

## Das schwarze Gold oder Diversifikation gegen Ratlosigkeit

Gleich am Anfang ein Bekenntnis: selten waren wir so ratlos wie heute, wenn es zur Frage kommt: „Wo soll man in diesem Jahr am besten investieren?“ Unser Problem liegt darin, dass wir selbst bei intensiver Betrachtung vergangener Zeiten, keine Parallelitäten zum heutigen wirtschaftlichem Umfeld finden um daraus Prognosen ableiten zu können. Seit der Lehman Pleite befinden wir uns in einem Neuland für Investitionsentscheidungen. In einer noch nie da gewesenen Rettungsaktion gegen die drohende Systemkrise wurden unter Anleitung der US Notenbank weltweit die „Druckerpressen“ angeworfen und damit mehr Geld an die Banken verteilt als zu jedem beliebigen Zeitpunkt seit Gründung der Notenbanken an Geldmenge zur Verfügung stand. Diese gewaltigen Summen an zusätzlichem Geld haben seit März letzten Jahres ihren Weg aus den Banken an die Kapitalmärkte genommen und dort zu einer Kursrallye in nahezu allen Anlageklassen geführt. Für die Mehrheit der Marktteilnehmer kamen diese Kursgewinne so unerwartet, dass sie mit bescheiden verzinsten Sparbüchern nur Zaungäste dieses Kursfeuerwerks sein durften. Auch wenn der aufmerksame Leser jetzt einwenden wird, dass er doch zumindest jemanden kennt, der stolz von seinen Gewinnen des letzten Jahres erzählt, so gibt es dennoch niemanden der so profitiert hat, wie jene die allgemein als die Auslöser der Krise angesehen werden: die „to big to fail“ XXXL-Banken, die abgesichert mit Hilfe von staatlichem Kapital, das billige frische Geld der Notenbanken zum Eigenhandel an den Börsen nutzten. So hat Goldman Sachs, kurz nachdem man sich über die Umwandlung vom Wertpapierhaus in eine Bank den Zugang zur Liquidität der US Notebank

Federal Reserve gesichert hat, begonnen, den Aktienmarkt aufzumischen: Die Goldmänner verdoppelten ihre Umsätze im Programmhandel an der New York Stock Exchange und wurden damit der dominante Teilnehmer an der größten Börse der Welt (eine Rolle die zuvor noch Lehman einnahm). Es ist natürlich Zufall, dass Goldman Sachs ein Monat später verlautbart, eine Kapitalerhöhung an der wiederbelebten Börse mit dem Ziel zu platzieren den lästigen staatlichen Anteilsinhaber abzulösen. Das Ergebnis des Jahres 2009 kann sich sehen lassen: eine Platzierung von neuen Aktien im Wert von 5 Mrd. USD an der Börse plus unvorstellbare 34,4 Mrd. USD Profit aus Handel und Eigeninvestments. Da sich der Staat nun nicht mehr einmischen darf, können mehr als ein Drittel der Börsengewinne auch als Kompensation für den erfolgreichen Coup an die Banker verteilt werden. Da darf man sich nicht wundern, wenn ein gegen Lobbyisten resistenter US-Präsident den für die Volkswirtschaft fragwürdigen Eigenhandel der XXXL-Banken und deren maximale Größe einschränken will. Diese Idee hat er von niemandem geringeren als dem Greenspan Vorgänger Paul Volcker. Der Staat kann sich die Rettung der Giganten kein zweites Mal leisten: „To big to rescue“ lautet die Devise.

### Zu viel Geld und zu hohe Kurse

Das viele Geld hat also für eine Inflation an den Börsen gesorgt und alle, die noch nicht davon profitieren konnten sind mit gestiegenen Kaufkursen konfrontiert. Die freundlichen Märkte scheinen abgekoppelt vom Umfeld instabiler Volkswirtschaften mit Arbeitslosenraten über 10%

## Das schwarze Gold oder Diversifikation gegen Ratlosigkeit

und anhaltender Pleitewelle. Die Frage ist: Nehmen die Kurse zu Recht eine nachhaltige wirtschaftliche Erholung vorweg oder befindet sich die Konjunktur, angefacht durch staatliche Strohfeuer wie Schrottprämien, nur auf einem nicht dauerhaft haltbaren Zwischenplateau am Weg nach unten und nimmt die schöne neue Welt an den Börsen 2010 ein jähes Ende? Wir wissen es nicht und agieren so wie es viele Unternehmenslenker heute ausdrücken, wenn sie im derzeitigen Nebel planen müssen: „Wir fahren auf Sicht“.

Wie soll man nun also investieren um sein Geld sicher über 2010 und die Folgejahre zu bringen? Es gibt nur ein Rezept, das gegen Ratlosigkeit hilft: Diversifikation. Von Allem etwas. Nur von Nichts zu viel. Das war schon immer so. Paracelsus lehrte uns schon: Alles ist Gift. Nur die Dosis entscheidet. Und dies gilt heute noch stärker, da die ehemaligen sicheren Häfen wie Staatsanleihen oder auch Sparbücher, ihre Schutzwälle nach dem Schulden-Tsunami verloren haben.

### Es gibt (noch) keine Inflation

Während die Inflation an den Kapitalmärkten wütet, bleiben die Verbraucherpreise am Boden. Noch. Denn folgt man den Lehrbüchern, ist es nur mehr eine Frage der Zeit bis eine solche gigantische Steigerung der Geldmenge den Geldwert über hohe Inflation zum Schmelzen bringt. Spätestens wenn die Banken das Geld wieder über Kredite an die Wirtschaft weiterleiten (statt es an den Kapitalmärkten zu investieren), kommt Inflationsdruck auf und die Notenbanken müssen die Zinsen nach oben schrauben: denn das viele neue Geld muss wieder zurück zu den Notenbanken oder - wie es der deutsche Finanzminister formulierte – „die Zahnpasta muss wieder zurück in die Tube“! Hohe Zinsen bremsen

aber das zarte Konjunkturpflänzchen und daher warten die Notenbanken noch ab: eine zu frühe Zinserhöhung würde das Gespenst Deflation wieder wecken, mit Depressionsfolgen.

Fragt man einen, der es wissen sollte, Nationalbank-Gouverneur Ewald Nowotny, wann es soweit sei, meint er, dass die EZB die Inflation im Griff habe. Wir brauchen uns also keine Sorgen zu machen.

### Und wenn sie doch kommt?

Fast. Ewald Nowotny hat nämlich einen zweiten Nachsatz, der ihn quasi vorweg entlasten soll, falls es anders kommt: „Zur Inflation kann es kommen, wenn der Ölpreis steigt.“ Für diesen trägt er bzw. die EZB nämlich keine Verantwortung. Recht hat er. Denn als der Ölpreis im Sommer 2008 auf 147 USD rauschte, lag die Inflation in Österreich schon über 4%. Und das bei einem Bruchteil der heutigen Geldmenge. Wir schließen uns also unserem Gouverneur an und empfehlen zur Absicherung der Inflation auch in Öl zu diversifizieren.

### Die Alternative: das schwarze Gold

Auch im fortschreitenden 21. Jahrhundert bleibt Öl die wichtigste Energiequelle und der sprichwörtliche Treibstoff im Motor der Weltwirtschaft. Anzeichen für eine Änderung der Situation sind nicht auszumachen. Was häufig unter dem Terminus „erneuerbare Energie“ zusammengefasst wird, wäre ohne staatliche Subventionen am freien Markt nicht kompetitiv: das Energieäquivalent eines Barrels Öl, produziert in modernen Solaranlagen, ist mit 1.800 USD etwa

## Das schwarze Gold oder Diversifikation gegen Ratlosigkeit

25mal teurer als Öl.

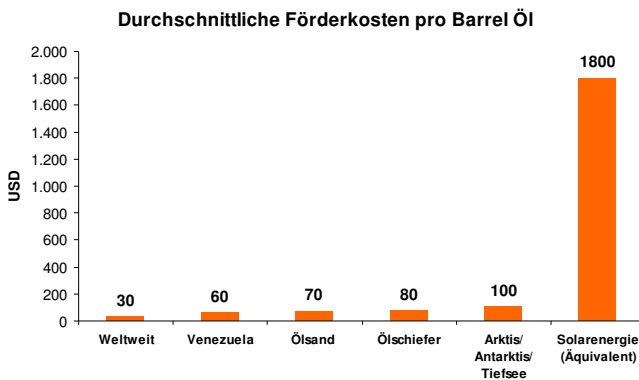


Abbildung 1: Durchschnittliche Förderkosten pro Barrel Öl (Quelle: Northern Energy Invest)

Nachfrageseitig werden Effizienzsteigerungen wie im Automobilbereich durch die Entwicklung der Schwellenländer mehr als nur kompensiert. Die wirtschaftliche Bedeutung des schwarzen Goldes macht Öl zudem zu einem wesentlichen politischen Faktor. Die Sicherung von Ölreserven durch nationale Schulderschlüsse wie etwa zwischen China und Venezuela führen den USA und Europa ihre Abhängigkeit von ölreichen Nationen vor Augen. Auch die Entwicklung der Besitzverhältnisse der Rohölquellen spiegelt dieses Bild wider. Kontrollierten private Ölgesellschaften im Jahr 1970 noch 85% der bekannten Ölreserven, waren es im Jahr 2007 nur noch 6%. Der Löwenanteil entfällt heute auf staatliche Ölfirmen wie Saudi Aramco oder, wenn auch in bedeutend geringerem Ausmaß, auf russische Ölkonzerne die nur bedingt als private Gesellschaften bezeichnet werden können. Der heutige Ölpreis ist für viele andere Produzenten nicht mehr kostendeckend: laut einer Studie von Goldman Sachs aus dem Jahr 2008 liegen die globalen Grenzkosten der Erdölförderung bei 85 USD das Barrel.

## Nachfrage nach Öl steigt weiter

An einem steigenden Ölpreis ist auch die Nachfrageentwicklung beteiligt, denn der weltweite Hunger nach Energie steigt stetig. Darüber sind sich auch alle Experten einig: Sowohl die OPEC als auch die amerikanische Energiebehörde rechnen bis in das Jahr 2030 mit einem Anstieg des weltweiten Energieverbrauchs von 42% bzw. 43%.

Wichtigste Energiequellen sind nach wie vor Erdölprodukte, deren Anteil am globalen Energieverbrauch nach Angaben der OPEC im Jahr 2006 mehr als ein Drittel betrug.

Weltenergieverbrauch nach Energiequelle

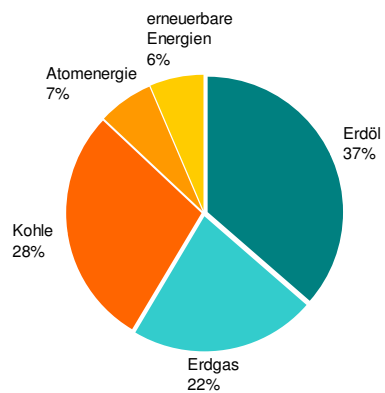
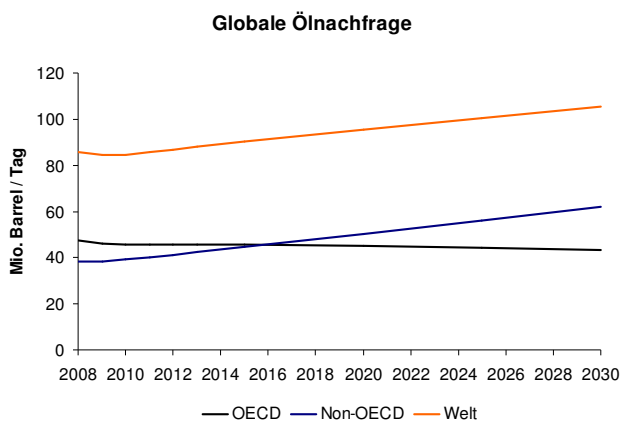


Abbildung 2: globaler Energieverbrauch nach Energiequelle (Quelle: OPEC World Economic Outlook 2009)

Während in der entwickelten Welt, trotz gescheiterten Klimagipfels im Kopenhagen, alles auf Energiesparen und Alternative Energien gesetzt wird, sieht die OPEC in den Nicht-OECD Staaten einen Anstieg des jährlichen Ölverbrauchs bis 2030 von über 60%. Der weltweite Ölbedarf würde damit von 85,6 auf 105,6 Millionen Barrel

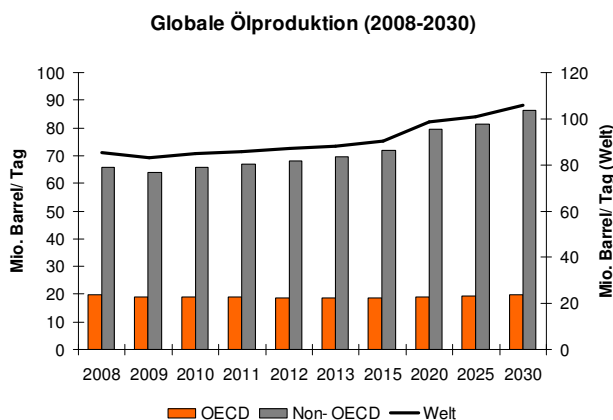
## Das schwarze Gold oder Diversifikation gegen Ratlosigkeit

pro Tag steigen.



**Abbildung 3: globale Ölnachfrage (Quelle: OPEC World Economic Outlook 2009)**

In der 2008er OPEC Studie rechnet man damit, dass die gesamte Nachfragesteigerung in den Nicht-OECD Staaten erfolgen wird, sodass 2030 der OECD Länder Anteil am Ölverbrauch bei nur mehr 41% liegen soll, während dieser heute noch über 50% liegt.



**Abbildung 4: Globale Ölproduktion (Quelle: OPEC World Oil Outlook 2009)**

Angebotsseitig werden sich die jüngsten Schwankungen im Ölpreis und krisenbedingte Finanzierungsschwierigkeiten von neuen Förderprojekten, negativ auf das kurz bis mittelfristige Wachstum der Ölproduktion auswirken. Dies betrifft vor allem Schwellenländer, da dort Förderverzögerungen

und Aufschübe den Erhalt der Produktionslevel beeinträchtigen und somit Druck auf die entwickelten bzw. reifen Märkte machen, die den Erwartungen zufolge schon an ihre Grenzen gelangt sind.

### Steigende Produktionskosten = steigender Ölpreis

Die Eigenschaft des Ölmarktes ist für das Verständnis des Ölpreises deshalb von entscheidender Bedeutung, da sie die Art der Preisbildung bestimmt. Wäre der Ölmarkt ein vollkommener Markt im volkswirtschaftlichen Sinne und Öl kein knappes Gut, entspräche der Ölpreis den Kosten des letzten Fasses Erdöls, das gerade noch produziert wird („Grenzkosten“) um die Nachfrage zu befriedigen. Allerdings gelten für knappe Ressourcen andere Gesetze. Bereits 1931 stellte der US-Ökonom Harold Hotelling die nach ihm benannte Hotelling Regel auf, wonach der Preis knapper Ressourcen mit dem Zinsniveau steigen muss. Der Marktpreis liegt demnach bei knappen Ressourcen im Ausmaß der Wertsteigerung einer Geldmarktveranlagung über den Grenzkosten. Tatsächlich wird diese Theorie etwa durch die Entwicklung von Immobilienpreisen bestätigt. Auch wenn die Hotelling Regel in der Historie des Ölpreises wohl häufiger verletzt als erfüllt wurde, argumentieren wir, dass mittelfristig ein Ölpreis unter den Grenzkosten der Produktion nicht haltbar ist.

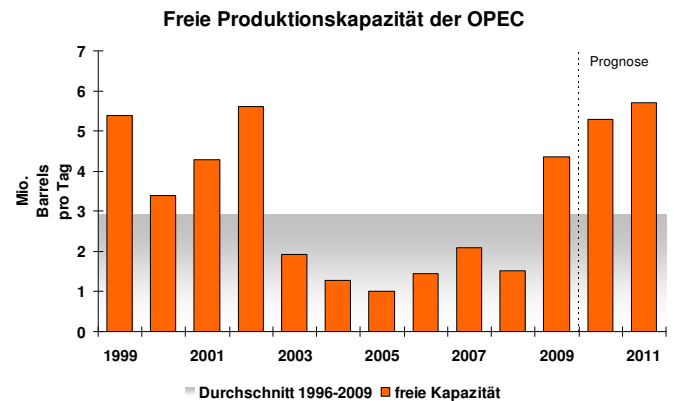
Warum dies kurzfristig trotzdem häufig vorkommt, erklärt der nachfolgende Abschnitt.

## Das schwarze Gold oder Diversifikation gegen Ratlosigkeit

### Hohe Schwankungen bleiben

Das Angebot von und die Nachfrage nach Erdölprodukten haben eines gemeinsam: Beide reagieren kurz- bis mittelfristig nur marginal auf Preisänderungen. Für die Nachfragefunktion lässt sich diese Eigenschaft durch den Mangel an Substituten für Erdölprodukte sehr leicht erklären. Autotanks müssen befüllt werden, koste der Benzin an der Tankstelle was er wolle, die Alternative ist Stillstand.

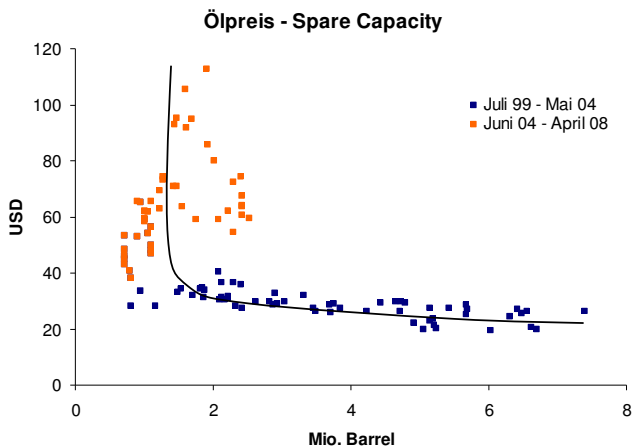
Schwieriger zu erklären ist die niedrige Preiselastizität der Angebotsfunktion. Zwar beschließen die Mitglieder der OPEC häufig Produktionskürzungen als Reaktion auf sinkende Ölpreise, allerdings sinkt das globale Angebot nicht in dem Maße, wie es zu erwarten wäre. Viele ölreiche Staaten sind von ihren Öleinnahmen wirtschaftlich und (inner-)politisch stark abhängig. Dies macht sie zu Umsatzmaximierern, die bei fallenden Preisen das Angebot noch erhöhen. Langfristige nationale Interessen spielen häufig eine untergeordnete Rolle. Umgekehrt sind Kapazitätsgrenzen in der Produktion dafür verantwortlich, dass das Angebot von Zeit zu Zeit die Nachfrage nicht befriedigen kann. Die sogenannte Spare Capacity, also die freie Kapazität der Ölproduktion, lässt kaum Platz für scharfe Anstiege der Nachfrage. Im Jahr 2005 lagen die ungenutzten Produktionskapazitäten bei etwa einer Million Barrel pro Tag, nicht viel, wenn man an den Tageskonsum von etwa 85 Millionen Barrel denkt.



**Abbildung 5: freie Produktionskapazität der OPEC**  
(Quelle: Energy Information Administration)

Viele Jahre galt Saudi Arabien, das Land mit den größten bekannten Ölreserven der Welt, als jener Öllieferant, der Nachfragespitzen umgehend durch Angebotserhöhungen ausgleichen kann. Im Februar 2006 kündigte der Saudische Minister Ali I. Al-Naimi im Rahmen des jährlichen CERA Ölgipfels in Houston, Texas die tägliche Förderkapazitätsausweitung von 11 Mio. auf 12,5 Mio. Barrel bis in das Jahr 2010 an. Für Mitte 2009 schätzt die US amerikanische Energiebehörde EIA die saudische Förderkapazität auf unveränderte 11 Mio. Barrel pro Tag – Wasser auf die Mühlen der saudischen Kritiker wie Matthew Simmons, der in seinem viel beachteten Buch „Twilight in the desert“ die saudischen Angaben zu Ölressourcen und Förderkapazitäten anzweifelt.

## Das schwarze Gold oder Diversifikation gegen Ratlosigkeit

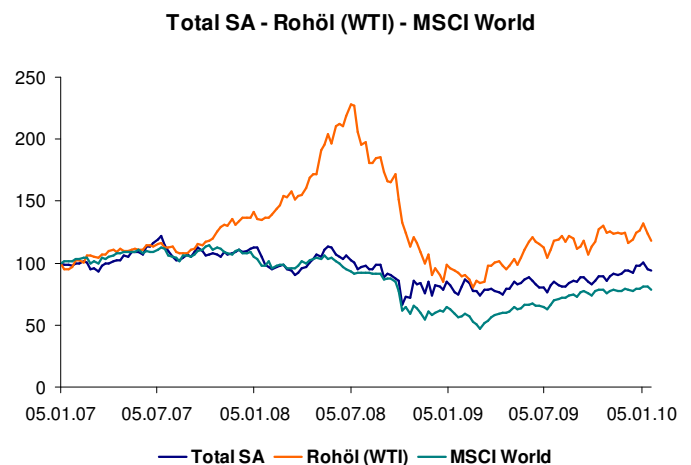


**Abbildung 6: Ölpreis und freie Produktionskapazität**  
(Quelle: John Cook, Energy Information Administration; Next Stop for Oil Prices: \$100 or \$150?, 11. Juni 2008)

Wir sehen daher mittel- bis langfristig einen Druck auf den Ölpreis nach oben und argumentieren, dass mittelfristig ein Preis unter den Grenzkosten der Produktion nicht haltbar ist. Die niedrige Preiselastizität sowohl der Nachfrage als auch des Angebots wird dazu weiterhin für eine hohe Volatilität des Ölpreises sorgen. Unsicherheiten für unseren Ausblick stellen politische Entwicklungen und Innovationsschübe dar.

### Investieren ins schwarze Gold

Abschließend bleibt die Frage: „Wie kann man in Öl investieren, um von Preisanstiegen zu profitieren“. Ziel ist ein wirkungsvoller Schutz gegen eine Ölpreisinflation. Der Kauf von Öläktien kommt nicht in Frage, da diese nicht die erwünschte Partizipation an der Performance des zugrundeliegenden Rohstoffes erlaubt. Meist korrelieren diese Aktien stärker mit dem Aktienmarkt als mit dem Rohstoff selbst. Wie man an Hand des nachfolgenden Charts beim Ölriesen TOTAL SA sehr gut erkennen kann, konnte der Aktienkurs von der Ölpreisentwicklung kaum profitieren.

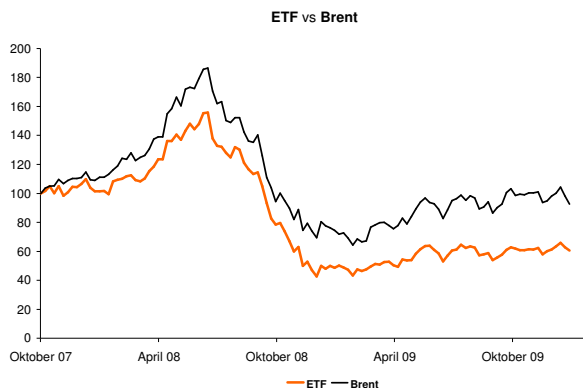


**Abbildung 7: indizierte Entwicklung des Aktienkurses der TOTAL SA, des MSCI World und der Rohölsorte WTI, Januar 2007 = 100** (Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen)

Die Alternative über den Terminmarkt oder abgeleitete Finanzprodukte wie Indexzertifikate bringt ein wesentliches Problem mit sich: „Contango“. Futures notieren nach dem No-Arbitrage Prinzip um die Differenz von Zins- und Lagerkosten vom Kassapreis. Nur wenn der Ölpreis bis zum Termin um mehr als diese Kosten steigt, kann man gewinnen. Der „Contango“ Effekt kostet laufende „Rollverluste“ in den Indexzertifikaten. Besonders stark ausgeprägt war das „Contango“ in der Futures Kurve in Rohöl der Sorte Brent Anfang des Jahres 2009. Am 2. Jänner des Vorjahres etwa, lag die Differenz zwischen dem Spot Preis und dem Future mit dem nächsten Liefertermin bei über 15%. In diesen Future zu investieren gleicht der Lagerung von Öl in einem leckenden Tank. Auf Jahressicht lag die Differenz sogar über 50%. Aktuell liegt das „Contango“ mit etwa 5% p.a. abhängig von der Positionierung auf der Futures Kurve zwar wieder auf einem niedrigeren Niveau, doch auch diese Kosten wollen durch einen steigenden Ölpreis erst aufgeholt werden bevor Gewinne verbucht werden können. Gegenleistung für die Preisdifferenz zwischen Termin- und Kassakurs gibt es für den Investor in Indexzertifikaten jedenfalls keine, für

## Das schwarze Gold oder Diversifikation gegen Ratlosigkeit

die Strukturierung der Indexzertifikate verrechnen die Emittenten zusätzliche Gebühren.



**Abbildung 8: indizierte Preisentwicklung der Rohölsorte Brent und eines ETF auf die Rohölsorte Brent Oktober 2007 = 100, (Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen)**

Damit bleibt nur das Direktinvestment. Leider lässt sich das Schwarze Gold allerdings wesentlich aufwändiger lagern als das Original. Keine Barren, sondern Barrel müssten in den Safe. JP Morgan, eine der XXXL-Banken, hatte solche Safes in Form von Öltankern gechartert und profitierte damit vom obengenannten „Contango“-Effekt durch sofortigen Verkauf zum Terminkurs. Damit bleiben nur mehr das Umweltrisiko und ein nicht unbeträchtlicher Gesamtaufwand.

Doch dieser Investmentletter würde keinen Sinn machen, würden wir ihn tatsächlich ratlos enden lassen: Unsere Lösung ist so einfach, wie kompliziert: statt „willkürlicher“ Aktien, teurem „Termin“-Öl oder aufwändiger Lagerung einfach in Ölquellen investieren. Das Öl lagert kostenlos unter der Erde und man zahlt dafür heute (auch nach Förderkosten) weniger als am Kassamarkt über der Erde. Kompliziert deshalb, weil Explorations- sowie politische Risiken unerwünscht sind und daher nur alte, stabile Quellen in den USA in Frage kommen. Das klingt exotischer als es ist: in Texas wechseln jährlich 40.000 Ölquellen den Besitzer. Was bei uns das Zinshaus ist, ist in Texas die Ölquelle: die bevorzugte Pensionssicherung bei vergleichbarem Gesamtaufwand.

Wir haben uns die Vereinfachung dieser Komplexität zur Aufgabe gemacht. Die Bank nimmt dem Investor ein Direktinvestment inklusive Steuerpflicht in den USA ab und reicht einfach die Performance einer Anzahl ausgewählter Ölquellen über ein daran verlinktes Wertpapier an den Investor weiter. Der Vorteil für den Kunden gegenüber einem Indexzertifikat: Laufende Erträge von etwa 7% p.a. (nach Gebühren) schon bei konstantem Ölpreis, statt Rollverlusten aus dem „Contango“-Effekt.

Das Ergebnis ist wieder einfach und soll eine Antwort auf unsere Ausgangsfrage sein: „Wo soll man in diesem Jahr am besten investieren?“

*Bei näherem Interesse fragen Sie Ihren Berater nach der Capital Bank Öl- und Gas-Quellen Asset Linked Note 2009/15 (AT000B109996)\**

\* Unterlagen und Basisprospekt sind in den Räumlichkeiten der Capital Bank bzw. unter <http://www.capitalbank.at> abrufbar.

Hierbei handelt es sich um eine Werbemitteilung mit ausschließlichen Informationscharakter, welche keinesfalls eine anleger- und objektgerechte Beratung sowie umfassende Risikoaufklärung – jedes Produkt hat ein unterschiedlich hohes Risikoniveau – ersetzt. Alle in der Unterlage verwendeten volkswirtschaftlichen und wertpapierbezogenen Daten sind aus Bloomberg, [www.eia.doe.gov](http://www.eia.doe.gov) oder [www.opec.org](http://www.opec.org) entnommen. Alle verwendeten Informationen beruhen auf sorgfältig ausgesuchten Quellen; es wird keine Gewähr für die Vollständigkeit, Richtigkeit und Aktualität der vorliegenden Werbemitteilung sowie der herangezogenen Quellen übernommen. Haftungs- oder Schadenersatzansprüche, welche aus der Nutzung oder Nichtnutzung bzw. aus der Nutzung fehlerhafter und unvollständiger Informationen resultieren, sind ausgeschlossen.