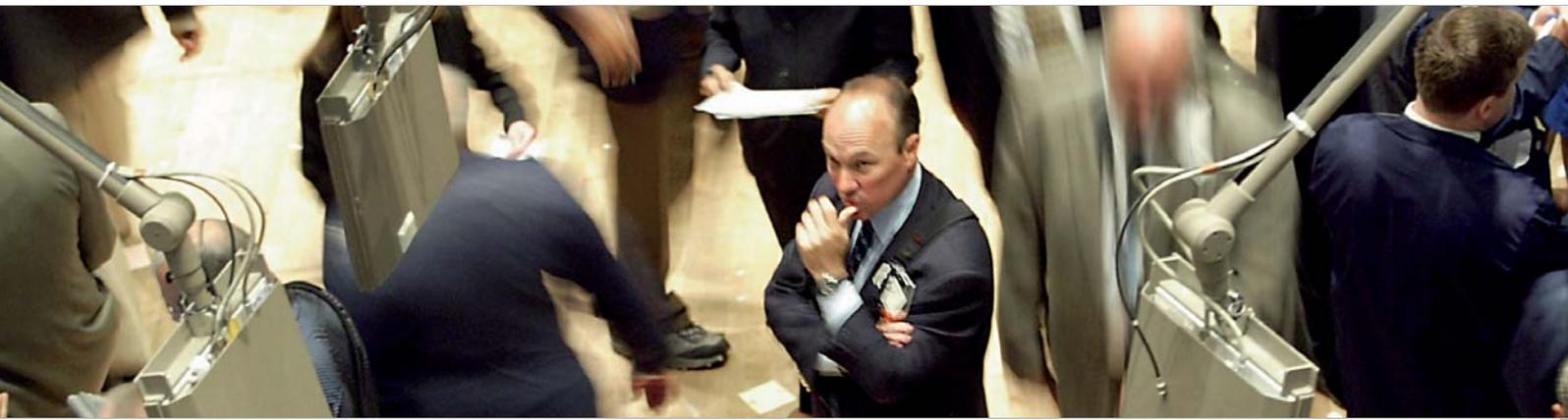


Tactics Spezial



2008

Analysen | Prognosen | Perspektiven

Ein bekanntes Phänomen aus dem Alltagserleben ist das subjektive Zeitempfinden. Eintönige und ereignislose Tage schleppen sich in Zeitlupe dahin, während aufregende und abwechslungsreiche Geschehnisse im Zeitraffertempo vorbeiziehen. Die vergangenen sieben Finanzjahre zählen sicherlich zur zweiten Kategorie, und als Betrachter und Mitwirkender stellt man verwundert fest, dass die erste Dekade des noch jungen Jahrhunderts bereits in das Schlussviertel geht. Worauf müssen wir uns nun einstellen? Werden die kommenden zwei Jahre eher schnell oder eher langsam verstreichen? Können wir uns auf einen ruhigen Ausklang dieses Jahrzehnts einstellen oder auf eine weitere Achterbahnfahrt?

Auf diese Fragen liefern die folgenden Seiten Antworten. Fondsmanager, Analysten und führende Experten für neue Anlageklassen, die für die Aquila Capital Gruppe tätig sind, loten in verschiedenen Märkten die Chancen und Risiken für das kommende Jahr aus. Dass sie sich dabei nicht auf die klassischen Segmente, sondern überwiegend auf Nischen konzentrieren, liegt in der Natur der Sache: Als auf alternative und unkonventionelle Investments spezialisiertes Unternehmen beschäftigt sich Aquila Capital vor allem mit der Erschließung neuer Anlageklassen, Märkte und Strategien. Ein gutes Beispiel dafür ist der noch junge Handel mit CO₂-Emissionsrechten, der wegen der politisch intensivierten Bemühungen, den Klimawandel zu bremsen, in den kommenden Jahren einen erheblichen Schub bekommen wird. Aber auch die Märkte für Strom, Frachtderivate oder Holz bieten Anlegern neue Möglichkeiten abseits der ausgetretenen Pfade. Natürlich bleiben auch die Aktienbörsen der Emerging Markets weiterhin interessant.

Auf manchen Märkten haben sich allerdings die Notierungen mittlerweile in Schwindel erregende Höhen geschraubt. Beispielsweise an den chinesischen Festlandbörsen. Das ist zwar beunruhigend. Doch von einem längeren Crash sind wir noch spürbar entfernt. Die Daten deuten vielmehr auf eine Normalisierung in den nächsten Jahren hin. Die in der jüngeren Vergangenheit zum Teil exorbitanten Renditen in manchen Märkten waren auf normalisierte Risikoprämien zurückzuführen und werden wieder auf ihren langfristigen Durchschnitt einschwenken. Das gilt auch für die Volatilität, die von einem ungewöhnlich niedrigen Niveau wieder auf ein normales Maß gestiegen ist.

Vieles spricht dafür, dass die kommenden Jahre an den klassischen Finanzmärkten zu jenen zählen werden, die eher langsam vergehen. Dynamik wird sich weiter in den noch jungen Bereichen der ineffizienten und wenig entdeckten Anlagekategorien entwickeln. Daher wird auch dieses Umfeld genügend Chancen für Investoren bieten, die bereit sind, Neuland zu betreten.

Dr. Dieter Rentsch

Aquila Capital

Ferdinandstraße 25–27

D-20095 Hamburg

Telefon +49 (0)40 411 619-100

Fax +49 (0)40 411 619-129

www.aquila-capital.de

Tactics Spezial ist eine Publikation der

Aquila Capital Gruppe

Konzept & Redaktion: Markus Neumann

Art-Direction: Ulrike Sindlinger

Fotos: Titel, Beth A. Keiser/AP

Seite 4, Sally Boon/jupiterimages

Seite 16, AP

Seite 33, Eckehard Schulz/AP

Seite 38, Leila Gorchev/gettyimages

Redaktionsschluss: 16. November 2007

Big Picture

2008 – ein Jahr des Übergangs	von Dieter Rentsch	6
-------------------------------	--------------------	---

Emerging Markets

Sinkende Realzinsen beflügeln die brasilianische Konjunktur	von Christian Lichtenberger	18
Indien lockt mit demografischer Dividende	von Bharat Shah	20
China: Die Olympia-Fantasie liefert keinen Treibstoff mehr	von Dieter Rentsch	22

Rohstoffe

Keine Preisblase am Ölmarkt erkennbar	von Jan Erik Schulien	26
Der Strommarkt steht weiter unter Spannung	von Jan Erik Schulien	28
Der Handel für Emissionsrechte wächst aus den Kinderschuhen heraus	von Timo Kieseler	30
Die Zukunft der Klimaschutzprojekte liegt in den Händen der Politik	von Frieder Frasch	34
Die Holznachfrage wächst schneller als der Wald	von Henrik Lundquist	36

Schifffahrt

Containerfrachtraten wieder im Aufwind	von Axel Stiehler	40
Frachtraten für Massengut stehen vor einer Korrektur	von Thomas Hartwig	43

Handelsstrategien

Markunabhängige Investments werden wieder attraktiv	von Bernardino Branca	46
Mit quantitativem Research Marktmuster aufdecken	von Andreas Iske	48
„... remember to buy in November“	von Andreas Stütz	51



Big Picture



Neues Allzeithoch erreicht: MSCI-World



2008 – ein Jahr des Übergangs

Nach der Jahrhundert-Baisse und der anschließenden Erholungsphase ist an den Börsen in den westlichen Industrieländern nun mit einer Normalisierung zu rechnen. Eine günstige Aktienbewertung sorgt weiterhin für einen beruhigenden Sicherheitspuffer, und eine Reihe technischer Indikatoren liefert positive Signale

Im Jahr 2008 stoßen einige wichtige Finanztrends an ihre Grenzen. Auch die kommenden politischen Veränderungen in den USA und ein unverkennbar stärker werdender Einfluss der immer knapper werdenden Naturressourcen auf das aktuelle Wirtschaftsleben bergen Veränderungspotenzial. Klimawandel, Energieknappheit, Wassermangel und anziehende Preise für Grundnahrungsmittel beherrschen schon täglich die Wirtschaftspresse. Und in Kombination können diese Stolpersteine zu einem ersten wichtigen Stresstest des Globalisierungstrends der letzten sechs Jahre werden.

Der Aufschwung am Aktienmarkt kommt jedenfalls in die Jahre. 2008 wäre das fünfte Jahr des Hausse-

marktes seit 2002/2003. Die statistisch maximale Lebensdauer von Bullenmarkten, also Aufwärtstrends ohne eine zwischenzeitliche Korrektur von mehr als 20 Prozent, liegt bei etwa 50 bis 70 Monaten. Im kommenden Jahr wird dieses statistische Zeitziel mittig erreicht, und die alten Indexhochststande wurden bereits 2007 wieder erklommen oder übertroffen. Ein nahe liegender Zeitpunkt daher für eine Bestandsaufnahme.

Der Langfristtrend

In der sehr langfristigen Betrachtung erkennt man für den noch immer bekanntesten Aktienindex – den Dow Jones Industrials Index – die ausgereizte Kurs-

Dow Jones Industrial Index seit 1900 und der +/-2-Sigma-Kanal



Nur zu fünf Prozent der Zeit befinden sich Trends oberhalb oder unterhalb des 2-Sigma-Bandes.

konstellation: das Börsenbarometer hat wie im Jahr 1999 wieder den oberen Rand des statistischen Standardabweichungsbands erreicht. Dieses langfristig sehr hohe Niveau resultiert aus dem exorbitanten Kursanstieg der 80er- und 90er-Jahre, der seinerseits aus dem einmaligen Effekt rückläufiger Inflation und Zinsen und damit steigender Kurs-Gewinn-Verhältnisse (KGV) resultierte. Diese Doppeldekade war die beste aller Zeiten für Aktien- und Rentenmärkte.

Die Bewertung

Doch abgesehen von ähnlichen Kursniveaus und -mustern ist die aktuelle Situation nicht vergleichbar mit dem Frühjahr 2000. Betrachtet man die aggregierte Bewertung der wichtigsten Aktienmärkte, erkennt man, dass auf Basis der aktuellen Gewinne die Aktienmärkte relativ zum Zinsniveau billig sind. Der Kursanstieg der vergangenen fünf Jahre vollzog sich bei gleichzeitig fallenden KGVs – eine signifikante Ausnahme zum sonst typischen Verhalten in Hausseperioden. Dies gilt für die USA und Europa gleichermaßen.

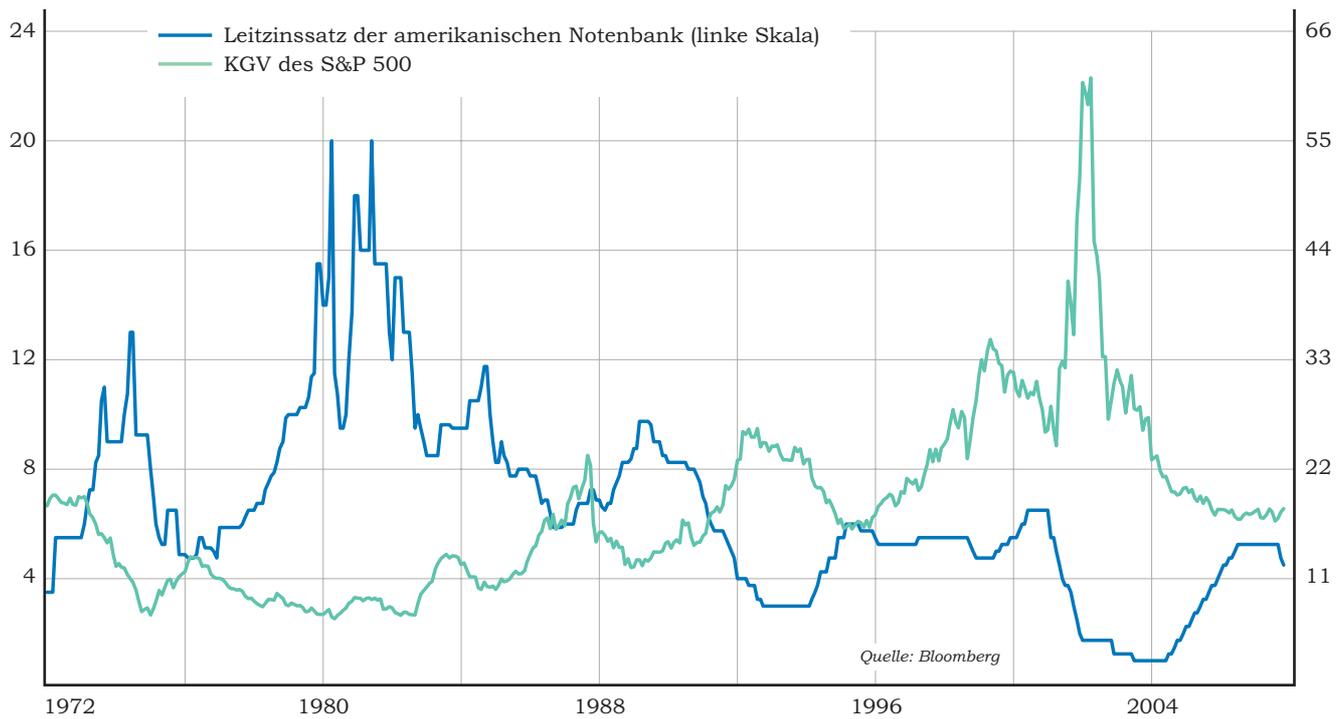
Die Stimmung

Ebenfalls sehr positiv zu bewerten ist, dass die sprichwörtliche „Wall of Worry“ noch immer besteht und Euphorie wie um die Jahrtausendwende außerhalb gelegentlicher Spekulationsphasen nicht ansatzweise sichtbar ist. Dazu hat vor allem die aktuelle Krise auf dem amerikanischen Hypothekenmarkt beigetragen. Und die in den kommenden Monaten anstehenden Refinanzierungsrunden und die damit verbundenen Befürchtungen über weitere Kreditausfälle werden die Angst im Markt noch eine Weile weiter schüren.

Die Positionierung der sogenannten Commercials, der Marktteilnehmer mit den besten Insiderkenntnissen, unterscheidet sich auch diametral vom Verhalten des Jahres 2000, als diese Anlegerkreise sehr frühzeitig Sicherungsgeschäfte tätigten. Heute sind sie deutlich auf der Kaufseite engagiert.

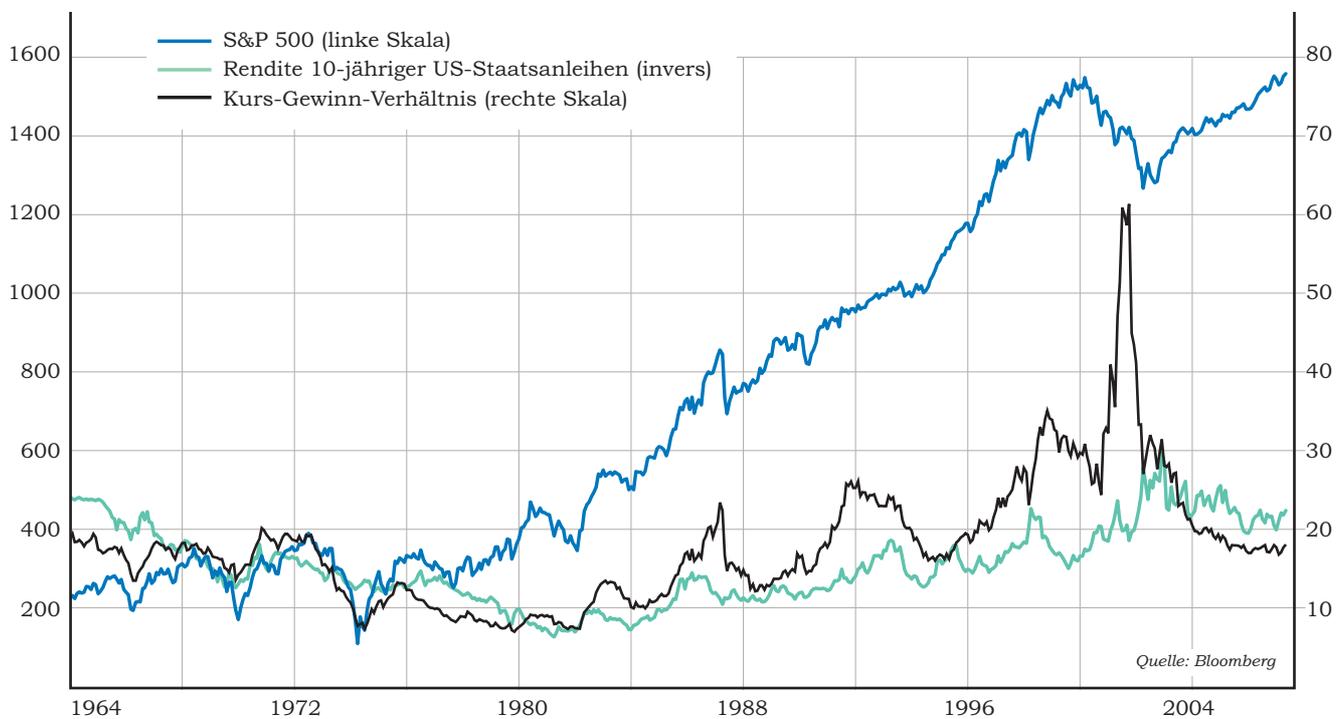
Als weiterer positiver Faktor hilft der statistische Rückenwind, der im US-Wahljahr traditionell die Weltbörsen positiv beeinflusst. Das Wahljahr ist nach dem

Leitzinsen runter, Aktienbewertungen rauf



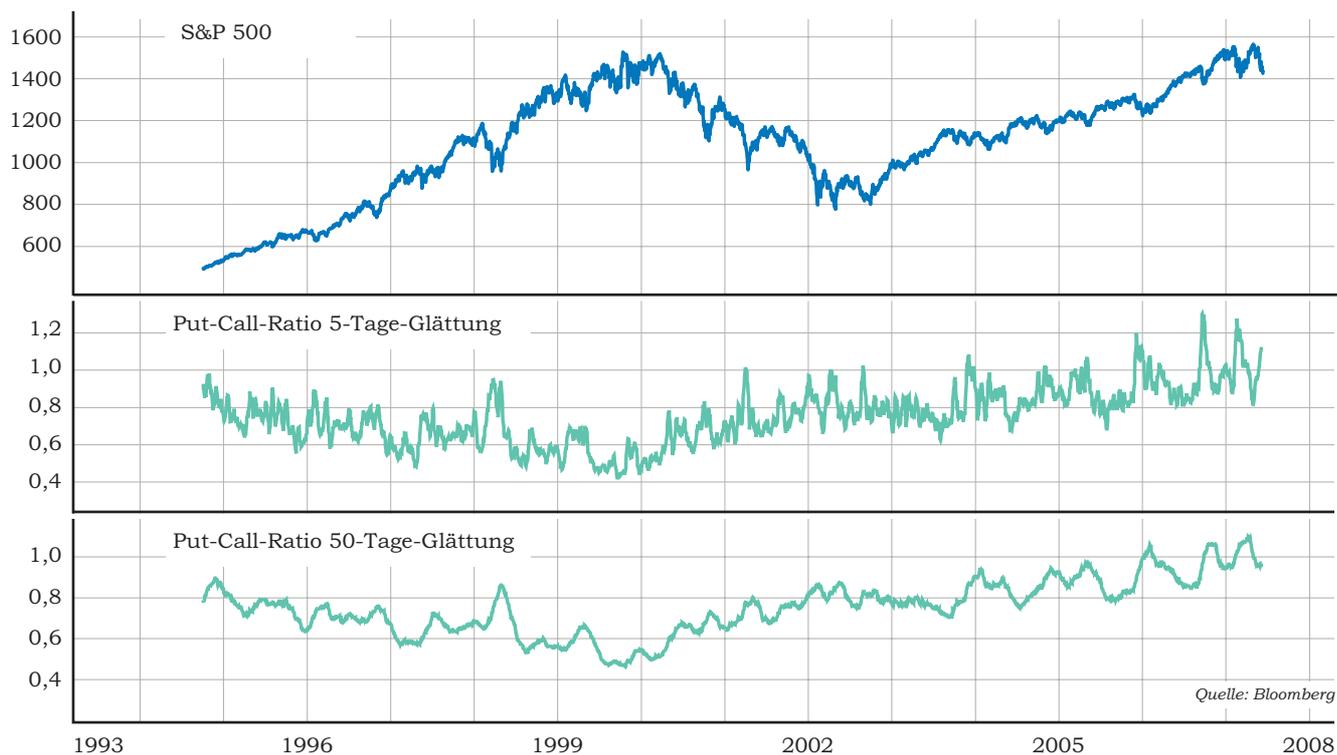
Die negative Korrelation zwischen beiden Zeitserien ist gut erkennbar. Sinkende Kurzfristzinsen in den USA führen fast immer zu steigenden KGVs.

Langfristrenditen und KGV-Entwicklung



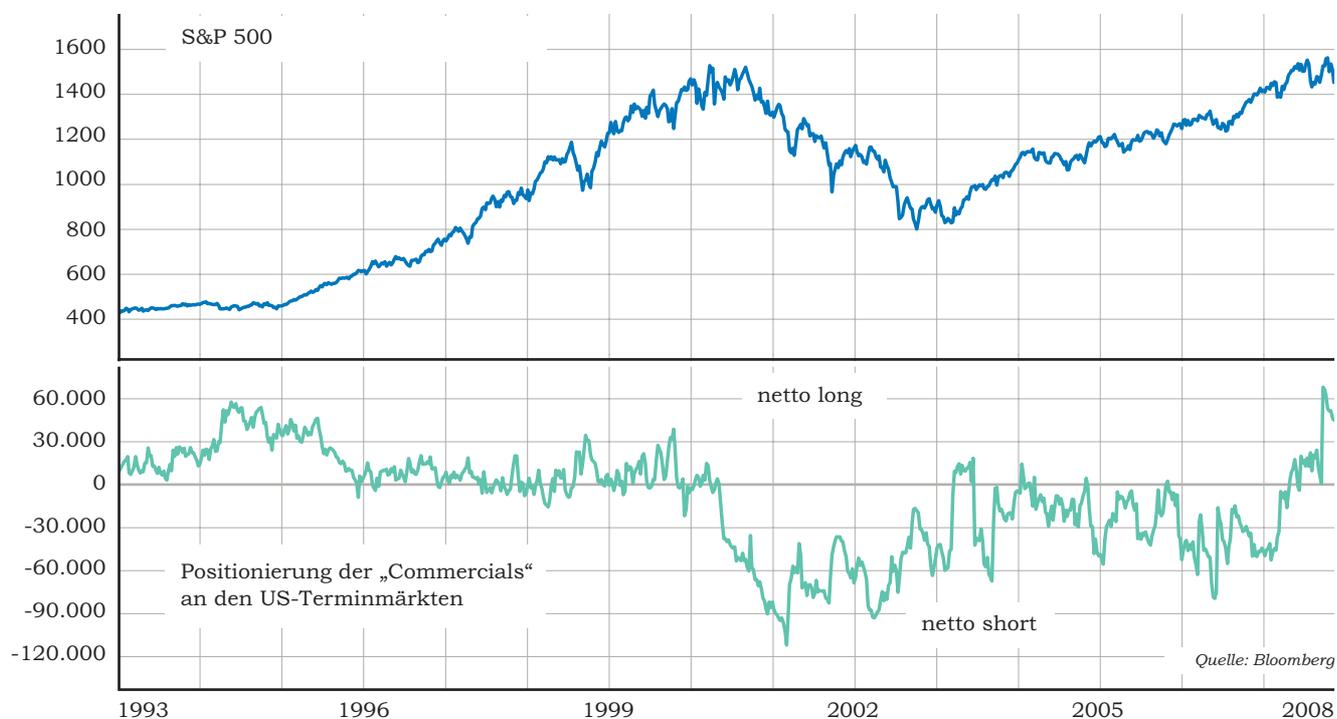
Zins- und KGV-Entwicklung im Gleichlauf. Der Zinsrückgang resp. KGV-Anstieg zwischen 1982 und 2000 erklärt über 50 Prozent des Aufwärtstrends und war ein Einmaleffekt. Aktuell liegt das US-KGV etwa 30 Prozent unter dem „fairen“ Wert.

Anstieg des Pessimismus bei jeder Korrektur während der vergangenen fünf Jahre



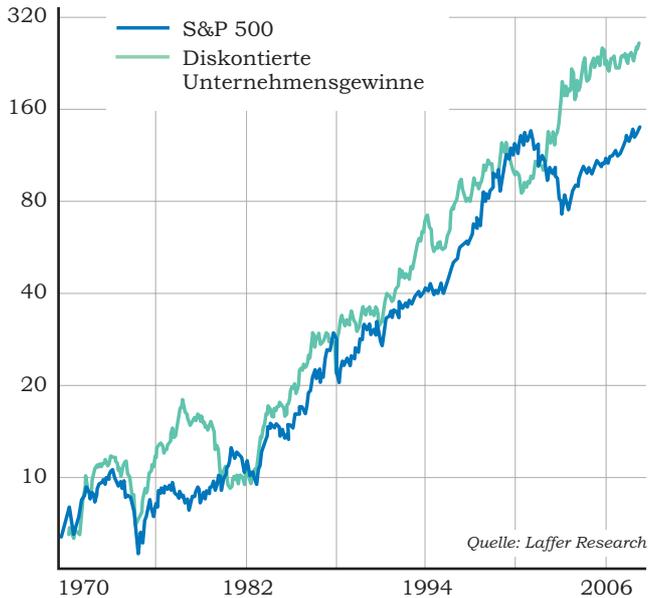
Die aktuellen Pessimismuswerte zählen zu den höchsten der vergangenen zwölf Jahre.

Positiver Indikator: Die „Commercials“ sind netto long



Die Positionierung der „Commercials“, in der Regel institutionelle Großanleger, ist ein guter Frühindikator für die mittelfristige Kursentwicklung. Anders als im Frühjahr 2000 zeigt diese wichtige Anlegergruppe heute keine Hedging-Aktivitäten.

Börsenbewertung hinkt Unternehmensgewinnen hinterher

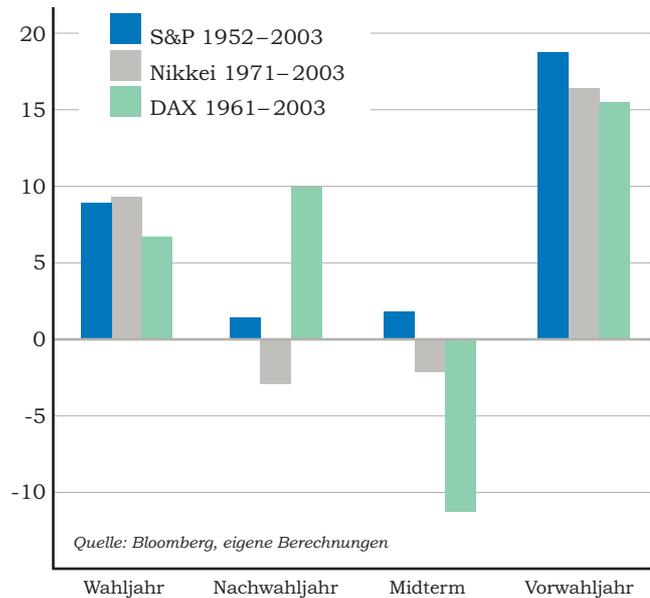


Bei den Gewinnen handelt es sich um die den Finanzämtern gemeldeten Zahlen, die eine untere Grenze der tatsächlichen Profite darstellen. Auf dieser Grundlage und unter Berücksichtigung des Zinsniveaus ist der S&P 500 um ca. 60 Prozent unterbewertet, eskomptiert also eine deutlich negativere Gewinnentwicklung oder einen kräftigen Zinsanstieg – ein erhebliches Sicherheitspolster für die kommenden Jahre.

Vorwahljahr das durchschnittlich zweitbeste Jahr in dem Vierjahres-Präsidentschaftszyklus und lässt eine knapp zweistellige Rendite erwarten.

So macht also der Aktienmarkt in seiner Gesamtheit trotz der fortgeschrittenen Hausse noch einen widerstandsfähigen Eindruck. Weder Bewertungen noch Erwartungen sind aus dem Gleichgewicht, und eine durch die Hypothekenkrise in den USA bedingte Fortsetzung des US-Zinssenkungstrends macht sogar Hoffnung auf eine KGV-Ausweitung. Mit vertauschten Vorzeichen kann das Ungemach auf dem Markt für Immobilienkredite das Gleiche für Aktien bewirken, wie die Aktienbaisse zu Beginn des Jahrzehnts für Immobilien: die Notenbanken werden genötigt, die Zinsen auf ein niedriges Niveau zurückzuführen und dort zu halten. Das gibt vor allem den Aktienmärkten Auftrieb, die von der Kredit- und Immobilien-Krise nicht betroffen sind. Die Unternehmen an diesen Börsen haben in den vergangenen Jahren durch

Präsidentschaftszyklus im S&P 500, Nikkei und DAX



Vorwahljahr und Wahljahr sind statistisch die beiden besten Aktienjahre. Ursächlich ist die US-Notenbankpolitik, die auch die anderen Anlageregionen bestimmt und darauf ausgerichtet ist, die US-Wirtschaft zum Zeitpunkt der Wahl in optimaler Verfassung erscheinen zu lassen.

Rationalisierungen und Rentabilitätssteigerungen ihre Bilanzen nachhaltig verbessert und profitieren dann unmittelbar von einer höheren Bewertung infolge einer KGV-Ausweitung.

US-Politik – sicherer Wechsel mit ungewissen Konsequenzen

Weniger gut quantifizierbar sind die Auswirkungen eines möglichen „Linksrutsches“ in der US-Politik. Hillary Clinton, vor dem für Wahlerfolge notwendigen Schmusekurs mit staatsmännischen Posen eine stramme Linksliberale, kann die kommende Wahl nur noch verlieren – zu eindeutig ist ihre aktuelle Spitzenposition in Umfragen und bei den zuverlässigen Wahlbörsen, als dass ein Wahlsieg nicht schon zu einem großen Teil eingepreist wäre. Bislang hat sie die Börsenauguren auf ihrer Seite. Die Erinnerung an die für die Kapitalmärkte goldenen Jahre während

Explosive Entwicklung: Baltic Dry Index



Der Index, der die Schiffsfrachtraten für Trockenschüttgut abbildet, zeigt den Globalisierungsschub seit 2002/2003. Das hohe Niveau und der parabolische Anstieg bereiten Unbehagen, sind aber auf Veränderungen in der Realwirtschaft zurückzuführen, auf tatsächlichen Warenumsatz und nicht auf Erwartungsextrapolationen wie während der Technologie-, Medien- und Telekommunikationskrise.

der Regierungszeit ihres Mannes helfen dabei sicher. Hierin liegt ein Risiko für die Jahre 2009 und 2010: Sollte Frau Clinton zu ihren alten sozialdemokratischen Wurzeln zurückkehren, zu einer Politik, für die sie nach der Selbstbedienungskultur der vergangenen Jahre wohl breite Sympathie ernten würde, wären die Aussichten für die Aktienmärkte eher düster. Denn die massive Vermögenskonzentration in den bereits hochvermögenden Schichten würde nicht länger geduldet und eine steuerlich unterstützte Umverteilung von oben nach unten einsetzen.

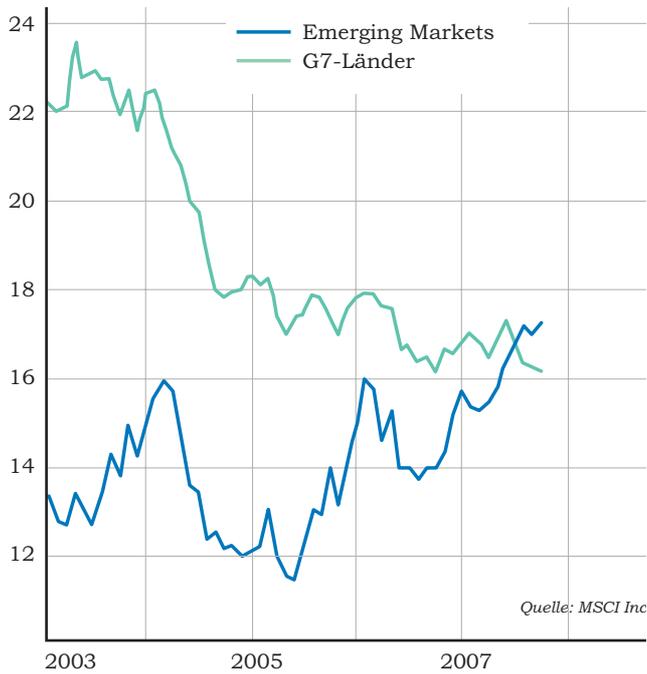
Außerdem könnten protektionistische Tendenzen in den USA mehr Unterstützung finden. Der sich bislang positiv verstärkende Mechanismus von Reinvestitionen chinesischer Handelsbilanzüberschüsse (unterstützt von der künstlich tief gehaltenen Währung) in den US-Zinsmarkt bei extensiver Produktion billiger Massengüter für den Export steht und fällt mit dem Offenhalten der Warengrenzen. Schon im-

mer war es ein Experimentierfeld keynesianischer Politiker, hier dirigistisch einzugreifen (um vermeintlich Arbeitsplätze im eigenen Land zu schützen). Damit stünden dieses labile Gleichgewicht und letztlich der weltweite Globalisierungstrend vor einer ernsthaften Probe. Hauptverlierer einer solchen Entwicklung wären die Emerging Markets in ihrer Gesamtheit. Der deutliche Bewertungsabschlag, den diese Börsen noch vor wenigen Jahren aufwiesen, ist mittlerweile neutralisiert.

China: Olympia als wichtiger Stimmungstest

China als stärkster Motor der Schwellenländer hat vermutlich mittlerweile ausreichend Eigengewicht, um eine eigene Handelszone um sich herum zu etablieren. Schon heute ist China der wichtigste Handelspartner aller Länder des asiatischen Raums. Die

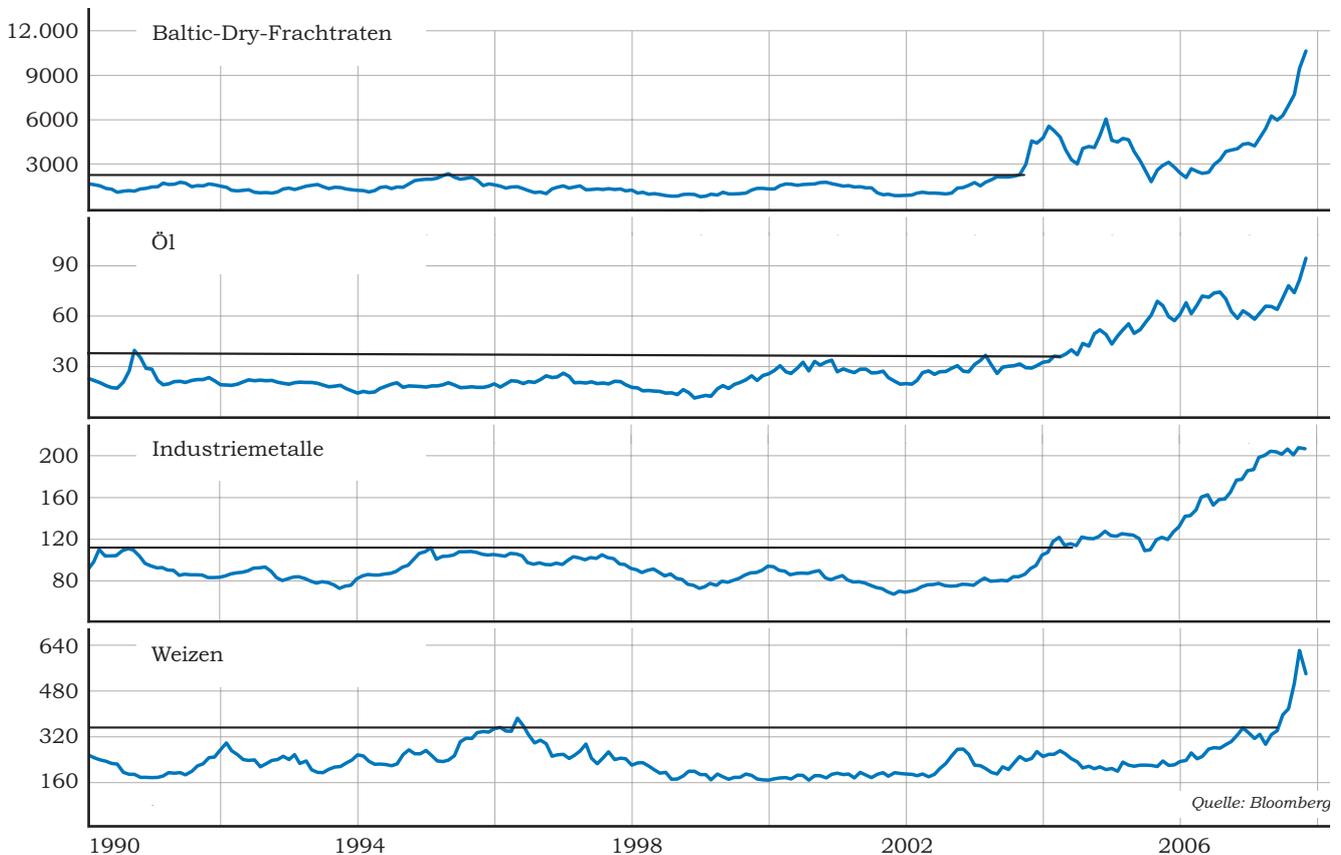
Kein Bewertungsabstand mehr: Relatives KGV der Emerging Markets und der G7-Länder



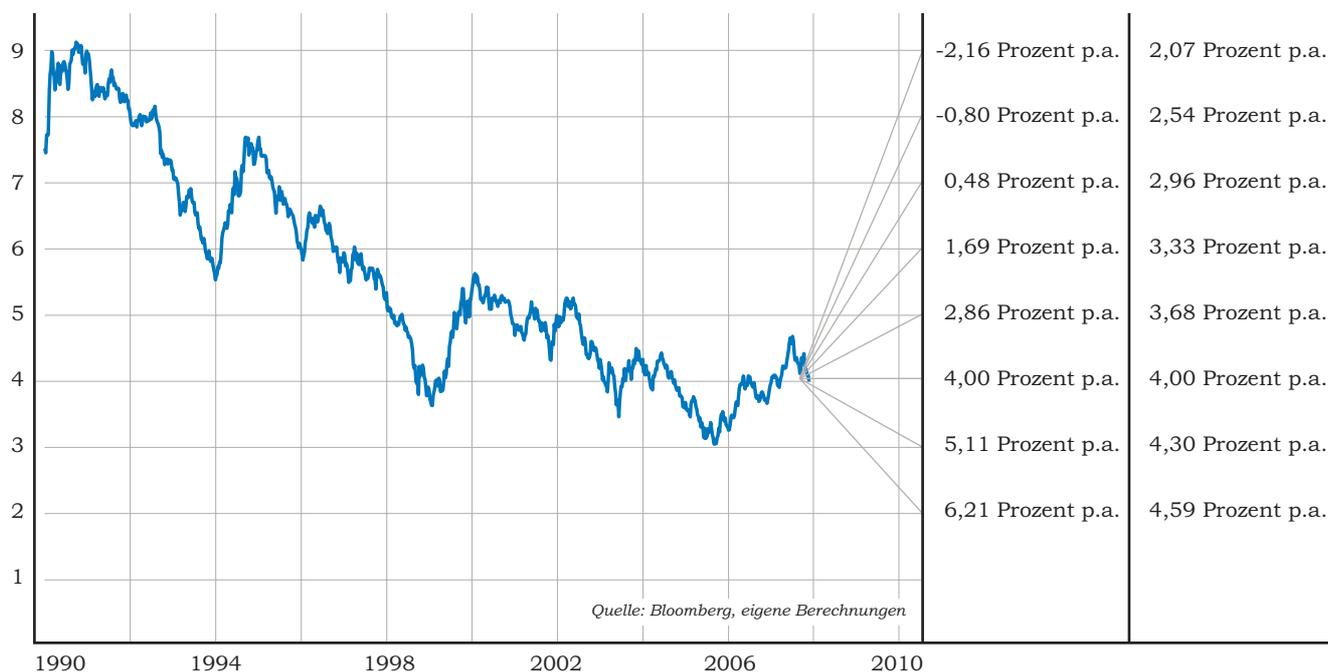
chinesischen Kapitalmärkte befinden sich in Teilsegmenten ihrerseits in einer Spekulationswelle. Hier markiert der Sommer 2008 mit der dann stattfindenden Olympiade eine wichtige Zwischenstation (siehe Seite 22).

Ähnliches gilt für die Rohstoffmärkte. Seit 2003 durchlaufen sie einen rollierenden Hausse-Markt, der immer neue Sektoren erfasste. Zunächst die Energiemärkte, dann die Industriemetalle, danach die Edelmetalle und zuletzt Agrarrohstoffe, die sogenannten Soft Commodities. Vor allem in dem letztgenannten Bereich ist mit einer länger anhaltenden Aufwärtsbewegung zu rechnen, da die Angebots-/Nachfragesituation hier von mehreren Faktoren zeit- und richtungsgleich getrieben wird. Zunehmender Wohlstand in Indien und China und abnehmende Agrarflächen (Stichwort: „Crowding Out“ – Umwandlung von Agrarflächen in Biomasse-Ethanolflächen) sind Tendenzen aus der jüngeren Zeit. Die sehr gut prognostizierbare demografische Entwicklung sagt aber schon seit vie-

Entwicklung verschiedener Rohstoffmärkte seit 2000



Wenig verlockend: Jährliche Gesamtrendite europäischer Staatsanleihen in fünf und zehn Jahren – abhängig vom jeweiligen Zinsniveau und vor Steuern und Inflation.



len Jahren eine weitere Bevölkerungszunahme um ca. 50 Prozent oder 3 Milliarden Menschen in den kommenden 35 Jahren voraus.

Vor allem dieser letzte Trend, der völlig losgelöst ist von makroökonomischen Erwartungen, wird häufig übersehen. Über 200.000 neue Erdbewohner täglich bedeuten alle drei Tage die Einwohnerzahl von Frankfurt mit entsprechendem Verbrauch natürlicher Ressourcen. – Das Entscheidende an der demografischen Entwicklung ist ihre Unausweichlichkeit. Das unterscheidet sie grundlegend von den Tendenzen an den Kapitalmärkten und gibt den damit verbundenen Anlagekonsequenzen eine besondere Nachhaltigkeit.

Rentenmärkte – eine (zu Recht) vergessene Assetklasse

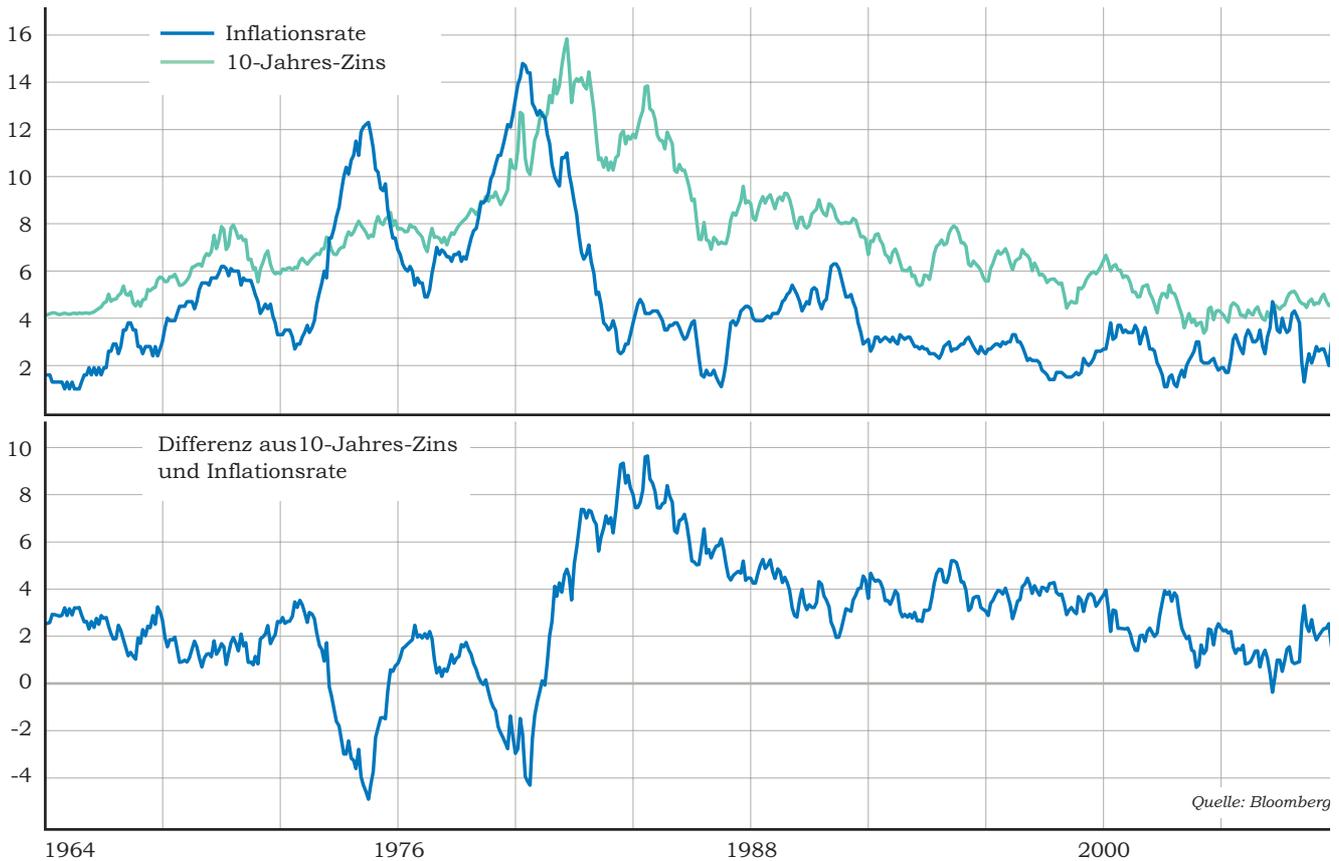
Zumindest bei Privatanlegern ist die Anlagekategorie Rentenmarkt weitgehend in Vergessenheit geraten. Zu Recht, wenn man aktuell eine prognosefreie Renditeberechnung für die kommenden fünf bis zehn Jahre anstellt. Dabei wurde angenommen, dass ausgehend vom aktuellen Zinsniveau eine jeweils 10-jäh-

rige Staatsanleihe für ein Jahr gehalten wird und dann in eine neue 10-jährige Anleihe getauscht wird. Die Gesamtrendite ergibt sich dann aus der Summe von Kursgewinnen und -verlusten und dem vereinnahmten Kupon.

Vor Steuern errechnet sich so eine Renditeerwartung zwischen 2,1 Prozent und 4,6 Prozent p.a., je nach angenommenem Zinsniveau in zehn Jahren. Diese Werte sind weit entfernt von den zweistelligen Renditen der 80er- und 90er-Jahre. Auf aktuellem Niveau reicht bereits ein Zinsanstieg um 0,4 Prozent aus, um einen Jahreskupon aufzuzehren. Nach Steuern und Inflationsrate kann heute mit Staatsanleihen keine positive Rendite mehr erwirtschaftet werden! Daher liegt auch der Anteil dieser Assetklasse in den Portfolios der sehr langfristig ausgerichteten Universitätsstiftungen und der Staatsfonds bei fünf Prozent und darunter.

Generell weisen die Rentenmärkte der westlichen Welt eine fundamental ausgeglichene Grundstruktur aus. Der Langfristzins – die Summe aus den langfristigen Erwartungen an die Inflation und an das reale Wirtschaftswachstum – ist in einem spannungsfreien

10-Jahres-US-Zins und die amerikanische Inflationsrate im Gleichgewicht



Quelle: Bloomberg

Die Differenz aus Zins und Inflation liegt bei ca. 1 Prozent und damit knapp unter dem durchschnittlichen Potenzialwachstumspfad der vergangenen 45 Jahre.

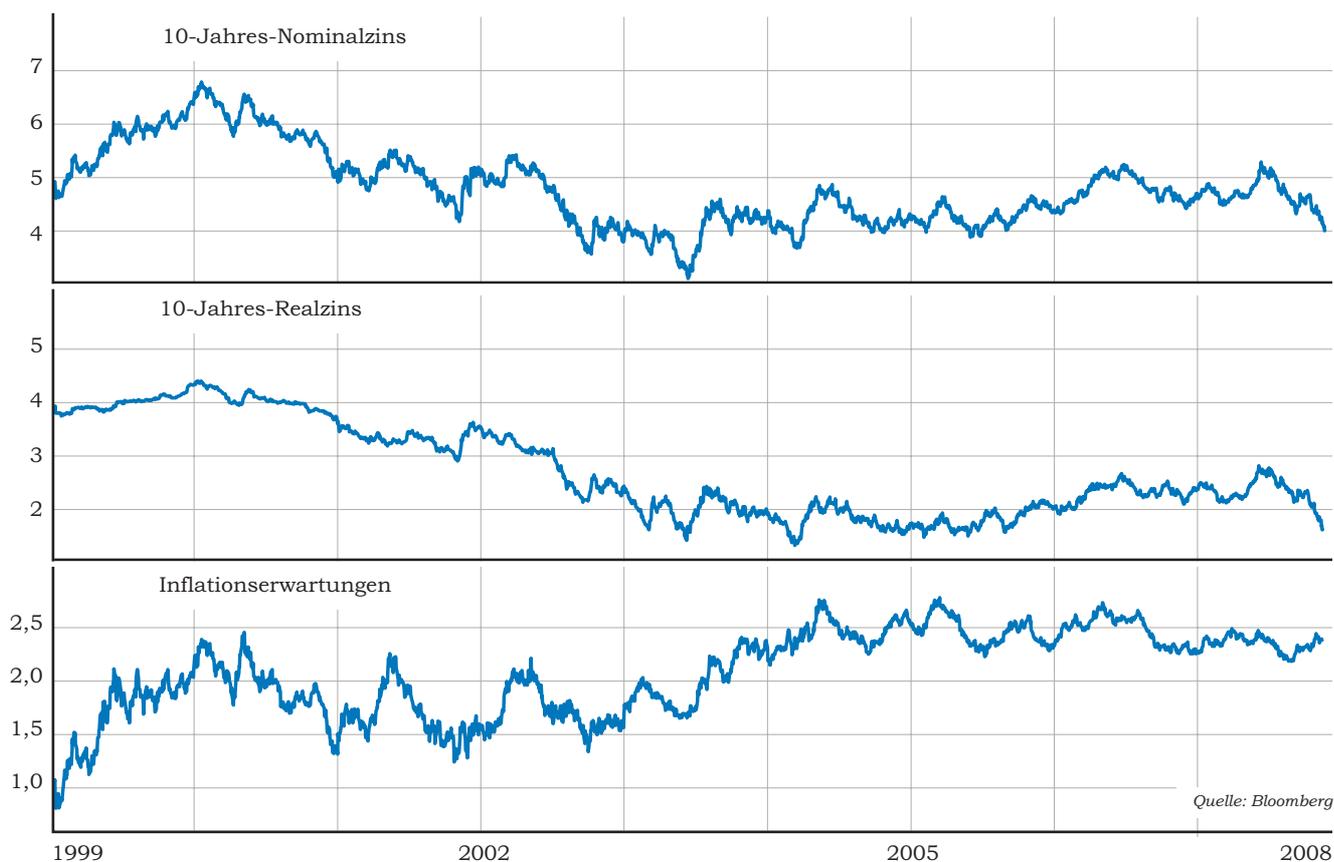
Gleichgewicht. Auch die in jüngster Zeit wieder häufiger thematisierten Inflationszahlen zeigen seit rund fünf Jahren keine nennenswerten Ausschläge. Die dominierenden Zins-Triebfedern in den vergangenen fünf Jahren waren Erwartungsänderungen an das reale Potenzialwachstum, das misst, mit welcher Rate eine Volkswirtschaft wachsen kann, ohne dass Inflationsdruck aufkeimt. Über eine Anhebung dieser elementaren Kennzahl ist in den zurückliegenden Monaten gerade in Europa unter Notenbankern und Ökonomen viel diskutiert worden – ein ganz gutes Indiz, dass von der Preisseite kaum Überraschungen nach oben drohen.

Neben den stets präsenten Crashpropheten trauen sich seit kurzem auch wieder einige Langfristoptimisten aus der Versenkung. Sie vergleichen die Aktienkursentwicklung seit 2003 mit derjenigen zwischen

1942 und 1966 und argumentieren dabei mit einem gemeinsamen Thema: dem Aufbau von Infrastruktur. Damals im kriegszerstörten Europa und Japan, heute in den noch immer zurückgebliebenen BRIC-Staaten. Ihnen stehen die Dauerpessimisten gegenüber, die auf die schon angesprochene Knappheit an natürlichen Ressourcen, den Kampf ums Öl, den Höhepunkt der Ölförderung („Peak Oil“) und die labilen Machtverhältnisse im Mittleren Osten und Afrika verweisen. Stoff genug für ein abwechslungsreiches 2008.

► **Fazit:** 2008 hat alle Voraussetzungen, zu einem Übergangsjahr zu werden: des Übergangs von der „Mean Reversion“-Erholungsphase an den westlichen Kapitalmärkten nach der Jahrhundert-Baisse zu einem normalen, von den Konjunkturzyklen dominierten Aktienmarkt; des Übergangs der von der

Realzins und Inflationserwartungen in den USA



Die Inflationserwartungen für die kommenden zehn Jahre leiten sich aus dem Vergleich inflationsgeschützter und nicht inflationsgeschützter Anleihen ab. Diese Daten basieren auf bezahlten Kursen und spiegeln daher die Meinung der Marktteilnehmer wider, nicht die Schätzungen offizieller Stellen. Für die Marktteilnehmer ist Inflation kein Thema – das US-Wirtschaftswachstum sehen sie aber skeptisch.

Sonderkonjunktur der ersten Globalisierungswelle getriebenen Emerging-Market-Aktien zu „normalen Renditen“ und des Übergangs der industriellen Rohstoffhaushalte in eine demografische Rohstoffnachfrage. – Letztere wird weniger spektakulär erfolgen als die Preisvervielfachungen bei Kupfer, Aluminium und anderen Industriemetallen, aber dafür stetiger, länger und umfassender sein.

Die Konsequenz werden geringere Marktbreiten, schnellere Sektorrotationen, höhere Volatilitäten, aber per Saldo noch attraktive Aktienrenditen sein. Deutliche Gewinner einer solchen Entwicklung können u. a. Hedgefonds sein, denen sich wieder neue Anlagemöglichkeiten eröffnen. Dies war schon in Reaktion auf die Hypothekenkrise im Sommer erkennbar, als Dach-Hedgefonds zwar im August Verluste hinnehmen mussten, diese aber in den

Folgemonaten mehr als überkompensieren konnten. Ebenso sollten direkte Investments in die Themen Klimawandel und Agrarverknappung sowie flexible, von Volatilität profitierende Strategien im kommenden Jahr Rückenwind erhalten.



Dieter Rentsch ist geschäftsführender Gesellschafter und Chefanlagestrategie von Aquila Capital.
dr@aquila-capital.de



24 小时

97#

5

93#

5

90#

4.9

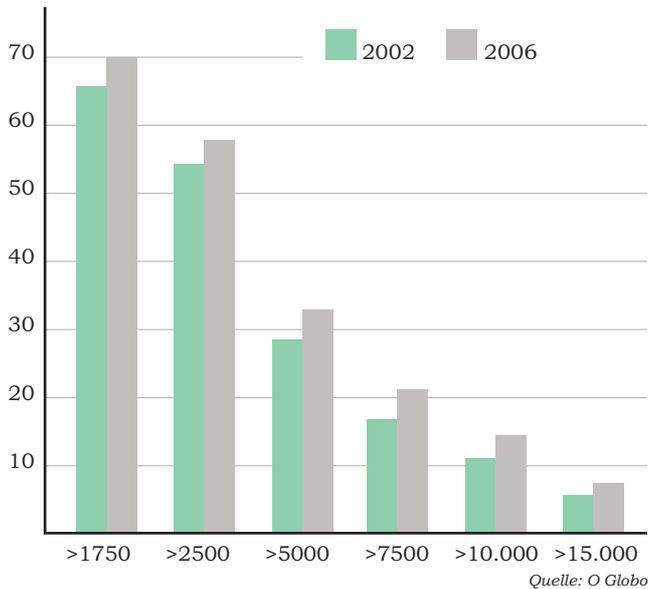
润滑油



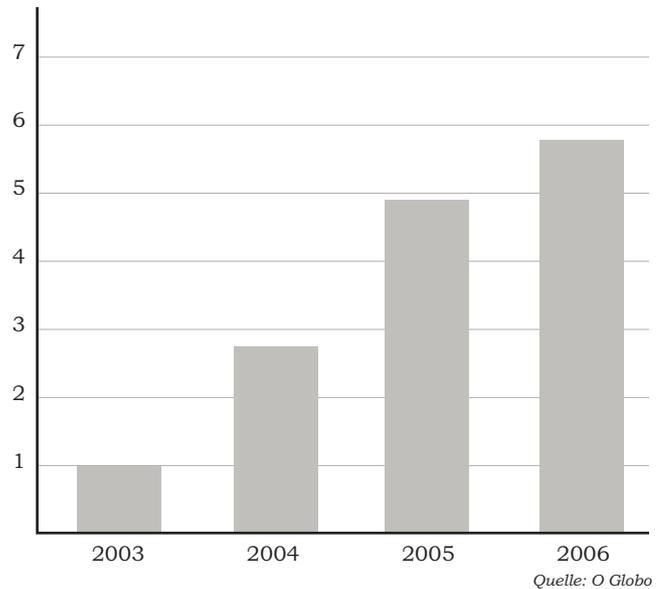
Emerging Markets



Steigende Kaufkraft: Einkommensverteilung der Haushalte (in Prozent aller Haushalte und US-Dollar)



Emittierte Kreditderivate in Brasilien



Sinkende Realzinsen beflügeln die brasilianische Konjunktur

Der wachsende Wohlstand einer neuen Mittelklasse treibt die Kreditmärkte und die Baubranche an

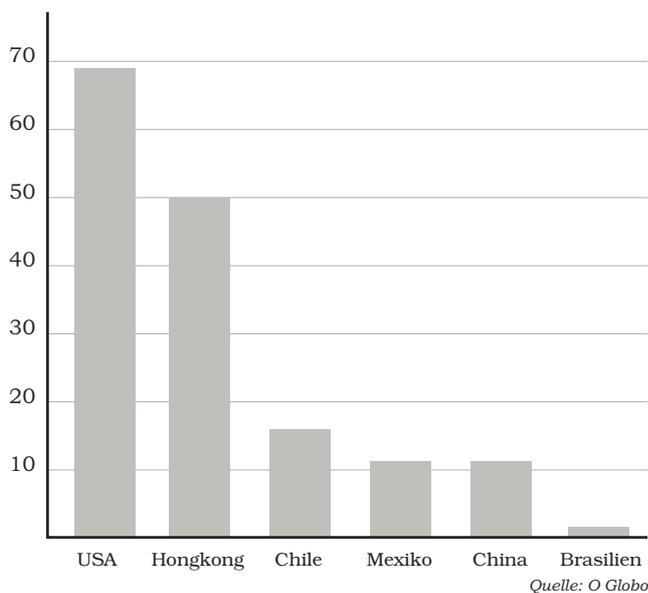
Als der brasilianische Präsident Luis Inácio Lula da Silva 2002 zum ersten Mal in einem populistischen Wahlkampf gewählt wurde, ging unter Finanzmarktbeobachtern und in den Vorstandsetagen multinationaler Konzerne die Angst um. Viele fürchteten eine wirtschaftsfeindliche Politik, manche gar Verstaatlichungen wie heute beispielsweise in Bolivien. Tatsächlich schlug Lula, der als gemäßigter Sozialdemokrat gilt, einen liberalen Kurs ein, den pragmatische Wirtschaftsführer unterstützen. Für den Erfolg, der sich in den vergangenen Jahren einstellte, spielten das globale Wirtschaftswachstum und die Nachfrage nach Rohstoffen zweifellos eine entscheidende Rolle. Doch der anhaltende Aufschwung ist zu Teilen auch einer klugen Wirtschaftspolitik zuzuschreiben.

Brasilien wächst. In den Vorstädten und Slums reift eine neue Mittelklasse heran. Mit stärkerer Konjunktur und geringerer Inflation sind die Familieneinkommen gestiegen. Verbesserte Erziehung, spätere

Heirat und mehr Jobs für Frauen haben zu dieser Entwicklung beigetragen. Die neue Mittelklasse lebt in modernen Apartments. Manche Familien haben bereits zwei Autos. Der zunehmende Wohlstand ermöglicht steigende Konsum- und Investitionsausgaben, die der Konjunktur in den kommenden Jahren weiter Auftrieb geben werden.

Nach einer langen Hochzinsphase zur Bekämpfung der Inflation begann die brasilianische Zentralbank im September 2005 die Zinsen zu senken. Dennoch gehören die brasilianischen Kapitalkosten mit gegenwärtig 11,25 Prozent noch immer zu den höchsten der Welt, obwohl die Inflationsrate in 2006 nur bei 3,2 Prozent lag und auch in 2007 Prognosen zufolge lediglich vier Prozent betragen wird – und damit weit unter der Zielrate der Zentralbank von 4,5 Prozent liegt. Auf mittlere Sicht erwarten wir eine Anpassung der brasilianischen Realzinsen an das Weltniveau. Eine niedrige Inflation, verbunden mit sinkenden

Ausstehende Hypothekenkredite im Ländervergleich (in Prozent des BIP)



Zinsen, wird zu einem kontinuierlichen Wachstum der brasilianischen Kreditwirtschaft führen. Dieses Wachstum ist ein entscheidender Katalysator für die zukünftige Wirtschaftsexpansion, die wiederum zu mehr Arbeitsplätzen und einer weiter wachsenden Mittelklasse führt.

Ein Teil der Kredittransaktionen in Brasilien läuft auf Basis von „Securitizationen“. Kreditverträge werden gebündelt und verbrieft. Diese Wertpapiere werden dann zwischen Banken und Fonds gehandelt. Wie die Zahlen zeigen, ist der Markt für Kreditderivate in Brasilien noch immer sehr klein – und meilenweit von den Übertreibungen des US-Marktes entfernt. Zwischen 2003 und 2006 ist das Volumen dieser Anlagepapiere aber immerhin von weniger als einer Milliarde auf knapp sechs Milliarden US-Dollar zum Jahresende 2006 gewachsen.

Ein Hypothekenmarkt entsteht

Aus der Sicht eines Investors sind das Wachstum der Mittelklasse und die Expansion des Kreditbereichs wichtige Faktoren, die in einem langfristigen Brasilien-Aktienportfolio in den kommenden Jahren die entscheidende Rolle spielen sollten. Die großen brasilianischen Banken gehören wahrscheinlich zu den stabilsten der Welt. Sie sollten von wachsender Kon-

sumnachfrage und vor allem auch von dem entstehenden Hypothekenmarkt profitieren.

Wegen der Hyperinflation wurden Immobilien bis vor kurzem direkt bei Kaufabschluss bezahlt. Nur ein kleiner Teil des Gesamtpreises konnte in monatlichen Raten über einen begrenzten Zeitraum von bis zu fünf Jahren beglichen werden. Ein Markt für Immobilienkredite existierte kaum, weil es keine verlässliche Grundlage für eine längerfristige Kreditkalkulation gab. Das ist heute anders. Neuerdings werden Hypothekendarlehen über 25 Jahre Laufzeit mit weniger als zehn Prozent Zins angeboten, der Markt für Immobilienkredite wird von den Banken aktiv beworben.

Vor diesem Hintergrund haben Bauträger und Bauunternehmen den Schritt an die Börse gewagt, um Geld für die Finanzierung ihres kommenden Wachstums einzusammeln. Denn trotz der Probleme auf den Hypothekenmärkten der USA sieht die brasilianische Immobilienbranche einem Bauboom entgegen, der noch ganz am Anfang steht. Immobilienkredite in Brasilien machen erst zwei Prozent des Bruttonationalproduktes aus. Mit der Anpassung der brasilianischen Zinsen an das Weltniveau erwarten wir, dass der brasilianische Markt in wenigen Jahren das Niveau von Mexiko erreicht.

► **Fazit:** Immobilienfirmen, Baumaterialhersteller und Produzenten langlebiger Konsumgüter stehen vor lukrativen Zeiten. Verbesserte gesamtwirtschaftliche Rahmenbedingungen und die niedrige Inflation beflügeln die Kreditwirtschaft und verschaffen Konsumenten mehr Flexibilität. Sie sind nun nicht mehr gezwungen, ihr Vermögen langfristig an eine Immobilie zu binden, und können sich nun stärker am Konsumverhalten amerikanischer Verbraucher orientieren.



Christian Lichtenberger ist Manager des „Osprey Fonds – Brasilien Inside“, den er mit seinem Team von Rio de Janeiro aus steuert. Der Aktienfonds investiert ausschließlich in brasilianische Titel.
clichtenberger@axsesa.com

Indien lockt mit demografischer Dividende

Eine junge Bevölkerung mit steigender Kaufkraft und zunehmende Infrastrukturinvestitionen sind die tragenden Säulen der dynamischen Wirtschaft

	Bevölkerung in Millionen	Durchschnittsalter	0–14 Jahre in Prozent	15–65 Jahre in Prozent	Über 64 Jahre in Prozent	Erwerbstätige in Millionen
2001	1027	22,3	34,4	61,1	4,5	627
2011	1187	24,9	28,0	66,8	5,2	793
2021	1345	28,2	26,1	67,5	6,4	908
2031	1463	31,5	22,4	69,0	8,6	1009
2041	1560	36,3	20,0	68,8	11,2	1073
2051	1628	38,7	18,9	66,5	14,6	1083

Quelle: NCAER MISH Survey & Business Standard

Dass die indische Wirtschaft seit einigen Jahren mit einer Rate von gut acht Prozent wächst, ist keineswegs einer glücklichen makroökonomischen Konstellation geschuldet. Der anhaltende Aufschwung fußt vielmehr auf der beträchtlichen demografischen Dividende, gepaart mit günstigen wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen in einer gefestigten Demokratie. Der Reichtum, der auf dieser Grundlage in den kommenden Jahren entsteht, ist in der indischen Geschichte einmalig.

Die Größe eines Marktes, seine sozioökonomischen Eigenschaften und Trends prägen letztlich die Investitionsmöglichkeiten für Kapitalanleger. In Indien leben 1,1 Milliarden Menschen. Der Altersdurchschnitt lag 2001 bei 22,3 Jahren. Bis 2026 wird er laut Prognosen auf 31,39 Jahre und bis 2050 auf 38,60 Jahre ansteigen. Damit wird Indien in den nächsten vier Jahrzehnten zu den jüngsten Nationen der Welt gehören. Zudem ist es das einzige Land weltweit, dessen produktive Bevölkerung (15 bis 64 Jahre) zwischen 2005 und 2031 sogar noch anwachsen wird. Und es ist empirisch belegt, dass Menschen im arbeitsfähigen Alter mehr konsumieren und investieren als Jugendliche und ältere Menschen. Man braucht nicht

viel Fantasie, um sich auszumalen, welche stimulierende Wirkung diese Entwicklung auf das Wirtschaftswachstum und die indischen Kapitalmärkte haben wird.

Einkommen steigen jährlich um 5,3 Prozent

Der anhaltende Aufschwung wird zu einem kräftigen Anstieg des Bruttoinlandsproduktes pro Kopf führen, das bis 2050 um das 35fache wachsen könnte, wie die Investmentbank Goldman Sachs in einer Studie feststellt. Eine McKinsey-Analyse hat ergeben, dass das durchschnittliche verfügbare Haushaltseinkommen von 113.744 Rupien in 2005 auf 318.896 Rupien im Jahr 2025 ansteigen wird (1000 Rupien entsprechen etwa 16,6 Euro). Das ergibt eine jährliche Wachstumsrate von 5,3 Prozent. Dieser Anstieg des Einkommensniveaus führt zum Aufstieg der indischen Mittelklasse.

Die Prognosen zeigen einen interessanten Trend: Die oberen Einkommensklassen wachsen schneller als die niedrigeren, und die sozial benachteiligte Klasse schrumpft. In 2010 wird Indien für jedes Unterneh-

men auf dem Planeten attraktiv sein. Es wird eine kaum zu stillende Nachfrage nach Luxus- und Lifestyle-Gütern und nach Produkten des alltäglichen Gebrauchs, wie Heftklammern, geben. Der gesamte indische Konsumgütermarkt hat ein Volumen von ungefähr 450 Milliarden US-Dollar (2005) und wird sich in den nächsten fünf Jahren auf ca. 800 Milliarden US-Dollar verdoppeln. Im Jahr 2025 werden

liarden in die indische Infrastruktur investiert werden. Denn vor allem Engpässe im Transportwesen kosten die Wirtschaft Schätzungen zufolge derzeit ein bis zwei Prozent Wachstum pro Jahr.

Die Börsenbewertung indischer Blue Chips mit einem durchschnittlichen Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von rund 19 ist zwar schon lange nicht mehr niedrig.

Klassen	Einkommen (Rupien/in 100.000)	Anzahl der Haushalte			
		1995–1996	2001–2002	2005–2006	2009–2010
Arme	<0,9	131.176.000	135.378.000	132.250.000	114.394.000
Aufstrebende	0,9–2	28.901.000	41.262.000	53.276.000	75.304.000
Mittelschicht	2–5	3.881.000	9.034.000	13.813.000	22.268.000
	5–10	651	1.712.000	3.212.000	6,173.000
	10–20	189	546	1.122.000	2,373.000
Reiche	20–50	63	201	454	1.037.000
	50–100	11	40	103	255
	>100	5	20	53	141
Total		164.876.000	188.192.000	204.283.000	221.945.000

Quelle: NCAER MISH Survey & Business Standard

500 Millionen Menschen mit einem mittleren Einkommen insgesamt etwa 2,8 Billionen US-Dollar für den Konsum zur Verfügung haben – ein Quantensprung, der in der Weltgeschichte einmalig ist und sich vermutlich nicht so schnell wiederholen wird.

Stimuliert wird die indische Wirtschaft in den kommenden Jahren aber auch von den wachsenden Investitionen in die Infrastruktur. Allein zwischen 2002 und 2007 wurden insgesamt 200 Milliarden US-Dollar in den Ausbau von Häfen, Straßen oder Telefonnetzen investiert. Dabei steigt die Anzahl sogenannter Public Private Partnerships zwischen staatlichen Institutionen und privaten Investoren immer weiter an. Der Anteil der Privatwirtschaft an Infrastrukturprojekten in Indien kletterte von 16 auf rund 30 Prozent. In den Bereichen Telekom und See- und Flughäfen stellen private Investoren inzwischen sogar 65 Prozent des benötigten Kapitals. Und in den kommenden 10 Jahren, so errechnete unlängst die staatliche Planungskommission, müssen weitere 1400 Mil-

Jedoch erscheinen die Notierungen angesichts der ausgezeichneten Wachstumsaussichten gerechtfertigt. Kleine und mittlere Unternehmen sind außerdem noch zu günstigen Kursen zu haben. Sie werden mit KGVs zwischen 11 und 15 gehandelt.

► **Fazit:** Der anziehende Konsum und die Infrastrukturinvestitionen bilden ein festes Fundament für das künftige Wirtschaftswachstum in Indien. Es liegt auf der Hand, dass sich hier hervorragende Chancen an den Kapitalmärkten für langfristig orientierte Investoren bieten.

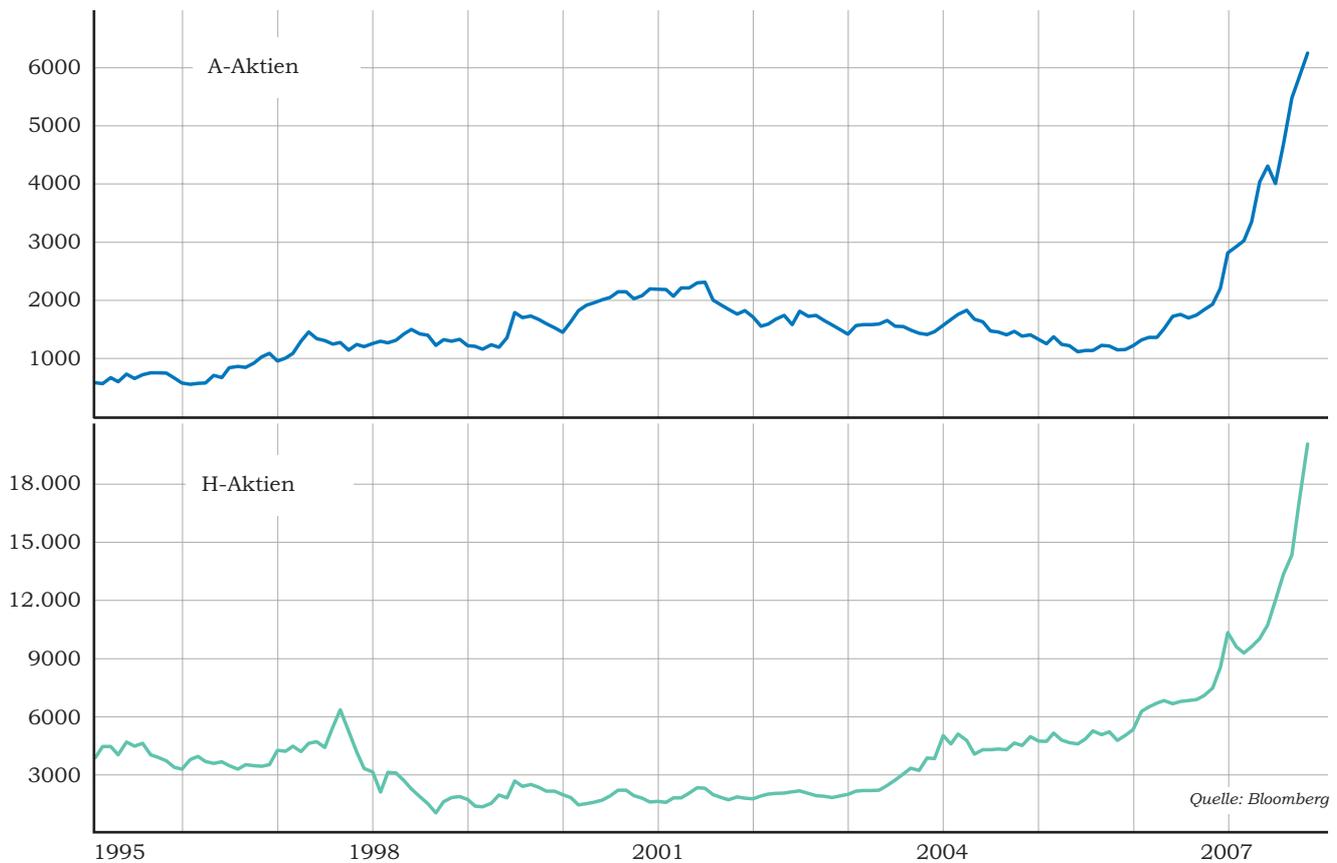


Bharat Shah ist Manager des „Osprey Fonds – Indien Inside“, den er mit seinem Team für Aquila Capital von Mumbai (Bombay) aus steuert. Der Aktienfonds investiert vor allem in Nebenwerte.
kbhatt@askinvestmentmanagers.com

Die Olympia-Fantasie liefert keinen Treibstoff mehr

Nach einer Zwischenkorrektur im kommenden Jahr könnte sich die Hausse in China aber noch bis 2010 fortsetzen. Davon sollten vor allem H-Aktien profitieren, die dann den noch vorhandenen Bewertungsabschlag zu den A-Aktien aufholen können

Entwicklung der A-Aktien und H-Aktien seit 1995



Jede Dekade der vergangenen 50 Jahre hatte ihre eigenen Spekulations-Favoriten: die „Nifty Fifty“-Aktien in den 60ern, Goldminen in den 70ern, japanische Aktien in den 80ern und Technologiewerte in den 90ern. Heiße „Blasen“-Kandidaten für das erste Jahrzehnt des neuen Jahrtausends sind Ölwerte und chinesische Aktien, werden doch beide Sektoren von den gleichen Werttreibern beeinflusst. Im Falle der Ölwerte ist es die immense und weiter steigende Nachfrage der BRIC-Staaten nach Rohstoffen und Energie, verknüpft mit einer möglichen Angebotsverknappung

durch geologische Gegebenheiten (Stichwort „Peak Oil“).

Die parabolische Aufwärtsbewegung der chinesischen Inlandswerte (A-Aktien) und der in Hongkong gehandelten Aktien chinesischer Unternehmen (H-Aktien) hat ihre Ursache ebenfalls in dem ungebrochenen Wachstum der chinesischen Volkswirtschaft. Seit Beginn der Wirtschaftsreformen im Jahr 1978 hat sich das dortige Bruttosozialprodukt real versiebzehnfacht und nominal vervierzigfacht. Chinas Anteil am welt-

weiten Bruttosozialprodukt macht heute kaufkraftbereinigt bereits 15,7 Prozent aus, wohingegen der Wert für internationale Investoren frei zugänglicher chinesischer Aktien nur bei ca. 1,75 Prozent der Weltaktienmarkt-Kapitalisierung liegt.

Noch immer von besonderer Bedeutung ist die Differenzierung zwischen den A- und den H-Aktien. Das A-Segment war bis vor kurzem der einzige den Festland-Chinesen zugängliche Aktienbereich, während die H-Werte von Ausländern am leichtesten erworben werden können. Die überbordende Binnenliquidität (die Sparquote liegt bei fast 50 Prozent und die Devisenreserven betragen 1400 Mrd. US-Dollar) hat die Nachfrage nach den A-Werten besonders angefacht. Die Folge: Die Bewertung des Gesamtmarktes hat sich in den vergangenen drei Jahren auf 10,3 Prozent der Weltaktienmarkt-Kapitalisierung aufgebläht. Doch selbst nach diesem Anstieg verbleibt noch ein weiterer Anstiegsspielraum von etwa 50 Prozent, bis ein Gleichstand zwischen dem Gewicht der realen Wirtschaftsleistung und der Aktienmarktkapitalisierung erreicht ist.

Kapitalverkehrskontrollen werden gelockert

Die seit einigen Monaten zu erkennende Lockerungstendenz für Kapitaltransfers ins Ausland hat es nun ermöglicht, dass H-Aktien auch von Inländern erworben werden können. Der hohe Bewertungsunterschied verminderte sich in der Folge von fast 80 Prozent auf ca. 50 Prozent, wird aber bei vollständiger Währungsfungibilität auf null Prozent schrumpfen. Das gibt den H-Werten ein erhebliches zusätzliches Renditepotenzial.

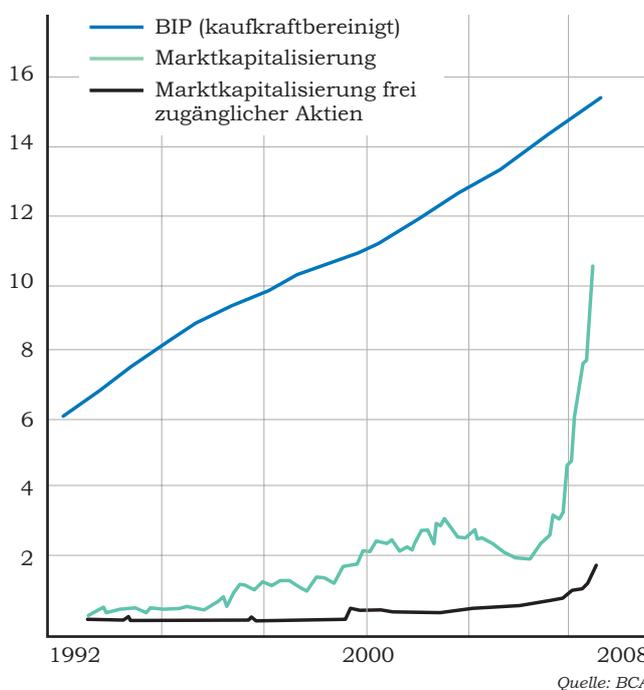
Was ist für das Jahr 2008 zu erwarten? Zunächst ist es wichtig, zu bedenken, dass Spekulationsblasen, wie sie sich aktuell bei den A-Aktien und möglicherweise später auch bei den H-Aktien entwickeln, nicht ohne Anlass platzen – sie benötigen einen Katalysator. Dies kann ein inflationärer Unfall sein wie 1987, als die amerikanische Notenbank die Zinsen erhöhte und dem Markt Liquidität entzog, oder eine deflationäre Entwicklung wie die Asienkrise 1998, als es in Folge massiver Überinvestitionen in vielen Wirtschaftsbereichen Asiens zu einem Warenüberangebot

mit nachfolgender kompetitiver Abwertung kam. Solche Szenarien sind aktuell nicht erkennbar.

Weiterhin moderate Geldpolitik

Außerhalb der volatilen Energie- und Rohstoffbereiche sind in China keine nennenswerten Preissteigerungstendenzen vorhanden, was vor allem mit dem noch immer ungebrochenen Zuzug von Landarbeitskräften in die urbanen Ballungszentren (etwa 15 bis 20 Millionen pro Jahr) erklärt werden kann. Die hohen Produktionsraten der chinesischen Wirtschaft sind das Resultat von Arbeitsplatzverlagerungen aus

Anteil Chinas an der globalen Marktkapitalisierung und am weltweiten BIP
(in Prozent)



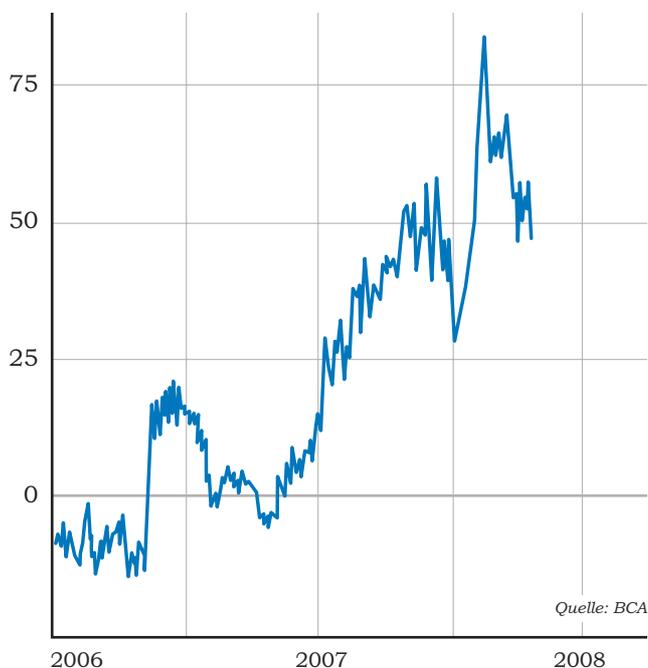
Hochlohnländern in die Niedriglohnregionen Asiens. Die Nachfrage nach dort gefertigten Gütern stammt damit aus der westlichen Welt und muss nicht in der Region befriedigt werden. Eine nachhaltige Veränderung der moderaten chinesischen Notenbankpolitik ist daher nicht wahrscheinlich. Denn noch immer weisen die Chinesen mehr Arbeitslose aus als die USA Beschäftigte und sind daher an einem überdurchschnittlichen Wachstum interessiert. Vielmehr ist eine Fortsetzung der graduellen Währungsaufwertung wahrscheinlich, die auch einen Teil des politi-

schen Drucks aus den USA abfedert. Durch die deutliche Schwäche des US-Dollar wird dieser Effekt gegenüber den Exporten nach Europa ohnehin spürbar gemindert.

Längerfristiges Risiko: Umweltverschmutzung

Allerdings wird mit den Olympischen Sommerspielen in Peking im kommenden Jahr ein wichtiges Datum erreicht, auf das die chinesischen Verantwortlichen bereits seit vielen Jahren hinarbeiten. Man wird sich der Welt im besten Licht präsentieren. Die im Vorfeld eingeleiteten Infrastrukturmaßnahmen haben denn

Preisabschlag von in Hongkong gehandelten H-Aktien gegenüber A-Aktien



auch das Wirtschaftswachstum verstärkt. Mit einem Auslaufen der Olympia-Fantasie kann es dann auch zu einer deutlicheren Zwischenkorrektur kommen. Doch ein weiteres wichtiges Ereignis wirft bereits jetzt seine Schatten voraus: die Weltausstellung in Shanghai im Jahr 2010, zu der über 100 Millionen Gäste erwartet werden. Denkbar ist daher nach einer Korrektur in 2008 eine erneute Fortsetzung der Hausse bis 2010. Davon sollten vor allem H-Aktien profitieren, die dabei den noch vorhandenen Bewertungsabschlag aufholen können.

Ein längerfristiges Risiko besteht in der zunehmenden Umweltverschmutzung. Luft, Wasser und Agrarflächen können den hohen Ausstoß gesundheitsgefährdender Schadstoffe nicht mehr filtern und geben die Stoffe in den Nahrungsmittelkreislauf ab. So müssen im Einzugsgebiet des Drei-Schluchten-Stausees nun zusätzlich einige hunderttausend Menschen umgesiedelt werden, die unter Überschwemmungen des stark mit Schadstoffen belasteten Jangtse-Wassers leiden. Auch die zunehmende Luftverschmutzung vor allem in den Ballungszentren wirkt gesundheitsschädlich und produktivitätshemmend. Glücklicherweise verschließt die Regierung vor diesen Problemen nicht mehr die Augen, sondern hat der Bekämpfung der Umweltverschmutzung im aktuellen Fünfjahresplan eine sehr hohe Priorität eingeräumt. Besondere Nutznießer dieser Entwicklung können damit chinesische Umweltunternehmen sein, die oftmals auch enge Kontakte zu deutschen Firmen pflegen.

► **Fazit:** Auch 2008 werden in China Chancen und Risiken volatil beieinander liegen. In den vergangenen Jahren wurden dort diejenigen Anleger am meisten belohnt, die eine antizyklische Grundstrategie verfolgten – das wird auch 2008 die richtige Lösung sein.

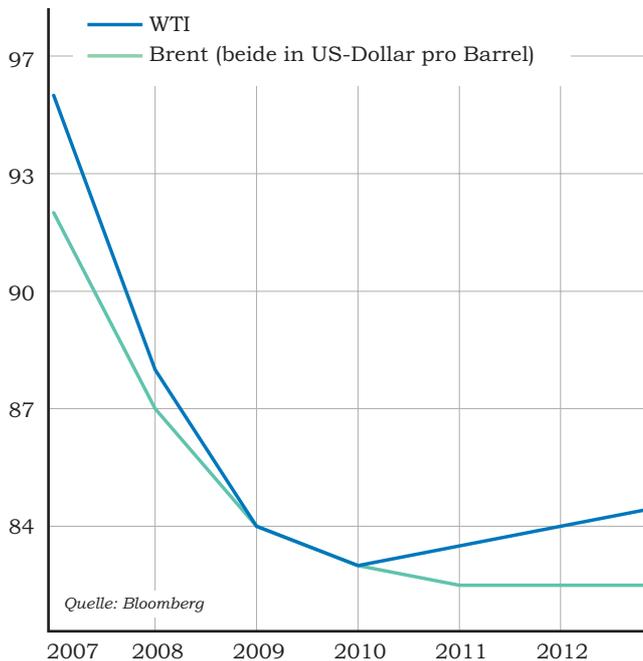


Dieter Rentsch ist geschäftsführender Gesellschafter und Chefanlagestrategie von Aquila Capital. Er steuert unter anderem das Modell des „China Quant“-Fonds, der auf Basis quantitativer Auswahlstrategien in H-Aktien investiert.
dr@aquila-capital.de

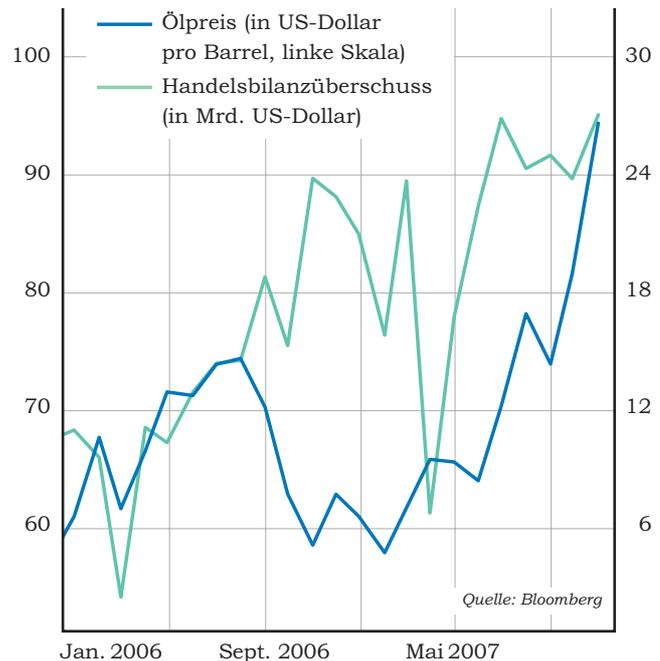
Rohstoffe



Mittlerweile ein Dauerphänomen: Inverse Terminkurve am Ölmarkt



Ölpreis und Wachstum des chinesischen Handelsbilanzüberschusses



Keine Preisblase am Ölmarkt erkennbar

Während sich das Angebot weiter schleichend verknappt, könnte die Nachfrage in den kommenden Jahren abbröckeln

In den vergangenen neun Jahren hat sich der Ölpreis verzehnfacht. Nun liegt er knapp unter knapp 100 US-Dollar pro Barrel. Da stellt sich die Frage, ob nun das Ende der Fahnenstange erreicht ist. Und die Antwort lautet: nein! Aus fundamentaler Sicht gibt es noch reichlich Steigerungspotenzial. Auf der Angebotsseite nehmen die Regionen zu, die ihr Fördermaximum überschritten haben. Nach den USA folgten Europa, Mexiko sowie große Bereiche Arabiens und Sibiriens. Dadurch hat die Abhängigkeit von politisch instabilen Öl-Staaten wie Venezuela und Nigeria dramatisch zugenommen, deren Anteil an der weltweiten Ölförderung in den kommenden Jahren weiter ansteigen wird.

Natürlich ist der Ölboom auch Nachfrage getrieben. Die südasiatischen Staaten, nach China und den Anrainern verstärkt auch Indien, suchen für ihr energetisch ineffizientes Wachstum zunehmend Öllieferer auf dem Weltmarkt. Zwar erleben auch die

USA und die europäischen Länder ein ausgeprägt robustes Wachstum. Doch deren volkswirtschaftliche Energieintensität ist in der Vergangenheit markant gefallen. Insofern wird die industrielle und demografische Entwicklung in anderen Regionen maßgeblich für den weiteren Verlauf der Ölnotierungen sein. Beispielsweise kann sich das Wachstum in Asien – wohl gemerkt ohne die Einbeziehung negativer externer Umwelteffekte – sogar noch beschleunigen, wozu der Ölpreis analog zunehmen würde.

Regenerative Energien noch nicht ausgereift

Das Zusammenspiel stagnierender Förderraten und des hochoptimierten Weltwirtschaftswachstums implizieren also zwangsläufig weiter steigende Preisprojektionen. Zunehmende Besorgnis über langfristige Engpässe lassen die Risikoprämien ansteigen. Da viele alternative Energiequellen noch nicht ausgereift und

konkurrenzfähig sind und der Forschung in diesem Bereich ökonomische Grenzen wegen wachsender Kosten gesetzt sind, ist ein Ölpreis jenseits der 100-US-Dollar-Marke nur eine Frage der Zeit. Stark steigende Förderkosten deuten in dieselbe Richtung. Inflationbereinigt sind ohnehin gerade erst die bisherigen Höchstkurse erreicht worden.

Ölpreisanstieg ist unterproportional im Vergleich zu Fertigwaren

Es darf nicht übersehen werden, dass bei langfristiger makroökonomischer Sicht und bei relativer Betrachtung eigentlich keine überdurchschnittliche Preissteigerung zu verzeichnen ist. So hat sich der US-Dollar invers zum Ölpreis entwickelt, und die abnehmende weltwirtschaftliche Bedeutung der USA impliziert, dass auch außerhalb Europas zunehmend mit einem US-Dollar-bereinigten Ölpreis kalkuliert werden dürfte. Wird zudem das allgemeine Geldmengenwachstum zusammen mit dem globalen Arbeitsangebotschock (Teilnahme der aufstrebenden Länder am Welthandel) berücksichtigt, ist der Ölpreisanstieg unterproportional zu veredelten Waren wie Investitionsgütern und Konsumprodukten.

Auffällig ist auch die inverse Terminkurve auf den Ölmärkten. Sie spiegelt die Marktauffassung wider, dass das zukünftige Gleichgewicht um bis zu 20 Prozent unter dem Preisniveau von knapp 100 US-Dollar liegt.

Rollierender Anstieg des Ölpreises trotz inverser Terminkurve

Natürlich hat die „unsichtbare Hand“ des Marktes in ihrer statischen Darstellung nie Recht, wie die Vergangenheit zeigt. Und die Inversität der Terminstruktur ist mittlerweile als Dauerphänomen aufzufassen, das interessanterweise dennoch einen rollierenden Anstieg des Ölpreises nicht verhindern konnte. Wir gehen daher für das kommende halbe Jahr von keiner signifikanten Korrektur an den Ölmärkten aus, da auch bislang keine nennenswerten Anzeichen einer Abschwächung des fernöstlichen Wachstums erkennbar sind. Auch wenn neue Ölregionen in Brasilien sowie am Kaspischen Meer erschlossen werden, ist davon auszugehen, dass diese die weltweit abneh-

menden Förderraten und die steigenden Förderkosten (trotz technologischen Fortschritts) nicht kompensieren können. Lernkurven sowie Substitutionseffekte mit erneuerbaren Energien sollten – bei Ausklammerung der Subventionen auf absehbare Zeit – auch keine Preisgefahr darstellen.

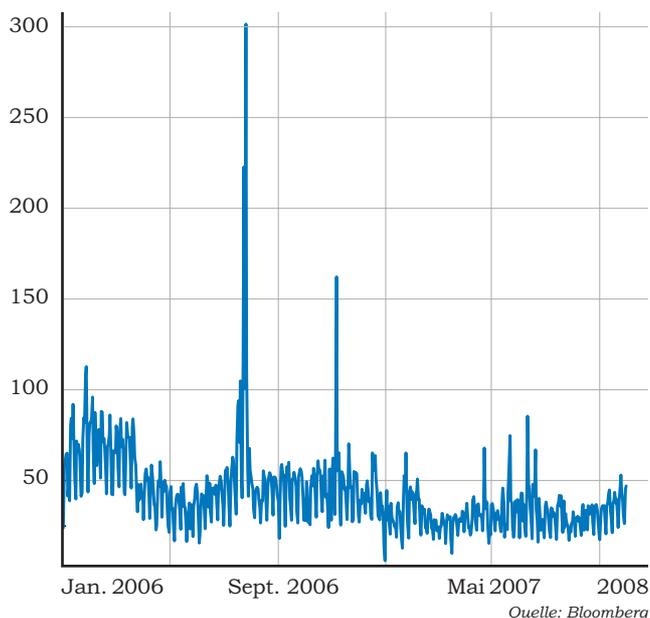
Inwieweit jedoch das asiatische Wachstum langfristig anhalten wird, ist unklar. Eine erste wertvolle Orientierung dürfte die ökonomische Entwicklung Chinas nach den Olympischen Spielen 2008 sein, wenn der dadurch initiierte Bauboom abebbt. Auch sollte ins Kalkül gezogen werden, dass das asiatische Wachstum bei Berücksichtigung negativer ökologischer externer Effekte derzeit negativ sein dürfte – und somit früher oder später eine Diskontierung dieser Schäden (steigende Zinsen) zu einem monetären Einbruch führen dürfte. Auch der wachstumstreibende demografische Schock, ausgelöst von der Liberalisierung des Welthandels und gefallener globaler Transaktionskosten, dürfte nicht linear in die Zukunft fortzuschreiben sein.

► **Fazit:** Zusammenfassend sind wir der Ansicht, dass keine spekulative Blase am Ölmarkt zu erkennen ist und, ceteris paribus, der Preis weiter steigen dürfte. Während das sich verknappende Angebot weiter preistreibend wirkt, besteht langfristig auf der Nachfrageseite das Risiko eines Einbruchs.

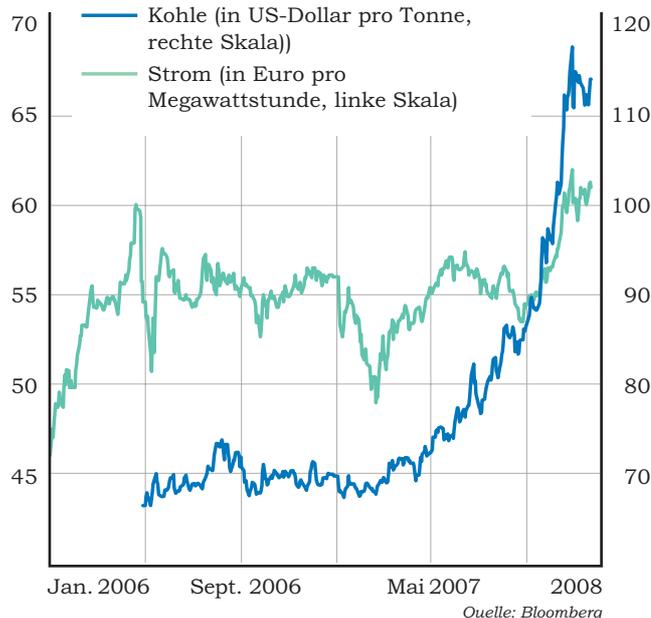


Jan Erik Schulien ist Energiemarkt-Spezialist bei Aquila Capital in Hamburg. Er gehört zum Management des „Peak Oil“-Fonds.
jes@aquila-capital.de

Relativ konstant: Spotmarktpreis für Strom an der EEX (in Euro pro Megawattstunde)



Terminkontrakte (2008) für Kohle und Strom



Der Strommarkt steht weiter unter Spannung

Produktionsengpässe in Nachbarländern wie Frankreich treiben in Deutschland die Preisspirale an

Wegen massiver Strompreiserhöhungen für Endkunden steht die Energiewirtschaft immer wieder im Mittelpunkt der öffentlichen Kritik. Die jüngsten Aufschläge in Höhe von durchschnittlich 10 Prozent entfachten erneut lautstarke Klagen über das Ausnutzen von Marktmacht. Forderungen, Kraftwerke der vier großen deutschen Erzeuger zu enteignen und nach der Abtrennung des Netzeigentums und -betriebs von der Stromproduktion, waren auch dieses Mal schnell bei der Hand. Den Unmut provozierte vor allem der Umstand, dass sich die Großhandelspreise für Strom im Jahresverlauf real nicht verteuert haben.

Dass trotz stabiler Großhandelsnotierungen die Preise für die Haushalte angehoben wurden, ist jedoch nicht unbedingt ein Beleg für Machtmissbrauch. Vielmehr spielen das Hedging-Verhalten beziehungsweise das Timing eine wesentliche Rolle. Denn traditionell wird der Stromabsatz zu großen Teilen mit ein bis

zwei Jahren Vorlauf über Terminkontrakte abgesichert. Und auf Zweijahressicht haben die Preise im Großhandel durchaus angezogen. Auch spielt der unternehmensspezifische Strommix eine bedeutende Rolle. Die Preise für Strom aus den verschiedenen Quellen (z. B. Atom- und Windkraftstrom) entwickeln sich nämlich recht uneinheitlich. Und zweifelsohne steigt der Anteil der teuren erneuerbaren Energien weiter an – ebenso wie die Steuerlast. Und dies sind zwei Faktoren, die nicht den Großhandelspreis beeinflussen, wohl aber den Endkundenpreis nach oben treiben.

Letztlich aber ist für die Haushalte entscheidend, wie sich die Erzeugungspreise künftig entwickeln. Und das wiederum hängt von einer Reihe von Faktoren ab: Aufgrund der geringen Temperaturschwankungen sowie reichlich Niederschlägen in den Alpen und Skandinavien gehen die Wasserkrafterzeuger mit gut gefüllten Staubecken ins neue Jahr. Durch die be-

stehenden Netzverbindungen (Interconnectors) und das neue Norwegen-Niederlanden-Kabel wird sich das Angebot kostengünstiger Wasserkraft in Deutschland erhöhen. Auch der Gaspreis sollte trotz schon deutlich abgebröckelter Notierungen weiter fallen, da Großbritannien das Gaslager Rough wieder unter Kontrolle hat. Zudem bringt die Fertigstellung der Langed-Pipeline vom norwegischen Ormen-Lange-Feld bedeutende neue Gasmengen nach Großbritannien und Festlandeuropa.

Dem gegenüber stehen ein beflügelter Kohlemarkt und erneute größere Kernkraftwerksprobleme in Europa. Obwohl der Kohlemarkt wesentlich diversifizierter ist als der Ölmarkt und auch weitaus höhere Lagerreserven aufweist, treibt auch hier die starke asiatische Nachfrage die Kosten trotz schwächerem US-Dollar für europäische Kohleverstromer in die Höhe. Hinzu kommen unzureichende Hafenkapazitäten, logistische Probleme und exorbitante Frachtraten. Das alles macht vor allem den deutschen Versorgern, allen voran RWE und Vattenfall, zu schaffen, weil sie ausgesprochen kohlelastig sind.

China setzt auf Kohlestrom

Während sich die Frachtraten vollends von den Kosten entfernt haben, aber inzwischen eine hohe Anzahl an im Bau befindlichen Schiffen kurz vor dem Stapellauf steht, sollten die Frachtraten für Trockenschüttgut (Dry Bulk) im kommenden Jahr Normalisierungspotenzial haben. Doch die mangelnden Hafenkapazitäten und die hohe chinesische Nachfrage stellen ein längerfristiges Problem dar. Chinas neuer Langfristplan sieht vor, alleine die Erzeugungskapazitäten für Strom aus Kohle jährlich um eine Leistung zu erhöhen, die ungefähr der gesamten deutschen Leistung entspricht. In der Folge sind die Kohlepreise und damit die Kosten für Kohlestrom ohne Verschulden der europäischen Versorger auf ein Allzeithoch gestiegen und die Margen der Erzeuger im langfristigen Durchschnitt auf ein äußerst niedriges Niveau gesunken.

Schwere Probleme in Kernkraftwerken in Frankreich, Großbritannien und an sechs deutschen Reaktoren dürften in Spitzenlastzeiten zu Engpässen im Netz führen, was wiederum die Risikoprämien nach oben

treibt – und die Anschuldigungen der Politik und des Kartellamts, die hiesigen Konzerne würden die Preise mit Hilfe ihrer Marktmacht nach oben schrauben, deutlich relativiert. Es sind vor allem die Franzosen, die derzeit verstärkt als Käufer im deutschen Strommarkt auftreten und phasenweise bereit sind, ziemlich jeden Preis zu bezahlen.

Die Ironie ist, dass Frankreich weiterhin quasi-(staats-)monopolistisch organisiert ist und in der Liberalisierungs- und Wettbewerbspolitik Deutschland und anderen Ländern meilenweit hinterhinkt. Französische Versorger können die teilweise extremen Einkaufspreise, die sie in Phasen bezahlen müssen, in denen Deutschland kaum Stromreserven für sich selber hat, einfach an die Endverbraucher weiterreichen. Daraus folgt, dass sich die deutsche Politik zuvorderst darum bemühen sollte, politischen Druck auf die südwestlichen Nachbarländer auszuüben, die ähnlich agieren wie Frankreich. Auf diese Weise könnte viel eher eine Entspannung am Strommarkt herbeigeführt werden als über eine Schwächung der deutschen Stromwirtschaft, wie sie derzeit propagiert wird.

► **Fazit:** Da die Versorgungsengpässe in den Nachbarländern langfristiger Natur sind, eine Rezession nicht in Sicht ist und der Atomausstieg in Deutschland in Kombination mit noch ehrgeizigeren Klimaschutzzielen weiterhin beschlossene Sache zu sein scheint, erwarten selbst notorische Optimisten keine sinkenden Strompreise. Daran würde selbst ein vollständiger Wettbewerb auf dem Strommarkt mittelfristig nichts ändern. Denn auf die klimatischen Nebenbedingungen in den nächsten Jahren und die Brennstoffpreisentwicklung auf den globalen Märkten haben europäische Unternehmen nun wahrlich geringen Einfluss – auch wenn die Politik nach außen hin anderes suggeriert.

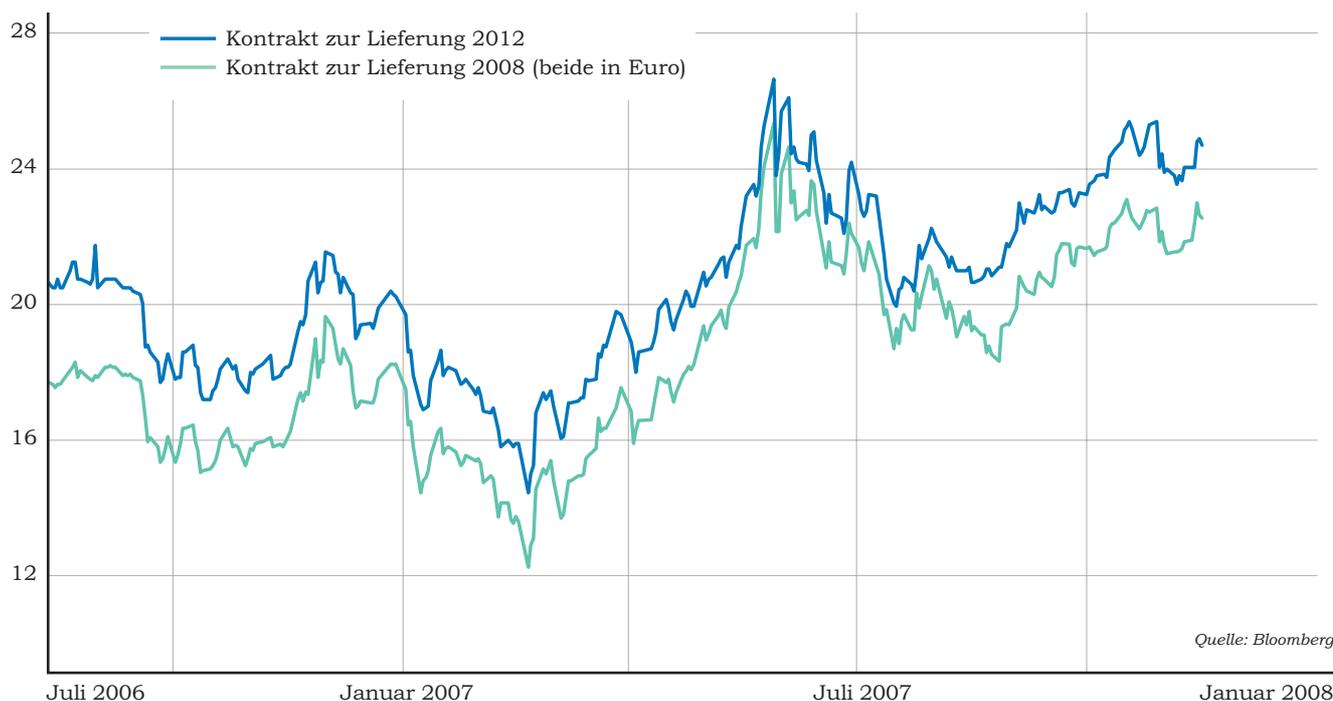


Jan Erik Schulien ist Energiemarkt-Spezialist. Für Aquila Capital handelt er unter anderem Strom. jes@aquila-capital.de

Der Handel für Emissionsrechte wächst aus den Kinderschuhen heraus

Mit einer zunehmenden Zahl von Marktteilnehmern dürfte die Volatilität sinken – und die Preise werden steigen

Kräftiger Preisanstieg in 2007: Forward-Notierungen für europäische Emissionsrechte



Das europäische Emissionshandelssystem wird mit Beginn des Jahres 2008 in seine zweite Phase treten, die zeitlich mit dem Inkrafttreten des Kyoto-Protokolls zusammenfällt. Die Europäische Kommission, die für die Vergabe der Emissionsrechte (EUAs) an die Unternehmen zuständig ist, hat aus den Fehlern der ersten Handelsperiode gelernt und nun wesentlich weniger Zertifikate ausgegeben. Diese Verknappung führte bereits zu höheren Preisen – ein Trend, der sich in den kommenden Jahren fortsetzen dürfte.

Für Auftrieb könnten vor allem drei Faktoren sorgen: ein geringerer Import an Emissionsminderungsgutschriften (CERs/ERUs) – sogenannte Klimaschutzcredits aus Treibhausgas reduzierenden Klimaschutzprojekten – als angenommen, ein steigender Fuel-Switching-Level und ein Nachfolgeabkommen zum bisher bestehenden Kyoto-Protokoll.

Die Prognosen über die Anzahl der in den kommenden Jahren erzeugten Klimaschutzcredits gehen deutlich auseinander – jüngste Schätzungen und Zahlen von Produzenten lassen allerdings vermuten, dass wesentlich weniger generiert werden als zunächst erwartet. Eine solche Verknappung sollte zu steigenden Preisen für europäische Emissionsrechte führen. Zeitgleich sollten auch die Preise für Klimaschutzcredits wegen des geringeren Angebots anziehen.

Der Spread schmilzt dahin

Die bisher bestehende Differenz zwischen den Preisen für europäische Rechte und Klimaschutzcredits sollte nahezu auf null gehen, nachdem die Anbindung der am Kyoto-Protokoll teilnehmenden Staaten an das International Transaction Log abgeschlossen ist. Dabei handelt es sich um die Datenbank und die

Software zur Übertragung von Klimaschutzcredits beispielsweise in das europäische Handelssystem. Durch das International Transaction Log werden CERs und EUAs vollständig substituierbar.

Kohle und Gaspreise beeinflussen den Emissionshandel

Neben dem Import von Klimaschutzcredits besteht für Unternehmen zudem immer die Möglichkeit, durch interne Emissionsvermeidung ihre Klimaschutzauflagen zu erfüllen. Hierbei spielt vor allem für Stromkonzerne, die den höchsten CO₂-Ausstoß innerhalb der EU haben, der Kohle- und Gaspreis die entscheidende Rolle. Da bei der Verbrennung von Kohle doppelt so viel CO₂ ausgestoßen wird wie beim Einsatz von Gas, stehen die Preise der beiden Brennstoffe in einem Spannungsverhältnis. Die Erzeugung einer Einheit Strom mit Gas ist teurer als mit Kohle, wenn man die Kosten für Emissionsrechte ausklammert. Ab einem bestimmten EUA- bzw. CER-Preis werden Stromproduzenten deshalb von Kohle auf Gas umsteigen. Derzeit liegt dieser Preis, der sogenannte Fuel-Switching-Level, bei etwa 28 Euro. Die Entwicklung der Kohle- und Gaspreise wird somit in den kommenden Jahren eine entscheidende Rolle bei der Preisbildung für Emissionsrechte und Klimaschutzcredits spielen. Viele Marktbeobachter erwarten, dass sich der momentane Fuel-Switching-Level deutlich nach oben auf ein Niveau von 30 bis 35 Euro bewegen wird – ein Szenario, das beispielsweise eintritt, wenn der Gaspreis, der von den steigenden Ölpreisen befeuert wird, schneller nach oben klettert als die Notierungen für Kohle.

Schlussendlich werden die Verhandlungen über ein Nachfolgeabkommen zum Kyoto-Protokoll, das 2012 ausläuft, einen entscheidenden Einfluss auf die Preisentwicklung der Emissionsrechte haben. Je mehr Länder sich an einem internationalen Handel beteiligen, desto größer wird das Vertrauen in das System. Und mit ihm steigt die Anzahl der Marktteilnehmer. Bis zum Jahr 2009 muss eine Entscheidung zu einem Anschlussprotokoll stehen. Sollten sich weitere Staaten, vor allem die USA, China und Indien, frühzeitig – in welcher Form auch immer – auf verbindliche Ziele zur Treibhausgasreduktion verpflichten, würde das den Prozess beschleunigen und hätte Sig-

Die Grundlagen des Emissionshandels

Das Kyoto-Protokoll sieht drei flexible Mechanismen vor, die eine schnelle und vor allem kosteneffiziente Reduktion klimaschädlicher Emissionen unterstützen sollen. Neben dem internationalen Emissionshandel zählen hierzu die beiden projektbasierten Mechanismen Joint Implementation (JI) und Clean Development Mechanism (CDM). JI und CDM sollen insbesondere den Technologietransfer in weniger entwickelte Länder beschleunigen. Beiden Projekttypen liegt die sogenannte Additionality zugrunde. Danach muss sichergestellt sein, dass die Projekte zu Emissionsminderungen führen, die ohne die Mechanismen nicht erreichbar wären. Die Investoren erhalten für die Treibhausgasreduktion Emissionsminderungsgutschriften, die beispielweise in Europa von Unternehmen für die Erfüllung ihrer Klimaschutzauflagen eingesetzt oder am Markt verkauft werden können.

International gibt es zwei verschiedene Arten von Emissionszertifikaten: die europäischen Zertifikate, European Union Allowance (EUA), und die Emissionsminderungsgutschriften, sogenannte Klimaschutzcredits, aus flexiblen Mechanismen des Kyoto-Protokolls. Sie heißen Certified Emission Reduction (CER) bzw. Emission Reduction Unit (ERU). Während Letztere für JI-Projekte in Industrieländern vergeben werden, erhalten Projekte in Entwicklungsländern nach dem Clean Development Mechanism CERs. Die in Europa gehandelten Zertifikate sind die EUAs. Europäische Unternehmen werden allerdings in der kommenden Handelsperiode (2008 bis 2012) einen Teil ihrer Emissionen in Form von Klimaschutzcredits abdecken dürfen.

**Preisabschlag bei Klimaschutzcredits im Vergleich zu Emissionsrechten (in Euro):
Der Spread dürfte in Zukunft immer kleiner werden**



nalwirkung für den gesamten Markt. Der europäische CO₂-Handel würde in den Jahren nach 2012 zu einem globalen Markt heranwachsen.

Fortsetzung des europäischen Handels auch in der Post-Kyoto-Ära

Die EU hat bereits signalisiert, dass das Emissionshandelssystem unabhängig von den internationalen Entwicklungen bis zum Jahr 2020 bestehen und die nächste Handelsphase von 2013 bis 2020 andauern wird. Die Vorgaben der EU zur Reduktion von Treibhausgasen – 20 Prozent bis 2020 (eventuell sogar 30 Prozent) – sollten auch über das Jahr 2012 zu steigenden Preisen führen, da mit einer weiteren Verknappung der Emissionsrechte zu rechnen ist. Sollte die derzeit diskutierte Transferierbarkeit von Rechten des Jahres 2012 in die nächste Handelsperiode umgesetzt werden, müsste auch dieses weiteren Auftrieb geben. Denn dann würden die EUAs aus der Phase 2008 bis 2012 und die teureren Rechte der Folgeperiode konvergieren.

► **Fazit:** Preisprognosen der großen Investmentbanken für die kommenden Jahre reichen von 20 bis 45 Euro für europäische EUAs. Aufgrund der erwarteten geringeren Anzahl an Klimaschutzcredits,

des höheren anzunehmenden Fuel-Switching-Levels sowie der positiven politischen Entwicklungen, sowohl innerhalb der EU als auch international, sehen wir einen mittleren Wert von 30 bis 35 Euro in den nächsten Jahren. Die steigende Zahl der Marktteilnehmer und die zunehmende Marktreife sollten zudem zu einer Abnahme der Volatilität beitragen – auch wenn kurzzeitige Preisausschläge nicht auszuschließen sind. Der einstmalige kleine CO₂-Markt wird innerhalb der nächsten Jahre von knapp 20 Mrd. auf bis zu 100 Mrd. Euro wachsen.



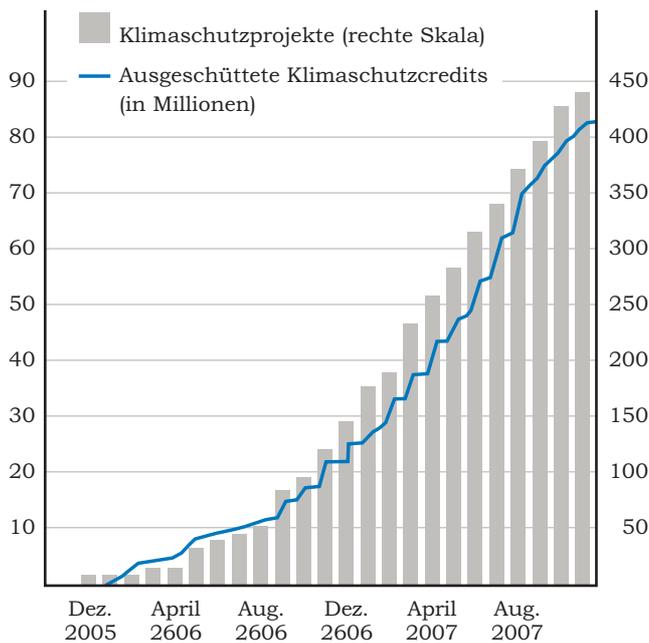
Timo Kieseler ist Spezialist für den Handel mit Emissionsrechten bei Aquila Capital in Hamburg. tik@aquila-capital.de



Die Zukunft der Klimaschutzprojekte liegt in den Händen der Politik

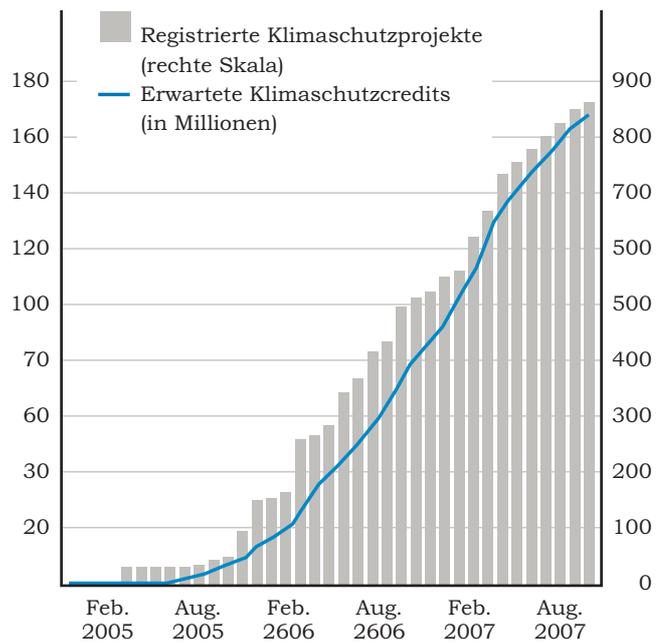
Der Anteil von Vorhaben nach dem Kyoto-Protokoll in den Bereichen erneuerbarer Energien, Methangasvermeidung und Brennstoffwechsel wird in den kommenden Jahren deutlich ansteigen

Ausschüttungen ...



Quelle: UNFCCC

... registrierte Projekte und die Erwartungen nehmen zu



Quelle: UNFCCC

Die Ratifizierung des Kyoto-Protokolls und der Beginn des europäischen Emissionshandelssystems (EU-ETS) im Jahr 2005 haben der Entwicklung von Joint-Implementation-Projekten (JI) und Vorhaben zur Reduzierung von Treibhausgasen nach dem Clean Development Mechanism (CDM) enormen Schwung verliehen. Innerhalb von wenigen Jahren hat sich ein weltweiter Markt für den Handel mit Emissionsrechten gebildet. Im Jahr 2005 wurden im EU-ETS 7,9 Mrd. US-Dollar umgesetzt, 2006 waren es bereits 24 Mrd. US-Dollar. Nach Angaben des UNEP Risoe Centre wuchs der Markt für Klimaschutzcredits aus projektbasierten Mechanismen von knapp 3 Mrd. in 2005 auf 5,5 Mrd. US-Dollar in 2006.

Aus der Volumenentwicklung und den Preisprognosen für das EU-ETS, aber auch aus der Projektpipe-

line, lässt sich ableiten, dass dieser Markt weiter stark wachsen wird. Insbesondere in den beiden asiatischen Schwellenländern Indien und China wird derzeit eine große Zahl von CDM-Projekten geplant und durchgeführt. Zwar sind mit 287 Projekten derzeit die meisten Vorhaben in Indien registriert, es ist allerdings zu erwarten, dass bis 2012 über 50 Prozent der erwarteten 2,28 Mrd. Klimaschutzcredits aus China stammen werden, wo die Regierung CDM-Projekte politisch unterstützt. Die meisten CERs werden in Projekten generiert, die die Emissionen von Treibhausgasen mit hohem Erwärmungspotenzial (Global Warming Potential – GWP), vor allem halogenierte Fluorkohlenwasserstoffe, reduzieren. Bis 2012 wird der Anteil von Projekten in den Bereichen erneuerbarer Energien, Methangasvermeidung und Brennstoffwechsel jedoch deutlich ansteigen.

JI-Projekte können erst ab dem Jahr 2008 Klimaschutzcredits generieren, insofern hat dieser Markt bisher noch nicht die gleiche Dynamik entfalten können wie der CDM-Sektor. Derzeit sind lediglich 157 Projekte in Planung, die bis 2012 rund 150 Mio. ERUs erzeugen werden.

Europäer fragen die meisten Klimaschutzcredits nach

Der CO₂-Markt wird sehr stark von den politischen Rahmenbedingungen beeinflusst. Der größte Teil der Nachfrage nach Klimaschutzcredits aus den projektbasierten Mechanismen kommt derzeit aus dem europäischen Emissionshandelssystem. Der Import von CERs und ERUs wurde von der EU auf etwa 1,4 Mrd. Zertifikate für die gesamte zweite Handelsperiode von 2008 bis 2012 beschränkt. In welchem Umfang Zertifikate aus den projektbasierten Mechanismen in der dritten Handelsperiode ab 2013 genutzt werden dürfen, ist zu diesem Zeitpunkt genauso unklar wie die Frage, welche Auswirkungen die Einbeziehung des Flugverkehrs in den Emissionshandel ab 2011 haben wird. Aufgrund dessen sind Preisprognosen mit hoher Unsicherheit behaftet.

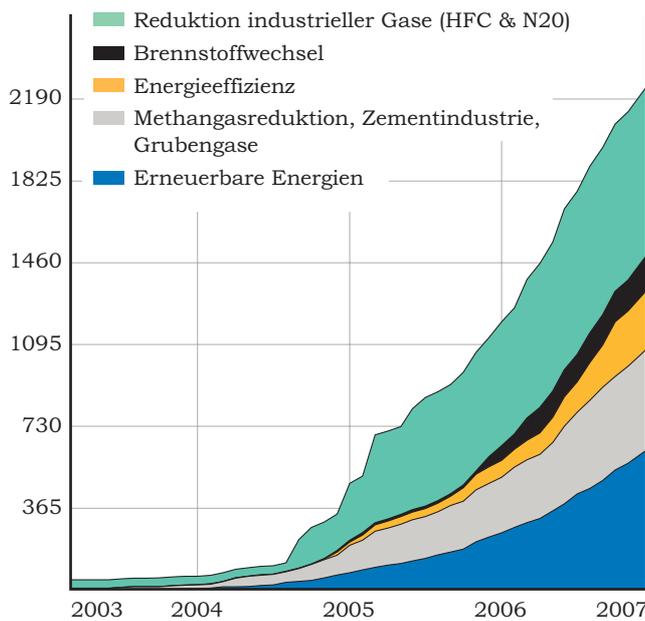
Das EU-Handelssystem findet immer mehr Nachahmer

Neben dem EU-ETS werden derzeit zahlreiche weitere Emissionshandelssysteme entwickelt, unter anderem die Regional Greenhouse Gas Initiative (RGGI) im Nordosten der USA. Auch in Neuseeland und Australien soll der Ausstoß von Treibhausgasen über den Handel, verbunden mit einer gesetzlichen Verknappung von Emissionsrechten, reduziert werden. Zurzeit ist noch nicht klar, in welchem Umfang diese Systeme die Nutzung von CERs und ERUs zulassen werden. Für das im Jahr 2009 startende RGGI zum Beispiel ist eine dynamische Importquote für Kyoto-Zertifikate vorgesehen.

Neben der Nachfrage aus dem europäischen Emissionshandelssystem kaufen auch einzelne Staaten wie Österreich, die Niederlande oder Japan CERs und ERUs, um ihre Kyoto-Ziele zu erreichen. Zumeist werden zu diesem Zweck Fonds aufgelegt. Zusätzliche Nachfrage könnte sich zudem aus dem Markt für frei-

willige Emissionsminderungen entwickeln. Für die Fortführung der projektbasierten Mechanismen wird entscheidend sein, in welchem Maß sich die Industriestaaten verpflichten, ihre Emissionen zu mindern. Auch die Bereitschaft der Schwellenländer, einen größeren Beitrag zur Verminderung ihrer rasch wachsenden Treibhausgasemissionen zu leisten, wird die Zukunft von CDM und JI beeinflussen.

Prognostiziertes Wachstum von CERs nach Projektarten bis 2012 (in Millionen)



► **Fazit:** Bis 2012 ist mit einem wachsenden Angebot an Zertifikaten aus den projektbasierten Mechanismen zu rechnen. Die Nachfrage wird allerdings vor allem politisch gesteuert. Ebenso wie die Entwicklung des CO₂-Marktes, die nach 2012 stark vom Ausgang der Post-Kyoto-Verhandlungen abhängt.

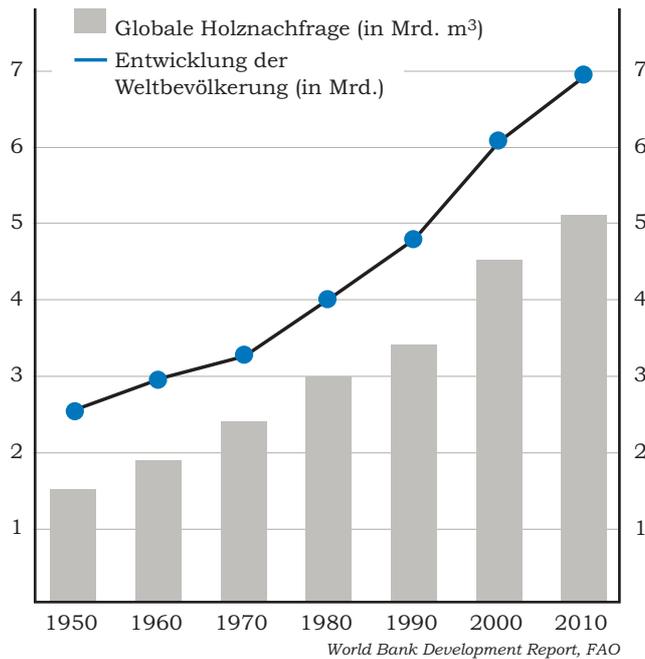


Frieder Frasch ist Client Relationship Manager bei 3C, einem der führenden CO₂-Asset-Management-Unternehmen in Europa. 3C managt die Klimaschutzfonds von Aquila Capital.
frieder.frasch@3c-company.com

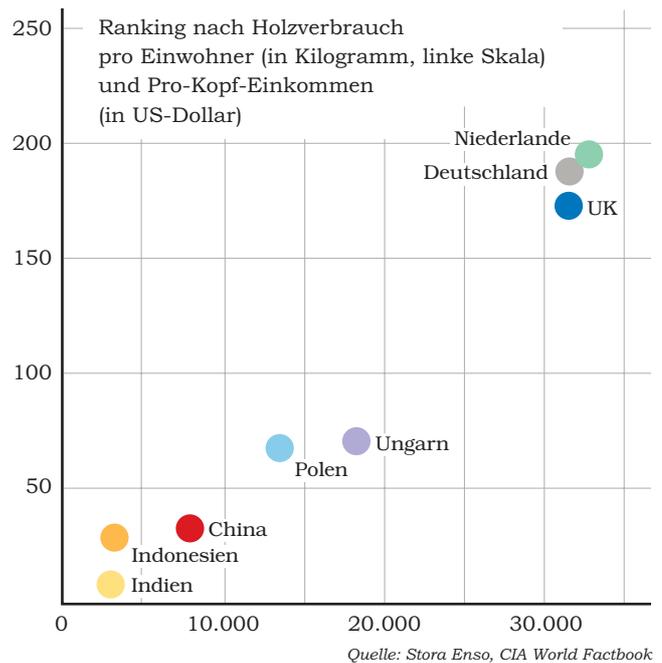
Die Holznachfrage wächst schneller als der Wald

Forstwirtschaft und Investoren drängen in die Länder der südlichen Hemisphäre, die gute ökonomische und klimatische Rahmenbedingungen für Baumplantagen bieten

Der Holzbedarf wächst mit der Bevölkerung ...



... und mit zunehmendem Wohlstand



Die Holznachfrage wird in den kommenden Jahren weiter ansteigen. Treiber sind die wachsende Weltbevölkerung, das anhaltende globale Wirtschaftswachstum und die zunehmende Nachfrage nach erneuerbarer Energie aus Biomasse. Gleichzeitig dürfte das Angebot knapper werden, zumal unter Investoren das Interesse für die Assetklasse Holz weiter steigen wird.

Wirtschafts- und Bevölkerungswachstum, das zeigen die historischen Daten, waren bisher die bestimmenden Faktoren für die globale Holznachfrage. Der Weltbank zufolge werden zu der gegenwärtigen Bevölkerungszahl von 6,5 Milliarden in den kommenden 30 Jahren bis zu drei Milliarden Menschen hinzukommen. Die Volkswirtschaften der Schwellenländer mit einer überdurchschnittlichen Wachstumsrate, angeführt von China, Indien, Russland und den lateinamerikanischen Staaten, werden den weltweiten

Holzverbrauch weiter nach oben schrauben. Die wachsende Nachfrage nach Papier, Bauholz und Möbeln gehen einher mit dem steigenden Wohlstand. Fachleute sind sich einig, dass sich beispielsweise der chinesische und russische Papier- und Bauholzverbrauch von 2000 bis 2015 verdoppeln wird.

Zunehmende Holzknappheit ist ein wahrscheinliches Szenario

Als Reaktion auf den Klimawandel und die steigenden Energiepreise wird insbesondere in Europa und Nordamerika die Nachfrage nach Biomasse (z. B. Holzspäne, Pellets), aus der sich klimaneutrale Energie erzeugen lässt, anziehen. Dafür sorgt auch die Politik, die mit neuen Bestimmungen die gesetzten Ziele im Bereich der erneuerbaren Energien erfüllen will. Dies wird zu einem steigenden Wettbewerb im Holzsektor

zwischen industriellem Verbrauch und der Energieproduktion führen.

Während Experten sich einig darüber sind, dass die Holznachfrage zunehmen wird, besteht weniger Konsens über das Volumen des zukünftigen Holzangebotes. Eine deutliche Zunahme des Angebots aus natürlichen Wäldern ist nicht zu erwarten. Das liegt zum einen an steigenden Bewirtschaftungskosten sowie an restriktiveren Vorschriften im Zusammenhang mit dem Klimaschutz (Wälder sind der wichtigste Kohlendioxidspeicher). Deswegen dürfte die Anzahl schnell wachsender Baumplantagen zunehmen. Allerdings wird das zusätzlich erzeugte Holzangebot vermutlich nicht ausreichen, um den steigenden Bedarf zu befriedigen.

Die wichtigsten Faktoren, die zu einer Verknappung des globalen Holzangebotes führen könnten:

- Der steigende Holzverbrauch bei der Energieproduktion könnte bis zum Jahr 2020 in Folge von EU-Richtlinien zu einem innereuropäischen Defizit von 50 bis 165 Millionen Kubikmeter in der traditionellen Waldwirtschaft führen
- Die Rundholz-Exportgebühren in Russland, die derzeit 20 Prozent des Wertes von Kiefern- und Birkenholzblöcken betragen, werden bis 2009 voraussichtlich schrittweise auf bis zu 80 Prozent steigen. Damit will die Regierung den Holzexport unattraktiv machen, den Rohstoff im eigenen Land halten.
- China und Indien können die steigende Nachfrage im Inland nicht selbst befriedigen. Sie müssen verstärkt auf dem Weltmarkt dazukaufen.

Die Nachfrage nach Waldinvestments wird weiter steigen

Wegen der attraktiven Eigenschaften von direkten Holzinvestments (stetiges Wertwachstum, Portfolio-Diversifikation, herausragende Risiko-Rendite-Eigenschaften) sind sie seit Mitte der 80er-Jahre unter Rentenfonds, Stiftungen, familiengeführten Konzernen und vermögenden Privatpersonen immer beliebter geworden. Institutionelle Anleger besitzen derzeit Wälder (die meisten davon liegen in den Vereinigten Staaten) mit einem geschätzten Wert von über 25 Milliarden US-Dollar. Wie unterrepräsentiert Wald noch in den Depots ist, zeigen folgende Zahlen im Ver-

gleich: Weltweit existieren 870 Millionen Hektar anlagefähiges und pachtbares Waldland mit einem geschätzten Wert von 480 Milliarden US-Dollar.

Durch die wachsende Popularität der Anlageklasse Holz erwarten wir eine Zunahme von Waldinvestments, vor allem unter institutionellen Anlegern. Wegen des verhältnismäßig geringen Angebots im gegenwärtig größten Markt für Waldinvestments, den Vereinigten Staaten, werden Investoren zukünftig in einem wesentlich größeren Umfang als bisher in andere Länder ausweichen. Infolgedessen sollten sich Staaten, die noch vor einigen Jahren als Schwellenländer galten (etwa Brasilien und Uruguay), relativ rasch entwickeln. Sowohl das erwartete Risiko als auch die Rendite für solche Investments werden dann im Laufe der Zeit zurückgehen.

► **Fazit:** Da nur die Ausweitung der intensiv betriebenen Plantagen-Forstwirtschaft die langfristige Nachfrage nach Holzfasern befriedigen kann, dürfte dieser Industriezweig vor allem in Ländern der südlichen Hemisphäre wachsen – und zahlreiche Chancen für Anleger bieten. Ein Indiz für eine solche Entwicklung ist die Tatsache, dass die Forstwirtschaft in der Nordhemisphäre bereits auf die ertragsreichen Plantagen im Süden schießt und neue Produktionskapazitäten in diesen Regionen gründet. Denn dort locken nicht nur Kostenvorteile. Auch die Bäume wachsen deutlich schneller.



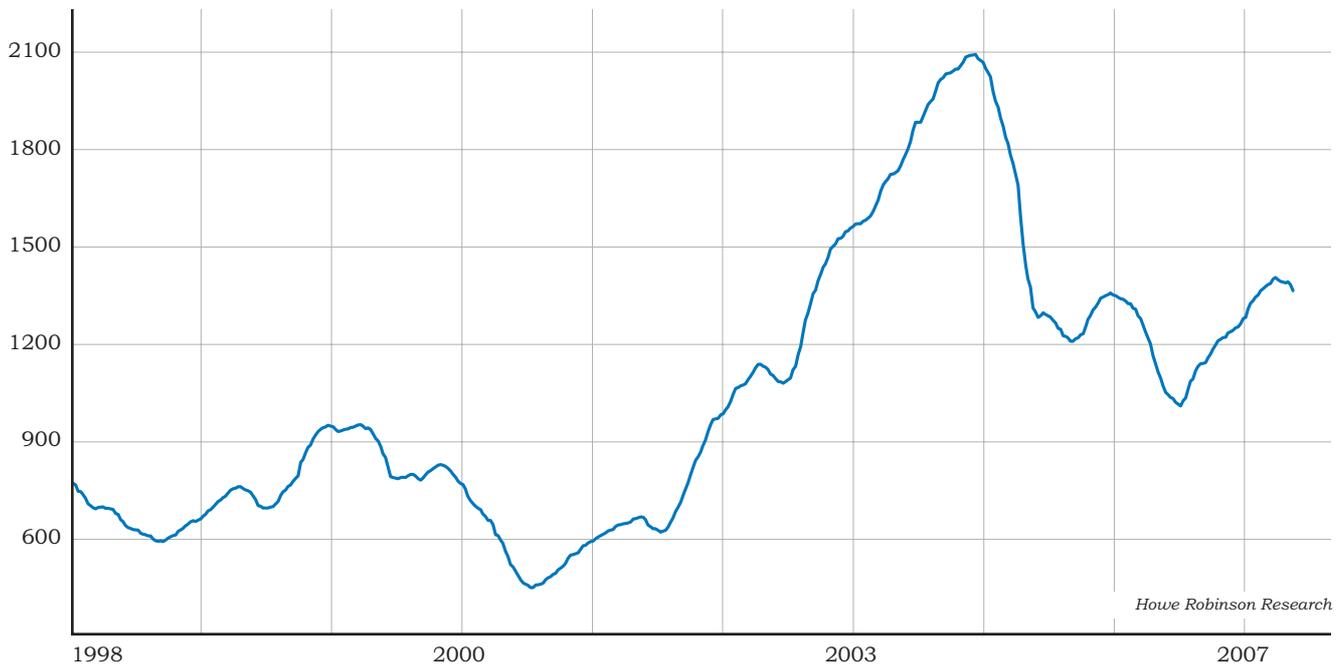
Henrik Lundqvist leitet das Portfoliomanagement der International Woodland Company (IWC). Das dänische Unternehmen ist der führende Spezialist für Forstinvestments in Europa. Für Aquila Capital managt IWC zwei Waldfonds. hl@iwc.dk



Schifffahrt



Kurs auf Norden: der Howe Robinsons Charter Index. Er bildet die Entwicklung der Containerschiff-Frachtraten ab



Containerfrachtraten wieder im Aufwind

Trotz zahlreicher Schiffsneubauten ist ein Preiseinbruch in nächster Zeit nicht zu erwarten

Nach einem leichten Abwärtstrend der Schiffsmärkte in den vergangenen Jahren, insbesondere der Containerfrachtraten, ist seit dem Jahr 2007 nun wieder ein deutlicher Aufschwung am Markt zu spüren. Dieser Trend sollte sich auch in Zukunft fortsetzen. Zwar werden die Frachtkapazitäten wegen der Fertigstellung zahlreicher Schiffsneubauten deutlich ausgeweitet. Doch diese Neubauten werden zum Teil von dem jetzigen Nachfrageüberhang absorbiert. Überkapazitäten sind demnach nicht zu erwarten, sodass das Angebot an Chartertonnage weiterhin hinter der stark wachsenden Nachfrage zurückbleiben dürfte. Prognosen für den Markt gehen von einem Zuwachs von elf Prozent im Jahr 2008 aus. In den beiden darauf folgenden Jahren soll das Volumen jeweils um 10,5 Prozent steigen. Für eine unfreiwillige zusätzliche Auslastung der Schiffskapazitäten sorgen die Engpässe in einigen Häfen beziehungsweise im Hinterlandver-

kehr. Da der Ausbau dieser Infrastruktur in der Vergangenheit sträflich vernachlässigt wurde, ist es mittlerweile zu Verzögerungen beim Löschen von Schiffen gekommen.

Ein besonderes Augenmerk sollte in den kommenden Jahren auf Größenklassen zwischen 1100 TEU und 3500 TEU gelegt werden. Denn in diesem Segment ist der Kapazitätsanstieg gering. Der Anteil an Neubauten im Jahr 2008 liegt durchschnittlich lediglich bei 6,03 Prozent, 2009 bei 5,43 Prozent und 2010 bei geringen 3,63 Prozent. Der durchschnittliche Anteil an Neubauten in den Größenklassen von 4000 TEU bis über 10.000 TEU liegt hingegen im kommenden Jahr bei stolzen 34,85 Prozent, in 2009 sogar bei 49,73 Prozent und 2010 bei 48,65 Prozent. Somit werden zukünftig mehr kleine Feederschiffe als Zubringerschiffe für die Häfen beansprucht, da für

die Klasse über 10.000 TEU mehr Feederschiffe benötigt werden als beispielsweise für die 8000-TEU-Klasse. Durch das Anwachsen des Schiffsaufkommens oberhalb der 10.000-TEU-Grenze – auch „Jumbo“-Containerschiffe genannt (bis 13.500 TEU) – ist davon auszugehen, dass mittlerweile auch Schiffsgrößen bis zu 3000 TEU zum Feedersegment gezählt werden müssen.

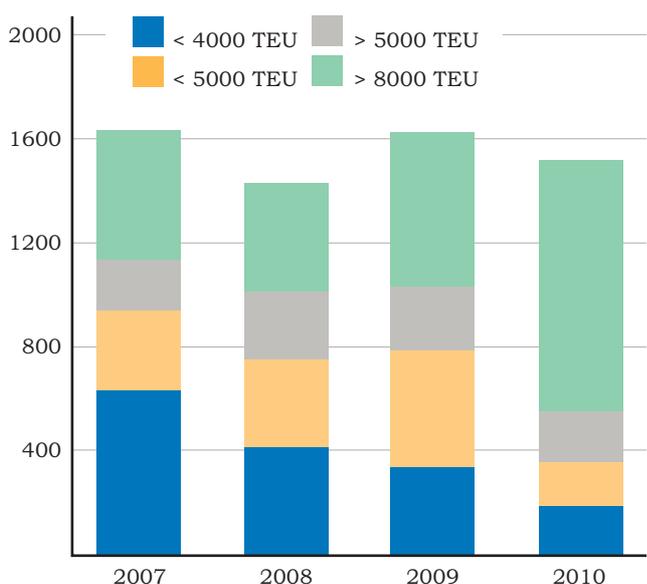
Werftkapazitäten sind bis an die Grenzen ausgelastet

Die hohen Preise für Neubauten sind vor allem auf das hohe Stahlpreisniveau und die vollen Orderbücher der Werften zurückzuführen. Angesichts der anhaltend hohen Nachfrage nach Stahl und nach Containerschiffen im Größensegment plus 10.000 TEU ist in der näheren Zukunft keine Entspannung zu erwarten. Bis 2010 werden 86 Schiffe über 10.000 TEU vom Stapel laufen. Die Auftragsbücher der weltweiten Werften zeigen, dass bis 2010 mehr als 6,2 Millionen TEU neuer Tonnage auf den Markt kommen wird. Das entspricht einem Volumen von 1380 Schiffen, wovon mehr als 80 Prozent in der Größenklasse über 3000 TEU liegen. Ein weiterer Anstieg des Auftragsvolumens ist kaum möglich, da die Werftkapazitäten bis zum Jahr 2010 ausgelastet sind. Das wiederum führt dazu, dass für bestimmte

Twenty-foot Equivalent Unit (TEU)

Container sind weltweit genormte Großraumbehälter, durch die das Verladen, Befördern, Lagern und Entladen von Gütern vereinfacht und beschleunigt wird. Ein besonderer Vorteil ist die geschlossene Transportkette von Land (Lkw) und Wasser. In der Schifffahrt gibt es neben dem Transport in Containern unter anderem noch das klassische Stückgut, Dry-Bulk (Schüttgut) und Tankladungen. Die verbreitetsten Container haben eine Breite von acht Fuß (2,438 m) und sind entweder 20 Fuß (6,058 m) oder 40 Fuß (12,192 m) lang. Daraus ergeben sich auch die Abkürzungen: „TEU“ (Twenty-foot Equivalent Unit) und „FEU“ (Forty-foot Equivalent Unit). Als Maßeinheit zur einheitlichen Zählung von Containern hat sich TEU durchgesetzt. Dieses Maß wird sowohl für die Ladefähigkeit von Containerschiffen als auch für die Umschlagsmengen in Häfen oder Güterbahnhöfen verwendet.

Auslieferungen von Containerschiffen bis 2010



Quelle: Howe Robinson Research

Verteilung der Neubauten nach Seerouten



Quelle: Howe Robinson Research

Feederschiffe

Ein Feederschiff ist ein speziell für Container- oder Autotransporte gebautes Frachtschiff, das als Zulieferer und Verteiler für große Seeschiffe und Häfen tätig ist. Feederschiffe transportieren Fracht, die aus oder in kleine Fluss- und Küstenhäfen sowie aus Hafenstädten verschifft werden müssen, die keine direkte Anbindung an die internationalen Seehandelswege haben. Sie werden aber vor allem aus ökonomischen Gründen eingesetzt. Denn für ein großes Übersee-Containerschiff ist es unwirtschaftlich, für die Entladung einer kleinen Anzahl von Containern einen Hafen anzulaufen. Deshalb wird deren Umschlag auf wenige, leistungsfähige Häfen („Container-Hubs“) beschränkt und der Weitertransport mit kleineren Feederschiffen mit geringeren Betriebskosten abgewickelt.

Schiffsklassen Werftplätze erst wieder ab 2011 zur Verfügung stehen. Wenn man den heutigen Stand von insgesamt 4800 Schiffen mit einem Volumen von 11 Millionen TEU einbezieht, würde der weltweite Containerschiffmarkt abzüglich der Verschrottung 16 Millionen TEU betragen. Das entspricht einem Anstieg von rund 56 Prozent bis Ende 2010.

Auch der Chartermarkt in der Containerschifffahrt gewinnt wieder deutlich an Fahrt. Er befand sich dieses Jahr auf einem stabilen Aufwärtstrend, wie der Howe-Robinson-Charterraten-Index zeigt, der um 40 Prozent zulegen. Und obwohl er immer noch 30 Prozent unter seinem Hoch von 2005 notiert, spiegelt er derzeit ein stabiles Wachstum wider, was darauf schließen lässt, dass dieser Trend auch in naher Zukunft nicht so schnell verblassen wird.

Diese Prognose fußt zum einen auf der hohen Nachfrage nach Rohstoffen und Gütern aus Ländern wie China, Japan, Taiwan, Vietnam und Indien, die einen enormen Nachholbedarf haben (allein die Nachfrage Chinas nach Rohstoffen verzeichnete in den vergangenen Jahren ein jährliches Wachstum von 20 Prozent). Und zum anderen auf dem beschleunigten

Wirtschaftswachstum in den lateinamerikanischen Ländern, die von der globalen Rohstoffnachfrage profitieren und inzwischen nicht mehr nur als Exportnationen auftreten, sondern stetig wachsende Warenimporte verbuchen. Auch die Auslastung der Werften und die hohen Preise für Schiffsneubauten sind ein Indikator für weiter anziehende Frachtraten.

Hohe Frachtraten für Schüttgut ziehen das Containersegment mit

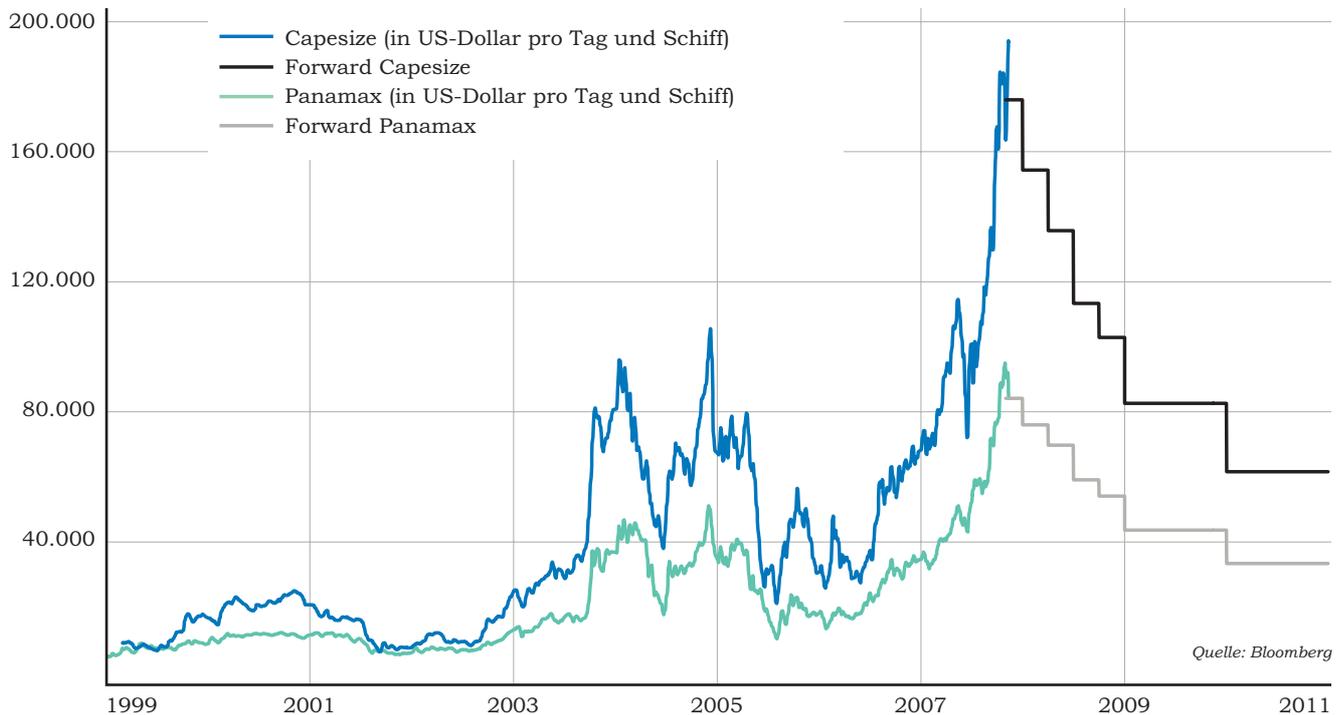
Weiterhin ist eine wachsende Konvergenz zwischen dem Bulker- und Containermarkt zu erkennen. Die Preisexplosion bei den Frachtraten für Schüttgut (Bulkermarkt) wie Kohle treibt auch die Charterraten im Containersegment nach oben. Denn wegen der hohen Preise erweist es sich im Spotmarkt immer häufiger als sinnvoll, Schütt- und Stückgut mit Containern zu verschiffen. Dennoch zeigen auch die Frachtraten für Bulk-Schiffe bisher keine negative Trendwende.

► **Fazit:** Dieses Jahr war ein stetiger Aufwärtstrend für Charterraten und Neubaupreise im Containerschiffmarkt zu verzeichnen. Der weltweite Handel bleibt ungebrochen stark, der internationale Rohstoffhunger ungesättigt – ein Trend, der sich allem Anschein nach auch über das Jahr 2008 hinaus fortsetzen wird. Folglich ist ein Einbruch im Schifffahrtmarkt in naher Zukunft nicht zu erkennen, ungeachtet saisonaler Schwankungen, die jedoch keinen nachhaltigen Einfluss haben dürften.



Axel Stiehler ist Geschäftsführer der Aquila Capital Alternatives. Er ist Spezialist für den Schiffmarkt und geschlossene Beteiligungen. as@aquila-alternatives.de

Frachtpreise für Capesize- und Panamax-Schiffe und deren Forwardcurves, die die Markterwartungen spiegeln



Frachtraten für Massengut stehen vor einer Korrektur

Im Kielwasser der stark gestiegenen Preise nimmt auch der Handel mit Terminkontrakten zu

Der Dry-Bulk-Schiffahrtsmarkt hat im vierten Jahr in Folge neue Allzeithochs erreicht. Der Baltic Dry Index, der die Transportkosten für trockenes Schüttgut wie Erz, Kohle und Getreide in verschiedenen Schiffsklassen abbildet, ist seit Jahresbeginn um etwa 150 Prozent gestiegen. Bedingt durch die stabile Weltwirtschaft und den Rohstoffboom hat insbesondere die Dry-Bulk-Schiffahrt im Vergleich zum Tank- und Containerschiffahrt überproportional stark profitiert. Allerdings stellt sich mittlerweile nicht mehr die Frage, ob der Markt fallen wird. Es geht nur noch um das Wann.

Kurzfristig bestehen jedoch noch weiterhin Chancen auf einen steigenden Markt – wegen der nach wie vor knappen Transportkapazität der Welthandelsflotte, die durch lange Wartezeiten in den Häfen zusätzlich

gebunden wird. Die schwach ausgebauten Hafenfazilitäten sind der aktuelle Engpass in der Transportkette. Schiffe warten teilweise bis zu 25 Tagen, bevor sie beladen werden.

30 Prozent Zuwachs jährlich

Im Kielwasser der Transportpreisentwicklung im Dry-Bulk-Markt hat auch der Handel mit Frachtderivaten, sogenannten Forward Freight Agreements (FFAs), stark zugenommen. Für das Jahr 2008 erwarten wir, dass sich dieser Trend fortsetzen wird. Ob die Zuwächse weiterhin bei über 30 Prozent pro Jahr liegen, ist allerdings nicht prognostizierbar. 2007 sind mehr und mehr schiffahrtsfremde Firmen wie Hedgefonds und Investmentbanken in diesen Markt eingestiegen, die die FFAs spekulativ handeln. Dadurch

Forward Freight Agreements (FFAs)

FFAs sind Terminkontrakte, mit denen sich Marktteilnehmer gegen Frachratschwankungen absichern. Schiffseigner sehen sich stets dem Risiko gegenüber, dass die zukünftig erzielbaren Frachtraten auf einer bestimmten Route sinken. Diese Gefahr wird mit FFAs umschifft. Darin werden schon heute Charterpreise für Transporte in der Zukunft vereinbart. Typische Verkäufer eines FFA sind daher Reedereien. Auf der Käuferseite stehen beispielsweise Rohstoffhändler und -produzenten, die sich ihrerseits gegen steigende Frachtraten absichern möchten. Die meisten FFAs werden außerbörslich über Makler (Over the Counter) gehandelt.

hat die Volatilität spürbar zugenommen. Wegen der spekulativen Komponente werden im FFA-Handel Preisbewegungen ausgelöst, die sich kurzfristig stärker von den Trends des physischen Marktes (Spotmarkt) entkoppeln können. Die größeren Spreads machen Arbitragegeschäfte zwischen beiden Märkten attraktiver.

Indien könnte den nächsten Rohstoffboom auslösen

Fundamental ist die treibende Kraft des Dry-Bulk-Marktes die ungebrochene Nachfrage nach Erz und Kohle. Beide Rohstoffe werden stark von den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens nachgefragt, deren dynamisches Wachstum bisher keine Schwäche zeigt. Nach China könnte Indien in naher Zukunft den nächsten Rohstoffboom auslösen.

Die Nachfrage nach Frachtkapazitäten ist allerdings nur eine Seite der Medaille. Auch die Anbieter melden neue Rekorde. Die Werften arbeiten an ihren Grenzen und weiten ihre Kapazitäten massiv aus. Den Orderbüchern zufolge könnte die Capesize-Flotte, deren Schiffe im Durchschnitt 170.000 Tonnen laden, in den nächsten Jahren um 50 Prozent wachsen. Unter dem Strich erwarten Marktanalysten für

2008 ein Wachstum der Dry-Bulk-Handelsflotte von ca. sechs Prozent. Dem gegenüber steht ein prognostizierter Anstieg der Nachfrage von rund vier Prozent.

Gleichzeitig befindet sich der Markt für Verschrottungen aufgrund der Preisentwicklung für Frachten in einer historischen Extremsituation. Die Verschrottungen betragen im vergangenen Jahr lediglich 0,6 Prozent der Welthandelsflotte. In normalen Marktsituationen werden etwa 4 Prozent stillgelegt. Derzeit gibt es allerdings kaum Anreize, dem Frachtenmarkt Tonnage zu entziehen. Denn 20 Jahre alte Panamax-Bulker mit einer Kapazität von etwa 74.000 Ladetonnen erzielen noch durchschnittlich 37 Mio. US-Dollar Verkaufserlös. Die Verschrottung bringt dagegen nur rund 4,5 Mio. US-Dollar. Daher sind Reeder versucht, ihre alten Schiffe zumindest bis zur nächsten Klasseprüfung (Schiffs-TÜV) fahren zu lassen.

► **Fazit:** Sollte sich die Weltkonjunktur abkühlen, wird die Schifffahrt folgen. Zweifelsohne wird auch 2008 China das Zünglein an der Waage sein. Es ist allerdings nicht sehr wahrscheinlich, dass der Anstieg der chinesischen Nachfrage, die 50 Prozent des gesamten Marktwachstums ausmacht, den Flottenausbau kompensiert. Wir sind daher der Ansicht, dass sich die Märkte bei gleichbleibend hoher Volatilität in Richtung Süden bewegen werden.

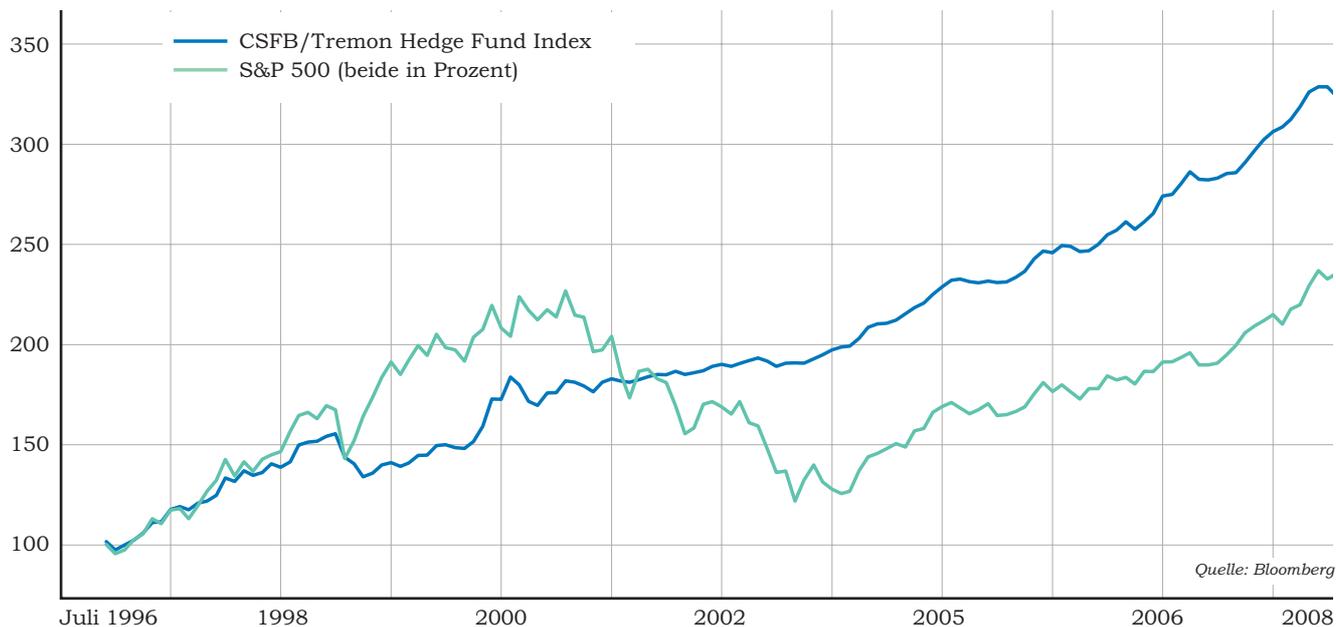


Thomas Hartwig arbeitet als Analyst bei HF Navigator. Das Hamburger Unternehmen verbindet traditionelle Schifffahrt mit modernen Risikomanagementtools. Für Aquila Capital ist HF Navigator als Advisor im Okeanos Shipping Fund tätig. hartwig@hf-navigator.de

Handelsstrategien



Langfristig stabile Entwicklung: CSFB/Tremont Hedge Fund Index schlägt den S&P 500 im Vergleich der vergangenen elf Jahre



Marktunabhängige Investments werden wieder attraktiv

Einige Hedgefonds-Strategien profitieren von der höheren Volatilität an den Aktienmärkten

Infolge der Augustkrise stehen die Finanzmärkte heute zwei Problemen gegenüber:

1. Der Liquiditätslevel und die Kreditmarkt-Konditionen: Im 3. Quartal 2007 bewegten wir uns von einem Marktumfeld mit einem enormen Maß an Liquidität hin zu einer Liquiditätskrise. Die kurzfristige Entwicklung ist abhängig von den Entscheidungen der Zentralbanken. Die Mehrheit der Marktteilnehmer rechnet hier mit weiteren Leitzinssenkungen. Allerdings besteht kein allgemeiner Konsens über die Größenordnung und die Zeitspanne.

2. Die Volatilität: Die höheren Preisschwankungen sind eines der neuen Hauptmerkmale an den Aktienmärkten, das auch 2008 fortbestehen wird. Im Oktober stand der VIX bei 22, was dem Durchschnitt der vergangenen zehn Jahre entspricht. So gesehen steuert die Volatilität lediglich auf ihr langzeitliches Mittel zu, offenbar einem Mean-Reversion-Muster folgend.

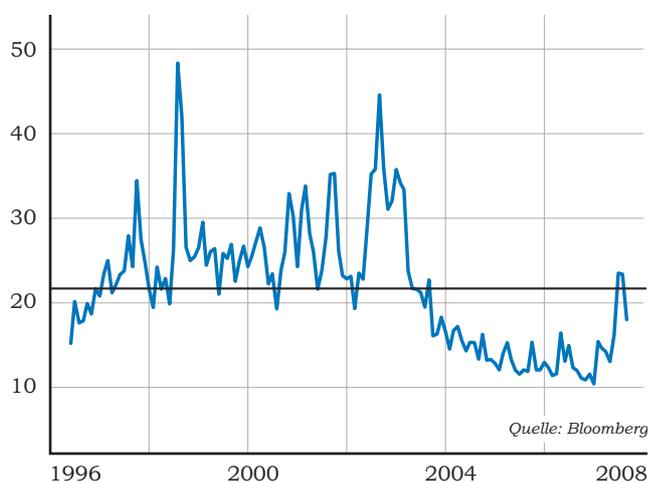
Die verschlechterten Konditionen im US-Immobilienmarkt und die gesunkene Stimmung unter den Konsumenten führen zu einer Verlangsamung des amerikanischen Wirtschaftswachstums oder sogar zu einer Rezession. Die Kommentatoren sind sich jedoch einig über das Ausmaß der daraus resultierenden globalen Konjunkturabschwächung. Die Turbulenzen an den Kapitalmärkten im August haben eine Situation von Marktverwerfungen und strukturelle Ineffizienzen hervorgerufen. In diesem Umfeld sollten Hedgefonds die besten Voraussetzungen haben, Alpha aus diesen Schwächen zu generieren. Allerdings besitzen nicht alle Hedgefonds-Strategien das Potenzial, von der neuen Marktsituation zu profitieren.

Credit Strategies

Distressed-Manager, die auf notleidende Kredite setzen, werden künftig zweifellos gefragter sein, wenn gleich derzeit noch ein oder zwei Quartale abgewartet

werden müssen, bevor diese Strategie ihre Stärken voll ausschöpfen kann. International agierende Distressed-Manager sind jedenfalls heute schon gefragter als ausschließlich US-fokussierte.

Die Volatilität nimmt wieder zu: Vix-Index



Equity Long/Short

Die meisten Manager, die wir befragt haben, sind vor dem Hintergrund einer möglichen Rezession in den USA eher pessimistisch, was die Aktienmärkte betrifft. Dementsprechend sind deren Portfolios heute konservativer als in der Vergangenheit ausgerichtet: Es ist allgemein eine Verringerung des Gesamt-Exposure und eine Ausweitung der Diversifikation zu verzeichnen. Geschickte Trader werden aber ein Marktumfeld, das von einem sich ausweitenden Renditegefälle zwischen einzelnen Aktien gekennzeichnet ist, zu nutzen wissen. Manager mit einem hohen Umschlag werden sich den volatilen Börsen schneller anpassen können. Die Verringerung des Liquiditätslevels zwingt Manager dazu, ihre Investments in großen Aktiengesellschaften mit höheren Transaktionsvolumen zu bündeln.

Relative Value

Quantitative Aktienmarkt-Neutral-Strategien mit einem höheren Leverage und niedrigerem Umsatzvolumen mussten sich in der Vergangenheit einer Vielzahl von Problem stellen, was sich voraussichtlich auch in Zukunft nicht ändern wird. Market-Neutral-Teilnehmer mit geringerem Leverage könnten jedoch von dem hohen Maß an Ineffizienzen profitieren und durch den wachsenden Bewertungsabstand zwischen

einzelnen Dividentiteln höhere Renditen erzielen. Uns ist zudem eine verbesserte Fixed-Income-Arbitrage aufgrund von höherer Volatilität im Spread-Trading aufgefallen.

Managed Futures

Kurzfristig orientierte Managed-Futures-Trader sollten gute Renditen erzielen, weil der Handel mit hoch liquiden Instrumenten in stark schwankenden Märkten für sie ein ausgezeichnetes Umfeld bietet.

Event Driven

Die Liquiditätsprobleme in 2007 haben die M&A-Aktivitäten sowohl in den USA als auch in Europa gedämpft. Dementsprechend sind die Prognosen für Event-Driven-Fonds, die das Ziel haben, von Übernahmen und Fusionen zu profitieren, weniger positiv, solange die Kapitalkosten weiterhin hoch bleiben. Angesichts dieses Szenarios könnten aber Distressed-Securities-Strategien eine gute Performance liefern, falls die Verschärfung der allgemeinen Kreditkonditionen dazu führt, dass eine höhere Anzahl Unternehmen mit hohem Fremdkapitalanteil in die Pleite schlittert.

► **Fazit:** Insgesamt könnte die unsichere Situation an den Märkten zur Folge haben, dass Hedgefonds-Investments wieder attraktiver werden als in jüngster Vergangenheit. Eine solche Entwicklung wird jedenfalls von statistischen Daten untermauert. Sie zeigen, dass in einem Bärenmarkt ein Hedgefonds-Index einen Aktienmarkt locker abhängen kann. Zwischen 2000 und 2002 ließ etwa der CSFB/Tremont Hedge Aktienindizes wie den S&P 500 hinter sich. Dagegen ist in einem Bullenmarkt wie zwischen 2003 und 2007 der „added Value“ eines Hedgefonds-Investments im Vergleich zu einem eher traditionellen Aktieninvestment nicht sonderlich hoch. Doch das – wie gesagt – könnte sich in Kürze wieder ändern.

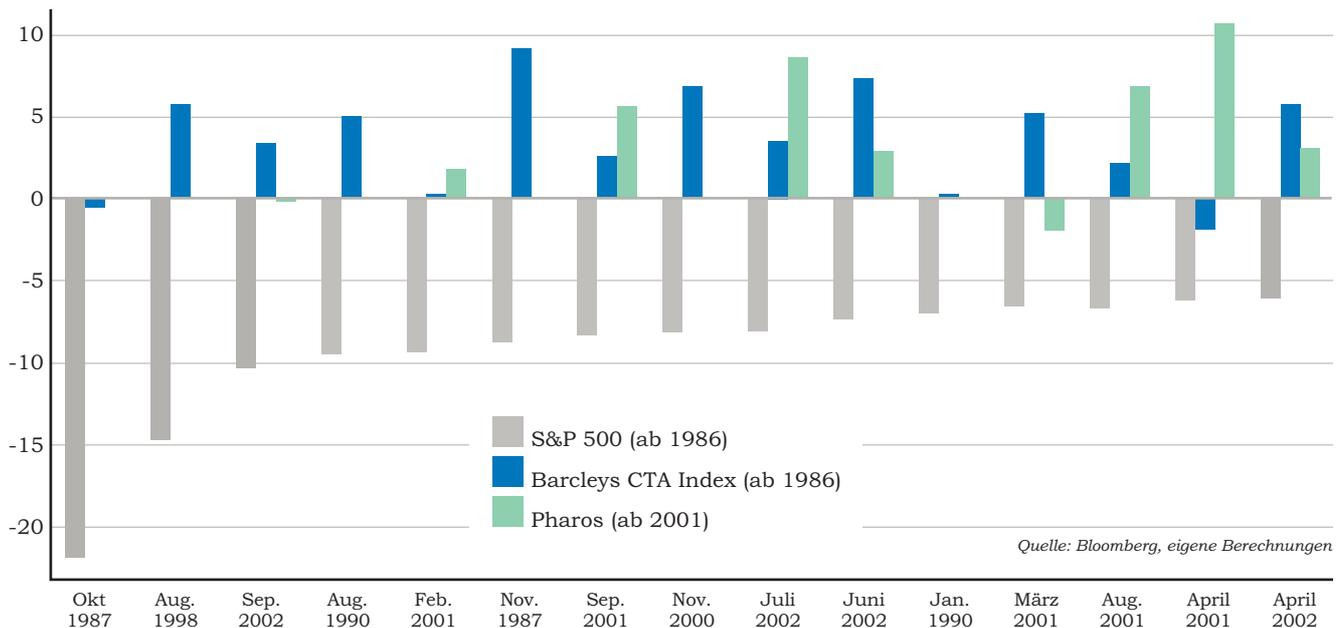


Bernardino Branca zählt zu den erfahrensten Dach-Hedgefondsmanagern in Europa. Für Aquila Capital steuert er die Branca-Hedgefondsfamilie. Mit seinem „Classic Portfolio“ erwirtschaftet er seit 1997 stabile Erträge.
bb@aquilacapital.de

Mit quantitativem Research Marktmuster aufdecken

Weil menschliches Verhalten auf Dauer nicht rational ist, entstehen Ineffizienzen an den Kapitalmärkten, die sich mit Managed Futures als dauerhafte Renditequelle ausnutzen lassen

**Performance des Barclays CTA Index sowie der Pharos Strategie (ab 2001)
während der 15 schlechtesten S&P-500-Monate seit 1986**



Wer an den Finanzmärkten nach einem soliden, langfristig überdurchschnittlichen Investments sucht, fährt mit einer Quelle robuster, nachhaltiger Rendite besser als mit einer Folge opportunistischer Trades. Ein lebendiges Beispiel für das dauerhafte Erschließen einer beständigen Renditequelle ist die Investmentlegende Warren Buffet, dessen annualisierte Rendite über einen Zeitraum von 50 Jahren etwa 22 Prozent beträgt.

Auf ähnliche Leistungen können noch eine Hand voll Manager verweisen, deren Strategien beispielsweise in Interviewbüchern wie den „Market Wizzards“ veröffentlicht wurden. Folglich – und entgegen der vorherrschenden Meinung – existieren dauerhafte Renditequellen an den Märkten. Sie sind nur sehr schwer zu erschließen. Wir sind der Überzeugung, dass die

systematische Ausnutzung von Ineffizienzen, die an den Märkten durch menschliches Entscheidungsverhalten hervorgerufen werden, eine solche dauerhafte Renditequelle sein kann. Denn menschliches Entscheidungsverhalten, gerade an den Massemärkten, ist nie dauerhaft rational. Das Equivalent menschlichen Verhaltens an den Märkten ist, dass Märkte sich in Trends, also nachhaltig in die eine oder andere Richtung bewegen, als Antwort auf Informationen. Solches menschliches Herdenverhalten wird zusätzlich in hohem Maße von der weltweiten Angleichung der Investmentstile, beispielsweise durch Indexierung, verstärkt.

Das Instrument zur Aufdeckung aussagefähiger Marktmuster ist quantitatives Research und Statistik. Die Umsetzung der daraus entwickelten Handels-

Commodity Trade Advisors (CTA)

Erstmalige legale Definition und Regulierung der Investmentberatung mittels Commodity Futures, Ende der 70er-Jahre in den USA. Heute umfasst Managed Futures eine ausgereifte Investmentindustrie, die sich verschiedenster, mehr oder weniger systematischer Strategieviationen an den globalen Futuresmärkten bedient.

strategien gelingt in besonders effizienter Weise an den Futuresmärkten. Managed Futures oder CTAs, das systematische Trading von Terminkontrakten an den globalen Märkten, ist eine der überzeugendsten Darstellungen zum disziplinierten Geldverdienen auf Basis der genannten Grundlagen.

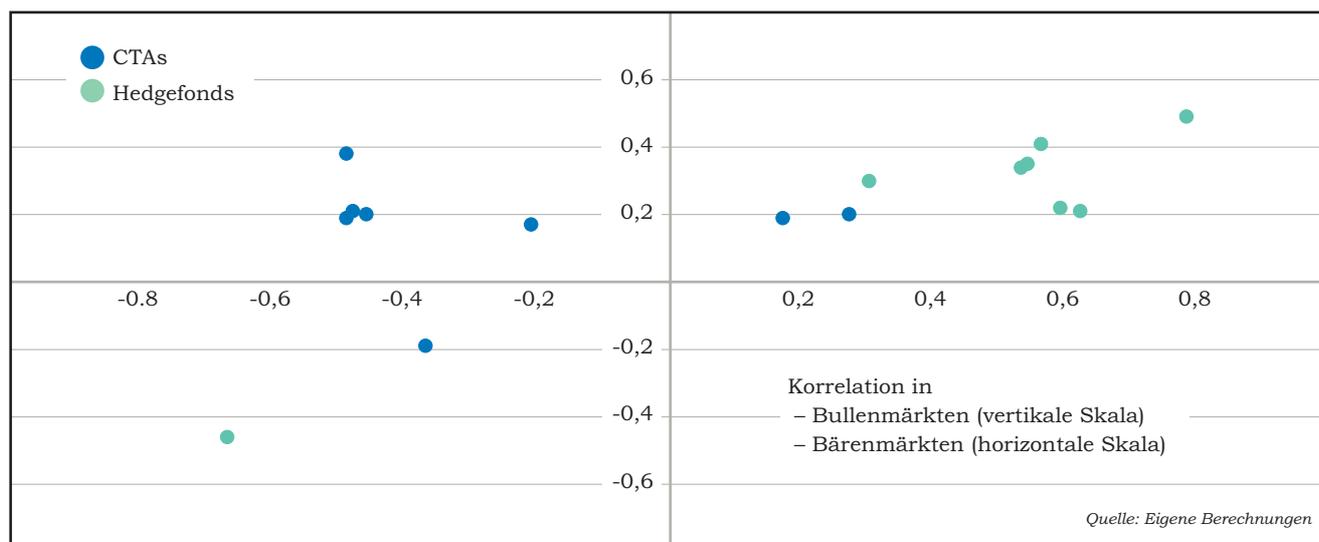
Aus Investorensicht verfügen Managed Futures über eine Reihe überzeugender Vorteile. Diese Anlageklasse beinhaltet einen hohen Grad an Diversifikation über Assetklassen und Regionen. Trends können Short und Long in gleicher Weise genutzt werden. Futuremärkte sind elektronisch handelbar, staatlich reguliert, ständig bewertet und hochliquide sowie

spesengünstig, wodurch sich die Möglichkeit des Einsatzes von kurzfristigen Handelsstrategien eröffnet. Managed Futures sind in hohem Maß, mehr noch als Hedgefonds, unkorreliert zu klassischen Finanzanlagen. CTAs sind in Phasen steigender Aktienmärkte leicht positiv, in Phasen fallender Aktienmärkte jedoch negativ mit diesen Märkten korreliert. Diese Eigenschaft macht Managed Futures zu einer idealen Versicherung gegen fallende Aktienmärkte und bietet einen optimalen Diversifikationseffekt in klassischen Portfolios, da Renditen erhöht werden und gleichzeitig die Portfoliovolatilität gesenkt wird. Obwohl CTAs grundsätzlich in allen Marktphasen Erträge erwirtschaften können, sind es vor allem die volatilen und schwierigen Börsenphasen, in denen sie herausragen. Ausgehend vom erwiesenen, diversifizierenden Effekt von Managed Futures, leitet sich die Allokation eines Anteils von fünf bis zehn Prozent in einem gemischten Portfolio ab.

Dritte Phase des Aktienmarktzyklus

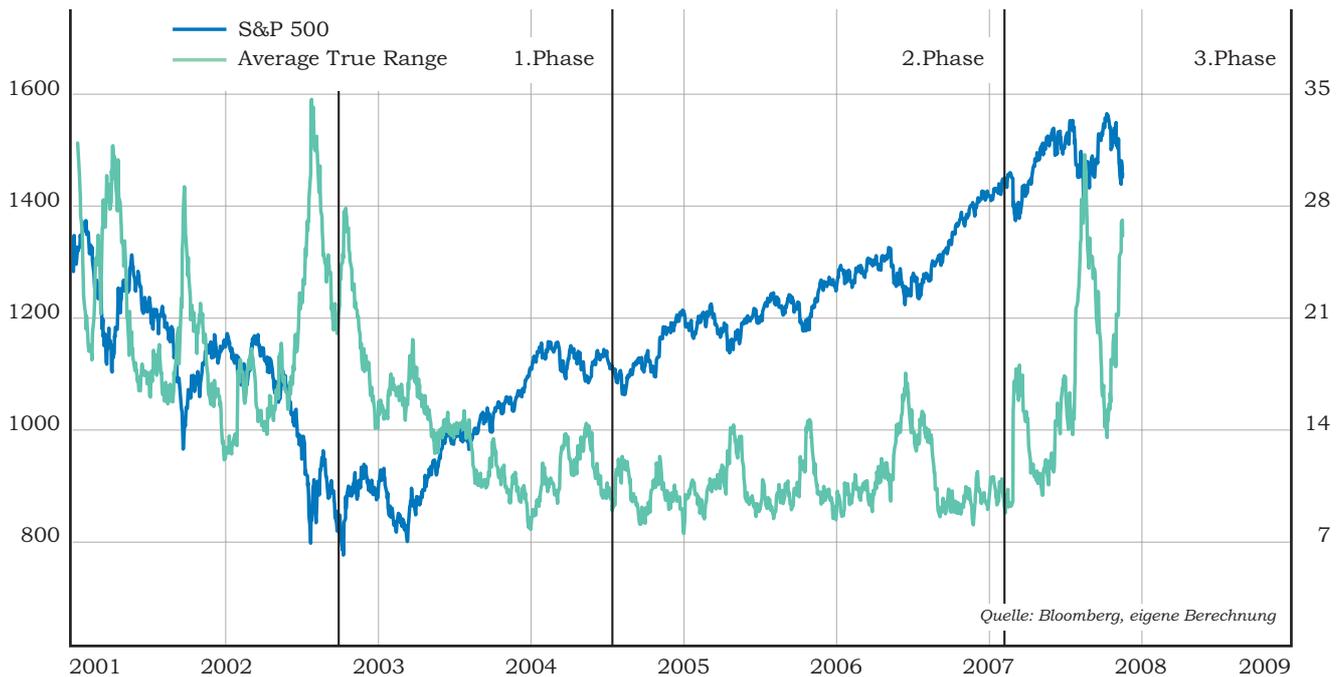
Wenn man versucht, den typischen Aktienmarktzyklus in ein Modell zu fassen, weisen Bullmärkte ein fundamental übergreifendes dreiteiliges Muster auf. Die erste Phase wird von expansiver Geldmarkt- und Fiskalpolitik geprägt. Phase zwei entfaltet sich, wenn sich die Volkswirtschaft belebt, sich das Gewinn-

Negative Korrelation in Bärenmärkten



CTA-Performance folgt steigenden Kursen, entwickelt sich jedoch entgegengesetzt zu fallenden Aktienmärkten. Das Gros der Hedgefonds folgt den Aktienkursen dagegen in beide Richtungen.

S&P 500, Volatilität und dreiteiliger Bullmarktzyklus



wachstum beschleunigt und Notenbanken beginnen, Liquidität zu entziehen. Die dritte und letzte Phase wird geprägt von verstärktem öffentlichem Interesse, parabolischen Preisbewegungen und final häufig von Hysterie und Übertreibung. Diese dritte Phase dauert meist zwei bis drei Jahre, bevor nennenswerte ökonomische Ungleichgewichte und Exzesse kreierte werden und die Hausse ihr Ende findet.

In den vergangenen sechs Monaten gab es verstärkte Anzeichen, dass die Aktienmärkte nun tatsächlich in die dritte Phase des Zyklus eingetreten sind. So waren bereits eine deutliche Zunahme der Volatilität, gepaart mit vermehrten Richtungswechseln, und erste parabolisch verlaufende Preisentwicklungen, beispielsweise im Hang-Seng-Index, zu verzeichnen.

► **Fazit:** Unabhängig davon, ob ein solches Modell die Wirklichkeit passend abbildet, dürfte angesichts erhöhter Indexstände und eines Aufwärtstrends, der bereits fünf Jahre andauert, nicht mit einer Phase geringer Volatilität und stetiger Verläufe zu rechnen sein. Erhöhte Volatilität dürfte somit eines der Merkmale an den Märkten in 2008 sein. Sollten auch Hysterie und Übertreibung an den Aktienmärkten auftreten, wären verstärkte Intraday-Trends bis hin zu Volatilitätsschocks die Folge. Auf täglicher und

wöchentlicher Zeitebene hingegen wäre eher mit trendlos schwankenden, sogenannten Choppy Markets, zu rechnen. Das würde für längerfristige Trendfolgesysteme das Risiko erhöhen, aus Positionen frühzeitig ausgestoppt zu werden.

Als kurzfristig, ohne Overnight-Positionen agierender Managed-Futures-Fund ist Pharos auf das Erkennen kurzfristiger Ineffizienzen und das Handeln von Intraday-Trends spezialisiert und dürfte somit in besonderem Maße von einem solchen Umfeld profitieren. Sich häufende Richtungswechsel auf täglicher Ebene kommen dem Programm zugute, da hierdurch für uns vermehrt aussagekräftige „behavioural“ Handelsmuster entstünden, die unser Computer zur automatischen Handelsentscheidung nutzen würde. Aus unserer Sicht ein annähernd ideales Umfeld im Kernsegment des Pharos-Portfolios.

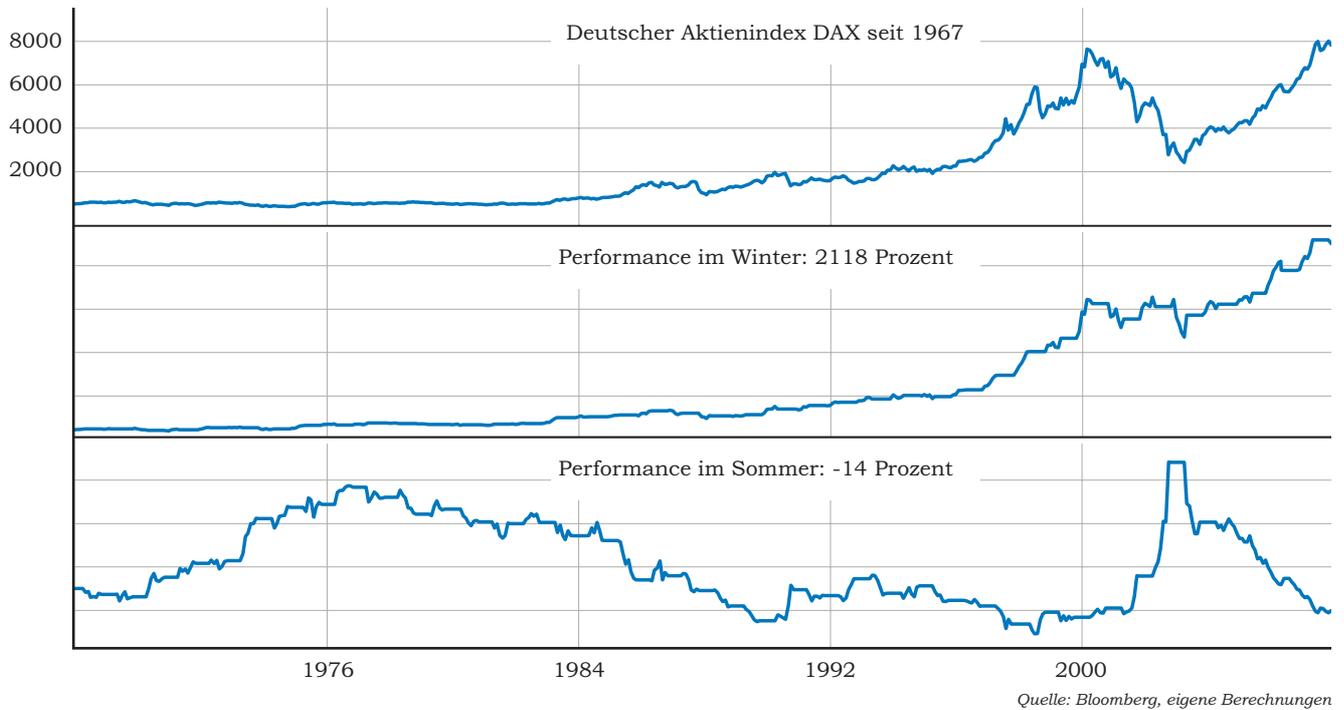


Andreas Iske ist Senior Fund Manager bei Aquila Capital in Frankfurt. Er betreut den „Pharos“-Fonds, der über Handelssysteme, Zeitzonen und Märkte diversifiziert.
ai@aquilacapital.de

„... remember to buy in November“

Warum saisonale Börsenmuster über Jahrzehnte stabil bleiben – und deswegen ein gutes Fundament für Handelsstrategien liefern

Sommer-Winter-Zyklus im DAX. Statistisch zeigen die Wintermonate eine bessere Performance



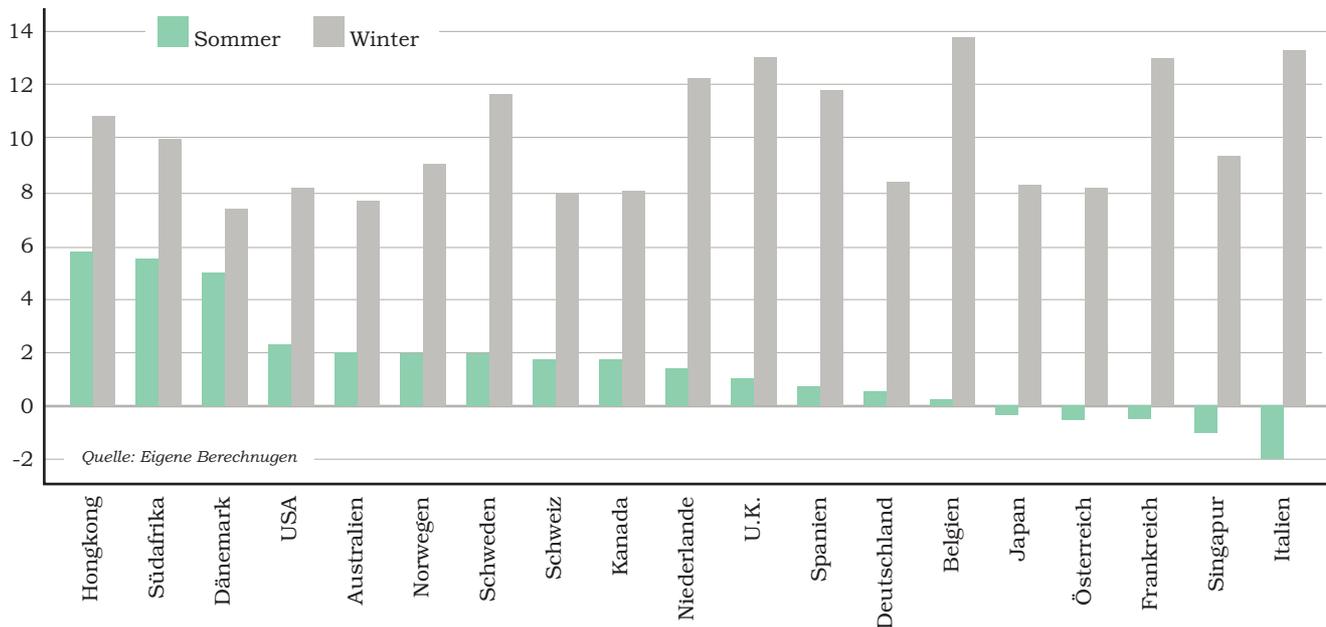
Jahr für Jahr reden sich Marktteilnehmer die Köpfe heiß, ob es in effizienten Märkten ungleich verteilte Performance-Muster wie den Sommer-Winter-Rhythmus gibt. Die Daten zeigen, dass solche Zyklen tatsächlich existieren. Beispielsweise im Deutschen Aktienindex DAX. Die Statistik belegt, dass Anleger, die nach dem Sommer-Winter-Muster investiert hätten, bessere Ergebnisse als mit einer Buy-and-Hold-Strategie erzielt hätten – und das bei einer geringeren Volatilität. Die Sommer-Winter-Strategie hätte auch in anderen Regionen der Welt ähnlich gut funktioniert. Der beschriebene Effekt lässt sich für die amerikanischen und japanischen Aktienmärkte nachweisen, für die Emerging Markets, und er existiert sowohl auf der Nord- als auch auf der Südhalbkugel, allerdings unterschiedlich stark ausgeprägt.

Wie aber, so die berechtigte Frage, lässt sich das in Einklang mit der Theorie effizienter Märkte bringen? Eigentlich müsste diese Anomalie schon wenige Jahre

nach ihrem Bekanntwerden in effizienten Märkten ausarbitriert worden sein. Weit gefehlt. Erstmals in den 50er-Jahren des vergangenen Jahrhunderts dokumentiert, begleitet uns der Sommer-Winter-Zyklus unter statistisch unbedeutenden Schwankungen auch heute noch.

Ganz offensichtlich sind hier außerordentlich starke Kräfte am Werk. Da besteht einerseits eine ausgeprägte Skepsis: Was kapitalmarkttheoretisch nicht sein darf, kann auch in der realen Welt nicht existieren, so die weit verbreitete Meinung. Darüber hinaus erscheinen so einfache Zusammenhänge in unserer immer komplexer werdenden Denkwelt vielen zu banal, um ernst genommen zu werden. Auch deswegen gibt es immer noch mehr Marktteilnehmer, die den oben gezeigten Zusammenhang negieren, als solche, die die Ineffizienzen ausnutzen. Solange sich dies nicht ändert, ist vom Bestand dieser Marktanomalie auszugehen – zumindest solange die tatsächlichen

Durchschnittliche Wertentwicklung im Winter- und Sommerhalbjahr in verschiedenen internationalen Aktienmärkten zwischen 1970 und 1998 (in Prozent)



Ursachen für das Sommer-Winter-Phänomen erhalten bleiben.

Welcher Natur sind also die treibenden Kräfte, die diesem Performancemuster zugrunde liegen? Umfangreiche Studien deuten auf asymmetrisch verteilte Liquiditätsströme im Jahresverlauf hin. So kommt eine Untersuchung der Universität Amsterdam zu dem Ergebnis, dass die Mittelzuflüsse zu Publikumsfonds im Jahresverlauf einem ausgeprägten Muster folgen. Die Statistik zeigt, dass offensichtlich im Winterhalbjahr wesentlich mehr Marktteilnehmer Fondsanteile ordern als im Sommer.

Die Begründung liegt in der Ausgabe-/Einnahmestruktur der Haushalte, denen im Winterhalbjahr zusätzliche Mittel zufließen wie Weihnachtsgeld, Tantiemen, Boni und sonstige erfolgsabhängige Zahlungen. Diese Gelder stehen oft der Vermögensbildung zur Verfügung. Der Sommer ist hingegen von zusätzlichen Ausgaben geprägt. Die Urlaubssaison absorbiert vorhandene Mittel, die dann für Investitionen fehlen. Dazu kommt die urlaubsbedingt geringere Partizipation am Marktgeschehen, was zu geringerer Markttiefe und erhöhter Anfälligkeit für Korrekturen führt. Deswegen passieren auch die „Börsenunfälle“ eher in der Sommer- als in der Winterzeit.

► **Fazit:** Man kann darüber streiten, ob die Unfallträchtigkeit im Sommer Zufall ist. Fakt ist jedoch, dass die Statistik über fast ein Jahrhundert hinweg eine klare Aussage trifft: Die Performance der Sommermonate ist erheblich volatiler als die der Wintermonate. Und wenn Aktieninvestitionen in den Sommermonaten nicht nur weniger rentieren, sondern auch noch stärker schwanken, spricht viel für eine disziplinierte Umsetzung der „Sell in May and go away – but remember to buy in November“-Strategie. Doch Vorsicht: Hier geht es um Statistik. Nicht jedes Jahr wird der Sommer-Winter-Zyklus bestätigt. Die Systematik lebt von der Disziplin über viele Perioden hinweg. Und bei Zweifeln an einer Strategie, die auf dieses Muster setzt, sollte man nicht anfangen, zu optimieren. Da hält man es lieber mit André Kostolani: Die gefundene Strategie konsequent umsetzen und im Zweifel mal eine Schlaf-tablette nehmen ...



Andreas Stütz ist Managing Partner bei Aquila Capital in Frankfurt. Er berät institutionelle Investoren und steuert unter anderem den Vertrieb des „Triple Alpha“-Fonds, der saisonale Börsenmuster ausnutzt.
ast@aquila-capital.de

Aquila Capital 

Ferdinandstraße 25–27

D-20095 Hamburg

Telefon +49 (0)40 411 619-100

Fax +49 (0)40 411 619-129

www.aquila-capital.de