die Wandelanleihen setzten trotz schwacher Aktienbörsen ihren Aufwärtstrend fort.

Im März gab es endlich positive Nachrichten: Aktienkurse verbuchten auf breiter Front Rekordavancen, die Rohstoffpreise erholten sich, und die Konjunkturdaten aus den USA waren besser als erwartet. Das US-Finanzministerium kündigte einen Plan an, der die Kreditmärkte

möglicherweise auftauen könnte. Die Bedingungen an den Märkten für Wandelanleihen verbesserten sich ebenfalls. Die Liquiditätslage entspannte sich, und der Markt für Neuemissionen öffnete sich.

So wurden allein im Monat März Neuemissionen in der Höhe von fast 5 Mrd. \$ begeben. Sie wurden gut aufgenommen und am grauen Markt mit Aufschlägen gehandelt, die seit den Neunzigerjahren nicht mehr beobachtet worden waren. Zahlreiche weitere Unternehmen standen einer Finanzierung via Wandelanleihe positiv gegenüber, was für die Zukunft Gutes verhies. Bis Ende 2009 gab es mehr als 300 Lancierungen mit einem Umfang von rund 100 Mrd. \$. Die Neuemissionen stammten aus verschiedenen Sektoren und Regionen, wobei Europa und die USA mit etwa 80% des Volumens den grössten Anteil ausmachten.

Dank zaghafter Anzeichen einer Stabilisierung der Weltwirtschaft setzten die Aktienmärkte den Aufwärtstrend im zweiten Quartal fort. Auch die Anleihenmärkte boomten, und Unternehmensanleihen im hochverzinslichen Bereich (High Yield) erzielten die beste Performance.

Der Wandlermarkt profitierte ebenfalls von der Erholung der Kreditmärkte und der erhöhten Liquidität, sodass sich einige Papiere wieder in Richtung Fair Value bewegten. Nach wie vor warteten viele Investoren mit dem Anlegen ihrer Gelder noch zu. Die über den tiefen Erwartungen liegenden Unternehmensgewinne für das zweite Quartal sowie die Stabilisierung des Finanzsektors und des Immobilienmarktes trugen jedoch bald massgeblich zur Aufhellung der Stimmung und zu mutigeren Anlageentscheidungen bei. Das Schlimmste des Abschwungs schien überwunden zu sein.

Besser als Aktien

Trotz einiger Stimmungsschwankungen und eines unerwarteten Systemschocks aus Dubai behaupteten sich die Aktien- und die Anleihenmärkte bis zum Jahresende gut. Im Einklang dazu schlossen die Wandelanleihen das Jahr mit einem sehr guten letzten Monat, und der Jefferies Active Convertible Index Global (Jaci Global) zeigte in Dollar eine Jahresperformance von 38,9%. Somit beendete die Anlage-

klasse das Jahr sogar deutlich besser als die globalen Aktienmärkte, die 2009 eine Rendite von 30,6% (MSCI World in Dollar) erzielten. Dieses hervorragende Resultat der Wandler lässt aufhorchen. Das vor allem unter dem Aspekt der Faustregel, die besagt, Wandler würden die Aufwärtsentwicklung von Aktien zu rund zwei Dritteln mitmachen, die Abwärtsbewegung jedoch nur zu rund einem Drittel.

Um das Ergebnis zu beleuchten, richten wir den Blick auf die preisbestimmenden Faktoren von Wandelanleihen. Das sind nicht nur die Aktien- und die Zinsmärkte, sondern auch das Niveau der Volatilitäten resp. ihre Bewertungen, die Risikoprämien an den Kreditmärkten sowie die Aktivitäten auf dem Primärmarkt.

In der ersten Jahreshälfte 2009 war die Performance vor allem den sich stabilisierenden Bewertungen und den sich verengenden Kreditspreads zuzuschreiben. In der zweiten Jahreshälfte hingegen hat sich durch die vielen Neuemissionen und die Aktienhaussas das Profil des Wandelanleihenmarktes verschoben: Die Sensitivität in Bezug auf den Aktienverlauf nahm zu. Trotz der beiden grossen Krisen, welche die Aktienmärkte im vergangenen Jahrzehnt erdulden mussten, hat der Wandlermarkt bis Ende 2009 das Höchst vom Sommer 2007 bereits wieder überschritten. Über zehn Jahre betrachtet, erzielte der Jaci Global eine Rendite von 65%, während der MSCI World rund 18% unter seinem Ausgangspunkt notiert.

Festere Bewertungen in Sicht

Für das vergangene Jahr – wie auch langfristig betrachtet – sind die Resultate dieses Anlageinstruments imposant. Was dürfen wir daher vom noch jungen Jahr 2010 erwarten? Die hohen Renditen als Reaktion auf die massiven Unterbewertungen sind im vergangenen Jahr erzielt worden. Auch die Kreditaufschläge sind bereits deutlich gesunken. Dennoch kann die Anlageklasse den Investoren einiges bieten: Nach wie vor ist der Wandlermarkt

nicht übersteuert, und eine ansehnliche Zahl attraktiver Wandelanleihen ist im Markt zu finden. Vieles spricht dafür, dass die Unternehmen für ihren Finanzierungsbedarf die Wandelanleihe als Liquiditätsquelle benutzen werden.

Ein aktiver Primärmarkt bietet mehr Opportunitäten und gibt einem erfahrenen Manager einen grösseren Spielraum zur Alphagenerierung. Es kann auch davon ausgegangen werden, dass die Bewertungen sich noch weiter festigen werden. Dafür spricht die im Vergleich zum Vorjahr ausgewogenere Investorenbasis, die sich nun zirka je zur Hälfte aus Hedge Funds und Long-only-Anlegern zusammensetzt. Positiv wirkt auch die sich verbessernde Liquidität dank der Rückkehr des Eigenhandels der Banken. Vorteilhaftere Konditionen für die Leverage-Strategie werden den Appetit auf günstig bewertete Wandelanleihen zusätzlich vergrössern.

Mit einem sich erholenden Arbeitsmarkt, einer steigenden Nachfrage, hohen Unternehmensgewinnen und einer sich verbessernden Produktivität – gekoppelt mit einem kräftigen Wachstum aus China und Indien – sind die Bedingungen für einen weiteren Anstieg der Aktienmärkte gegeben. Positive Konjunkturmeldungen können jedoch auch die Bedenken mehr, dass es früher oder später zu einer geldpolitischen Straffung kommen kann.

Der Wandelanleihenmarkt befindet sich aus den vorher beleuchteten Gründen wieder im ausgewogenen Bereich. Genau in dem Bereich, in dem die Konvexität, das heisst das Phänomen, dass Wandler an Aktienkursveränderungen nach oben stärker partizipieren als an Bewegungen nach unten, am markantesten ausgeprägt ist. Somit sind Wandelanleihen optimal positioniert, um von positiven makroökonomischen Daten zu profitieren, ohne auf ein gewisses Sicherheitsnetz zu verzichten.

Gianluca Biggi ist Head Asset Management und Mitglied der Geschäftsleitung von Jefferies (Schweiz), Zürich.

Wandelanleihen sind deutlich besser als Aktien

