

ahead

Investment Magazin
Clariden Leu Investment Products
April/Mai 2007, Ausgabe 2

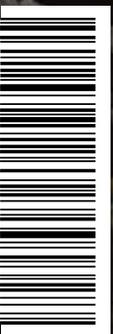
Clariden  Leu

Bauen für die Zukunft

Infrastruktur
als Investition

Portrait: Mark Saunders über Stürme
Interviews: Telenor CEO Baksaas, FIFA
Clariden Leu inside: Sundquist, Muheim, Rutz, Psiola
Research: $X|\mathbf{v} \sim N(\boldsymbol{\mu}_{BL}, \boldsymbol{\Sigma}_{BL}); \boldsymbol{\mu}_{BL}(\mathbf{v}, \boldsymbol{\Omega}) = \boldsymbol{\mu} + \boldsymbol{\Sigma} \mathbf{P}' (\mathbf{P} \boldsymbol{\Sigma} \mathbf{P}' + \boldsymbol{\Omega})^{-1} (\mathbf{v} - \mathbf{P} \boldsymbol{\mu})$

CHF 9.00/EUR 7.00/GBP 4.00 / Artikelnummer 6050321 / Also available in English Order No. 6050324





Donghai Brücke bei Shanghai
Titelseite: Wembley Stadion, London
Foster + Partners, Architekten

ahead April/Mai 2007

- 4 Bauen für die Zukunft**
Rund \$71 Billionen werden weltweit für die Modernisierung und den Bau von Infrastruktur gebraucht. In Südafrika, wo 2010 die Fussballweltmeisterschaft stattfindet, drängt die Zeit.
- 10 Telenor CEO Jon Fredrick Baksaas**
Phillip Sundquist von Clariden Leu stellt die Fragen.
- 14 Der Wettermann**
Mark Saunders blickt zurück auf den Wintersturm Kyrill und prophezeit die nächste Hurrikansaison.
- 18 Subprime unter Druck**
Stefan Muheim von Clariden Leu über die Probleme im U.S. Subprime-Hypothekengeschäft.
- 20 Carry Trades**
Thomas Rutz von Clariden Leu erklärt die jüngsten Trends am Währungsmarkt.
- 22 Quants**
Felix Csajka, Antonio Oro und Juri Sarbach: Was Schach, Mathematik und Bonsai-Züchten mit Portfolio-Management zu tun haben.
- 31 Agenda**
Ausblick

28 Interview mit Markus Siegler,
Direktor Kommunikation FIFA

**Impressum****Ahead Clariden Leu**

Editors: Beat Wittmann, Alice Ratcliffe, Associate Editor: Daniel Cohen, German Translations & Editorial Consulting: Catja Frommen, Design: Identica AG, Layout: SHED Beni Sutter

Diese Publikation dient nur zu Informationszwecken und für die Verwendung durch den Empfänger. Sie stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung seitens oder im Auftrag Clariden Leu AG zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder zur Investition in eine bestimmte Handelsstrategie in irgendeiner Rechtsordnung dar. Diese Publikation wurde erstellt, ohne die individuellen finanziellen Verhältnisse, Ziele oder Bedürfnisse der einzelnen Investoren zu berücksichtigen. Sie stellt keine Empfehlung der Clariden Leu AG in rechtlicher, buchhalterischer oder steuerlicher Hinsicht oder eine Zusicherung bezüglich Eignung oder Angemessenheit einer bestimmten Anlagestrategie für den einzelnen Investor dar. Ein Bezug auf die Performance der Vergangenheit ist nicht als Hinweis auf die Zukunft zu verstehen. Die in der vorliegenden Publikation enthaltenen Informationen und Analysen wurden aus Quellen zusammengetragen, die als zuverlässig und glaubwürdig gelten. Die Clariden Leu AG gibt jedoch keine Gewähr hinsichtlich deren Zuverlässigkeit und Vollständigkeit und lehnt jede Haftung für Verluste ab, die sich aus der Verwendung dieser Informationen ergeben. Der Emittent der hier erwähnten Wertschriften oder die Clariden Leu AG haben möglicherweise aufgrund der in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Analysen vorgängig zu dieser Publikation gehandelt. Clariden Leu AG kann sich im gesetzlichen Rahmen mit dem Emittenten der hier erwähnten Wertschriften an anderen Finanzgeschäften beteiligen oder in sie investieren, Dienstleistungen erbringen oder Geschäfte von solchen Emittenten akquirieren und/oder Positionen an solchen Wertschriften oder Optionen halten oder Transaktionen damit ausführen. Anlagen in Fremdwährungen unterliegen Wechselkursschwankungen. Bevor Anleger eine Investitionsentscheidung treffen, sollten sie die Eignung einer solchen Transaktion für Ihre speziellen Verhältnisse abklären und unabhängig (allenfalls mit ihren professionellen Beratern) die besonderen Risiken sowie die rechtlichen, regulatorischen, kreditmässigen, steuerlichen und buchhalterischen Konsequenzen prüfen.

Weder das vorliegende Dokument noch Kopien davon dürfen in die Vereinigten Staaten versandt oder dahin mitgenommen oder in den Vereinigten Staaten verteilt oder an US-Personen ausgehändigt werden. Das vorliegende Dokument darf ohne die vorgängige schriftliche Genehmigung der Clariden Leu AG weder auszugsweise noch vollständig vervielfältigt werden.

Foto: Alexander Sauer



Die jüngsten Kursausschläge in den Märkten zeigen einmal mehr, dass man am Besten eine Anlagestrategie wählt, die auf Qualität und breite Diversifikation setzt. Trotz grösseren Kursschwankungen, stehen die Zeichen für die Weltwirtschaft weiterhin positiv, denn die meisten Unternehmen haben ein solides Fundament.

Schwerpunktthema dieser Ausgabe ist Infrastruktur, bei dem der Zeithorizont von Projekten weit über die aktuellen Börsengeschichte hinausreicht. Telenor CEO Jon Fredrik Baksaas erklärt, weshalb er Wachstumschancen ausserhalb der etablierten Märkte sieht. Zur Krise im US Markt für Immobilien und Subprime Kredite äussert sich Stefan Muheim, Senior Kreditspezialist bei Clariden Leu. Er kommentiert auch den U.S. Handlungsspielraum für Zinssenkungen.

Der mehrfach ausgezeichnete Klimafor-scher Mark Saunders nimmt mit der Hurrikansaison 2007 ein Thema auf, das auch für die wachsende Anzahl von Cat Bonds grosse Relevanz hat. Diese Anleihen erwirtschaften Renditen unabhängig von den traditionellen Aktien oder Bond Märkten.

Wir wünschen Ihnen eine spannende Lektüre!

Beat Wittmann
Chief Executive Officer
Clariden Leu Investment Products



Jungen spielen Fussball in der Nähe von Khayelitsha Township bei Kapstadt, Südafrika



Zukunft bauen

Von Alice Ratcliffe, mit Berichten von Luke Alfred aus Johannesburg*

Infrastruktur als Investition

Wenn der Fussball in Südafrika an einem Ort zu Hause ist, dann ist es Soccer City. Das Stadion, auf das die Welt beim Endspiel der Fussballweltmeisterschaft 2010 blicken wird, ist heute nicht viel mehr als eine Betonarena, gesäumt von Bauschutt. Raselnde Schaufelbagger, Kippwagen und Zementmischer übertönen das Quietschen der Raupenschlepper und das Knirschen der schweren Geräte.

Arbeiter, die auf ihre Schicht warten, flüchten vor der heissen Februarsonne in den Schatten und dösen, während Frauen kleine Erfrischungen unter leuchtend bunten Zelten und in Pavillons anrichten. Zur Mittagszeit brauchen die Männer ihre Löhne für frittiertes Hühnchen, Chakalala (gebratene Zwiebeln mit Tomatenwürze) und Pap – der allgegenwärtige afrikanische Brei aus Maismehl.

Südafrika hat bereits einen ersten Sieg gefeiert, als es Ägypten, Marokko, Tunesien und Libyen aus dem Rennen schlug und zum Gastgeber der nächsten Weltmeisterschaft gewählt wurde. Das Land gewann die Aus-

schreibung und setzte sich gegen die Skeptiker durch, die bezweifelten, dass die Infrastruktur des Landes einem Grossereignis mit bis zu 400.000 Besuchern gewachsen sei. Südafrikas Präsident Thabo Mbeki wischte alle Bedenken über Einsatzbereitschaft und Sicherheit im Land beiseite, als er erklärte, dass die Weltmeisterschaft „unsere Selbstachtung und Würde ebenso stärken werde“, wie die ersten demokratischen Wahlen des Landes 1994.

Soccer City ist das Herzstück eines 15 Milliarden Rand (\$2 Milliarden) Programms, das zehn Stadien und die dazugehörigen Anlagen und Strassen bereit für das fussballerische Mega-Ereignis machen soll. Und das ist nur ein kleiner Teil der 410 Milliarden Rand (\$59 Milliarden), die in den nächsten drei Jahren für die Modernisierung der allgemeinen Infrastruktur in Südafrika vorgesehen sind.

Der Weltfussballverband FIFA schreibt vor, dass fünf der zehn Stadien für die Weltmeisterschaft bereits Ende Oktober 2009 fertiggestellt sein müssen, weil Südafrika



In Soccer City, dem grössten Stadion in Johannesburg, findet im Juli 2010 das Endspiel der Fussballweltmeisterschaft statt.

dann den Confederations Cup ausrichtet. Dieses wichtige Turnier findet alle vier Jahre zwischen Fussballteams aus verschiedenen Regionen der ganzen Welt statt.

* Luke Alfred ist Korrespondent der Johannesburger Sunday Times und berichtet von der Weltmeisterschaft aus Südafrika.



Eines der Stadien für die Weltmeisterschaft 2010 liegt an der nördlichen Grenze von Südafrika, nahe Simbabwe und Mosambik, 1730 Kilometer entfernt von Green Point in Kapstadt, einem weiteren Schauplatz der Weltmeisterschaft. Die enormen Distanzen in einem Land, fast viermal so gross wie Deutschland, dem Gastgeber der letzten Weltmeisterschaft, unterstreichen die Herausforderungen, vor die Südafrika gestellt ist.

„Südafrika wird bereit sein, das ist keine Frage“, erklärte Markus Siegler, Sprecher der FIFA bei einem Telefoninterview mit Clariden Leu im Februar (das vollständige Interview lesen Sie auf Seite 28). Von insgesamt zehn Stadien werden fünf renoviert und fünf komplett neu erbaut.

Ein neuer Hochgeschwindigkeitszug für die Provinz Gauteng, wo die Grossstädte Johannesburg und Pretoria liegen, ist Teil der Infrastruktur-Modernisierung. Der „Gautrain“ kostet 25 Milliarden Rand (\$3.3 Milliarden) und verbindet unter anderem Johannesburg mit dem Flughafen der Stadt. Die Baumeister hoffen, wenigstens dieses Teilstück bis zum Beginn der Weltmeisterschaft 2010 zu vollenden.

„Die Weltmeisterschaft ist der Gipfel in einem boomenden Baumarkt“, sagt John Sheath, Sprecher des Instituts für Zement und Beton in Johannesburg, eines privaten Industrievereins. Der Zementverbrauch soll Schätzungen zufolge 2007 um 8% steigen, angefangen von einem enormen Bedarf nach Wohnraum, der wiederum eine wachsende Nachfrage nach Strassen, Schulen und Spitäler nach sich zieht, sagt Sheath.

Südafrika ist in vielerlei Hinsicht ein Mikrokosmos der weltweiten Nachfrage nach Infrastruktur, insbesondere was den Bedarf an Energieversorgung in Entwicklungsländern betrifft. Energieintensive Metallhütten verschlingen viel Energie, und immer mehr Haushalte ausserhalb der Grossstädte haben Zugang zu Elektrizität.

Im Januar erlosch am Western Cape das Licht, da der staatliche Versorger Eskom Holdings Ltd. die Nachfrage nicht decken konnte. „Wir brauchen bis 2008 neue Kapazitäten, sonst werden wir unter Stromausfällen leiden“, sagt Kevin Nassiep, Chef des South African Energy Research Instituts.



Bedarf an Infrastruktur: Bis 2030 werden laut OECD (Organization for Economic Co-operation and Development) weltweit \$71 Billionen für die Modernisierung der Basis-Infrastruktur benötigt.

„Rund 8% der neuen Kapazitäten, die weltweit von heute bis 2030 erstellt werden müssen, sind bereits im Bau, und rund 21% sind in Planung“, schreiben die OECD-Ökonomen Barrie Stevens, Pierre-Alain Schieb und Michel Andrieu in einer Studie von 2006.

Elektrizität ist ein Bereich, wo Ausgaben nötig sind. Während der letzten 30 Jahre ist die Weltwirtschaft jedes Jahr um 3.3% gewachsen; die Nachfrage nach Elektrizität stieg in diesem Zeitraum um 3.6%.

China wird 2030 genauso viel Elektrizität erzeugen wie die USA, und die weltwei-

te Nachfrage dürfte sich gegenüber heute verdoppeln. „Eine Ausweitung der Elektrifizierung würde Millionen von Menschen zum ersten Mal mit Strom versorgen.“

In unterentwickelten Regionen leben viele Menschen ohne sanitäre Einrichtungen. Würde die Hälfte dieser Menschen bis 2015 Zugang zu Sanitäreinrichtungen erhalten, „würde der Nutzen aus dieser Bereitstellung, die Kosten um das Neunfache übersteigen“, so die Studie weiter.



Investitionen: Der Wert von Infrastruktur-Transaktionen erreichte 2006 \$145 Milliarden, ein Zuwachs von 180% gegenüber 2000, nach Schätzungen von Standard & Poor's.

„Infrastrukturprojekte sind ziemlich langweilig. Aber sie sind langlebig und normalerweise so strukturiert, dass sie Cash produzieren“, erklärt Roland Pfeuti, bei Clariden Leu Investment Products als Vermögensverwalter auf den Bereich Infrastruktur spezialisiert. „Infrastrukturinvestitionen dürfen auch als eine Alternative zum traditionellen Teil eines Portfolios betrachtet werden.“

Einige australische Unternehmen, so etwa die Macquarie Bank in Sidney, zählen zu den Infrastruktur-Investoren der ersten Stunde. Macquarie hält laut eigenen Angaben Beteiligungen an Flughäfen in Sidney, Brüssel, Rom, Kopenhagen, Birmingham und Bristol.

Das frühe Engagement australischer privater Firmen bei der Finanzierung von Infrastrukturprojekten ist auch auf das 1992 eingeführte obligatorische Rentensparprogramm zurückzuführen. Dank dieser Initia-

„Infrastrukturprojekte sind langlebig, und normalerweise so strukturiert, dass sie Cash produzieren.“

Roland Pfeuti, Clariden Leu

tive haben sich hohe Ersparnisse gebildet, die tendenziell eher in langfristige Investitionen mit gleichmässigen, zuverlässigen Barzahlungen fliessen.

Der Sektor lockt auch neue Investoren an, so etwa Private Equity-Firmen. Die Investitionen von Private Equity-Gesellschaften sind im vergangenen Jahr kräftig gestiegen und machen laut Standard & Poor's die Hälfte aller Transaktionen aus. Bisher hat dieser Trend 2007 angehalten. Im Februar kündigten die private-equity Häuser Kohlberg Kravis Roberts und Texas Pacific Group eine Offerte von \$45 Milliarden für TXU Corp. an. TXU ist das grösste Energiekonzern in Texas. Dies wäre bis heute das grösste

Leveraged der Buy-Out (LBO) der Welt. Ein LBO ist einer mit hochverzinslichen Anleihen finanzierter Unternehmenskauf.

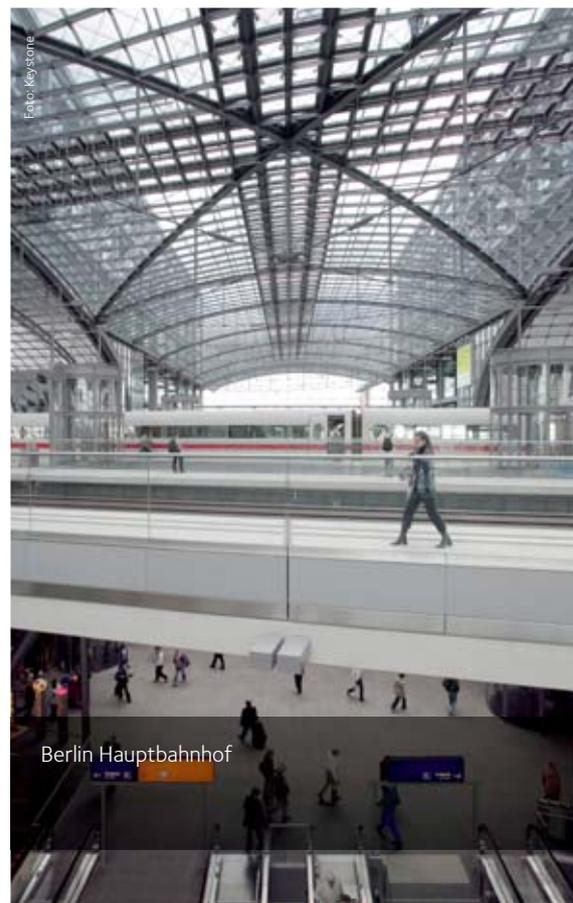
Schätzungsweise \$150 Milliarden warten weltweit darauf, in Infrastrukturprojekte investiert zu werden, so Michael Wilkens, Direktor des Bereichs Bewertungen von Infrastrukturfinanzierungen bei Standard & Poor's. Diese Summen haben Ängste vor einer Spekulationsblase aufkeimen lassen. Nordamerikanische Projekte dürften dabei das grösste Risiko tragen, da die Preise dort, die für Vermögenswerte bezahlt werden, am höchsten sind.

Die Aufmerksamkeit könnte sich nun aber nach Europa verlagern, wo der Channel Tunnel, eine 31 Meilen (50 km) lange Bahnverbindung von England nach Frankreich, zu einem der spektakulärsten Misserfolge geriet. Die Betreibergesellschaft Eurotunnel verkaufte 1987 Aktien zur Finanzierung des Tunnelbaus. Das Projekt sollte ausreichend Mittel einbringen, um Zinsen zu zahlen, Schulden zu tilgen und eine Dividende auszuschütten. Stattdessen beantragte das Unternehmen im August 2006 Gläubigerschutz. Das Projekt litt unter der fehlenden Staatsgarantie und schnitt in Konkurrenz mit anderen Verkehrsmitteln schlecht ab.

„Das Problem ist, dass es bei der Beförderung über den English Channel so viele Alternativen gibt“, sagt Thomas Cullen, Experte von Transport Intelligence in Wiltshire, einer englischen auf Logistik spezialisierte Forschungsfirma. „Die Kosteneffizienz im Schiffsverkehr hat die Volumen, die durch den Tunnel transportiert werden, reduziert.“

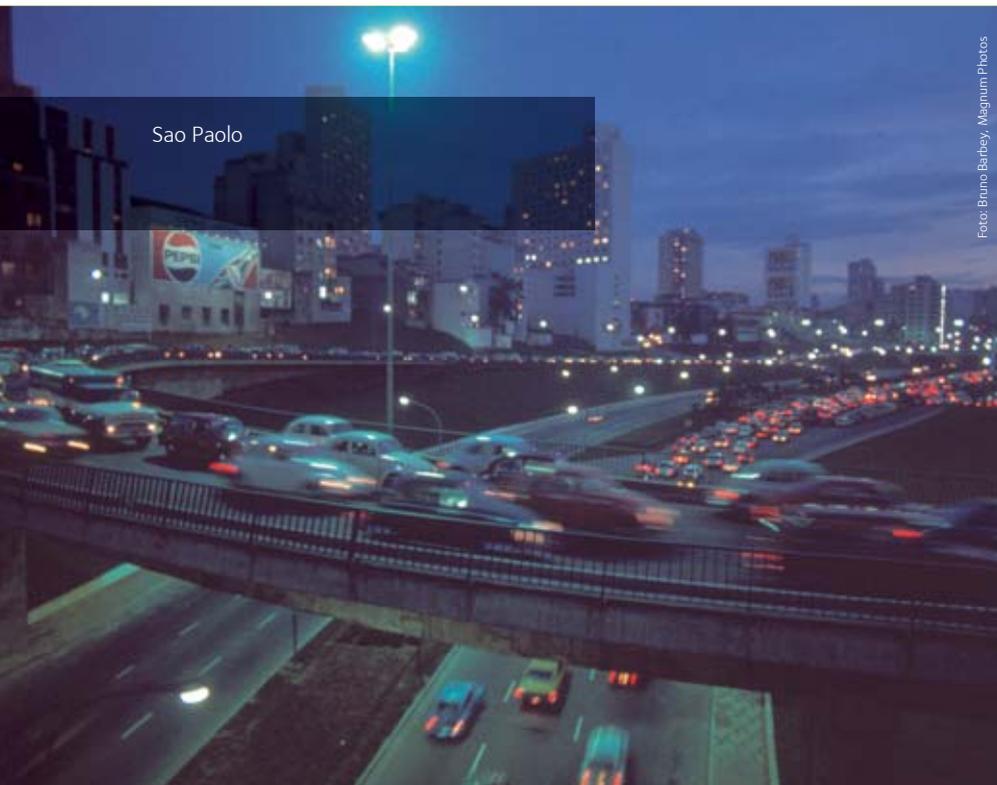
Auch Umweltaspekte spielen mit: Der Umweltkommissar der EU, Stavros Dimas, hat der polnischen Regierung mit einer Klage gedroht, sollte sie einen Teil einer neuen Verkehrsstrasse durch das Rospuda-Tal bauen. Die geplante Strasse, ein Teil der „Via Baltica“, führt durch ein Torfmoor, wo sich geschützte Tierarten wie Wölfe und Adler aufhalten.

Solange die Preise für Rohstoffe steigen, locken Infrastrukturmassnahmen im Berg-



bau Investoren an. In den letzten fünf Jahren hat sich der Preis für Kupfer vervierfacht. Auch gebührenpflichtige Strassen sind für Investoren attraktiv. „Wir glauben, dass Infrastruktur in Form von gebührenpflichtigen Strassen oder die Privatisierung von Strassen mit Mautgebühren ein fruchtbares Gebiet für Projektfinanzierungen ist. Wir sehen erst die Spitze des Eisbergs“, sagt Steven Greenwald, Leiter des Teams für Projektfinanzierung bei der Credit Suisse Group in New York.





Sao Paulo

Foto: Bruno Barbey, MagnumPhotos

Strassen: Die OECD schätzt, dass die Infrastrukturmassnahmen im Strassenbau bis 2030 pro Jahr mehr als \$200 Milliarden benötigen werden.

In Brasilien gibt es 1,7 Millionen Kilometer (1,1 Meilen) Fernstrassen. Weniger als 10% davon sind gepflastert.

Brasiliens Präsident Luiz Inácio Lula da Silva hat nach seiner Wiederwahl im Oktober versprochen, das Wirtschaftswachstum während seiner zweiten Amtszeit auf 5% zu verdoppeln. Dabei sollen auch Investitionen in die Infrastruktur helfen. Die Regierung hat 500 Milliarden Reais (\$239 Milliarden) für Wohnungs- und Strassenbau und die Energieversorgung in Aussicht gestellt. Die Companhia de Concessões Rodoviárias (CCR), der grösste Strassenmautbetreiber des Landes hofft, dass dank dieser Initiative wieder Mautkonzessionen versteigert werden. „Wir erwarten, dass die Bundesstaaten mit dem Beginn der neuen Regierungsperiode Mautkonzessionen versteigern“, sagt Arthur Piotto, Leiter Investor Relations bei CCR. Dabei könnten bis zu acht Autobahnlizenzen für São Paulo, eine Bewilligung für São Paulos Ringautobahn sowie eine weitere städtische Lizenz versteigert werden. São Paulos Verkehrsbetriebe planen den Bau einer neuen Bahn, um die Stadt mit dem Flughafen zu verbinden und eine zweite Zuglinie für den öffentlichen Verkehr.

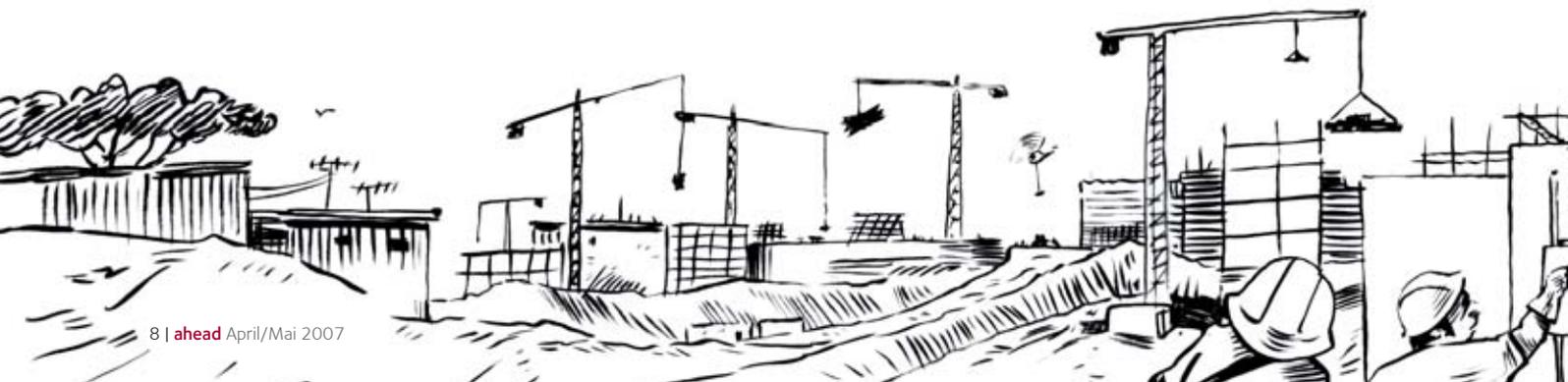
CCR ist auch an einem privaten Konsortium beteiligt, das Mautkonzessionen in Mexiko ersteigern will, die zurzeit in den Händen der staatlichen Betreiberfirma FARAC liegen. FARAC wurde gegründet, um gescheiterte Mautprojekte zu retten. Das Unternehmen will zehn seiner Lizenzen an private Gesellschaften versteigern. Am Konsortium von CCR ist auch ein US-amerikanischer Investmentfonds beteiligt. „Man sieht häufig Pensionskassen in das Geschäft einsteigen. Wir glauben, dass diese Projekte in Mexiko viel Aufmerksamkeit erregen werden“, sagt Piotto.

Infrastruktur im Vergleich: Eine Bestandsaufnahme

Quelle: Weltbank

Länder	Strassen Total km	Strassen asphaltiert	Bahnlinien km	Bahn Fracht ¹	Elektrizität Produktion ²	Energie Konsum ³	Bevölkerung Millionen	Fläche km ²
Brasilien	1,724,929	6%	30,403	**	365	1,065	183.9	8,459
Kanada	1,408,900	**	49,422	323,600	587	8,240	32	9,094
China	1,809,829	80%	61,015	1,828,548	1,907	1,094	1,296.2	9,598
Deutschland	231,581	100%	34,729	77,640	594	4,205	82.5	349
Indien	3,851,440	63%	63,221	541,208	633	520	1,079.7	2,973
Japan	1,177,278	78%	20,060	22,200	1,038	4,053	127.8	365
Polen	423,997	70%	19,576	47,847	150	2,452	38.2	306
Russland	537,289	67%	85,542	1,664,300	914	4,424	143.8	16,381
Schweiz	71,220	**	3,378	9,313	65	3,689	7.4	40
Türkei	354,421	42%	8,697	9,332	141	1,117	71.7	770
Ukraine	169,739	97%	22,011	233,961	180	2,772	47.5	579
UK	392,342	100%	16,514	20,700	396	3,893	59.9	242
USA	6,387,154	59%	141,961	2,200,123	4,054	7,843	293.7	9,159

1) Bahnfracht in Millionen Tonnen/km
 2) Milliarden Kilowattstunden
 3) Pro-Kopf-Verbrauch in kg Öl äquivalent



Energie: Die OECD schätzt den weltweiten Investitionsbedarf an Elektrizitätsanlagen auf \$350 Millionen pro Jahr.

In den USA sollen hunderte neuer Kraftwerke gebaut und Alte ersetzt werden, um die wachsende Nachfrage zu befriedigen. Moderne Kohle- und Gaskraftwerke dürften mehr als zwei Drittel der zusätzlichen Elektrizität liefern, die in den nächsten zwei Jahrzehnten benötigt wird. Diese Nachfrage heizt den Finanzierungsboom für neue Kraftwerke und Generatoren an. Der Anteil der von privaten Konzernen produzierter Energie ist in den USA von 10% vor zehn Jahren auf ein Drittel gestiegen. Die Industrie lockt immer neue private Investoren an. Mit der steigenden Nachfrage nach Arbeitskräften und Material nehmen die Baukosten für Kraftwerke zu. Kostete z.B. der Bau eines Kohlekraftwerks im vergangenen Jahr noch „\$2.000 bis \$2.200 pro Kilowatt“, liegt der Preis heute „für ein vergleichbares Kohlekraftwerk bei \$2.700“, erklärt Steven Greenwald, Leiter des Teams für Projektfinanzierung bei der Credit Suisse Group in New York. Das ist ein Preisanstieg um fast einen Drittel.

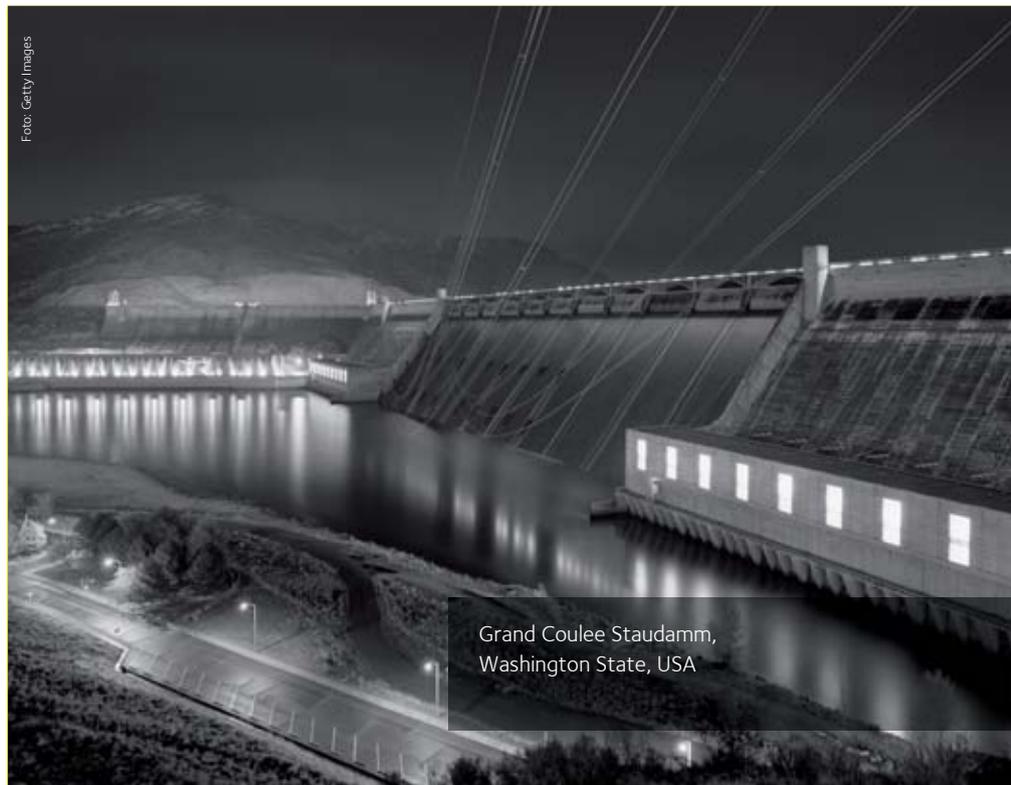
Der ausserordentlich hohe Finanzierungsbedarf stellt die Unternehmen zuweilen vor Probleme: Vor 25 Jahren konnte das öffentliche Stromversorgungsunternehmen

„Projektfinanzierungen werden viel genauer überprüft.“

Steven Greenwald, Leiter Projektfinanzierung Credit Suisse Group, New York.

Washington Public Power Supply System (WPPSS) Schulden von über zwei Milliarden Dollar nicht zurückzahlen, die das Unternehmen als Anleihen zur Finanzierung neuer Nuklearanlagen aufgenommen hatte. 19 Jahre später, im Dezember 2001, beantragte der Energiekonzern Enron Gläubigerschutz. Dennoch werden solche Projekte gewöhn-

Foto: Getty Images



Grand Coulee Staudamm, Washington State, USA

lich sorgfältiger geprüft als normale Kreditvereinbarungen.

„Projektfinanzierungen werden viel genauer überprüft, weil es normalerweise am Tag der Investition nichts gibt ausser ein paar Verträgen und dem Versprechen des Unternehmens, etwas zu bauen“, sagt Greenwald. Die Schulden der Darlehensnehmer sind „fast immer komplett abgesichert. So haben die Darlehensgeber Sicherheiten bei den Vermögenswerten und Verträge, die Cash produzieren“.

Schuldenaufnahme von U.S. Versorgungsbetrieben für Elektrizität, Gas und Wasser nach Region (in \$ Millionen)

Quelle: Thomson Financial

Emittent/Schuldner (Region)	2006	2005	Veränderung
Nordost	11,742.7	5,722.2	105%
Südost	6,950.0	6,650.7	5%
Südwest	6,802.6	5,873.2	16%
Mittlerer Osten	6,027.5	6,420.2	-6%
Westen	4,635.0	3,239.7	43%
Mittlerer Westen	3,821.6	3,035.7	26%
Ausland	3,737.1	2,852.7	31%
Industrie Total	43,816.2	33,938.1	29%

● ● ●
Fortsetzung Seite 26



Interview: Jon Fredrik Baksaas

Phillip Sundquist im Gespräch
mit dem Chef von Telenor

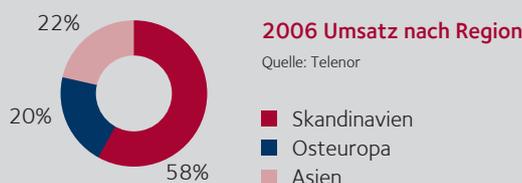
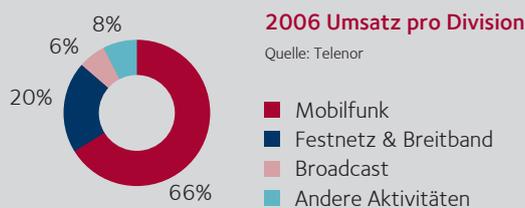
„Wir haben die Kapazität und Kompetenz in neue Märkte zu expandieren.“ Baksaas

Welche Faktoren werden 2007 den Umsatz vorantreiben, besonders in den Ländern wo man das stärkste Wachstum erwartet?

„Wir sind in den Ländern präsent, in denen wir die Marktdurchdringung* erhöhen können: dazu gehören Bangladesch und Pakistan. In beiden Ländern soll die Marktdurchdringung 2007 signifikant steigen. In der Ukraine liegt die Marktdurchdringung gemessen an SIM-Karten bei über 100%, weil viele Abonnenten zwei SIM-Karten haben.** Nur 60% bis 65% der Einwohner haben bereits ein Mobiltelefon. Deshalb wird die Marktdurchdringung in der Ukraine wachsen. Und in nordischen Ländern besteht noch Potential, um Gesprächsminuten aus dem Festnetz ins Mobilfunknetz zu lenken. Wir erwarten, dass in Thailand die Interkonnektion zwischen den Betreibern hergestellt wird. Das wird unsere Umsätze erhöhen und die Ergebnisse der Gruppe beeinflussen.“

* Anmerkung der Redaktion: Marktdurchdringung bezieht sich auf den Anteil der Abonnenten an der Gesamtbevölkerung.

**SIM steht für Subscriber Identity Module. Die SIM-Karte ist eine austauschbare Karte in einem Mobiltelefon, die den Abonnenten identifiziert. In manchen Ländern besitzen Abonnenten mehr als eine Telefonkarte, weil sie jeweils die günstigsten Tarife ausnutzen, die die verschiedenen Betreiber zu unterschiedlichen Zeiten anbieten.



Erwarten Sie, dass die Entwicklungsländer weiterhin die entscheidenden Antriebskräfte für das Wachstum bleiben?

„Ja. Sicher könnte man argumentieren, dass diese Länder in ein paar Jahren nicht mehr unter die Definition Schwellenländer fallen. Diese Wirtschaftsräume sind für Telenor zweifellos die wichtigsten Wachstumsmotoren. Und es ist auch nicht selbstverständlich, dass es Telenor gelungen ist, von einem relativ begrenzten Heimmarkt in Norwegen aus mit nur 4.5 Millionen Einwohnern, eine Region mit 650 Millionen Menschen abzudecken. Unsere verschiedenen Firmen erzielen in diesen Gebieten im Durchschnitt einen Marktanteil von 31%. Wir sind mit dieser Entwicklung sehr zufrieden trotz des Risikos, dem wir zu Beginn ausgesetzt waren.“

Wie gehen Sie an diese Märkte heran?

„In Bangladesch haben wir zum Beispiel 1997 angefangen. Wir haben alle gewusst, dass man für so ein Projekt mindestens zehn Jahre braucht. Und jetzt, zehn Jahre später, stecken wir mitten in einer sehr erfolgreichen Entwicklung.“

Sie sprachen von Risiko. Können Sie das näher erläutern?

„Das Risiko ist, aus operativer Sicht, natürlich bis zu einem gewissen Grad an die wirtschaftliche Entwicklung dieser Länder gekoppelt. Erfreulich ist, dass die Grundbedürfnisse nach Kommunikation nicht drastisch abnehmen, wenn das Wirtschaftswachstum sich abschwächt. Die Kommunikationsindustrie ist nach unserer Einschätzung eine der wichtigsten Katalysatoren für wirtschaftliche Entwicklung. Das gilt sowohl für die Mikro- als auch die Makroebene. Diese Industrie ist ziemlich robust. Und wenn die Wirtschaftsentwicklung einen Rückschlag erleidet, kann man mit relativ kurzer Zeitverzögerung den laufenden Kapitalaufwand senken.“

Werden Sie in weitere Länder expandieren?

„Letztes Jahr kamen Schweden und Serbien dazu. Wir sind aktiv, und wir verfolgen, was in den Märkten los ist, in Zentral- und Osteuropa und in Asien. Wir wollten ein Geschäft in Ägypten aufbauen, aber der Preis für den Markteintritt war nach unserer Kalkulation zu hoch.“

Jon Fredrik Baksaas ist seit 2002 Chef von Telenor. Er trat dem Unternehmen 1989 bei und war als Finanzdirektor, Vizepräsident und als Chef von TBK A/S, eine Tochtergesellschaft von Telenor, tätig. Er diente dem Unternehmen auch als Finanzchef. Baksaa ist im Verwaltungsrat der Svenska Handelsbanken. Er besitzt einen Master of Science von der norwegischen School of Economics and Business Administration in Bergen und hat am IMD in Lausanne in der Schweiz studiert. Seine Hobbys sind Skilanglauf, Eishockey und die Tischlerei.



Telenors Nittedal Teleport
Norwegen



Foto: Getty Images

„Diese Beispiele zeigen, dass wir die Kapazität und Kompetenz haben, in neue Märkte zu expandieren wenn sich eine Gelegenheit bietet und es in unsere Geschäftsbilanz passt. Wir gehen nur so weit, wie wir uns sicher fühlen.“

Welche Kriterien, abgesehen von der wirtschaftlichen Entwicklung und dem regulatorischen Umfeld, prüfen Sie, wenn Sie einen potentiellen Markt bewerten?

„Natürlich den Wettbewerb. Und die Lizenz. Wie werden die Lizenzanforderungen von den Aufsichtsbehörden in einem Land geschützt: ist es so, dass die verschiedenen Mitspieler sich auf gleicher Augenhöhe bewegen? Und kann man davon ausgehen, dass die Rahmenbedingungen erhalten bleiben?“

Ist es sinnvoller in diesen Ländern Partnerschaften mit lokalen Anbietern einzugehen, oder ist es besser die gesamte Kontrolle über die Geschäfte zu haben?

„Als wir uns 1996 entschieden haben, nach Bangladesch zu gehen und 1997 das Geschäft starteten, brauchten wir eine Partnerschaft mit der Grameen Bank, internationalen Verkäufern, japanischen Firmen und der Weltbank. Diese Kooperationen ermöglichten erste In-

vestitionen in eine moderne Kommunikationsinfrastruktur in einem sehr, sehr risikoreichen Umfeld.“

„Ein anderes Beispiel: 2004 bot Pakistan der internationalen Gemeinschaft zwei neue Lizenzen an, weil die Regierung die Mobilfunkindustrie in ihrem Land ankurbeln wollte. Seit die Lizenzen vergeben wurden, ist der Markt in nur zwei Jahren von fünf Millionen Nutzern auf 50 Millionen gewachsen. In nur zwei Jahren! Das regulatorische Umfeld wurde ganz bewusst attraktiv für ausländische Investoren gestaltet.“

„Wenn die regulatorischen Rahmenbedingungen feststehen, kann man mit einer modernen Infrastruktur und Wettbewerb viel erreichen. Pakistan ist dafür ein gutes Beispiel.“

Wie lässt sich der Investitionsbedarf bei der Kommunikationsinfrastruktur in Industriestaaten und Schwellenländern vergleichen?

„In Skandinavien und Westeuropa entwickeln sich zwei Infrastrukturen parallel: Festnetz – mit Breitbandzugang und -leistungen – und Mobiltelefonie, die mehr Sprach- und einfache Internetdienste übernimmt.“

„In den Entwicklungsländern, die kein mit Europa vergleichbares Festnetz haben, ist die Versorgung der Bevölkerung mit Internet-

Die norwegische Telenor ASA aus Fornebu bei Oslo erzielt fast die Hälfte des Umsatzes in Schwellenländern. 1855 gegründet, bot Telenor die erste Telegraphenverbindung in Norwegen an. Das Unternehmen war früher unter dem Namen Televerkret (Norwegian Telecommunications) und vorher als Telegrafverket (Norwegian Telegraph Administration) bekannt.

Nachdem 1988 auch andere Firmen die Erlaubnis erhielten, Telefongeräte zu verkaufen, wurde Telenors Monopolanbieterstatus langsam aufgehoben. Die Firma wurde teilprivatisiert, und 2000 wurden die Aktien an der Osloer Börse zugelassen. Mit der Börsennotierung reduzierte die norwe-

gische Regierung ihren Anteil zunächst auf 77%, später auf 54%.

Zu den jüngsten Akquisitionen zählt der Kauf der Vodafone Schweden im Januar 2006. Im Juli 2006 übernahm Telenor Mobi 63, eine serbische Mobilfunkfirma. Telenor besitzt einen Mehrheitsanteil am ukrainischen Mobilfunkanbieter Kyivstar. Die übrigen Anteile gehören Altim, Teil der russischen Alfa Gruppe. Alfa und Telenor sind Partner bei VimpelCom, einem russischen Mobilfunkunternehmen.

In Bangladesch hält Telenor einen 62%-Anteil an GrameenPhone. Grameen Telecom besitzt die übrigen 38%. Das Unternehmen hat im Land 500 Informationszentren ein-

gerichtet, die Internetzugang über GrameenPhones EDGE Netzwerk bieten.

Im Dezember trafen sich der Chef von Telenor mit dem Wirtschaftswissenschaftler Muhammad Yunus aus Bangladesch, Gründer der Bank Grameen. Yunus wurde 2006 für seine Arbeit mit Mikrokrediten mit dem Nobelpreis ausgezeichnet. Mikrokredite sind Kleinstkredite, die überwiegend in Entwicklungsländern vergeben werden, um das lokale Kleingewerbe zu unterstützen. Telenor plant, den Anteil an GrameenPhone zu behalten. ■

zugängen zugleich eine soziale Verantwortung wie auch eine Geschäftsmöglichkeit. Das Internet hat auf die wirtschaftliche Entwicklung einen grösseren Einfluss als Sprachdienste.“

Warum ist es so wichtig, in den Entwicklungsländern Internetzugänge zur Verfügung zu stellen?

„In Bangladesch haben wir in 500 Gemeinden Informationszentren gebaut, in denen die Dorfbewohner Internetzugang haben, wo das EDGE Protocol des GSM Standards als Übertragungsmedium dient. Ich habe in Bangladesch in einem Dorf selbst versucht, mein privates E-mail-Konto in Norwegen zu erreichen. Es läuft etwas langsamer als ein digitaler Anschluss. Aber es funktioniert, man hat Zugang und das ist eine riesengrosse Chance, wenn es darum geht, Ausbildung, Daten oder öffentliche Dienstleistungen zu den Menschen in diesen Regionen zu bringen.“

Sie haben erfolgreich mit Ihrem Hauptaktionär, der norwegischen Regierung, zusammengearbeitet. Gibt es einen Grund, warum Sie erfolgreicher waren als andere europäische Firmen, die mehrheitlich im Staatsbesitz sind?

„Wir hatten in Norwegen nie eine geschützte Position. Und die Regierung und die Behörden haben dem Wettbewerb grosse Bedeutung beigemessen. Darüber hinaus hat sich die Regierung bei notwendigen Veränderungen und Anpassungen nie in unsere Arbeitsweise eingemischt. Und die Regierung hat uns bei der Entscheidung in der Mitte der 90er Jahre in ausländische Märkte zu expandieren aktiv unterstützt. Dank diesen Faktoren waren wir wettbewerbsfähig.“

Was genießt bei Telenor die höchste Priorität?

„Das Wichtigste bei allen Aktivitäten ist, dass wir der Konkurrenz immer einen Schritt voraus sind. Wir sind ein bisschen besser bei Innovationen. Wir sind effizient, wenn es darum geht, betriebliche Spitzenleistung zu entwickeln, auch über Märkte hinweg. Wir bieten unser Wissen an, ohne die Stärke der Betriebe vor Ort zu schwächen. Wenn wir das schaffen, dann haben wir gegenüber dem Wettbewerb die Nase vorn und können die Profitabilität verbessern.“

Foto: Alexander Sauer



Phillip Sundquist ist Leiter des Equity-Teams Infrastruktur bei Clariden Leu. Er ist seit 2000 bei der Bank. Sundquist ist Amerikanischer und Schweizer Staatsbürger und wurde in Fairbanks, Alaska, geboren. Er besitzt einen MBA der University of Washington in Seattle und ist Chartered Financial Analyst. Seine Hobbys sind Basketball, Tauchen und Jazz. Er lebt mit seiner Frau seit 1992 in Zürich.

Der Wettermann

Von Alice Ratcliffe

Am Morgen des 18. Januar 2007 sitzt Mark Saunders in seinem Büro 20 Meilen südwestlich von London und beobachtet eine Reihe von unregelmässigen bunten Ovalen, die sich über seinen Computerbildschirm bewegen. Die Formen deuten auf einen Sturm hin. Die Mittelpunkte der ovalen Gebilde leuchten in Orange, Rot und Pink. Die Farben markieren Windböen mit Geschwindigkeiten von mindestens 62 Meilen pro Stunde (100 Kilometer pro Stunde) – ausreichend Kraft, um Sturmschäden zu hinterlassen. Der Sturm nähert sich jetzt Grossbritannien.

Mark Saunders auf der Spur von extremen Wetterlagen

Neben seiner wissenschaftlichen Tätigkeit leitet Saunders zwei Prognoseteams: Das eine Team beobachtet weltweit tropische Stürme, das andere überwacht Winterstürme über dem Nordatlantik und europäische Stürme. Saunders hatte den Sturm, welche deutsche Meteorologen Kyrill taufte, bereits zwei Tage früher im Visier, als er erste Anzeichen südlich von Neufundland bemerkte.

„2007 erwarten wir wieder eine aktive Hurrikansaison.“ Mark Saunders

Saunders, einer der wenigen Experten für langfristige Wettervorhersagen, harrt in seinem Büro im Erdgeschoss der Abteilung für Weltraum und Klimaphysik am University College London aus. Gegen zwei Uhr mittags beobachtet er durch das nach Süden gerichtete Fenster, wie der Wind heftig an den Baumkronen rüttelt. Nach einer Weile erhebt er sich von seinem Schreibtisch und greift nach seinem Mantel.

„Ich wollte einen Spaziergang machen“, erzählt Saunders. Und – nach einer kurzen Pause – fügt er hinzu: „Es war nur ein kurzer Spaziergang. Vielleicht zehn Minuten. Ich habe die Bäume genau beobachtet.“

Kyrill überquerte den Atlantik innerhalb von zwei Tagen mit Geschwindigkeiten, die selbst Meteorologen überraschten. Verstärkt wurde das Sturmtief von einem auffallend starken Jet-Stream. Die hohe Geschwindigkeit, so Saunders, resultierte aus ungewöhnlichen Nord-Süd-Temperaturunterschieden über dem Nordatlantik.

„Wenn kalte Polarluft nach Süden strömt und auf mittleren Breiten mit ungewöhnlich warmer Luft zusammentrifft, entsteht ein scharfes Nord-Süd-Temperaturgefälle. Das ist die Hauptursache für den auffallend starken Jet-Stream“, erklärt Saunders. Während Kyrill sich Westirland näherte, wurden für den Jet-Stream Geschwindigkeiten von 190 mph (300 km/h) registriert. Als der Sturm am Morgen des 18. Januar Dublin erreichte, schloss die Stadt zum ersten Mal seit 30 Jahren den Hafen, und Flugpassa-

giere der Air Lingus konnten nicht aussteigen, da es wegen des starken Windes zu gefährlich war. An diesem Morgen forderte der Sturm das erste Todesopfer: ein Bauarbeiter wurde in Finglas von einer Holzplanke, die sich von einem Gerüst losgerissen hatte, erschlagen.

Bis der Orkan am 20. Januar über Nordrussland abflaute, tobte er mit zerstörerischer Kraft über Europa. Die Bilanz: 47 Tote und Versicherungsschäden von bis zu fünf Milliarden Dollar.

In Saunders Büro hängt ein gerahmtes Foto, aufgenommen an einem Abend im Juli 2006 in der Royal Albert Hall in London. Darauf nimmt Saunders den angesehenen Preis für Risikomanagement der britischen Versicherungsindustrie entgegen. Er wird für das System „Storm Tracker“ ausgezeichnet, ein Prognoseinstrument für tropische Stürme in der ganzen Welt. Zu den Förderern zählen der Rückversicherer Benfield Group Plc., die Versicherungsfirma Royal and Sun Alliance

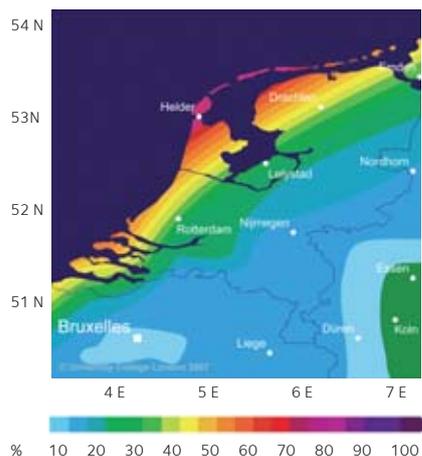
Prognosen von EuroTempest von 1.00 Uhr am 17. Januar – hohe Wahrscheinlichkeit für zerstörerische Winde um 16.00 Uhr am 18. Januar.

Quelle: EuroTempest



Millennium Brücke, London: 18. Januar 2007

Foto: AP, Keystone



Insurance Group Plc. und die Versicherungsagenten Crawford & Co. aus Atlanta, Georgia. Es war die zweite Auszeichnung für das Team, bei dem auch der britische Wetterdienst (U.K. Met Office) mitgearbeitet hat.

„Vor rund zweieinhalb Jahren haben wir Storm Tracker ins Netz gestellt. Der nächste Schritt wäre eine Kommerzialisierung“, sagt David Simmons, der als leitender Mitarbeiter des Analyse-Teams von Benfield ReMetrics mit Saunders zusammenarbeitet. Abgesehen von einem Abonnementdienst ist Storm Tracker derzeit kostenlos verfügbar.

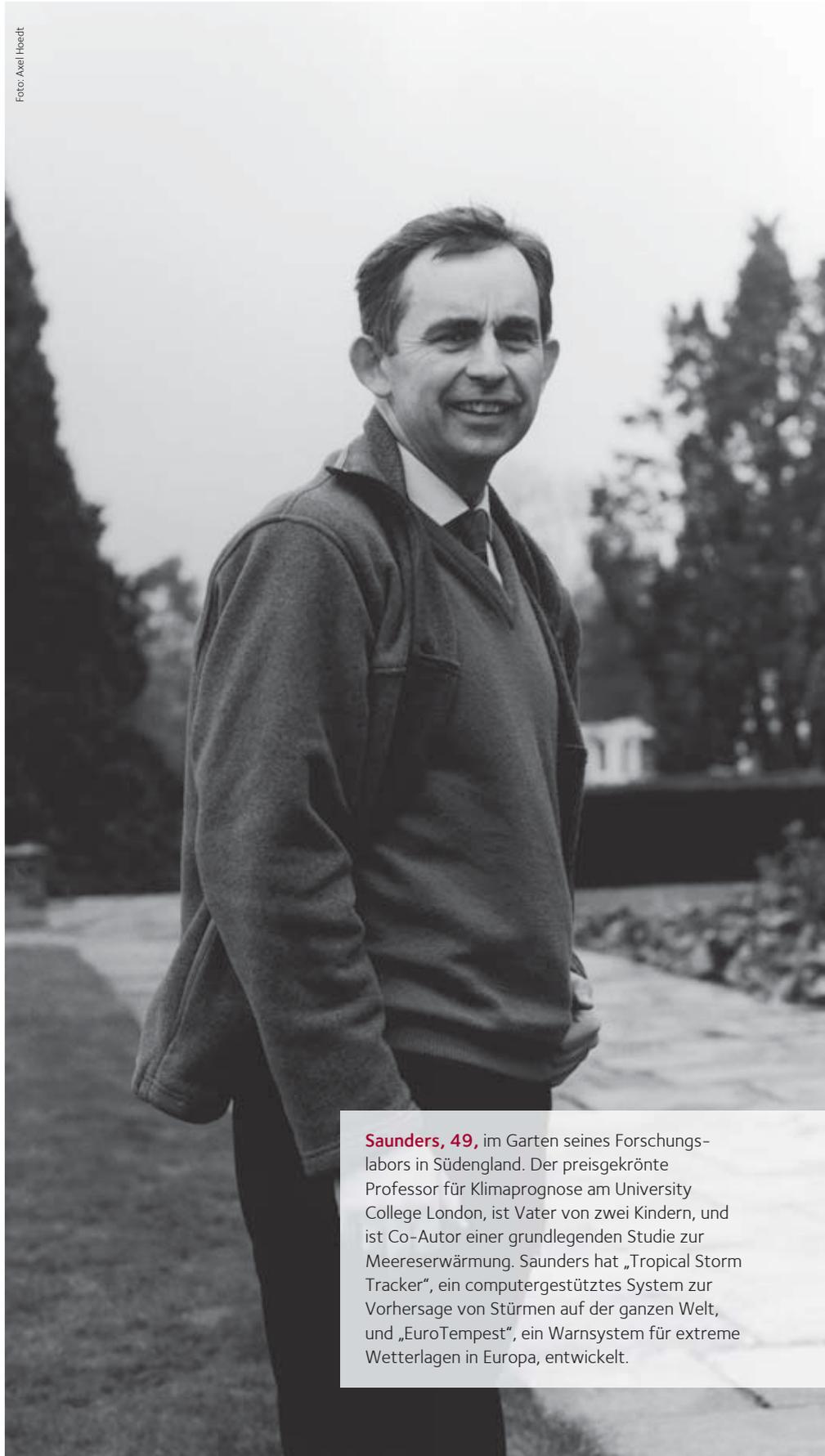
An dem Tag, als Kyrill über Europa hinwegfegt, blinkt Saunders E-mail pausenlos. Wie stark würde der Sturm werden? Diese Frage interessiert auch eine Versicherung aus Bermuda und einen Hedge Fonds aus den USA. Sturmprognosen sind heutzutage ein grosses Geschäft. Hedge Fonds kaufen Risiken von Versicherungen und Rückversicherern. Oder Versicherungen und Rückversicherer wälzen die Risiken durch so genannte „Catastrophe Bonds“ (Katastrophenanleihen), kurz Cat Bonds, auf den Kapitalmarkt ab. Investoren, die solche Anleihen kaufen, wetten auf die Wahrscheinlichkeit eines Schadenereignisses, etwa ein sehr starkes Erdbeben oder ein Orkan. Beim Eintritt einer solchen Naturkatastrophe kann das eingesetzte Kapital teilweise oder sogar vollständig verloren gehen.

Ein Cat Bond über \$150 Millionen, den die Hannover Re als Privatplatzierung emittiert hatte, war durch Kyrill gefährdet. Bei dieser Anleihe ist als Schadensereignis ein Sturm definiert mit einer Stärke, wie er nur alle 50 Jahre in sieben Ländern Europas eintritt. Kyrill drohte ein solches Ereignis zu werden. Der Orkan fegte mit Windgeschwindigkeiten von 98 mph (158 km/h) über Needles Leuchtturm an der Südküste Englands. Weiter südwestlich retteten Hubschrauber 26 Besatzungsmitglieder, die ihr Containerschiff, die MS Napoli, im englischen Kanal aufgeben mussten.

Den europäischen Kontinent traf Kyrill mit gleicher Wucht wie zuvor die englische Küste. Der Flughafen Schiphol bei Amsterdam diente gestrandeten Bahn- und Flugreisenden als Notunterkunft. Der Amsterdamer Hauptbahnhof wurde evakuiert, nachdem der Sturm Teile des Glasdaches weggerissen hatte.

„Wirbelstürme ausserhalb der Tropen beziehen ihre Kraft vor allem aus dem Jet-Stream und von Unterschieden in der Nord-Süd-Temperatur der Atmosphäre. Das ist bei tropischen Stürmen anders: Die entstehen durch die Verdunstung von warmem

Foto: Axel Heedt



Saunders, 49, im Garten seines Forschungs-labors in Südengland. Der preisgekrönte Professor für Klimaprognose am University College London, ist Vater von zwei Kindern, und ist Co-Autor einer grundlegenden Studie zur Meereserwärmung. Saunders hat „Tropical Storm Tracker“, ein computergestütztes System zur Vorhersage von Stürmen auf der ganzen Welt, und „EuroTempest“, ein Warnsystem für extreme Wetterlagen in Europa, entwickelt.

Meereswasser“, erklärt Saunders. „Nicht-tropische Stürme verlieren keine Kraft, wenn sie auf das Festland treffen. Das haben wir bei Kyrill gesehen.“

Wirbelstürme in der nördlichen Hemisphäre bewegen sich gegen den Uhrzeigersinn. Kyrill bewegte sich ostwärts. Die höchst-

„Mit einem Sturm von der Stärke Kyrills muss man in Europa alle fünf Jahre rechnen.“

ten Windgeschwindigkeiten entstehen an der Südflanke des Sturms, wo zwei Kräfte aufeinander stossen: die Vorwärts-Bewegung und die Drehung gegen den Uhrzeigersinn, so Saunders.

Über Deutschland zog Kyrill auf einer Breite von über 500 Meilen (800 Kilometern) hinweg und hinterliess die grössten Zerstörungen seit Lothar im Dezember 1999: Lothar tötete 110 Menschen und verursachte Versicherungsschäden in Höhe von \$6.8 Milliarden.

Kyrill brachte den gesamten deutschen Bahnverkehr zum Erliegen, ein bisher einmaliges Ereignis. Der neue Berliner Hauptbahnhof wurde evakuiert, nachdem ein zwei Tonnen schwerer Stahlträger auf eine Treppe gestürzt war. In Süddeutschland toste der Sturm mit 124 mph (200 km/h) über den Wendelstein und am Münchener Hofbräuhaus riss der Orkan Teile des Daches fort.

Am Freitagmorgen fiel in Österreich in Tausenden von Haushalten der Strom aus, und in Tschechien musste eine Million Haushalte ohne Elektrizität zurechtkommen. In der Nähe von Prag starben zwei Menschen, als ihr Auto unter einem umstürzenden Baum begraben wurde.

So schlimm der Sturm auch war, der Cat Bond der Hannover Rück ist nicht tangiert worden. „Ich denke, dass wir in Europa alle fünf Jahre mit einem Sturm von der Stärke Kyrills rechnen müssen“, erklärt Saunders.

Saunders ist einer der wenigen Experten, die Stürme modellieren. Zunächst war der Wissenschaftler nicht als Meteorologe, sondern als Weltraumphysiker tätig. Er begann sich 1995 für extreme Wetterlagen zu interessieren. Als er die Oberflächentemperaturen von Ozeanen untersuchte, stellte er eine Verbindung zwischen der Temperatur und der aktiven Hurrikansaison über dem Atlantik fest. In diesem Jahr traten 19 tropische Stürme und 11 Hurrikane auf.

„Mit Hilfe von Satellitendaten, beobachtete ich weltweit die Oberflächentemperatur der Meere. Und ich habe mir gesagt: schauen wir doch mal, ob wir eine Verbindung zwischen der Meerestemperatur und einer hohen Orkanaktivität finden“, so Saunders. Die Ergebnisse, die er zusammen mit Andrew Harris am University College London erzielte, wurden 1997 veröffentlicht und haben die Denkweise der Menschen über tropische Stürme verändert.

Von Berufskollegen habe Saunders viel Anerkennung für seine „innovative Forschung über weltweite Hurrikanaktivitäten“ geerntet, schreibt Chris Landsea vom U.S. National Hurricane Center, in einer E-mail an Clariden Leu. „Seine Arbeit über saisonale Prognosen beruht auf gründlichen physikalischen und statistischen Analysen und wird von Leuten aus der Hurrikan-Gemeinschaft sehr ernst genommen.“

Saunders hatte Recht, als er im Dezember 2004 für das Folgejahr viele Hurrikane vorhersagte: „Mit einer Wahrscheinlichkeit von 72% liegt die Aktivität historisch im oberen Drittel.“

Das Jahr 2005 war ein Hurrikan-Rekordjahr. Am 29. August 2005 zerstörte Katrina New Orleans. Bis heute war Katrina die einzige Naturkatastrophe, die je die Ver lustschwelle eines Cat Bonds überstieg. Die Anleihe, von einem Vehikel der Swiss Re emittiert, war an Entschädigungen für Versicherungsansprüche der Zurich Financial Services gekoppelt. Katrina tötete 1.300 Menschen und verursachte Versicherungsschäden von \$45 Milliarden. Die Stürme Rita und Wilma verursachten Schäden in Höhe von \$20 Milliarden. Bis heute war 2005 die teuerste Hurrikansaison.

James L. Franklin, Orkanspezialist am National Hurricane Center (NHC) in Miami, das aus Beton gebaut und mit einer doppelten Ummantelung gepanzert ist, erklärt bei einem Telefongespräch, dass langfristige Sturmprognosen noch immer eine ungenaue Wissenschaft seien. „Ein Wettermodell ist nicht mehr als eine Sammlung von bestimmten physikalischen Gesetzen, die die Atmosphäre bestimmen und die in einen Computer eingegeben werden“, sagt Franklin. Die Genauigkeit der Prognosen hat mit den verbesserten Computermodellen zugenommen. Wissenschaftler sind versierter geworden bei der Auswertung von Daten, die durch Satellitenmessung von Strahlung in der Atmosphäre gesammelt werden. Die Datenauswertung erleichtert es, die Wetterverhältnisse über den Meeren abzuschätzen. Aber zu wissen, „dass ein Jahr sehr aktiv wird, sagt noch nicht viel darüber aus, wie gross der tatsächliche Schaden sein wird.“

Die U.S. National Oceanic & Atmospheric Administration gibt im Mai ihren Ausblick auf die US-Hurrikansaison bekannt. Die Wissenschaftler William Gray und Philip Klotzbach von der Colorado State University erklärten im Dezember, dass sie für 2007 eine überdurchschnittliche Sturmsaison für den Atlantik erwarteten. Saunders Prognosen, die Teil des Prognosedienstes für tropische Stürme sind, gehen auch davon aus, dass 2007 viele Hurrikane auftreten werden.

„Wir erwarten 2007 eine weitere aktive Hurrikansaison“, sagt Saunders und fügt hinzu: „Es gibt eine Wahrscheinlichkeit von 85%, dass die Aktivität sich historisch im oberen Drittel bewegt“. Seine Prognose beruht auf zwei Modellen: eines leitet sich von Vorhersagen der warmen Meeresoberflächentemperatur und Windmustern ab, das andere bezieht sich auf den El Nino, eine warme Meeresströmung im Ostpazifik. Seit 1950 traten zehn El Ninos auf. In acht Fällen folgte auf den El Nino eine Saison mit überdurchschnittlicher Hurrikanaktivität. ■



Bad Tennstedt, Deutschland:
19. Januar 2007

Der U.S. Subprime Markt im Abwind

Von Stefan Muheim und Alice Ratcliff

„Die Hälfte der einheimischen Banken berichtete, dass sie eine Verschlechterung der Qualität ihrer nicht-traditionellen Wohneigentums-Hypotheken erwarten; einige Institutionen rechneten damit, dass die Qualität dieser Hypotheken sich 2007 substantiell verschlechtern wird.“¹

Solche Bemerkungen im jüngsten Bericht der amerikanischen Notenbank (Federal Reserve) zur Kreditgewährung haben Befürchtungen in den Finanzmärkten Auftrieb gegeben, dass sich das US-Hypothekengeschäft noch weiter abkühlen werde, bevor es wieder bergauf geht. Die Folgen für die übrige Wirtschaft sind tiefgreifender als bisher angenommen. Die grössten Sorgen bereiten den Aufsichtsbehörden Probleme mit zweitklassigen Hypotheken, „Subprime-Krediten – also, Darlehen an Schuldner mit geringer Bonität.

Im ersten Halbjahr 2006 waren 20% der ausstehenden Hypotheken Subprime-Kredite, so die U.S. Mortgage Bankers Association.² Fast Dreiviertel der Subprime-Kredite sind in den Jahren nach 2003 entstanden. Am Ende der ersten Jahreshälfte 2006 waren auch insgesamt 67% der ausstehenden Hypotheken mit variabler Verzinsung ausgestattet. Davon waren 17% so genannte „interest-only“ (IO) Hypotheken, die es dem Kreditnehmer erlauben, während eines bestimmten Zeitraums nur Zinszahlungen zu leisten, bevor dann die Amortisation beginnt.

In Amerika sind die Preise für Wohneigentum in die Höhe geschossen, unterstützt von einfallreichen Hypothekarprodukten, die vor allem jene gekauft haben, die sich sonst kein Haus hätten leisten können. Aber nach 17 Zinserhöhungen durch die Federal Reserve sind die gestiegenen Zinsen für Subprime-Schuldner zum Problem geworden.

„Aggressive lending tactics“ – aggressive Kreditvergabe – trägt eine Mitschuld an den Problemen, die in den vergangenen Wochen im Markt aufgetreten sind. „Vergleichbare Produkte sind schon seit Jahren auf dem Markt. Aber die Zahl der Anbieter ist extrem gestiegen“, so eine amerikanische Studie. Im gleichen Bericht heisst es auch, dass nicht-traditionelle Hypotheken von „immer mehr Kreditgebern an Kreditnehmer gewährt werden, die für eine traditionelle Hypothek keine ausreichende Bonität haben“.³

Die Aufsichtsbehörden sind alarmiert und gehen mit neuen Richtlinien hart gegen aggressive Taktiken bei der Kreditvergabe vor. Dazu zählen insbesondere „Kredite mit einer Rückzahlungsverpflichtung, die die Fähigkeit der Schuldner übersteigt, die Hypotheken ohne Refinanzierung oder Verkauf der Immobilie zu bedienen.“⁴

Amerikaner, die für andere Kredite keine genügende Bonität besitzen, haben ihre Häuser beliehen, um ihre Kreditkartenrechnungen zu bezahlen. Diese schlecht eingestufteten Schuldner konnten Hypotheken abschliessen, weil die neuen Produkte die Hypotheken verbilligt haben – zumindest

zu Beginn. Bei der so genannten „Zahlungs-option“ oder „Option ARM“ (adjustable rate mortgages – Hypotheken mit variablen Zinssätzen) wählt der Kreditnehmer zwischen einer Amortisation der Hypothek, einer reinen Zinszahlung oder einer minimalen monatlichen Ratenzahlung. Bei der Minimalzahlung kommt es zu einer negativen Amortisation, d. h. der ausstehende Kredit steigt. Normalerweise darf der Kredit nicht über 110% des ursprünglichen Betrages steigen. Wenn das geschieht und der Schuldner das Darlehen nicht zurückzahlen kann, verliert er sein Haus.

Die Probleme im Immobilienmarkt zeigen sich auch in den Problemen der Anbieter von Subprime-Krediten. Firmen mit Namen wie Ownit Mortgage Solutions und Sebring Capital Partners mussten schliessen. New Century Financial, der Zweitgrösste im Subprime-Markt, gab am 12. März bekannt, dass sie nicht in der Lage sei, ihren Verpflichtungen nachzukommen.

Nicht nur kleine Firmen leiden unter der Krise im Immobilienmarkt. HSBC Holdings kündigte im Februar eine Erhöhung der Rückstellungen für gefährdete Kredite an, die aus dem Hypothekengeschäft stammten. Nur zwei Wochen später berichtete das Unternehmen, dass der Leiter des Nordamerika-Geschäfts zurücktrete, und im März hiess es bei HSBC, dass die Abschreibungen für schlechte Kredite auf \$10.57 Milliarden erhöht würden. Das sind \$2.77 Milliarden mehr als 2006. Laut HSBC stammt dieses „wichtige Thema Kredit“ aus dem US Subprime-Hypothekenmarkt.⁵

ARMs in Höhe von schätzungsweise \$1.1 bis \$1.5 Billionen könnten 2007 neu festgelegt werden.

Nicht nur die Darlehensgewährung steckt in Schwierigkeiten. Die Immobilienpreise fallen seit Jahren zum ersten Mal.⁶ Zwar sind das gute Neuigkeiten für alle, die eine Spekulationsblase befürchtet haben. Der Preisverfall könnte aber auf die Konsumentennachfrage ausstrahlen.

Unterstützt durch steigende Preise, die



Foto: Alexander Sauer

Stefan Muheim
Senior Kreditspezialist
Clariden Leu Investment Products

in manchen Fällen den Wert von Immobilien über zehn Jahre verdoppelt haben, hat der Anteil der Hauseigentümer in den USA das Rekordniveau von 70% erreicht.

Jetzt gibt es erste Anzeichen, dass sich die Kreditaufnahme mit Immobilien als Sicherheiten verlangsamt. Die steigenden Immobilienpreise hatten den Konsum angefacht.

In Zukunft dürfte es schwieriger werden, Hypotheken zu finanzieren. Die Probleme im Immobilienmarkt haben auch zu einer Verminderung der Werte von Wertpapieren geführt, die auf Hypotheken basieren.

Von den Ausfällen im Hypothekenmarkt werden nicht nur die Kreditgeber, sondern auch die Bauwirtschaft in Mitleidenschaft gezogen. In den letzten 12 Monaten fiel der Hausbau-Index, der fünf Aktien umfasst und ein Subindex des Standard & Poor's 500 ist, um 21% und schnitt damit unter allen 147 Industriegruppen am zweitschlechtesten ab. Toll Brothers, eine auf Luxusbauten spezialisierte Firma aus Pennsylvania berichtete, dass die Netto-Vertragsabschlüsse im ersten Quartal gefallen seien und dass es zu früh sei, um eine Belebung der Nachfrage nach neu gebauten Immobilien vorherzusagen.

Die Fed ist zurzeit in Wartestellung. Seit dem 29. Juni 2006 hat sie den Leitzins (federal funds rate), das ist derjenige Zinssatz, zu dem sich Geschäftsbanken gegenseitig

U.S. Hypothekenzinsen und U.S. Immobilienpreise im Vergleich

Quelle: Fannie Mae (U.S. Federal National Mortgage Association), U.S. Commerce Department



- Variable U.S. Hypothek (mit 6 Monaten Kündigungsfrist) linke Skala
- Mittlerer Preis für neue U.S. Eigenheime (\$1,000) rechte Skala

über Nacht Geld leihen können, unverändert gelassen. Die Probleme im Immobiliensektor sprechen für eine Lockerung der Geldpolitik, um zu verhindern, dass sich die Schwierigkeiten auf andere Wirtschaftsbereiche ausbreiten. ■

sich 2007 verschlechtern werde. Bei nicht-traditionellen Hypotheken für Wohnimmobilien glaubt eine von 12 Banken, dass die Kreditqualität sich "substantiell verschlechtern" werde.

² The Residential Mortgage Market and It's Economic Context in 2007, Mortgage Bankers Association.

³ Guidance on non-traditional mortgage product risks, 13. Nov. 2006. American Association of Residential Mortgage Regulators, Conference of State Bank Supervisors, Texas Department of Savings and Mortgage Lending.

⁴ Proposed Statement on Subprime Mortgage Lending, 2. März 2007; U.S. Federal Reserve Board.

⁵ HSBC 2006 Jahresergebnis, 5. März 2007.

⁶ Standard & Poor's /Case-Shiller Metro Area Home Price Indices.

¹ Senior Loan Officer Opinion Survey, 5. Feb. 2007; U.S. Federal Reserve Board. Fast jede zweite Bank, die die Fed für ihren Kreditbericht befragte, erwartete, dass die Kreditqualität

Q&A mit Stefan Muheim

Wie besorgniserregend ist die Krise im US Hypothekenmarkt?

„Im Moment sieht es nach einem isolierten Problem aus. Der Abschwung betrifft hauptsächlich Subprime und überraschenderweise auch einige Prime-Schuldner. Die Dinge können sich natürlich ändern. Zum einen beginnen die Banken strengere Kreditanforderungen zu stellen. Das könnte als Bremse für die gesamte Wirtschaft wirken. Die grösste Gefahr ist, dass die Banken zu vorsichtig werden, was zum Beispiel Konsumkredite oder Firmenkredite angeht, und wir könnten dadurch in einen Kreditengpass geraten.“

Wie hoch ist in diesem Fall das Risiko für eine Rezession?

„Die Weltwirtschaft ist immer noch vom Wachstum in den USA abhängig. Es ist immer noch nicht klar, ob wir nur einige Schwachstellen sehen, die zeigen, dass das Wachstum in den nächsten sechs Monaten unter dem Trend liegt. Oder ob die Probleme so gross werden, dass wir in eine Rezession rutschen. Es gibt einen Abschwung im Immobilienmarkt und in der Automobilindustrie, und diese Schwäche breitet sich in andere Wirtschaftsbereiche aus. Die Dienstleistungen haben sich gut gehalten. Wichtig ist die Frage, wie sich der amerikanische Arbeitsmarkt entwickelt. Ein robuster Arbeitsmarkt ist entscheidend für eine weiche Landung. Bis jetzt hat sich dieser Teil der Wirtschaft gut gehalten.“

Wie sieht es mit den Firmenpleiten aus?

„Die Ausfallraten waren im Januar so tief wie seit 25 Jahren nicht mehr. Es gibt eine hohe Korrelation zwischen den Anforderungen bei der Kreditvergabe und den Ausfallraten. Eine grössere Knappheit verbunden mit höheren Risikoprämien bei Kreditvergabe führt zu höheren Ausfallraten.“

Wie sollte sich ein Investor in diesem Umfeld positionieren?

„Die Risikoprämien für Anleihen mit niedriger Qualität befinden sich auf historisch tiefen Niveaus. Ende Januar rentierten hochverzinsliche Schulden in Europa nur 208 Basispunkte höher als risikolose Staatsanleihen. Diese Differenz war in der Vergangenheit deutlich grösser. 2002 lag sie im Durchschnitt bei 1150 Basispunkten. Das bedeutet, dass mittelfristig Anleihen mit schlechter Qualität ein erhebliches Risiko tragen.“

Welche Anlagemöglichkeiten hat ein Investor in einem solchen Markt?

„Die beste Anlage sind in meinen Augen amerikanische Staatsanleihen mit langer Laufzeit. Das hängt zum Teil damit zusammen, dass die Fed die Zinsen senken könnte. Wenn die Schwäche der amerikanischen Wirtschaft anhält und die Unternehmen Arbeitsplätze abbauen, würde das zu einem Rückgang der durchschnittlichen Einkommen und des Konsums führen. In solch einem Szenario könnte die Fed entscheiden, die Zinsen zu lockern, um einer Rezession vorzubeugen. Wir haben das bereits 1998 erlebt, als die Fed die Leitzinsen um 75 Basispunkte gesenkt hat.“

Carry-Trades – jüngste Entwicklung

Von Thomas Rutz und Alice Ratcliffe

Foto: Alexander Sailer



Thomas Rutz
Leiter Currency Management
Clariden Leu Investment Products

Carry-Trades folgen einem einfachen Prinzip: Man verschuldet sich in der Währung eines Landes mit tiefen Zinsen und investiert dieses Geld in eine andere Währung oder andere Vermögenswerte, die höhere Erträge abwerfen. Bei Marktvolatilitäten, das heisst, heftigen Bewegungen des Marktes, bauen die Investoren Carry-Trades ab.

Der Ausdruck „carry“ bezieht sich auf die Differenz zwischen dem Ertrag einer Anlage und den Finanzierungskosten. Der Begriff wird auch in Verbindung mit Terminkontrakten benutzt: Ein positiver oder negativer „carry“ bedeutet, dass der Preis des Kontrakts tiefer (positiv) oder höher (negativ) als der Preis des zugrundeliegenden Wertpapiers ist.

Der Yen ist nach dem Dollar und dem Euro die am meisten gehandelte Währung. Am Währungsmarkt werden jeden Tag durchschnittlich zwei Billionen Dollar umgesetzt. Der Yen-Carry-Trade ist wegen der niedrigen japanischen Zinsen und sporadischen Schwächeanfällen der Währung beliebt. Investoren nehmen am japanischen Geldmarkt billig Geld auf und investieren diese Mittel in Vermögenswerte mit höheren Erträgen, insbesondere amerikanische Staatsanleihen und Wertschriften von Hochzinsländern. Der Yen ist eine beliebte Verschuldungswährung, da die japanischen Zinsen weltweit zu den tiefsten zählen. Eine andere attraktive Währung, um sich zu verschulden, ist der Schweizer Franken.

Nicht nur Devisenhändler machen mit Carry-Trades Geschäfte. Rund 20% der gesamten Kredite in Österreich, ausgenommen Bankkredite, wurden in ausländischen Währungen mit tiefen Zinsen getätigt, so die österreichische Zentralbank.¹

„Kredite in ausländischer Währung setzen sowohl die Kreditgeber als auch die Kreditnehmer einigen Risiken aus“, warnt die österreichische Zentralbank auf ihrer Internetseite inländische Schuldner, die Kredite in einer Fremdwährung aufgenommen haben, um zum Beispiel Immobilienkäufe zu finanzieren. Die Bank erklärt die Popularität von Carry-Trades unter anderem mit „rationalem Herdenverhalten“.

Die Strategie, sich in Yen zu verschulden und Dollar zu kaufen, ist abgesehen von ein paar Unterbrechungen in der letzten Dekade aufgegangen. Alles, was ein Investor zu tun hatte, war, sich in Yen zu verschulden und z. B. in US-Staatsanleihen zu investieren und den Gewinn aus der Zinsdifferenz einzukassieren. Im Juni 2006 rentierten US-Anleihen mit fast 5.30%, während die Leitzinsen der japanischen Notenbank nahe Null (0.1%) lagen.

Natürlich treten auch ab und zu Probleme auf, wie 1998 als die Abwertung des russischen Rubels und die Zahlungsausfälle bei staatlichen Schulden die Märkte schockierten und den Dollar gegenüber dem Yen auf Talfahrt schickten. Auch die Aktienmärkte wurden in Mitleidenschaft gezogen: im August 1998 stürzte der Standard & Poor's 500 Index um 15% ab. Investoren, darunter auch viele Hedge Fonds, erlitten Verluste und mussten ihre Carry-Trades abbauen. Der bekannteste Fall war der gerade noch abgewendete Zusammenbruch

des US Hedge Fonds Long-Term Capital Management (LTCM). Investoren retteten den Fonds, indem sie \$3.6 Milliarden einschossen, um die Verluste wettzumachen. Die Verluste wurden durch den Leverage-Effekt noch vergrössert. Die Liquidierung von Carry-Trades durch die Marktteilnehmer führte während einer turbulenten Woche zu einem massiven Kurseinbruch des Dollars gegenüber dem Yen. Laut Bloomberg handelte es sich um den grössten Kursverfall innerhalb von einer Woche seit dem Ende des Goldstandards 1971.

Heute dürfte der Leverage tiefer sein als damals bei LTCM. Aber angesichts der Beliebtheit von Carry-Trades bei Hedge Fonds und dem mit Hedge Fonds verbundenen Leverage können die Folgen für die Finanzmärkte schmerzhaft sein, wenn Carry-Trades reduziert werden. Von 2005 bis Ende 2006 existierten für Carry-Trades ideale Bedingungen. In diesem Zeitraum stieg der Dollar gegenüber dem Yen um 16%. Die amerikanische Notenbank erhöhte laufend die Zinsen und hob ihre Zielgrösse bis Ende Juni auf 5.25% an. Der wichtigste Zins für Ausleihen in Japan verharrte unter 1%.

Die Popularität des Carry-Trades in den letzten zwei Jahren hat zu einem Anwachsen von Spekulativen Volumen des Yen-Carry

Trades geführt, deren Werte etwa die Höhe vom 1998 erreichte, laut Schätzungen von Barclays Capital. („Spekulativ“ bezieht sich auf Geschäfte, die nicht zum Absichern von anderen Positionen benutzt werden.)

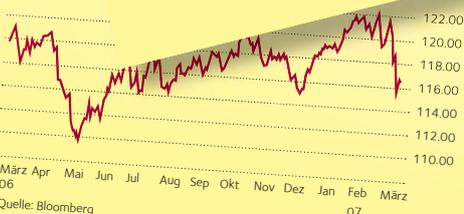
Ein Blick auf die Geschichte zeigt, dass es nicht viel braucht, um Investoren zu verunsichern. Anfang 2006 erschütterte Island kurzfristig den Markt. Die Schulden des Landes rentierten mit fast 11% und Carry-Trades lieferten ansehnliche Erträge. Die Herunterstufung der Staatsschulden Islands durch die Rating-Agentur Fitch löste einen Verkauf von Staatsanleihen aus. Der Abbau und die Erwartung, dass Japan die Zinsen bald erhöhen würde, stürzten den Markt für Carry-Trades in eine kurze Krise.

Einen weiteren Schock verursachten die massiven Verkäufe an den Aktienmärkten Anfang März 2007. Der Yen machte gegenüber dem Dollar einen Sprung von 4% innerhalb einer Woche vom 23. Februar bis 2. März. Einige Experten gingen davon aus, dass diese drastische Kursveränderung zu einem nachhaltigen Abbau von Carry-Trades führen würde. Aber so dramatisch die Kursbewegung auch war, reichte sie nicht an die 16% heran, um die der Yen während einer turbulenten Woche im Oktober 1998 aufwertete. Carry-Trades sind schon oft für tot erklärt worden. Aber es braucht nicht viel, um ihnen wieder Leben einzuhauchen.

¹ Foreign Currency Loans in Austria, Österreichische Zentralbank

Tagebuch eines Traders: Wir betonen, dass alle Geschäfte unseres fiktiven Händlers, Herr Short, Gründer der fiktiven HD Mega-Invest, frei erfunden sind.

USD/JPY



JAN. - APR. 2006... Nachdem ich der erste Händler war, der bemerkt hatte, dass man bei der isländischen Krone short gehen muss, habe ich wie wild brasilianische Real gegen Schweizer Franken gekauft und gut Geld verdient. Dann bin ich im thailändischen Baht gegen japanische Yen lang gegangen. Ein GENIALER SCHACHZUG, da der Baht stieg.

MAI 2006... Ich entschied mich, die Wellen in Bondi Beach zu studieren. Ich habe mein Board geschnappt und bin raus gepaddelt - der grosse WEISSE HAI liess mich kalt. Zu jener Zeit habe ich mich aber vor allen Hauptwährungen gehütet und darum auf das Ägyptische Pfund gesetzt. NOCH EINE GENIALE IDEE. Wenigstens habe ich nichts verloren. Mit Haien zu schwimmen hat sowieso mehr Spass gemacht als die Märkte im Mai '06. Investoren, die gehofft hatten, billige Yen zu borgen und in den US-Dollar, Aktien oder Gold zu investieren, hatten Pech gehabt. In einem Monat

verlor der Dollar fast 7% gegenüber dem Yen. Der S&P 500 Index war in weniger als drei Wochen um 5% eingebrochen und am 20. Mai erlebte das Gold innerhalb von einer Woche den schlimmsten Absturz seit Februar '83.

JUNI 2006... Als ich mich im Juni in Brasilien auf's Base-Jumping vorbereitete, rief ich einen Broker an um Dollar/Yen zu kaufen. Er hat mir einen Kassapreis von 112.20/30 offeriert. Ich habe 100 Millionen Dollar gegen Yen zu 112.30 gekauft. In Anbetracht meines Anlagehorizontes entschied ich mich das Kassageschäft fuer 9 Monate zu rollen. Diese Verlängerung hat mich mit einem zusätzlichen Terminabschlag von 400 Pips kompensiert!!!

OKT. 2006... Bis Oktober hatte ich eine schöne Stange Geld mit meinem Dollar/Yen Geschäft verdient. Der Dollar hatte gegenüber dem Yen um mehr als 6% zugelegt. Meine Intuition hat mir gesagt, dass es Zeit wäre, Gold zu kaufen.

DEZ. 2006... Mitte Dezember war ich wider im Dollar/Yen 'Trade' wie viele meiner Hedge Fonds Kollegen.

JAN. 2007... Nachdem der Dollar alle technischen Niveaus durchbrochen hat und sogar über dem gleitenden 200 Tage Durchschnitt höher handelte - war jedem klar, das 'Carry Traders' wieder am Steuer sassen. Von 119.00 Yen im Dezember stieg der Dollar auf 122.00 Yen bis Ende Januar. Dann aber brachen die Aktienmärkte wieder ein und die Volatilität verursachte erneute Turbulenzen...

Die letzte Tagebuchnotiz unseres fiktiven Händlers lautet... "USD/JPY. Verkaufen! Nein - kaufen! Nein, warte. VERKAUFEN! Dann... „Horror..“ Oder vielleicht hiess es einfach, „US Hypothekenmarkt.“

Jonglieren mit Risiken

Quants im Gespräch, oder der Umgang mit Black-Litterman:

$$X|v \sim N(\mu_{BL}, \Sigma_{BL})$$

$$\mu_{BL}(v, \Omega) = \mu + \Sigma P' (P \Sigma P' + \Omega)^{-1} (v - P \mu)$$

Von Alice Ratcliffe, mit Felix Csajka, Antonio Oro und Juri Sarbach



Juri Sarbach, Felix Csajka, Antonio Oro
Clariden Leu Investment Products

Foto: Alexander Sauer

Felix Csajka erhielt seinen Studienabschluss an der Eidgenössischen Technischen Hochschule (ETH) in Zürich. Er promovierte an der University of California in Berkeley in statistischer Physik. Danach forschte er am Max-Planck-Institut in Berlin. Seit 2005 führt er den CFA-Titel. 2001 trat er in die Bank Hofmann ein, die 2007 mit vier anderen Firmen zu Clariden Leu fusionierte. Seine Hobbys sind Zeichnen, Musik und Tunierschach. Er betreut eine Jugendschachgruppe. Csajka ist Schweizer und in Zürich geboren.

Antonio Oro besitzt einen Abschluss als Ingenieur mit einer Spezialisierung in Datenanalyse und Prozessdesign der Zürcher Hochschule Winterthur. Oro arbeitete als Portfolio- und Fondsmanager für verschiedene Banken in der Schweiz, bevor er 1998 seine eigene Investmentfirma gründete. 2002 verkaufte er die Gesellschaft. Im Dezember 2006 stieg er bei Clariden Leu ein, nachdem er seine Diplomarbeit (Trading mit Filtern: frühe Erkennung von Wendepunkten) abgeschlossen hatte. Seine Hobbys sind Wandern, Mountainbiking und Lesen. Oro ist Italiener und in Visp in der Schweiz geboren.

Juri Sarbach hat ein Lizentiat in Ökonomie der Hochschule St. Gallen. Sarbach arbeitet seit 2003 bei der Bank Leu, heute Teil von Clariden Leu. Bei der Bank Leu beschäftigte er sich mit Zeitreihenanalyse und entwickelte Asset-Allocation-Modelle. Nun arbeitet er daran, das Faktormodell für Clariden Leu Investment Products weiterzuentwickeln. Seine Hobbys sind das Züchten von Bonsais, Badminton und das Fahren seiner 1961er-Vespa. Sarbach ist Schweizer und in Biel geboren.

„Bei der Bildung eines Portfolios gibt es einerseits einen rein theoretischen Ansatz“, sagt Felix Csajka, Fondsmanager bei Clariden Leu in Zürich, der sich auf quantitative Methoden spezialisiert hat. Es gibt aber auch praxisorientierte Verfahren, bei denen man Techniken wie Random Walks einsetzt – eine mathematische Methode, um beispielsweise abzuschätzen, wie viele Schmetterlinge einen Hektar Wald um 12 Uhr mittags an einem bestimmten Tag bevölkern, verglichen mit dem Durchschnitt einer Standardpopulation von 10^{10} Schmetterlingen –, um Aktien mit einem optimalen Rendite-/Risiko­profil auszuwählen.

Bei dieser Methode ist es wichtig, Aktienanalyst zu sein und Computerwissen mitzubringen. Und etwas Erfahrung in Quantenphysik schadet auch nicht.

Csajka (gesprochen: TSCHAI-ka), der in allen drei Disziplinen zuhause ist und zudem noch ein Talent für Schach besitzt, leitet bei Clariden Leu ein Team von quantitativ orientierten Spezialisten.

Ein Portfolio mit komplexen mathematischen Modellen aufzubauen, ist wie eine „Expedition durch einen riesigen Datendschungel. Mit einem Computer kann man dieses Datendickicht einfacher durchdringen. Ein klassischer Analyst übersieht in diesem Dschungel unter Umständen Dinge, die ein quantitativer Analyst bemerkt“, so Csajka.

Sein Team kauft und verkauft Aktien basierend auf einem computer-gestützten Anlageprozess, ein Ansatz, der als quantitatives Investieren bezeichnet wird. Quantitative Analysten – „Quants“ – entwickeln Modelle zur Aktienselektion und Methoden zur Portfoliokonstruktion. Üblicherweise programmieren sie dazu auch gleich die nötigen Computermodelle.

Solche Modelle ermöglichen es dem Manager, Tausende von Aktien zu analysieren und die herauszupicken, die aufgrund ihrer Risikoeigenschaften voraussichtlich eine höhere Rendite abwerfen werden.

„Quantfonds haben einen natürlichen Reiz“, sagt Reginald Laing, Fondsanalyst bei

Morningstar in Chicago. Wofür der Computer wenige Minuten braucht, „benötigt ein Team von Analysten Wochen – in dieser Zeit, verändert sich der Markt, und Chancen verschwinden“, sagt Laing.

Normalerweise werden die Aktien in einem ersten Schritt analysiert und in eine Rangfolge gebracht. Nach diesem Filterungsprozess wird ein Portfolio gebildet, welches die gewünschten Rendite- und Risikoeigenschaften aufweist.

Obwohl es sich um eine quantitative Methode handelt, gibt es keine Zahlen, die belegen, wieviel Geld mit Hilfe dieser Strategie verwaltet wird. Es ist sogar äusserst schwer zu sagen, was quantitativ ist und was nicht.

„Fragen Sie zehn Menschen und Sie werden elf Definitionen von quantitativem Investieren erhalten“, sagt Tanya Styblo Beder, die bis September 2006 den Tribeca Global Managment LLC leitete, einen Multi-Strategy Hedge Fund der Citigroup. Bevor sie bei Citi einstieg, baute sie eine quantitative Abteilung beim New Yorker Hedge Fund



Spezialisten

Caxton Associates LLC auf. Sie glaubt, dass das Handeln basierend auf Computersystemen heute „gut ein Drittel des täglichen Handelsvolumens an den Aktienmärkten ausmacht“.

„Mittlerweile gibt es so viele quantitative Modelle, die Abweichungen im Markt identifizieren, dass die Dinge nicht mehr allzu sehr aus dem Lot geraten können. Deshalb werden die Volatilitäten wahrscheinlich generell tiefer sein“, so Beder.

Quantitative Fonds sind nichts Neues. Ein Index-Fonds, der 1971 von der Wells Fargo Bank aufgesetzt wurde, wird oft als der erste quantitative Fonds zitiert. Der Fonds gewichtete alle Aktien des New York Stock Exchange gleich, eine Regel, „deren Umsetzung sich als Albtraum herausstellte“, so John C. Bogle, Gründer der Vanguard Gruppe 2004 in einer Rede, in der er die Entwicklung solcher Fonds zusammenfasst.

Die Fortschritte in der Computertechnologie haben einer wachsenden Zahl von Managern quantitatives Investieren ermöglicht.

„Vor zehn Jahren hätte man einen Supercomputer gebraucht, um das zu erreichen, was wir heute tun“, sagt Antonio Oro, Spezialist für Datenanalyse und Statistik bei Clariden Leu. Er lernte Csajka 2006 kennen, als er an einem Forschungsprojekt arbeitete.

Csajkas Team benutzt PCs und Macs mit Software, die auf numerische Mathematik und Statistik spezialisiert ist. Neben dem reinen „number crunching“ werden diese Instrumente zusätzlich zur Überwachung von Risiken und zur Darstellung von Renditefaktoren eingesetzt.

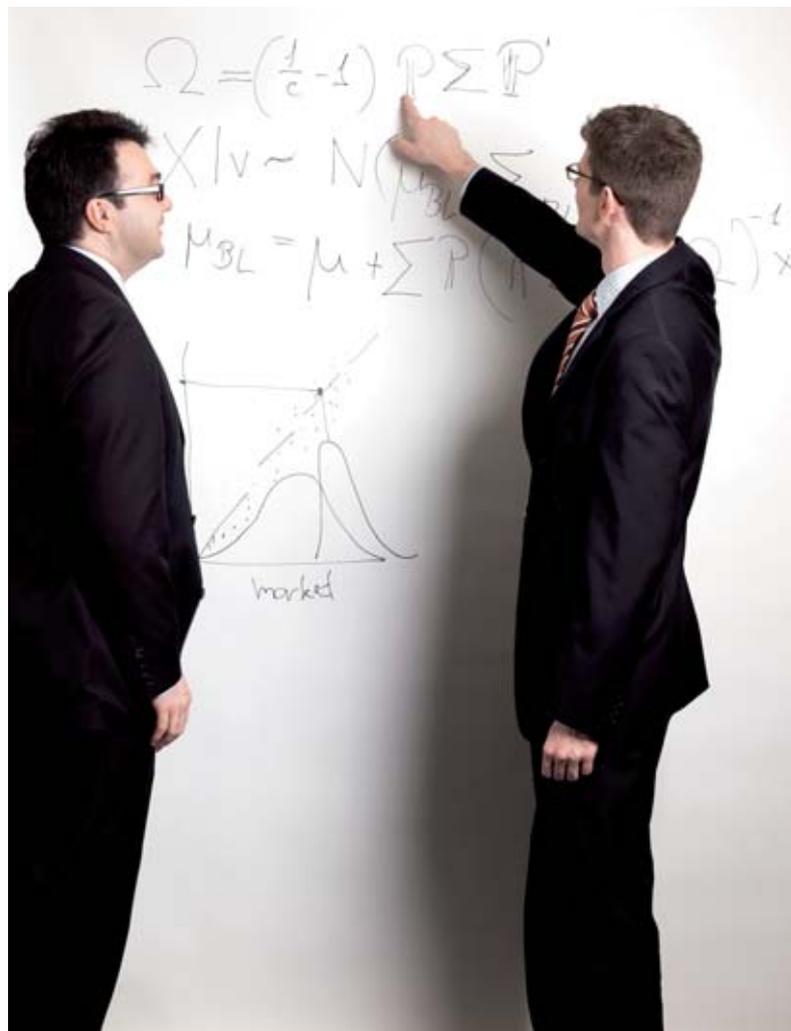
Juri Sarbach, der Dritte im Team, ist seit 2003 bei der Bank Leu, heute Teil von Clariden Leu, beschäftigt. Aufgrund seiner Erfahrung mit Zeitreihenanalyse und bei der Entwicklung von Asset-Allocation-Modellen will er den Selektions-Prozess bei Clariden Leu weiterentwickeln. In seiner Freizeit widmet er sich Bonsais, einem Hobby, das ebenfalls viel Geduld erfordert.

Wie stark der Computer bei der Auswahl der Aktien für ein Portfolio eingesetzt

wird, variiert. Bei reinen quantitativen Fonds übernimmt der Computer die gesamte Aktienauswahl, nachdem der Manager die Selektionskriterien und die Risikoprofile der Vermögenswerte sowie die Art des Selektionsverfahrens festgelegt hat. Andere Ansätze kombinieren Elemente der quantitativen Analyse mit klassischen Verfahren zur Aktienauswahl.

Es gibt viele Gründe, warum quantitative Investitionstechniken den Investoren gefallen und bei Vermögensverwaltern beliebt sind. Dazu gehört, dass die Modelle für 10-Millionen-Dollar-Portfolios ebenso gut geeignet sind wie für 1-Milliarden-Dollar-Portfolios, vorausgesetzt sie investieren in einen liquiden Markt. Ein gutes Modell sollte auch von anderen Managern verwendet werden können. Ausserdem gestaltet sich die Erkennung von Mustern bei Preisschwankungen ohne hochentwickelte Programme als schwierig.

Es ist nicht erstaunlich, dass uns in der Geschichte des quantitativen Investierens



Menschen begegnen, die das Leben aus einem etwas anderen Blickwinkel betrachten. Benoit Mandelbrot, der auch für IBM gearbeitet hat, verwendete quantitative Modelle, um in den 1960er Jahren bestimmte Muster bei der Entwicklung von Baumwollpreisen aufzudecken. Bekannt wurde er für seine Arbeit mit Fraktalen, die er auf die Gestalt von Küstenlinien und die Eigenschaften von Turbulenzen anwendete und die es ihm ermöglichte, den Computer künstliche Berge zeichnen zu lassen.

Harry Markowitz, Ökonom und Nobelpreisträger, gilt seit einem 1952 veröffent-

„Die Methode erfordert grosse Sorgfalt und viel Erfahrung.“ Csajka

lichten Artikel als einer der Begründer der modernen Portfoliotheorie. Er half in den 1960er Jahren eine Computerprogrammiersprache zu entwickeln. Die Sprache, SIMSCRIPT II.5, „hat immer noch eine beachtliche Anzahl Anwender“, so verschiedene Internetquellen, die Markowitz zitieren. Heute gibt es raffiniertere Modelle für viele Finanzinstrumente, zum Beispiel das Black-Scholes-Modell für Optionspreise und das Black-Litterman Global Asset Allocation Modell, das nach seinen Erfindern Fischer Black und Goldman-Sachs-Partner Robert Litterman benannt ist.

Mit profunden Computerkenntnissen und einer Prise Glück sind manche Quants, die Hedge Funds aufgelegt haben, sehr reich geworden. James Simons unterrichtete Mathematik am Massachusetts Institute of Technology und an der Harvard University, leitete die Mathematikabteilung an der State University of New York in Stony Brook und gewann 1976 den American Mathematical Society's Oswald Veblen Preis in Geometrie. Als Vorsitzender der Renaissance Technologies Corp. verdiente Simons 2005 gemäss dem Institutional Investor's Alpha Magazine schätzungsweise \$1.5 Milliarden.

Die Chance, reich zu werden und mit Methoden wie etwa Pfadintegralen die ausgetretenen Pfade zu verlassen, zieht die Besten und Innovativsten an. Alphasimplex, ein vom MIT Professor Andrew Lo gegründeter Hedge Fund, sucht auf seiner Website nach „Wissenschaftlern für die Forschung, Systemingenieuren, Webentwicklern und Akademikern mit Hintergrund in Bioinformatik, kognitiver Neurowissenschaft, Elektrotechnik und experimenteller Physik.“

Der Prozess des quantitativen Investierens folgt einem einfachen Verfahren. In den meisten Fällen wählt der Manager ein

breites Aktienuniversum wie den Standard & Poor's 500, analysiert diese Aktien, und bringt sie anhand ihrer relativen Attraktivität in eine Rangfolge; die Analyse beruht dabei auf einer Auswahl an Faktoren wie Unternehmens-Bewertung und Bilanz, kurzfristige Performance, erwartetes Ertragswachstum und Stärke der Bilanz. Nach der Aktienselektion kombiniert der Manager die ausgewählten Titel in der bestmöglichen Weise, ein Verfahren, das als Portfoliooptimierung bezeichnet wird.

„Man versucht, ein Portfolio zu realisieren, das die quantitativen Favoriten beinhaltet und gleichzeitig ein attraktives Risikoprofil aufweist“, so Csajka. „Wenn zwei Aktien stark korreliert sind, sollten nicht beide übergewichtet werden, weil dann das Risiko im Portfolio steigt.“

Eine Methode, um die beste Kombination an Titeln auszuwählen, fängt zuerst mit einem Risikomodell an. Dies kann zur Anwendung der traditionellen Markowitz Methode zur Portfolio-Optimierung führen. Die Optimierung des Portfolios mit dem Ziel, das bestmögliche Risiko-Renditeprofil zu finden, erfolgt durch spezialisierte Computeralgorithmen. Algorithmen, bereits vor über 2000 Jahren von Euklid für den Beweis eingesetzt, dass die Menge der Primzahlen unendlich ist, finden sich heute in allen möglichen Anwendungen, von Kodierungsgeräten bis hin zu computergestütztem Graphikdesign.

Sobald Fondsmanager allerdings einer Vielzahl von Anlagerestriktionen unterworfen sind, erweist sich Markowitz' Rendite-Risiko Optimierung als wenig praktikabel, weshalb das Verfahren heute kaum mehr angewendet wird. Zu diesen Einschränkungen gehört beispielsweise der Verzicht auf Short-Positionen, die Begrenzung der Transaktionskosten oder die Nachbildung eines Index'. Bei solchen nicht-linearen Optimierungsproblemen werden raffiniertere Ansätze eingesetzt, bei denen der Computer verschiedene Aktienkombinationen durch zufällige Änderung der Aktiengewichte ausprobiert, um die beste Kombination zu finden. Diese Monte-Carlo-Methoden (der Name leitet sich vom Roulette ab, einem „Zufallszahlengenerator“) sind in der Physik weit verbreitet und basieren auf der Stochastik, einem Zweig der Mathematik, der sich mit Zufall und Wahrscheinlichkeit befasst. Neben der Finanztheorie kommen stochastische Verfahren etwa beim Komponieren von Musik, beim Steuern von Flugzeugen mit dem Autopilot oder beim Bewerten versicherter Risiken zum Einsatz.

In seinem Buch „My Life as a Quant“ be-

schreibt Emanuel Derman, ein theoretischer Physiker, der später die quantitative Strategieguppe bei Goldman Sachs & Co. leitete, dass die wegweisende Studie von Fischer Black und Myron Scholes von 1973 mit stochastischen Methoden als „so obskur“ betrachtet wurde, dass bis zur Veröffentlichung „mehrere Jahre vergingen“. Gemeinsam mit Robert Merton gewannen dann diese erst 1997 den Wirtschaftsnobelpreis. Heute sind mathematisch geschulte Finanzpraktiker mit der Black-Scholes-Formel vertraut, die für ihre Anwendung bei Optionspreismodellen weit herum bekannt ist.

Selbst mit hoher Computerleistung ist es nicht leicht, mit Monte-Carlo-Methoden das optimale Portfolio zusammenzustellen. „Die Methode erfordert grosse Sorgfalt und viel Erfahrung, damit man Kombinationen findet, die in der Praxis stabil sind und das Portfolio sinnvoll ergänzen“, sagt Csajka. „So hat man schliesslich ein Portfolio, das die Risiken austariert und gleichzeitig die Aktien auswählt, die eine attraktive Investition darstellen.“

Quantitative Modelle haben allerdings auch Nachteile. Da sie zum Teil auf historischen Daten beruhen, benötigen sie mehr Zeit, um auf Marktbewegungen zu reagieren. Ausserdem tauchen in quantitativen Portfolios oft dieselben Titel auf, weil häufig ähnliche Variablen zur Aktienselektion eingesetzt werden.

Quant-Strategien dürften besonders in den Zeiten gut funktionieren, in denen wertorientiertes Investieren die besten Ergebnisse liefert. Bei diesem Value-Ansatz werden unterbewertete Aktien bevorzugt; dies im Gegensatz zu Strategien, bei denen Aktien mit grossem Wachstumspotential favorisiert werden. „Es wird interessant sein, zu sehen, wie populär Quant-Fonds sind, wenn der Wachstums-Ansatz gegenüber dem Value-Ansatz bestätigt wird“, sagt Laing von Morningstar.

Ein wesentliches Merkmal des quantitativen Investierens ist, dass sie ohne die Emotionen funktionieren, die das Urteil von Investoren verzerren können. Quantitative Fonds finden oftmals Gefallen, weil „ihre Anlagestrategien nicht beeinflusst werden von Emotionen, über die manche aktive Manager stolpern: diese steigen häufig genau zum falschen Zeitpunkt in Märkte ein und übersehen echte Werte“, so Laing.

Das ist nicht immer leicht zu akzeptieren, selbst für Quants. „Es ist schwer zu glauben, dass der Computer Firmen mag, die ich nicht mag“, sagt Oro. „Wenn das passiert, schalte ich den Computer aus und mache eine Kaffeepause.“ ■



Fortsetzung von Seite 9

Häfen: Prognosen gehen für Nordamerika bis 2020 von einem Wachstum des Containerumschlags auf 388 Millionen Tonnen aus, das Zweieinhalbfache des Volumens von 2000, so die American Association of Port Authorities.

Das Verkehrsaufkommen in Seehäfen ist dank des boomenden Welthandels in den letzten zehn Jahren expandiert. In Nordamerika soll der Durchsatz bis 2020 auf über 80 Millionen TEU (twenty-foot equivalent unit, das ist eine Masseinheit für die Ladekapazität von Containerschiffen; ein TEU entspricht einem 20 Fuss Container) steigen. Das ist eine Verdoppelung gegenüber 1995. Ein einzelner 20-Fuss-Container fasst 15.840 Ein-Liter-Weinflaschen oder 8.928 Gefrierhühnchen, so Rod Koon, Sprecher des Tacoma-Hafens.

Bei US-Häfen „ist das Interesse so hoch wie nie zuvor“, erklärt Neil Davidson, Hafenanalytist bei Drewry Shipping Consultants in London. „Die Preise, die für Hafenanlagen gezahlt werden, liegen auf Rekordhöhe.“

Zu den jüngsten Transaktionen zählt der Verkauf des 80%-Anteils an den Montreal Gateway Terminals durch Hapag Lloyd an

die Bank Morgan Stanley. Hapag Lloyd, eine Tochter des deutschen Reisekonzerns TUI, kündigte diesen Schritt im Februar an. Der Verkaufspreis liegt „nahe bei“ 300 Millionen Euro, das entspricht ungefähr den Schulden, die durch den Verkauf eliminiert werden, so ein Kenner der Transaktion.

US-Häfen müssen investieren, um effizienter zu werden. „Im Hinblick auf die Produktivität je Flächeneinheit werden die

„Das Interesse an U.S. Häfen ist so hoch wie nie zuvor.“

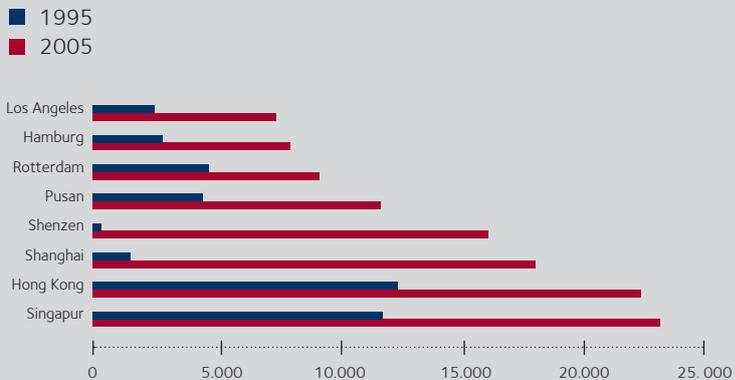
Neil Davidson, Drewry Shipping Consultants

Häfen in den USA durch antiquierte Betriebsregeln behindert“, sagt Ann-Marie Lundberg, Beraterin bei Tangent Services in Portland, Oregon.

Wegen der raschen Verkehrszunahme auf den Zufahrten zu den Häfen „stösst das Strassen- und Schienennetz an vielen Stellen an Kapazitätsgrenzen“, so Lundberg. „Die diversen Verkehrsabteilungen der Staaten an der Westküste suchen intensiv nach Finanzierungsmitteln, um die Infrastruktur um die Häfen herum auszubauen.“

Umschlag in den grössten Häfen der Welt in TEU (ein TEU entspricht einem 20-Fuss-Container)

Quelle: Containerisation International Jahrbuch, Deutsches Statistisches Bundesamt



Hamburger Hafen

„Südafrika ist absolut in der Lage, eine super Weltmeisterschaft zu organisieren.“

FIFA-Sprecher Markus Sieglar



Markus Sieglar
FIFA-Sprecher



Nelson Mandela, ehemaliger Präsident Südafrikas (Mitte) und Erzbischof Desmond Tutu (links) feiern die Entscheidung der FIFA

Warum eine Fussball-WM in Südafrika 2010?

„Fussball ist absolute Nummer 1 in Südafrika. Durch die Geschichte des Landes hat es natürlich auch im Sport gesellschaftliche Gräben gegeben. Und langsam beginnen sich die beiden Seiten zu mischen. Die Leute dort lieben Fussball, die sind verrückt nach Fussball, und wir werden eine wunderschöne Weltmeisterschaft erleben. Es wird anders sein als in Deutschland. Südafrika sollte nicht versuchen, Deutschland zu kopieren. Es soll eine südafrikanische Weltmeisterschaft geben, die vielleicht bunter, lauter ist, andere Musik hat – ein anderes Ambiente. Es soll afrikanisch sein, mit einer eigenen Identität und mit der eigenen Kultur. Fussball-verrückt sind die Leute. Absolut.“

Wird Südafrika rechtzeitig bereit sein?

„Südafrika wird bereit sein. Das ist gar keine Frage. Ein Problem wurde bereits gelöst. Das betraf die Entscheidung, fünf neue Stadien zu bauen und fünf zu renovieren. Wir sind zeitlich ‚on Track‘. Das muss auch so sein, weil 2009 der Confederations Cup in fünf Stadien dort stattfindet. Diese Skepsis ist ungerecht und unberechtigt, weil Südafrika absolut in der Lage ist, eine super Weltmeisterschaft zu organisieren. Wir sind da ganz optimistisch.“

Was ist der Vorteil für Südafrika, abgesehen von den Spielen selbst?

„Sie können auch Vergleiche ziehen mit Olympischen Spielen. Wenn Sie Athen nehmen vor den Olympischen Spielen 2004 – täglich Verkehrschaos! Durch die Olympiade hat die Stadt nicht nur Sportstätten gebaut, sondern auch ganz entscheidend an der Stadt gearbeitet, mit einer Metro, mit Stadtautobahnen. Und denken Sie an die Weltmeisterschaft in Deutschland. Das war für das Land die beste, erfolgreichste Imagekampagne, die man sich nur vorstellen kann, die sonst mit traditionellen Mitteln nicht zu schaffen wäre. Die Weltmeisterschaft hat Deutschlands Bruttosozialprodukt um 0,3% erhöht. Und dann, denken Sie auch noch an die Hotelübernachtungen und die anderen Dienstleistungen, die mit einer Weltmeisterschaft einhergehen: das Catering, die Unterkünfte, die Restaurants. Es ist wichtig, dass auch über den Sport hinaus, eben diese Chancen genutzt werden, um dem Land generell in puncto Verkehrserschließung, Wirtschaft, Beschäftigung usw. einen Boost zu geben.“





Foto: Getty Images, AFP

U-17 Spieler Moses Barnett im neuen Wembley Stadion

Stadien: Was die Stadien betrifft, gilt bei Neubauten nur ein Motto: je grösser, desto besser.

„Die Grösse eines Stadions ist aussergewöhnlich – kein anderes Gebäude und kein öffentlicher Platz wird jemals 80 000 oder 90 000 Menschen zusammenbringen, alle mit Blick aufeinander“, sagt Michael Weinstock, akademischer Leiter der Architectural Association School of Architecture in London. „Beim Bau von Stadien wirken enorme kulturelle Kräfte im Hintergrund – Länder und Regierungen stehen in Konkurrenz mit einander – und obwohl Stadien in allen Ländern geplant wurden, gibt es noch wenig Planungstheorie oder Planungsrichtlinien, die sich mit solch grossen Gebäuden und den

kulturellen Kräften dahinter beschäftigen.“

Der britische Schatzmeister Gordon Brown kündigte während einer Besichtigung des fast fertiggestellten Wembley Stadions an, dass England sich als Gastgeberland für die Fussballweltmeisterschaft 2018 bewerben werde. In England finden bereits die Olympischen Sommerspiele 2012 statt. Wembley wird gemäss den Architekten Foster + Partners das grösste überdachte Stadion der Welt sein. Das Bauwerk, realisiert von der Multiplex Group of Australia, ist fast vollendet und liegt im Zeitplan ein Jahr zurück.

„Wembley steckt voller Probleme“, sagt Andrew Thornley, Professor an der London School of Economics. „Die grössten Schwierigkeiten bestehen zwischen den Bauunter-

nehmern und Subunternehmen, die sich gegenseitig die Schuld zuweisen. Positiv ist, dass es kein isoliertes Projekt ist, sondern in einer heruntergekommenen Gegend realisiert wird und an weitere Modernisierungsprojekte gekoppelt ist.“ 70 bis 80 Millionen Pfund (\$135 Millionen bis \$155 Million) wurden in die Erneuerung der Umgebung gesteckt: dazu gehören neue Fahrstühle, breitere Treppen und verlängerte Plattformen an den drei U-Bahn Stationen, eine neue Fussgängerbrücke und ein Ausbau der Zufahrtsstrassen zum Stadion, erklärt eine Sprecherin des Wembley Stadions.



Flughäfen: Gegenwärtig sind 120 grosse Flughäfen im Bau oder kurz vor der Fertigstellung, so Momberger Airport Information, eine private Beratungsfirma in Deutschland.



Kassiererin am Moskauer Flughafen

auf. Ronan King, Chef der Dubliner Handelskammer, beklagte im Irish Independent, dass „Geschäftsleute sich schämten, Besucher aus dem Ausland zum Dubliner Flughafen zu bringen“. Ein Sprecher der Handelskammer sagte dazu, dass „Kings Kritik sich auf die Verspätungen beim Start des Projekts und die mangelnde Planung beziehe.“

Zina Psiola, Fondsmanagerin bei Clariden Leu kennt die Flughäfen in Zentral- und Osteuropa von vielen Reisen: Sie bieten nur minimalen Komfort und wenig oder zum Teil gar keine Automatisierung der Gepäckausgabe. Service wird von „billigen Arbeitskräften“ geleistet, so Psiola.

Bloomberg berichtet, dass die russische



Foto: Alexander Sauer

Zina Psiola
Russland-Spezialistin, Fonds Managerin
Clariden Leu Investment Products

An den Flughäfen in Osteuropa leisten „billige Arbeitskräfte“ den Service. Zina Psiola, Clariden Leu

beit. In St. Petersburg wurde eine vergleichbare Finanzierung für einen Luftfracht-Terminal am Pulkovo Flughafen auf die Beine gestellt. Die Finanzierungssumme für alle drei Projekte beträgt 300 Millionen Euro, davon stammen 100 Millionen Euro von der EBWE. Privatinvestoren und Geschäftsbanken tragen vergleichbare Beträge bei.

„Der Flugverkehr in Russland wird in der Zukunft stark wachsen. Deshalb sind substantielle Verbesserungen nötig bei der Modernisierung der Terminals und bei der Sicherheit und beim Komfort für die Passagiere“, sagt Puliti. „Es dürfte in den kommenden fünf Jahren rund ein Dutzend Flughafenprojekte geben, die mit Partnerschaften aus öffentlicher Hand und Privatinvestoren umgesetzt werden.“ Neue Flughäfen und ein höheres Verkehrsaufkommen werden den Bedarf für ergänzende Dienstleistungen erhöhen, erklärt Puliti.

Im Dezember 2006 investierte die EBWE \$10 Millionen in Form von Eigenkapital in die russische Billigfluglinie SkyExpress. Der Gesamtplan erlaubt Investitionen von bis zu \$20 Millionen.

„Wir setzen heutzutage viele Private Equity Geschäfte um“, sagt Puliti. Zurzeit verhandle die EBWE zwei weitere Private Equity Transaktionen in Russland, die Mitte 2007 bekannt gegeben werden könnten. Die EBWE hat auch der Firma Sukhoi Civil Aircraft ein Darlehen in Höhe von 100 Millionen Euro gewährt. Das Unternehmen soll 2009 sein erstes Regionalflugzeug in die Luft bringen, so Puliti.

Die EBWE wird sich auch darauf konzentrieren, Russlands Bahn- und Hafenzapazitäten zu verbessern. Das Land ist nach Saudi-Arabien der zweitgrösste Öllieferant der Welt, besitzt die weltweit grössten bekannten Erdgasreserven, und der Transport von Energie ist somit wesentlich für die wirtschaftliche Entwicklung. ■

Hochtief Airport, ein Fonds des deutschen Baukonzerns Hochtief, hält einen Anteil am Budapester Flughafen. American International Group und ein Konsortium, zu dem unter anderem General Electric und Credit Suisse Group gehören, haben im Dezember zugestimmt, den London City Airport zu kaufen. Laut Financial Times wird der Preis auf 750 Millionen Pfund taxiert. Das ist das 30fache des Preises, den der frühere Besitzer, der irische Investor Dermot Desmond 1995 für den Flughafen gezahlt hatte.

Gebaut wird überall. In Europa wird der Flughafen London Heathrow für \$10,6 Milliarden auf Vordermann gebracht. Die Sunday Times bezeichnete Heathrow im Dezember als „schlechtesten Flughafen der Welt“. Ein neuer Terminal 5 soll im März 2008 eröffnet werden. Auch Dublin rüstet

Regierung die Ausgaben für Flughäfen dieses Jahr um 25% erhöhen will. „In Russland haben grosse private Firmen in den letzten Jahren ein enormes Interesse gezeigt, sich an der Entwicklung und der Leitung von Flughäfen zu beteiligen“, sagt Riccardo Puliti in einem Telefoninterview im Februar mit Clariden Leu. Er leitet ein Team von Verkehrsspezialisten in der Infrastrukturabteilung der Europäischen Bank für Wiederaufbau und Entwicklung (EBWE). „Im Moment sind die meisten Firmen russischer Herkunft. Dieser Trend zeigt, dass auch in der Russischen Föderation die Auffassung herrscht, dass der private Sektor für solche Projekte tauglicher ist als der öffentliche Sektor.“

Die EBWE fördert Partnerschaften mit Privatinvestoren. Gegenwärtig realisiert sie an zwei Flughäfen eine solche Zusammenar-

Illustration: Daniel Müller



Clariden Leu Investment Professional Products Events 2007

Road Shows für Anleger und Berater – Schweiz, Liechtenstein

Juni 18. – 22.

Montag	18.	LUGANO	12:00-13:00	Hotel Lugano Dante
Dienstag	19.	BASEL	12:00-13:00	Hotel Victoria
Dienstag	19.	BERN	17:00-18:00	Hotel Bellevue Palace
Mittwoch	20.	GENF	12:15-13:15	Hotel Mandarin Oriental
Donnerstag	21.	VADUZ	12:00-13:00	Gasthof Löwen
Freitag	22.	ZÜRICH	12:00-13:00	Park Hyatt

September 17. – 21.

Montag	17.	LUGANO	12:00-13:00	Hotel Lugano Dante
Dienstag	18.	VADUZ	12:00-13:00	Gasthof Löwen
Mittwoch	19.	BERN	12:00-13:00	Hotel Bellevue Palace
Mittwoch	19.	BASEL	17:00-18:00	Hotel Victoria
Donnerstag	20.	GENF	12:15-13:15	Hotel Mandarin Oriental
Freitag	21.	ZÜRICH	12:00-13:00	Park Hyatt

November 26. – 30.

Montag	26.	ZÜRICH	12:00-13:00	Park Hyatt
Dienstag	27.	VADUZ	12:00-13:00	Gasthof Löwen
Mittwoch	28.	BERN	12:00-13:00	Hotel Bellevue Palace
Mittwoch	28.	BASEL	17:00-18:00	Hotel Victoria
Donnerstag	29.	GENF	12:15-13:15	Hotel de la Paix
Freitag	30.	LUGANO	12:00-13:00	Hotel Lugano Dante

Road Show für Anleger und Berater – Österreich

3. Mai (Thema: Russland)

Donnerstag	3.	WIEN	12:00-13:00	Hotel Sacher
------------	----	------	-------------	--------------



Die Clariden Leu Roadshows richten sich an professionelle Marktteilnehmer aus der Finanzbranche, wie z.B. Bankberater, Portfoliomanager, Analysten, Vermögensverwalter, Pensionskassenverwalter, sonstige institutionelle Anleger, etc. Änderungen betreffend den Daten und Austragungsorten bleiben vorbehalten. Informationen und Details zu unseren Anlässen erhalten Sie auf unserer Homepage: www.claridenleu.com

Clariden Leu, Investment Products, Bahnhofstrasse 32, CH-8070 Zürich, funds@claridenleu.com



**Jetzt bestellen!
Jeden zweiten Monat zugestellt.**

Wenn Ihnen „ahead“ gefällt, und Sie das Magazin gerne weiterhin kostenlos erhalten möchten, beziehungsweise Anregungen oder Fragen haben, können Sie uns gerne informieren unter:

ahead.info@claridenleu.com

Unsere Fonds kennen Sie,
merken Sie sich die neuen Namen.

Clariden  Leu

Vorzügliche Nachrichten für Anleger: Die vier Schweizer Privatbanken Clariden, Leu, Hofmann, BGP sowie die Credit Suisse Fides haben sich zur Clariden Leu zusammengeschlossen, um auch in Zukunft Ihren hohen Ansprüchen an Finanzprodukte gerecht zu werden. Mit innovativen Produkten, welche die weltweiten Trends abbilden.

Zürich, Basel, Genf, Lausanne, Lugano, Beirut, Buenos Aires, Dubai, Guernsey, Hongkong, Istanbul, Kairo,
Lissabon, London, Monaco, Montevideo, Moskau, Nassau, Oslo, Riga, São Paulo, Singapur

a CREDIT SUISSE GROUP company