

Nickel-Baisse lässt sich fundamental nicht erklären

Der enge Markt lädt Institutionelle zu Arbitragegeschäften ein – Produzenten und Industrie bezahlen die Zeche

Der Preiszerfall am Nickelmarkt weckt unter Produzenten und in der Industrie Unmut. Die Autoren des Beitrags leiten eine Gesellschaft, die den Rohstoff Nickel physisch handelt. Am 22. Juni publizierten sie im «Metal Bulletin», der Fachzeitschrift des Metallhandels, einen Kommentar, in dem sie die London Metal Exchange (LME), Hauptumschlagplatz für Nickel, zum Handeln aufrufen. Die LME-Verantwortlichen verneinen einen Handlungsbedarf und weisen darauf hin, dass der Nickelpreis von fundamentalen Faktoren, insbesondere von der schwachen Nachfrage, geprägt werde.

– im Betrachtungszeitraum im engen Band zwischen 47 Ct. und 50 Ct./lb. stabil blieb. Die gegenwärtige Schwäche des Nickelpreises ist daher nur bedingt mit fundamentalen Markteinflüssen zu begründen. Welche anderen Faktoren könnten den Nickelkurs prägen?

Sicheres Spiel für Funds

Institutionelle Anleger, z. B. Funds, zeichnen im Rahmen ihres Portfoliomanagements Nickelkontrakte an der LME. Dabei stellen für diese Investoren neben spekulativen Kursgewinnen die sogenannten Contango-Erlöse Anreize zu einer Diversifikationsstrategie dar. Institutionelle Anleger nutzen ihre Marktstärke im Vergleich zur relativen Illiquidität der LME, um Kurse zu beeinflussen. Nachdem im März 1997 eine Tonne 8250 \$ kostete und die technische Analyse Short-Positionen favorisierte, verkauften die Funds Nickel auf Termin, ohne dass sie über den Rohstoff verfügten. In einem vollkommenen Markt drücken Short-Positionen – die aus fundamentalen Sicht ein künstliches Übergang darstellten – die Notierungen nachhaltig nach unten.

Dieser Zusammenhang ermöglicht es den Institutionellen, in liquiditätsarmen Märkten nahezu risikolose Erlöse zu erzielen: Zum einen werden die erwähnten Contango-Erlöse erzielt. Das Contango ist die Differenz zwischen Termin- und Kassapreis. Es reflektiert den Zinssatz für die Finanzierung des Metalls und in geringerem Umfang auch die Kosten für Lagerung und Versicherung. Das Contango kann, abhängig vom Preis, zwischen 350 \$ und 450 \$/t jährlich betragen. Zum anderen generieren sich die Erlöse aus fallenden Kursen. Im Zeitraum Januar bis Juni 1998 erlitt Nickel einen Preisrückgang von rund 1500 \$/t.

Wird die durch Kursentwicklung und Contango generierte Liquidität in die haussierenden Aktienmärkte investiert und werden gleichzeitig in Rohstoffaktien, die bei fallenden Preisen kaum Kurssteigerungen erzielen, Short-Positionen eingegangen, lassen sich weitere Gewinne realisieren. Die technischen Zusammenhänge begründen teilweise die extreme Performance der institutionellen Anleger in den letzten Monaten.

Ergeben sich auf der einen Seite für institutionelle attraktive Chancen, verschärft die Entwicklung andererseits aber den Wettbewerb für andere Marktteilnehmer dramatisch. An erster Stelle sind die



Produzenten des Rohstoffs Nickel zu nennen, für die der Existenzkampf längst begonnen hat. Unterstellt man eine Vollkostenrechnung, die fixe und variable Aufwände berücksichtigt, liegen die aktuellen Nickelpreise weit unter den Produktionskosten. So rutschten die Aktienkurse der Inco, der grössten westlichen Nickelproduzentin mit einem Weltmarktanteil von 28%, von 34.12 \$ auf 14.80 \$, und das in einer Phase haussierender Aktienmärkte. Die Börsenkapitalisierung des Unternehmens hat sich dabei von 4,5 Mrd. \$ auf 2,3 Mrd. \$ nahezu halbiert.

Existenzfrage

Das Management des kanadischen Rohstoffproduzenten muss sich dabei die Frage gefallen lassen, ob die Orientierung am Shareholder value ein Fremdwort ihrer Unternehmensstrategie ist. Geplante Investitionen in einen neuen Produktionsstandort werden das Unternehmen zusätzlich belasten. Die Machbarkeitsstudie für das betreffende Projekt legt einen Erlös für Nickel von 8500 \$/t zugrunde. Aufgrund des aktuellen Nickelpreises muss sich der engagierte Aktionär Gedanken über den Restwert des Unternehmens machen. Für weitere Nickelproduzenten sind ähnliche Entwicklungen absehbar.

Nicht nur die Rohstoffproduzenten, sondern auch die nachgelagerten wertschöpfenden Betriebe innerhalb der Edelmetallproduktion und des Primär- und Sekundärrohstoffhandels werden von den extremen Marktverhältnissen negativ beeinflusst. Die augenblickliche Situation reflektiert eine Pervertierung der eigentli-

chen Funktion der LME: Die Metallbörse ist von einem Absicherungsinstrument für Produzenten zu einem Zielmarkt der Diversifikationsstrategie institutioneller Anleger degeneriert.

Wer bringt den Markt ins Lot?

Wie könnte die LME ihrer angestammten Aufgabe wieder gerecht werden? Ein Szenario wäre relativ einfach umzusetzen. Eine vorübergehende Drosselung der Nickelförderung würde die Funds aus ihren Short-Positionen drücken. Denn der vorhandene physische Bedarf zöge über kurz oder lang steigende Preise nach sich und zwänge die Funds zur Deckung ihrer Short-Positionen. Die Nickelpreise würden in einer ersten Phase signifikant steigen, um sich dann auf einem Niveau von 6500 \$ bis 7500 \$ einzupendeln. Um so ersichtlicher ist, dass die Produzenten die Strategie bisher nicht kommuniziert haben. Ob Kürzungen für Inco eine Option darstellen, muss eine genaue Analyse der Gewinnchwelle ergeben. Denn gerade zum gegenwärtigen Zeitpunkt ist die Gesellschaft auf operative Aktivitäten angewiesen.

Die dramatischen Folgen des drastischen Preiszerfalls des Nickels fordern alle Marktteilnehmer. Sie sollten über eine Reorganisation der Instrumente nachdenken, um künftig ähnliche Ausprägungen von Marktversagen beherrschen zu können. Den LME-Organen kommt dabei eine besondere Sorgfaltspflicht zu. Das Direktorium ist aufgerufen, die gezeigten künstlichen Einflussfaktoren auf ein akzeptables Mass zu reduzieren. Die LME muss ihre ursprüngliche Rolle als Absicherungsinstrument für die Industrie zurückverlangen. Zusätzliche Liquidität könnte durch die Einführung neuer Börsenkontrakte auf ähnliche Produkte geschaffen werden.

Ein weiteres Instrument stellt die Publizitätspflicht von Short- und Long-Positionen ab einer gewissen Gröszenordnung für institutionelle Anleger dar. Sie wären dadurch gezwungen, ihre Anlagestrategie offenzulegen. Dabei muss die Frage gestattet sein, inwieweit die heutige Zusammensetzung des Direktoriums der LME die vielfältigen Interessen aller Marktteilnehmer repräsentiert. Neben den Belangen der Broker und der Spekulanten ist dabei vermehrt dem Anliegen der Produzenten und der Verarbeiter, die auf einen fairen Markt angewiesen sind, Rechnung zu tragen.

Von Günter Kreissel und Tobias Kämmer

Die Nickelnotierungen verloren an der LME von März 1997 bis Juni 1998 mehr als 3750 \$ pro metrische Tonne (1000 kg). Der Kassapreis fiel von 8250 \$ auf 4500 \$, was einem Kursverlust von fast 45% entspricht. Die traditionelle Bewertung fundamentaler und technischer Einflüsse kann dabei Ansätze für eine Begründung des dramatischen Preiszerfalls aufzeigen.

Rund 65% der weltweiten Nickelproduktion wird für die Erzeugung von Edelstahl eingesetzt. Die Edelmetallproduzenten steigerten ihren Ausstoss im Betrachtungszeitraum März 1997 bis Juni 1998 von 15,5 Mio. auf 16,3 Mio. t. Die Produktionssteigerung führte zu einer entsprechenden Nachfragesteigerung in Nickel und der Legierung Ferrochrom, die beide zur Herstellung von Edelstahl benötigt werden. Die fundamentale Marktentwicklung lässt sich leicht an den Bestandesänderungen der LME ablesen.

Die Vollkommenheit des Markts – d. h. das physische Angebot und die Nachfrage sind weitgehend ausgeglichen – zeigt sich darin, dass im gesamten Betrachtungszeitraum lediglich eine Bestandesänderung von 8000 t (von 67 000 t auf 59 000 t) zu verzeichnen war. Zurzeit hingegen schwanken die Bestände bis zu 1700 t pro Woche. In diesem Zusammenhang fällt auf, dass der Preis für Ferrochrom – der Rohstoff wird nicht an der LME gehandelt

Günter Kreissel ist geschäftsführender Gesellschafter der KMR Kreissel Metal Recycling in Mülheim a. d. Ruhr. Tobias Kämmer ist Mitglied der KMR-Geschäftsleitung.

AUSLANDKOMMENTAR

Chinesische Ambitionen

Von Peter Seidlitz Peking



Bill Clinton der dritte Präsident. Als mit George Bush lebte ein US-S oberhaupt. Reich der weite, existiert noch die St

union, und Moskau war nicht Gegenspieler von Washington Weltpolitik. Als vor 27 Jahren Richard Nixon mit seiner China die chinesisch-amerikanischen takte einleitete, war China nach innen politischer Grabenkämpfe der Kulturrevolution ausgelagert. Zedongs katastrophale Herrschaft stand kurz vor dem Ende.

Heute ist die Weltmacht an unbestrittener Leader. Wäre Russland noch auf der Intensiv für Wirtschaftskrankheit liegt, ist amerikanische Wirtschaft wie Phönix aus der Asche gestiegen. Währung und Technologie aus USA gibt es kaum Alternativen. Japanische Krise hat Nippon als len aus der Bahn geworfen. Die rungs- und Finanzmarktkrise in macht überdies die Industrien Nippon und die der Tigerländer abhängiger von den US-Märkten.

Am Gipfeltreffen in Peking ist jetzt China seinen Anspruch als macht und ebenbürtigen Gegen von Amerika geltend. Geschrieben die Chinesen die politische Schwächen von Russen und Japan genutzt und sich auf der Weltbühne die erste Reihe gesetzt. Peking ist von einer «strategischen Partnerschaft» und spekuliert wohl auch auf, in einigen Jahren als neuntes Mitglied in den inzwischen um Russen gewachsenen Klub der G-8, der schafflich wichtigsten Länder Welt, aufgenommen zu werden. müssen uns ernsthaft mit Chinas schaffigen, das Land ist kein Erbk park für Menschenrechtler und Lama-Anhänger», bemerkt US- verteidigungsminister und züst für internationale Sicherheit Chas Freeman jr. Im Weissen haben sich die Kräfte durchgedie auf Kooperation und Einbrir Chinas, nicht auf Konfrontation: Ausgrenzung setzen.

China ist ein williger Mitspieler diesem Deal. Die kommunistische Führung sieht im Clinton-Besuch Staatsgewalt bestätigt. Die Zustimmung von KP-Chef Jiang Z als ebenbürtiger Partner neben Weltleader soll in der Bevölk den Führungsanspruch der Kom nisten unterstreichen. China hat schafflich Erstaunliches gel Land und Gesellschaft haben ra Veränderungen durchgemacht. Chinesen geht es besser denn je in ihrer Geschichte. Die Diskuss sind offener geworden. Die inn lische Lage entspricht nicht den Klischees, welche die Gegen Clinton-Reise über China verbr

Aber ebenso ist es ein Denk zu glauben, dass China ein S tatsfaktor in der Welt sein wird ten in der wirtschaftlichen Um tierung drohen im Reich der gesellschaftliche Zerfallsprozess in den achtziger Jahren der I mit der Sowjetunion und die e resultierende Entspannungs schliesslich zum Zusammenbrü UdSSR und zum Kollaps len scher Ideologie führten, so ist

Beförderungen

Credit Suisse Group: zum Managing Director and Senior Advisor: Ahmad Abu El-Ata, Zürich; zum Director: Christoph Müller, Zürich; zum Vice President: Robert Holtz, Zürich.

Credit Suisse: zum Mitglied der Direktion: Wolfgang Flaitz, Basel; Nicole Jordi, Bern; Bernardino Bulla, Giovanni Flury, Alberto Petruzzella, Lugano; Andreas Fuhs, Weizikon; Walter Huber, Paul Meier, Michael M. Paravicini, Bernhard Storz, Hans-Jörg Widiger, Zürich.

Credit Suisse Private banking: zu Mitgliedern der Direktion: Bernard Chevalier, Bernard de Coulon, Patrice Horowitz, Genf; Michel Henrioud, Montreux; Ulrich Eckl, Stephan Flückiger, Luca Martinelli, Ursula Seifert, Reto Tarregghetta, Zürich.

Zürcher Kantonalbank: zu Mitgliedern der Direktion: Werner Burger, Bernadette Grossenbacher, Werner Wyss im Bereich Gesamtleitung; Michael Bloch, Herbert Hutab, Roger Müller, Daniel Stettler, Roger Strimatter, Hubert Wettstein, Rolf Würsten im Bereich Firmenkunden; Ros

Leserbriefe

«Europas Notenbank ist gefordert»

FuW Nr. 42 vom 3. Juni

Der Leitartikel «Europas Notenbank ist gefordert» enthält den uralten und noch nicht überwundenen Irrtum, dass die Zentralbanken für ein stabiles Preisniveau sorgen sollen. Die Verhütung der Inflation ist ausschliesslich Aufgabe der Verwaltung, die eine eiserne Ausgaben- disziplin einzuhalten hätte. Sie ist Aufgabe der Politiker, die übertriebene und kostspielige Wahlversprechungen machen, unnütze Beamtenposten für Parteigenossen schaffen und weltanschaulich begründete kostspielige Programme durchzwängen. Auf diese Dinge und

Vorgänge hat das Direktorium im Euro-Tower doch überhaupt keinen Einfluss. Wie soll es die Schaffung von Preisstabilität denn bewerkstelligen? Es verfügt hierfür über keinerlei Instrumente, und es hat nicht die Macht, um die unheilvolle staatliche Verschwendung zu beeinflussen. Vielmehr ist zu erwarten, dass alle Bande frommer Scheu fallen werden, sobald der Euro existiert und man ihm erst einmal angehört. Dann werden sämtliche Ausgaben nachgeholt, die man auf die nächsten Jahresrechnungen verschoben hat, um die Beitrittskriterien für die

Europäische Währungsunion zu erfüllen. Es ist wichtig, dass man den Herren im Euro-Tower die Grenzen ihrer Macht und ihres Einflusses vor Augen führt, damit sie nicht zu sinnlosen Rundumschlägen ausholen und alles noch viel schlimmer machen. Als warnendes Beispiel sollte die Wirtschaftskrise um 1930 gelten. Die damalige Reichsbank verknappte den Umlauf der Zahlungsmittel ganz sinnlos und stürzte 6 Mio. Menschen in die Arbeitslosigkeit.

Dr. Joachim Graf Zedwitz Göttinghofen

«Esec hat eine Chance verpasst»

FuW Nr. 45 vom 13. Juni

Ihr Artikel über Esec war äusserst interessant. Das «legale» Frisieren von Bilanzen stimmt schon ein bisschen nachdenklich. In den USA respektive an der Nasdaq wäre der Handel in Aktien eines solchen Unternehmens wohl nicht

mens die Haftung für das Ausbleiben von Vorbehalten im Kontrollstellenbericht übernimmt. Auch in bezug der vom Management geäusserten Aussichten herrschen in Amerika ganz andere, äusserst

an die COS Computer Systems. Hoffen wir, dass das Waterloo nicht doch noch eintritt. Die SEZ wird wohl leider vor der Esec mitgezogen. Interessant wird auch sein, woher die 100 Mio. Fr. der Wandel-