10

Oktober 2004 / 5,00 €

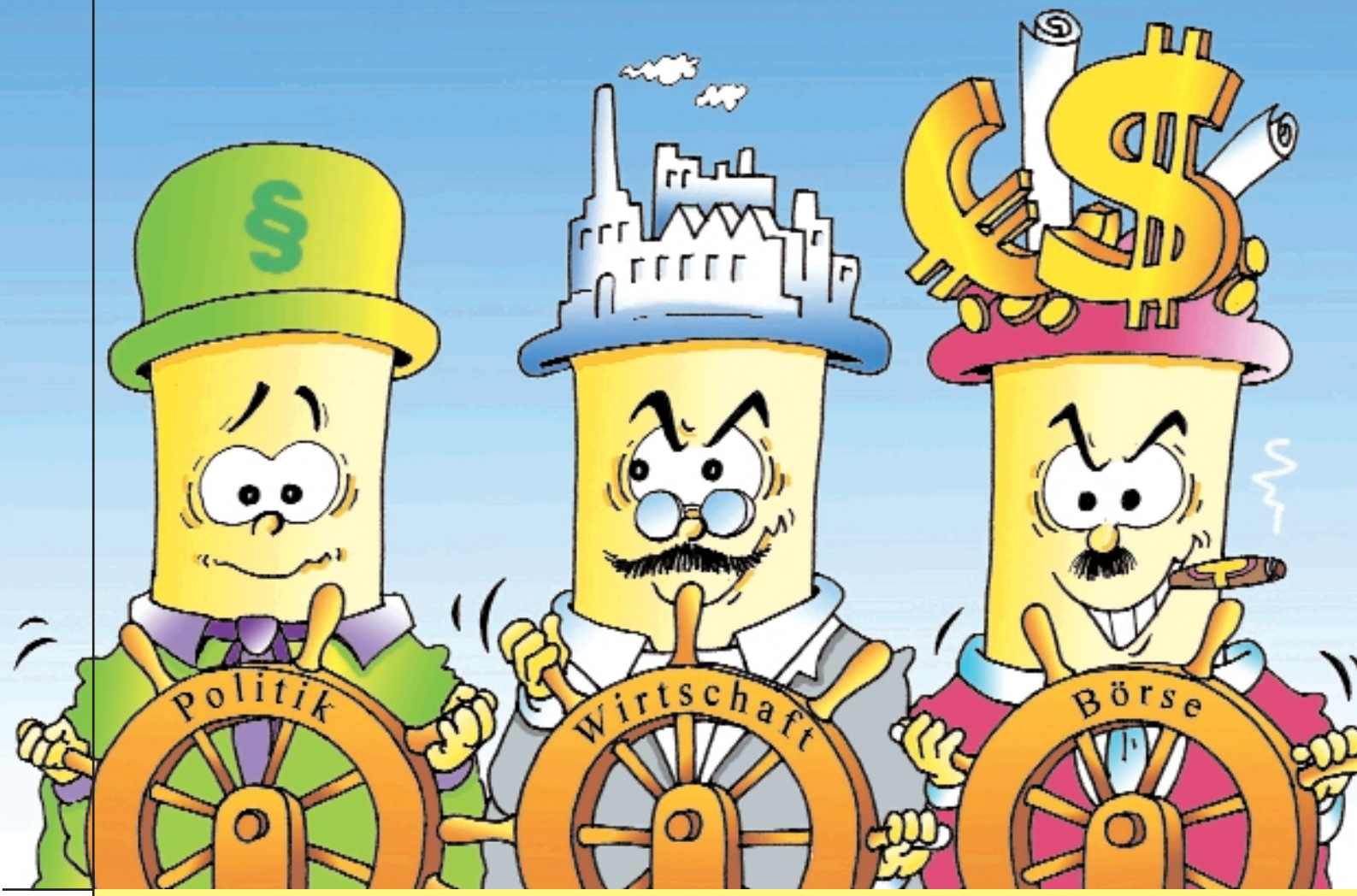
www.smartinvestor.de

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

Die großen Trends dieses Jahrzehnts

Wohin steuern Politik, Wirtschaft und Börse?



SMALL- UND MICROCAPS:
Spannung in der vierten Reihe

ROHSTOFFE:
Die Rache der Alten Ökonomie

CHRISTOPH ZWERMANN:
Über Trends, Risiken und Wahrheitsgehalte

4396197805006 10

1/1_AZ_ING

EDITORIAL

smart = bearish?

Ralf Flierl,
Chefredakteur

In einem kürzlich geführten Telefongespräch mit einem Leser sagte mir dieser, nachdem wir uns gegenseitig unsere Marktmeinung erläutert hatten, daß es doch in der gegenwärtigen Zeit nicht sehr smart sei, wenn man – wie ich – bullish für die Aktienmärkte ist. Auf meine Frage, was denn das eine mit dem anderen zu tun habe, wurde der Ton etwas lauter, worauf ich zur Vermeidung eines ungemütlichen Streits ein schnelles Ende des Telefonats herbeiführte. Nun ist dieses Gespräch – zumindest was den Tenor anbelangt – derzeit kein Einzelfall, seit etwa drei Monaten wird die Smart Investor-Redaktion immer wieder mit solchen oder ähnlichen Meinungen konfrontiert.

Tiefgründig wie wir nun mal sind, stellen wir uns also schon seit geraumer Zeit die Frage, warum der Smart Investor so sehr mit „Bearishness" in Verbindung gebracht wird. Nun, zunächst einmal kam die erste Ausgabe des Smart Investor ziemlich genau am Tief der Aktienmärkte heraus; gut möglich also, daß viele das Magazin mit Baisse assoziieren. Ein weiterer und wahrscheinlich viel schwerwiegenderer Grund könnte in unserer per Saldo doch recht kritischen Berichterstattung liegen. Wer Mißstände in Politik und Wirtschaft laufend beschreibt – und davon gibt es wahrlich genug –, der kann auch den Märkten kein Aufwärtspotential einräumen. Das ist vermutlich diejenige Kausalkette, die viele unserer Kritiker zugrunde legen.

Der Begriff „smart" hat für uns aber absolut gar nichts mit der prognostizierten Richtung des Marktes zu tun, sondern schon eher mit dem Vertreten einer Meinung, die der allgemeinen Ansicht entgegengesetzt ist (Contrary Opinion). Und es ist nun einmal ein gutes Indiz dafür, fernab vom Mainstream zu prognostizieren, wenn man wegen seiner Meinung häufig scharf kritisiert wird. Die Polarität, die mit „smart" in Verbindung gebracht werden muß, ist also nicht „Baisse- versus Hausse-Prognose", sondern „Minderheits- versus Mehrheitsmeinung".

Daß wir keineswegs eine Mehrheitsmeinung vertreten, auch langfristig nicht, können Sie beim Lesen unserer diesmaligen Titelstory „Die großen Trends dieses Jahrzehnts" erkennen. Dieser Artikel stellt quasi eine Zusammenfassung aller unserer hier bereits geäußerten wichtigen Ansichten bzw. Theorien dar, und was dabei herausgekommen ist, kann sicher nicht als allgemeines Gedankengut bezeichnet werden. Was unsere kurz- bis mittelfristig bullishe Sicht anbelangt, sei auf die Rubrik „Das große Bild" auf S. 32 verwiesen.

Aufgrund der Vielzahl von Leserzuschriften, die die Redaktion jeden Monat erreichen, haben wir uns entschlossen, ab dieser Ausgabe eine regelmäßige Rubrik einzuführen, in der wir die interessantesten Leserbriefe abdrucken und beantworten. Sehen Sie hierzu S. 49.

Eine kurzweilige Lektüre
wünscht Ihnen

Ralf Flierl

Die Redaktion des Smart Investor beurteilt einmal wöchentlich die kurzfristigen Entwicklungen an den Märkten im kostenlosen Newsletter Smart Investor Weekly. Dieser kann jeden Dienstag nachmittag ab ca. 17.00 Uhr unter www.smartinvestor.de abgerufen werden. Dort haben Sie auch die Möglichkeit, sich für eine zeitnahe Zusendung in einen eMail-Verteiler einzutragen.

RENDITE & MEHR

MIC Rohstoffe Plus Depot

Profitieren Sie von den positiven Entwicklungen des Rohstoffsektors und investieren Sie jetzt in das MIC Rohstoffe Plus Depot. Ab einer Anlagesumme von 2.500 Euro können Sie am Aufwärtstrend partizipieren.

Mit ihren flexiblen Anlagestrategien erschließen die MIC-Gemeinschaftsdepots die Chancen der internationalen Kapitalpapiermärkte.

- MIC Aktien Plus Depot
- MIC Anleihen Plus Depot
- MIC Rohstoffe Plus Depot

Ihre Vorteile im
MÜNCHNER INVESTMENT CLUB (MIC)

- Erfolgreiche Anlagestrategie
- Völlige Unabhängigkeit
- Kein Ausgabeaufschlag
- Kostenfreier MIC-Depotwechsel
- Niedrige Mindestanlagesumme
- Flexibilität und Transparenz
- Sicherheits- und Kontrollkonzept

Fordern Sie unsere Infobroschüre an oder besuchen Sie als Gast eine unserer Veranstaltungen.

MÜNCHNER INVESTMENT CLUB
Herterichstraße 101
81477 München

Telefon 089 - 79 08 63-50
E-Mail info@mic-online.de
Internet www.mic-online.de

MÜNCHNER INVESTMENT CLUB

Titelstory: Die großen Trends dieses Jahrzehnts – wohin steuern Politik, Wirtschaft und Börse?

Wo stehen wir jetzt und wo geht die Reise hin? Eine schwierige Antwort auf eine einfache Frage, wenn man bedenkt, daß von dem, was man über Börse, Politik und Gesellschaft hört, immer weniger zusammenpaßt. Ziel unserer Titelstory ist es, einen durchgehenden roten Faden zu knüpfen – ab Seite 6.

Die Rache der Alten Ökonomie; von Dr. Stefan Weiser, Goldman Sachs

Angesichts der laufenden Rohstoffrally stellen sich Anleger die Frage, ob man auch in „Knappheit" investieren kann. Investitionen in Rohstoffaktien haben den Nachteil hoher Volatilitäten, zusätzlich kauft man das Managementrisiko. Welche Alternativen existieren, das lesen Sie auf den Seiten 16 bis 18.

Interview mit Anlagestratege und Investmentberater Christoph Zwermann

Smart Investor sprach mit Anlagestratege und Investmentberater Christoph Zwermann über die Aussichten für Börse und Wirtschaft sowie die wichtigen Trends der kommenden Jahre. Dem „Mainstream" anzuhängen wird man Christoph Zwermann nicht unterstellen können – auf den Seiten 50 und 51.

Märkte

6 **Titelstory:** Die großen Trends dieses Jahrzehnts – Wohin steuern Politik, Wirtschaft und Börse?

8 **Titelstory:** „Es wird Verteilungskämpfe geben"; Interview mit Philipp Vorndran, CSFB

11 **Titelstory:** „Ständig gezwungen, das Falsche zu tun"; Interview mit Franz Josef Radermacher, FAW/Ulm

16 Die Rache der Alten Ökonomie; von Dr. Stefan Weiser, Goldman Sachs

19 Spannung in der „vierten Reihe" – MicroCaps aus dem Finanzbereich

22 Begrenzte Chance bei wenig Risiko – Drei Abfindungskandidaten

Hintergrund

24 **Nachhaltiges Investieren:** Ethisch-ökologische Fonds unter der Lupe; von Bernhard Schmidt, www.billiger-investieren.de

26 **Derivate:** Investieren in die künftigen Trends

30 **Prinzipien des Marktes:** Logarithmische versus lineare Kursdarstellung

Research

32 **Das große Bild:** Die Rally ist in vollem Gange

34 **Relative Stärke:** Kaufen, marsch, marsch?!

35 **Sentimenttechnik:** NOTES – auf höchstem Stand seit zwei Jahren; von Manfred Schumacher

36 **Emerging Markets-Aktie:** Hansabank (Estland)

38 **Aktie im Blickpunkt:** Masterflex – viel Potential im Schlauch

40 **Externe Analyse:** IWKA – vor Hebung von Ergebnispotentialen; von Eggert Kuls, M.M. Warburg

42 **Turnaround:** R.Stahl – Konsequente Umgestaltung

43 **Buy & Good Bye:** Salzgitter und Coca-Cola

44 **Musterdepot:** Unplanmäßig abgebremst

46 **MoneyTalk:** Claus-Matthias Böge, Deutsche EuroShop

Potpourri

48 **Kolumne:** „Die Bärenfallen sind bereits aufgestellt" von Thomas Grüner

49 **Leserbriefe:** Widerspruch und Anmerkungen

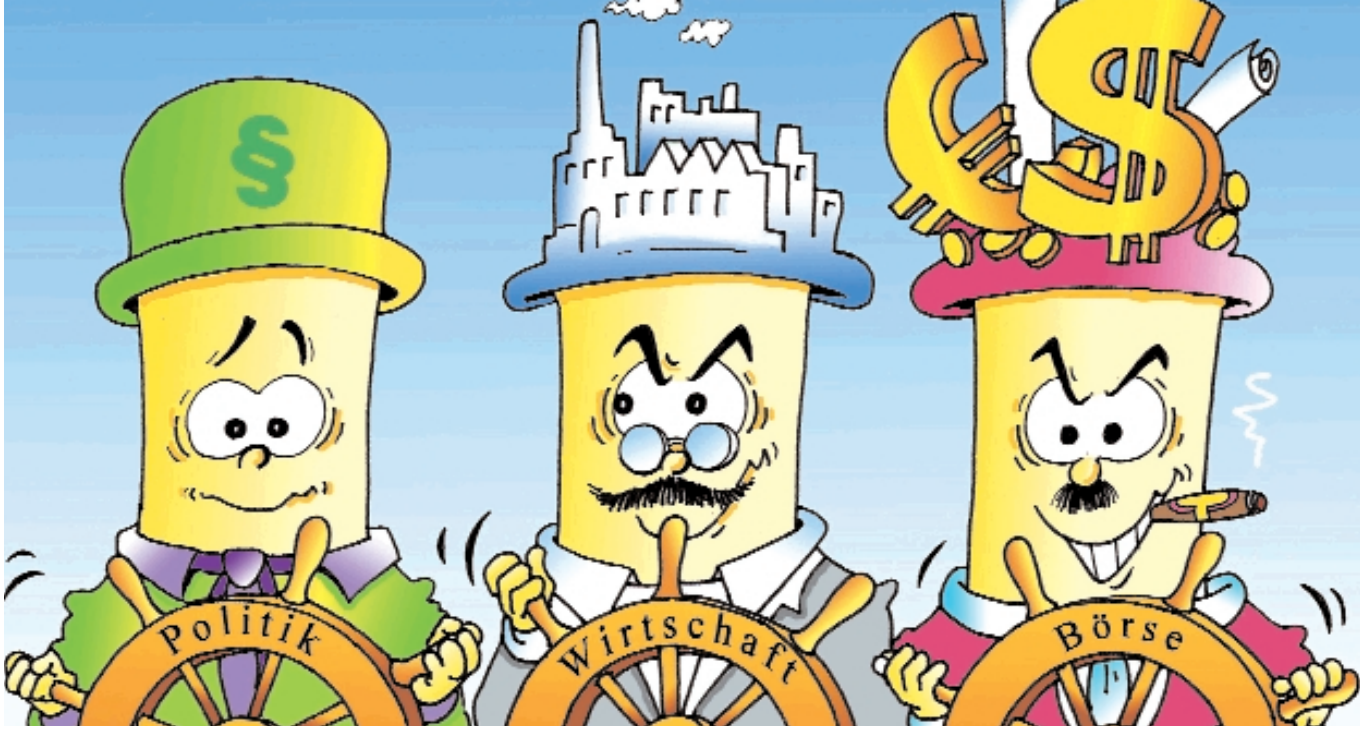
50 **Interview mit einem Investor:** „Wer so denkt, lebt sehr gefähr lich"; Christoph Zwermann

52 **Buchbesprechung:** „Weltsichten-Weitsichten" von Robert Rethfeld und Klaus Singer

54 **Zitate:** Trends und Tendenzen

---

53 **Unternehmensindex**
Vorschau *Smart Investor* 11/2004
Impressum



Die großen Trends dieses Jahrzehnts

Von dem, was man über Wirtschaft, Börse, Politik und Gesellschaft hört, paßt immer weniger zusammen. Wo stehen wir jetzt und wo geht die Reise hin? Ziel dieses Beitrags ist es, einen durchgehenden roten Faden zu knüpfen – mindestens aber sollte ein Anleger danach in der Lage sein, sich selbst ein fundiertes Bild zu machen.

Unsere Intention

Smart Investor wird eine Art umfassende Bestandsaufnahme durchführen, um herauszukristallisieren, wo „wir" uns gerade befinden. Denn nur wer weiß, wo er steht, kann auch über die nächsten Schritte nachdenken. Im Börsenmetier gilt dies allemal. Schwarzmalerei, Schönfärberei, blinder Zukunftsglaube oder gar historischer Determinismus sind Fallstricke, die es zu umsteuern gilt. Anschließend werden wir unsere Schlußfolgerungen ziehen, wobei unsere Sichtweite auf das erste Jahrzehnt dieses neuen Jahrtausends beschränkt bleiben soll. Smart Investor-Lesern werden die einen oder anderen Gedankengänge bereits vertraut vorkommen, schließlich haben wir in zurückliegenden Heften stets darauf geachtet, daß sich einzelne Gedankenfäden in ein übergeordnetes Bild einfügen. So werden wir an mehreren Stellen (in römischer Numerierung) auf die entsprechenden Smart Investor-Ausgaben verweisen. Im Anhang finden Sie die zugeordneten Fußnoten mit den Verweisen auf die besagten Beiträge.

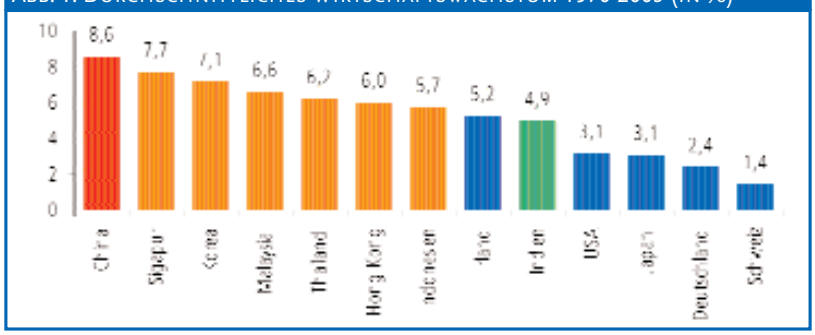
Zum Leseverständnis

Diese unsere Schlußfolgerungen repräsentieren das, was wir mit den Kenntnissen von heute als die wahrscheinlichsten Zukunftsszenarien darstellen. Viele der dargelegten Entwicklungen werden nicht nur die nächsten fünf oder zehn Jahre ein Thema sein, sondern weit darüber hinaus kommende Jahrzehnte prägen (Beispiel: demografische Entwicklung). Andere hingegen werden erst später zu einem wirklichen Problem und in den nächsten 5 bis 10 Jahren noch nicht dringlich akut sein (Beispiel: Klimaveränderungen). In diesem Beitrag widmen wir uns einer langfristigen Sichtweise der Dinge – in etwa bis zum Ende dieses Jahrzehnts –, während wir in unserer regulären Rubrik „Das Große Bild" eine mittelfristige und im wöchentlichen Online-Newsletter Smart Investor Weekly (www.smartinvestor.de) eine kurzfristige Zeitspanne beleuchten.

Auf der Suche nach dem Generalschlüssel

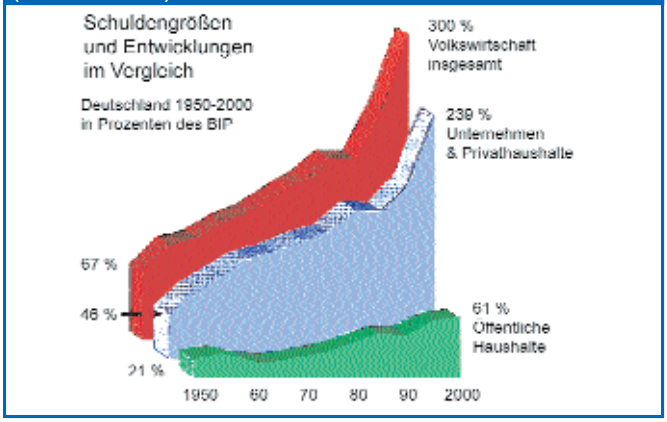
In Anlehnung an ein bekanntes Sprichwort versucht Smart Investor nicht, die Zukunft vorherzusehen. Aber man kann, nicht zuletzt als Investor, bestmöglich auf die Zukunft vorbereitet sein. Smart Investor wird unbequeme Fakten beim Namen nennen. Womöglich wird kein Leser allen Punkten 100 % beipflichten können. Das macht überhaupt nichts. Schließlich und endlich ist der Leser aufgefordert, stets eigenhändig Gedanken anzustellen. Unsere Zukunftsdiskussion, die sich den verschiede-

Abb. 1: Durchschnittliches Wirtschaftswachstum 1970-2003 (in %)



Quelle: Nationale Statistikämter, DZ BANK

Abb. 2: Schuldengrössen und Entwicklunge im Vergleich (Deutschland)



Quelle: Uwe Bergold, Kapitalmarktinformation 2. Quartal 2004

nen Asset-Klassen und nicht einzelnen Branchen zuwendet, sollte unserem Verständnis nach den Schlüssel dazu liefern.

Bestandsaufnahme

Um den Status quo zu ermitteln, begeben wir uns in die wichtigsten Bereiche aus Wirtschaft, Börse, Politik und Gesellschaft. Zahlreiche Unterpunkte werden von ganz allein auftauchen und in Übergeordnetes hineinspielen. Wir werden die Hauptfelder in dieser Reihenfolge angehen. Einige Punkte sind quasi ressortübergreifend und könnten sowohl hier als auch dort eingeflochten werden (Beispiel Staatsschulden: wirtschaftliches Phänomen, politisch verursacht), andere Punkte wiederum können aufgrund der Konzentration auf das Wesentliche nicht oder nicht erschöpfend dargelegt werden. Bei wirtschaftlichen Betrachtungen beziehen wir uns überwiegend exemplarisch auf die US-Wirtschaft. Das Gesagte läßt sich in den allermeisten Fällen auf Deutschland und Europa übertragen

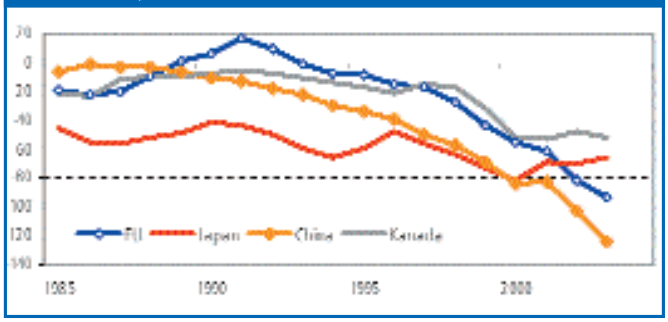
I) Wirtschaft, Finanzen, Börse

Mit dem Einstieg in dieses Thema befinden wir uns gleich in medias res: Schulden (staatliche und private) und kein Ende in Sicht. Zum Jahreswechsel lagen die Schulden der Öffentlichen Hand in den USA bei rund 6,85 Bio. US-$, davon ist Japan mit 700 Mrd. US-$ der größte ausländische Gläubiger (auch China kommt bereits auf 165 Mrd. US-$). Allein in diesem Jahr dürften mindestens 500 bis 600 Mrd. (also 0,5 Bio.) US-$ Defizit hinzukommen. Sondereffekte wie ausufernde und nicht überschaubare Kosten für die Besetzung des Irak sind noch nicht mitgerechnet. Bezogen auf knapp 292 Mio. US-Bürger kommt man auf ca. 25.700 US-$ pro Kopf – ein historischer Rekordstand. In Relation zum Bruttoinlandsprodukt kommen die Vereinigten Staaten auf eine Verschuldungsquote von 65 bis 70 % (Deutschland 2004e: ca. 62 %). Die Schuldenberge sind in den letzten beiden Jahrzehnten förmlich explodiert. Auf Schulden wird seit einiger Zeit nur noch mit noch mehr Schulden geantwortet. Inklusive privater Haushalte, der Industrie sowie der Gemeinden und Bundesstaaten läge der Wert grob geschätzt mindestens viermal so hoch. Hintergrund ist die politikwissenschaftliche Philosophie, daß der Staat in wirtschaftlichen Flauten durch Deficit Spending der Konjunktur nachhelfen müsse, während in Aufschwungphasen die Verschuldung zurückgeführt würde. Bislang ist es nur in den allerwenigsten Ländern zum zweiten Punkt gekommen (z.B. Kanada, Finnland, Australien, Neuseeland). Die Finanzplanung des US-Haushalts ist natürlich so angelegt, daß das Bruttoinlandsprodukt künftig schneller wächst als die Verschuldung. Das überbordende Handelsdefizit, die Verpflichtungen durch die bereits bestehenden Schuldverpflichtungen sowie die geringe Sparquote der US-Bürger führen diese Prognose jedoch ad absurdum. Die expansive Geldmengen- respektive Schuldenausweitung korrespondiert nicht mehr mit bzw. resultiert nicht mehr in einem entsprechenden Anstieg des Bruttosozialprodukts.

Spiel auf Zeit

Wer einen Kredit aufnimmt (auch der Staat), sollte mit dem Geld mehr erwirtschaften als an Zinszahlungen zu leisten ist. Sonst ergibt es keinen Sinn. Doch genau in diesem Stadium befinden sich die USA (und natürlich auch Deutschland und andere Länder). Laufende Ausgaben – eben auch Schuldendienste – müssen bedient werden. So wäre der Bundeshaushalt eigentlich verfassungswidrig, da die Nettokreditaufnahme die Investitionen übersteigt, also laufende Ausgaben beglichen werden. Mit anderen Worten: Die vom Staat ausgehende Kreditfinanzierung dient inzwischen auch der Deckung des selbst verursachten Schuldendienstes. Ein Schneeballsystem, wenn man so will. Eigentlich sind die Schulden von heute die (höheren) Steuereinnahmen von morgen. Dazu müßten allerdings die betroffenen Volkswirtschaften entsprechend wachsen – was nicht der Fall ist. Und das ist der nächste Punkt.

Abb. 3: Bilaterale Handelsbilanzdefizite der USA in Mrd. US-$



Quelle: US Census Bureau

Probleme mit der Produktivität

Die Profitabilität der nicht im Finanzsektor tätigen Unternehmen läßt seit mehreren Jahrzehnten nach. Dieser Trend ist in den USA ungefähr schon seit den 60er Jahren feststellbar. Umgekehrt hat die Bedeutung des Finanzsektors extrem zugenommen: In den letzten rund 50 Jahren verdreifachte sich der vom Finanzsektor geschaffene Beitrag zum BIP auf mehr als ein Viertel und liegt damit genauso hoch wie derjenige der Unternehmensgewinne. Dies ist eine erschreckende Beobachtung, denn sie bedeutet, daß es tendenziell leichter ist, „Geld aus Geld“ und nicht „Geld aus Produktion“ zu generieren. Die Bedeutung der Spekulation im internationalen Finanzgebilde ist weiter auf dem Vormarsch. Für den Rückgang der durchschnittlichen Profitabilität in praktisch allen westlichen Volkswirtschaften und damit verbundene niedrige BIP-Zuwächse gibt es einfache, aber erschütternde Erklärungen. Japan und Deutschland wuch-

„Es wird Verteilungskämpfe geben“

Smart Investor im Gespräch mit Philipp Vorndran, Managing Director und Chief Strategist Asset Management der Credit Suisse First Boston, über Rohstoffe, Staatsschulden und den ökonomischen Nabel der Welt

Smart Investor: Herr Vorndran, ist es überhaupt sinnvoll, daran zu glauben, daß die ausufernden Staatsschulden eines Tages zurückgezahlt werden können?
Vorndran: Das erscheint mir zumindest im Falle Deutschlands unter den gegenwärtigen Umständen ziemlich unrealistisch. Es gäbe jedoch die Möglichkeit, die Last dieser Schulden durch Inflationierung abzuschwächen. Ob eine singuläre Inflationierung in einem offenen Wirtschaftssystem allerdings überhaupt möglich ist, daran habe ich ebenfalls so meine Zweifel. Eher ist zu befürchten, daß die Steuereinnahmen weiter zurückgehen und viele europäische Staaten nicht in der Lage sind, ihre Ausgaben unter Kontrolle zu halten oder zu kürzen. Man darf nicht vergessen, daß jedes Jahr der Anteil der Zinszahlungen zunimmt und somit die verfügbaren Beträge weiter beschneidet. Die EU-Erweiterung wiederum ist noch mal ein Thema für sich: Nach Aufnahme immer neuer Länder läuft jetzt ein gigantischer Steuerwettbewerb, der sein übriges zum Zustand der Staatskassen beiträgt.

Smart Investor: Offenbar gehen aber noch viele davon aus, daß das Verschuldungsproblem nur vorübergehender Natur ist bzw. nicht ihr eigenes Problem.
Vorndran: Es ist natürlich so, daß auf Zeit gespielt wird. Niemand, der eine 30jährige Staatsanleihe kauft, beabsichtigt, diese bis zur Endfälligkeit zu halten. Jeder geht davon aus, im Zweifelsfalle rechtzeitig abspringen zu können. Ein größeres Nachdenken über die Staatsschulden könnte entstehen, wenn Rating-Agenturen die ersten Downgrades vornehmen. Daß Frankreich oder Deutschland ihr Triple-A-Rating verlieren, liegt nicht mehr ganz fern.

Smart Investor: Die Ansichten, welche langfristige Gefahr nun überwiegt – Deflation oder Inflation –, klaffen weit auseinander. Wie sehen Sie das?
Vorndran: Für Europa kann ich mir deflationäre Tendenzen mittelfristig durchaus vorstellen, darüber hinaus jedoch nicht. Dort sehen wir genau das Gegenteil. Viele Investoren und Ökonomen sind nach wie vor der Ansicht – und das halte ich für ziemlich naiv –, daß die USA oder Europa noch den ökonomischen Nabel der Welt definieren. Das ist heute schon die asiatische Region.

Smart Investor: Wie steht es mit demografischen Entwicklungen oder einer Verschärfung der Energiekrise?
Vorndran: Das ist absolut ein Thema. Ich halte die demografische Entwicklung für eine große Gefahr nicht nur für die Rentensysteme, sondern auch für den Immobilienmarkt, die Währung etc. Aufgrund der Unsicherheit in Bezug auf die maroden Staatsbilanzen sowie der Wachstumsdynamik in Asien empfehlen wir seit etwa drei Jahren Rohstoffe und auch Edelmetalle als Anlageklasse. Heute sind sie sogar eine der wichtigsten überhaupt. Ich kann mir vorstellen, daß wir in eine Situation kommen, in der Rohstoffe zu vernünftigen Preisen nicht mehr für alle Teile der Welt verfügbar sind. Dann wird es Verteilungskämpfe geben. Aus der Bevölkerungsexplosion in gewissen Regionen wiederum können sehr starke soziale Verzerrungen auftreten.

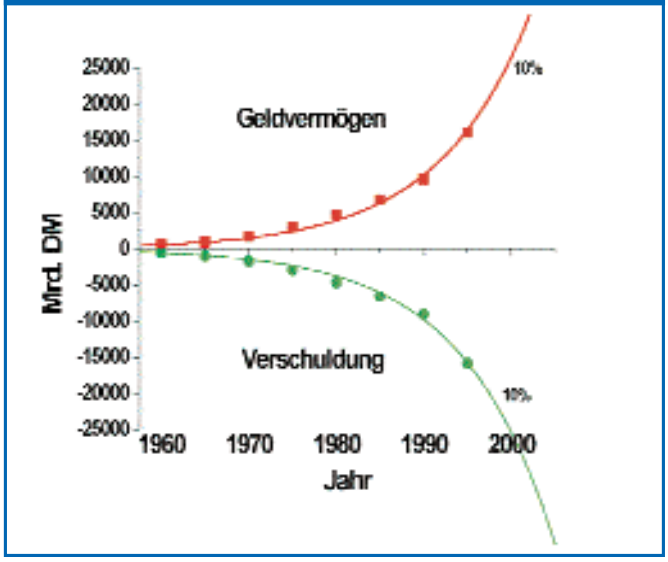
Philipp Vorndran, 42, ist seit 1997 als Leiter Globale Strategie, Zürich, verantwortlich für die Asset Allocation und Währungen bei der Credit Suisse Asset Management. Er publiziert regelmäßig in deutschsprachigen Wirtschaftszeitungen mit den Schwerpunkten Demografische Entwicklung Europas, Moderne Portfolio-Theorie in der Praxis sowie Einsatz und Pricing von geschlossenen Fonds.

Smart Investor: Welches sind aus Ihrer Sicht die Trends, mit denen sich Investoren in den nächsten Jahren unbedingt befassen müssen?
Vorndran: Dies sind meiner Meinung nach drei Trends. 1. Weg vom sogenannten „Home Bias“: Der Deutsche arbeitet in Deutschland, hat sein Haus und seine Rentenversicherung in Deutschland und schließlich auch seine Anlagen. Von diesem Klumpenrisiko sollte er sich so schnell wie möglich trennen. 2. Gut überlegen, ob man in seinem Portfolio Staats- oder Unternehmensanleihen hält. Da ich mit Downgrades bei ersteren rechne, sollte man mehr und mehr zu Unternehmensanleihen guter Qualität übergehen. Und 3. schließlich Rohstoffe: Ein Anleger sollte hier vor allem solche aus dem Energie- und Nahrungsmittelbereich in sein Portfolio aufnehmen, weil sich in deren Preisen die künftigen Trends widerspiegeln.

Smart Investor: Herr Vorndran, vielen Dank für das interessante Gespräch.

Interiew: Falko Bozicevic

Abb. 4: Zwei Seiten einer Medaille: Geldvermögen und Verschuldung



Quelle: Deutsche Bundesbank

sen nach dem Zweiten Weltkrieg über mehrere Jahre hinweg prozentual zweistellig. Dann gerieten auch diese beiden Länder in die Mühlen ihrer noch jungen Demokratie. Arbeit von Lobbyisten und Interessensgruppen sorgen permanent dafür, daß Investitionen nicht dort getätigt werden, wo sie am rentierlichsten wären, sondern dort, wo die Regierungspartei ihre Klientel bedienen und auf Wählerstimmen hoffen kann. Derlei Fehlallokationen ließen sich nur durch radikale Reformen – notfalls gegen das eigene Volk – wieder in die richtigen Bahnen lenken.

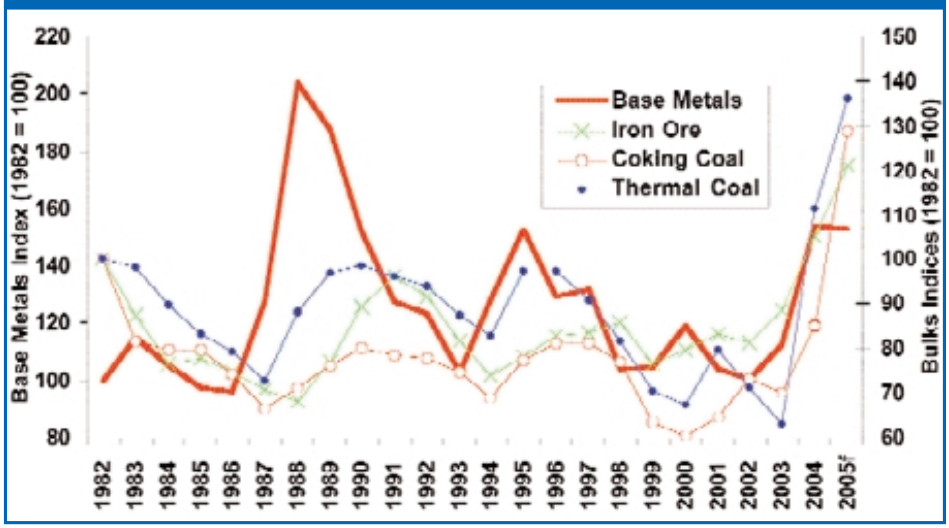
Gigantische Geldmengenausweitungen

Was wir derzeit sehen, sind Steigerungen der Geldmengen (und damit parallel der Staatsschulden) ohne historischen Vergleich. Seit Aufkündigung des Bretton-Woods-Abkommens 1971 durch US-Präsident Nixon existieren keine Bandagen mehr (an das Gold), die dieser Entwicklung Einhalt gebieten könnten (siehe Verschuldungsproblem). US-Notenbankchef Alan Greenspan reagiert auf jede Wirtschafts- oder Finanzkrise mit Leitzinssenkungen, u.a. 1998 in Folge des LTCM-Debakels und in bis dato drastischster Form mit 13 Zinssenkungen beginnend am 3. Januar 2001, was den Refinanzierungssatz (Fed Fund Rate) im Tief auf 1 % drückte. Unterstellt man eine „offizielle" Inflation von 2 % (**VI**), so liegen die Realzinsen (kurzfristiger Zins minus Inflationsrate) schon seit längerem im Minus. Nominalzinsen sind wenig aussagekräftig, ohne die Inflationsrate entgegenzuhalten. Geld auszuleihen und sich zu verschulden ist also so vorteilhaft wie selten zuvor. Da das Kapital aber nur beschränkt in produktive Wirtschaftszweige fließt, wird immer mehr Geld in nichtproduktive Konsumausgaben, den Schuldendienst oder Spekulationsobjekte umgelenkt. Abgehobene Immobilienpreise, nach wie vor luftige Aktienmarktbewertungen in den USA sowie Inflation in allen Gebrauchsgütern mit nicht-elastischer Preisstruktur (keine Möglichkeit der unbeschränkten Produktionsausweitung) sind die Folge. Da infolge der Geldmengenausweitungen mehr Geld (vor allem Dollar) im Umlauf ist, diesem aber keine realen Güter in gleicher Höhe entgegenstehen, wertet die US-Währung ab. Die angezogenen Rohstoffpreise (unelastische Preisstruktur) bilden bereits die sich einschleichende Inflation ab: Der Dollar verliert an Kaufkraft, folglich steigen die Preise von (endlich verfügbaren) Basismaterialien wie Öl, Edelmetalle, Nicht-Edelmetalle und auch weiche Rohstoffe wie Weizen.

Börse

Zwar hat der Nasdaq Composite seit Anfang 2000 bis dato rund zwei Drittel eingebüßt, der Dow jedoch nur 12 %. Die Dividendenrendite des breiten Marktes liegt deutlich unter 2 % historisch niedrig. Wann immer diese auf derart gedrücktem Niveau lag, waren in den Folgejahren unterdurchschnittliche Kursentwicklungen die Folge. Die Aktienblase des Jahres 1999/2000 ist in den USA weit weniger verarbeitet als in Europa, auch weil der Markt vermutlich von Zeit zu Zeit gestützt wird (**II**). Das 2005er Dow Jones-KGV liegt bei etwa 17, dasjenige für die Nasdaq bei etwa 25. Der Dax beispielsweise liegt immer noch über 50 % unter seinem Allzeithoch, die Dividendenrendite bei rund 3,5 % und das KGV bei etwa 12, was historisch durchschnittlich ist. Alleine vor diesem Hintergrund scheint es plausibel, Europa (für das der Dax exemplarisch steht) mehr Potential als Amerika einzuräumen. Auch wenn es viele befürchten: Chart- und auch sentimenttechnisch sieht es derzeit gar nicht nach einem Einbruch aus: In den USA ist die Marktbreite (A/D-Linie) – der Old Economy wohlgemerkt – im positiven Bereich bzw. auf Allzeithoch. Die Stimmung dies- wie jenseits des Atlantiks ist zögerlich bis pessimistisch, was nicht für eine obere Umkehr spricht, sondern vielmehr für eine Konsolidierung. Asiens Börsen sind bis auf wenige Ausnahmen sogar günstiger als europäische, vor allem ist das BIP-Wachstum weit höher (China 9 % und Indien 7 % für 2004). Dieses wiederum ist deshalb so hoch, weil Schwellenländer Sprünge in der Entwicklung ma-

Abb. 5: Preisindex Basis-Metalle und Kohle



Quelle: Macquarie Research, August 2004

„Ständig gezwungen, das Falsche zu tun“

Smart Investor im Gespräch mit Prof. Franz Josef Radermacher über Zukunftsszenarien, Doppelstrategien und Ökodiktatorische Regime

Smart Investor: Prof. Radermacher, in Ihrem 2002 erschienenen Buch „Balance oder Zerstörung“* zeigten Sie sich verhalten optimistisch. Ist das jetzt immer noch so?
Radermacher: Die Wahrscheinlichkeit dafür, daß sich die Dinge in die richtige Richtung entwickeln, sehe ich wie damals bei etwa einem Drittel. Der Schlüssel dazu wäre das ökosoziale Balance-Modell bzw. das, was heute im Rahmen einer Global Marshall Plan-Initiative als ein erster Schritt verfolgt wird. Auf zwei Drittel jedoch würde ich die Wahrscheinlichkeit schätzen, daß wir in ein Ressourcen-diktatorisches Modell geraten, bei dem die reiche Seite auf Dauer das Sagen hat und aktiv darauf hinarbeitet, daß die arme Welt arm bleibt. Unter dem Strich werden dabei rund 85 % der Weltbevölkerung ärmer und nur die restlichen 15 % dagegen wohlhabender.

Smart Investor: Sie haben verschiedene Zukünfte für die Welt aufgezeigt. Vielleicht erläutern Sie uns dies noch ein bißchen.
Radermacher: Das ökosoziale Balance-Modell beinhaltet eine Verständigung zwischen Nord und Süd beispielsweise über den kollektiven Ressourcenverbrauch. Der ärmere Teil muß im Rahmen dieser Verständigung die Möglichkeit erhalten, wirtschaftlich aufzuholen, der reichere Teil sich deshalb doppelt zurücknehmen. Als Muster können die EU-Erweiterung mit ihrem Co-Finanzierungsmuster oder auch der Kyoto-Vertrag gelten. Doch wie es derzeit aussieht, läuft es weltpolitisch auf etwas anderes hinaus: Wir haben keinen global akzeptablen vollständigen Kyoto-Vertrag, keine Vereinbarung über den Verbrauch von Rohstoffen und auch keine über Investitionen in dringend gebotene alternative Energien. Die Konflikte müssen sich also verschärfen, unter anderem, weil der reichere Teil der Welt dem ärmeren zusätzlich Lasten aufzwingt, z.B. in Kürze deutlich höhere Preise für Erdöl, daher der Name ökodiktatorisches Regime. Im Gegenzug kommt es zu Terroraktivitäten, darauf wiederum zu Gegenmaßnahmen und so fort. Die USA im Irakkrieg, Israel und jetzt auch Rußland sind aktuelle Beispiele dafür, wie sich die Probleme verselbständigen.

Smart Investor: Sie empfehlen eine Doppelstrategie als Argumentationsthema. Was steckt dahinter?
Radermacher: Der weltweit falsche Kurs hat dramatische Rückwirkungen. Einst erfolgreiche Sozialstaaten sind gezwungen, sich mehr und mehr dem amerikanischen Modell anzugleichen. Gerade weil man internationale Akteure steuerlich nicht ausreichend heranziehen kann, muß zum Schluß der heimische Mittelstand die Belastungen alleine tragen. Oder Beispiel Gentechnik: Die Argumentation lautet nicht, daß man die ethischen Standards modifizieren müsse, weil es das Richtige ist, sondern weil sonst jemand das Geschäft macht. Es sind also ständig Zwänge, die aus Weltordnungsbedingungen resultieren, mit denen wir konfrontiert sind. Weil einer etwas macht, um für sich einen Vorteil zu erschließen, müssen es alle tun, selbst wenn es schädlich ist. Doppelstrategie heißt in einer solchen Situation: Wir machen zur Not temporär das Falsche, wissen dies aber, sagen es auch und werben gleichzeitig für weltweite Abkommen, unter denen dies nicht erforderlich ist.

Prof. Franz Josef Radermacher, 54, Mathematiker und Wirtschaftswissenschafter, leitet seit 1987 das Forschungsinstitut für anwendungsorientierte Wissensverarbeitung (FAW) in Ulm und ist Autor zahlreicher wissenschaftlicher Publikationen sowie Bücher u.a. rund um das Thema „Grenzen des Wachstums“.

Smart Investor: Bleiben Sie aus heutiger Sicht bei Ihrer Vision eines „doppelten Faktor 10“, wonach eine Verzehnfachung des Weltbruttosozialprodukts und Verzehnfachung der Ressourceneffizienz in diesem Jahrhundert möglich wäre?
Radermacher: Den doppelten Faktor 10 im Rahmen einer weltweiten Ökosozialen Marktwirtschaft halte ich nach wie vor für die beste machbare Lösung. Eine europäische Initiative, der Global Marshall Plan, propagiert genau dieses Ziel. Die Welt könnte heute sehr viel reicher sein als sie ist, wenn sich dieses co-finanzierte Modell umsetzen ließe. Ein mit Nachhaltigkeit verträgliches Weltwirtschaftswunder ist möglich. Der Norden hat sich dafür bisher aber noch nicht entschieden. Marktfundamentalisten, vor allem in den USA, operieren im Hintergrund mit all ihren Machtmitteln gegen solche Überlegungen.

Smart Investor: Prof. Radermacher, vielen Dank für das aufschlußreiche Interview.

Falko Bozicevic

*) Siehe auch Buchbesprechung in Smart Investor 5/2004.
Etwa um die Jahreswende herum soll eine weit umfangreichere Neuauflage erscheinen.

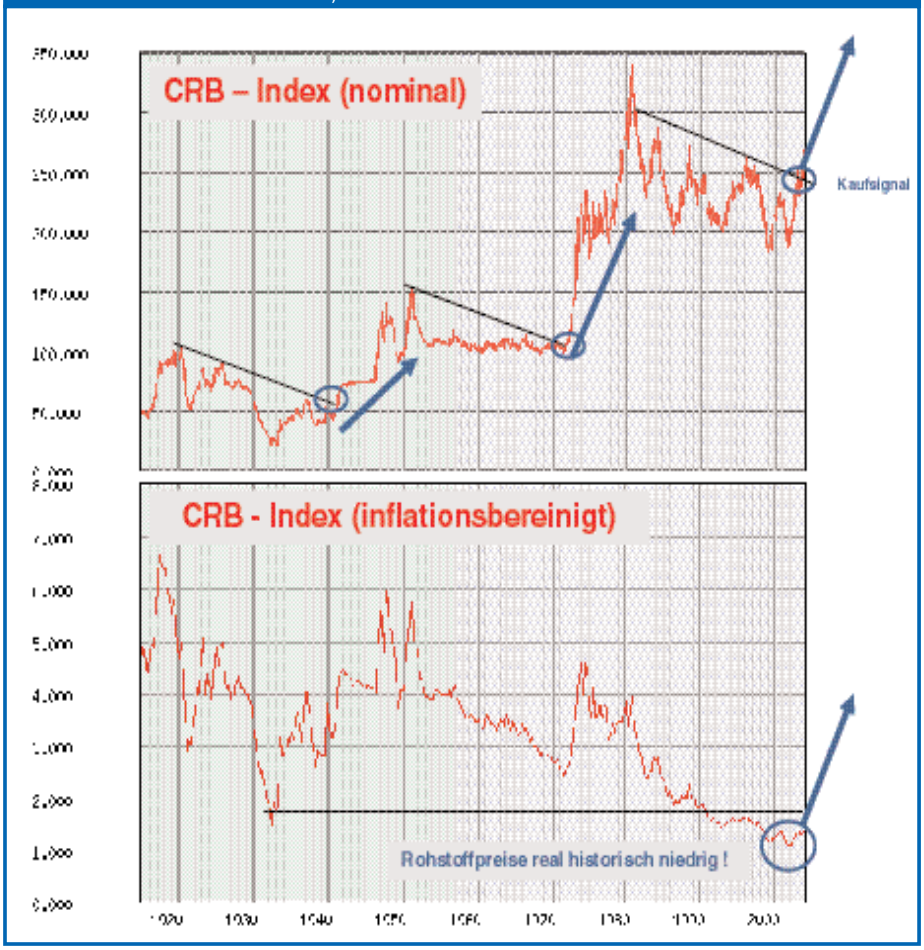
chen können (Produktivität, Forschung). Diese Möglichkeiten existieren dagegen nicht für die sogenannten entwickelten Länder Europas und Nordamerikas. Nur wirkliche Basisinnovationen wären dazu in der Lage. Jedoch ist derzeit keine solche zu erkennen.

II) Politik

Die Demokratien westlicher Bauart sind in der Regel nach dem Zweiten Weltkrieg entstanden. Die USA dagegen können auf eine etwas längere Historie verweisen, weswegen man dort von einer Elite-Demokratie spricht. Doch das Wort ist doppeldeutig. Einerseits suggeriert es eine weiter entwickelte Demokratie, andererseits kommt darin auch zum Ausdruck, daß nur Eliten die obersten Hierarchien erreichen können, bestes und aktuellstes Beispiel: der Bush-Clan. Es ist kein Zufall, daß die Wahlbeteiligungen oftmals kaum noch 50 % erreichen, weil den Menschen unklar ist, wieviel sie überhaupt noch beeinflussen können. Als Definition der Demokratie sprechen Spötter auch von einer „Herrschaft der Horden", weil man sich ständig der Mehrheitsmeinung unterwerfen muß. Von der Börse weiß man, daß eine Mehrheit nicht unbedingt besonders intelligent und vorausschauend sein muß, im Gegenteil. Weiter oben hatten wir bereits das Beispiel dauerhafter Lobbyismus-Arbeit aufgezeigt: Steter Tropfen höhlt den Stein. Während in den USA der Präsident durch einen Überhang an Wahlkampfspenden mehr oder weniger gekauft werden kann, sind in Deutschland die verschiedenen Verfassungsorgane ausgehöhlt. Der Bundesrat hat inzwischen Funktionen, die ihm vor 50 Jahren nie und nimmer so angedacht waren. Deutschland ist damit viel schwerer in die richtige Richtung zu bringen als in einem früheren Stadium der noch relativ jungen Demokratie. Deutschland verfügt damit aber auch über großes Restrukturierungspotential.

Speziell seit der Machtübernahme von George W. Bush hat die US-Politik eine dramatische Wende genommen. Nach Clintons Konsensbemühungen folgt sie heute dem Recht des Stärkeren: die Pax Americana (**VII**) – im nächsten Smart Investor Magazin werden wir uns dieses Themas nochmals eingehend widmen. Heute weiß man, daß die Eroberung des Irak schon lange vor dem 11. September 2001 in der Plane war, lediglich der günstige Zeitpunkt (sprich: Vorwand) mußte abgepaßt werden. Entscheidend zu wissen ist ferner, daß diese Tendenzen in der US-Politik auch relativ unabhängig vom Wahlausgang im November fortgesetzt werden dürften, da keinerlei Alternativen zu erkennen sind. Zu Tage treten die im Interview mit Joseph Radermacher angesprochenen Verteilungskämpfe um die endlichen Rohstoffressourcen der Erde. Protektionismus, also das Abschotten der eigenen Volkswirtschaft gegen die Konkurrenz, ist eine latente Gefahr und schon heute gang und gäbe: Die USA pflegen Schutzzölle u.a. auf Stahl und Holz, auch französischer Wein oder deutsche Sportwagen fielen zwischenzeitlich dieser Form der Anti-Globalisierung anheim. Anstatt den Energiebedarf einzudämmen, geht die US-Politik den Weg der Ressourceneroberung. Die Energiefrage wird ein Thema sein, das in diesem Jahrzehnt noch nicht brenzlig sein muß – sicherlich aber innerhalb der nächsten zehn Jahre (**IX**).

Abb. 6: CRB-Rohstoffindex, nominal und inflationsbereinigt



Quelle: Uwe Bergold, Kapitalmarktinformation 2. Quartal 2004

III) Gesellschaft

Arbeitslosigkeit ist schon heute das beherrschende Thema. In wirtschaftlichen Schwächephasen steigt sie an, nimmt aber in Aufschwüngen nicht im selben Maße wieder ab. Das heißt, man hat es mit einem strukturellen und keinem temporären Phänomen zu tun. Würden die deutsche und die amerikanische Arbeitslosenquote nach derselben Methode ermittelt, wären sie de facto auf einer Höhe, und zwar auf deutscher von mindestens 10 %. Immer mehr Menschen müssen auf diese Weise vom sozialen Netz aufgefangen werden, was wiederum die Staatskassen überlastet und ebenfalls Kapital in – auch wenn es hart klingt – nicht produktive Bereiche abzweigt.

Die westlichen Bevölkerungen überaltern zudem (im Durchschnitt), da die Menschen immer länger am Leben bleiben (was die Kranken- und Rentensysteme überfordert), während zu wenige Kinder geboren werden. Die USA kön-

nen nur dank Zuwanderung einen Nettobevölkerungszuwachs vorweisen, was jedoch andere Konsequenzen nach sich zieht. Nur wenige westliche Länder wie z.B. Schweden erreichen noch die Reproduktionsquote von 2,1. In Japan, Deutschland und Italien liegt die Geburtenquote mit 1,3 bis 1,5 so niedrig, daß sogar schon mittelfristig die Bevölkerungszahl erkennbar schrumpft.

Folgerungen und Aussichten für dieses Jahrzehnt

Basierend auf unserer Bestandsaufnahme lassen sich Schlußfolgerungen ziehen, die wir unter den gegebenen Umständen und jetzigem Kenntnisstand für am wahrscheinlichsten halten. Auf keinen Fall lassen sich linear kausale Konsequenzen formulieren nach dem Motto: hohe Staatsverschuldung, schwächere Wirtschaftsleistung, fallende Aktienkurse. So einfach ist es nicht.

Inflationierung: ein bißchen mehr von allem

Da es aus heutiger Sicht kaum realistisch erscheint, daß die längst außer Kontrolle geratenen Staatsschulden auf regulärem Wege zurückgeführt werden können, sind kriegerische Aktivitäten (**I**) zur Erschließung neuer Märkte, Protektionismus (also partielle Deglobalisierung), Inflationierung (im Sinne weiterer Geldmengenausweiterungen) sowie Staatsbankrotte/Währungsreformen (**IV**) auf lange Sicht unvermeidbar. Während Deflation die Schuldner zerstört, tragen bei einer Inflation die Gläubiger die Last. Inflation ist also sozialverträglicher und wird nach Kräften betrieben werden (müssen). Damit wird sich der Trend der letzten Jahre fortsetzen. Als Folge davon werden Rohstoffe und Basismaterialien, nachdem sie Anfang dieses Jahrzehnts ihren 20jährigen Bärenmarkt beendet haben, per Saldo weiter zulegen können. Steigende Rohstoffpreise sind Ausdruck der Inflationierung, nicht aber deren Auslöser. Daß das asiatische Wirtschaftswachstum einen Gutteil des Rohstoffangebots vom Markt zieht, ist dabei nur die Spitze des Eisbergs.

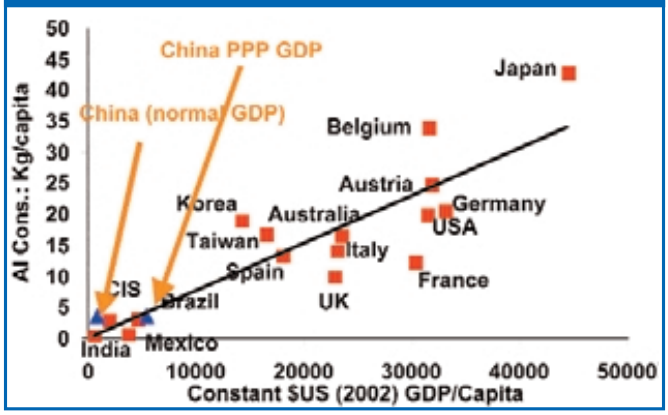
Schwellenländer werten auf

Zugleich erleben wir aufgrund dieser unterschiedlichen Wachstumsraten einen permanenten Transfer von Wohlstand in die Emerging Markets, in erster Linie nach Asien. China wiederum ist sowohl als Chance als auch als Risiko (**III**) einzustufen (siehe auch das Interview mit Christoph Zwermann auf S. 50/51).

Hedonischer Preisindex

Bei einem hedonischen Preisindex werden zusätzlich Qualitätsmerkmale einzelner Güter berücksichtigt: So kann ein PC, der um 10 % billiger geworden ist, mit beispielsweise 20 % Ermäßigung Eingang in die Preisniveaumessung finden, wenn man die Leistungssteigerung einbezieht. Auf diese Weise ergibt sich eine permanente Abweichung zwischen tatsächlichen und in die Berechnungen eingegangenen Investitionen, die zur Ermittlung des Bruttosozialprodukts wichtig sind. In dem Maße, in dem die Inflationsrate (vor allem in den USA) permanent zu niedrig ausgewiesen wird, werden die Produktivität und das BIP-Wachstum als Resultat zu hoch berechnet. In Europa wird mittlerweile auch verstärkt zu dieser Methodik gegriffen.

Abb. 7: BIP und Aluminium-Verbrauch pro Person 2002



Quelle: Macquarie Research, August 2004

Nur wenn das Reich der Mitte wirtschaftlich weder überhitzt noch ein Hard Landing produziert, wird die weitere Integration in das internationale Finanz- und Wirtschaftsleben gelingen. Hinter China steht Indien in der Warteschlange (**V**). Das Land ist gerade dabei, seine sozialistische Vergangenheit abzuschütteln. Gegenüber China besitzt Indien dabei den Vorteil, der englischen Sprache mehr zugetan zu sein, was vor allem im High Tech-Sektor ein ganz entscheidender Pluspunkt ist. In diesem Jahrzehnt wird sich das wirtschaftliche Zentrum somit verstärkt nach Asien verschieben. Asiatische Börsen wie Indonesien, Thailand und Indien, aber auch Australien und Neuseeland sind nach wie vor attraktiv bewertet, hingegen wird die chinesische Börse aufgrund der bestehenden Intransparenzen weiterhin kein guter Platz sein. Von der asiatischen Wachstumsstory profitieren Investoren also vorzugsweise über die „Lokomotiv-Funktion“: Umliegende Volkswirtschaften werden mitgezogen (über Handel, Touristik und Rohstofflieferungen).

Metastabiler Systemzustand

Die Haushalts- und Handelsdefizite der Vereinigten Staaten sind weiterhin solange kein Problem, wie andere Länder sie zu finanzieren in der Lage und willens sind. Käufer der US-Staatsanleihen bleiben asiatische Länder mit ihren Exportüberschüssen, deren Einnahmen zurück in den Wirtschaftskreislauf fließen. Da man die eigene Währung nicht aufwerten will, gelangt das Kapital über FDIs (Foreign Direct Investments) zurück in die USA, was deren Kapitalbilanz ausgleicht. So bleibt alles relativ in der Waage. Dieses Spiel läuft seit vielen Jahren, nur kurz unterbrochen durch die Asienkrise 1997/98. Wie lange es noch weitergeht, das kann niemand abschätzen. Da jedoch sowohl die USA als auch die asiatischen Länder in diesem Punkt im selben Boot sitzen, besteht ein vitales Interesse aller Beteiligten daran, diesen Kreislauf aufrecht zu halten. Da alles dafür getan wird, diesen halbwegs stabilen Systemzustand zu wahren, stellen wirtschaftlich betrachtet die Schuldenberge kein systemgefährdendes Problem dar. Jedenfalls nicht unmittelbar in den allernächsten Jahren. Auch in punkto Börsenentwicklung nicht: Das sogenannte Zwillingsdefizit ist seit geraumer Zeit bekannt, also ist es auch in den Aktienkursen eingepreist.

...jedoch mit Langzeitfolgen

Die Auswirkungen der Staatsschulden werden dagegen vor allem sozialer und gesellschaftlicher Natur sein. In dem Maße,

Abb. 8: Dow Jones seit 1960

wie große Teile des Staatshaushalts in Militär und Schuldendienst abfließen, fehlt es an anderen Ecken und Kanten. Bildung, Kultur und Infrastruktur leiden zwangsläufig. In Deutschland und den wichtigsten europäischen Kernländern sieht es ähnlich aus, nur daß hier Gelder in marode Sozialsysteme anstatt in die Rüstungsindustrie umgelenkt werden. Da die Unternehmen ihre Produktivität nicht mehr wie gewünscht steigern können, lohnt es sich kaum, in Produktivitätskapazitäten zu investieren. Weitere Rationalisierung wird noch mehr Menschen in die Sozialsysteme drängen, womit zusätzliche gesellschaftliche Probleme vorprogrammiert sind. Die auf die Aktienblase hervorgerufene „Echo Bubble" im Immobiliensektor (v.a. USA, Großbritannien) kann praktisch jederzeit platzen (**X**), jedoch nicht zwangsläufig bereits in den nächsten paar Jahren. Irgendwann, wenn die Schuldenlast zu groß geworden sein wird, muß ein Systemzusammenbruch folgen – was danach kommt, kann heute noch niemand abschätzen.

Fazit & Ausblick

Insgesamt zeichnen wir das Bild eines Art „Markt-Paradoxons". Die fundamentalen Daten sehen im Grunde genommen desaströs aus. Trotzdem müssen die Aktienmärkte nicht zwangsläufig zusammenbrechen, wie vielfach gemeint wird (**XI**). Im Gegenteil, alles wird dafür getan, den fragilen Wirtschafts- und Finanzkreislauf am Leben zu halten. Wer wichtig genug ist (Unternehmen oder Länder), wird im Falle eines möglichen Bankrotts gerettet, da ansonsten das System kippen würde (Beispiele: Brasilien, Türkei). An einer schleichenden (teilweise versteckten) Inflation, die sich auch durchaus beschleunigen kann, weil die Zinsen niedrig bleiben müssen (da ansonsten die überschuldeten US-Konsumenten und Immobilienbesitzer umgehend in arge Bedrängnis kämen), geht unseres Erachtens kein Weg vorbei – auch wenn von Asien und Osteuropa her deflationäre Tendenzen in Wirtschaftssektoren mit Nachfragemacht herüberschwappen (Elektronik, High Tech generell). Aufgrund der expansiven Geldpolitik dürften die Aktien damit in den nächsten Jahren per Saldo sogar als Profiteure dastehen und nach oben tendieren – allerdings unter großen Schwankungen. Während es in den Chartbildern weiter deutlich nach oben gehen sollte (nominale Betrachtung), sollte man nach Abzug der Inflationsrate (reale Betrachtung) in den entwickelten Ländern nur von Seitwärts- oder doch zumindest deutlich weniger steigenden Aktienmärkten ausgehen. Als historisches Beispiel könnten hier die 70er Jahre angeführt werden. Damals liefen die Aktienmärkte per Saldo seitwärts, während sie real, also nach Abzug der Inflationsrate, um über 60 % nachgaben. Die Schwellenländer Asiens (plus Japan) dürften die besten Performances absolut wie relativ verzeichnen. Asiens Bevölkerungsstruktur und -entwicklung sind ganz starke Pluspunkte gegenüber Europa und den USA: Die Gesellschaften sind jung und frisch. Innerhalb des Aktienmarktes wiederum wären aufgrund der angesprochenen Situation Unternehmen der Old Economy denen der Hochtechnologie vorzuziehen. Basismaterialien, Edelmetalle und teilweise sogar der Immobiliensektor – also „handfeste" Werte – werden von diesen Entwicklungen profitieren (**VIII**), während Unternehmens- und erst recht Staatsanleihen (**XII**) vor dem Hintergrund ohnehin zu niedrig ausgewiesener Inflationsraten (siehe Kasten S. 14 zum Hedonischen Preisindex) tendenziell gemieden werden sollten. Das Endspiel um die Wirtschafts- und Finanzkrise steht unseres Erachtens also nicht in den nächsten zwei oder drei Jahren, sondern wohl erst danach an.

Falko Bozicevic, Ralf Flierl

Verweise auf frühere Smart Investor-Ausgaben:
(I) „Krieg und Frieden im Wirtschaftszyklus" in SI 6/2003
(II) „Manipulation an den Märkten" in SI 9/2003
(III) „Über die Zukunft Asiens" in SI 9/2004
(IV) „Die These Hyperinflation" in SI 6/2004
(V) „Indien: Scherbenhaufen oder zweite Chance" in SI 6/2004
(VI) „Hedonic Pricing" in SI 4/2004
(VII) „US-Imperialismus: Wohin steuert Amerika?" in SI 3/2004
(VIII) „Gold als Inflationsschutz" in SI 2/2004
(IX) „Öl – die Zukunft des Schwarzen Goldes" in SI 11/2003
(X) „US-Immobilien – steht die Blase vor dem Platzen?" in SI 8/2003
(XI) „Die Anatomie der Spekulationsblase" in SI 9/2004
(XII) „Anleihen – Vermögensverluste vorprogrammiert?" in SI 6/2004

Literaturhinweise:

- *Rethfeld/Singer: Weltsichten-Weitsichten; siehe Buchbesprechung auf S.52*
- *H.H. Hoppe: Demokratie – der Gott, der keiner ist; siehe auch Buchbesprechung in SI 4/2004*
- *Möller, Uwe, F. J. Radermacher, Josef Riegler, Surjo R. Soekadar, Peter Spiegel: Global Marshall Plan. Mit einem Planetary Contract für eine Ökosoziale Marktwirtschaft weltweit Frieden, Freiheit und nachhaltigen Wohlstand ermöglichen. Horizonte Verlag GmbH, Stuttgart, 2004, ISBN 3-89483-102-2*

Die Rache der Alten Ökonomie

Portfoliodiversifikation mit Rohstoffen

Von Dr. Stefan Weiser, CFA Executive Director, Commodity Sales, Goldman Sachs

Rally an den Rohstoffmärkten

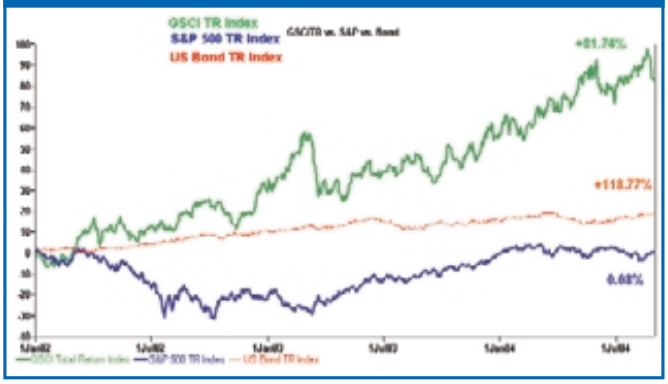
Die Rohstoffmärkte machen täglich Schlagzeilen. Ölpreise auf Höchstständen, keine freien Kapazitäten, karge Lagerbestände und Infrastrukturengpässe, wohin das Auge blickt. Rasch stellt sich hier für Anleger die Frage, ob man in Knappheit investieren kann. Trotz leichtem Konjunkturrückgang ist es um die Weltwirtschaft nicht schlecht bestellt. Infrastrukturprojekte in den Rohstoffmärkten haben sehr lange Vorlaufzeiten (von Planung bis Inbetriebnahme einer neuen Raffinerie vergehen im Schnitt sieben Jahre). Übersteigt die Nachfrage das Angebot, schnellen Preise hoch und bleiben dann auf hohem Niveau volatil, da nur ständige Preisspitzen die Überschußnachfrage aus dem Markt drängen können.

Wie in Rohstoffe investieren?

Oftmals meinen Experten, in Rohstoffe kann man nur indirekt über die Aktienmärkte investieren, denn Futures seien vor allem für Privatanleger zu riskant. Investitionen in Rohstoffaktien tendieren aber dazu, zu Zeiten durch Knappheit hervorgerufener hoher Rohstoffpreisvolatilität schlechtere Erträge als direkte Rohstoffinvestments abzuwerfen. Außerdem kauft man im Aktienmarkt Managementrisiko und abgezinste zukünftige Ertragserwartungen (Finanzanlagen sind antizipatorisch) – diese beide Faktoren haben aber mit direkter Partizipation an steigenden und volatilen gegenwärtigen Rohstoffpreisen wenig zu tun.

Unter direkten Rohstoffinvestments sind aber keineswegs Anlagen in physischer Form zu verstehen, denn dies macht vor dem Hintergrund von Lagerschwierigkeiten (Rohöl kann nicht im Swimmingpool gelagert werden), hohen Kosten und der Tatsache, das Rohstoffpreise langfristig zu Mittelwerten tendieren, wenig Sinn. Großanleger machen daher seit mehreren Jahren verstärkt von Commodity-Indices Gebrauch. Rohstoffindices wie z.B. der Goldman Sachs Commodity Index (GSCI; dies ist die am weitesten verbreitete Benchmark) spiegeln Erträge von einem passiven long-only-Korb an Rohstoff-Futures wider.

Abb.1: Performancevergleich Rohstoffe, S+P 500 und US-Anleihen



Quelle: Goldman Sachs

Dr. Stefan Weiser

Portfoliodiversifikation

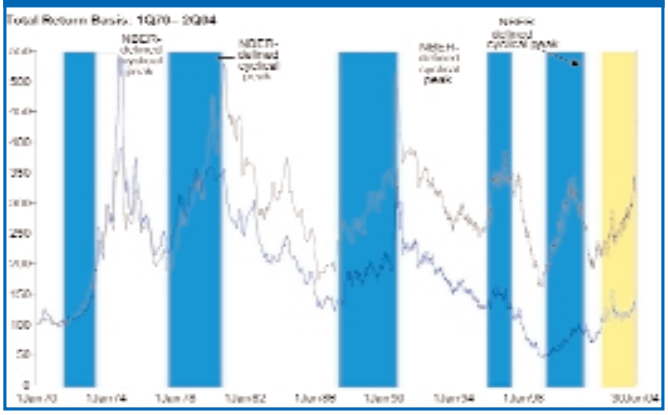
Das strategische Hauptargument, welches weltweit große Pensionsfonds und Stiftungen, aber auch zusehends Privatanleger zu Index-gebundenen Rohstoffinvestitionen (über swaps, Indextracker oder zumindest teilweise kapitalgarantierte strukturierte Produkte) führt, ist ebenso einfach wie überzeugend. Commodities sind ein makroökonomischer Hedge. Lange Datenreihen zeigen deutlich, daß Rohstoffanlagen immer dann ihre besten Erträge haben, wenn Finanzanlagen am schlechtesten abschneiden – nämlich zu Zeiten starker Konjunktur. In einem derartigen Umfeld tendieren die Aktienmärkte dazu, den Abschwung vorwegzunehmen (Stichwort Antizipation), und die Zinsen sind hoch. Negative Korrelation ist kein Zufall. Starke Nachfrage führt zu Verknappungen im Rohstoffbereich, Preise schnellen hoch, und Futureskurven zeigen eine deutliche Risikoprämie (Prämie für prompte Lieferbarkeit) bei Kontrakten kurzer Laufzeit (invertierte Futureskurve, auch Backwardation genannt). Das größte Risiko für Rohstoffe ist ein Konjunktureinbruch. Da die Erträge positiv an den Wirtschaftszyklus gekoppelt sind, führt ein Nachfragerückgang zu sinkenden Preisen, was wiederum freie Produktionskapazitäten und volle Lagerhallen zur Folge hat.

Der hinter der Konstruktion des GSCI stehende Gedanke ist einfach. Wie schon der große Volkswirt Keynes in den 1930er Jahren beschrieben hat, benötigen die Rohstoffmärkte genauso wie die Aktienmärkte durch Investoren bereitgestelltes Risikokapital, da Produzenten mehr Waren verkaufen wollen, als Konsumenten bereit sind zu kaufen (hier spielen unter anderem Substitutionseffekte eine Rolle). Investoren werden aber nur dann Rohstoffpreisrisiko auf sich nehmen, wenn sie hierfür zumindest langfristig entlohnt werden. Produzenten sind bereit, bei Forwardverkauf ihrer Güter einen Preisabschlag in Kauf zu

nehmen, um das notwendige Risikokapital anzulocken. Am Beispiel der Zeitreihe des GSCI läßt sich zeigen, daß die „Commodity risk premium“ aktienähnlich ist.

Diese aktienähnlichen Erträge werden rein passiv erzielt, das Geschick eines Assetmanagers ist nicht vonnöten. Einerseits sind passive, aktienähnliche Erträge zu erzielen, die zu traditionellen Finanzanlagen negativ korrelieren. Andererseits ist meist eine große Liquidität gegeben, da den Rohstoffen transparente, tiefe Futuresmärkte zugrundeliegen – so betrachtet handelt es sich bei Rohstoffen um eine eigenständige Anlageklasse. Diese Merkmale erhöhen trotz (genauer gesprochen: wegen) höherer Volatilitäten als z.B. im Aktienmarkt die Portfolioeffizienz: Erwartete Erträge steigen, unter Umständen bei gleichzeitiger Absenkung der Gesamtvolatilität des Portfolios. Diese positiven Effekte treten schon bei geringer Beimischung von Rohstoffen (3-5 %) ein, da Erträge zu Zeiten starker wirtschaftlicher Aktivität oftmals sehr deutlich sind, z.B. stieg der GSCI im Jahr 2000 um 50 %.

Abb.2: Rohstoffindex relativ zu US-Aktien und -Anleihen



Quelle: Ibbotson U.S. government bond series through December 1993; JP Morgan world bond index from December 1993 to present
Source US Stocks: Ibotson, S&P

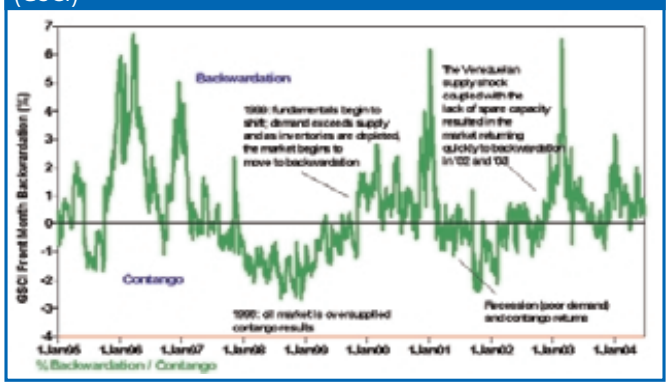
Passiver Commodity-Index

Die Konstruktion des GSCI ist einfach und transparent. Es handelt sich um einen weltproduktionsgewichteten Korb von liquiden Futures-Kontrakten mit kürzester Laufzeit, gestreut über die fünf Sektoren Energie, Landwirtschaft, Viehzucht, Industriemetalle und Edelmetalle. Weltproduktionsgewichtung bedeutet, daß Energie (Rohöl, Benzin etc.) das höchste Gewicht (siehe Chart) und Edelmetallen (Gold und Silber) das geringste Gewicht zukommt. Die Futures-Kontrakte werden mechanisch zu jedem Verfallsmonat (für die meisten Kontrakte monatlich) über fünf Tage verteilt (5. bis 9. Geschäftstag des Monats jeweils zu offiziellen Schlußkursen) in die nächstlängere Laufzeit gerollt. Es ist daher für ein Indexinvestment von großer Bedeutung, zu welchem Wert Futures von unterschiedlicher Laufzeit relativ zueinander handeln. Backwardation, die Knappheit indiziert, bedeutet, daß während des Rollens billiger gekauft als verkauft wird, da ja die Kontrakte mit der kürzeren Laufzeit zu einem mitunter sehr deutlichen Preisaufschlag handeln.

Backwardation

Diese Risikoprämie hat mit Spekulation oder Antizipation zukünftiger Ereignisse nur sehr wenig zu tun: Was zählt, sind gegenwärtiges Angebot und gegenwärtige Nachfrage, bedingt durch Wirtschaftsaktivität. Während des Rollens wird die Form der Kurve erfaßt – Backwardation (= die Futures notieren mit Zunahme der Restlaufzeit immer niedriger) bedeutet, daß Erträge auch dann anfallen, wenn sich die Preise von Rohstoffen (gemessen am Frontkontrakt) nicht verändern. Dies ist nicht unmittelbar einsichtig und setzt Verständnis der Eigenheiten eines physischen Marktes voraus. Rohstoffe können im Unterschied zu Finanzanlagen nicht am Bildschirm rasch kreiert werden. Sind sie einmal knapp, bleibt die Futureskurve solange in Backwardation, bis entweder die Nachfrage einbricht oder das Angebot steigt. Rohöl handelt seit 2000 in Backwardation, sieht man von einigen Monaten in den Jahren 2001 und 2002 ab (Rezession und Terrorattacke, welche zu Nachfrageeinbußen geführt hat). Backwardation ist im Unterschied zu Finanzmärkten nicht arbitrierbar, da reverse-cash-and-carry Arbitrage (Kassa-Leerverkauf, Kauf auf Termin, Eindecken der Lieferobligation des Leerverkaufs über den Repomarkt) aufgrund des Fehlens eines Leihemarktes für Rohstoffe nicht möglich ist (Ausnahme: Gold. Dies kann von Zentralbanken ausgeliehen werden, daher keine aus der Form der Futureskurve herrührenden Erträge – mit ein Grund, warum Gold zur strategischen Diversifikation weitgehend untauglich ist).

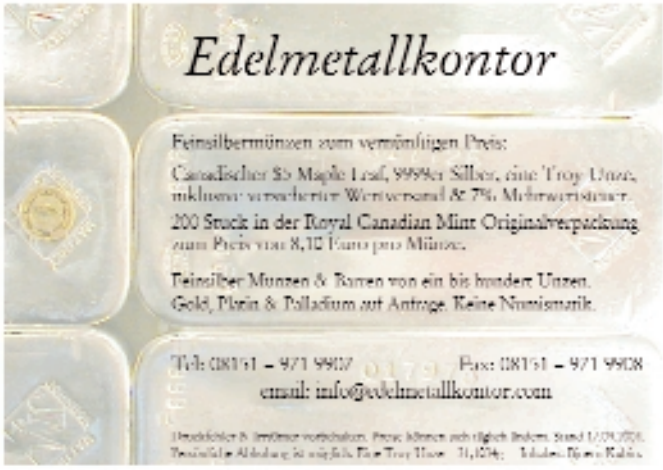
Abb. 3: Backwardation des Goldman Sachs Rohstoff-Index (GSCI)



Quelle: Goldman Sachs Research

Von Backwardation wird gesprochen, wenn der Future-Kontrakt eines Folgemonats unter dem seines Vorgänger gehandelt wird. Bei Contango dagegen notiert der Kontrakt des früheren Monats höher.

Anzeige



Beste Diversifikation mit Energie
Nicht alle Rohstoffe diversifizieren gleich. Die höchsten Erträge mit der stärksten negativen Korrelation zu Finanzanlagen kommen aus dem sehr volatilen Energiebereich. Rohöl und -produkte sind schwieriger zu lagern als z.B. Metalle oder landwirtschaftliche Produkte, Pufferlagerbestände daher gemessen an der Nachfrage selten sehr hoch. Energie handelt aus diesem Grund sehr häufig in Backwardation. Investitionen, die nicht zum überwiegenden Teil im Energiebereich liegen, diversifizieren daher schlechter.

Die Rache der Alten Wirtschaft
Phase I einer Rohstoffertragsrally ist nicht durch Backwardation, sondern durch Preisauftrieb und parallelen Anstieg der positiv steigenden Futureskurve („Contango") bei sinkenden Lagerbeständen gekennzeichnet. Steigen Preise, gewinnt der long-only GSCI an Wert. Phase II ist durch Backwardation geprägt. Lagerbestände sind kaum mehr vorhanden, mehr kann nicht produziert werden – die Kapazitäten sind voll ausgelastet. Preise sind zwar volatil, steigen jedoch nicht unbeschränkt weiter. Preise und durch die Form der Forwardkurve (Backwardation) hervorgerufene Erträge entwickeln sich nicht gleichlaufend.

Wir befinden uns derzeit in vielen Rohstoffmärkten, vor allem bei Energie, in Phase II. Kann dieser Trend weiter anhalten? Wie dieser Tage weithin beschrieben, wurde in vielen Rohstoffmärkten seit Jahrzehnten nichts oder wenig investiert, und dies bekommt die Weltwirtschaft in Form von hohen Preisen zu spüren (Spotpreise als lagging indicator für Investitonen, die vor 10 Jahren getätigt werden sollten): Die Rache der Alten Wirtschaft. In dieser Krise sehen wir über mehrere Jahre eine taktische Chance für Rohstoffinvestoren – solange, bis das Angebot aufgrund neuer Infrastruktur (Förderanlagen, Raffinerien, Minen, Schiffe, Pipelines) wieder deutlich gestiegen ist. Erwarteter Nachfragezuwachs z.B. aus China und Indien verstärkt dieses Argument.

In den letzten Jahrzehnten und vor allem im Equity-Bullmarkt der 1990er wurde viel Geld in das obere Ende der wirtschaftlichen Wertschöpfungskette investiert (Tech, Telekom, Healthcare, Internet...), aber zu wenig in das unterste Ende, die Rohstoffsektoren. Dies ist die bei weitem wichtigste Ursache hinter der gegenwärtigen Hausse an den Rohstoffmärkten (Rohöl und -produkte, Industriemetalle und auch die Landwirtschaft); wichtiger als der Einfluß Chinas und der Spekulanten. In der „Alten Wirtschaft" wurde nicht investiert, da die Erträge in diesem Sektor unterdurchschnittlich waren.

Abb.4: Phasen einer Rohstoff-Rally

Quelle: Goldman Sachs Research

Rohstoffpreise waren in den 1980er und 90er Jahren tief, aufgrund eines deutlichen, durch Regierungen weltweit direkt und indirekt subventionierten Infrastrukturausbaus während der 70er Jahre. Es folgte eine 20jährige Ausbeutungsphase. Preise fielen, starkes Wirtschaftswachstum in den 90er Jahren bei niedriger Inflation war die Folge. Rohstoffproduzenten sahen sich gleichzeitig steigenden Kosten (Umweltgesetzgebung) und Wettbewerb (Deregulierung des Rohstoffsektors) gegenüber. Aus diesen Gründen waren Erträge dieser Unternehmen unterdurchschnittlich, und Investoren stellten ihnen kein Risikokapital zur Verfügung.

Abb. 5: Investitionen in Explorations-Infrastruktur

Quelle: IEA, Goldman Sachs Commodity Research

In diesem Investitionszyklus, der im Erdölbereich vor vier Jahren begonnen hat und voraussichtlich noch weitere 5-10 Jahre dauern dürfte, sind anhaltend hohe Preise notwendig, um Investitionen zu bewirken. Ölproduzenten haben begonnen, Milliarden zu investieren. Dies senkt die Ertragsaussichten selbst im Angesicht stetig steigender Preise. Die letzten Jahre haben bereits gezeigt, daß die Erträge von Ölproduzenten stagnieren. Erträge sind durch auf lange Jahre in großen Projekten gebundenes Kapital deutlich verwässert.

Heutzutage wird Infrastrukturbau nicht von staatlicher Seite gestützt, Produzenten müssen selbst investieren und werden gleichzeitig stark besteuert. Bei Rohöl sehen wir aus diesen Gründen 30 US-$/Faß WTI als die Preisuntergrenze für die kommenden Jahre, mit dem Risiko von weiteren Preisspitzen. In den 1970ern wurden große Projekte in Regionen wie Alaska oder der Nordsee unternommen. Die Projekte der nächsten Generation der 2000er Jahre befinden sich in Afrika, der Kaspischen See, Sibirien etc. Das erhöht die Wahrscheinlichkeit von Kostenüberschreitungen, Verzögerungen und politischen Risiken. Keine guten Aussichten für Weltwirtschaftswachstum und Inflation, aber eine deutliche Chance für Investoren, die direkt in den Rohstoffmarkt einsteigen. Portfoliodiversifikation mit Rohstoffen ist daher für Großanleger und Privatinvestoren zu einem wichtigen Thema geworden.

Kontakt: stefan.weiser@gs.com

Spannung in der „vierten Reihe“

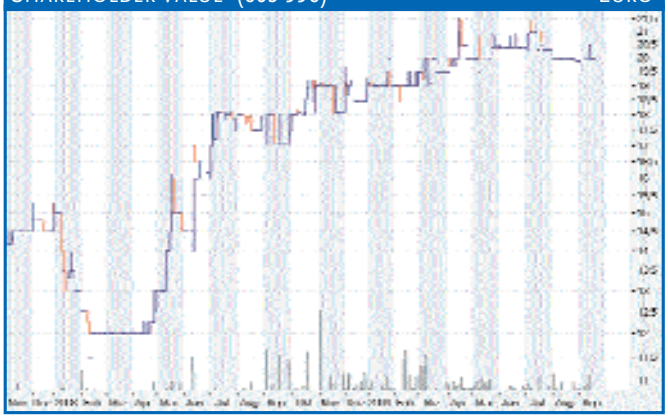
Aussichtsreiche MicroCaps aus dem Finanzbereich

„Aus den Augen, aus dem Sinn“ könnte das Motto lauten, unter welchem man MicroCaps aus dem Finanzbereich zusammenfassen kann. Diese unterhalb der SmallCaps angesiedelten Werte leiden oftmals unter einer mangelnden Informationsdichte aufgrund des eingestellten Banken-Research. Die folgenden Beispiele, je zwei Beteiligungsgesellschaften und zwei Banken, zeigen aber, wie aussichtsreich es für Anleger sein kann, sich die entstandenen Asymmetrien zunutze zu machen.

Shareholder Value Beteiligungs AG
Börsennotierte Nebenwertespezialisten

Geschäftszweck des in Frankfurt ansässigen und 2001 gegründeten Unternehmens ist einzig die Maximierung der Rendite eines aus 15 bis 20 Werten bestehenden Nebenwerteportfolios. Zur Zusammensetzung des Portefeuilles betreiben die Initiatoren um Vorstandschef Ralph Bieneck eine klassische Fundamentalanalyse. Kennzahlen wie das gewinnbasierte KGV oder die Dividendenpolitik stellen dominante Elemente der Betrachtung dar. Für Bieneck ist es zudem ein nicht zu unterschätzender Faktor, wenn der Firmengründer noch selbst in der zu beobachtenden Gesellschaft involviert ist.

Shareholder Value (605 996) Euro



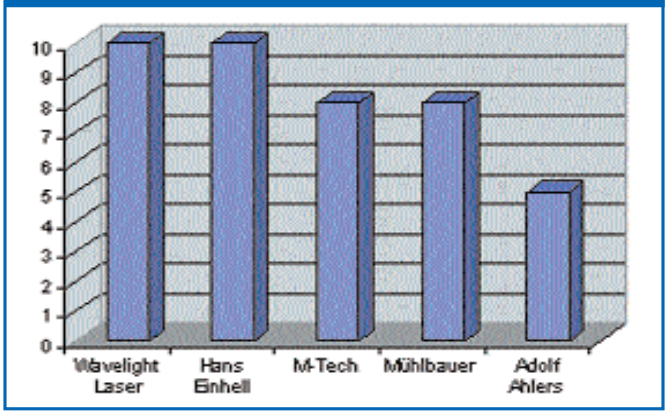
Ein Blick über den Tellerrand

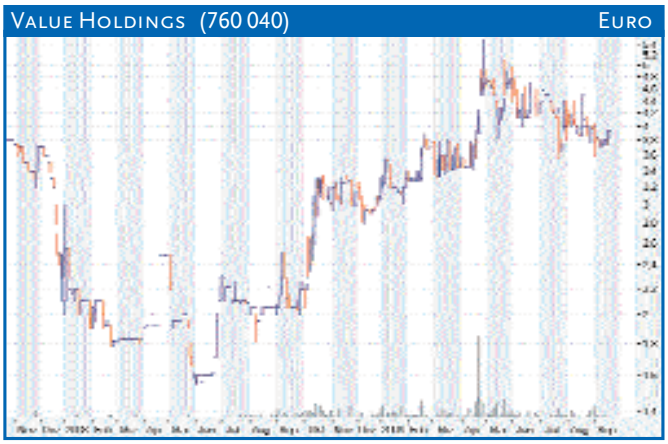
Ausgewählt werden Nebenwerte aus Deutschland, Österreich und der Schweiz. Die schweizerische Comet Holding ist aktuell jedoch die einzige aus den Alpenländern stammende Beteiligung. Im Portfolio befinden sich sowohl Value- als auch Wachstums-Titel. Beispielhaft für erstere Kategorie ist der Modehersteller Adolf Ahlers zu nennen, der angesichts seiner Dividendenstärke favorisiert wird. Ein wachstumsorientiertes Engagement ist Wavelight Laser. In gewisser Weise hemmend für bisher noch mit der Thematik befaßten Aktionären wirkt sicherlich der hohe Grad an Spezialisierung der Gesellschaft. Immerhin kann sich Shareholder Value dadurch aber nicht in fremden Geschäftsfeldern verzetteln.

Aktie notiert unter innerem Wert

Das Unternehmen erlöste aus dem Verkauf von Wertpapieren im Jahr 2003 rund 5,3 Mio. Euro und konnte dabei Kursgewinne in Höhe von 1,49 Mio. Euro ausweisen. Nach Abzug aller Kosten errechnete sich daraus ein Jahresüberschuß von knapp 1,3 Mio. Euro, nachdem im Vorjahr noch ein Fehlbetrag in ähnlicher Höhe ausgewiesen worden war. Auf Basis des Ergebnis je Aktie von 2,77 Euro ergibt sich beim aktuellen Kurs von 20 Euro ein KGV von 7. Aktuell notiert die Aktie mit einem Abschlag auf den inneren Wert in Höhe von 20 %. Gegenüber Smart Investor erklärte Bieneck aber, durch eine verbesserte Außendarstellung oder auch Zahlung einer Dividende mehr Bewegung in den Kurs bringen zu wollen.

Grösste Shareholder-Value-Beteiligungen in %





Value Holdings AG
Augsburger Multitalente

Anders als bei Shareholder Value ist der Aufbau der Value Holdings AG (VH) weitaus vielschichtiger und deshalb etwas erklärungsbedürftiger. Im Portfolio-Management wird das klassische Value Investing auf eigene Rechnung betrieben, während der Bereich Management Services sämtliche Beratungs- und Dienstleistungsaktivitäten bündelt. Hieraus entspringt auch der VH Capital Partners Fund, der für Anleger, die nur den Value-Ansatz „kaufen" wollen, ein geeignetes Investitionsvehikel darstellt. Die dritte Säule, das in die Konsortium AG eingebettete Beteiligungskapital, umfaßt ein übernommenes, 11,3 Mio. Euro schweres Portfolio von nicht börsennotierten Unternehmen..

Investieren à la Warren Buffett

Value Investing bedeutet indes nicht das Spekulieren mit einer, sondern das Investieren in eine Aktie. Diese wird dann erworben, wenn ein Abschlag zum inneren Wert vorliegt. Zurück geht diese Strategie auf Benjamin Graham, dem Lehrmeister von Warren Buffett. Sie fußt auf der vom Markt noch nicht eskomptierten Substanz eines Unternehmens. Dabei ist VH nicht allein auf Nebenwerte beschränkt, aktuell befinden sich mit BMW und Altana zwei Dax-Werte im Depot. Sollte eine von VH als interessant eingestufte Aktie im Kurs fallen und sich an der ursprünglichen Einschätzung bezüglich des Unternehmens nichts geändert haben, so wird sukzessive nachgekauft. Laut Vorstandschef Georg Geiger so geschehen bei Zapf Creation nach deren Kurseinbruch. Mit dem Kauf der Aktie kann man somit das gesamte Aktivitätsspektrum erwerben, mit dem Kauf des Fonds wird dagegen lediglich der Value-Ansatz eins zu eins abgebildet.

Anzeige

Attraktives Zahlenwerk?

Bei Umsätzen von 1,9 Mio. im Jahr 2003 konnte VH den Turnaround in die Gewinnzone realisieren. Die Abschreibungen auf Wertpapiere belasteten das Ergebnis kaum mehr, in 2002 beliefen sich diese noch auf 1,64 Mio. Euro. Dies zeigt, wie anfällig das Beteiligungsgeschäft gerade in schwachen Börsenzeiten ist. Um aber früher wieder dividendenfähig zu sein, wurde mit Hilfe einer bilanztechnischen Maßnahme der Bilanzverlust um 0,6 Mio. Euro reduziert. Somit wurde die Voraussetzung für die Zahlung einer Ausschüttung, die einen Bilanzgewinn notwendig macht, geschaffen. Der Aktienkurs indes notiert mit 3,90 Euro unter seinem Buchwert von knapp 4,50 Euro.

VEM Aktienbank
Investmentbank für den Mittelstand

Die 1997 in München gegründete und seit Juni 2004 börsennotierte VEM Aktienbank versteht sich als unabhängige Investmentbank, deren Kerngeschäft die Eigenkapitalversorgung von mittelständischen Unternehmen ist. Innerhalb dieses Rahmens ist sie spezialisiert auf verschiedenste Emissionen. Um als vollwertige Investmentbank wahrgenommen zu werden, betreibt das Unternehmen aber auch das Designated Sponsoring und den Eigenhandel. Ein strategisches Moment besitzt zudem die 25 %ige Beteiligung an Financial.de. Über das Internetportal kann VEM Emittenten mit zusätzlichen Dienstleistungen versorgen, so zum Beispiel rund um das Thema Internetpräsenz oder die Anfertigung von Geschäftsberichten.

Diversifiziertes Risikoprofil

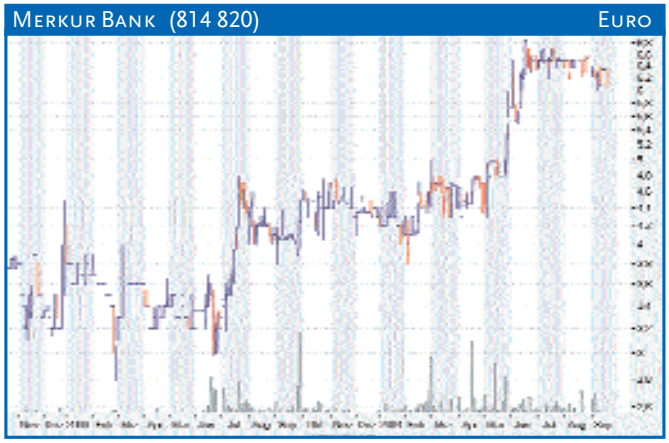
Im Eigenhandel besteht sicherlich ein Marktrisiko, im Emissionsgeschäft wiederum sind die Befindlichkeiten durch einen harten Wettbewerb etwas anders gelagert. Durch die Konzentration auf Mittelständler ist es VEM aber gelungen, sich eine Position auf dem Markt zu erkämpfen. Interessant dürfte hier vor allem die Kreditvergaberichtlinie Basel II sein, denn die erschwerten Bedingungen zur Aufnahme von Fremdkapital spielen den Münchnern in die Hände. Die von anderen Auguren gesehene Gefahr, im Bereich des Designated Sponsoring wegen großer Konkurrenz nicht Fuß fassen zu können, sehen wir nicht. Denn gerade die Flexibilität und das spezialisierte Know-how sind sicherlich die Trümpfe gegenüber den Universalbanken.

VEM mit starken Geschäftszahlen

VEM selbst erzielte im ersten Halbjahr 2004 bei Erträgen von 2,72 Mio. Euro ein Ergebnis nach Steuern in Höhe von 1,26 Mio. Euro. Damit wird der diesbezügliche Vorjahreswert von 0,32 Mio. Euro bereits jetzt mehr als viermal übertroffen. Das Ergebnis je Aktie lag allein im ersten Halbjahr bei 0,55 Euro. Damit scheint in jedem Fall ein einstelliges KGV für dieses Jahr realistisch zu sein. Zurückzuführen ist diese operative Stärke auf eine wieder anziehende Emissionstätigkeit und der Ausbau der Mandate im Designated Sponsoring von 27 auf 43. Im zweiten Halbjahr dürfte sich dieser Trend aber nur in abgeschwächter

Mittelstand: alle in einem Boot

Form fortsetzen. Auf sich nachhaltig bessernde Ergebnisse läßt trotzdem die hochgradig in die Materie involvierte und nicht zuletzt erfahrene Führungsriege um Vorstandschef Andreas Beyer schließen. Sie hält etwa ein Drittel des Aktienkapitals und hat demnach ein gesteigertes Interesse an einem positiven Geschäftsverlauf.



Merkur Bank KGaA
Klein, aber oho

Die Münchner Merkur Bank ist eine Privatbank mit Focus auf Mittelstand- und Bauträgerfinanzierungen sowie der Refinanzierung von Leasinggesellschaften. Strukturiert als KGaA sind Siegfried Lingel und die Merkur Beteiligungs GmbH die persönlich haftenden Gesellschafter; das restliche Grundkapital wird auf die Kommanditaktionäre verteilt. Im Juni dieses Jahres beteiligte sich die mit 7 Mrd. Euro Bilanzsumme 13mal größere Hypo Bank Tirol zu 7,50 Euro je Anteil mit 9 % an der Merkur Bank. Dieser Schritt eröffnet Merkur nicht nur volumenmäßig neue Spielräume, sondern trägt auch durch die Unterbeteiligung der Innsbrucker an Projekten risiko- und ertragsmäßig zu einer strukturellen Verbesserung bei. Das bisher in dieser Kooperation realisierte Neuvolumen liegt über den Erwartungen der Partner, so Generalbevollmächtigter Marcus Lingel gegenüber Smart Investor.

Latentes Konjunkturrisiko

Die Achillesferse des Unternehmens ist aber nach wie vor die schwache Konjunktur und der dadurch enorm hohe Rückstellungsbedarf. Belief sich die Risikovorsorge im Jahr 2000 noch auf 2,4 Mio. Euro, so ist für 2004 knapp eine Verdreifachung realistisch. Dem guten operativen Geschäftsverlauf wirkt dieser Faktor sicherlich entgegen. Hierzu muß man aber wissen, daß Merkur immer nur zeitlich befristet als Akteur in der margenstarken Bauzwischenfinanzierung präsent ist. Natürlich wirken auch die Prüfungsvorgänge rund um die Aareal-Bank stimmungsdämpfend für die Branche, aber als Nischenplayer hat Merkur hier bis auf etwaige Verschärfungen innerhalb des Vorschriftenlabyrinths wenig zu befürchten.

Merkliches Ergebniswachstum

Vor allem die Kooperation mit Hypo Tirol sorgte dafür, daß die Aktie in diesem Jahr wieder vermehrt auf dem Anlegerradar aufgetaucht ist und einen ersten Schritt zu einer Neubewertung gemacht hat. Die Zusammenarbeit soll den Ertrag pro Aktie innerhalb der nächsten drei Jahre von 0,18 Euro auf bis zu 0,50 Euro klettern lassen. Auch die Dividende wurde für das abgelaufene Geschäftsjahr von 6 auf 13 Cent je Anteilsschein mehr als verdoppelt und trägt so, parallel zu den forcierten Bemühungen einer verbesserten Außendarstellung, zum gesteigerten Interesse bei. Die Halbjahreszahlen (Zinsüberschuß +11 %, Provisionsüberschuß +6 %) untermauern die Aufwertung. Positiv fällt auch die auf 58,5 % gefallene Cost/Income-Ratio auf.

Fazit

Allen vier Firmen ist die hohe Korrelation ihrer Aktien mit den Börsen, deren dünnes Handelsvolumen und die Nachrichtensensitivität gemeinsam. Shareholder Value und VH bieten dem Anleger jeweils eine ausgeklügelte Investmentidee, die über Jahre im Vergleich zu den Standardindices stets bessere Renditen ablieferte. Unter Value-Gesichtspunkten sind beide Aktien ein Kauf. Bei den beiden Banken fußt der Erfolg vor allem auf den hochgradig focussierten Geschäftsmodellen und der aus der geringen Größe resultierenden Wendigkeit. Hinzu kommt ein in der Form branchenweit seltenes Engagement der Unternehmensführung und deren Kompetenz, selbst in schwierigem Fahrwasser agieren zu können und nicht reagieren zu müssen.

Tobias Karow

MicroCaps aus dem Finanzbereich im Überblick

	Shareholder Value	Value Holdings	VEM Aktienbank	Merkur Bank
WKN	605 996	760 040	760 830	814 820
Kurs	20,00	3,90	5,30	6,18
Mcap*	9,3	7,3	14,56	26,31
Gewinn 03*	1,28	0,19	0,32	0,74
KGV04e**	7,3	9,8	7,1	20,6

*) in Mio. Euro
**) auf Basis der für 2004 geschätzten Gewinne

Begrenzte Chance bei wenig Risiko

Drei Abfindungskandidaten, mit denen sich relativ risikolos Geld verdienen läßt

Abfindungs- und Liquidationswerte bieten immer wieder, weitgehend unabhängig von der allgemeinen Börsenentwicklung, vielversprechende Chancen. Die Risiken sind hierbei oftmals sehr begrenzt, vorausgesetzt, eine zuvor durchgeführte Analyse ergab eine Marktineffizienz, die sich in einer zu tiefen Aktienbewertung widerspiegelt. Derartige Ineffizienzen, hierzu können auch Überbewertungen zählen, da beileibe nicht jede dieser Spezialsituationen eine positive Rendite verspricht, beruhen oftmals auf der Komplexität der möglichen künftigen Szenarien und der Aversion vieler Marktteilnehmer gegenüber solchen Sondersituationen.

Zu viele Köche verderben den Brei

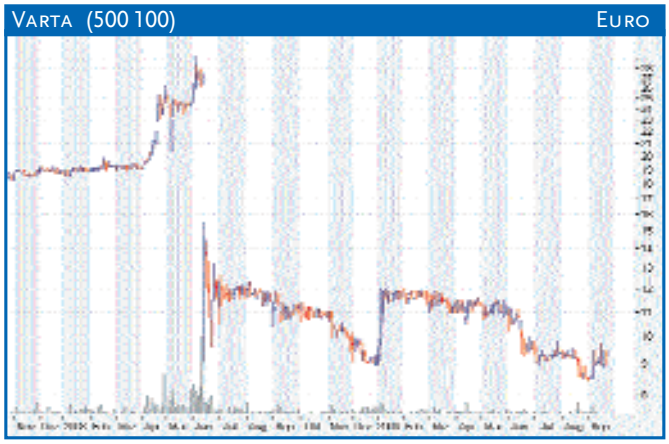
Wie in jedem Markt, der in der Vergangenheit abseits der breiten Masse gute Renditen ermöglichte, wurden auch bei Abfindungsaktien und hier vornehmlich bei Squeeze-outs in jüngster Zeit viele neue und damit in diesem Bereich eher unerfahrene Anleger angezogen. Als warnendes Beispiel sei nur angeführt, daß es mittlerweile sogar bereits ein sogenanntes Squeeze-out-Zertifikat eines Bankhauses am Markt gibt. Die Folge all dieser neuen Akteure ist, daß viele Kurse bereits nach Ankündigungen weit über ein faires Niveau hinausschießen. Investmentideen lassen sich aber weiterhin finden, z.B. bei in Vergessenheit geratenen potentiellen Abfindungskandidaten oder bei Neufällen, die noch nicht „entdeckt" sind. Im folgenden sollen nun drei mögliche Abfindungs- bzw. Liquidationswerte vorgestellt werden.

Ein Stück deutscher Wirtschaftsgeschichte

1887 wurde mit Gründung der Firma Büsche & Müller der Grundstein für einen später weltweit tätigen Batteriehersteller gelegt. Bereits 1890 beteiligten sich Siemens und AEG an der in Accumulatorenfabrik AG umbenannten Gesellschaft. 1904 trägt erstmals eine Tochter den Namen Varta (**V**ertrieb, **A**ufladung, **R**eparatur **T**ransportabler **A**kkumulatoren). Im Jahre 1923 begann dann die Ära Quandt bei Varta. Diese einflußreiche Familie spielt auch noch heute eine wichtige Rolle. Nachdem 1997 die Realteilung der Varta stattfand, damals wurden in Varta die Batteriesparten gebündelt, die Elektrosparte in die CEAG ausgegliedert und die Pharmasparte in die Altana AG überführt, tat sich lange Zeit relativ wenig.

Profitieren Sie mit den Quandts

Im Jahr 2000 geriet die Aktie wieder in den Focus vieler Anleger, als die GOPLA Beteiligungsgesellschaft (Familie Quandt und die Deutsche Bank) den freien Aktionären ein Übernahmeangebot zu 14,50 Euro je Aktie offerierte. Die Annahmequote lag hierbei bei über 90 %. Im Jahr 2002 begann schließlich die Zerschlagung des traditionsreichen Unternehmens. Die Sparte Au-



tobatterien wurde mit hohem Gewinn an Johnson Controls verkauft und die Gerätebatterien in ein Joint Venture mit Rayovac eingebracht. Dies hatte zur Folge, daß in 2003 eine hohe Dividende von 13,50 Euro je Aktie ausgeschüttet werden konnte. Im Vorfeld der Ausschüttung kam es zu erhöhten Umsätzen in der Aktie, die jetzt wieder – zu Unrecht – völlig in der Versenkung verschwand.

Weiteres Vorgehen des Großaktionärs unklar

Was der Hauptaktionär künftig mit Varta vorhat, ist unklar. Denkbar erscheint sowohl ein Squeeze-out als auch ein Verkauf der verbliebenen Perle Varta Microbattery. Um so klarer ist hingegen, daß die Summe der einzelnen Vermögensgegenstände deutlich über der aktuellen Marktkapitalisierung liegt. Größte verbliebene Assets sind: eine bestehende Put-Option auf den 49 %-Anteil am JV mit Rayovac, die den Verkauf der Anteile für 133 Mio. Euro ermöglicht, und die Tochter Varta Microbattery, die im ersten Halbjahr 2004 ihren Umsatz mit Batterien für Hörgeräte und wiederaufladbaren Rundzellen für Handys um 16 % auf 74,4 Mio. Euro und das EBIT überproportional auf 3,5 Mio. steigern konnte. Zuzüglich weiterer kleinerer Posten und nach Abzug aller Verbindlichkeiten und Rückstellungen sollte sich ein Liquidationswert oder auch Abfindungswert oberhalb von 250 Mio. Euro ergeben.

Der „Schrecken der Kleinaktionäre"

Bei der Sachsenmilch AG handelt es sich um eine der unter Ertragsgesichtspunkten seit Jahren günstigen Aktiengesellschaften auf dem deutschen Kurszettel. Ursächlich hierfür ist der Hauptaktionär, der offensichtlich tunlichst nicht mit den Kleinaktionären teilen möchte. Doch erst mal zur Geschichte, wie es überhaupt zu dieser Ertragsstärke kam. 1991 war die Sachsenmilch AG die erste börsennotierte Firma aus den neuen Bundesländern. Doch bereits 1993 mußte die Gesellschaft Kon-

kurs anmelden. 1994 übernahm dann Theo Müller mittels seines hochprofitablen Milchimperiums Müllermilch den Börsenmantel und separat das hochmoderne Milchwerk Leppersdorf, in dessen Ausbau er weiter kräftig investierte.

Verlustvorträge

Da die Sachsenmilch über hohe steuerliche Verlustvorträge von rund 150 Mio. Euro verfügte, war es für Müllermilch äußerst lukrativ, einen Teil der Gewinne bei der Sachsenmilch AG anfallen zu lassen. Hierzu wurde mit der Sachsenmilch AG ein Vertrag über die Pachtung des Milchwerks in Leppersdorf geschlossen und außerdem vereinbart, daß Sachsenmilch für die Muttergesellschaft Produkte wie Joghurt, Milchreis, Buttermilch etc. herstellt. Die Verträge führten dazu, daß die Gesellschaft hohe Gewinne generiert und somit ihre Substanz von aktuell 76 Euro je Aktie immer weiter anreichern kann. Bei einem jährlichen Gewinn von um die 12 Mio. Euro errechnet sich bei einem Kurs von 75 Euro ein KGV von lediglich 5,6.

Maßnahmen, um Aktionäre zu vergraulen

Da Herr Müller aus verschiedenen Gründen einen niedrigen Kurs haben möchte (Stichwörter: Erbschaftsteuer und Umzug in die Schweiz), unterläßt er fast nichts, um Aktionäre zu verschrecken. So wird regelmäßig mit der Aufkündigung des Pachtvertrags gedroht, die Kündigungsfrist hierzu kurzerhand auf einen Tag gesenkt, in 2002 ein bilanzkosmetischer Verlust verbucht, der allerdings für 2003 ein um so höheres Ergebnis zur Folge hatte. Die effektivste Methode zur Entledigung der Kleinaktionäre sollte aber wohl ein nach Jahren des Prozessierens genehmigter Kapitalschnitt im Verhältnis 75:1 sein. Dies bedeutet: Wer nach Eintragung des Beschlusses nicht 75 Aktien oder ein Vielfaches hiervon besitzt, wird förmlich vor die Tür dieser „Cash Cow“ gesetzt.

Klagen angedroht

Eine Aktionärsinitiative (www.smil-i.de) und die SdK (Schutzgemeinschaft der Kleinaktionäre) kündigten nun eine Klage gegen den „faktischen Konzernverbund“ an und fordern einen Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrag ein. Ein solcher Vertrag hätte eine Unternehmensbewertung zur Ermittlung der an ausscheidungswillige Aktionäre zu zahlenden Abfindung zur Folge. Die Aussichten hierfür dürften allerdings eher schlecht sein. So bleibt Sachsenmilch eine der substanzstärksten und ertragsreichsten deutschen Aktien, dürfte aber noch einige Jahre ihre freien Aktionäre das ein und andere Mal auf eine harte Geduldsprobe stellen. Dem geduldigen Anleger winkt jedoch sein Anteil am Liquidationserlös, eine mehr oder weniger großzügige Abfindung, oder im besten Fall sogar eine Verschmelzung der Müllermilch auf die Sachsenmilch.

Daten und Kennzahlen

Firma	WKN	Kurs	Marktkap.	Umsatz 04e	JÜ 04e *
		Euro	Mio. Euro	Mio. Euro	Mio. Euro
Varta	500 100	9,00	178,1	150	5
Sachsenm.	715 260	45,00	67,5	1200	12
P&I	691 340	7,60	58,5	45	5,5

*) Bereinigt um Goodwill- & Kundenstamm-Afa

Neue Chance?

Die laufende Übernahme des Anbieters von Software für die Personalwirtschaft P&I durch die renommierte Investmentgesellschaft The Carlyle Group bietet gute Chancen bei moderatem Risiko. So erwirtschaftet P&I einen sehr hohen freien Cash Flow, der in den letzten Jahren die Bilanz spürbar verbesserte. Lediglich nicht monetäre Abschreibungen auf Goodwill und den Kundenstamm einer von IBM gekauften Software lassen das Ergebnis optisch geringer erscheinen. Mit mehr als 3.700 Kunden – darunter viele Behörden – und hohen jährlichen Wartungs- und Consultingerträgen ist die künftige Entwicklung gut prognostizierbar. Damit ist das Unternehmen der Traum eines jeden Private Equity-Investors.

Kritische Annahmeschwelle

Sollte es Carlyle gelingen, 75 % des Kapitals im Rahmen des Übernahmeangebots zu erlangen, so ist laut Angebotsunterlagen ein Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrag geplant. Dies wäre für die Aktionäre zweifelsohne sehr gut, da der diskontierte Wert der Cash Flows deutlich über 10 Euro je Aktie liegen dürfte. Allerdings erscheint mit Carlyle ein Streit um die Höhe der angemessenen Abfindung vorprogrammiert, wie die mickrigen Abfindungen bei Honsel und Edscha aufzeigen. Ob es jedoch überhaupt soweit kommt, erscheint noch fraglich, da das Angebot auf wenig Gegenliebe stößt. So wurden bislang lediglich 1,57 % eingereicht (Stand 7. September), so daß Carlyle mit den Stücken der Gründer erst auf 61,57 % kommt. Sollte es zu keiner schnellen Abfindung kommen, partizipieren die Anleger weiterhin an einem wachstumsstarken Unternehmen mit hoher Ertragskraft. Daß dies für den Aktienkurs nicht das schlechteste sein muß, zeigt die Entwicklung bei Beru seit dem Einstieg Carlyles.

Fazit

Die drei Beispiele sollen dem Anleger aufzeigen, daß bei Spezialsituationen unter Chance-Risiko-Aspekten noch immer attraktive Chancen zu finden sind. Diese erfordern jedoch meist einen langen Atem und Spezial-Know-how (sowohl rechtlich als auch bewertungstechnisch), welches sich hieran Interessierte aneignen sollten, um in diesem Haifischbecken zu den Gewinnern zählen zu können.

Andreas Olsen

Hinweis:
Der Autor besitzt Aktien der hier aufgeführten Unternehmen.

NACHHALTIGES INVESTIEREN

Vom Winde verdreht

Ethisch-ökologische Fonds unter der Lupe

Von Bernhard Schmidt, www.billiger-investieren.de

Der Fonds-Sektor, der sich nachhaltigen Prinzipien bei der Geldanlage verpflichtet fühlt, erfreut sich immer größerer Beliebtheit. Gemäß dem Sustainable Business Institut an der European Business School (EBS) ist das Volumen im deutschsprachigen Raum seit Jahresanfang um 5,5 % auf gegenwärtig rund 4,5 Mrd. Euro angestiegen. Damit verzeichnet dieses Segment mehr Wachstum als konventionelle Anlagen. Zumindest in diesem Jahr erzielten die Nachhaltigkeitsfonds eine Outperformance. Die Aktienfonds dieser Kategorie legten beispielsweise um 3,15 % gegenüber nur 2,8 % ihrer konventionellen „Kollegen" zu. Dies untermauert die Ergebnisse zahlreicher Studien, nach denen nachhaltige Anlagen wie z.B. Aktien von Wind-, Wasser- und Solarunternehmen marktkonform oder sogar besser abschneiden. Dennoch gibt es auch Studien, die zum gegenteiligen Ergebnis kommen. Die Frage, ob es einen Trade-off zwischen Rendite und Prinzipien gibt, wird wohl kaum eindeutig zu lösen sein, da dies oftmals vom Betrachtungszeitpunkt und der Untersuchungsart abhängt.

Die Qual der Wahl

Für den Anleger, der sein Kapital gemäß seinen Prinzipien eingesetzt wissen will, eröffnet sich ein breites Spektrum. Im deutschsprachigen Raum sind insgesamt 107 nachhaltige Publikumsfonds zugelassen. Rund die Hälfte davon hat ein Volumen von weniger als 25 Mio. Euro. Dennoch sehen die Banken bei diesen Produkten einen Zukunftsmarkt und tun sich deshalb (wie auch aus Prestigegründen) schwer, die unrentablen Fonds zu schließen. Der größte Öko-Aktienfonds (Pictet Funds Water P) verwaltet 255 Mio. Euro und der größte Öko-Mischfonds (Sarasin OekoSar) 209 Mio. Euro. Gründlich sollten nicht nur wie bei jeder Fondsauswahl die ökonomischen Aspekte betrachtet werden, sondern auch die ethischen, ökologischen und/oder sozialen Anlagekriterien, damit der prinzipienorientierte Anleger auch den gewünschten Nutzen (sei es ideell oder reell) erzielt.

Bernhard Schmidt

Drei unterschiedliche Ansätze

Grob lassen sich drei unterschiedliche Strategien beim nachhaltigen Anlageprozeß unterscheiden, die je nach Fonds auch kombiniert werden können. Die Vermeidungsstrategie definiert anhand von Ausschlußkriterien (sog. Negativkriterien, wie Umweltzerstörung, Rüstung, Atomenergie etc.), welche Wertpapieremittenten zu vermeiden sind. Dagegen verfolgt die Auswahlstrategie den Ansatz, über Positivkriterien (wie nachhaltige Geschäftstätigkeit, Recycling, gute Mitarbeiterbeziehungen etc.) die Investmentauswahl einzuengen. Einem anderen Ansatz verschreibt sich die Aktivismusstrategie (sogenanntes Engagement), die über ihre eingegangenen Aktienpositionen versucht, einen Einfluß auf das jeweilige Unternehmen (beispielsweise via Ausübung der Stimmrechte) zu bewirken. Die Aktivismusstrategie wird eher selten angewendet. Tendenziell gilt, daß bei der Auswahlstrategie das Anlagespektrum am meisten eingeschränkt wird, was Probleme bei den Diversifikationsmöglichkeiten mit sich bringt und die Rendite negativ beeinflussen könnte.

Vorsicht ist angebracht

Zum Teil kann man sich des Eindrucks nicht erwehren, daß mit assoziationsreichen Labeln wie „Öko" oder „Ethik" lediglich versucht wird, eine weitere (und wachsende) Anlegerschicht marketingtechnisch zu erschließen. Oftmals befinden sich die größten „Sündenunternehmen" in den Portfolios der prinzipienorientierten Fonds. Sämtliche 30 Dax-Werte werden von ei-

Für immer mehr Unternehmen besitzen Ethik und Umweltschutz ein strategisches Moment

nem oder mehreren Nachhaltigkeits-Fonds gehalten, was nicht gerade auf viel „Prinzipientreue" bzw. eine Differenzierung der Ökofonds schließen läßt. Beispielsweise laufen seit Jahrzehnten gegen Bayer und E.ON Kampagnen von zahlreichen Organisationen, um diverse Umstände im Umweltschutz bzw. Tierschutz zu ändern. Ob diese Aktivisten damit einverstanden wären, wenn in ihrem Ökofonds diese Aktien enthalten sind, dürfte bezweifelt werden. Folglich sollte der Anleger selbst kritisch prüfen, welche Kriterien der Fonds besitzt und ob diese auch eingehalten werden. Einen sehr guten Überblick über den Markt nachhaltiger Anlagen stellt die Informationsplattform der EBS zur Verfügung: www.nachhaltiges-investment.org.

Der ökologische Nutzen

Geschickt wird dem Anleger suggeriert, daß sein Geld in einem Nachhaltigkeits-Fonds nicht nur ökonomische Ziele verfolgt, sondern auch positive Veränderungen erzielen könne. Dabei ist zu beachten, daß am Aktienmarkt dem Unternehmen kein Geld zufließt (Ausnahme: Kapitalerhöhung oder Börsengang) oder entzogen wird, sondern lediglich ein Besitzerwechsel stattfindet. Ein Effekt könnte nur dann auftreten, wenn das Unternehmen aufgrund von dauerhaften Kursänderungen andere Finanzierungsmöglichkeiten erfährt. Dafür dürften aber i.d.R. die Volumina der nach Wertvorstellungen angelegten Gelder zu gering sein. Falls dennoch beispielsweise bei einem „gewünschten" Unternehmen ein höherer Aktienkurs aufgrund der Ökonachfrage zustande kommen sollte, dann dürfte es zu einem „Crowding-out" (Verdrängungsprozeß) der konventionellen Anleger kommen, da diese lediglich auf die ökonomischen Bewertungen schauen und sich bei überteuerten „Ratios" verabschieden. Das bewirkt wiederum Verkaufsdruck bzw. läßt die Öko-Anleger auf überteuerten Aktien sitzen. Der tatsächliche Nutzen der Nachhaltigkeits-Fonds dürfte also oftmals überschätzt werden. Bleibt der Trost, daß sich zumindest das Anleger-Gewissen freut, da die Rendite nicht durch unethische Investitionen zustande kam.

Fazit & Tips

Der Anleger sollte nicht ungeprüft in Nachhaltigkeits-Fonds investieren, sondern einen genauen Blick auf die ökonomischen wie auch prinzipienorientierten Kriterien werfen sowie deren Einhaltung kritisch hinterfragen. Möglicherweise empfiehlt es sich, einen unabhängigen Berater zu konsultieren. Grundsätzlich sollte man beim Fondskauf darauf achten, keine übermäßigen Gebühren (hohe Ausgabeaufschläge etc.) zu bezahlen oder in hauseigene Produkte „hineingeredet" zu werden.

Bankenunabhängige Beratung bzw. günstige Alternativen finden Anleger beispielsweise bei: www.billiger-investieren.de; www.fondspower.de oder www.murphyandspitz.de

Anzeige

Profitable Handelsstrategien

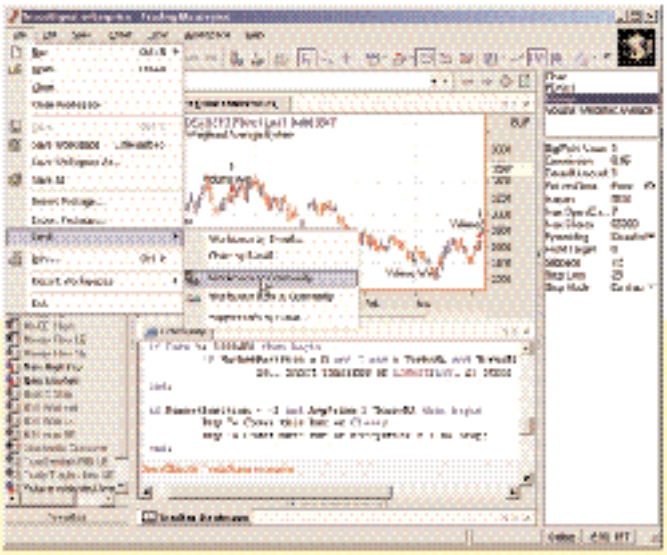
entwickeln, testen und optimieren

Erstellen und testen Sie Ihre Handelsstrategien ab sofort mit TradeSignal enterprise und der Formelsprache Equilla. Finden Sie jetzt die profitablen Ein- und Ausstiegszeitpunkte noch bevor Sie auch nur einen Euro investieren. Prüfen Sie, welche Candlestick-, Bar Chart- oder Point & Figure-Formationen welchen Ertrag bringen. Verwenden Sie selbstgeschriebene Indikatoren in Ihren Strategien.

Der integrierte Optimizer unterstützt Sie bei der Verbesserung Ihrer Trading-Ideen. Ein umfassender Performance Report mit über 30 Beurteilungskriterien wie Net Profit, Maximum Drawdown oder Profit Ratio sagt Ihnen, ob Ihre Strategie konstante Gewinne erwirtschaftet hat.

Equilla „versteht" nahezu vollständig den Befehlssatz der Easy-Language™ von TradeStation™. Der Einstieg in das Thema „Strategieentwicklung" wird dadurch für Anfänger sehr einfach, denn es muss keine neue Sprache erlernt werden. Profis, die bereits mit diesem Produkt Strategien erstellt haben, können diese weiter nutzen und mit Equilla ausbauen.

Testen Sie jetzt TradeSignal enterprise mit Equilla – the traders language. Weitere Informationen und Download im Internet unter http://www.technical-investor.de/tse/



Erstellen, testen und optimieren Sie jetzt schnell und einfach Ihre Handelsstrategien mit Equilla - the trader's language.

tradesignal enterprise

Easy Language und TradeStation sind eingetragene Warenzeichen der TradeStation Technologies Corporation.

DERIVATE

Anpassungsfähigkeit gefragt

Investieren in die künftigen Trends

Nachdem in der Titelstory die großen Trends dieses Jahrzehnts beleuchtet wurden, soll in diesem Beitrag näher darauf eingegangen werden, wie Anleger, die diesen Überlegungen folgen möchten, in die einzelnen Trends investieren können.

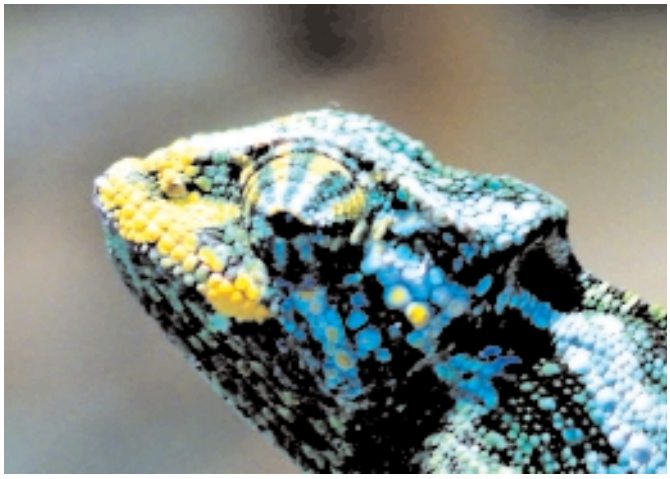
Die herkömmlichen Möglichkeiten

Selbstverständlich kann bei vielen der Trends eine Anlage direkt in das Produkt, sei es ein Rohstoff oder aber in Aktien direkt, investiert werden. Dabei steht aber selbst der etwas höher motivierte Investor vor mehreren Herausforderungen. Nehmen wir das Beispiel Rohstoffe: Landläufige Investitionsmöglichkeiten gibt es in Form von Optionen oder Futures. Eventuell kommt bei den Edelmetallen noch die Anlage in effektiven Barren in Frage, bei Rohöl gestaltet sich der direkte Kauf schon etwas delikater – spätestens beim Verkauf wird es schwierig. Aber selbst der Erwerb von Futures und Optionen bedingt eine permanente Anpassung und Umschichtung bei Fälligkeit der Kontrakte. Hinzu kommen enorme Transaktionskosten; Termingeschäftsfähigkeit und ein Hang zu großer Risikobereitschaft seitens des Anlegers muß ebenfalls vorhanden sein.

Im Falle eines Aktieninvestments steht der Investor vor der Frage der richtigen Selektion. Langfristige Trends vollzieht man am besten mit Indices nach. Nur wer kann schon ganze Indices zusammenkaufen? Denn auch hier sei auf möglicherweise abnorme Transaktionskosten verwiesen. Einer der großen Trends ist das weitere Erstarken des Euros gegenüber dem US-Dollar. Dabei stellt sich nicht die Frage von irgendwann einmal 1,40 US-$ für einen Euro, sondern ob es nicht eventuell sogar 2 US-$ dafür gibt. Diese Überlegungen werden nachfolgend einen großen Einfluß haben. Grundsätzlich gilt es, vorab auch einige andere wichtige Fragen zu beantworten: Wie schaut es gerade in den Emerging Markets mit der Informationsbeschaffung zu individuell ausgewählten Aktien aus?! Wie steht es mit der Handelbarkeit der Anlagen in Hinsicht auf schnelle Ausführung und kurzfristige Ordererteilung?

Die clevere Alternative

Wir beschäftigen uns daher mit strukturierten Wertpapieren, sprich Zertifikaten, zur langfristigen Investition. In diesem Beitrag wollen wir mögliche Strategien aufzeigen; dies auch unter dem Aspekt niedriger Transaktionskosten, schneller Handelbarkeit und guter Informationsmöglichkeit. Natürlich gehört auch bei Zertifikaten eine laufende Beobachtung des Portfolios zu den Aufgaben eines Anlegers. Es geht explizit nicht um eine kurzfristige Spekulation mit Optionsscheinen oder anderen Hebelprodukten.



Indexzertifikate (Beispiele)

Basis	ISIN	Emittent	Quanto
HSCEI (China)	DE000A0ABG39	ABN AMRO	ja
ABN Indien	NL0000202166	ABN AMRO	nein
S&P/ASX200 (AUS)	DE000A0AMFC8	Bankges. Berlin	nein
KLCI (Malaysia)	NL0000400182	ABN AMRO	nein
KOSPI200 (Südkorea)	DE0003721429	Deutsche Bank	nein

Trotz oder gerade wegen Inflation

So kritisch das Wirtschaftswachstum in der westlichen Hemisphäre sein wird, so robust wird es sich im fernen Osten gestalten. Die Emerging Markets, allen voran Indien, weniger China aufgrund bestehender Intransparenzen des Finanzsystems, werden davon profitieren. Indexzertifikate, die den Verlauf des zugrundeliegenden Index im Verhältnis 1 zu 1 abbilden, sind dabei die richtige Wahl. Mittlerweile gibt es auf nahezu alle Börsenindices der asiatischen Schwellenländer entsprechende Indexzertifikate. Bei allen ist aufmerksam darauf zu achten, daß sie natürlich auf Euro lauten und so nicht den gegebenen Währungsschwankungen unterliegen. Abhilfe hierbei schaffen dann sogenannte „Quanto"-Papiere, bei denen es sich um währungsgesicherte Investments handelt. Der Index wird natürlich in Landeswährung, in seltenen Ausnahmefällen in US-Dollar notiert und bei Auflage des Zertifikates von der emittierenden Bank gegen Währungsschwankungen gesichert. Somit partizipiert der Anleger direkt von Änderungen des Index. Alle vorgestellten Indexzertifikate laufen „open end" – haben also keine Laufzeitbegrenzung. Somit entfallen für den langfristigen Inve-

stor die anfangs erwähnten hohen Transaktionskosten, die bei jeder Umschichtung in einem Aktiendepot zwangsläufig anfallen würden.

Aktienanleihen (Beispiele)				
Basis	WKN	Emittent	Coupon	Laufzeit
ABN Amro.	SAL108	Sal. Oppenheim	8,0%	26.10.2005
E.ON	SAL0VD	Sal. Oppenheim	20,0 %	29.04.2005
ThyssenKr.	A0AQBY	ING-BHF	6,5 %	23.03.2007
Suez Lyonnais	BHF0XE	ING-BHF	10.5 %	01.12.2005

Hinweis: Die größte Auswahl an Aktienanleihen haben mit weitem Abstand ING-BHF Bank und Sal. Oppenheim.

Discounter im Inflationsszenario

Für die europäischen Börsen gehen wir für die kommenden Jahre aufgrund einer unterstellten anziehenden Inflation von per Saldo weitersteigenden Kursen aus, allerdings unter deutlichen Schwankungen. Durch den Preisabschlag (Discount) beim Kauf weisen Discountzertifikate ein geringeres Risiko auf als ein Direktinvestment in den zugrundeliegenden Basiswert. Erkauft wird die Sicherheit durch einen „Cap“, der den Ertrag nach oben hin begrenzt. Somit also ein ideales Produkt für seitwärts tendierende oder nur leicht steigende Märkte. Da wir aber gleichzeitig von einer steigenden Inflation in unseren Breiten ausgehen, wird die Realrendite, also der Ertrag abzüglich der Inflationsrate, möglicherweise negativ ausfallen; zwar weniger negativ als beim direkten Kauf der Aktie oder eines Index, aber dennoch.

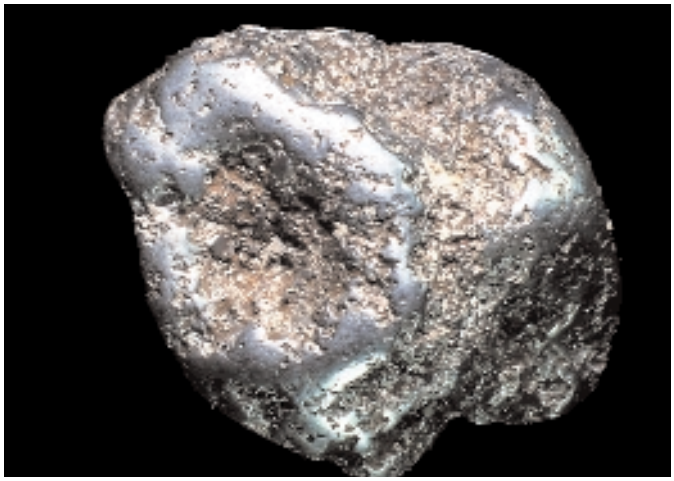
Aktienanleihen gewinnen an Reiz

Für Aktienanleihen („Reversed Convertibles“) gilt genau der umgekehrte Schluß. Durch den weit über Marktniveau liegenden Coupon, teilweise im zweistelligen Bereich, der in jedem Fall zur Auszahlung kommt, wird der „Verlust“ durch die Inflation mehr als ausgeglichen. Größtes Manko bei den Aktienanleihen: Es gibt kaum Produkte auf Indices. Die Emissionen beziehen sich zumeist auf europäische Einzelaktien – und die Laufzeit liegt in der Regel nur zwischen 12 und 24 Monaten, wobei letzteres bereits zu den Ausnahmen zählt. Zur Vertiefung sei auf die Smart Investor Sonderausgabe„Derivate 2004“ hingewiesen.

Rohstoffzertifikate (Beispiele)			
Basis	ISIN	Emittent	Quanto
Gold	DE0002914488	Commerzbank	ja
Silber	DE000A0AB826	ABN AMRO	ja
Platin	DE000A0AB867	ABN AMRO	ja
Palladium	DE000A0AB859	ABN AMRO	ja

Gold richtig glänzen lassen

Die Chancen für Rohstoffe wurden in der Titelstory erläutert. Dabei steht der Anleger aber vor einem massiven Problem: dem US-Dollar! Alle relevanten Rohstoffe werden traditionell in US-Dollar gehandelt. Da wir einen langfristig fallenden Dollar prognostizieren, würden für den in Euro anlegenden Investor sämtliche Gewinne minimiert, wenn nicht sogar in den Verlustbereich getrieben. Somit konzentrieren wir uns auf die schon bei den Aktien angesprochenen „Quanto-Produkte“, bei denen die Ursprungswährung zum Wohle des europäischen Anlegers abgesichert



Das kostbarste Edelmetall: Platin

wurde. Die Währungsabsicherung gibt es bereits für die gängigsten Rohstoffe wie Gold, Silber, Platin und Palladium. Und inzwischen auch beim Rohöl. Auch hier gilt ansonsten: „open end“.

Rohstoffaktien-Baskets (Beispiele)			
Basis	ISIN	Emittent	Quanto
AMEX Oil	CH0014388547	UBS	nein
AMEX Natural Gas	DE0006874811	ABN AMRO	nein
AMEX Gold Bugs	DE000A0AB834	ABN AMRO	ja
Silver Basket	NL0000331445	ABN AMRO	Ja

Neuerliche Renaissance der Minenaktien?

Auf eine andere Möglichkeit auf steigende Rohstoffnotierungen zu setzen, sei noch hingewiesen: der Erwerb von Rohstoff-Aktien, also z.B. der von Goldminen. Aber auch hier drohen in vielen Fällen Verluste durch die Heimatwährung. Anders sieht es bei einigen Zertifikaten auf Körbe (Baskets) von Gold- und Silberminen aus, denn auch hier finden sich wieder „Quanto-Papiere“. Ob nun das direkte Investment in einen Rohstoff oder aber indirekt über die Minen, das bleibt dem Geschmack des Anlegers überlassen.

Und Devisen?

Jetzt könnte der Leser der Meinung sein, daß sich bei den Devisen wiederholt, was zu Indices und Rohstoffen gesagt wurde. Dem ist aber nicht so. In Deutschland stehen zur Anlage in Währungen keine Zertifikate zur Verfügung. Hier muß dann doch auf Optionsscheine und andere Hebelprodukte ausgewichen werden – mit den bekannten Risiken und Nebenwirkungen.

Fazit

Dem Anleger bieten sich mit Hilfe von Derivaten auch in den kommenden Jahren gute Möglichkeiten, den großen Trends der ersten Dekade zu folgen. Auch wenn die Emittenten von strukturierten Produkten hier und da vielleicht sogar über das Ziel hinausschießen und Anleger mit einem Angebots- und Begriffswirrwarr überfrachten, sollten die im Vergleich zu früher massiv erweiterten Produktpaletten dankbar in das eigene Investitionsuniversum einbezogen werden.

Dirk Schernikau

PRINZIPIEN DES MARKTES

Logarithmische versus lineare Kursdarstellung

Chartanalyse macht Anleger abhängig von der Optik. Dadurch droht der erste Fehler schon vor der ersten Analyse – bei der Auswahl des Charts. Dabei steht der Anleger vor zwei Alternativen: den linearen und den logarithmischen Charts. Beide führen ihn zu unterschiedlichen Ergebnissen – das eine wird richtig, das andere wird falsch.

Aussagen sind abhängig vom Visuellen

Daß es überhaupt diese Auswahl gibt, hat historische Gründe: Ursprüngliche Aufgabe der Charts war zunächst die reine Dokumentation der Preishistorie. Erst durch die Technische Analyse wurde die Beobachtung einer Kursgrafik zu einem Objekt der Analyse, aus dem auch Schlußfolgerungen abgeleitet wurden. Damit macht der Anleger das Ergebnis der Analyse direkt abhängig von der Kursoptik: Eine schlechte Kurs-Darstellung führt dann zu fehlerhafter Beobachtung und damit zur falschen Schlußfolgerung. Alle Handelsentscheidungen, die darauf aufbauen, werden falsch.

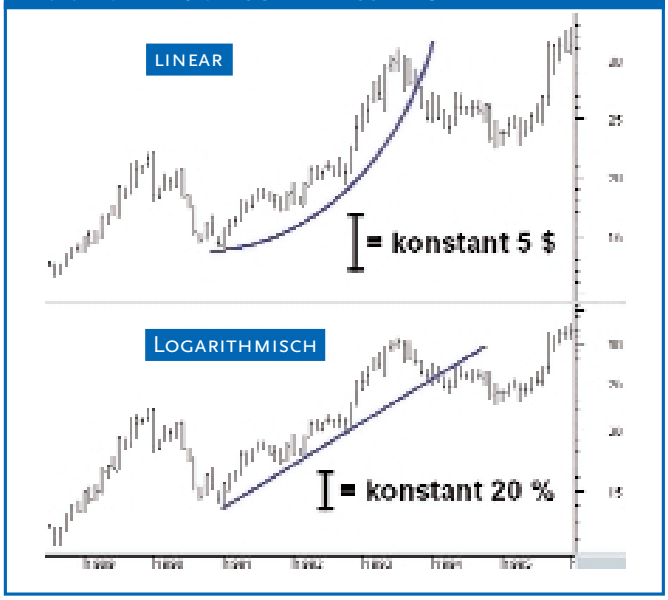
Ein Trend – zwei Gesichter

Die zwei alternativen Charts zeigen dieselbe Information unterschiedlich an. Wie problematisch das ist, zeigt die nebenstehende Grafik: Ein und derselbe Kurstrend bekommt dort zwei verschiedene Gesichter.

Die Linearen oder Preis-Charts bilden den reinen Aktienkurs ab (Abb. 1; oben). Steigt die Aktie um 5 US-$, klettert auch der Kurs der Preisskala um 5 US-$. Der Abstand der Zahlen auf der Skala rechts bleibt immer gleich: Zwischen 20 auf 25 US-$ liegt derselbe Abstand wie zwischen 25 und 30 US-$. Daher der Name: Der Abstand ist linear. Je länger Trends im Chart andauern, desto sinnloser wird diese Skalierung. Der steigende Kurs verzerrt die Darstellung nach oben und setzt neue Maßstäbe. Eine Kursbewegung von 100 % zwischen 10 und 20 Cent wäre nicht mehr erkennbar, weil nun eine 5-Dollar-Spannweite den Ton angibt.

Logarithmische oder Log-Charts (Abb. 1; unten) zeigen den Kursverlauf aus Sicht eines Anlegers: Wieviel Prozent hätte ich seit meinem Einstieg in die Aktie gemacht? Log-Charts bilden den Aktienkurs in gleichmäßigen Prozent-Intervallen ab. Der Abstand der Kurse auf der Skala ist prozentual gleich. Zwischen 20 und 30 US-$ liegt der gleiche Abstand wie zwischen 30 und 45 US-$ – in beiden Fällen 50 %. Der Anstiegswinkel der Trendlinie entspricht rechnerisch einer konstanten Prozentzahl und damit der Durchschnittsrendite pro Zeitraum; hier z.B. 20 % pro Jahr. Log-Charts sind dadurch zu jedem Zeitpunkt in Hausse und Baisse vergleichbar: Eine Bewegung von 10 auf 20 Cent zeigt im Chart dieselbe Steigung wie die Bewegung von 20 auf 40 US-$ – jeweils genau 100 % .

Abb. 1: Linearer und logarithmischer Chart



Vergleich

Der gleiche Kursanstieg von 15 auf 30 Euro wird im Chart oben durch zwei unterschiedliche Trendlinien dargestellt. Während der konstante Trend im Log-Chart durch eine ebenso konstante Trendlinie beschrieben wird, zeigt er sich im linearen Chart als exponentieller Anstieg.

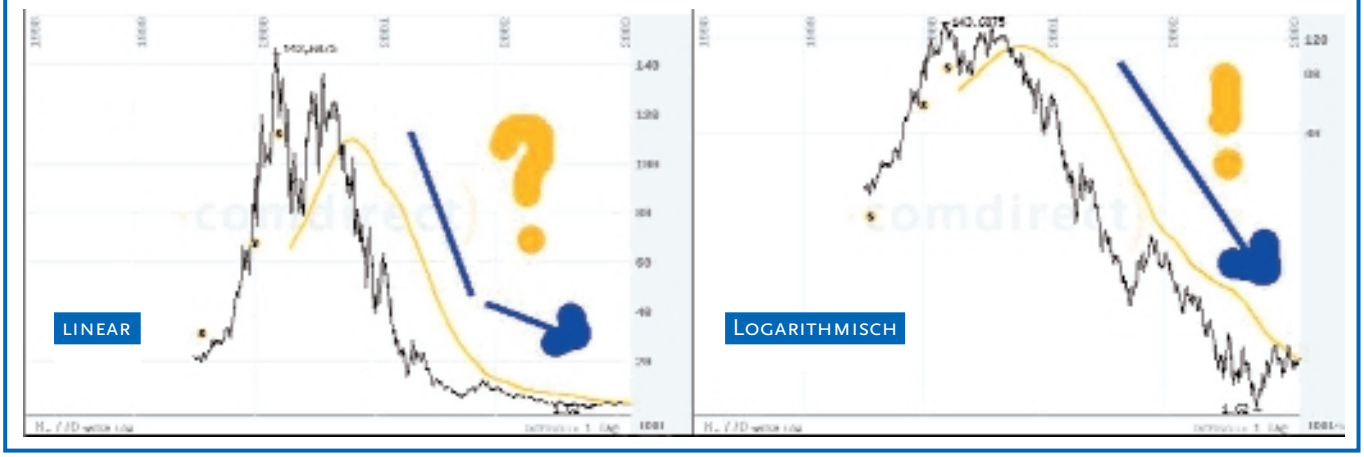
Was braucht der Anleger?

Die Entscheidung zwischen beiden Charts fällt leicht, wenn sich der Anleger fragt, was er braucht. Will er ein Dokument über die Geschichte der Preise oder ein schlagkräftiges Instrument für Analyse und Anlageentscheidung? Dazu zählt z.B. das schnelle Erkennen von Trends. Ist die Aktie im Trend oder nicht? Der Trend muß dafür schnell, einfach und fehlerfrei erkannt werden. Der Log-Chart leistet dies durch die konstant steigende Linie.

Auswahl unter vielen Aktien

Nun steht der Anleger aber nicht nur vor einer Aktie: Ständig muß er verschiedene Aktien und Asset-Klassen wie Aktien und Devisen gegeneinander abgleichen: Wer hat den deutlicheren Trend, wer steigt stärker? Die Frage wird nur im Log-Chart schnell beantwortet: Je höher der Steigungswinkel der Trendlinie, desto höher die Durchschnittsrendite und desto stärker der Trend. Beim Vergleich von zwei Log-Charts wird sofort klar, wer stärker steigt.

Abb. 2: Unterschiedliche analytische Aussagen bei linearen und logarithmischen Charts



Unabhängig von Zeit und Kursniveau
Analysiert der Anleger eine Aktie von heute, sucht er oft nach ähnlichen Kursmustern in der Vergangenheit: Was ist damals passiert, nachdem sich das aktuelle Muster gezeigt hat? Damit muß der Anleger Preise von 1970 mit den heutigen vergleichen. Allerdings haben sich seitdem die Kursniveaus völlig geändert. Selbst wenn die Aktie damals von 10 auf 20 Cent, also um 100 % gestiegen war, würde uns die lineare Skalierung heute etwas Falsches sagen: Die Aktie heute ist von 100 auf 105 Euro gestiegen. Damit suggeriert der lineare Chart: „Das ist 25 mal mehr als damals – der Trend ist heute stärker". In Wirklichkeit ist das nur ein 5 %iger Anstieg. Dieser Trend ist also wesentlich schwächer. Ein Chart muß unabhängig von Zeitpunkt und Kursniveau gleiche Situationen gleich anzeigen. Das leistet nur der Log-Chart.

Performance-Sicht
„Anlage & Performance" sind weitere Leistungsmerkmale. Dem Anleger ist egal, ob er 20 Cent oder 100 Euro verdient. Wichtig ist die Rendite auf das eingesetzte Kapital. Der lineare Chart zeigt nur, wieviel Euro er verdient – der Log-Chart zeigt dagegen die Rendite ab dem Kauf-Zeitpunkt: 20 Cent Zuwachs auf 10 Cent eingesetztes Kapital werden dann als steiler Anstieg und damit hohe Rendite gezeigt; 20 Euro Zuwachs auf 100 Euro eingesetztes Kapital werden dagegen als geringer Anstieg und geringe Rendite gezeigt. Nur im Log-Chart verläuft der Kursanstieg parallel zum Anstieg unseres Kapitals.

Vorteile der Log-Charts
Vorteil der Log-Charts ist die völlige Deckungsgleichheit von ihrer Abbildung und den Interessen des Investors. Die einfachste und wichtigste Information „steigt der Trend gleichmäßig" wird ebenso einfach abgebildet: durch eine steigende Linie. Diese Information ist unabhängig von Zeitpunkt und erreichtem Kursniveau.

Die Fallen der linearen Charts
Die Nachteile der linearen Charts können zu echten Fallen werden. Besonders nach Abwärtstrends produzieren sie Falschaussagen, die sich auf sämtliche Instrumente wie Gleitende Durchschnitte (GD) übertragen: Grund sind die dominierenden Preisausschläge an den ehemaligen Hochs, die kleine Kursbewegungen untergehen lassen. Hat die tägliche Kursschwankung früher 8 Euro betragen und liegt heute, nach langer Baisse, bei 8 Cent, präsentiert sie der lineare Chart als „winzige Kursänderung". Unsere Wahrnehmung stuft sie damit automatisch als „zu vernachlässigen" ein.

Auch die prozentuale Entwicklung des Anlagekapitals ist nicht mehr erkennbar: Sollte die Aktie um 50 % crashen, sagt der lineare Chart „war doch nicht schlimm – waren ja nur 4 Cent". Der Crash wäre im Chart nicht erkennbar. Je länger Trends andauern, um so wertloser wird der lineare Chart. Das zeigt die obige Grafik von JDS Uniphase nach Platzen der Technologieblase (Abb. 2). Im linearen Chart links dreht der Gleitende Durchschnitt (GD) ab Anfang 2002 ein, fällt langsamer und suggeriert eine Abschwächung des fallenden Trends.

Leider ist das eine Lüge: Der Log-Chart rechts zeigt klar, daß es weiter abwärts geht. Der GD zeigt in keiner Weise eine Abschwächung der Baisse an. Prozentual verliert die Aktie genauso viel wie früher. Der Abwärtstrend ist intakt. Nur ganz rechts außen zeigt der Schnitt von Kurs und GD einen Hoffnungsschimmer im Log-Chart. Die Bewegung wird hier prozentual deutlich angezeigt. Im linearen Chart links ist das nicht erkennbar.

Fazit
Lineare Charts zeigen nur Preisänderungen, sind abhängig vom Kursniveau, verzerren die gewünschte Kursinformation und führen zu falschen Schlußfolgerungen. Je stärker ein Trend ausgeprägt ist, desto falscher werden sie. Log-Charts zeigen Prozent-Änderungen und stellen gleiche Situationen zu beliebigen Zeitpunkten und Kursniveaus vergleichbar dar. Das Bild der Log-Charts ist identisch zum Performance-Denken des Anlegers.

Michael Otto Denzin

Warum dieser komische „Log"?
„Logarithmisch" ist ein komplizierter Name für eine einfache Sache: Der Log ist eine mathematische Funktion, die die Wirkung von Zinsenszinseffekt oder Wachstumsrate aus alten Preisen entfernt. Kurz: „Der Log holt Preise von damals auf das Niveau von heute zurück." Daher die gute Vergleichbarkeit.

DAS GROSSE BILD

Die Rally ist in vollem Gange

Wie bereits im letzten Monat angekündigt, zeigen sich die Aktienmärkte mittlerweile von ihrer besseren Seite. Warum das so ist, wie lange und vor allem wie weit die Rally noch gehen kann, soll im folgenden geklärt werden.

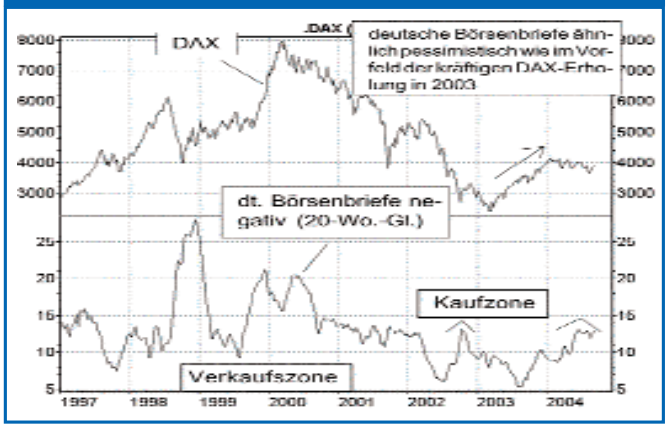
Die „offene" Seite des Marktes

Wenn Sie sich für eine der beiden Prognosen entscheiden müßten: a) der Dow Jones verdoppelt sich bis in fünf Jahren, oder b) er fällt bis in fünf Jahren auf die Hälfte seines jetzigen Wertes. Wie würde Ihre Antwort ausfallen? Natürlich wissen wir nicht, wie Sie sich entscheiden werden. Da wir aber solche Umfragen des Öfteren bei Vorträgen und Seminaren machen, haben wir eine ungefähre Vorstellung davon, was die Allgemeinheit denkt. Und die sieht so aus, daß sich derzeit in der Regel mehr als 50 % der Befragten für die bearishe Variante b) entscheidet. Und dies ist in etwa gleichzusetzen damit, daß die Mehrheit mehr unter einem steigenden denn unter einem fallenden Aktienmarkt „leiden" dürfte. Wenn man nun noch unterstellt, daß der Markt gerne die Richtung einschlägt, die den meisten Investoren unangenehm ist, dann können wir hieraus bereits eine Prognose ableiten. Demnach müßte den Aktienmärkten aus sentimenttechnischer Sicht eher Auf- denn Abwärtspotential zugebilligt werden. Ein ähnliches Bild vermittelt der Indikator „Anteil der negativ gestimmten deutschen Börsenbriefe", der auf wöchentlicher Basis von der FINANZWOCHE (sh. auch Interview mit Dr. Jens Ehrhardt in Smart Investor 9/2004; S. 42) ermittelt wird (Abb. 1). Der aus den hohen Indikatorwerten abzulesende Pessimismus ist ähnlich ausgeprägt wie am Markt-Tief vor eineinhalb Jahren. Unsere subjektive positive Einschätzung wird damit auch durch harte Zahlen untermauert (die hier vorgenommene Argumentation entspringt dem Contrary Opinion-Ansatz).

Lauter „gute" Gründe für die Baisse

Natürlich fragt man sich, wo denn ein solches Aufwärtspotential für die Aktien herrühren soll. Nehmen wir als Beispiel die USA. Die Verschuldungsproblematik dort ist allseits bekannt. Auch daß die amerikanischen Aktien und Immobilien nicht gerade billig sind, weiß inzwischen jeder. Und obendrein hat die Mehrheit der Investoren inzwischen begriffen, daß der amtierende und künftige (zumindest vermuten wir dies) US-Präsident ziemlich eigen ist und durch seine aggressive Vorgehensweise noch einiges an militärischen Konflikten produzieren könnte, was im Gegenzug wiederum zu vermehrten Terrorattacken führen dürfte (siehe Irak). All das ist bekannt, und dennoch notiert das bekannteste Aktienbarometer, der Dow Jones Industrial Average, nicht einmal 12 % unter seinem Allzeit-Hoch. Wo also soll das oben angedeutete Aufwärtspotential herrühren? Ganz ehrlich: Wir wissen es nicht genau! Wir beziehen uns daher bei unserer bullishen Prognose auf folgendes Prinzip:

Abb.1: Stimmung der deutschen Börsenbriefe



Quelle: FINANZWOCHE

Abb. 2: Measured Move

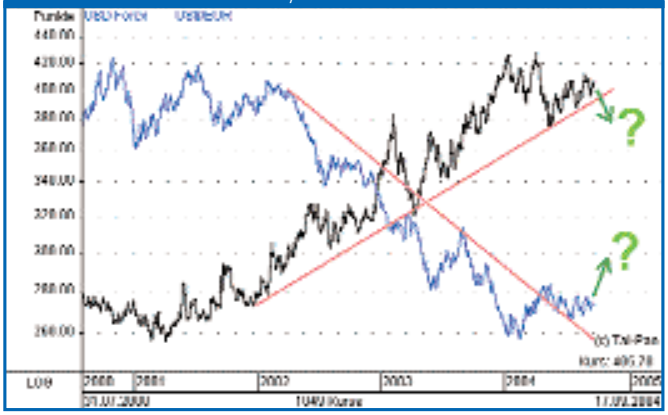
Der Markt als Discounter par excellence

Durch den Marktmechanismus wird alles an verfügbaren Informationen zu jederzeit in den Kursen eingepreist bzw. diskontiert. Im Umkehrschluß bedeutet dies, daß in den jetzigen Kursen des US-Aktienmarktes bereits all die oben genannten Negativa enthalten sind. Damit aber ist aus sentimenttechnischer Sicht der Weg nach oben frei – auch oder gerade deshalb, weil sich dieses Szenario nur so wenige Investoren vorstellen können. Dabei paßt diese bullishe Sicht wunderbar zu unserer bereits im August- und September-Heft herausgearbeiteten charttechnischen Prognose einer sich nun schon über acht Monate erstreckenden Konsolidierungsformation („Flagge") bei Dax (sh. Abb. 2) und Dow Jones.

Measured Move

Gemäß charttechnischer Standarderwartung ist zu erwarten, daß die Bewegung nach einer Flagge prozentual gleich zur Bewegung vor der Flagge sein sollte („Measured Move"-Prinzip). Je

Abb.3: Goldpreis und US-$/Euro



nachdem, wo wir die Bewegung davor beginnen lassen, im Herbst 2003, im Sommer 2003 oder am absoluten Tief im März 2003 (jeweils mit Kreisen markiert), ist gemäß dieser Theorie mit einer Bewegung bis mindestens 4.750 Dax-Punkte zu rechnen, im optimistischeren Falle wären auch 5.400 Punkte denkbar und rein hypothetisch sogar 6.900 Punkte. Verstehen Sie diese Kursangaben bitte nicht als Prognose! Es soll damit nur ausgesagt werden, daß unter rein charttechnischen Überlegungen der Dax vermutlich vor einem größeren Schub nach oben steht. Wie weit dieser gehen kann, muß im Zeitablauf immer wieder neu analysiert werden.

Zu Dollar und Gold

Auf eines sollten Sie in den kommenden Wochen ganz besonders achten, nämlich auf den Kurs des Dollars gegen den Euro. Wie aus Abb. 3 hervorgeht, hat die US-Währung (blaue Linie) bereits seit Frühjahr dieses Jahres ihren über zweijährigen dramatischen Abwärtstrend nach oben hin gebrochen. Seitdem läuft der Dollar mehr oder weniger seitwärts, und nun könnte es, geht es nach dem Zyklus-Experten Thomas Bopp (www.zyklusanalyst.de), einen weiteren Schub nach oben geben (respektive einen Einbruch beim Euro). Wie die fast lehrbuchhafte Gegenläufigkeit der blauen zur schwarzen Linie (Goldpreis, linke Skala) zeigt, würde in diesem Falle das Gold vermutlich unter Druck kommen – der Bruch des langfristigen Aufwärtstrends „liegt fast in der Luft“ . Ein steigender Dollar paßt gut in unser bullishes Aktienmarkt-Szenario, profitieren doch nach USA exportierende Unternehmen davon. Ein schwacher Goldpreis jedoch würde unserer Rohstoff-Spekulation erst einmal einen Dämpfer versetzen. Aber wie es auch kommt, wir bleiben langfristig für Rohstoffe weiter bullish.

Fazit

Die Rally an den weltweiten Aktienmärkten wird sich fortsetzen, vermutlich weit über die US-Präsidentschaftswahl am 2. November hinaus. An den Edelmetallmärkten sollte ein Rückschlag nicht überraschen. Vorrausschauende Investoren nutzen einen solchen zum Aufbau von Positionen.

Ralf Flierl

Anzeige

CM-EQUITY
GLOBAL INVESTMENT IDEAS

BÖRSE MÜNCHEN
Alles fordern. München ordern.

Seminar für die Anwendung der Chartsoftware von

tradesignal enterprise

mit Heiko Seibel (CM-Equity AG)

11./12.Oktober 2004 (18:00 – 21:00 Uhr)
Börse München, Seminarraum EG, Lenbachplatz 2, 80333 München

RELATIVE STÄRKE

Kaufen, marsch, marsch!?

Deutschland wieder auf Kurs? Asien führt Rally an.

Deutschland

Der Rückbau der deutschen Anspruchsgesellschaft verläuft erwartungsgemäß nicht ohne Friktionen. Selbst die für Realisten kaum zu beanstandenden Äußerungen des Bundespräsidenten zur innerdeutschen Wohlstandsgeographie wurden mit den allfälligen und landestypischen Betroffenheitsreflexen und Empörungsritualen beantwortet – ein Spektakel allerdings, das durch häufige Wiederholung eher zur Abstumpfung führen dürfte. Die entscheidende Frage lautet: Kommt der Tanker Deutschland wieder auf Kurs? Möglich. Natürlich ist eine Werbebotschaft wie „Kaufen, marsch, marsch!“ zunächst nichts weiter, als das Pfeifen im Walde, dennoch ertappen wir uns dabei, daß uns die gegenteilige Behauptung wonach Geiz geil sei, mittlerweile vergleichsweise abgegriffen erscheint. Auch der Deutsche Aktienmarkt entfernte sich im Berichtsmonat deutlicher von den Schnäppchenkursen des Vormonats. Dax und TecDax legten jeweils über 7 % zu, der MDax immerhin noch 4,5 %. Die Rangziffern spiegeln diese Entwicklung allerdings nur unvollkommen wider: Während der Dax volle 8 Ränge zulegte, verharrte der TecDax auf dem vorletzten Platz. Da die Werte im Mittelfeld vergleichsweise eng zusammenliegen und sich das Feld am oberen und unteren Rand der Verteilung tendenziell stärker auseinanderzieht, haben gleiche prozentuale Kursveränderungen im Mittelfeld die größten Effekte auf die Rangziffer. Näheres hierzu finden Sie im Einführungsartikel zu dieser Kolumne im Internet (Link im Kasten).

Ausland

Die größten Ranggewinne des vergangenen Monats waren aber in Asien zu verzeichnen. In Korea setzte sich die Aufwärtsbewegung des Vormonats praktisch ungebrochen fort – Rang 4 für den KOSPI und ein Plus von weiteren 10 Rängen. Auch der thailändische S.E.T.-Index (plus 11 Ränge), der indische Sensex und die chinesischen H-Shares (jeweils plus 15 Ränge) zeigten sich in Hochform. Obwohl einige dieser Indizes mittlerweile an Widerstandsmarken angekommen und für Konsolidierungen anfälliger geworden sind, zeigt das Kursverhalten des Berichtsmonats doch vor allem eines: In einem Umfeld weltweit anziehender Aktienkurse werden die asiatischen Märkte klar favorisiert. Ausnahme: Japan. Einst fernöstliches Musterland, das durch seine Beharrlichkeit den Volkswirtschaften des Westens das Fürchten lehrte, setzt man dort nun seit anderthalb Jahrzehnten auch hinsichtlich der Beharrlichkeit der Krise Maßstäbe – minus 5 Ränge. Enttäuschend verlief die Entwicklung in den USA (S&P 500 minus 4 Ränge), die von vielen Beobachtern zur Mutter aller Vorwahlhaussen auserkoren waren. Offenbar stehen die hohen Bewertungen hier überproportionalen Kurssteigerungen im Wege.

Relative-Stärke-Rangliste: Länder-Indices und Rohstoffe aus Sicht eines europäischen Investors

Index	Land	RS 17.09.	RS 20.08.	RS 23.07.	RS 18.06.	RS 21.05.	RS 16.04.
PTX	Polen	1	2	2	10	10	12
Rohöl		2	1	1	1	1	3
KOSPI	Korea	4	14	22	20	20	5
Hang Seng	HK	3	9	9	17	21	25
HUI *	USA	8	6	23	24	24	26
Sensex	Indien	5	20	20	25	22	6
MDAX	D	7	8	3	3	4	10
REXP 10 *	D	9	4	4	13	8	23
H Shares	China	6	21	16	23	23	11
All Ord.	Aus	12	7	5	15	17	16
DAX	D	10	18	18	12	15	20
S.E.T.	Thai	11	22	19	22	25	18
Gold		15	5	6	14	16	24
CAC 40	F	13	12	15	7	9	14
IBEX 35	E	16	15	12	11	12	9
FTSE 100	GB	14	10	10	5	5	15
S&P 500	USA	17	13	13	6	7	17
DJIA 30	USA	19	11	14	8	11	19
NASDAQ 100	USA	20	19	17	9	13	22
Merval	Arg	18	23	21	26	26	4
SMI	CH	21	16	11	4	2	13
Nikkei 225	J	22	17	7	2	14	8
RTX	Rus	24	24	26	18	3	1
Silber		23	3	8	19	18	2
TecDAX	D	25	25	25	16	19	21
Shenzhen A	China	26	26	24	21	6	7

grün: Verbesserung rot: Verschlechterung schwarz: unverändert

* REXP 10: Index der 10jährigen Anleihen; HUI: Goldminen-Index

Der Einführungsartikel (vom 4.6.03) zu dieser Rubrik kann im Internet unter www.smartinvestor.de/news/hintergrund/ abgerufen werden.

Rohstoffe

Überfällig war die im Berichtsmonat erfolgte Beruhigung der Rohölpreise. Nach wie vor wissen die Anhänger steigender Ölpreise viele gute Argumente auf ihrer Seite und zeichnen sich durch eine geradezu herausfordernde Selbstsicherheit aus – kein Umfeld also, das uns unmittelbar neue Höchstkurse erwarten läßt. Auch Gold (minus 10 Ränge) und besonders Monatsverlierer Silber (minus 20 Ränge) machten seit der letzten Ausgabe keine gute Figur.

Ralph Malisch

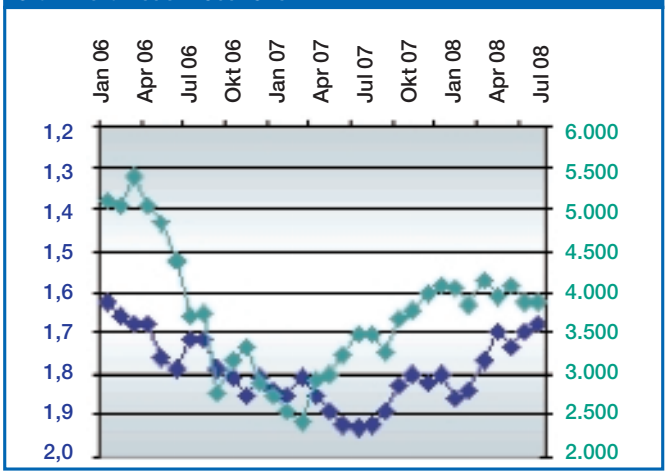
SENTIMENTTECHNIK

NOTES*: Auf höchstem Stand seit zwei Jahren

*Von Manfred Schumacher**

Manfred Schumacher

Durchschnittsnoten für 30 Dax-Werte auf Monatsbasis und Monatsschlusskurse



Quelle: Schumacher's NOTES, www.schumachers.net

Seit Jahresanfang haben sich die Sentimentindikatoren in der Finanzgemeinde für die 30 Blue Chips im Dax stark verbessert. Das heißt: Die Kurschancen wurden Ende August 2004 von Analysten und Finanzjournalisten deutlich höher eingeschätzt als noch zu Jahresbeginn, was sich unter anderem darin äußert, daß mehr Kaufempfehlungen ausgesprochen wurden. Gemessen an den von der Schumacher's AG seit Anfang 2000 erfaßten Notes ist die gewichtete Monatsnote für den Dax von 1,82 zum Jahresanfang auf 1,68 Ende August 2004 gestiegen, wobei die höchste Note mit 1,37 im März 2000, die tiefste mit 1,93 im Juli 2003 gemessen wurde. Zudem ist der Anteil der Verkaufsempfehlungen an allen ausgewerteten Ratings seit Beginn 2004 von 17,4 % auf 12,9 % gesunken. Hier lag der Tiefstwert bei 7,7 % im März 2000, bzw. der Höchstwert bei 23,3 % im Juni 2003.

Stimmung (zu) gut! (?)

Kehrseite des erfreulichen Stimmungsaufschwung aus Sicht antizyklischer Investoren: Die Erfahrung lehrt, daß sich die institutionellen Anleger nach einem starken Anstieg der Bewertungen für Aktien längst eingedeckt haben und eher über Kassemachen als über neue Engagements nachdenken. Das breite Publikum ist aber derzeit nicht bereit, diese Aktien zu steigenden Kursen aufzunehmen. Mit anderen Worten: Die von vielen Seiten erhoffte positive Beendigung der gut sieben Monate dauernden Konsolidierungsphase auf dem deutschen Aktienmarkt wird durch den Stimmungsindikator NOTES nicht gerade bestärkt. Eine merkliche Abkühlung der Stimmung wäre nach herrschender Meinung als Fundament eines nachhaltigen Kursaufschwungs eher geeignet. Auf der anderen Seite nähern sich die Sentimentindikatoren zwar der Überhitzungszone, haben sie aber noch keineswegs erreicht. Dies dürfte nach den bisher zur Verfügung stehenden Daten frühestens bei Noten über 1,50 bis 1,55 der Fall sein. Auch in der neutralen Zone ist aus antizyklischer Sicht eine erhöhte Vorsicht angebracht, der zyklische Bullenmarkt bleibt jedoch intakt.

Stunde der Stockpicker

Während in der Unterkühlungszone fast jede Aktie enormes Kurspotential aufweist und die Investoren deshalb vor allem nach Kriterien wie Solidität und Substanz ihre Auswahl treffen, spielen nun Gewinnaussichten und Wachstumserwartungen wieder eine größere Rolle. Die Finanzgemeinde, hier vor allem definiert als die Analysten und die Multiplikatoren der Finanzpresse, wird zunehmend mutiger. Die Unterbewertungen der in den großen Indices enthaltenen Unternehmen ist zusehends abgebaut, es geht die Suche nach Gesellschaften los, die mit Gewinnüberraschungen aufwarten können und die Wachstumsfantasie aufweisen. Je mutiger die Finanzgemeinde freilich wird und je höher die Bewertungen – und indirekt auch die Sentimentindikatoren – steigen, desto größer wird freilich auch das Risiko.

***) NOTES**

Notes wird von der Schumacher's AG für Finanz- und Unternehmenskommunikation, München, herausgegeben und ist eine Methode, um Anlageeinschätzungen von Analysten und der Finanzpresse meßbar und transparenter zu machen: Neben den von ThomenOneAnalytics erfaßten Urteilen internationaler Investmentbanken werden im Internet veröffentlichte Kauf-, Halten- oder Verkaufsempfehlungen für deutsche Aktien in einen Zahlenraster von 1 für „kaufen" bis 3 für „verkaufen" umgesetzt und ergeben die Note. Es entstehen Stimmungskurven, die eine hohe Korrelation mit dem tatsächlichen Kursverlauf aufweisen. Die Datenbank enthielt Ende August 2004 etwa 140.000 Datensätze.
Quelle: www.schumachers.net.

EMERGING MARKETS-AKTIE

Hansabank (Estland)

Jung, dynamisch, erfolgreich – auf diesen Nenner läßt sich die Geschichte der in Tallinn beheimateten Hansabank bringen. Erst 1992 von neun Bürgern gegründet, wuchs die Bank binnen zwölf Jahren zum mit Abstand größten Haus in den drei Baltenrepubliken.

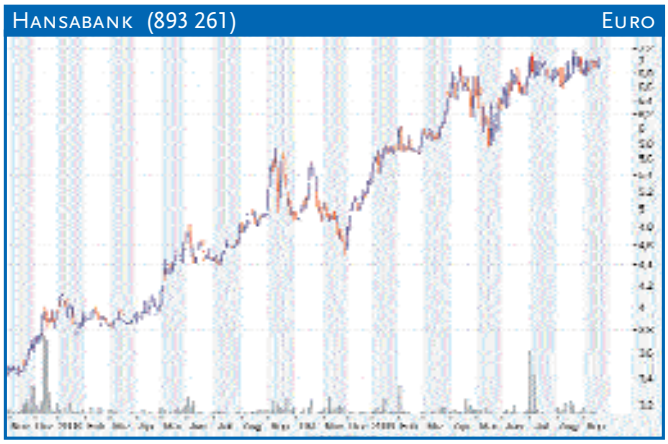
Universalbank-Prinzip

Die Hansabank ist eine Universalbank, bietet aber noch nicht das volle Programm überall im Baltikum an. Es ist das erklärte Ziel, möglichst schnell flächendeckend alle Angebote zu gewährleisten. Derzeit gibt es etwa 200 Zweigstellen. Die drei Staaten Estland, Lettland und Litauen werden vom Vorstand als Kernmarkt bezeichnet, auf den man sich konzentriere. Dessen ungeachtet wurden dieses Jahr erste Aktivitäten im benachbarten russischen Markt gestartet. Zudem ist die Bank im Leasinggeschäft in Staaten der ehemaligen Sowjetunion aktiv. Derzeit werden mit 6.000 Mitarbeitern mehr als 3,5 Mio. Privatkunden und 100.000 Geschäftskunden versorgt. Dank des im Baltikum weit verbreiteten Internets nutzen mehr als 1,1 Mio. Kunden das Online-Banking.

Halbjahreszahlen gut ausgefallen

Die Wachstumsraten der Hansabank zeigten im ersten Halbjahr 2004 hohe Dynamik. Der Nettogewinn nahm im Jahresvergleich um 34,3 % auf 85 Mio. Euro zu, wozu vor allem das stark wachsende Geschäft in Lettland beitrug. Obwohl die Netto-Zinsmarge auf 3,39 % gehalten wurde, konnte das Kreditgeschäft um 37 % gesteigert werden. Die Gesamtkosten für das operative Geschäft stiegen trotz der Ausweitung lediglich um 6,4 %.

Das Ergebnis pro Aktie betrug im ersten Halbjahr 0,27 Euro. Hierbei ist ein Verwässerungseffekt zu beachten, denn die Hansabank gab im Mai Bonusaktien aus, so daß aktuell etwas mehr als 317 Mio. Aktien ausstehen. Nach einem Nettogewinn von 119 Mio. Euro in 2002 und 130 Mio. Euro im vergangenen Jahr deuten die nunmehr vorgelegten Zahlen auf ein gut 20 %iges Gewinnwachstum.



Tallinn

Starke Aktionärsstruktur

Hauptaktionär mit 59 % ist die Swedbank, die finnische Nordea Bank hält 6,4 %. Auffallend ist, daß sehr viele Fonds angesehener Organisationen investiert sind. DIT-Fonds, Pictet, Fonds der Citibank und der Bank of New York sowie mehrere Pensionsfonds US-amerikanischer Bundesstaaten halten zwischen 0,5 und 1,2 % der Aktien, obwohl sich die Liquidität angesichts der letztlich doch überschaubaren Marktkapitalisierung von etwa 2,2 Mrd. Euro bei den absoluten Summen in Grenzen hält.

Die Aktie der Hansabank, schon 1996 an die Börse in Tallinn gebracht, ist seit 1999 um mehr als 500 % gestiegen. Das Unternehmen rechnet mit einem Jahresergebnis von 0,54 Euro pro Aktie. Bei einem Preis von sieben Euro ergibt sich ein KGV von knapp 13. Angesichts des hohen Gewinnwachstums ist das ambitioniert, aber nicht überzogen. Es besteht jedoch die Gefahr einer leichten Abschwächung beim Wachstum; der Vorstand berichtet im Halbjahresreport von steigender Konkurrenz, die sich auf die Zinsmarge niederschlage.

Fazit

Die baltischen Staaten haben in den vergangenen Jahren stürmisches Wachstum erlebt, wenn auch von sehr niedriger Basis aus. Die Hansabank als „unbelastetes“ Kreditinstitut, dem die Menschen Vertrauen entgegenbringen, hat davon überproportional profitiert. Wer weiterhin an die Wachstumsstory des Baltikums glaubt, zum Beispiel auch durch den Tourismus oder allgemein durch sehr günstige demographische Daten, ist erfahrungsgemäß mit der führenden Bank der Region gut beraten. Die Hansabank weist seit dem Börsengang eine ziemlich makellose Erfolgsbilanz auf, was der Grund dafür sein kann, daß Investoren dem Unternehmen ein zweistelliges KGV zubilligen. Hinzu kommt die vorbildliche Informationspolitik des Unternehmens, das ausgesprochen transparent berichtet.

Stefan Preuß

AKTIE IM BLICKPUNKT

Masterflex AG

Viel Potential im Schlauch

Auf den ersten Blick wirkt das Thema Schläuche nicht gerade sexy. Üblicherweise denkt man dabei eher an ein Allerweltsprodukt im Baumarktregal als an High-Tech und Innovation. Das Geschäftsmodell der Gelsenkirchener Masterflex AG beweist hingegen, daß die Branche auch andere Seiten hat: Seit der Gründung im Jahr 1987 revolutioniert das Unternehmen mit dem Werkstoff Polyurethan (PU) und selbstentwickelten Produktionsmethoden die Einsatzmöglichkeiten von Kunststoffschläuchen. Dank PU sind die Produkte der Westfalen sowohl im Hinblick auf ihre Elastizität und Widerstandsfähigkeit als auch im Bezug auf die Alterungsbeständigkeit Konkurrenzprodukten aus klassischen Materialien wie PVC oder Gummi weit überlegen und verdrängen diese aus immer mehr Anwendungsbereichen. In den Büchern von Masterflex spiegelt sich dies in einem stetigen Wachstum wider. Die Gesellschaft verdient unseres Erachtens Beachtung, da sie ständig neue Branchenlösungen entwickelt und damit ihr Marktpotential kontinuierlich ausbaut.

PU-Schläuche

Die Schläuche des Kunststoffspezialisten haben nur bedingt etwas mit den konventionellen Produkten der Konkurrenz zu tun. So betont Vorstand Detlev Herzog im Interview, daß ein Masterflex-Schlauch auch schon mal bis zu 3.500 Euro pro Meter kosten kann. Das Stammsegment High-Tech-Schlauchsysteme produziert solche Premium-Produkte für mehr als 20 industrielle Branchen und erzielte in 2003 einen Umsatz von 32,7 Mio. Euro. Weitere 11,8 Mio. Euro steuerte die Medizintechniksparte zu den Konzernerlösen bei. Dieser Bereich wurde nach dem Börsengang im Jahr 2000 durch die Akquisition der Angiokard GmbH deutlich ausgebaut und liefert Produkte wie Katheter, Infusions- und Multilumenschläuche.

Polyurethan-Schläuche

Masterflex			
Branche	Kunstoffverarbeitung		
WKN	549 293	Aktienzahl (Mio.)	4,50
GJ-Ende	31.12.	Kurs am 17.09. (Euro)	28,00
Mitarbeiter (30.06.04)	423	MCap (Mio. Euro)	126,0

	2003	2004E	2005E
Umsatz (Mio. Euro)	66,9	80,0	96,0
% ggü. Vj.	+17,8 %	+19,6 %	+20,0 %
EPS (Euro)	0,82	1,25	1,52
% ggü. Vj.	+48,0 %	+52,4 %	+21,6 %
KUV	1,88	1,58	1,31
KGV	34,1	22,4	18,4

Brennstoffzellen

Das Fachwissen im Bereich Kunststoff- bzw. Polymerverarbeitung und -veredlung soll künftig in einem weiteren potentiellen Wachstumssegment vermarktet werden: der Brennstoffzellentechnik. Die Verbindung zum klassischen Geschäft von Masterflex findet sich hier in dem Herzstück der Brennstoffzelle, einer Folie aus Polymer. Seit Anfang 2002 forscht das Unternehmen deshalb nach Anwendungsmöglichkeiten für die mobile Stromversorgung. Das erste marktfähige Produkt soll hier eine 50-Watt-Einheit für Notebooks werden. Der Prototyp, der bereits im letzten Jahr auf mehreren Messen präsentiert wurde, wäre in der Lage, einen konventionellen Laptop etwa 50 Stunden, und damit etwa 15 bis 20 mal so lange wie ein herkömmlicher Akku, mit Strom zu versorgen. Die Vermarktung übernimmt die Tochter Dicota, welche die Brennstoffzelle in ihr Kernprodukt, hochwertige Computertaschen und -koffer, integriert.

Perspektiven

Noch deutlich visionäreren Charakter als die Notebook-Lösung haben die weiteren Brennstoffzellenprojekte des Unternehmens. Beispielsweise wird im Auftrag von Airbus an den Einsatzmöglichkeiten der Technik in der Luftfahrt geforscht. Bereits fahrbereit ist hingegen das Elektrofahrrad Cargobike, das seinen Energiebedarf aus einer Brennstoffzelle deckt und den Transport kleiner Lasten mit dem Fahrrad deutlich vereinfachen soll. Voraussetzung dafür ist allerdings die Verfügbarkeit einer flächendeckenden Infrastruktur zum Nachtanken von Wasserstoff – ein Fernziel, für das in Nordrhein-Westfalen derzeit einige Pilotprojekte anlaufen. Ein weiterer Hoffnungsträger der Gelsenkirchener ist die von der Medizintechniksparte entwickelte Beat-

mungsmaske LaryVent. Das Einwegprodukt kommt bei der Schlauchbeatmung, der so genannten Laryngänästhesie, zum Einsatz, die allein in den USA, Europa und Japan etwa 24 Mio. mal pro Jahr durchgeführt wird. Da die Produkteigenschaften des Beatmungssystems von Experten sehr positiv beurteilt wurden – mögliche Stimmbandverletzungen wie bei der klassischen Methode sind mit LaryVent ausgeschlossen – hofft Masterflex, einen spürbaren Marktanteil erreichen zu können.

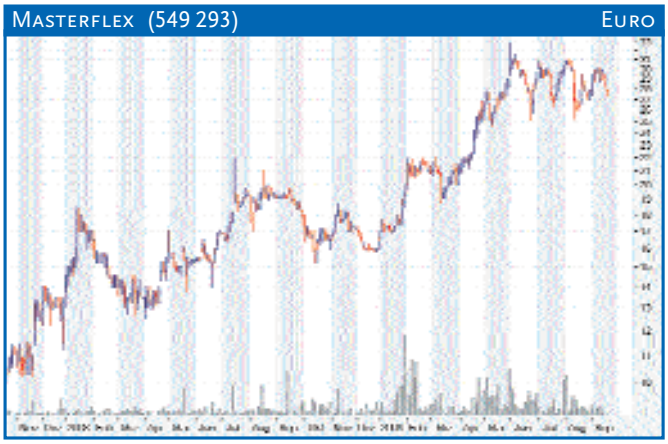
Markt und Konkurrenz

Vorstand Herzog schätzt das Marktpotential für die derzeit angebotenen Lösungen bei Industrieschläuchen auf etwa 120 Mio. Euro in Europa und 150-170 Mio. Euro in den USA. Das trotz ansehnlicher Wachstumsraten von 5-10 % pro Jahr überschaubare Volumen sorgt dafür, daß die Nischen für Großkonzerne nahezu uninteressant sind. Abgesehen von Anbietern klassischer PVC- und Gummischläuche führt deswegen lediglich die ebenfalls aus Gelsenkirchen stammende Norres GmbH zum Teil vergleichbare Produkte im Sortiment. Bei High-End-Systemen hingegen hat Masterflex mitunter sogar eine monopolartige Stellung inne. In der Medizintechnik liegen die Steigerungsraten mit 20 % p.a. noch deutlich höher als bei den Industrieanwendungen, da die vorteilhaften Eigenschaften von PU hier besonders zum Tragen kommen. Masterflex liefert sich auch hier in erster Linie einen Verdrängungswettbewerb mit Anbietern etablierter Lösungen. Hierbei wird wohl insbesondere der zukünftige Vermarktungserfolg von LaryVent Aufschluß über die Marketingkraft der Gesellschaft geben. Für Brennstoffzellenprodukte können dagegen zur Zeit kaum seriöse Marktprognosen abgegeben werden, da die Methode erst noch den Durchbruch schaffen muß.

Brennstoffzellensystem von Masterflex

Zahlen und Perspektiven

Daß Masterflex keine intensiven Preiskämpfe ausfechten muß, zeigt das letzte Geschäftsjahr beispielhaft: Bei einem Umsatz von 66,9 Mio. Euro (+18 % zum Vorjahr) konnte ein Jahresüberschuß von 3,7 Mio. Euro (+48 %) erwirtschaftet werden. Nachdem die Nettomarge in den Vorjahren noch durch Investitionen gedrückt wurde, errechnet sich für 2003 mit 5,6 % ein beeindruckender Wert. Im laufenden Jahr setzt sich dieser Trend bislang fort: Während das Umsatzwachstum im ersten Halbjahr mit 13,3 % noch vergleichsweise moderat war, sprangen EBIT (4,64 Mio. Euro) und Jahresüberschuß (2,42 Mio. Euro) um 70 bzw.



147 % in die Höhe. Da die Gesellschaft für die zweite Jahreshälfte eine weitere Wachstumsbeschleunigung erwartet, wurden die Jahresprognosen im August angepaßt: Bei einem Umsatz von 78,3 bis 80,3 Mio. Euro soll das EBIT statt um 30 bis 35 % nun um 42 bis 48 % steigen.

Risiken

Das Stammgeschäft mit High-Tech-Schläuchen für die Industrie stellt eine zuverlässig wachsende Cash Cow dar, die von Vorstand Herzog gerne als uneinnehmbare Festung bezeichnet wird. Risiken liegen hier in erster Linie in der zunehmenden Internationalisierung. Masterflex sieht großes Potential in den USA, wo PU-Schläuche noch kaum zum Einsatz kommen. Allerdings lehrt die Erfahrung, daß ein US-Engagement für einen deutschen Mittelständler häufig eine große Hürde darstellt, die noch häufiger unterschätzt wird. Die anderen beiden Geschäftsbereiche des Unternehmens sind hochinnovativ und damit deutlich riskanter. Insbesondere bei Brennstoffzellen ist noch völlig unklar, ob sich eine Lösung am Markt durchsetzen kann. Behält die Konkurrenz die Oberhand, können die Produkte von Masterflex schlimmstenfalls obsolet sein. Besonders anschaulich zeigen sich die mit Innovationen typischerweise verbundenen Risiken im Verlauf der Markteinführung von LaryVent. Noch Anfang 2003 wurde prognostiziert, daß die Auslieferung im Frühjahr desselben Jahres beginnt und bis 2004 ein Jahresvolumen von 1 Mio. Stück erreicht werden kann. Nach diversen Verschiebungen soll der Verkauf nun im zweiten Halbjahr 2004 erstmalig anlaufen, um bis Jahresende noch etwa 80.000 Stück abzusetzen.

Fazit

Masterflex bietet dem Investor Wachstumsperspektiven, wie man sie auf dem deutschen Kurszettel nicht häufig finden kann. Dafür muß man allerdings einen Aufschlag bezahlen, der nicht zuletzt aufgrund der bisherigen Erfolgsbilanz vertretbar erscheint. Nichtsdestotrotz sollte nicht ignoriert werden, daß die innovativen Produkte jenseits des etablierten Geschäfts viel Raum für Enttäuschungen bieten. Der Investor schützt sich dagegen am besten dadurch, daß er die Aktie als Langfristinvestment betrachtet und in mehreren Tranchen in Phasen ausgeprägter Gesamtmarktschwäche kauft.

Adam Jakubowski, Holger Steffen

EXTERNE ANALYSE

IWKA – vor der Hebung von Ergebnispotentialen

Von Eggert Kuls, Analyst M.M.Warburg & Co.

Geplante Desinvestitionen sowie die Focussierung auf Kernaktivitäten mit Marktpositionen zwischen 1 und 3 werden das Profil des Maschinenbau-Konglomerats IWKA (geführt im MDax) mittelfristig schärfen. Aufgrund einer Sum-of-the-Parts-Bewertung sehen wir bis zu 25 % Kurspotential.

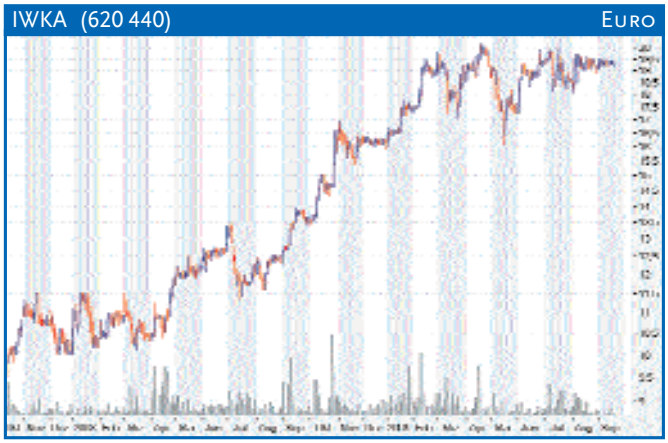
Konzentration auf das Wichtigste

Im Zeitraum bis 2006 sollen Randbereiche, die nicht mehr als 15 % des Geschäftsvolumens ausmachen, desinvestiert werden. Hierzu wird vor allem die Prozeßtechnik gehören. Die Kernbereiche werden den Umsatzverlust durch die Desinvestitionen voraussichtlich zum überwiegenden Teil ausgleichen. Damit gewinnt der Umbau des Maschinenbau-Konglomerats Konturen. IWKA will sich künftig auf die Kernaktivitäten mit Marktpositionen zwischen 1 und 3 focussieren. Wachstum soll vor allem im Robotergeschäft, im Engineering/Anlagenbau sowie bei den Dienstleistungen generiert werden. Langfristvision des Managements ist, zum Ende des Jahrzehnts rund 50 % des Geschäfts mit Automobiltechnik und jeweils 25 % mit Robotern und Verpackungstechnik zu erzielen.

Neue Spartenaufstellung

IWKA hat die Sparten des Unternehmens neu gegliedert. Die bisherige Struktur, Anlagen-, Produktions-, Verpackungs- und Prozeßtechnik offenbarte vor allem die asymmetrische Ertragsverteilung mit einer hochprofitablen Anlagentechnik sowie den anderen drei Bereichen, die, wenn überhaupt, dann nur marginal zum Ergebnis beitrugen. Künftig gliedert sich IWKA in die Bereiche Robotertechnik, Automobiltechnik, Verpackungstechnik und Nichtkerngeschäfte. Sowohl die vorzeitige Umstellung der Rechnungslegung als auch die Neuordnung der Sparten sehen wir vor dem Hintergrund der massiven Kritik der Großaktionäre, die teilweise einen noch deutlicheren Umbau des Konzerns fordern. Mit der Umgliederung schreiben nunmehr zwei von drei Bereichen (Automobil- und Robotertechnik) signifikant schwarze Zahlen. Hintergrund für die Neuaufstellung der Sparten ist die Strategie, die Kernkompetenz Robotertechnik als Klammer für die Automobil- und die Verpackungstechnik zu nutzen. Während bislang Roboter vor allem in Anlagen für die Automobilindustrie Verwendung fanden, will IWKA dieses Know-how künftig auch verstärkt in die Verpackungstechnik einbringen.

Eggert Kuls



Management entscheidet Showdown

Das IWKA-Management hat auf der abgelaufenen Hauptversammlung den Showdown mit den opponierenden Aktionären, Wyser-Pratte, Hermes und Threadneedle, zunächst für sich entschieden. Gegen deren Stimmen wurde der Vorstand mit einer Quote von 62,52 % entlastet. Damit kann der Vorstand den eingeschlagenen Kurs, das Unternehmen maßvoll zu focussieren, auf absehbare Zeit fortsetzen. Demgegenüber dringen die genannten Großaktionäre auf eine weitergehende Focussierung, die auch die Verpackungstechnik einschließt. Wir gehen davon aus, daß das Management das Zeitfenster, das sich durch den Abstimmungserfolg auf der HV geöffnet hat, nutzen wird, um das Desinvestitionsprogramm beschleunigt abzuarbeiten.

Deutliche Steigerung der Kapitalrentabilität

In der IWKA-Definition erreichte der Return on Capital Employed (das Capital Employed wird über die Aktivseite der Bilanz hergeleitet) im Vorjahr 11 %, damit wurden die Kapitalkosten verdient. Die Unausgewogenheit der Ergebnisseite in der bisherigen Aufstellung wird in dieser Definition noch deutlicher. So erreichte die Anlagentechnik einen ROCE von 39,7 %, während die anderen Bereiche lediglich im Bereich von 1 % lagen. Bis 2006 wird auf Konzernebene ein ROCE von mehr als 15 % angestrebt. Die Verbesserung der Ergebnisse soll durch eine Reihe von bereits eingeleiteten Maßnahmen erreicht werden. Neben ständigen Produktverbesserungen soll die Standardisierung und Modularisierung von Maschinenbauteilen vorangetrieben werden.

IWKA				
in Zahlen	2003	2004e	2005e	2006e
Gesamtleistung (Mio.)	2.363	2.378	2.413	2.462
EBITDA (Mio.)	155,0	165,7	183,6	191,4
EBIT (Mio.)	81,1	111,5	128,8	136,2
Erg. je Aktie	1,00	1,76	1,85	2,60
KGV	12,7	11,0	10,5	7,5
Dividendenrendite (%)	3,4	3,4	3,9	3,9
Kurs	19,40			

Alle Angaben in Euro
Stand: 17.9.2004

Quelle: M.M. Warburg & Co.

Ab 2004 von Goodwillabschreibungen entlastet

Das IWKA-Management wird entgegen der ursprünglichen Planung bereits für 2004 einen Abschluß nach IFRS vorlegen. Damit fallen Goodwillabschreibungen in Höhe von gut 20 Mio. Euro bereits in diesem Jahr aus dem Aufwand heraus. Zudem hat das IWKA-Management angekündigt, daß der Verkauf von Nichtkerngeschäften zu Buchverlusten in Höhe von rund 20 Mio. Euro führen dürfte. Davon haben wir in diesem Jahr 5,5 Mio. Euro und im kommenden Jahr 14,5 Mio. Euro als außerordentlichen Aufwand verbucht. Neben der Prozeßtechnik sind in den Nichtkerngeschäften auch der Werkzeugmaschinenhersteller Boehringer sowie die Verpackungstechniktochter Inex enthalten. Bis Ende des 1. Quartals 2005 sollen 80 bis 90 % der Prozeßtechnik verkauft sein.

IWKA im ersten Halbjahr operativ im Rahmen der Erwartungen
Die Zahlen für das zweite Quartal 2004 lagen operativ im Rahmen der Erwartungen. Der Umsatz nahm unspektakulär um 1 % zu; das EBIT war mit 23 Mio. Euro leicht besser als erwartet. Der im zweiten Quartal angefallene Buchverlust aus dem Verkauf von Aktivitäten in der Prozeßtechnik betrug 2 Mio. Euro und führte zu einem mit 5,9 Mio. Euro gegenüber dem Vorjahresquartal um 0,9 Mio. Euro niedrigeren Nettoergebnis. Die Automobiltechnik verzeichnete im 1. Halbjahr 2004 ein EBITA von 15,6 Mio. Euro (-28,1 %); Verpackungstechnik -0,1 Mio. Euro nach +4,4 Mio. Euro; Robotertechnik 24,5 Mio. Euro (+71,3 %) und Nichtkerngeschäfte 0,1 Mio. Euro nach -6,7 Mio. Euro. Nach dem sehr guten ersten Quartal lagen die Auftragseingänge im ersten Halbjahr um 8,2 % über dem Vorjahresvergleich; im zweiten Quartal betrug das Minus 6,3 %. Starke Schwankungen im Auftragseingang sind für IWKA nicht ungewöhnlich, bemerkenswert erscheint aber der Rückgang in der Robotertechnik um 10,3 % im ersten Halbjahr. IWKA bestätigte jedoch die Guidance eines stagnierenden Umsatzes und eines verbesserten operativen Ergebnisses für das Gesamtjahr.

Fazit

Wir empfehlen die IWKA-Aktie mit Kursziel 24 Euro zum Kauf. Hintergründe sind ein erwarteter, stark positiver Ertragstrend über die nächsten Jahre, der die gegenwärtige Bewertung des Unternehmens deutlich relativieren wird, sowie unsere Überzeugung, daß geplante Desinvestitionen das Profil des Unternehmens schärfen werden. Dies sollte sich auch in der Wahrnehmung durch den Kapitalmarkt positiv niederschlagen. Die opponierenden Aktionäre, Wyser-Pratte, Hermes und Threadneedle, die zusammen mehr als 18 % der IWKA-Anteile halten, werden wohl weiterhin Druck auf das Management hinsichtlich der Hebung von Ergebnispotentialen ausüben. Das traditionell konservative IWKA-Management will bis 2006 die operative Marge auf 5 % steigern (2003: 3,4 %). Das Ergebnis je Aktie dürfte sich, bedingt durch deutlich höhere operative Ergebnisse, wegfallende Goodwill-Abschreibungen sowie sukzessiv geringere Belastungen aus dem Finanzergebnis, bis 2006 mehr als verdoppeln. Hinsichtlich des Kurs/Gewinn-Verhältnisses ist IWKA im Sektorvergleich deutlich unterbewertet. Anhand einer Sum-of-the-Parts-Bewertung sehen wir den fairen Wert der Aktie bei 24 Euro. Hierin ist bereits ein Konglomeratsabschlag von 15 % enthalten.

HINWEIS: In der Rubrik „Externe Analyse“ kommen Mitarbeiter verschiedener Research-Häuser zu Wort. Die vorgestellten Studien stimmen nicht zwingend mit der Einschätzung der *Smart Investor*-Redaktion überein!

Anzeige

TURNAROUND

R. Stahl – Konsequente Umgestaltung

Rezession und Restrukturierung sollen die Schlagworte für die Entwicklung der in den Bereichen Fördertechnik und Explosionsschutz tätigen baden-württembergischen Technologiegruppe R. Stahl in den vergangenen drei Jahren gewesen sein. Der Konzern befreit sich aber offenbar aus der Umklammerung der intern und extern ausgelösten Krise.

In die Zange genommen

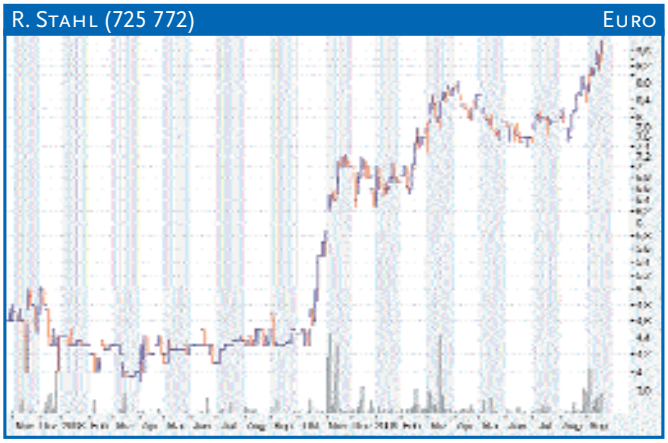
Die Schieflage entstand, als der Konzern trotz anhaltenden Wachstums seine Ertragskraft nicht mehr steigern konnte und parallel zu dieser Situation rezessive Tendenzen in den Kernabsatzmärkten auftraten. An diesem Punkt offenbarte sich das Versäumnis des Unternehmens, strukturelle Schwächen, wie den zu hohen Komplexitätsgrad der internen Prozesse, frühzeitig anzugehen. Auch wurde bei den qualitativ und technisch sehr hoch stehenden Produkten eine schwer faßbare Sortimentstiefe identifiziert. Hinzu kamen externe Schocks wie der 11. September oder die SARS-Krise, die durch Verschiebung zahlreicher Anlagebauprojekte der Geschäftsentwicklung von außen stark zusetzten.

R. Stahl			
Branche	Explosionsschutz/Fördertechnik		
WKN	725 772	Aktienzahl (Mio.)	6,09
GJ-Ende	31.12.	Kurs am 17.09.04 (Euro)	9,85
Mitarbeiter	1.840	MCap (Mio. Euro)	60,0

	2002	2003	2004e
Umsatz (Mio. Euro)	222,7	229,5	237,5
% ggü. Vj.	–	+3,1 %	+3,5 %
EPS (Euro)	-0,74	0,11	0,52
% ggü. Vj.	–	n.ber.	+372,7 %
KUV	0,27	0,26	0,25
KGV	–	89,5	18,9

Planvolle Wende

Anhand der frühzeitig offenkundigen internen Problemfelder wurde bereits im Jahr 2001 ein Restrukturierungsprogramm beschlossen, welches genau die Komplexität verringern und damit verbundene Schwierigkeiten wie die Lieferuntreue minimieren sollte. Betroffen war sowohl der Bereich Explosionsschutz (Umsatz 03: 115,1 Mio. Euro) als auch das Segment Fördertechnik (Umsatz 03: 107,3 Mio. Euro). Angesetzt wurde vor allem an den Fertigungskapazitäten, die in den deutschen Werken gestrafft und in der Folge zum Teil in Niedriglohnländer verlagert werden. Inzwischen sind dies etwa 5 %, weitere Schritte werden nicht ausgeschlossen, zumal in Asien aufgrund der starken Nachfrage nach Anlagen in allen Bereichen der Industrie Kapazitäten geplant sind. Weiterhin soll die technologische Spitzenposition durch eine Erhöhung der Forschungsausgaben verteidigt werden.



Sichtbare Wunden

Wie nachhaltig die Restrukturierung war und ist, zeigt die bereits 2003 vollzogene ertragsseitige Wende. Obwohl der Umsatz bei 230 Mio. Euro konstant blieb, drehte der Jahresüberschuß mit 2,3 Mio. Euro (-3,3 Mio. Euro im Vorjahr) merklich in den positiven Bereich. Bezieht man den Jahresüberschuß auf das Eigenkapital, so errechnet sich eine Rentabilität von 6,4 %. Verglichen mit zweistelligen Werten früherer Jahre ergibt sich daraus aber noch genügend Steigerungspotential. Vorstandschef Schomaker weist zudem darauf hin, daß im Verlauf des Jahres die Kunden immer längere Zahlungsziele als Voraussetzung zur Erteilung eines Auftrages forderten. Zusammen mit der gestiegenen Vorratshaltung läßt sich damit die wieder um 10 % gesteigerte Verschuldung erklären. Die Dividendenpolitik soll zukünftig ebenso nachhaltigen Charakter haben, die für 2003 gezahlten 0,20 Euro je Aktie sollen demnach einen Anfang darstellen.

Fazit

Insgesamt hat sich das Bild für R. Stahl spürbar aufgehellt, nicht zuletzt der Umsatzzuwachs von 12 % und der um 17 % gestiegene Auftrageingang für das erste Halbjahr 2004 untermauern diese Wahrnehmung. Im Segment Explosionsschutz könnte eine vermehrte Nachfrage nach den Erzeugnissen durch die von der Ölindustrie forcierten Investitionen in Bohranlagen bald schon Realität werden. Aber auch die Fördertechnik dürfte ihren Aufwärtstrend fortsetzen. Negativ wirken werden hier aber, wenn sie denn weiter steigen, die Stahlpreise, die in diesem Jahr die Margen um 1 Mio. Euro schmelzen ließen. Schomaker erläuterte auf Anfrage von Smart Investor, daß man dollarseitig bis Mitte 2005 abgesichert sei, eine erneute Eintrübung der Konjunktur jedoch weitreichendere Auswirkungen hätte. Der Aktienkurs hat indes die guten Aussichten schon vorweggenommen, zum Einstieg sollte ein Rücksetzer abgewartet werden.

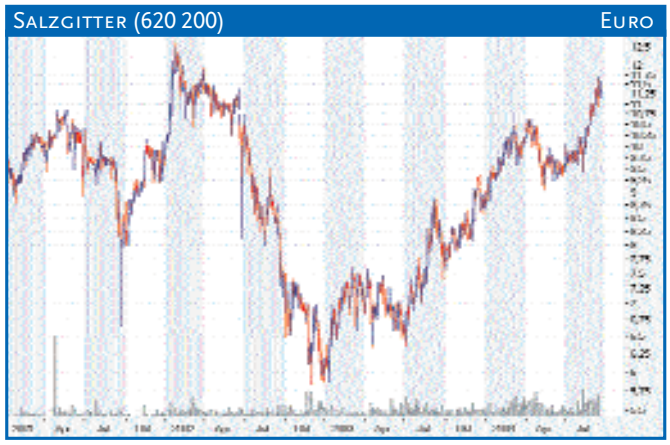
Tobias Karow

BUY & GOOD BYE

Buy: Salzgitter

Seit China den Stahl wie ein Staubsauger absorbiert, haben sich die Gewichte innerhalb des Stahlmarktes stark verschoben. Salzgitter, die mit der Produktion, der Verarbeitung und dem Handel die gesamte Wertschöpfungskette abdeckt, kann sich seitdem über eine nachhaltige Geschäftsbelebung freuen. Denn sowohl an der Nachfrage- als auch an der Preisfront macht sich der China-Faktor bemerkbar. So stieg der Umsatz beim zweitgrößten deutschen Stahlhersteller in den ersten sechs Monaten des Jahres auf 2,76 Mrd. nach 2,51 Mrd. Euro im Vorjahreszeitraum. Wie stark die Erholung des Geschäftes aktuell ausfällt, zeigt ein Blick auf die Profitabilität. Der Jahresüberschuß, der im gesamten Jahr 2003 noch bei 28 Mio. Euro gelegen hatte, legte im ersten Halbjahr dieses Jahres auf 58 Mio. Euro zu. Das KGV liegt damit bei etwa 10 auf 2004er Basis. Die Rendite auf das Eigenkapital konnte ebenfalls von 2,9 % auf 5,6 % vorangebracht werden.

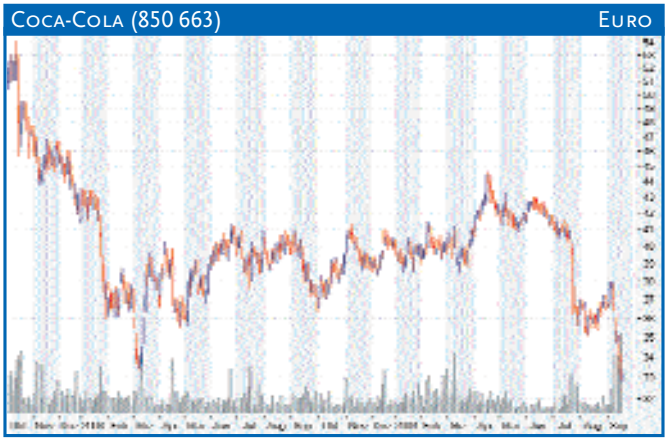
Natürlich beruht dieser Ertragssprung auf der Konstellation auf dem Weltstahlmarkt, aber auch die kompletten Übernahmen der Röhrenaktivitäten von Mannesmann im Jahr 2000 und ThyssenKrupp in diesem Jahr veränderten das Gesicht des Konzerns nachhaltig. Immerhin ist Salzgitter damit auf einem Markt positioniert, dem ein spürbares Wachstum aufgrund der zunehmenden Investitionsneigung der Ölkonzerne nachgesagt wird. Das Unternehmen erwartet entsprechend für das Gesamtjahr einen Vorsteuergewinn von 160 Mio. Euro, soviel, wie zuletzt im bisherigen Rekordjahr 2001. Vielleicht ist sogar noch „ein Schnaps“ mehr drin, da bereits zum vierten Quartal die Preise je Tonne Stahl um weitere 5 bis 10 % angehoben werden sollen. Deshalb und weil eine Erhöhung der Dividende wahrscheinlich erscheint, ist die Aktie kaufenswert. Einziger Wermutstropfen ist die nach eigenen Aussagen prekäre Rohstoffsituation, die die Kostenseite spürbar tangiert.



Good Bye: Coca-Cola

Der weltgrößte Erfrischungsgetränkeanbieter schockierte seine Anleger unlängst mit einer wenig erbaulichen Gewinnwarnung. Demnach werden im dritten Quartal Abschreibungen von stattlichen 375 bis 450 Mio. US-$ anfallen. Zur Begründung nannte Präsident und Vorstandschef Neville Isdell „operative Herausforderungen“ auf den wichtigen Märkten in Deutschland und Europa. Er wurde noch konkreter: Die Schuldigen seien im Dosenpfand, ungünstigen Wetterverhältnissen sowie geänderten Marktbedingungen zu suchen. Da spricht er ein wahres Wort. Coca-Cola realisiert allmählich, daß die wichtigsten Märkte nach jahrzehnte - währender Penetration nunmehr gesättigt sind. Frische Absatzmärkte sind hingegen nicht zu erkennen: Neu erschlossene Regionen wie im Mittleren Osten, aber auch in Asien, sind größtenteils wenig amerikafreundlich, so daß weiteres Wachstumspotential schwer erkennbar ist.

Dies sieht Coca-Cola inzwischen selbst ein. Im dritten Quartal prognostiziert Isdell ein maximales Absatzplus von marginalen 1 %. Die Kursentwicklung spricht schon seit langem eine deutliche Sprache: Nach dem Gap und Fall bis auf 40 US-$ stehen die Aktien kaum höher als schon 1996. Das Allzeithoch sahen die Papiere übrigens schon 1998, seitdem geht es bergab. Coca-Cola stand jahrelang stellvertretend synonym für „Wachstumsunternehmen“ da, doch die Zeiten ändern sich eben auch mal. Nicht einmal die Bewertung ist nach sechs Jahren Baisse sonderlich zurückgekommen. Ein laufendes KGV von 20 bei bestenfalls Nullwachstum sieht üppig aus. Da hilft der Vergleich zu Konkurrent Pepsi nur wenig, die mit einem KGV von 23 daherkommt. Bei beiden liegt das Kurs/Buchwert-Verhältnis bei 6 bis 7. Es ist wohl nur eine Frage der Zeit, bis auch der nächste Markenname entzaubert wird.



MUSTERDEPOT

Unplanmäßig abgebremst

Den Rücksetzer im August hat unser Musterdepot in den letzten Wochen fast wieder wettgemacht – allerdings lief beileibe nicht alles nach Plan.

In den letzten vier Wochen ist ausnahmsweise einmal nichts besonders Spektakuläres vorgefallen: weder im Allgemeinen noch im Speziellen. So erholten sich die Aktienmärkte von der Lethargie der Sommerpause, was im Dax zu einem stattlichen Plus von über 7 % führte. Auch das Musterdepot hätte mit 4 bis 5 % Zugewinn gut mithalten können, wenn es uns gelungen wäre, die noch auf fallende Märkte konzipierte Put-Absicherung loszuwerden. Hier allerdings kam uns ein nicht vorhersehbarer Sondereffekt in die Quere: Ein US-Gericht entschied, daß der US-Softwarekonzern Oracle seine Übernahmeambitionen bezüglich PeopleSoft weiterbetreiben dürfe, was sämtliche Software-Aktien nach oben schleuste – inklusive SAP. Wir überlegen uns jetzt, ob wir den Put noch behalten oder den Restbetrag doch lieber in der Cash-Position sehen wollen.

Mehr Cash in der Reserve

Die in der letzten Ausgabe angedeuteten Transaktionen haben wir in der Zwischenzeit in die Tat umgesetzt. Namentlich waren dies die Käufe des russischen Rohstoffriesen Norilsk Nickel, des deutschen Düngemittelspezialisten K+S sowie der australischen Goldminengesellschaft Newcrest Mining. Alle drei Titel hatten wir in zurückliegenden Ausgaben besprochen. Um unsere Cash-Position zu halten, veräußerten wir via Smart Investor Weekly die Hälfte der Position in Silver Standard Resources sowie knapp die Hälfte derjenigen von BayWa. Beide Einzelpositionen steuerten aufgrund ihrer Kursentwicklung ein Depotgewicht von fast 10 % an, weswegen wir hier ein wenig „zurechtstutzten". Auch wenn wir langfristig natürlich weiterhin positiv für Rohstoffe und Edelmetalle eingestellt sind, so mahnt der vielerorten vorherrschende (Über-)Optimismus doch auch et-

Musterdepot (Start: 24.3.2003 mit 100.000 Euro) — **Stichtag: 17.9.2004**

Performance: +23,1 % seit Depotstart (Dax: +55,9 %); +1,9 % gg. Vormonat (Dax: +7,4 %)

Titel (Land)	WKN	Strategie**	Stück	Kauf-Datum	Kauf zu	Kurs akt*	Wert akt*	Depot-Anteil	Performance Vormonat	Performance Seit Kauf	Stop-Loss
Silver Standard (CAN)	858 840	R	500	02.06.2003	3,90	11,62	5.810	4,7 %	-1,7 %	+197,9 %	
Arques (D)	515 600	S	200	27.10.2003	16,00	30,50	6.100	5,0 %	+28,3 %	+90,6 %	
CNR (CAN)	865 114	R	300	18.09.2003	17,00	29,23	8.769	7,1 %	+8,5 %	+71,9 %	
BayWa (D)	519 406	S	400	28.10.2003	9,50	12,45	4.980	4,0 %	+0,2 %	+31,1 %	
Harmony (SA)	851 267	R	600	16.07.2004	8,74	10,33	6.198	5,0 %	-0,1 %	+18,2 %	
Highlight (CH)	920 299	S	2.500	26.05.2004	3,24	3,73	9.325	7,6 %	+5,9 %	+15,1 %	
Norilsk Nickel (RU)	676 683	R	150	25.08.2004	45,50	49,10	7.365	6,0 %	–	+7,9 %	
Indien-Zertifikat (IND)	256 685	A	250	19.05.2004	28,87	30,85	7.713	6,3 %	+8,8 %	+6,9 %	
K+S (D)	716 200	S	150	01.09.2004	32,75	33,90	5.085	4,1 %	–	+3,5 %	
Dr. Hönle (D)	515 710	S	700	09.06.2004	6,95	7,10	4.970	4,0 %	+11,1 %	+2,2 %	
Nikkei Hebelzertifikat (J)	327 073	A	300	26.05.2004	23,47	23,04	6.912	5,6 %	+9,9 %	-1,8 %	
Baader (D)	508 810	S	1.000	05.08.2004	5,10	4,98	4.980	4,0 %	+1,0 %	-2,4 %	
Newcrest Mining (AUS)	873 365	R	500	01.09.2004	8,78	8,20	4.100	3,3 %	–	-6,6 %	
Altana (D)***	760 080	S	200	25.02.2004	50,93	47,09	9.418	7,7 %	+6,9 %	-7,5 %	
Tri-Valley (USA)	911 919	R	750	24.11.2003	3,70	3,40	2.550	2,1 %	+6,6 %	-8,1 %	
Charoen Pokphand (Thai)	885 591	A	90.000	24.03.2004	0,088	0,070	6.300	5,1 %	-4,1 %	-20,5 %	
SAP-Put (D)	290 690	S	10.000	18.08.2004	0,61	0,32	3.200	2,6 %	-44,8 %	-47,5 %	
						Aktienbestand	103.775	84,3 %			
						Liquidität	19.307	15,7 %			
						Gesamtwert	123.082	100,0 %			

* am 17.9.2004; in Euro ** Zugehörigkeit zu Strategiesegment (R=Rohstoffe/Energie; A=Asien; S=Spezialsituationen) *** durchschnittlicher Kaufkurs aufgrund des Nachkaufs

Durchgeführte Verkäufe und Käufe				
Titel	WKN	Kurs (Euro)	Stückzahl	Performance
Durchgeführte Käufe				
Norilsk Nickel*	676 683	45,50	150	
K+S*	716 200	32,75	150	
Newcrest Mining*	873 365	8,78	500	
Durchgeführte Verkäufe				
Silver Standard Res.	858 840	11,50	500	+194,9 %
BayWa	519 406	12,40	300	+30,5 %

*) Besprechungen/Analysen: Norilsk (9/2004), K+S 5/2003, Newcrest (8/ und 9/2004)

was zur Vorsicht. Aufgrund unserer Markteinschätzung (siehe „Das Große Bild“ auf S. 32/33) erschien es uns ferner klüger, eine etwas komfortablere Liquiditätsposition in der Hinterhand zu haben, um im konkreten Bedarfsfall gleich handeln zu können, durchaus auch kurzfristig. Auf der Watchlist stehen dabei in erster Linie diejenigen Unternehmen, die wir in zurückliegenden Ausgaben besprochen hatten oder solche, bei denen wir ausgestoppt wurden. Bestehende Stop-Kurse haben wir inzwischen gelöscht.

Arques „kauft“ sich Umsatzverdopplung

Ein neues Kurshoch hat derweil die Starnberger Beteiligungsgesellschaft Arques in den letzten Tagen markiert. Hintergrund war die Meldung, daß Arques das Stahlgeschäft von Degussa erworben hat. Für die abgegebenen Bereiche eröffnen sich in der veränderten Eigentümerstruktur neue Entwicklungsmöglichkeiten. Arques möchte die Spitzenposition in den regionalen Teilmärkten eigenen Angaben zufolge weiter ausbauen und die erworbenen Geschäftsbereiche zu einer hochprofitablen Einheit zusammenführen. Durch die Übernahme verdoppelt Arques mal eben seinen Umsatz.

Schweizer Medien, deutsche Banken

Ebenfalls kein Grund zum Klagen gibt es derzeit bei unseren Depotwerten Highlight Communications sowie Baader. Die Vollkonsolidierung von Constantin Film bescherte der Schweizer Highlight-Gruppe nämlich fast eine Umsatzverdreifachung und einen 17,5 % höheren Vorsteuergewinn. Highlight hatte darüber hinaus erst im Mai die Champions League-Rechte für die Spielzeiten bis 2008/09 erhalten. Die Wertpapierhandelsbank Baader wiederum schaffte einen Nachsteuergewinn von fast 5 Mio. Euro im ersten Halbjahr, nach einem Verlust von 0,5 Mio. Euro im Vorjahreszeitraum. Mit der Übernahme der Jörg D. Reuter Wertpapierhandels GmbH avancieren die Münchner zudem zum Marktführer in der Skontroführung für derivative Produkte an der Frankfurter Börse.

Tri Valley: Funke gesucht

Beim kalifornischen Öl- und Gasexplorateur Tri-Valley läuft eigenen Angaben zufolge alles nach Plan. Eine jüngere Studie von Strain Consultains sieht sogar einen ziemlich hohen zweistelligen Net Asset Value, der dadurch zustande kommt, daß die mehreren Dutzend Bohrprojekte mit Eintrittswahrscheinlichkeiten (5 %, 10 % etc.) belegt werden, wenn auch sehr geringen. Dabei würde es bereits reichen, wenn eines der größeren Projekte tatsächlich ein „Knaller“ würde. Immerhin, Tri Valley arbeitet auch jetzt schon moderat profitabel, ist aber aufgrund des Geschäftsgegenstandes hoch spekulativ – wenn es anstelle des Knallers nämlich nur zu Fehlzündungen kommen sollte.

Über unseren kostenlosen eMail-Service Smart Investor Weekly kündigen wir auch kurzfristige Musterdepot-Transaktionen an. Positionsgrößen, Kauflimits oder Stop Loss-Kurse sind somit jederzeit nachvollziehbar. Die Anmeldung für den Newsletter sowie die Veröffentlichung des jeweils neuen Smart Investor Weekly (jeden Dienstag nachmittag) erfolgt auf unserer Homepage: www.smartinvestor.de

MONEYTALK

„Im Einkauf liegt der Gewinn“

Smart Investor im Gespräch mit Claus-Matthias Böge, Vorstandsvorsitzender der Deutschen EuroShop, über Wahrnehmungsschwächen, steuerfreie Ausschüttungen und Besonderheiten bei Investments in Immobiliengesellschaften

Smart Investor: Ich erinnere mich daran, daß viele Börsianer – und auch die Presse – den Börsengang der Deutschen EuroShop im Januar 2001 kaum registriert haben. Auch wenn Sie jetzt seit dem 20. September im MDax vertreten sind: Leidet Ihr Unternehmen unter mangelnder Wahrnehmung?
Böge: Ich muß zugeben, daß beim damaligen Börsengang praktisch kaum PR- und IR-Arbeit geleistet wurde. Damit haben wir erst etwas verspätet als börsennotiertes Unternehmen begonnen. Das Ergebnis unserer Bemühungen sehen wir jetzt im Zuge des Aufstiegs in den MDax, der uns am Kapitalmarkt wesentlich bekannter machen dürfte.

Smart Investor: Die Deutsche EuroShop möchte mit ihrer Anlagephilosophie eine Alternative zur klassischen Investition in Immobilienfonds oder -beteiligungen bieten. Vielleicht erläutern Sie uns dies kurz.
Böge: Das Konzept der Deutschen EuroShop versteht sich vor allem als Dividendenmodell. In unserer Branche stehen wir damit im Wettbewerb gerade zu offenen Immobilienfonds. Aus geschlossenen Immobilienfonds wiederum kann man nicht jederzeit aussteigen. Nicht nur im Vergleich zu anderen börsennotierten Immobiliengesellschaften, sondern auch zu den Ausschüttungen offener Immobilienfonds ist unsere aktuelle Dividendenrendite von 5,5 % als hoch zu bezeichnen.

Smart Investor: Ein Hauptziel Ihrer Geschäftstätigkeit ist es deshalb, einen hohen ausschüttungsfähigen Cashflow zu erzielen. Weshalb setzen Sie die Dividende nicht niedriger an, um mehr investieren zu können – dann wäre vielleicht auch keine Kapitalerhöhung notwendig?
Böge: Die ursprüngliche Konzeption geht von einer Dividendensumme von 30 Mio. Euro aus. Dies ist für uns auch derzeit die gültige Benchmark. In unserem Geschäft geht es naturgemäß um recht große Beträge. Wenn wir beispielsweise 10 Mio. Euro von der Dividendensumme abschneiden würden, ließe sich davon noch kein Shoppingcenter erwerben. Selbst mit 30 Mio. Euro, einem kompletten Dividendenverzicht, ließen sich keine großen Sprünge machen. Wachstum ließe sich so jedenfalls nicht finanzieren.

Claus-Matthias Böge

Galeria Dominikanska, Breslau (links), Main-Taunus-Zentrum , Sulzbach (unten)

Smart Investor: Die Steuerfreiheit für die Ausschüttung läuft vielleicht nicht ewig... Müssen Anleger sich nicht auch immer um die deutsche Gesetzeslage sorgen?
Böge: *(lacht)* Das gilt für den gesamten finanzpolitischen Bereich in Deutschland! So wie es aussieht, werden wir das bisherige Ausschüttungsmodell noch lange beibehalten können, weil in steuerlicher Hinsicht ja Eigenkapital an die Aktionäre zurückgezahlt wird und nicht steuerpflichtige Erträge. In der AG selbst werden Verlustvorträge durch die Beteiligung an den Bauprojekten generiert. Diese können mit zukünftigen steuerpflichtigen Gewinnen zunächst verrechnet werden. Erst wenn diese Verlustvorträge aufgebraucht sind, endet die Steuerfreiheit. Und dieser Zeitpunkt ist aus heutiger Sicht noch viele Jahre entfernt.

Smart Investor: Daß die Deutsche EuroShop im letzten Jahr einen Konzernverlust auswies, ist von daher nicht besonders aussagekräftig. Welche Bilanzkennzahl sollte man als Investor dann überhaupt im Auge haben?
Böge: Die wichtigste Kennzahl ist meines Erachtens der freie Cashflow, den wir auch aus dem Konzern heraus ableiten. Wir haben auf der einen Seite immer die kostenverursachenden Neubauten und auf der anderen Seite die Erträge abwerfenden Bestandsobjekte. Ich erinnere daran, daß es nicht unternehmerisches Ziel ist, hohe steuerpflichtige Erträge zu erwirtschaften, sondern einen hohen freien Cashflow zu erzielen.

Deutsche EuroShop (748 020)

Smart Investor: Wer berechnet eigentlich den Net Asset Value (NAV) für die Deutsche EuroShop – ist hier ein wirklich unabhängiger und objektiver Wert gewährleistet?
Böge: Wir haben dafür eine Arbeitsgemeinschaft der Bad Homburger Feri Research sowie der GfK Prisma, die das Einzelhandels-Know-how beisteuert, beauftragt. Letzteres ist für uns sehr wichtig, weil es sich bei unseren Immobilien um Shoppingcenter handelt. Feri wiederum nimmt das Rating und die Bewertung der Immobilien vor. Daher würde ich Ihre Frage vollauf mit Ja beantworten.

Smart Investor: Die Aktien der Deutschen EuroShop notieren jedoch deutlich unter ihrem NAV. Macht dann eine Kapitalerhöhung aus Sicht eines Aktionärs überhaupt Sinn, schließlich möchte man nicht in etwas investieren, worauf sofort ein Discount auftritt?
Böge: Diese Problematik der NAV-Discounts haben nicht nur wir, sondern auch deutschland-, ja: europaweit, praktisch alle Immobiliengesellschaften. Außerdem: Eine Kapitalerhöhung zur Wachstumsfinanzierung nehmen wir nur dann vor, wenn wir wirklich Objekte ausmachen können, die die Dividende von 1,92 Euro je Aktie – oder vielleicht auch mehr in der Zukunft – refinanzieren können. Die Frage für einen Investor muß also in erster Linie sein, ob wir ihm die hohe Dividende künftig zahlen können – und dies eben auch nach einer Kapitalerhöhung.

Smart Investor: Mal etwas konkreter: Wo wollen Sie denn expandieren? In Osteuropa, wie von Ihnen mal angeklungen, ist die Konkurrenz schließlich auch schon vor Ort.
Böge: Das ist richtig, auf diese Idee sind bereits andere gekommen. Vor allem gibt es dort nur ein sehr begrenztes Marktvolumen. Wenn, dann muß man sich ohnehin auf Polen, Ungarn und Tschechien beschränken. Um es klarzustellen: Wir müssen nicht auf bestimmten Märkten aktiv werden, sondern dort, wo sich gerade ein lohnendes Objekt abzeichnet, denn im Einkauf liegt der Gewinn. Das kann in Polen sein oder eben auch in Deutschland. Wenn man seinen Einzugskreis erweitert, muß man zugleich sein Know-how über die Eigenheiten des jeweiligen Landes sehr stark ausweiten. Eher ziehen wir uns aus hart umkämpften Ländern wie Frankreich oder Italien wieder zurück. Wer in die Aktien der Deutschen EuroShop investiert, wird ein gutrentierliches deutsches Immobilienportfolio erhalten. Wenn wir nun in Ländern wie beispielsweise Ungarn aktiv werden, dann nur deshalb, weil wir annehmen können, daß sich dort eine relativ höhere Wertentwicklung in einem kürzeren Zeitraum ergeben könnte.

Smart Investor: Herr Böge, herzlichen Dank für das Gespräch.

Interview: Falko Bozicevic

Die Deutsche EuroShop ist Deutschlands einzige Aktiengesellschaft, die ausschließlich in ertragsstarke Shoppingcenter investiert. Die Gesellschaft ist zur Zeit an 14 europäischen Einkaufscentern in Deutschland, Frankreich, Italien, Polen und Ungarn beteiligt. Das MDax-Unternehmen ist seit dem 2. Januar 2001 an der Börse notiert. Anlageziel ist die Optimierung des freien Cashflows, der in Form von Dividenden an die Aktionäre ausgeschüttet wird – zuletzt 1,92 Euro je Aktie.

Veranstaltungshinweise

- Am Samstag, den 25. September 2004, veranstaltet die Börse München in Würzburg auf der Festung Marienberg von 10 bis 16 Uhr erstmals den Nordbayerischen Börsentag mit einem interessanten Vortragsprogramm. Informationen unter: www.nordbayerischer-boersentag.de

- Joe Ross (Gastautor in Smart Investor 5/2004) wird im Oktober wieder mehrere Seminare abhalten zu folgenden Themen: „Trading mit Optionen", „Futures/Forex-Daytrading" sowie „Futures-Spread-Trading". Außerdem wird er im Zuge eines Grundlagenseminars „Das Gesetz der Charts" vorstellen. Informationen unter: www.ross-trading.de

- Am 14./15. Oktober findet in Aschaffenburg die Veranstaltung Tradingherbst statt. Dabei stellen erfahrene Trader ihre Handelsstrategien vor, mit welchen sie an den Märkten agieren. Diese werden dann live an der Börse umgesetzt, wobei die auftauchenden Fragen zu Strategien, Risk-Management, usw. während des Handelns von den Tradern beantwortet werden.
  Im Anschluß an den Tradingherbst, am 16./17. Oktober, findet ebenfalls in Aschaffenburg das Foxware-Seminar statt. Hierbei geht es um die Entwicklung von Handelssystemen. Infos unter: www.tradingherbst.de

- Société Générale lädt im Oktober in acht deutschen Großstädten zum Seminar „Rohstoffe als neue Assetklasse" ein. Die genauen Termine für die einzelnen Veranstaltungsorte sowie weitere Informationen können unter: www.good-relations.net/seminar/ nachgesehen werden.

KOLUMNE

Die Bärenfallen sind bereits aufgestellt

Von Thomas Grüner, Geschäftsführer der Grüner Vermögensmanagement

Die Märkte diskontieren alle bekannten Informationen und Zukunftserwartungen schnell und effektiv. Anlegern fällt es jedoch sehr schwer, diesen Mechanismus zu akzeptieren. Der Evolutionstheorie folgend, hat die Menschheit Jahrtausende gebraucht, sich einer jeweils veränderten Umwelt anzupassen. Die Geschichte der Finanzmärkte ist jedoch viel zu kurz, um diesen Anpassungsprozeß bereits, selbst in kleinem Maß, leisten zu können. Die Hirnforschung geht heute davon aus, daß Menschen nur zwischen 8 % und 9 % ihre fünf Sinne zur Wahrnehmung und anschließenden Entscheidungsfindung nutzen können. Die restlichen über 90 % schaffen jedem Anleger seine „eigene" – und natürlich fast ausschließlich subjektive – Wahrheit. Diese besteht aus den eigenen Interpretationen, Vorurteilen, Weltanschauungen und erschafft somit – ob man dies will oder nicht – eine mehr oder minder selektive Wahrnehmung der Realität.

„The Great Humiliator" – „der große Erniedriger"

Der amerikanische Vermögensverwalter Kenneth L. Fisher, mit dem ich privat eng befreundet bin, beschrieb diese Vorgänge in seiner Forbes-Kolumne im Januar dieses Jahres. Der begonnene Bullenmarkt wird zumindest so lange andauern, bis die bekannten Bären unter den Marktstrategen wie Merrill Lynch's Richard Bernstein, Yale's Robert Shiller und der berühmte Bondstratege von Pimco, Bill Gross, ihre Meinung gezwungenermaßen ändern werden. Die prominenten Bären, die die Kursaufschwünge in 2003 komplett verpaßt haben, bleiben weiterhin stur im Lager der Pessimisten und ignorieren den sehr deutlichen Kursaufschwung an den Aktienmärkten seit Oktober 2002. Der Markt wird auch heute noch als irrational und unvernünftig bezeichnet, um die eigene Fehlpositionierung in einem besseren Licht erscheinen zu lassen. „The wronger they are – the stronger they are!"

Vor allem das Timing von Merrill Lynch ist beim Austausch ihrer Marktstrategen erstaunlich. Im Bullenmarkt der 90er Jahre wurde Dauerbär Charles Clough zerrieben, im Juni 2000 gefeuert und durch die Daueroptimistin Christine Callies ersetzt. In den folgenden zweieinhalb Jahren wurden fast alle namhaften, bullishen Strategen entweder von ihren Jobs entbunden oder in der Wirtschaftspresse nur noch belächelt. Und Merrill Lynch tauschte 2002 Christine Callies durch Dauerbär Richard Bernstein aus. Erst wenn die Wirtschaftspresse die negativen Prognosen und Krisenszenarien der oben genannten Bären oder beispielsweise der amerikanischen Newsletter-Herausgeber Robert Prechter und Martin Weiss oder in Europa Roland Leuschels andauernde Crash-Prognosen attackiert, wird es für den jungen Bullenmarkt gefährlich. Dies ist bisher jedoch noch nicht abzusehen. Es gibt weiterhin Bären im Überfluß, doch wie in der Natur werden diese Ungleichgewichte auch an den Finanzmärkten regelmäßig wieder auf ein normales Maß zurückgeführt.

Thomas Grüner ist Geschäftsführer und Gründer der Vermögensverwaltung „Grüner Vermögensmanagement" mit Sitz in Rodenbach bei Kaiserslautern. Grüner Vermögensmanagement arbeitet eng mit „Fisher Investments", einem der größten amerikanischen Vermögensverwalter, zusammen. Weitere Informationen unter: www.gruener-vm.de.

Anfang Februar dieses Jahres war ich zu verschiedenen Veranstaltungen und Seminaren in London. Die aktuelle Stimmung war der Situation in Deutschland und den USA erstaunlich ähnlich. Während die Wirtschaftspresse und viele Analysten weiterhin auf Gefahren für die Märkte hinweisen, sind echte Optimisten, die ihren Optimismus auch mit einer hohen Investitionsquote in die Tat umsetzen, – auch heute noch – dünn gesät. Warnende Stimmen sind weiterhin eindeutig in der Überzahl. Die Mehrheit erwartet eine unterdurchschnittliche Entwicklung der Aktienmärkte.

Fazit

Die große Mehrheit der von der Börsenkrise hart getroffenen Banken, Versicherungen und Anlageberater rät weiter zu großer Vorsicht und einer defensiven Ausrichtung der Portfolios. Während positive Nachrichten als eingepreist bezeichnet werden, rufen schlechte Nachrichten jeweils wieder große Skepsis hervor. Mein Rat: Betreiben Sie eigenes Research und Nachforschungen. Sehen Sie sich in Ihrem Umfeld um, befragen Sie unvoreingenommen verschiedene Banken in Ihrer Nähe und Sie werden schnell feststellen: Es gibt weiterhin keine Euphorie! In diesem Umfeld finden keine großen Kurseinbrüche statt – rechnen Sie eher mit dem Gegenteil!

LESERBRIEFE

Widerspruch und Anmerkungen

? Nun möchte ich Ihnen doch einmal direkt widersprechen. Entgegen Ihrer Meinung bin ich mir recht sicher, daß der Dax über die 3.900 nicht wesentlich hinauskommen wird. Ich sehe ihn im Gegenteil in Richtung 3.500 abdrehen. Ich kann keinen Pessimismus wahrnehmen. Wo man liest und hört, werden Aktien zum Kauf (nicht Verkauf) empfohlen, das konservativste Kursziel, welches ich in der letzten Woche gesehen habe, waren 4.050 Punkte... Den VDax auf historischen Tiefs interpretiere ich klar als zu viel Zuversicht im Markt. Amerika ist überbewertet, die Zinsen steigen, die Gewinne sinken wieder, die Lagerhaltung steigt, die Konsumenten können sich nicht weiter verschulden (von Deutschland wollen wir nicht reden, da muß man nur die Tagesschau sehen). Und hier in Moskau sehe ich übrigens auch nur ungern aus dem Fenster.

Markus Spindler , Moskau (Rußland)

SI In der Tat sehen wir die Lage nicht so dramatisch wie Sie und können uns sehr wohl einen stark steigenden Dax in den kommenden Monaten vorstellen, und zwar deutlich über 4.000 Punkte hinaus, also z.B. 4.500, 5.000 oder noch mehr. Sicherlich sehen auch wir einige Punkte sehr skeptisch, z.B. die hohe Verschuldung der US-Konsumenten. Allerdings fahren die US-Regierung und die US-Notenbank einen dermaßen expansiven Kurs, daß die angesprochenen Verschuldungsproblematiken zumindest für eine gewisse Zeit entschärft werden können. Solange hier kein dramatischer Kurswechsel in der Politik eingeleitet wird, könnten die Märkte unserer Ansicht nach noch deutlich zulegen. Dafür spricht auch das Anlegersentiment, welches gemäß unseren und entgegen Ihren Beobachtungen mit extremer Vorsicht bzw. Pessimismus beschrieben werden kann. In einem solchen Umfeld neigen die Aktien eher dazu zu steigen. Natürlich bekommt man es bei der Tagesschau oder beim Blick aus dem Fenster manchmal mit der Angst zu tun. Deshalb aber auf zukünftig schwache Aktien zu schließen, entbehrt einer Grundlage. Ganz ehrlich: Wir gehen mehr und mehr davon aus, daß der von uns festgestellte extreme Pessimismus in Verbindung mit der Überstimulierung durch Geld- und Fiskalpolitik zu einer wahren Explosion an den Aktienmärkten führen wird.

Die SI-Redaktion

? Ich habe zwei Anmerkungen zu Ihrem Magazin:
1. Ich habe den Eindruck, daß Sie in den letzten Heften häufig sehr kleine Werte empfohlen haben. Die Norilsk Nickel zum Beispiel wurde heute nirgendwo in Deutschland gehandelt. Das ist für jeden Investor ein großes Risiko, insbesondere wenn größere Beträge investiert werden sollen. Die Position kann nicht schnell genug liquidiert werden. Daher meine Bitte, nur auf liquide Titel einzugehen. Davon gibt es genug.
2. Sie veröffentlichen im Magazin die Rangliste der diversen Indices. Kann man diese Liste tagesaktuell oder mindestens einmal im Monat aktuell abrufen? Sind die Daten woanders im Internet veröffentlicht? Vielen Dank für Ihre interessanten Beiträge.

Marcus Kock, München

SI Zu 1.: Hier sitzen Sie einem Irrtum auf, denn die russische Norilsk Nickel ist mit einem Börsenwert von über 12 Mrd. Euro der mit Abstand größte Wert in unserem Musterdepot. Natürlich kann es vorkommen, daß an den deutschen Börsen dieser Wert mal sehr wenig gehandelt wird. Dies ist jedoch nicht bedenklich, da sich die deutschen Börsenhändler bzw. Market Maker über den liquiden russischen Heimatmarkt nahezu jede Stückzahl besorgen können. Von einem wirklich illiquiden Handel darf daher nur gesprochen werden, wenn auch am Heimatmarkt kaum Umsatz stattfindet. Wir versuchen, solche Titel weitestgehend nicht zu besprechen, oder aber wir weisen explizit darauf hin, wie in unserem Artikel über Small- und MicroCaps ab S. 19.
Zu 2.: Unseres Wissens gibt es solche Relative Stärke-Tabellen wie auf S. 34 tagesaktuell nicht. Bis vor etwa einem Jahr konnte man vergleichbare Listen unter www.momentumstrategie.de abrufen, aber auch nur etwa alle zwei Wochen. Allerdings besteht die Möglichkeit, sich mit etwas programmiertechnischem Geschick solche Listen selbst zu kreieren – unter Nutzung von Daten aus dem Internet. Dies ist jedoch mit einigem Aufwand verbunden. Die Frage muß allerdings erlaubt sein, ob man solche Listen wirklich tagesaktuell benötigt?

Die SI-Redaktion

Die Reaktion behält sich vor, Leserbriefe zu kürzen. Je kürzer ein Leserbrief (bitte mit Namen und Ort), desto höher ist die Wahrscheinlichkeit, daß er an dieser Stelle abgedruckt und beantwortet wird. Leserbriefe bitte an info@smartinvestor.de oder an die im Impressum angegebene Postadresse senden.

INTERVIEW MIT EINEM INVESTOR

„Wer so denkt, lebt sehr gefährlich“

Smart Investor im Gespräch mit Anlagestratege Christoph Zwermann über die Trends der nächsten Jahre, versteckte Risikopotentiale und vermeintliche Wahrheitsgehalte

Smart Investor: Wer Sie nicht näher kennt, wird Sie für einen ausgewiesenen Charttechniker halten, dabei sind Sie studierter Betriebs- und Volkswirt und verfolgen einen recht umfassenden Ansatz. Vielleicht erläutern Sie uns diesen kurz.
Zwermann: Grundsätzlich schaue ich mir die Welt immer von oben an, wie aus einem Hubschrauber. Als dessen Pilot überlege ich, wo ich landen kann und welche Gründe es dafür gibt, oder anders: Warum sollte ich dort, wo ich lande, mein Geld investieren? Drei Fragenkomplexe laufen hier zusammen: 1. die volkswirtschaftlichen Hintergründe, 2. die Charttechnik und 3. Zeitreihenanalysen. Gerade ohne diese wäre man an den Märkten hoffnungslos verloren. Es gibt keine Aussage über einen Aktienmarkt eines Landes, ohne den Bondmarkt und die Währung unter die Lupe genommen zu haben. Rohstoffpreise sind für die Konjunktureinschätzungen unumgänglich. Wenn man so will, mache ich ganzheitliche Analysen.

Smart Investor: Der Dollarverfall hat sich nicht wie von Ihnen prognostiziert beschleunigt. Wo lag also der vermeintliche Denkfehler?
Zwermann: Ich hatte die Dollarschwäche schon vor zwei Jahren verstärkt angekündigt. Der Dollar ist seitdem um fast 40 % gefallen. In letzter Zeit hat sich die Währungspolitik um einiges verändert. US-Notenbankchef Alan Greenspan hat die Zinsen auf 1 % nach unten geschleust, weil er Deflation um jeden Preis verhindern wollte. Dies änderte sich, als der Rohölpreis und auch die Rohstoffe nicht-konjunkturbedingt anstiegen, was zusätzliche Dollarnachfrage mit sich brachte. Die gesamte Idee einer schwächeren Währung wurde damit in den Hintergrund gestellt. Man hat die Währung benutzt, um die Inflation zu steuern. Jetzt, bei 1,20 US-$ für den Euro, hat die EZB wiederum eher ein Interesse an einem stärkeren Euro und würde sicher nicht nochmals verbal intervenieren. Langfristig aber geht an einem niedrigeren Dollar kein Weg vorbei, weil die amerikanischen Defizite nur über eine schwächere Währung abbaubar sein werden.

Smart Investor: Rohstoffe sind also nicht-konjunkturbedingt gestiegen?
Zwermann: Das Hauptproblem weltweit sind doch dauerhaft niedrige Zinsen. Das Kapital ihrer Volkswirtschaft wird nicht verzinst und der fehlende Ertrag fehlt als Nachfrage. Gleichzeitig kann man Geld sehr billig aufnehmen und sich alles kaufen, was man möchte. Stellen Sie sich folgende Frage: Können Sie in den USA eine Rendite von 1,5 % mit Ihrem Kapital erwirtschaften? Falls ja, so müssen Sie der Notenbank Geld entlocken und es entsprechend anlegen. Auf diese Weise fließt Kapital in Anlageobjekte und treibt die Preise, die höher sind, als sie von der Konjunkturentwicklung eigentlich sein müßten. In Japan hat man mit niedrigen Zinsen über viele Jahre hinweg rein gar nichts bewirkt. Das Gegenbeispiel dazu ist Großbritannien, das doch praktisch den gleichen Konjunkturverlauf wie die USA hatte – nur eben nicht bei den Zinsen. Großbritannien hat einen Zinssatz von fast 5 %, ein Wirtschaftswachstum von mindestens dem der USA und eine Inflationsrate von 1,4 %. Das heißt, daß die Notwendigkeit zu derart künstlich niedrigen Zinsen wie unter Greenspan nicht in der Konjunktur zu suchen sein sollte, sondern eher aus Begleitumständen infolge des Aktien-Crashs des Jahres 2000 sowie anderer Finanzmarktgegebenheiten. Das Deflationsthema ist noch nicht vom Tisch.

Christoph Zwermann, 54, absolvierte ein volks- und betriebswirtschaftliches Studium in Gießen und Edinburgh. Er verfügt über rund 25 Jahre Finanzmarkterfahrung bei verschiedenen Instituten, beispielsweise Chase Manhattan, Schweizer Bankverein und Sal. Oppenheim. Heute betreibt er Analysen der weltweiten Finanzmärkte (www.zwermann-financial.com) und fungiert als Berater für Industrieunternehmen und Investmentfunds.

Smart Investor: Wie sehen Sie Edelmetalle vor dem Hintergrund, daß die Rohstoffpreise Ihrer Meinung nach nicht-konjunkturbedingt gestiegen sind?
Zwermann: Deren Preise sehe ich in Gefahr. In dem Moment, wo die Zinsen weltweit wieder steigen, wie derzeit bereits der Fall, wird eine nicht-rentierliche Anlage teurer. Man beginnt dann, aus solchen Positionen auszusteigen. Silber und Gold wurden bereits über mehrere Jahre gekauft, nicht erst in den letzten Tagen. Der Markt läßt dann nur noch Erholungen zu, wie es für „gut" gehalten wird. Dies sieht man beispielsweise beim Silber. Die letzte Erholung führte schon nicht mal mehr bis 7 US-$, inzwischen droht sogar wieder der Rückschlag unter 6 US-$. In den nächsten zwei bis drei Jahren könnte der Markt vielleicht wieder eine neue Chance haben, das will ich keineswegs ausschließen, aber in der Zwischenzeit kommen meiner Ansicht nach alte Positionen auf den Markt, die den Preis beeinflussen.

Smart Investor: Sie sprechen nach wie vor von der Vermeidung einer Deflation. Bleiben Sie dabei?
Zwermann: Ja, dabei bleibe ich. Das, was wir jetzt sehen, sind immer nur Erholungen auf das Platzen der Spekulationsblase im Jahr 2000. Es bildeten sich Folgeblasen zunächst 2002 im Bondbereich, 2003 erneut bei den Aktien und schließlich im Immobiliensektor. Doch inzwischen fehlen die Instrumente zur Gegensteuerung, die vor drei, vier Jahren noch zur Verfügung standen. Wenn wir also eine Wachstumsabschwächung erleben – wie derzeit bereits in den USA –, dann sind diese Deflationsgefahren wieder brandaktuell. Europa hat hier die etwas besseren Karten. Das Wachstum ist zwar niedriger, aber stetiger. Außerdem wurde die Spekulationsblase hier mehr ausgelebt und abgebaut.

Smart Investor: Und wie steht es mit China und Asien als Wachstumsregion für die kommenden Jahre?
Zwermann: China ist in Bezug auf die Finanzinfrastruktur überhaupt nicht gut vorbereitet auf die Teilnahme am weltweiten Konzert. Es fängt damit an, daß es keine frei konvertierbare Währung gibt, was ein großes Manko darstellt. Und es existiert ebenfalls kein Bondmarkt, an dem man sich engagieren könnte. China kann ja nicht mal über Zinsen die Konjunktur steuern, hat also überhaupt keine Steuerungswerkzeuge zur Hand. Die Gefahren, daß die gesamte Wirtschaftsaktivität überschießt, sind sehr groß. Dann könnte alles sehr schnell in sich zusammenbrechen. Aufgrund der hohen Verflechtungen mit Japan und den anderen asiatischen Ländern wären hier große Probleme vorprogrammiert.

Smart Investor: Reden wir mal über die Staatsschulden. Meinen Sie, daß diese eines Tages in irgendeiner Form zurückgeführt werden könnten? Wenn ja, wie?
Zwermann: Wenn man nicht daran glaubt, muß man in der Konsequenz all sein Vermögen in Gold anlegen und in einem sicheren Schrank einbunkern. Natürlich sind diese Schuldenberge der Feuerball, auf dem wir zur Zeit sitzen. Die Menschen haben sich extremst an den Gedanken gewöhnt: „Es wird schon gutgehen." Wer so denkt, lebt sehr gefährlich. Ich gehe davon aus, daß es, sagen wir mal, in den nächsten zwei Jahren keinen wie auch immer gearteten Zusammenbruch geben wird. Aber es handelt sich um ein weltweites Problem, was es so gefährlich

macht. Wir werden nach den Wahlen in den USA sehen, ob der neue Präsident dieses Problem angehen wird.

Smart Investor: Welches sind aus Ihrer Sicht nun die Trends, mit denen sich Investoren in den nächsten Jahren befassen müssen?
Zwermann: Ich meine, daß man die Aktienmärkte in der mittelfristigen Zukunft billiger bekommen kann als heute. Der Abbau der Spekulationsblase ist noch nicht vollendet. Die Spitze der Unternehmensgewinne dürfte in diesem Jahr erreicht worden sein, danach ist das Rationalisierungspotential ausgeschöpft. Einen Arbeiter kann man nur einmal entlassen. Vor diesem Gesichtspunkt werden sich die Aktienmarktbewertungen bald verschlechtern. Geld dürfte wie 2002 vom Aktien- an den Bondmarkt fließen. Wenn man sieht, daß der Dollar in den letzten beiden Jahren ein Drittel abgewertet hat, das US-Handelsdefizit aber noch viel größer geworden ist, so muß klar sein, daß dem Dollar noch ganz andere Niederungen bevorstehen. Hier ist noch überhaupt nichts korrigiert. Als Investor müssen Sie den US-Markt einfach meiden.

Smart Investor: Bei einem Wirtschaftsforum zeigten sich Nobelpreisträger wie John Nash, Robert Merton, Reinhard Selten und Robert Mundell jüngst optimistisch bis sehr optimistisch für die mittelfristige Zukunft.
Zwermann: Vielleicht weil sie von ihren eigenen Einkommen ausgehen. Ich glaube, daß diese Nobelpreisträger oder auch Politiker und Zentralbankchefs zur Zeit versuchen, über eine Art Zweckoptimismus die Wirtschaftstätigkeit stark zu reden. Bis zu einem gewissen Grad ist das völlig in Ordnung. Wenn sich der amerikanische Konsument jedoch im Glauben an den Wahrheitsgehalt dieser Äußerungen bis über beide Ohren überdimensional verschuldet, werden die Folgen für eine Volkswirtschaft weit gravierender ausfallen. Auch hier sehe ich übrigens einen Unterschied zu Europa.

Smart Investor: Herr Zwermann, haben Sie herzlichen Dank für das sehr interessante Gespräch.

Interview: Falko Bozicevic

BUCHBESPRECHUNG

Weltsichten, Weitsichten – Ein Ausblick in die Zukunft der Weltwirtschaft

Die industrielle Revolution ist mittlerweile 250 Jahre alt und hat unverkennbare Abnutzungsspuren in der gesamten Welt hinterlassen: Wichtige Primärenergieträger gehen langsam, aber sicher ihrem Ende entgegen; das Weltklima hat sich verändert und führt in den kommenden Jahren zu einer Anhebung des Meeresspiegels; selbst in wirtschaftlich prosperierenden Phasen sinkt die Arbeitslosigkeit nicht mehr; die demokratischen Institutionen scheinen mehr und mehr gelähmt; und schließlich zieht das Gespenst der Deflation (bzw. wahlweise Inflation) seine Kreise. Die beiden Autoren, der Marktforscher und Finanzanalyst Klaus Singer sowie der Wirtschafts- und Finanzjournalist Robert Rethfeld*, verknüpfen die roten Fäden dieser und zahlreicher weiterer Einzelkomponenten zu einem logischen Ganzen: Wege in das 21. Jahrhundert.

Neben der Bestandsaufnahme steht die Frage, ob es in der Geschichte der Menschheit bereits ähnlich gelagerte Fälle gab, aus denen sich Rückschlüsse ziehen ließen, wohin sich die Welt in den nächsten 10, 20 oder 40 Jahren bewegen könnte. Wellen- und Zyklentheorien scheinen zu diesem Zweck hilfreich, und selbst wenn man nicht in allen Punkten übereinstimmen wird, lassen sich gewisse Präzedenzfälle nicht von der Hand weisen. So stellen die Autoren ihre Optionen für das 21. Jahrhundert vor. Und zwar jeder seine eigene, was einerseits die Meinungsvielfalt unterstreicht und andererseits hervorhebt, daß die Zukunft nun mal nicht in festgeschriebenen Bahnen verläuft, sondern sich in noch so viele Pfade verästeln kann. Da erscheint es nur folgerichtig, daß Singer und Rethfeld nicht krampfhaft den Versuch unternommen haben, zwei nicht-kongruente Meinungen zu einem dann inkonsistenten Endprodukt zu verschmelzen.

> *„Die Hoffnung auf die innovatorische Wende wird allerdings dadurch gedämpft, daß sich unsere Gesellschaft den „Luxus“ leistet, zu wenig Geld sinnvoll auszugeben, um eine solche zu befördern.“*
>
> *Klaus Singer*

Das Buch liest sich zügig und bleibt durchweg spannend. Die kaum zu leugnende Textlastigkeit hätte man durch ein paar zusätzliche Grafiken allerdings etwas abschwächen können. Einzelne, möglicherweise zu ausführlich gestaltete Kapitel oder Themen können Leser ohne Verlust des roten Fadens überspringen und denselben nach eigener Maßgabe an anderer Stelle wieder aufnehmen. Ob man mit der Wellen- und Zyklentheorie (Kondratieff, Nefiodov u.a.) sowie der Marxschen Sicht der Welt – deren streckenweises Zutreffen allerdings zur Kenntnis genommen werden sollte – nun seinen Frieden macht, bleibt dem Leser überlassen. Als besonders lobenswert ist die durchgehend klare und verständliche Ausdrucksweise hervorzuheben, die ohne die gefürchteten, aus der (Politik-)Wissenschaft bekannten Schachtelsätze und Gedankenverästelungen auskommt. Dies dürfte wohl vor allem auf die Erfahrung des Wirtschaftsjournalisten zurückgehen. Die gegen Ende des Buches fehlerhafte Fußnotennumerierung wird sicherlich in einer Folgeauflage behoben sein. Fazit: Ein Muß für jeden Leser, der genug vom Hörensagen hat und sich selbst sein eigenes Bild von der Zukunft machen möchte.

„Weltsichten, Weitsichten“
von Robert Rethfeld und Klaus Singer;
FinanzBuch Verlag 2004;
358 Seiten, 29,90 Euro

Falko Bozicevic

Zusammenfassungen und Rezensionen zahlreicher Bücher finden Sie unter www.getabstract.de. Die Rezension des obigen Buches wird in Kürze ebenfalls bei getabstract zur Verfügung stehen.

*) Robert Rethfeld trat bereits als Gastautor für Smart Investor mit folgenden Beiträgen in Erscheinung: Smart Investor 7/2004 „Die These Hyperinflation“ sowie Smart Investor 9/2004 „Die Anatomie der Spekulationsblase“.

Unternehmen von A–Z

Unternehmen	WKN	Seite
Arques	515 600	44
Bayer	575 200	24
BayWa	519 406	44
Coca-Cola	850 663	43
Deutsche EuroShop	748 020	46
E.ON	761 440	24
Hansabank	893 261	36
Highlight Communications	920 299	45
IWKA	620 440	40
JDS Uniphase	890 488	31
K+S	716 200	44
Masterflex	549 923	38
Merkur Bank	814 820	20
Newcrest Mining	873 365	44
Norilsk Nickel	676 683	44
P&I	691 340	22
R. Stahl	725 772	42
Sachsenmilch	715 260	22
Salzgitter	620 200	43
SAP	716 460	44
Shareholder Value Beteiligungs AG	605 996	19
Silver Standard	858 840	45
Tri Valley	911 919	45
Value Holdings	760 040	19
Varta	500 100	22
VEM Aktienbank	760 830	20

Vorschau

auf Smart Investor 11/2004

Amerika – quo vadis?
Die USA vor der Wahl – und was kommt danach?

US-Staatsverschuldung
Ein Blick in den Abgrund der US-Finanzen

Larry Williams
Interview mit der Trading-Legende

Auf Schnäppchenjagd
Über günstige Fonds und wie man sie günstig erwirbt

IMPRESSUM

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

2. Jahrgang 2004, Nr. 10 (Oktober)

Verlag:
*Smart Investor Media GmbH
Bahnhofstr. 26,
82515 Wolfratshausen,
Tel.: 08171-419650
Fax: 08171-419656,
eMail: info@smartinvestor.de
Internet: www.smartinvestor.de*

Redaktion:
*Ralf Flierl (Chefredakteur),
Falko Bozicevic (stellv.),
Dr. Martin Ahlers, Ralph Malisch*

Freie Mitarbeiter:
Magdalena Brud, Michael Otto Denzin, Adam Jakubowski, Tobias Karow, Andreas Olsen, Stefan Preuß, Dirk Schernikau, Holger Steffen, Kevin Sternkopf

Gast-Autoren:
Thomas Grüner, Eggert Kuls, Bernhard Schmidt, Manfred Schumacher, Dr. Stefan Weiser

Redaktionsanschrift:
*sh.Verlag, Fax: 08171-419641,
eMail:
redaktion@smartinvestor.de*

Bildredaktion:
*Tobias Karow,
Christine Weinschenk*

Titel:
*Illustration Schuppler
(schuppler@direkt.at)*

Gesamtgestaltung:
Christine Weinschenk

Anzeigen:
An den Verlag. Gültig ist die Preisliste Nr. 1 vom 1. April 2003

Anzeigenleitung:
*Karin Hofelich,
Tel.: 08171-419636,
Fax: 08171-419656*

**Erscheinungs-
termine 2004:**
20.12.03 (1/04), 31.1. (2/04), 21.2. (3/04), 20.3. (4/04), 24.4. (5/04), 29.5. (6/04), 26.6. (7/04), 31.7. (8/04), 28.8. (9/04), 25.9. (10/04), 30.10. (11/04), 27.11. (12/04), 18.12. (1/05)

Preise:
Einzelpreis 5,– Euro, Jahresabonnement: 48 Euro in Deutschland, 60 Euro im europäischen Ausland, 80 Euro im Rest der Welt (Zustellung im Ausland jeweils per Luftpost). Alle Preise incl. Versandkosten und 7 % MwSt.

Abonnementverwaltung:
*Smart Investor Media GmbH
Bahnhofstr. 26,
82515 Wolfratshausen,
Tel.: 08171-419650
Fax: 08171-419656
eMail: abo@smartinvestor.de*

Charts
Die Charts wurden erstellt mit Tai-Pan von Lenz + Partner AG sowie TradeSignal von www.tradesignal.com .

Druck:
Rieß-Druck- und Verlags-GmbH

Haftung und Hinweise:
Artikeln, Empfehlungen und Tabellen liegen Quellen zugrunde, welche die Redaktion für verläßlich hält. Eine Garantie für die Richtigkeit kann allerdings nicht übernommen werden. Bei unaufgefordert eingesandten Beiträgen behält sich die Redaktion Kürzungen oder Nichtabdruck vor.

Nachdruck:
© 2004 Smart Investor Media GmbH, Wolfratshausen. Alle Rechte, insbesondere das der Übersetzung in fremde Sprachen, vorbehalten. Ohne schriftliche Genehmigung der Smart Investor Media GmbH ist es nicht gestattet, diese Zeitschrift oder Teile daraus auf photomechanischem Wege (Photokopie, Mikrokopie) zu vervielfältigen. Unter dieses Verbot fallen auch die Aufnahme in elektronische Datenbanken, Internet und die Vervielfältigung auf CD-ROM.

*VKZ B 61978
ISSN 1612-5479*

ZITATE

Trends & Tendenzen

„Trends haben deshalb auch eine therapeutische, eine kalmierende Wirkung. Sie bündeln und organisieren die chaotische Wirklichkeit um uns herum. Sie bieten eine Struktur, einen Halt im unablässig auf uns einströmenden Meer der Meinungen."
*Matthias Horx, Trend- und Zukunftsforscher, *1955*

„Was gestern die Formel für den Erfolg war, wird morgen das Rezept für die Niederlage sein."
Arnold Glasow

„Wer mit dem Strom schwimmt, erreicht die Quelle nie."
*Peter Tille, dt. Schriftsteller, *1938*

„Man kann niemanden überholen, wenn man in seine Fußstapfen tritt."
Francois Truffaut, franz. Regisseur, 1932-1985

„The trend is your friend, but only until its end. "
Martin Pring, Buchautor, Chart- und Markttechniker

„Ein guter Einfall ist wie der Hahn am Morgen. Gleich krähen andere Hähne mit."
Karl Heinrich Waggerl, österr. Erzähler, 1897-1973

„Two is a couple, three is a trend."
Engl. Sprichwort

„Die utopischen Träume sind oft nur vorzeitige Wahrheiten."
Alphonse de Lamartine, franz. Lyriker, 1790-1869

„Früher hatten die Menschen Angst vor der Zukunft. Heute muß die Zukunft Angst vor den Menschen haben."
*Werner Mitsch, dt. Aphoristiker, *1936*

Einen Trend zu erkennen, ist zunächst mal keine Kunst. Doch was dann damit anfangen? Folgt man dem erkannten Trend blindlings, könnte man schon bald in einer Sackgasse enden. Denn was heute richtig und gut ist und einen Halt bieten mag, kann morgen bereits völlig falsch sein, wie schon Bonmot-Künstler Arnold Glasow wußte.

Mit dem Strom zu schwimmen, ist natürlich leichter, als gegen die Strömung zu rudern. Vielleicht kannte der deutsche Schriftsteller Peter Tille noch nicht die Begriffe „zyklisch" und „antizyklisch" oder gar „Mainstream", doch wären das genau die Worte, die man mit seinem Zitat assoziieren könnte. In dieselbe Bresche schlägt auch der französische Regisseur Francois Truffaut. Solange man nur jemandem folgt, kann man nicht schneller oder weiser sein als derselbige. Das gilt im Börsenmetier allemal: Vertrauen oder gar blindes Vertrauen auf das, was die Masse macht, war noch nie eine gute Idee.

Und da wären wir dann beim Zitat von Chart- und Markttechniker Martin Pring. Ein Trend ist vielleicht eine feine Sache – aber irgendwann kommt er an sein Ende, und dann gilt es, sich von der einmal eingenommenen Meinung zu trennen. Gerade das fällt vielen Börsianern unheimlich schwer. Wer in den Nachwehen des Internet-, Biotechnologie- oder IT-Booms nicht rasch und nachhaltig seine Auffassung zu ändern bereit (oder in der Lage) war, weiß, wovon die Rede ist.

Was dieser Tage vielleicht noch als Utopie oder Spinnerei abgetan wird, könnte in Wahrheit eine große Vision sein. So hat auch Smart Investor in der Titelstory „Die Trends dieses Jahrzehnts" offen gelassen, was nach einem möglichen Systemzusammenbruch passieren könnte. Eine andere Staats-, Wirtschafts- oder Gesellschaftsform vielleicht? Dies liegt so weit im Dunkeln, daß jedwedes Spekulieren erlaubt ist. Und die daraus gewonnenen Schlüsse kann man weder kopfnickend bejahen noch widerlegen.

Falko Bozicevic