

# Alles dreht sich um Gold

TORONTO Kaum verändert



Der **S&P/TSX-Composite-Index** verlor in der Berichtswoche bis Donnerstag 0,1% auf 12684. Der **S&P/TSX-Global-Gold-Index** gewann dagegen 6,6%, während der Goldpreis 1,6% kletterte. Die Investoren suchen Schutz gegen die schwachen Währungen und betrachten Gold als sicheren Hafen. Die Schuldenlast der westlichen Länder drückt auf ihr Wirtschaftswachstum, und einen Ausweg aus der Schuldenspirale zu finden, ist schwierig. Mit Blick auf die anstehenden Wahlen in den USA und in Deutschland scheinen harte staatspolitische Einschnitte fast unmöglich.

Gold dürfte daher so lange gefragt sein, wie die Regierungen die Schulden nicht in den Griff bekommen, das Wirtschaftswachstum nicht zurückkommt und die Zinsen nicht erhöht werden. Da dies aber in weiter Ferne zu sein scheint, kann die Goldhause noch lange andauern.

Die Goldaktien schnitten in der Berichtswoche massiver ab als der Goldpreis. Das Kurs-Buchwert-Verhältnis für die grossen und die mittleren kanadischen Goldtitel liegt mit 0,87 weit unter der historischen Bandbreite von 1,26 bis 1,63. So billig waren die Goldwerte, ausser in der Krise vom Herbst 2008, noch selten.

## Barrick mit zwei Goldfunden

Unter den grösseren Goldwerten ging es in **Barrick Gold** (+8,3% auf 54.61 kan.\$) aufwärts: Barrick ist mit einem jährlichen Ausstoss von 8 Mio. Unzen Gold der weltgrösste Goldförderer. Die Gruppe meldete zwei Goldfunde in Nevada, unweit ihrer Minen Cortez Hill und Pipeline. Obwohl die Förderung erst in drei bis vier Jahren aufgenommen wird, stufen Fachkreise die neuen Vorkommen als gross ein. Barrick schätzt zudem, dass der Ertrag 2011 die Marke von 10 Mrd. kan.\$ überschreiten könnte. Der Überschuss könnte für die Schuldentilgung, Dividendenerhöhungen, den Kauf neuer Minen oder einen Aktienrückkauf verwendet werden. Solche Äusserungen hört der Anleger gerne.

Die anderen grossen Goldaktien wie **Goldcorp** (+6,1% auf 55.30 kan.\$) und **Kinross Gold** (+7% auf 18.01 kan.\$) legten ebenfalls zu. Mittlere Förderer sind **Centerra Gold** (+11,4% auf 23 kan.\$), **Eldorado Gold** (+8 auf 21.50 kan.\$), **IAM Gold** (+9,7% auf 22.61 kan.\$), **Yamana Gold** (+9,5% auf 17.20 kan.\$), und **Agnico-Eagle Mines** (+5,2% auf 71.08 kan.\$).

Unter den Junioraktien kletterten **Semafo** 24,5% auf 10.06 kan.\$ die Gruppe will in der Mana-Mine in Burkina Faso die Kapazität 50% erhöhen. Der Ausstoss könnte von 180.000 Unzen 2011 bis 2014 auf über 300.000 Unzen steigen. **Claude Resources** (+14,3% auf 2.24 kan.\$) bohrt in der alten Madsen-Mine in Ontario, wo zwischen 1938 und 1976 mit einem Goldgehalt von 9,93 Gramm pro Tonne Gestein 2,4 Mio. Unzen gefördert wurden. Momentan wird in der Zone acht gebohrt, die vor der Schliessung der Mine 1976 hochgradiges Gestein lieferte. Die Ergebnisse der Zone acht interessieren sehr, denn das System hat grosse Ähnlichkeit mit der ertragreichen Red-Lake-Mine von Goldcorp. Zudem ist die ganze Infrastruktur an der Oberfläche noch vorhanden.

## Renditeperlen

Investoren, die Valoren mit einer guten Rendite suchen, finden sie in den Titeln der kanadischen Versicherer. Die Aktien des Branchenprimus **Manulife Financial** (-2,2% auf 12.86 kan.\$) liefern eine Rendite von 4%. **Great West Lifeco** (+3,2% auf 21.11 kan.\$) rentieren 5,8% und **Sun Life Financial** (-2,5% auf 25.66 kan.\$) 5,6%.

Die Aktien der grössten Telecomgruppe Kanadas, **BCE** (-0,6% auf 38.80 kan.\$), die in der Korrektur kaum gelitten haben, rentieren 5%. Der Wettbewerber **Telus** (-2,5% auf 52.51 kan.\$) wirft eine Rendite von 4,1% ab. **Transcanada** (+1,7% auf 42.80 kan.\$) besitzt ein 60.000 km langes Pipelinetz und produziert 10.800 MW Elektrizität. Die Titel rentieren 3,8% und damit auch nach Abzug von 15% Quellensteuer mehr als Kanadas Staatsanleihen.

HEINZ ISLER, NBF International, Genf

# Verkaufswelle trifft Fanuc

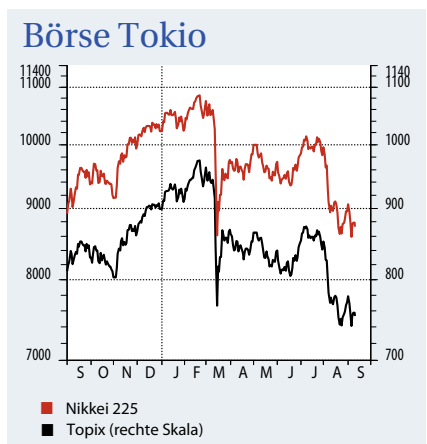
TOKIO Stark rückläufige Aufträge für Werkzeugmaschinen – Nikon und Fast Retailing gefragt

Schlechte Konjunkturdaten in Japan, negative Vorgaben aus Übersee und neue Schuldensorgen in Europa drückten den japanischen Aktienmarkt am Verfallstag für Futures und Optionen ins Minus. Zudem wollten die Anleger vor dem Treffen der G-7-Finanzminister in Marseille wenig riskieren. Am meisten wurde ihnen die Laune jedoch durch die Revision von Japans Wirtschaftsleistung im zweiten Quartal verdorben.

Im Vergleich zum Vorquartal ist das **Bruttoinlandsprodukt** 0,5% geschrumpft (annualisiert -2,1). Bis dato wurden 0,3% (-1,3) kalkuliert. Grund für die Revision waren geringere Kapitalausgaben der Unternehmen. Sie hatten nicht 0,9% mehr, sondern 3,6% weniger investiert. Schon am Vortag hatte der im Juli verzeichnete Einbruch ausländischer Aufträge für japanische Werkzeugmaschinen von 9,8% Rezessionsorgen verstärkt.

Der **Nikkei 225** verlor am Freitag 0,6% und beendete den Handel auf 8737,66. Der marktweite **Topix** gab 0,2% nach und schloss auf 755,7. Am meisten verlor der Maschinenbausektor, gefolgt von Textilwerten sowie Öl und Kohle. Die grössten Gewinner waren der Mediensektor sowie die Bank- und die Reifentitel. Auf zehn steigende kamen elf fallende Aktien. Bedingt durch den Verfallstag war der **Umsatz** von 2,2 Mrd. Aktien robust und über dem Vorwochenschnitt von 1,8 Mrd.

Im Wochenvergleich fiel der Nikkei 2,4% und der Topix 1,8%. Beide Indizes näherten sich wieder ihren Jahrestiefs. Der Topix liegt seit Januar 16% zurück und no-



tiert auf Basis eines Kurs-Buchwert-Verhältnisses von 0,91 so günstig wie zuletzt im März 2009. Im August hatten **ausländische Anleger** netto für 1,1 Bio. Yen (11,8 Mrd. Fr.) japanische Aktien verkauft, so viel wie im Oktober 2008 nach dem Lehman-Kollaps. Bis zur Fed-Sitzung am 20./21. September erwarten viele Händler keine grossen Veränderungen. Die Unsicherheit gegenüber dem Exportsektor hat jedoch dazu geführt, dass viele Anleger vermehrt in binnenorientierte Unternehmen investieren.

Dieser Trend erklärt, warum die Papiere der Online-Spieleportale **Gree** und **Dena** unter den am meisten gehandelten Aktien dieser Woche waren. Teilweise verzeichneten sie einen höheren Umsatz als Toyota und andere Blue Chips. Am Freitag stieg die Marktkapitalisierung von Gree auf 609 Mrd. Yen. Die Titel des Portals gehör-

t damit erstmals zu den hundert schwersten Aktien. Sie verteuerten sich 1,7% auf 2650 Yen. Vom Defensivtrend profitierten auch die Valoren des Textilriesen **Fast Retailing**, der nächste Woche seine Jahreszahlen vorlegt. Sie kletterten 1,8% auf 14630 Yen. Die Finanzzeitung «Nikkei» berichtete, das Unternehmen werde 2012 in Asien hundert neue Läden eröffnen.

Am härtesten traf die Verkaufswelle die Maschinenbauer. Die Titel des weltgrössten Industrieroboterproduzenten **Fanuc** sackten unter sehr hohem Umsatz 7,6% auf 10730 Yen ab. Die Analysten der UBS kürzten ihr Kursziel von 15200 auf 11500 Yen. Die Automatenachfrage aus China habe ihren Höhepunkt überschritten, lautete die Begründung.

Einige Exportvaloren bekamen auch die Aufwertung des Yens zu spüren. Die europäische Währung verbilligte sich nach dem Verzicht der EZB auf eine weitere Zinserhöhung. **Nintendo** verloren 2,3% auf 13160 Yen und **Mazda** 2,6% auf 147 Yen. **Nikon** rückten 2,6% auf 1773 Yen vor. Angeblich will das Unternehmen doch noch in den Boommarkt für spiegellose Leichtkameras einsteigen.

Die Anteilsscheine der Halbleiterbranche wurden von der Umsatzwarnung von Texas Instruments in Mitleidenschaft gezogen. **Advantest** rutschten 3,9% auf 892 Yen und **Dainippon Screen Manufacturing** 6% auf 458 Yen. Die Titel des grössten japanischen Stahlkochers **Nippon Steel** gaben 2,2% auf 226 Yen nach. Die Rendite der **zehnjährigen Staatsanleihen** fiel einen Basispunkt auf 1%. **FRI**

# Li & Fung erhalten Schub aus USA

HONGKONG Amerikanisches Konjunkturpaket begünstigt Exporttitel – HSBC konkretisiert Aderlass



Die schlechten US-Arbeitsmarktdaten bescherten Hongkongs Börse einen schwachen Wochenstart. Zum Wochenanfang sorgte die Meldung über eine Untersuchung für Nervosität, wonach die im Nordosten Chinas gelegene Provinz Liaoning 2010 rund 85% der Schulden nicht bedient habe. Ausserdem hätten Unternehmen, die der Provinzregierung nahestehen, grosse Summen veruntreut. Mit diesen Vorgaben schloss der **Hang-Seng-Index** 1,7% tiefer auf 19866,63.

Immerhin schwächte sich die **Inflation** in der Volksrepublik im August auf Jahresbasis leicht auf 6,2% ab. Die **Industrieerzeugung** nahm gegenüber dem Vorjahr noch um 13,5% zu. Die Erwartung steigt, dass Chinas Zentralbank die Geldpolitik in den nächsten Monaten lockern könnte. Die People's Bank of China versorgte mit

einer Offenmarktoperation die Geschäftsbanken bereits mit der höchsten Liquiditätsspritze seit drei Monaten. Das wiederum stützte Banktitel wie China Construction Bank (unv.).

Die angespannte Preissituation an Hongkongs **Immobilienmarkt** scheint sich langsam zu entschärfen. Der Indexwert für Hauspreise in Hongkong fiel im Juli erstmals seit Jahresbeginn. Der rückläufige Trend wurde durch das Ergebnis der jüngsten Landauktion bestätigt. Zum dritten Mal in Folge blieb der Verkaufspreis unter den Schätzungen. **Sun Hung Kai Properties** (-2,9%) erhielt den Zuschlag für 400 Mio. \$. Konkrete wurden die Pläne zum Stellenabbau bei der Grossbank **HSBC** (-3,3%). Von den 30.000 Stellen, die in den nächsten drei Jahren weltweit gestrichen werden sollen, entfallen 3.000 auf Hongkong. Unruhe gab es in den Aktien von Chinas grösstem Händler für Damenschuhe, **Belle International** (-10%), nachdem bekannt geworden war, dass das

Management 240 Mio. eigene Aktien verkaufen will.

Schwierigkeiten meldete Citic Group, die Muttergesellschaft von **Citic Resources** (-8,3%). Citic ist grösster Aktionär von Macarthur Coal und will den Anteil an dem australischen Unternehmen verkaufen. Mit den bisherigen Verhandlungspartnern, dem US-Kohleförderer Peabody Energy und dem Stahlkocher Arcelor Mittal, die ihrerseits an Macarthur interessiert sind, wurde keine Einigung erzielt. Nun hofft Citic auf einen neuen Bieter.

Die Ankündigung eines neuen Konjunkturpakets in den USA begünstigte die Valoren der Exportwerte. Der Wal-Mart-Zulieferer **Li & Fung** (+7,2%) führte die Liste der Gewinner im Hang Seng an, nachdem sich die Geschäftsleistung positiv zum erwarteten Ergebnis für das erste Quartal geäussert hatte.

## ASSET MANAGEMENT CONSULTING

Aaa Center for Co-operation in Finance

## Wandelanleihen

# Verschoben

Durch die Turbulenzen der letzten Wochen haben sich einige Opportunitäten ergeben. Die Profile vieler Wandelanleihen haben sich derart verschoben, dass eine Neubewertung bzw. Einordnung notwendig ist. Wandler mit zuvor aktiensensitivem Charakter sind wegen des Kursrückgangs nunmehr wieder im hybriden Bereich zu finden. Für defensiv ausgerichtete Anleger sind sie jetzt wieder interessant. Ein Kandidat ist zum Beispiel **Clariant 3% 2014**. Die Aktie hat in den letzten Monaten rund 60% eingebüsst. Die Wandelanleihe hat von 220 auf 114% korrigiert. Offiziell ist das Rating mit einem BBB- gemäss S&P noch im Bereich Investment Grade (IG). Die CDS zeigten allerdings eine Verschlechterung des Kredits von 100 auf 400 Basispunkte (Bp).

Eine Herabstufung der Ratingagenturen würde nicht verwundern, ist jedoch offensichtlich schon eingepreist. Die Liquidität der Emission über 300 Mio. Fr. ist in Ordnung. Daher ist sie für Anleger, die nicht auf ein offizielles IG-Rating angewiesen sind, interessant. Die andere Investorengruppe würde im Falle einer Herabstufung zum Verkauf gezwungen.

Auf der Seite der Neuemissionen war es in den letzten Wochen ruhig, und die meisten kamen aus Asien. Desto mehr fand diese Woche eine etwas ungewöhnliche Neuemission aus Europa Beachtung. Die Baarer Glencore hatte 2009 die Wandelanleihe **Glencore 5% 2014** über 2,3 Mrd. \$ für eine Handvoll Investoren als Privatplatzierung auf den Markt gebracht. Diese Woche hat ein Investor, die First Reserve Corporation, seinen Anteil von 800 Mio. \$ zu 134,3% verkauft.

Momentan handelt die Wandelanleihe bei 136% mit einer Prämie von 20%. Aufgrund der hohen Aktiensensitivität von 63% war das Interesse bei Outright-Investoren relativ begrenzt. Dies lässt sich auch dadurch erklären, dass es andere Alternativen im IG-Bereich gibt, die näher am Rücknahmepreis handeln, wie **Anglogold 3,5% 2014** bei 118% oder in Europa **Arcelor Mittal 5% 2014** bei 109%, die sogar noch eine positive Rendite von 1,5% aufweist.

Die theoretische Konvexität der Wandelanleihe von Glencore errechnet sich momentan folgendermassen: -11,4%/+13,4% bei -/+20% der Aktie. Die Rendite beträgt -5%. Es sind noch Anteile über 1,5 Mrd. \$ in privaten Händen. Es würde nicht überraschen, wenn auch diese Investoren ihre Positionen zum Verkauf anboten. Glencore hat ein offizielles Rating von BBB, und aufgrund der Grösse der Emission wird der Titel in die Wandelanleiheindizes aufgenommen werden müssen. Es wird womöglich auch unter den Outright-Investoren Käufer geben, falls sie an eine entsprechend positive Entwicklung des Aktienkurses glauben. **IFP**

## Börsenmonitor

Index	Stand	+/- %	+/- %
	9.9.	2.9.	2011
<b>Spitzenreiter</b>			
Jakarta (Composite)	3998.50	+4.1	+8.0
Schweiz (SMI)	5430.77	+1.3	-15.6
Istanbul (National 100)	55902.98	+1.0	-15.3
Mumbai (Sensex)	16866.97	+0.3	-17.8
Johannesburg (Gesamt)	30440.87	-0.3	-5.2
Bangkok (SET)	1062.37	-0.3	+2.7
Kuala Lumpur (Composite)	1469.12	-0.3	-3.3

## Schlusslichter

Wien (ATX)	2046.13	-7.4	-29.6
Mailand (FTSE Mib)	14020.18	-6.9	-30.5
Madrid (Ibex 35)	7910.20	-6.5	-19.8
Budapest (BUX)	17041.97	-6.5	-20.1
Frankfurt (Dax)	5189.93	-6.3	-24.9
Paris (Cac40)	2974.59	-5.5	-21.8
Stockholm (OMX)	280.64	-4.8	-23.9

<sup>1</sup> Indexstand 17.45 Uhr

## Stoxx Branchen-Indizes

Index	Stand	+/- %	+/- %
	9.9.	2.9.	2011
<b>Automobil</b>	248.92	-7.3	-27.0
<b>Banken</b>	126.63	-8.4	-35.5
<b>Bauindustrie</b>	207.27	-6.7	-26.6
<b>Chemie</b>	456.51	-5.2	-19.7
<b>Detaillhandel</b>	224.26	-1.7	-16.6
<b>Finanzdienstl.</b>	218.23	-3.2	-18.6
<b>Gesundheit</b>	385.23	-1.6	-1.0
<b>Grundstoffe</b>	454.27	-1.7	-28.5
<b>Industriegüter</b>	257.76	-4.3	-21.9
<b>Konsumgüter</b>	386.30	-1.5	-8.2
<b>Medien</b>	147.96	-2.6	-18.2
<b>Nahrung/Getränke</b>	342.10	-4.0	-6.1
<b>Öl/Gas</b>	287.59	+0.5	-13.5
<b>Reisen/Freizeit</b>	105.36	+0.6	-21.3
<b>Technologie</b>	182.34	-1.5	-15.5
<b>Telekommunikation</b>	234.89	-2.4	-12.7
<b>Versicherungen</b>	118.16	-7.8	-23.5
<b>Versorger</b>	245.51	-3.6	-21.5

Fortsetzung von Seite 1

# Franken-Poker

Worauf es ankommen wird, sind Durchhaltewillen und tiefe Taschen. Auch da sprechen die Zahlen eine deutliche Sprache: 2010 kamen die täglichen Devisentransaktionen, in denen der Franken involviert war, an einem durchschnittlichen Tag auf ein Volumen von 240 Mrd. \$ oder etwas weniger als die Hälfte des jährlichen Schweizer BIP. Ohne Gold betragen die Devisenreserven der Nationalbank heute rund 200 Mrd. Fr. – im Jahr 2006, vor Ausbruch der Krise, waren es 45 Mrd. Fr.

Das lässt auf zweierlei schliessen. Im Vergleich zum Franken-Devisenmarkt bringt die SNB erstens sehr wenig Gewicht auf die Waage. Da tritt ein David gegen Goliath an. Zweitens: Grosse Devisenreserven können grosse Verluste verursachen. Vergangenes Jahr waren die Buchverluste auf den Reserven so massiv, dass das Kapital der SNB von 65 Mrd. Fr. 2009 auf heute noch 16 Mrd. Fr. geschmolzen ist. Auf gewisse Weise hat die Nationalbank sich selbst die Hände gebunden: Sollte sie in der bevorstehenden Schlacht aufgeben, wären die Folgen verheerend.

Im Kampf gegen Goliath wird David eisernen Durchhaltewillen beweisen müssen. Die SNB ist unabhängig und hat keinen Grund zu zaudern, doch auch sie wird Unterstützung brauchen – oder zumindest keine Kritik. Das Potenzial für hohe Verluste bedeutet, dass auch ihre Aktionäre, die Kantone, die Schlacht mitkämpfen. Sollte es tatsächlich zu Verlusten kommen, werden sie die Bank vielleicht sogar rekapitalisieren müssen: Statt Gewinne einzustreichen, werden sie der SNB Geld geben müssen. Werden sie dann die gleiche Entschlossenheit an den Tag legen?

Das kommt wahrscheinlich auch darauf an, wie lange die Schlacht dauert. Bei einer Besserung im Euroland und einem sich erholenden Euro kommt die SNB gut weg. Weitere schlechte Nachrichten aus Europa werden hingegen den Druck erhöhen und die Nerven auf die Zerreisprobe stellen. Die SNB und ihre Aktionäre sind zu einer Schlacht angetreten, die lange dauern dürfte. Deshalb die quälende Frage, ob die ganze Sache es überhaupt wert ist. Auch auf 1.20 Fr./€ ist der Franken noch zu

stark. Ein früher Erfolg könnte die Nationalbank ermutigen, die Grenze heraufzusetzen. Das würde den Einsatz – und den Druck – weiter erhöhen. Sollten die USA und Europa in die Rezession zurückfallen, wird sich wie erwähnt auch die Schweiz dem nicht entziehen können.

Und nicht zuletzt wirft der Schachzug der SNB die Frage nach dem Wechselkursregime auf. Um ihre politische Unabhängigkeit zu bewahren, hat sich die Schweiz gegen den Beitritt zur EU und zu ihrer Währung entschieden. Nun steckt die Eurozone wegen einer fehlgeleiteten Politik in argen Nöten. Viele europäische Staaten, die den Euro nicht eingeführt haben, fühlen sich in ihrer Haltung bestätigt. Dass die Schweiz jetzt ein Kursziel zum Euro festgelegt hat, könnte andere, etwa Norwegen oder Schweden, zum Nachziehen bewegen, wenn sich auch ihre Währungen aufwerten – ein Signal, dass der Alleingang keinen Schutz garantiert vor den Ereignissen in der Eurozone und dass völlige Unabhängigkeit in unserer hochgradig vernetzten Welt eine Illusion ist.