

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger



Commitment of Traders

Den Insidern über die Schulter geschaut

EMERGING MARKETS:
Osteuropa auf
der Überholspur

VERANSTALTUNGSBERICHTE:
„Rohstoff & Asien-Konferenz“,
„Zertifikate-Award“ und „IFTA“

INTERVIEWS MIT:
Bill Bonner, Marc Faber
und Stefan Böttcher

EDITORIAL

Erfrischende Vielfalt

Wer würde das nicht gern, dem „smarten Money auf der Spur“ sein oder „Insidern über die Schultern schauen“? Doch genau das ist möglich. Um so unverständlicher scheint es, daß Otto Normalanleger von dieser Möglichkeit keinen Gebrauch macht. Sicherlich würde dann die erschreckende Statistik der Performance-Erfolge (siehe Titelseite ab S. 12) etwas glimpflicher für den Kleinanleger ausfallen. Das beste nämlich: Die Commitment of Traders-Daten sind kostenlos und öffentlich. Wer diese aufschlußreiche Informationsquelle links liegen läßt, ist quasi selbst schuld. Aufgrund der hohen Aussagekraft der Daten und der damit verbundenen Relevanz für Finanzmarkttransaktionen wird Smart Investor in Folge dieses Grundlagenartikels eine regelmäßige Rubrik zu diesem Thema starten. Nur wenige Trader bzw. Investoren – inklusive z.B. Trading-Legende Larry Williams – treffen ihre Entscheidungen auf Basis von CoT-Daten. Wie gesagt: völlig unverständlich eigentlich. Smart Investor möchte diese Chance nutzen und damit eine echte Trendsetter-Funktion einnehmen.

Eine weitere Rubrik wird aus unserem Einführungsbeitrag zu Emerging Markets erwachsen. In diesem Heft geht es zunächst um die aufstrebenden Märkte in Osteuropa, in unregelmäßigem Abstand dann um China, Indien, die südostasiatischen Insel- und Stadtstaaten, Lateinamerika und Afrika, wobei die Reihenfolge auf Basis aktueller Einschätzungen erfolgt. Nicht nur in Bezug auf den Umfang der Coverage dürfte Smart Investor drauf und dran sein, auch hier Maßstäbe zu setzen. Vor allem der praktische Wert für einen Anleger soll dabei keineswegs zu kurz kommen. So wird der Emerging Markets-Beitrag dieser Ausgabe eingerahmt durch ein Interview mit Stefan Böttcher, Fondsmanager des Magna Eastern European Fund, sowie einer Aufstellung probater Hebel- und Anlageprodukte bzw. Optionsscheine in der Rubrik „Derivate“ zum Thema Osteuropa. Ein tschechisches Unternehmen, das wir in der Rubrik „Emerging Markets-Aktie“ analysieren, wiederum schließt das Gesamtthema „Osteuropa“ ab – in der Tat also so etwas wie eine zweite Titelseite in dieser Ausgabe.

Wo smartes Geld derzeit nicht hinfließt, und darauf hatten wir sicherlich oft genug hingewiesen,



Falko Bozicevic,
stellvert. Chefredakteur

sind die USA. Eine Untersuchung unter Fondsmanagern erbrachte, daß die meisten ihre Engagements dort auf ein Mindestmaß zurückgefahren haben. Sei es nun aufgrund des politischen Rechtsrucks, möglicher Währungsverluste oder auch der weiterhin bestehenden Überbewertungen bei Aktien: Die USA als Anlageregion haben ihre besten Zeiten schon gesehen. Mehr und mehr Teile der weltweit vagabundierenden Gelder fließen heute in andere Regionen und andere Asset-Klassen als – wie früher – stets in den Dollar, US-Bonds oder High-Tech-Aktien. Und das ist sie doch, die Einsicht, daß heutzutage eben auch Alternativen existieren: Bleiben Sie also dem „Smart Money“ auf der Spur.

Viel Spaß & Erkenntnisgewinn beim Lesen,

Falko Bozicevic

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 Anlagensumme 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 Mindestanlagensumme
- 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 0 89 - 79 08 63-50
E-Mail info@mic-online.de
Internet www.mic-online.de





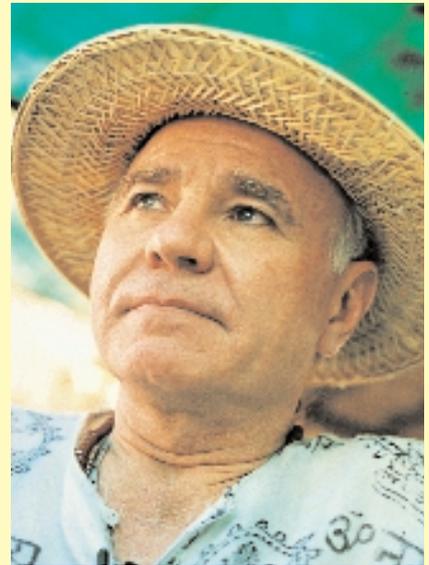
Titelstory: CoT – Den Insidern über die Schulter geschaut

In welche Richtung sich Märkte entwickeln, ist nur schwer einzuschätzen. Tatsächlich? Vielleicht hilft es, wenn man den Insidern über die Schultern schaut, um in Erfahrung zu bringen, wo das „Smart Money“ denn investiert ist – in unserer großen Titelstory auf den Seiten 12 bis 19.



Osteuropas Emerging Markets auf der Überholspur

Emerging Markets locken mit hohen Renditen, sorgen hin und wieder aber für haarsträubende Enttäuschungen. Wo sich heutzutage interessante Anlagechancen bieten, untersucht Smart Investor in einer neuen Serie. In dieser Ausgabe im Schwerpunkt: Osteuropa. Auf den Seiten 6 bis 8 sowie 22.



Interview mit Investmentexperte und Buchautor Marc Faber

Smart Investor sprach mit Bestseller-Autor Marc Faber („Zukunftsmarkt Asien“), der seit über 30 Jahren in Hongkong und Thailand lebt, über seine bevorzugten Anlageregionen, Rohstoffe & Öl, China sowie Gefahren für die Weltwirtschaft – all dies im aufschlußreichen Interview auf Seite 10.

Märkte

- 6** Aufstrebende Märkte auf der Überholspur – Osteuropa im Focus
- 9** Impressionen von der Asien & Rohstoff-Konferenz in München
- 10** „Deflation kann über Währungsabwertungen stattfinden“; Smart Investor im Gespräch mit dem Anlageexperten Marc Faber
- 11** „Es gibt nicht wirklich viel, das man als Investor tun könnte“; Smart Investor im Gespräch mit Finanzberater Bill Bonner

Hintergrund

- 12** **Titelstory:** Den Insidern über die Schulter geschaut – Ermittlung und Interpretation der CoT-Daten
- 15** **Titelstory:** „Eine Gegenposition zu den Commercials beziehe ich nur ungern“; Smart Investor im Gespräch mit Trading-Legende Larry Williams
- 20** „... Siehste, das bin ich mit dem Acampora“; Eindrücke vom Weltkongreß der Technischen Analysten in Madrid

- 21** **Nachhaltiges Investieren:** „Die Lebenswelten fallen auseinander“; Smart Investor im Gespräch mit Strategieberater Dr. Friedrich Glauner
- 22** **Derivate:** Go East! – Reichhaltige Produktpalette auf osteuropäische Basiswerte
- 23** **Derivate:** Der ZertifikateAward 2004
- 24** **Prinzipien des Marktes:** Die Jahresendrally im Dax

Research

- 26** **Das große Bild:** Gespaltenes Sentiment
- 28** **Relative Stärke:** Aktien-Rally nach Bush-Sieg
- 29** **Sentimenttechnik:** Titelbilder und Schlagzeilen: Optimismus allerorten
- 30** **Aktie im Blickpunkt:** Technotrans AG – Gestärkt aus der Krise
- 32** **Externe Analyse:** Level 3 Communications – Die Zukunft der Glasfasernetzwerke
- 34** **Buy & Good Bye:** TAG Tegernsee und Schöllner Bleckmann

- 35** **Emerging Markets-Aktie:** Ceske Energeticke Zavody (Tschechien)
- 36** **Musterdepot:** Etwas mehr Vorsicht walten lassen
- 38** **Turnaround:** Heidelberger Druckmaschinen AG
- 39** **MoneyTalk:** Ralf Klenk, Vorstandsvorsitzender des IT-Systemhauses Bechtle

Potpourri

- 40** **Interview mit einem Investor:** „Die Yukos-Krise trägt irrationale Züge“; Interview mit Fondsmanager Stefan Böttcher
- 42** **Kolumne:** „Hoher Ölpreis nagt an Goldreserven“ von Prof. Thomas Utter
- 43** **Buchbesprechung:** „Tage der Abrechnung“ von Bill Bonner und Addison Wiggin
- 44** **Leserbriefe:** Fonds, Musterdepot, Crashgefahren
- 46** **Zitate:** Dem smarten Geld auf der Spur

- 45** **Unternehmensindex**
Vorschau *Smart Investor* 01/2005
Impressum

Aufstrebende Märkte auf der Überholspur

Osteuropas Emerging Markets im Focus

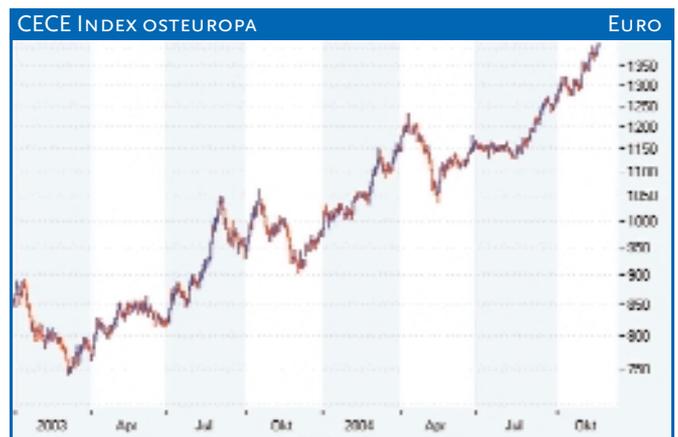
Emerging Markets sind aufstrebende Märkte. Sie fesseln Investoren immer wieder mit atemberaubenden Renditemöglichkeiten, aber auch haarsträubenden Enttäuschungen. Smart Investor startet hiermit eine mehrteilige Serie über die Hintergründe und die Anlagechancen innerhalb dieses wahrscheinlichen Gezeitenwechsels. Im Rahmen dieses Einführungsartikels wollen wir zunächst eine grundsätzliche Definition eines Emerging Markets vornehmen. Anschließend wird konkret Osteuropa als erste Region im Rahmen unserer Emerging Market-Reihe analysiert. Wir geben dem Anleger zudem einen Überblick über sinnvolle Handlungsalternativen im Bereich Fonds und Zertifikate mit in die Hand.

Definition

Zunächst erscheint es ratsam, sich einem Emerging Market definitorisch zu nähern. Ein aufstrebender Wirtschaftsraum ist gekennzeichnet von hohen Wachstumsraten der Volkswirtschaft, meist günstigen Bewertungen der Aktienmärkte und oftmals hohen Abhängigkeiten vom Export. Daneben existieren aber immer auch Risiken, wie etwa starke Schwankungen der Heimatwährungen, politisch wenig gefestigte Systeme und soziale Ungleichgewichte. Insgesamt ist die Krisengefahr also grundsätzlich höher, da die Schwelle zum Abkippen eines erreichten Status Quo niedriger ist als in entwickelten Industriestaaten. Über dieser Bestandsmatrix eines aufstrebenden Marktes schwebt in vielen Fällen noch die Schuldenproblematik, die zu Staatsbankrotten wie in Argentinien oder aber Rußland führen kann. Nur zur Erinnerung: Rußland war im Jahr 1998 praktisch zahlungsunfähig, profitiert aber inzwischen so stark von steigenden Notierungen der Rohstoffe, daß das Land inzwischen mit dem Pariser Club über eine vorzeitige Schuldentilgung verhandeln kann. Das Pendel zwischen Stabilität und Instabilität eines Systems kann in einem Emerging Market folglich schnell umschlagen und hängt sehr stark von der wirtschaftli-



Börse Budapest



chen Prosperität ab. In den letzten Jahren ist aber in den Schwellenmärkten insgesamt der Trend zu erkennen, sich wirtschaftlich den industrialisierten Staaten zu nähern und perspektivisch gleichberechtigt, nicht aber fremdbestimmt, Teil des weltweiten Wirtschaftsgeflechts zu werden.

Osteuropa als entwickelter Emerging Market

Mit Osteuropa nähern wir uns im ersten Teil unserer Emerging Markets-Reihe sicherlich derjenigen Region, die im Vergleich zu Lateinamerika, Asien oder Afrika zu den am weitesten fortgeschrittenen gehört. Dies vor allem auch deshalb, weil der politische Wille zur Integration in die EU sämtliche einzelstaatlichen Ressentiments überlagerte – und zwar von Beginn des Konvergenzprozesses an. Ein Blick zurück zeigt, wie rasch der Prozeß der politischen, wirtschaftlichen und sozialen Angleichung begonnen und vor allem vorangetrieben wurde. Die nach dem Zusammenbruch des Ostblocks unvermeidliche Transformationsrezession war der Ausgangspunkt für die Etablierung marktwirtschaftlicher und demokratischer Strukturen. Diese Perspektive der EU-Osterweiterung verlieh diesem Prozeß, der bis heute läuft und noch nicht abgeschlossen ist, seine eigene Dynamik. Osteuropa entwickelte sich fortan zu einer Art Musterregion, die sowohl spekulatives, aber auch investives Kapital anlockte. Diese Direktinvestitionen wiederum sind hauptverantwortlich für die Steigerung der Qualität von Produktion und Dienstleistungen, weshalb klar wird, warum viele Länder in Südamerika oder auch Asien wirtschaftlich nicht an ihr eigentliches Potential heranreichen. Viele Unternehmen investierten vor allem deshalb in Osteuropa, weil sie politische Stabilität, wachsende Kaufkraft und internes Marktwachstum vorfanden. Hinzu

kommt ein wesentlicher, für Investoren unschätzbarer Faktor: Auch wenn es immer wieder in einzelnen Ländern kriselte, sprang der Funke nicht auf die Nachbarländer über. Hieraus leitet sich ein Paradigmenwechsel für die meisten osteuropäischen Länder ab, der ihre Attraktivität zusätzlich steigerte. Für Asien oder Südamerika lässt sich diese Aussage noch nicht mit absoluter Sicherheit treffen, obwohl sich auch hier erste Tendenzen in diese Richtung abzeichnen.

Reformtempo lässt nach – leider

Es gibt zahlreiche Argumente, die auch in Osteuropa zur Vorsicht mahnen. Hier müssen aber die einzelnen Staaten betrachtet werden, um die Vielfalt an Problemen darzustellen. Ungarn zum Beispiel hatte sicherlich die geringsten Schwierigkeiten damit, den für den EU-Beitritt notwendigen gemeinsamen Besitzstand der EU, den *aquis communautaire*, zu übernehmen. Dennoch plagt das Land – vor allem hinsichtlich der Euroeinführung – das Hemmnis eines Haushaltsdefizits von 6 % (bezogen auf das BIP) und einer Inflationsrate von etwa 5 %. Hinzu kommen die weithin sichtbare geringe Mobilität der Arbeitnehmer und eine stark schwankende Währung. Hierdurch ist es der Notenbank nur schwer möglich, den Leitzins zu senken und so parallel das langfristige Zinsniveau von aktuell 8 % auf den EU-Schnitt herunterzuschleusen. Die Rating-Agentur Standard & Poor's warnte zuletzt nicht umsonst vor einer Abwärtskorrektur der Bonität des Landes, was vor dem Hintergrund der Aufwärtsrevisionen bei den osteuropäischen Partnerstaaten ein katastrophales Signal wäre.

ABB. 1: AUFWÄRTSKORREKTUREN DER BONITÄTEN IM JAHR 2004

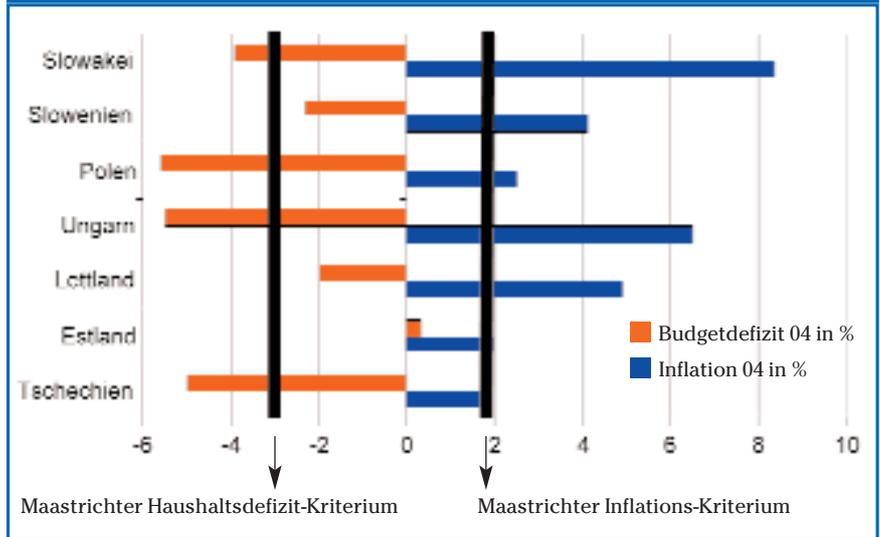
STAAT	BISHER	NEU
BULGARIEN	BB+	BBB-
KASACHSTAN	BB+	BBB-
LETTLAND	BBB+	A-
LITAUEN	BBB+	A-
RUMÄNIEN	BB	BB+
RUSSLAND	BB	BB+
SLOWAKEI	BBB	BBB+
SLOWENIEN	A+	AA-

Quelle: Standard & Poor's

Schieflagen auch im Ostseeraum

Anders gelagert sind die Schieflagen in Polen, denn hier drücken vor allem die rasant auf inzwischen schon über 47 % des BIP gestiegene Staatsverschuldung und die hohe Arbeitslosigkeit von fast 19 % auf die Reformagenda. Hinzu kommt ein uns Deutschen bekanntes Problem: Die Sozialleistungssysteme sind noch nicht vollends auf die demographischen Herausforderungen in Form von Alterung und Schrumpfung der Bevölkerung vorbereitet und machen so einen kostenintensiven Nachbesserungsbedarf wahrscheinlich. Für Estland wiederum schlagen die Auguren Alarm angesichts des ausufernden Leistungsbilanzdefizits von knapp 13 % (bezogen auf BIP) und

ABB. 2: TEILWEISE ENORME ABWEICHUNG VON DEN KONVERGENZKRITERIEN



Quelle: EZB, Eurostat und EU-Kommission

dem nach wie vor nicht funktionierenden Arbeitsmarkt. Dieser lässt Lohnsteigerungen zu, die über den Wachstumsraten der Arbeitsproduktivität liegen, was langfristig die Wettbewerbsfähigkeit des Landes gefährdet. Insgesamt stellt die Aufgabenvielfalt, welche durch den EU-Beitritt noch zugenommen hat, die osteuropäischen Länder vielfach vor immense fiskalpolitische Probleme. Hinzu kommt oftmals ein noch nicht ausreichender institutioneller Unterbau.

Anleger zieht es gen Osten

Trotz der von Land zu Land unterschiedlichen Problemlagen hat sich in den letzten Jahren ein wahrer Boom an den osteuropäischen Börsen entwickelt. Gespeist von der EU-Erweiterungsperspektive, den günstigen Bewertungen und partiell sehr guten Wirtschaftsdaten, starteten die Märkte in Budapest, Warschau oder auch Tallinn ein wahres Kursfeuerwerk. Allein in den letzten 12 Monaten legte etwa der ungarische Leitindex BUX um über 50 % und der polnische WIG 20 um über 30 % zu. Mit dem EU-Beitritt von 10 Staaten am 1. Mai dieses Jahres wurde eine wesentliche Etappe auf dem Weg zu nachhaltiger Konvergenz bewältigt – die Herkulesaufgabe der Euro-Einführung steht allerdings noch bevor. Wahrscheinlich ist es genau dieses Argument, welches die Ost-Börsen immer wieder derartig antreibt: Die Einführung der Gemeinschaftswährung verlangt die nochmalige Forcierung der Reformbemühungen. Zudem stehen mit Rumänien und Bulgarien bereits zwei neue potente Kontrahenten vor der Tür, die im Werben um Investorengelder sicherlich zumindest nicht schlechtere Karten als die anderen osteuropäischen Staaten vorweisen.

Ostbörsen unter Feuer

Neben dieser durch die EU extern erzeugten Konvergenzphantasie sind es aber auch interne Faktoren, die den osteuropäischen Börsen Schubkraft verleihen. So tragen vor allem die zahlreichen Neuemissionen dazu bei, die ohnehin schon vorhandene Attraktivität der Börsenplätze noch weiter zu steigern. Allein in Warschau wurden in diesem Jahr bereits 20 Unternehmen an den Markt gebracht, wobei hier die breite Bran-

chenstreuung positiv ins Auge fällt. Die 1,6 Mrd. Euro schwere Emission der PKO Bank zeigte zuletzt, wie rege das Interesse an der größten osteuropäischen Bank auch im Ausland gewesen ist. Durch eine so vehement angeschobene Privatisierung des polnischen Staates wird die stetig, unter anderem auch durch die Pensionsfonds steigende Nachfrage am Aktienmarkt mehr und mehr befriedigt. In Tschechien wiederum wird über den Verkauf weiterer Anteile des Kraftwerkbetreibers CEZ (siehe auch Seite 35) und des Telekommunikationskonzerns Cesky Telecom spekuliert. Gerade für ausländische Investoren haben diese Schritte einen liquiditätssteigernden Charakter, der es ihnen erlaubt, Titel osteuropäischer Konzerne vermehrt in die Portfolios aufzunehmen. Der daraus resultierende Kreislauf dürfte sich demnach, gerade wenn man die Emissionsfreude der anderen osteuropäischen Staaten beobachtet, zwar in einem fortgeschrittenen, aber noch nicht gesättigten Stadium befinden.

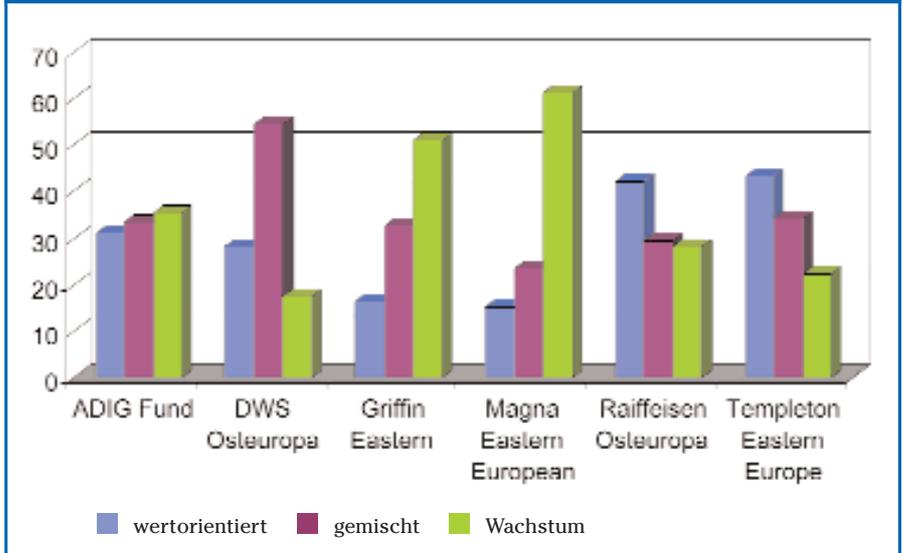
Osteuropa ist nicht gleich Osteuropa

Bei Investmentfonds, die sich schwerpunktmäßig auf Emerging Markets, in diesem Fall auf Osteuropa, konzentrieren, sollte der Anleger im Vorhinein seine persönlichen Anlagepräferenzen genauestens prüfen. In diesem Zusammenhang muß sich der Anleger mit dem Investmentstil des Fonds (Growth oder Value, Abb. 2) und der Struktur des Portfolios (große, mittlere, kleine Werte) identifizieren können. Steht die Wertentwicklung noch eng im Zusammenhang mit einem Fondmanager, der diese Strategie konsistent umsetzt, dann bekommt der Investor ein komplexes Bild des bevorzugten Fonds. Gerade in Märkten wie Osteuropa hängt der Anlageerfolg in viel höherem Maße als in den etablierten Märkten von der Leistung des Managers ab – vor allem von dessen Analysefähigkeit und Entscheidungskraft. Meist unterhalten sie ein dichtes Netz an Kontakten in der Region, um sich ein fundamental gesichertes Bild der Anlagemärkte zu verschaffen. Die hier herausgestellten Fonds zeichnen sich durch eine überdurchschnittliche relative Performance aus.

Rußland oftmals der Kurstreiber

Für einen Osteuropa-Investor ist der Rußlandanteil von hervorgehobener Bedeutung. Bei einzelnen Fonds hatte dieser teilweise bei knapp 60 % gelegen. Hier wird ganz bewußt das Länderrisiko eingegangen, getreu dem Motto „So schlägt man

ABB. 3: PORTFOLIOVERTEILUNG IN % NACH INVESTMENTANSATZ



den Index immer“. Deshalb steht und fällt die Performance oftmals mit der Moskauer Börse, die ihren fast schon explosiven Himmelssturm mit Zugewinnen von rund 15 % in den letzten 12 Monaten aber schon merklich abgebremst hat. Im Zuge der Yukos-Krise, die sich mittlerweile zu einer Kraftprobe des Putin-Staates mit der Privatwirtschaft entwickelt hat, war deshalb ein differenzierteres Vorgehen der Fondsmanager zu beobachten: Einige Fonds kauften zu, andere reduzierten ihr Rußland-Engagement. Die so umgeleiteten Gelder bilden vielleicht einen Erklärungsansatz für die seit dem Spätsommer laufenden Haussen in Budapest oder Warschau. Daneben unterscheiden sich die Strategien auch nach Masse der Titel. Einige Fondsmanager wie Stefan Böttcher (sh. Interview mit einem Investor auf Seite 40) setzen ein Portfolio aus 20 bis 25 Titeln zusammen. Andere wiederum streuen mit weit über 50 Positionen wesentlich breiter, dafür sind diese Portfolios weniger anfällig für Einzelrisiken. Die sechs von uns ausgewählten Fonds zeichneten sich in den letzten Jahren durch herausragende Anlageergebnisse und exzellente Expertisen für den osteuropäischen Aktienmarkt aus.

Fazit

Osteuropa ist sicherlich eine Oase für gut informierte und performanceorientierte Anleger. Allerdings dürfen länderspezifische Risiken wie etwa in Rußland oder aber fiskalpolitische Risiken wie in Ungarn nicht außer acht gelassen werden. Immerhin handelt es sich dort um noch junge Demokratien, deren Anfälligkeit für interne Schocks noch nicht zur Gänze getestet wurde. Wer dies beachtet und osteuropäische Engagements in einem vernünftigen Maß beimischt, der wird sicher einen guten Teil der erwirtschaftbaren Überrenditen für sich verbuchen können. Hierbei kann es von Vorteil sein, sich nicht nur auf sein eigenes Gespür zu verlassen. Des weiteren verweisen wir auf einen interessanten Produktmix an Derivaten, die wir auf Seite 22 überblickartig besprechen.

Tobias Karow

AUSGEWÄHLTE FONDS	WKN	MANAGER	PERF. 1 JAHR	PERF. 3 JAHRE
ADIG FUND EUROPE EM	933 618	ELENA SHAFTAN	46,5 %	104,9 %
DWS OSTEUROPA	974 527	DWS TEAM	41,6 %	90,4 %
GRIFFIN EASTERN ERUOPE FUND	988 954	JÜRGEN KIRSCH	47,2 %	137,2 %
MAGNA EASTERN EUROPE FUND	120 062	STEFAN BÖTTCHER	41,6 %	130,6 %
RAIFFEISEN OSTEUROPA	926 160	ANGELIKA MILLERNDORFER	36,5 %	113,8 %
TEMPLETON EASTERN EUROPE	987 144	MARK MOBIUS	39,5 %	95,9 %

Quelle: Morningstar Fonds-Quickrank

China verändert die Welt

Impressionen von der Asien & Rohstoff-Konferenz am 22. November 2004 in München

Parallel zum CSU-Parteitag in München fand im schönen Ambiente des Hilton Hotels am Englischen Garten ein mit hochkarätigen Referenten besetztes Seminar zum Thema Asien und Rohstoffe statt. Moderiert wurde die Veranstaltung von Ralf Flierl, Chefredakteur des Smart Investor.

Gigantisches China

Erster Redner war der erst kürzlich von einer dreiwöchigen China-Reise zurückgekehrte Klaus Martini. Der Leiter des Privatkundengeschäfts der Deutschen Bank stimmte, noch spürbar beeindruckt von den Erlebnissen seines Urlaubs, die rund 120 Teilnehmer mit einem Reisebericht der besonderen Art auf das Thema China ein. „Das Land verstehen und richtig einschätzen“ war das Anliegen Martinis, der gleichzeitig für Verständnis und Akzeptanz der einerseits dirigistischen, aber auch sehr pragmatisch handelnden Regierung im Reich der Mitte warb. Im Gegensatz zum Deutschen Sozialneid begrüßte er Deng Xiaopings Leitsatz aus dem Jahr 1978: „Reich sein ist gut.“ Martini war sichtlich angetan von Disziplin und Arbeitseifer sowie den Anstrengungen der Chinesen in Bildung und Technik. Besorgt zeigte er sich über die hohe Luftverschmutzung, schlechte Wasserqualität und fehlende landwirtschaftliche Nutzflächen des Landes.

Vorteil Schwellenländer

Es folgte Dr. Stephan Kunze, Leiter Strukturierte Aktienprodukte bei ABN Amro, mit einem ebenso interessanten wie auch ernüchternden Vortrag über den Zusammenhang zwischen Demographie, Wirtschaftswachstum und Kapitalmärkten. Er verwies auf die voraussichtlich schrumpfende Bevölkerung ab 2015 in Europa und Japan und den damit verbundenen Problemen in Haushalt und Wirtschaft. Größere wirtschaftliche Dynamik erwartet Dr. Kunze aufgrund der jungen Bevölkerung in Lateinamerika, Indien und dem arabischen Raum.

Warnung für den US-Dollar

Nach der genüsslichen Mittagspause war der in Paris lebende US-amerikanische Autor des Bestsellers „Tage der Abrechnung“, William Bonner, an der Reihe. Er monierte die im historischen Kontext betrachteten und auf Dauer untragbaren wirtschaftlichen und finanzpolitischen Zustände seines Geburtslandes.

Barrel Rohöl gegenüber Faß Bier günstig

Im Anschluß daran betrat Dr. Marc Faber die Bühne. Mit seiner typischen lockeren und positiven, mitunter vielleicht sogar etwas magischen und hellseherischen Art, wagte er einen Ausblick in die nähere und weitere Zukunft insbesondere Chinas und der USA. Der aus Hongkong agierende Marc Faber wäre je-



doch nicht er selbst oder „Dr. Doom“, wenn er nicht seinen augenblicklichen Gefallen am US-Dollar (möglicher Short Squeeze) kundgetan und vor zukünftigen kriegerischen Auseinandersetzungen („Das muß nicht unbedingt ein Weltkrieg sein.“) um Rohstoffe gewarnt hätte. Zudem erwartet Faber in den nächsten 5 bis 10 Jahren weltweit eine deutlich höhere Gewichtung asiatischer Aktien zu Ungunsten von US-Titeln. Auf letztere sieht er die Probleme Lateinamerikas der 80er Jahre zukommen.

„So schwierig wie nie“

Aus der praktischen Sicht eines Fondsmanagers beendete Dr. Jens Ehrhardt das Seminar. Ruhig und gelassen, aber auch sehr besorgt und nachdenklich über die extreme und historisch beispiellose Stimulierung der Märkte durch Alan Greenspan fand der Vermögensverwalter aus München dennoch zuversichtliche Worte für Mid Caps mit hoher Dividendenrendite und geringer Verschuldung aus Hongkong. Außerdem ist er sehr positiv für Gold gestimmt.

Fazit

Wie Ralf Flierl bereits in seiner kurzen Einführungsrede darstellte, wurden die Aussichten für Asien und Rohstoffe von allen Beteiligten als durchaus positiv dargestellt. Sorgen bereitet dagegen das hohe Maß der Verschuldung in den USA sowie die weitere Finanzierung ihrer Defizite durch Japan und China. Als beunruhigend wird aber auch die amerikanische Militärdominanz im Hinblick auf die Sicherstellung des zukünftigen Rohstoffbedarfs der asiatischen Länder eingeschätzt. Anleger asiatischer Aktien sollten daher auch immer gleichzeitig ein Auge auf die Entwicklung jenseits des Pazifiks werfen. Alle Besucher des Seminars erhielten durch die fünf herausragenden Referenten wichtige Informationen, die einen Blick in die Zukunft ermöglichen. Besonders für Deutschland stimmt dieser jedoch sehr nachdenklich – bedauerlicherweise war Edmund Stoiber etc. nicht anwesend.

Claus Brockmann

„Deflation kann über Währungsabwertungen stattfinden“

*Smart Investor sprach mit Marc Faber, Bestseller-Autor von „Zukunftsmarkt Asien“, über Asien & China, Rohstoffe und Gefahren für die Weltwirtschaft **

Smart Investor: Ende 2003 schrieben Sie, daß es kaum noch billige Anlagen gäbe. Nun sind in 2004 nur wenige Assets billiger geworden, viele eher etwas teurer. Gibt es jetzt noch billige Anlagen?

Faber: Es gibt relative Unterbewertungen bei Edelmetallen und in Asien. Die Zinsen sind so tief, man könnte sie kaufen, indem man z.B. Obligationen à la Baisse verkauft. Allerdings ist das Shorten für viele Leute nicht so ganz einfach.

Smart Investor: Gold und Silber empfahlen Sie damals auch. Gilt dies nach dem Boom immer noch?

Faber: Ich würde nicht sagen, daß bereits ein Boom bei Edelmetallen besteht. Gold und Silber sind eigentlich nur im Zusammenhang mit dem schwachen Dollar gestiegen, aber ausgedrückt in Euro ist der Goldpreis seit 2002 gar nicht mal höher. Ich bleibe langfristig optimistisch für die Edelmetalle.

Smart Investor: Sie halten Deflation eher in Form von Währungsabwertungen für wahrscheinlicher als durch zurückgehende inländische Preise?

Faber: Mit den Zentralbanken, die wir haben, ist es fraglich, ob wir eine echte Deflation bekommen könnten. Aber Deflation kann anders stattfinden. Für einen Europäer, der Euro hat, hat Amerika bereits eine gewisse Deflation erfahren, denn Sie können heute nach Amerika fahren und viele Vermögenswerte billiger kaufen als vor einem oder zwei Jahren.

Smart Investor: Sie behaupten, daß die Welt einen Ölpreis von 16 US-\$ nicht wieder sehen wird. Für wie wahrscheinlich halten Sie überhaupt einen starken Rückgang?

Faber: Niemand weiß ganz genau, wie viele spekulative Positionen im Markt vorhanden sind. Sollte es zu einer vollständigen Liquidation dieser Positionen kommen, dann könnte der Preis schon noch mal unter 30 US-\$ fallen. Aber ich würde dies nicht annehmen. Ich bin mir auch nicht sicher, ob wir die 35 US-\$ noch einmal sehen werden. Unabhängig davon weise ich darauf hin, daß die langfristigen Aussichten für den Ölpreis selbst dann positiv bleiben. Wie stark er in der Zwischenzeit schwanken wird, weiß niemand.

Smart Investor: In entwickelten asiatischen Ländern hat es ab einem gewissen Zeitpunkt eine dramatische Beschleunigung des Pro-Kopf-Öl-Verbrauchs gegeben. In Japan stieg zwischen 1960 und 1970 der jährliche Ölkonsum von 3 auf 18 Barrel, in Südkorea von etwa 4 auf 17 Barrel zwischen 1988 und 1997. Chinas Wert liegt erst bei 1,7 Barrel. Was steht uns hier bevor?

Faber: Ich erwarte nicht, daß der chinesische Pro-Kopf-Kon-

sum 17 Barrel erreichen wird. Aber es ist möglich, daß er auf das Niveau von Mexiko, 7 Barrel, steigt. Bereits dann würde China etwa 30 % der Weltproduktion aufnehmen. Meine Annahme bleibt, daß sich die gesamte asiatische Nachfrage über die nächsten zehn Jahre von 20 auf 40 Mio. Barrel pro Tag verdoppeln wird. Bei einer Weltproduktion von 80 Mio. Barrel wird dies die Preise nachhaltig in die Höhe treiben.

Smart Investor: Einige Investoren erwarten, daß sich China bis zu den olympischen Spielen 2008 und der Weltausstellung 2010 weiter sehr positiv entwickeln wird. Sie gelten als weniger optimistisch: warum?

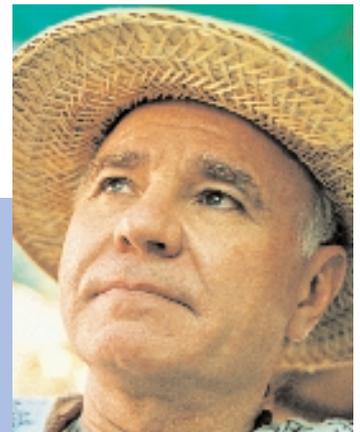
Faber: Die Kapitalinvestitionen dürften schon früher zurückgehen. Bereits heute bestehen große Überkapazitäten in China. Ich erwarte, daß das chinesische Wirtschaftswachstum bereits Ende 2005 eine wesentliche Verlangsamung erfahren wird.

Smart Investor: Und wie groß sehen Sie die Gefahr einer Rezession in Amerika in 2005?

Faber: Eine Rezession ist durchaus möglich. Ich rechne bestenfalls mit einer sehr flauen Zunahme der Verbraucherausgaben im nächsten Jahr.

Smart Investor: Vielen Dank für das Gespräch.

Interview: Daniel Haase



Der gebürtige Schweizer **Marc Faber** wohnt seit 1973 in Hongkong und Thailand. Er studierte an der Universität Zürich und erlangte schon im Alter von 24 Jahren den Dokortitel in Wirtschaftswissenschaften. Der Autor, Fondsmanager und Herausgeber des monatlich erscheinenden „Gloom, Boom & Doom Report“ (www.gloomboomdoom.com) schreibt regelmäßig Beiträge für die weltweit wichtigsten Finanzpublikationen und hält Vorträge an führenden Universitäten.

*) Das Interview fand am Rande der „Rohstoff & Asien-Konferenz“ in München statt, auf der Marc Faber einer der Referenten war.

„Es gibt nicht wirklich viel, das man als Investor tun könnte“

Smart Investor im Gespräch mit dem amerikanischen Finanzberater und Buchautor Bill Bonner über dunkle Wolken am Horizont des Weltfinanzsystems, Schurken und Narren sowie Fallschirme und Rettungsnetze

Smart Investor: Mr. Bonner, in Ihrem Buch „Tage der Abrechnung“* erklären Sie den amerikanischen Hang zum Zukunftsoptimismus für ungerechtfertigt. Dabei stützen Sie sich auf historische und kulturelle Daten.

Bonner: Geschichte wiederholt sich eigentlich niemals eins zu eins. Aber es existieren Muster und Zyklen. Heute wissen wir noch nicht, was genau der Auslöser sein wird, aber Aktien werden nicht für alle Ewigkeit auf solch teurem Niveau verharren. Es ist schlichtweg nicht vorstellbar, daß irgend etwas die menschliche Psyche und auch die Märkte dermaßen verändert haben könnte, daß Kurse heute nur noch nach oben laufen. Auch andere Zyklen haben immer noch die gleichen Gesetzmäßigkeiten: Wenn sich die Menschen zu stark verschulden, werden sie auf die eine oder andere Weise aus den Schulden wieder herauskommen. Wenn man den Punkt erreicht, wo das persönliche Einkommen dauerhaft unter den Ausgaben liegt – wie es beim amerikanischen Konsumenten derzeit der Fall ist –, muß man sich entweder noch stärker verschulden oder aber einschränken.

Smart Investor: Wie Meynard Keynes einmal sagte: „Märkte können länger irrational bleiben als ein Investor liquide.“ Tatsächlich aber scheint es so, als hätten die heutigen Investoren kein Problem mit ihrer Liquidität.

Bonner: Der Markt kann aus dem Gleichgewicht kommen und dort für eine ganze Weile verbleiben. Gegen den Trend zu werten ist sehr riskant. Andererseits, sich nicht der Gefahren bewußt zu sein, daß sich ein vorherrschender Trend ganz plötzlich umkehren kann, ist jedoch noch weitaus gefährlicher. Investoren müssen nun mal ihre „Einsätze tätigen“: Derzeit liegen diese beim Gold, bei Öl und Rohstoffen allgemein – aber nicht beim Dollar oder gar US-amerikanischen Aktien.

Smart Investor: Ein lateinisches Sprichwort lautet: „Die Welt möchte enttäuscht werden.“ Sie als Finanzberater bzw. Buchautor sind nun auch ein Teil der weltweiten Finanzgemeinschaft. Wie steht es also mit Ihrer eigenen Fehlbarkeit?

Bonner: Eine gute Frage – und ich stimme Ihnen sogar zu. Ich bin selbst nur ein Teilnehmer des Spektakels. Die Frage ist nur: Welche Rolle spiele ich dabei: etwa den Schurken? Oder gar – wie in englischen Dramen – den Narren, der Dinge wahrnimmt, die Normalsterbliche nicht sehen können, weil er ein eigenartiger Zeitgenosse ist, der die meiste Zeit nur als Beobachter und nicht als Teilnehmer am Schauspiel auftritt?

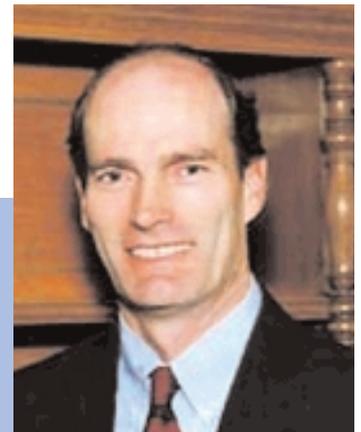
Smart Investor: Sie warnen vor allem vor der japanischen Malaise für Amerika. Doch weshalb sollten die USA angesichts finanzi-

eller Ungleichgewichte historischen Ausmaßes eigentlich noch so glimpflich davonkommen? Sind nicht Sie es, der da auch ein bißchen unheilbar optimistisch geblieben ist?

Bonner: Natürlich muß ich auch ein bißchen raten, was da kommen mag. Die japanische Malaise ist nur ein Modell. Heute existieren zudem weit mehr Sicherheitsnetze als früher, die ansonsten harte Crashes in lange, schleichende Abstiege zu verwandeln vermögen – wie eben in Japan. Fest steht heute nur für die USA: Die Dinge sind aus dem Ruder gelaufen. Wie sie wieder zurückkommen, das ist bloße Spekulation.

Smart Investor: Die deutsche Übersetzung Ihres Buches trägt den Untertitel „Wie man die kommende schleichende Depression übersteht“. Tatsächlich ist es aber so, daß Ihr Buch kaum Ratschläge zur Hand hat, wie man den düsteren Wolken, die sich da auftun, entkommen sollte.

Bonner: In der Tat war das Buch nicht gedacht als „What to do-Ratgeber“. Und auch mal ganz ehrlich: Es gibt nicht wirklich viel, was man als Investor tun könnte, wenn wir – wie wir wohl übereinstimmen – davon ausgehen, daß das Weltfinanzsystem aus dem Gleichgewicht geraten ist. Die Krise wird kommen. Sie wird sich um den Dollar herum entwickeln. Der einzige Fallschirm, der sich hier auftun kann, ist, in Gold investiert zu sein, um sich einem Dollar-basierten Finanzkollaps so gut es eben geht zu entziehen.



William („Bill“) Bonner ist Gründer und Präsident von Agora Publishing, einem der weltweit erfolgreichsten Newsletter-Verlage, sowie Autor des kostenlosen täglichen eMail-Newsletters „The Daily Reckoning“. Im Oktober letzten Jahres erschien sein Buch „The Financial Reckoning“ (siehe auch Buchbesprechung der deutschen Fassung auf S. 43)

Interview: Falko Bozicevic

* Siehe Buchbesprechung auf Seite 43

Den Insidern über die Schulter geschaut

Über die Ermittlung und Interpretation der Commitment of Traders (CoT)-Daten

Von Alexander Hirsekorn *

Jeder Börsianer steht vor dem Eingehen einer Position vor der Kernfrage, in welche Richtung sich ein Markt bewegen und wie sein Chance/Risiko-Verhältnis beim Eingehen einer Position aussehen wird. Bei der Beurteilung dieser Frage blickt der Analyst in die Vergangenheit, um daraus eine Zukunftsprognose abzuleiten.

Kapitäne der Märkte

US-Tradinglegende Larry Williams (siehe Smart Investor 11/04, S. 40/41, sowie das Interview in diesem Heft auf S. 15) vergleicht die Märkte mit dem Meer, auf dem eine Vielzahl an Dampfschiffen unterwegs ist. Der Technische Analyst ist in seinen Augen eine Person, die auf die Richtung des Dampfes und auf den Wellenschlag achtet um herauszufinden, in welche Richtung das Boot fährt. Diese Analyseform sei jedoch nur geeignet, um die vergangene Fahrtrichtung zu erklären, und gebe keine Aussage über die zukünftige Fahrtrichtung. Daher sei es wichtiger, auf die Aktionen der wichtigsten Person an Bord zu achten – des Kapitäns. Lediglich der Kapitän hat die Autorität, die Richtung jederzeit ändern zu können. Eine solche Richtungsänderung zeige sich jedoch vorher nicht in Wellen und Dampf. Für Larry Williams sind die „kommerziellen Händler“ die Kapitäne der Märkte.

CoT

Der Anleger besitzt die Möglichkeit, diesen Kapitänen bei ihren Aktionen über die Schulter zu schauen, um mögliche Trend-

wechsel frühzeitig zu erkennen. Deren Aktionen werden in den CoT (Commitment of Traders)-Reports wöchentlich veröffentlicht. Diese Daten über die Positionierung einzelner Händlergruppen werden von der US-Regierungsbehörde CFTC (Commodity Futures Trading Commission) jeden Freitag abend um 21.30 MESZ auf deren Homepage kostenlos unter www.cftc.gov bekanntgegeben. Die Daten beinhalten die Positionierungen der Teilnehmer bis zum jeweiligen Dienstag der Kalenderwoche und besitzen damit einen Timelag von drei Tagen gegenüber der Veröffentlichung. Deklariert werden dabei die Positionen in Futures, in denen mindestens 20 Händler die Mindestwertanforderungen erfüllen. Da diese Daten frei verfügbar sind, stellt sich die Frage, ob sie einen Wert besitzen, wenn sie doch jeder Interessent nutzen kann, und außerdem, wie man diese Daten für sein eigenes Investment sinnvoll einbinden könnte.



Alexander Hirsekorn

Nutzen der Daten

Bei der Beantwortung dieser Frage sind zwei Studien der Credit Suisse aus dem Juli 2002 hilfreich. Untersucht wurde dabei der US-Aktienmarkt am Beispiel des S&P 500 und des Nasdaq 100.

In der ersten Studie wurde die Preisentwicklung des S&P 500 von 1983 bis Juni 2002 untersucht. Als Einstiegssignal für eine Long-Position wurde eine Netto-Positionierung der Commercials (>0 , also netto long) definiert, ansonsten erfolgt eine Short-Positionierung (<0 , also netto short). Die zweite Studie bezieht sich auf den Nasdaq 100 im Zeitraum 1996 bis 2002. Die dabei erzielten Performances sind der Tabelle (S. 13) zu entnehmen.

Enttäuschendes Ergebnis der Small Specs

Es läßt sich also festhalten, daß eine Hold-and-Buy-Strategie in einem langfristigen Bullenmarkt, in dem sich der S&P 500



*) Alexander Hirsekorn, 31, Diplom-Kaufmann, ist Co-Autor bei Wellenreiter-Invest.de und analysiert dort wöchentlich in der Montagsausgabe die Daten des CoT-Reports.

PERFORMANCE-KENNZAHLEN DIVERSE STRATEGIEN		
STRATEGIE	S&P 500	NASDAQ 100
ZEITRAUM	1983-2002	1996-2002
HOLD AND BUY	+532 %	+62 %
COMMERCIALS	+2.528 %	+587 %
KLEINSPÉKULANTEN	-83 %	-88 %

von 1983 bis 2000 befunden hatte, eine gute Rendite eingebracht hätte, nämlich 9 % p.a. Die Betrachtung der einzelnen Händlergruppen offenbart, daß kommerzielle Akteure dabei signifikant besser abschnitten, da ihr Handelsergebnis gegenüber dem S&P 500 um den Faktor 5 und gegenüber der Nasdaq um den Faktor 9 höher ausfiel. Diese deutliche Out-performance der kommerziellen Akteure ist sicherlich auch teilweise auf deren Fähigkeit zurückzuführen, in einem Markt short sein zu können, was vielen Kleinspekulanten in früheren Zeiten so nicht möglich war. Deren Performanceergebnisse zeigen jedoch auf erschreckende Art und Weise, wie das Spiel der Börse funktioniert, da sie selbst von einem so großen Bullenmarkt wie in den 80er und 90er Jahren nicht profitieren konnten. Deren Ergebnis kommt einem Totalverlust gleich! Die Zahlen belegen demnach, daß es sinnvoll ist, den Commercials auf die Finger zu schauen, um eine Einschätzung zu den Aktienmärkten geben zu können.

Schon in Smart Investor 7/2003 schrieb Dr. Reinhard Bauernfeind einen Artikel zum Thema CoT-Daten. In Ergänzung und Erweiterung zu diesem Artikel liegt der Focus dieses Beitrags auf der praktischen Anwendung dieser Daten, wie man sie lesen und interpretieren kann und welche Besonderheiten dabei berücksichtigt werden müssen. Um ein tieferes Verständnis für die CoT-Daten zu erreichen, ist es jedoch hilfreich, zunächst einige Begrifflichkeiten zu erläutern.

Struktur der Daten

Die CFTC veröffentlicht aktuell die Daten für 70 Futuresmärkte. Die zugrundeliegenden Basiswerte sind

- Aktienindices
(z.B. S&P 500, Dow Jones Industrial, Nasdaq 100)
- Metalle (z.B. Gold, Silber, Kupfer)
- Währungen
(z.B. Euro, Schweizer Franken, Australischer Dollar)
- Energie (z.B. Erdöl, Erdgas, Heizöl)
- Zinsen
(z.B. 5-Year T-Notes, 10-Year T-Notes, (30-Year) T-Bonds)
- Fleisch
(z.B. Schweinebauchhälften, Schweinefleisch, Rindfleisch)
- Getreide (z.B. Weizen, Mais, Sojabohnen)
- Nahrungsmittel (z.B. Zucker, Kaffee, Milch)

Betrachtet man auf der Homepage der CFTC die Daten für einen einzelnen Future anhand des S&P 500, dann sieht die typische Darstellungsform wie in Abb. 1 dargestellt aus.

Somit erfährt der Leser in der ersten von vier Zeilen, welche der drei Händlergruppen – Non-Commercial, Commercial und Nonreportable Positions – wie viele Long- und Short-Positionen besitzt und wie viele offene Positionen (Open Interest) ins-

gesamt in einem Future bestehen. In der zweiten Zeile ist die Veränderung der Long- und Short-Positionen im Vergleich zur Vorwoche erkennbar. Diese beiden Zeilen stellen die relevanten Informationen für den Betrachter dar. In der dritten Zeile erfolgt eine prozentuale Angabe der Positionsgröße vom gesamten Open Interest, und in der vierten Zeile wird die Anzahl der beobachteten Händler aufgelistet. Da sich das Betrachten der relevanten Informationen sehr mühsam gestaltet, empfiehlt sich für den Interessierten der Besuch der Homepage des Börsendienstes „Der Wellenreiter“ unter www.wellenreiter-invest.de/cot.html, wo die Informationen für die wichtigsten Futures übersichtlich dargestellt sind (Abb. 2).

ABB. 1: DARSTELLUNGSFORM FÜR DEN S&P 500-FUTURE

S&P 500 STOCK INDEX - CHICAGO MERCANTILE EXCHANGE FUTURES ONLY POSITIONS AS OF 06/17/03									
NON-COMMERCIAL		COMMERCIAL		TOTAL		NONREPORTABLE POSITIONS			
LONG	SHORT (SPREADING)	LONG	SHORT	LONG	SHORT	LONG	SHORT	LONG	SHORT
(S&P 500 INDEX X \$250.00)						OPEN INTEREST: 738,761			
CONTRACTS									
55,760	92,241	21,071	529,887	501,441	596,742	614,752	202,040	184,028	
CHANGES FROM 06/10/03 (CHANGE IN OPEN INTEREST: 79,884)									
5,005	25,567	9,255	62,920	46,417	77,180	81,239	2,684	-1,335	
PERCENT OF OPEN INTEREST FOR EACH CATEGORY OF TRADER									
7.0	11.5	2.6	69.1	60.8	74.7	77.0	25.3	23.0	
NUMBER OF TRADERS IN EACH CATEGORY (TOTAL TRADERS: 101)									
29	26	21	186	76	158	109			

ABB. 2: ÜBERSICHTLICHE DARSTELLUNGSFORM DER CoT-DATEN VOM 02.11.2004 BEI WELLENREITER-INVEST.DE

Future	Commercial		Large Speculative		Small Speculative		Open Interest
	Netts Position	Änderung Vorwoche	Netts Position	Änderung Vorwoche	Netts Position	Änderung Vorwoche	
Indizes							
DOW JONES Total*	6.908	9.628	7.826	-815	777	-1.716	71.080
S&P 500 Total*	50.080	1.324	30.417	1.485	38.602	-2.784	803.034
NASDAQ-100 Total*	-8.718	-16.400	8.134	17.070	684	-670	148.444
RUSSELL 2000 Total	6.285	-1.364	-7.891	1.225	625	130	45.270
S&P 400 MIDCAP Total	-3.144	-95	1.103	272	2.041	-177	20.013
IBOEX	-5.408	924	1.871	-229	3.528	-705	31.040
Anleihen							
U.S. TREASURY BONDS	-29.525	2.761	25.420	-11.094	4.165	9.133	591.070
10-YEAR U.S. TREAS. N.	16.870	33.640	101.527	-23.940	-118.487	-9.700	1.716.020
5-YEAR U.S. TREAS. N.	-132.014	15.027	101.321	5.200	-49.207	-10.125	1.126.000
3-YEAR U.S. TREAS. N.	4.204	7.310	13.701	5.257	8.487	1.881	307.711
30-DAY FEDERAL FUNDS	162.167	33.107	102.640	25.206	207	7.777	470.800
Währungen							
U.S. DOLLAR INDEX	16.556	2.000	13.325	3.243	3.241	302	20.071
EURO	12.101	12.104	53.402	7.924	28.596	-4.170	120.414
SCHWEIZER FRANKEN	48.705	3.701	31.793	4.461	17.813	600	60.080
JAPANESCHER YEN	58.518	11.567	36.814	8.178	29.701	2.118	162.263
BRITISCHES POUND	36.680	2.626	13.382	3.017	13.668	-1.201	75.802
KANADISCHER DOLLAR	41.684	-3.850	38.882	3.488	29.260	381	115.675
Metalle							
GOLD	120.167	13.021	111.437	-16.458	28.628	2.877	313.520
SILBER	74.266	2.424	54.310	1.761	26.024	663	114.881
PLATIN	-1.811	1.647	816	1.205	686	-202	6.865
PALLADIUM	-6.578	848	4.138	-608	2.443	-210	8.881
KUPFER	-18.638	317	12.181	625	4.473	-581	88.882
Energie							
ERDÖL (CRUDE)	10.261	14.373	6.298	-16.727	-16.487	1.364	716.841
ERDGAZ	-42.528	2.247	4.893	-6.507	38.298	3.280	396.078

Charakterisierung der drei Händlergruppen

Um ein tieferes Verständnis für die Daten zu entwickeln, bedarf es zunächst einer Abgrenzung der drei Händlergruppen.

1. Commercials:

Commercials (Coms) lassen sich definieren als Händler, die Future-Kontrakte als Absicherungsgeschäfte tätigen. Akteure an den Finanzmärkten wie z.B. Versicherungen oder Pensionskas-

sen gehen Short-Positionen ein, um ihr Portfolio gegen einen unerwünschten Preisverfall abzusichern. Im Bereich der Rohstoffe verkaufen Getreideproduzenten Futures, um die Erträge ihrer kommenden Ernte zu sichern. Nimmt man bei den Rohstoffen den Erdölpreis als ein weiteres Beispiel hinzu, dann ist die Ölfördergesellschaft ein Commercial, der die zukünftige Ware auf Termin verkauft, während eine Luftfahrtgesellschaft ebenfalls als Commercial einzustufen ist und als Käufer fungiert. Das wichtigste Merkmal der Commercials an den Futuresmärkten ist ihr antizyklisches Handeln.

2. Non-Commercials (L. Specs)

Als Non-Commercials werden Händler mit einer guten Kapitalkraft definiert, deren Positionskauf aus spekulativen Interessen erfolgt, z.B. Hedgefonds. Bei ihnen ist ein zyklisches Handeln zum Preis feststellbar, da eine Vielzahl an Hedgefonds mit trendfolgenden Modellen arbeitet.

3. Nonreportable Positions (S. Specs)

Die CFTC stuft alle übrigen Marktteilnehmer aufgrund ihrer geringeren Kapitalkraft gegenüber den Non-Commercials etwas despektierlich als „nicht berichtenswert“ ein. Somit sind dieser Gruppe die Kleinspekulanten zuzuordnen, deren Positionskauf wie bei den Non-Commercials aus spekulativen Interessen und überwiegend zyklisch zum Preis erfolgt. Bei der Beobachtung ihres Positionierungsverhaltens läßt sich oftmals feststellen, daß die Kleinspekulanten am Ende eines Preistrends ihre Positionierung deutlich vergrößern.

Bedeutung der Daten

Die CoT-Daten besitzen fundamentalen Aussagecharakter, da die Akteure sich mit eigenem Geld an den Futuremärkten positionieren und somit einen unverfälschten Aussagegehalt über die Markteinschätzung abgeben. Da diese Daten lediglich mit einer Zeitverzögerung von drei Tagen gegenüber der letzten Positionsveränderung veröffentlicht werden, bekommt der Beobachter zeitnah einen Einblick in die Erwartungen der bedeutenden Kräfte an den Märkten. Bei der Analyse verbleibt jedoch das Interpretationsproblem der Daten. Bei der Lösung ist ein Verständnis für die einzelnen Komponenten der CoT-Daten notwendig. Die vier Komponenten sind der Basiswert, die Netto-Position, die wöchentliche Veränderung und das Open Interest.



Der Basiswert

Die Tabelle der CoT-Daten aus Abb. 2 zeigt die Positionierung der drei Händlergruppen in den wichtigsten Futuremärkten, wobei an dieser Stelle zunächst der Aktienmarkt behandelt wird. Für die US-Aktienindices existieren mittlerweile zwei Arten von Futures: der „normale“ Future und ein Mini Future (nicht zu verwechseln mit dem Hebelzertifikat gleichen Namens!). Diese zwei Sorten von Futures auf einen Basiswert existieren bis dato nur für Aktienindices. Der Unterschied dieser beiden Gattungen liegt in dem unterschiedlichen Kontraktwert. Beim Kauf eines Mini Future muß lediglich ein Fünftel der Summe eines normalen Future aufgebracht werden. Die einzige Ausnahme stellt der Dow Jones Industrial Mini Future dar, bei dem die Hälfte des Kontraktwertes des „normalen“ Future fällig ist.

Unterstellt man einen Punktestand von 1.100 Punkten im S&P 500, so besitzt ein S&P Future den Gegenwert von 275.000 US-Dollar (250 US-\$ je Index-Punkt), ein S&P 500 Mini Future dagegen nur 55.000 US-\$ (50 US-\$ je Index-Punkt). Mini Futures sind eine Neuerung der letzten Jahre und haben es auch weniger kapitalstarken Marktteilnehmern ermöglicht, spekulative Positionen direkt via Future zu handeln. Der S&P 500 Mini Future wird seit 1997 von der CFTC erfaßt, der Nasdaq 100 Mini Future seit 1999. Seit 2002 werden auch die Mini Futures auf den Dow Jones Industrial, den S&P 400 Midcap und den Russell 2000 einzeln veröffentlicht. Die Bedeutung der Mini Futures im Verhältnis zu den normalen Futures hat dabei kontinuierlich zulegen können und erreicht im November 2004 bereits folgende Werte: 25 % im S&P 500, 71 % im Dow Jones Industrial und sogar 88 % im Nasdaq 100.

ABB. 3: CHARTVERLAUF NASDAQ 100 FUTURE MIT POSITIONSENTWICKLUNG DER HÄNDLERGRUPPEN



Nasdaq Mini als Favorit

Die große Popularität des Nasdaq 100 Mini Future ist darauf zurückzuführen, daß er mit einem Kontraktwert von lediglich rund 30.000 US-\$ der „billigste“ Future ist. Da der Anteil des Mini Future insgesamt einen signifikanten Anteil gegenüber den normalen Futures besitzt, erscheint es geboten, ihn anteilmäßig mit dem normalen Future zu verrechnen. Der Darstellung des Nasdaq 100 Total für eine Händlergruppe liegt demnach folgende Formel zugrunde: Nasdaq 100 Total = Nettoposition Nasdaq 100 Future + 1/5 Nettoposition Nasdaq 100 Mini Future. Diese aggregierte Betrachtungsweise entspricht der Notwendigkeit, die neue Gattung Mini Future adäquat zu berücksichtigen.

„Eine Gegenposition zu den Commercials beziehe ich nur ungern“

Smart Investor im Gespräch mit dem „One million dollar man“ Larry Williams

Smart Investor: Larry, Sie weisen immer wieder daraufhin, daß Sie im Rahmen Ihrer Analysen auf die Daten des CoT-Reports zurückgreifen. Wann haben Sie die Daten als ein Hilfsmittel für Ihre Arbeit erkannt?

Williams: Ich habe bereits 1970 die Bedeutung dieser Daten erkannt und war damit wohl einer der ersten.

Smart Investor: Wie beeinflussen diese Daten Ihren Investmentstil, und wie würden Sie den Nutzen der Daten beschreiben?

Williams: Sie sind für mein längerfristiges Investieren sehr wichtig und stellen das Rückgrat meiner Arbeit dar. Die CoT-Daten sind für mich von Bedeutung, um zu erkennen, daß ein Markt in den Startlöchern für eine große Bewegung steht. Sie stellen für mich kein Hilfsmittel für das Timing dar, sondern helfen mir, die Märkte auszuwählen, in denen ein Investment aussichtsreich erscheint.

Smart Investor: Gibt es Märkte, in denen es besonders sinnvoll ist, der Netto-Positionierung der Commercials zu folgen?

Williams: Nach meiner Erfahrung kann man keine großen Differenzierungen vornehmen. Es funktioniert in etwa in allen Märkten gleich.

Smart Investor: Folgen Sie lediglich den Commercials, um Marktbewegungen vorherzusagen, oder benutzen Sie manchmal auch Extrempositionen der Non-Commercials bzw. Small Speculators, um das Ende eines Preistrends zu bestimmen?

Williams: Die nachhaltig erfolgreichste Gruppe sind die Commercials, folglich ist deren Verhalten für mich ausschlaggebend. Eine Gegenposition zu den Commercials beziehe ich nur ungern.

Smart Investor: Könnten Sie uns kurz Ihren Investmentansatz erläutern? Wie viel Bedeutung messen Sie den CoT-Daten bei, und welche anderen Indikatoren sind für Sie vor einer Kaufentscheidung bedeutend?

Williams: Der Startpunkt meiner Arbeit für ein Investment ist die Analyse der Tätigkeit der Commercials. Wenn ich sehe, daß sie in einem Markt Käufer oder Verkäufer sind, dann be-



Larry Williams ist ein Unikum unter den Tradern. Er beherrscht den Spagat zwischen kurzfristigem Trading auf Sicht von 1 bis 3 Tagen und mittelfristigem Investieren. Er hat bereits an jedem Futures-Markt der Welt gehandelt. Ein Besuch seiner Homepage www.ireallytrade.com ist lohnenswert, um sich ein eigenes Bild von ihm zu machen und dort nachzulesen, wie er populäre Analysemethoden wie Fibonacci, Gann oder Point-and-Figure-Charts einschätzt.

nutze ich andere fundamentale Indikatoren zur Bestätigung des Signals der Commercials. Dies hilft mir, die Märkte herauszufiltern, in denen ich mich dann engagiere.

Smart Investor: Haben Sie Angst, daß die CoT-Daten ihre Aussage verlieren könnten, weil zu viele Beobachter diesen Daten folgen und ihr Investment darauf abstimmen?

Williams: Überhaupt nicht. Die meisten Anleger lassen sich doch treiben und verfolgen keinen klaren Ansatz. Deren größter Feind sind die eigenen Emotionen, und viele gehen daran auch kaputt.

Smart Investor: Wie schätzen Sie die aktuelle Situation ein? Wie sehen die Daten Ihrer Meinung nach für die wichtigsten Märkte aus?

Williams: Bis jetzt sehe ich zwei Dinge. Ich erwarte zum einen eine Rally im US-Dollar, die zu Jahresbeginn 2005 starten wird, da die Commercials hier bereits kräftige Käufer sind. Zum anderen werden die Bonds fallen, da sie hier sehr deutlich short positioniert sind.

Smart Investor: Vielen Dank für das interessante Gespräch.

Interview: Alexander Hirsekorn

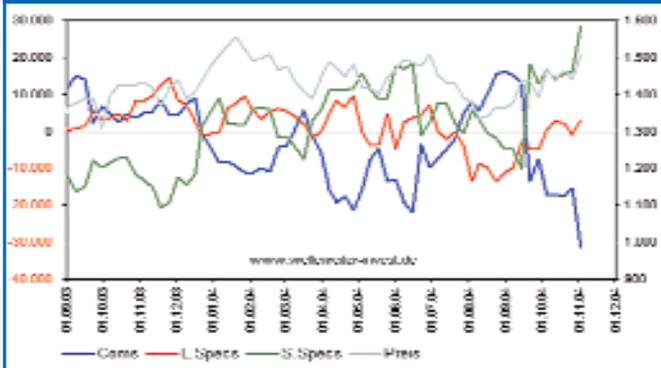
Anhand des Chartverlaufes und der Positionierung der Commercials im Zeitraum 01.09.2003 – 09.11.2004 soll diese Betrachtungsweise, die z.Z. noch der Minderheitsbetrachtung entspricht, erläutert werden.

Abb. 3 verdeutlicht, daß die Positionsentwicklung der Commercials (blaue Linie) sowohl nach dem Verfallstermin Dezember 2003 als auch nach den diesjährigen großen Verfallstermi-

nen im Juni und September 2004 eine große Bewegung vollzieht, obwohl die Preisentwicklung unspektakulär ausfällt.

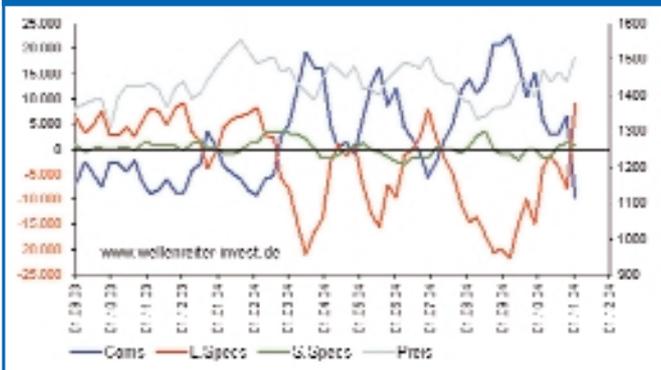
Abb. 4 zeigt im Gegensatz zu dem Verhalten der Commercials im „normalen“ Future in Abb. 3 an einigen Stellen ein gegensätzliches Verhalten der Commercials. Während diese nach dem Verfallstermin im Juni 2004 Long-Positionen im Future abbauen, haben sie konträr im Mini Future Short-Positionen abge-

ABB. 4: CHARTVERLAUF NASDAQ 100 MINI FUTURE MIT POSITIONSENTWICKLUNG DER HÄNDLERGRUPPEN



baut. Eine ähnliche signifikante Bewegung mit umgekehrten Vorzeichen konnte man nach dem großen Verfallstermin im September 2004 beobachten.

ABB. 5: AGGREGIERTER CHARTVERLAUF NASDAQ 100 TOTAL MIT POSITIONSENTWICKLUNG DER HÄNDLERGRUPPEN



Bei einer aggregierten Betrachtung (Abb. 5) ist deutlich erkennbar, daß die Commercials antizyklisch zum Preis handeln und an Zwischentiefpunkten jeweils im Dezember 2003 sowie im März, Mai und August 2004 bei den Zwischentiefpunkten per Saldo deutlich long positioniert waren und somit an den Wendepunkten richtig lagen. Da analoge Positionsverschiebungen auch in den Aktienfutures für den S&P 500 oder den Dow Jones Industrial nach Verfallsterminen beobachtet werden können und diese das Gesamtbild deutlich verzerren, ist eine aggregierte Betrachtung für die Aktienindicesfutures notwendig.

Die Netto-Position

Die Netto-Position einer Gruppe entspricht der aggregierten Long- abzüglich der Short-Position. Nimmt man als Zahlenbeispiel die Positionierung der Commercials für den S&P 500 Future vom 17.6.2003 aus Abb. 1, so errechnet sich als Netto-Position der Commercials ein Wert von 18.446. Somit waren die Commercials zu diesem Zeitpunkt netto long positioniert. Diese Netto-Position besitzt jedoch nur eine schwache Aussagekraft über die zukünftige Preisentwicklung eines Marktes.

Die Positionierung der Commercials in diesem langen Zeitraum verdeutlicht drei Aspekte (Abb. 6). Während der Hausse des breiten US-Aktienmarktes befanden sich die Commercials bis in das Jahr 2000 von wenigen Ausnahmen abgesehen

auf der Longseite. Die größte Long-Positionierung besaßen sie in dieser Zeit im Kalenderjahr 1994, bevor der S&P 500 zu seiner starken Kursrally ansetzte, die ihn von 435 Punkten auf 1.552 Punkte ansteigen ließ. Darüber hinaus waren die Commercials seit 2000 nicht mehr auf der Longseite positioniert. Würde man demnach nur streng nach der Netto-Position handeln, so wäre ein Long-Trade im S&P 500 seit der zyklischen Erholung der US-Aktienmärkte im Oktober 2002 nicht erfolgt. Wie ein solcher Fehler umgangen werden kann, wird im weiteren Verlauf des Artikels diskutiert werden. Der Beobachter muß bei der Aussagekraft der Netto-Positionierung zudem berücksichtigen, daß diese in einzelnen Märkten variiert. Eine Netto-Longposition der Commercials im Aktienmarkt ist ein Indiz für einen Bullenmarkt, während eine Netto-Longposition der Commercials bei Rohstoffen ein Indiz für einen Bärenmarkt ist.

ABB. 6: CHARTVERLAUF S&P 500 MIT POSITIONIERUNG DER COMMERCIALS SEIT 1987

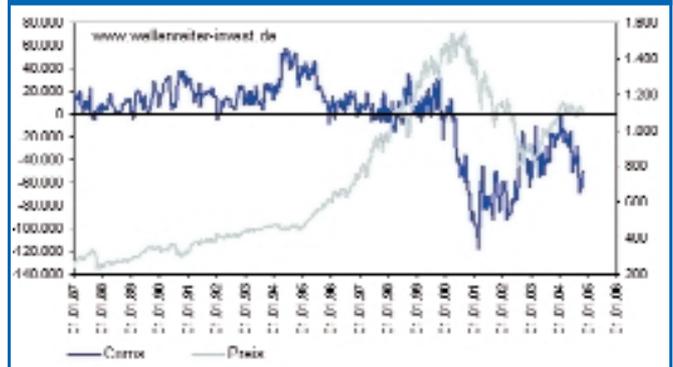


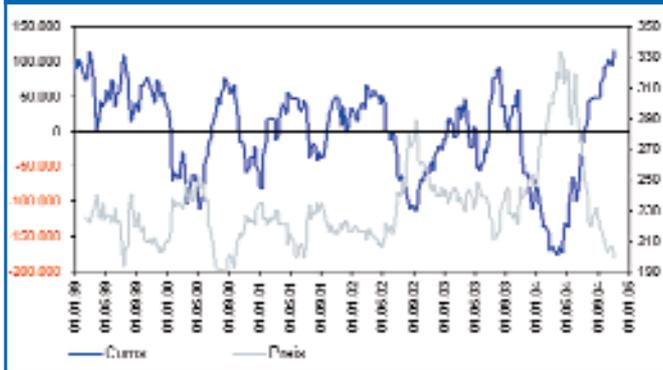
ABB. 7: CHARTVERLAUF GOLD MIT POSITIONIERUNG DER COMMERCIALS SEIT 1997



Antizyklisches Vorgehen der Coms bei Rohstoffen

Während der Goldbaisse im Zeitraum 1997-2001 befanden sich die Commercials auf der Longseite (Abb. 7). Als der Goldpreis im Laufe des Jahres 2001 mit einem Doppeltief seine Preisbaisse beendete und danach seinen kontinuierlichen Anstieg begann, wechselten die Commercials die Seiten und waren fortan per Saldo short positioniert. Die Netto-Position gewinnt deutlich an Bedeutung, wenn sie auf einer relativen Basis betrachtet wird. So ist eine Netto-Position der Commercials auf einem Einjahres- oder Mehrjahresrekordniveau ein erstes Indiz, daß ein Trend bereits sehr weit gelaufen ist und vor einer möglichen Umkehr steht.

Abb. 8: CHARTVERLAUF MAIS MIT POSITIONIERUNG DER COMMERCIALS SEIT 1999

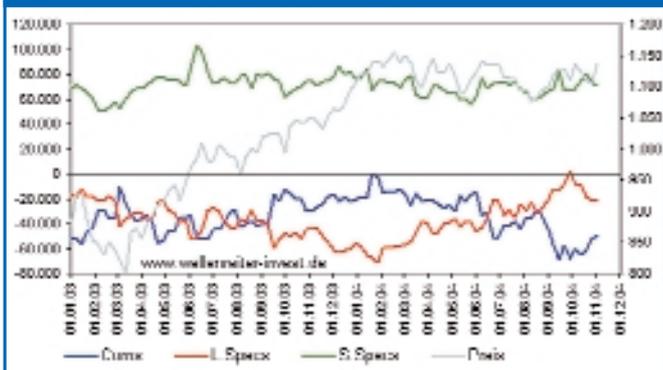


Das Positionierungsverhalten der Commercials zeigt in Abb. 8 geradezu idealtypisch das antizyklische Vorgehen der Commercials zum Preis. Da sich die Preise für Getreide in einer langen Zeiteinstellung von 30 Jahren in einem Seitwärtsmarkt befinden, der von scharfen Auf- und Abwärtsbewegungen geprägt ist, besitzen Extrempositionierungen der Commercials einen starken Aussagecharakter. Zwischen Ende Februar und Mitte April 2004 besaßen die Commercials die größte Short-Position in den letzten fünf Jahren und nutzten somit den starken Preisanstieg aus, um ihre zukünftige Ernte im Herbst 2004 auf Termin zu verkaufen. Aktuell hat sich nach einem Preisabschlag von über 40 % in sieben Monaten das Bild komplett gewandelt. Die Commercials sind nun so stark auf der Longseite positioniert wie seit 1999 nicht mehr. Dem Überschießen der Preise nach oben in diesem Frühjahr erfolgte am Terminmarkt nun ein Überschießen der Preise nach unten. Anhand des Positionssaldos kann zwar nicht direkt eine Aussage getroffen werden, wie stark eine Preisbewegung nach einer Trendumkehr ausfallen wird, die Kursmuster der Vergangenheit deuten aber auf eine deutliche Gegenbewegung nach oben hin.

Die wöchentliche Veränderung

Die wöchentliche Veränderung der Netto-Position einer Gruppe ist die Gegenüberstellung der Positionierung der aktuellen Woche mit der Positionierung der Vorwoche. Diese Veränderung besitzt im Zusammenhang mit der Preisveränderung im Betrachtungszeitraum eine große Aussagekraft. Eine Divergenz zwischen Preis- und Positionsveränderung ist dabei sehr aussagekräftig.

Abb. 9: CHARTVERLAUF S&P 500 TOTAL SEIT 2003 MIT POSITIONIERUNG DER HÄNDLERGRUPPEN



Anhand des Positionierungsverhaltens der Commercials im S&P 500 lassen sich zwei Aspekte zeigen (Abb. 9). Zum einen reduzierten die Commercials bei den CoT-Daten vom 4.3.2003 ihre Short-Positionierung um 24.767 Kontrakte, was an sich bereits eine außergewöhnliche wöchentliche Veränderung darstellt, die zuvor in diesem Jahrzehnt lediglich am 18.9.2001 sowie am 17.9.2002 annähernd erzielt wurde. Im Gegensatz zu diesen beiden Daten fiel die Preisbewegung des S&P 500 mit einem Wochenverlust von lediglich etwas mehr als 1 % marginal aus, und somit war diese große Positionsveränderung bei gleichzeitig geringer Preisveränderung ein positives Zeichen für eine nahende Trendumkehr, die dann in der darauf folgenden Kalenderwoche eintrat. Ebenso besitzt eine deutliche Positionsveränderung in einem sehr kurzen Zeitraum von 2 bis 3 Wochen bei gleichzeitig geringer Preisveränderung eine starke Aussagekraft. Obwohl der S&P 500 im November und Dezember 2003 deutlich um beinahe 7 % zulegen konnte, blieb die Positionierung der Commercials nahezu unverändert und stellte damit ein bullishes Signal dar. Ein bearishes Signal ergab sich dann Ende Juni 2004, als die Commercials im Juni bei nur einer Preissteigerung von 2 % deutlich die Short-Positionen erhöht hatten und die bearishste Positionierung seit Juni 2003 aufwiesen.

Das Open Interest

Das Open Interest (OI) entspricht der Anzahl der offenen Positionen in einem Future. Das OI eines Basiswertes entspricht dabei der Summe der Long-Positionen der drei Händlergruppen, und diese Summe entspricht wiederum der Summe der Short-Positionen. Jeder Long- steht somit eine Short-Position gegenüber. Das OI entwickelt sich normalerweise trendfolgend zum Preis. Eine Divergenz bei der Entwicklung des Preises zum OI ist dabei aussagekräftig. Ein Kursanstieg geht in der Regel mit einem steigenden OI einher.

Abb. 10: CHARTVERLAUF GOLDPREIS UND ENTWICKLUNG DES OPEN INTEREST



Divergenzen beim Open Interest

Der Goldpreis stieg nach seiner Korrekturbewegung im Frühjahr 2003 von ca. 320 auf 430 US-\$ im Januar 2004 an. Bei diesem Preisanstieg stieg das OI ebenfalls an (Abb. 10). Als der Goldpreis Anfang April das Januarhoch noch einmal testet und damit ein charttechnisches Doppeltop kreiert, ergibt sich eine bearische Divergenz beim OI. Bei gleichen Preisen existierte ein höheres OI, und damit lag eine größere Spekulationsneigung vor (grüne Markierung). In Abb. 12 wird dieser Chart noch einmal modifiziert. Diese Divergenz stellte somit ein Verkaufss-

signal dar. Im weiteren Jahresverlauf hat sich im Goldmarkt am Terminmarkt eine bullische Divergenz ergeben, da der Goldpreis sein Preistief bereits im Mai und das OI seinen Tiefpunkt erst Anfang August erreicht hatte. Anfang August lag somit bei einem höheren Preis als im Mai ein niedrigeres OI und somit weniger Spekulation vor, was somit ein Kaufsignal für einen Markt darstellt (rote Markierung). Eine Analyse des OI ist insbesondere im Bereich der Rohstoffe sinnvoll. Um bei der Interpretation der CoT-Daten auf der richtigen Seite zu stehen, muß der Beobachter die folgenden „6 goldenen Regeln“ beachten:

Die 6 goldenen Regeln

1. Korrekte Trenderkennung

Abb. 6 und Abb. 7 zum S&P 500 und zum Gold verdeutlichen die Notwendigkeit, daß der Beobachter erkennt, daß eine Netto-Long-Positionierung der Commercials eine unterschiedliche Aussagekraft in den einzelnen Märkten besitzt.

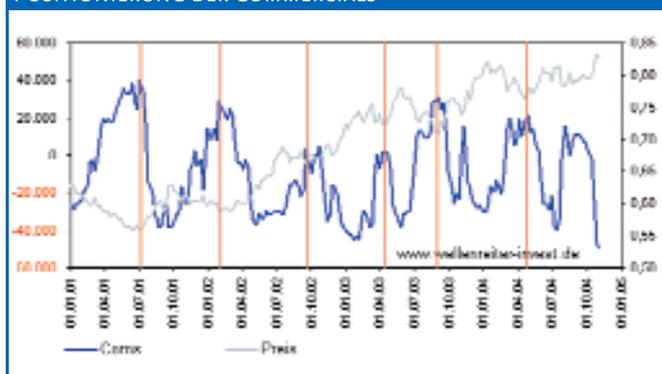
2. Trendwenden durch Extrempositionierungen

Abb. 6 mit dem Kursverlauf des S&P 500 seit 1987 zeigt an, daß die Commercials im Laufe des Jahres 2000 immer stärker auf die Shortseite gewechselt sind, und damit war bei einer relativen Betrachtung frühzeitig erkennbar, daß die kommerziellen Akteure eine wachsende bearische Grundhaltung gegenüber dem S&P 500 einnehmen, die signifikant höher ausfiel als in den Vorjahren. Sind Märkte hingegen eher trendlos, so lieferte Abb. 8 mit dem Positionierungsverhalten der Commercials bei Mais ein weiteres Beispiel für ein frühzeitiges Erkennen eines nahenden Trendwechsels.

3. Korrekturen in Bullenmärkten zum Einstieg nutzen

In einem Bullenmarkt stellen Korrekturen immer eine gute Einstiegsgelegenheit dar. Um diese nutzen zu können, muß man erkennen können, wann diese enden.

Abb. 11: CHARTVERLAUF SCHWEIZER FRANKEN SEIT 2001 MIT POSITIONIERUNG DER COMMERCIALS



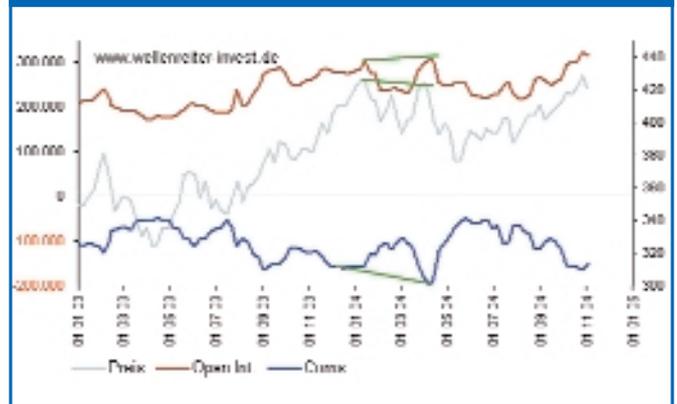
Die Preishausse des Schweizer Franken gegenüber dem US-Dollar (Abb. 11) begann in der zweiten Jahreshälfte 2001. Wann immer die Commercials während der Preishausse per Saldo wieder auf der Longseite positioniert waren, war ein Preistief unmittelbar nahe.

4. Erkennen von Divergenzen

In Abb. 10 wurde anhand des Goldpreises ein Beispiel erläutert, wie insbesondere im Rohstoffbereich die Entwicklung des

Open Interest ein wichtiger Indikator sein kann. Modifiziert man diesen Chart leicht, indem man die Positionierung der Commercials hinzunimmt, dann ist eine negativere Positionierung der Commercials bei gleichen Preisen eine negativ zu wertende Divergenz, die ein Verkaufssignal darstellt (Abb. 12).

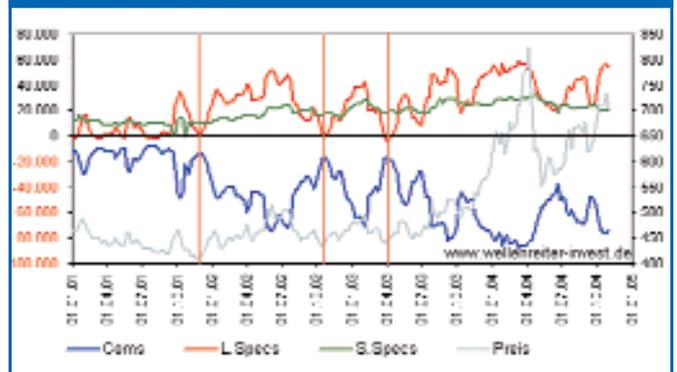
Abb. 12: MODIFIZIERUNG VON ABB. 10



5. Besonderheiten von Märkten beachten

Eine Besonderheit stellt der Silbermarkt dar, da die Commercials in diesem Markt auch während der Preisbaisse der 80er und 90er Jahre nie per Saldo long positioniert waren (Abb. 13). Um in diesen Märkten ein Einstiegssignal finden zu können, ist es notwendig, eine Engstelle bei der Positionierung der Commercials und der Großspekulanten zu finden.

Abb. 13: CHARTVERLAUF SILBER UND POSITIONIERUNG ALLER TEILNEHMER SEIT 2001

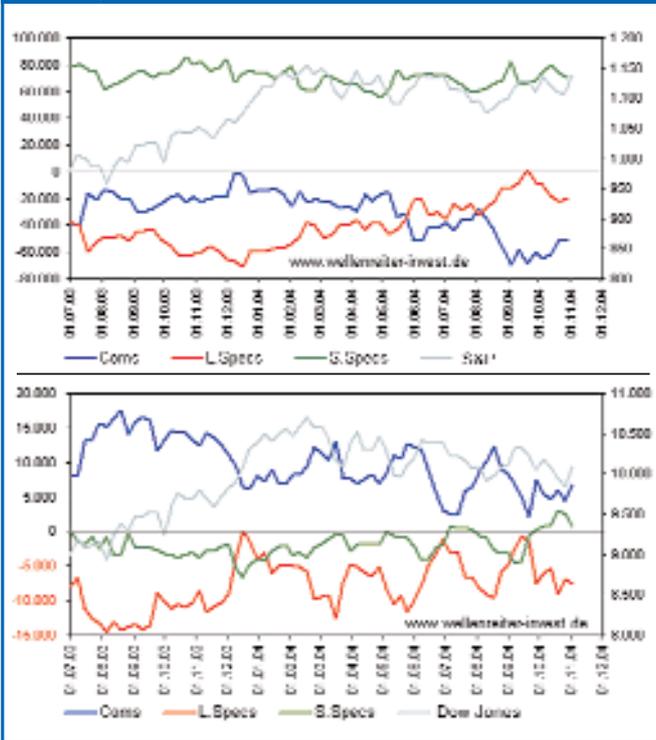


Eine Engstelle bei der Positionierung bildete sich zu Beginn der Preishausse bei Silber, wenn die Großspekulanten ihre Long-Positionierung vollständig abgebaut hatten und die Commercials nur marginal short positioniert waren. Diese Konstellation lag an den Preistiefs im Winter 2001 sowie im Winter 2002 und im Frühjahr 2003 vor. Im Laufe der Hausse hat sich dieses Niveau nach oben verschoben, und Preistiefs im Winter 2003 und im Juni 2004 ergaben sich bereits bei einer Long-Positionierung der Großspekulanten von ca. 20.000 Kontrakten. Dieses Beispiel verdeutlicht auch, daß sich in einem Bullenmarkt die Grenzen der Commercials und Großspekulanten nach oben hin verschieben und andere Einflußgrößen wie eine saisonale Zyklik unbedingt beachtet werden müssen.

6. Bestätigung und Nicht-Bestätigung eines Signals durch Paarbildung

Dieser Aspekt ist eminent wichtig, da sich durch die Bestätigung eines Kaufsignals in einem Future durch einen Future der gleichen Gattung ein sehr starkes Signal für den jeweiligen Markt ergibt (Abb. 14).

ABB. 14: S&P 500 (OBEN) UND DOW JONES INDUSTRIAL (UNTEN) SEIT 2. HJ 2003 MIT POSITIONIERUNG DER HÄNDLERGRUPPEN

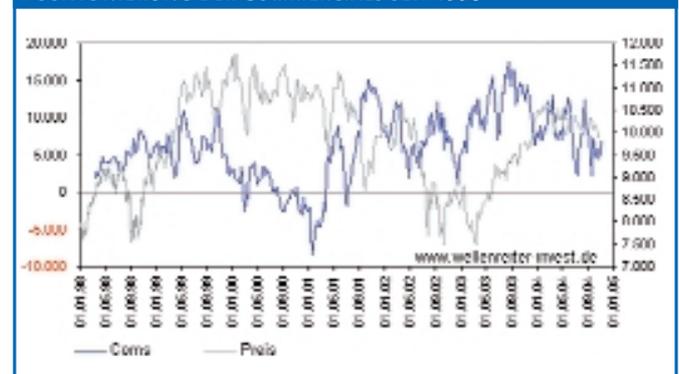


Die Positionierung der Commercials im Dow Jones erreichte während der Korrekturphase im Sommer 2003 bereits Anfang August eine auf Rekordniveau befindliche Long-Positionierung auf Basis der letzten fünf Jahre. Diese extreme Long-Positionierung wurde durch die Positionierung der Commercials im S&P 500 zu diesem Zeitpunkt nicht bestätigt. Erst die nochmalige Preiskorrektur im September sorgte dann auch für ein Kaufsignal im S&P 500 auf relativer Basis, da die Short-Positionierung der Commercials auf das niedrige Ausgangsniveau der Rally im März 2003 zurückging. Dies war dann der Startschuß für die Jahresendrally bis in den Januar 2004. Daher ist es sinnvoll, wenn man ein Signal in einem Markt mit einem anderen Markt des gleichen Gebietes kombiniert, um Fehlsignale zu eliminieren. Mit dieser Methode, innerhalb der US-Standardaktienindices beide großen Indices zu analysieren, war es zudem möglich, Longsignale für den US-Aktienmarkt zu erkennen.

In der Preisbaisse ab 2000 konnte im September 2001 ein starkes Longsignal für den Dow Jones Industrial erkannt werden, da die Commercials nicht nur per Saldo long waren, sondern zudem stärker long positioniert waren als in den Vorjahren (Abb. 15). Ebenso erreichte die Long-Positionierung der Commercials im März 2003 das höchste Niveau seit September 2001, und diese Rekordpositionierung auf Sicht der letzten 18

Monate verknüpft mit der niedrigsten Short-Positionierung der Commercials im S&P 500 seit 2000 ergab ein weiteres starkes Handelssignal. Das Übertreffen dieser signifikanten Long-Positionierung während der Korrekturphase der US-Standardaktienindices im Sommer 2003 war darüber hinaus das Zeichen für eine Fortdauer der Aufwärtsbewegung. Eine solche Paarbildung wie bei den US-Standardaktienindices ist auch in anderen Märkten sinnvoll. Im Währungsbereich ist es z.B. sehr sinnvoll, die Positionierung der Commercials im Euro gegenüber dem US-Dollar mit der Positionierung der Commercials im Schweizer Franken zu vergleichen, da dieser exakter funktioniert.

ABB. 15: CHARTVERLAUF DOW JONES INDUSTRIAL MIT POSITIONIERUNG DER COMMERCIALS SEIT 1998



Interpretation der aktuellen Daten

Die beiden Haupteinflußgrößen auf die Entwicklung des US-Aktienmarktes in 2004 waren die Entwicklung des Erdölpreises und die Entwicklung des US-Dollars. Diese beiden Faktoren korrelieren beide invers zum Aktienmarkt: Ein steigender Erdölpreis bzw. US-Dollar ging einher mit einem fallenden Aktienmarkt und vice versa. Die CoT-Daten zeigen an, daß vor allem steigende Energiepreise auch im kommenden Jahr ein Thema an den Märkten sein werden. Zudem steht der US-Dollar vor einer größeren temporären Erholung (siehe Interview mit Larry Williams). Die seit Ende Oktober laufende Rally am Aktienmarkt dürfte nur noch ein begrenztes Potential aufweisen. Das Chance/Risiko-Verhältnis im US-Aktienmarkt ist angesichts der bearishsten Positionierung der Commercials im S&P 500 seit 28 Monaten zumindest auf Sicht der kommenden Wochen als sehr ungünstig einzustufen.

Fazit

Die CoT-Daten sind ein Hilfsmittel für einen Top-down-Ansatz, um Chancen und Risiken eines Marktes einzuschätzen und die eigene Investitionsquote festzulegen. Sie stellen zudem einen Filter dar, um beim Erkennen von Extrempositionen auf Ein- oder Mehrjahressicht auf Märkte aufmerksam zu werden, die über Potential auf der Long- oder Shortseite verfügen. Insofern sind die Daten als vorauslaufender Indikator gegenüber der Preisentwicklung einzustufen und können daher den Betrachter für einen nahenden Trendwechsel rechtzeitig sensibilisieren. Damit eignen sich die Daten insbesondere für ein Swing-Trading. Ab der kommenden Ausgabe finden Sie eine regelmäßige CoT-Rubrik im Smart Investor.

„...Siehste, das bin ich mit dem Acampora!“

Eindrücke vom Welt-Kongreß der Technischen Analysten Anfang November in Madrid



v.l.n.r: Gerald Butrimovitz, Martin Pring, John Murphy, John Bollinger, Bruno Esthier, Josep Codina

Vor 500 Jahren zogen Spanier aus, sie eroberten und besiedelten eine neue Welt. Dies war der Beginn von dem, was wir heute als Globalisierung bezeichnen. Um sich nicht gegen den Trend zu stellen, trauen sich inzwischen selbst so lichtscheue Gestalten wie Technische Analysten einmal im Jahr aus ihrem stillen Kämmerlein hinaus in die weite Welt. Die Globalisierung von Technischen Analysten manifestiert sich alljährlich im Treffen des Weltverbandes IFTA (International Federation of Technical Analysts: www.ifta.org), das heuer in Madrid stattfand.

Große Namen

Der Kongreß war angekündigt als ein Event der großen Namen (innerhalb der Technischen Analyse). Unter den publikumswirksamen Deckmänteln von Ralph Acampora, John Bollinger, John Murphy, Perry Kaufman, David Krell und Martin Pring diskutierten die Teilnehmer rege über Methoden, Ansätze und Untersuchungen der Technischen Analyse. Der breiten Masse sind Technische Analysten durch ihr wirres Auftreten mit Lineal und spitzem Bleistift bekannt. Der spanische Verband Technischer Analysten präsentierte in dem dreitägigen Event einen kompletten Querschnitt über die aktuellen Strömungen in der Technischen Analyse. Zu den traditionellen Techniken gesellten sich im wesentlichen zwei Haupttrends:

Schwerpunkt Behavioral Finance

Häufig wurde der spitze Bleistift der Chartisten gegen einen Computer eingetauscht, und mit ihm hielten statistische Methoden Einzug in das traditionelle Methodengerüst. Die Anwendung von Nearest Neighbor-Mustererkennung (Jorge Bolivar), genetischen Algorithmen (Perry Kaufman) und rechnergestützten Handelsmodellen (Matthieu Gilbert) zeigen, wie sehr die unterschiedlichen Disziplinen der Datenanalyse inzwischen miteinander verwachsen sind. Als zweiter Trendsetter entpuppte sich die Behavioral Finance. Diese stellt die Anlegerpsychologie in den Mittelpunkt und sieht im menschlichen Verhalten – mit all seinen Vorzügen und Beschränkungen – das vorrangige Erklärungsmuster für Kursbewegungen. In Madrid gab es vier Vorträge zur Behavioral Finance, darunter auch den einzigen Beitrag der deutschen Analystengemeinde von Manfred Hübner und Rolf Wetzler.

Was sonst noch lief

Traditionell ist eine IFTA-Konferenz auch eine Plattform für japanische Analysten. Hiroshi Okamoto und Yoshito Testuda stellten eine interessante Methode der Kurszielbestimmung durch charttechnische Dreiecke vor. Einen herausragenden Beitrag über die Kunst asiatischer Analysten steuerte Rick Besignor bei, Chef-Techniker bei Morgan Stanley (USA), als er über die sehr interessante, aber für westliche Leser eher unaussprechliche Ichimokukinkhouyou-Charttechnik sprach. Die restlichen Vorträge drehten sich vor allem um die Themen: Momentum-Strategien, Elliott Wave, Risk Management, Portfolio-Theorie und die Beziehung zwischen praktizierenden Technischen Analysten und Akademikern. In vielen Vorträgen konnten vor allem spanische Analysten ihr Können unter Beweis stellen. Alle Vorträge stehen auf der Homepage des spanischen Verbands Technischer Analysten zum Download zur Verfügung (www.aeatonline.com).



Ralph Acampora (2.v.l.), der Star unter den Technischen Analysten, zusammen mit den VTAD-Mitgliedern Johann Schmalhofer (l.), Manfred Hübner (2.v.r.) und Rolf Wetzler (r.) auf dem IFTA-Kongreß in Madrid

Fazit

Das Konzept der Konferenz ging auf. Die Zugpferde sorgten wie geplant für ausverkaufte Hallen, auch wenn die innovativeren Vorträge von anderen Sprechern gehalten wurden. Allein die Anwesenheit der populären Analysten und Buchautoren sorgte für eine gute Stimmung, mit vielen kleinen Gesprächen und Familienfotos für den Nachweis „...siehste, das bin ich mit dem Acampora“. Zudem wurde die Konferenz mit einem ansprechenden Kulturprogramm unterlegt, so daß dem Teilnehmer auch Eindrücke aus der spanischen Hauptstadt in Erinnerung bleiben. Nun steht den Technikern wieder der einjährige Rückzug in ihr stilles Kämmerlein bevor, ehe dann im nächsten November ein erneuter Globalisierungsschock ins Haus steht. Rund 500 Jahre nach den Spaniern drängt es dann wieder eine Gruppe unerschrockener Techniker hinaus in die neue Welt, um Neues und Bewährtes über ihre Disziplin zu erfahren. Vancouver und die kanadische Vereinigung Technischer Analysten werden sie dann willkommen heißen.

Rolf Wetzler

NACHHALTIGES INVESTIEREN

„Die Lebenswelten fallen auseinander“

Smart Investor im Gespräch mit Dr. Friedrich Glauner, Philosoph, Unternehmensgründer und Strategieberater, über Nachhaltigkeit in der Wirtschaft, immaterielle Werte und „unheilige Allianzen“

Smart Investor: Dr. Glauner, in Ihrem Vortrag* erwähnten Sie, daß Sie einen neuen Kondratieff-Zyklus nicht erkennen könnten. Erläutern Sie uns das doch bitte.

Glauner: Meiner Einschätzung nach sind Kondratieff-Zyklen gekoppelt an das Bild einer linearen Wirtschaftsentwicklung. Am ehesten würde man im Bereich Gesundheitstechnik nach der sogenannten sechsten Welle suchen. Wenn man sich aber die demographischen und ökonomischen Wirtschaftsentwicklungen auf globaler Ebene ansieht, wird man feststellen, daß die Lebenswelten auseinanderfallen: Ein beträchtlicher Anteil der Bevölkerung wird mangels ökonomischer Ressourcen an den Fortschritten auf diesem Gebiet nicht teilnehmen können. Zudem wird der Pharmaindustrie allmählich klar, daß sie jahrzehntelang alimentiert wurde durch überbordende Gesundheits- und Vorsorgesysteme – die in absehbarer Zeit kollabieren werden. Deren Nachfolgesysteme aber werden nicht mehr die Mittel haben, dies in dem Umfang weiterzuführen. Interessant sind Konglomerate aus Pharma- und Nahrungsmittelunternehmen oder auch Kosmetik- und Nahrungsmittelindustrie.

Smart Investor: Bezüglich der Konglomerate fiel der Begriff „horizontale Kooperationsstruktur“ – bei welchen Unternehmen erkennen Sie solche Strukturen?

Glauner: Es existieren sogenannte unheilige Allianzen, bei denen ein bestehender Markt einvernehmlich unter den dominierenden Anbietern aufgeteilt wird. Dies sind z.B. Nestlé und Danone auf dem Gebiet des globalen Wassermarktes. Verbraucher gehen beim Einkauf im Getränkemarkt davon aus, daß mehrere Dutzend Marken untereinander in Konkurrenz stünden – dabei sind es überspitzt formuliert tatsächlich nur zwei riesige Anbieter mit ihren vielen Produkten.

Smart Investor: Es gibt weitere Beispiele cleveren Wirtschaftens: der Handel mit immateriellen Werten. Diese geben doch aber nur in Anwendungen auch Sinn. Haben Sie Beispiele?

Glauner: Das Beispiel von Bill Gates, der vor zehn Jahren das Fotoarchiv des Museum of Modern Arts kaufte, ist überaus aufschlußreich. Er hat sehr früh erkannt, daß die Tendenz dahin geht, nicht mehr ein Produkt zu verkaufen, sondern Content oder auch Rechte an Inhalten. Als solche sind sie wertbehaftet und verfügen nicht nur über einen Marktwert, sondern auch über Weltbildprägefunktionen. Wer diese richtig einschätzt, kann mit diesen Werten entsprechende Marktmanipulationsmaßnahmen frühzeitig einleiten.

Smart Investor: Was sollte für Unternehmen überhaupt der Anreiz sein, nachhaltig oder moralisch zu wirtschaften?

Glauner: Wenn es kleineren Unternehmen gelingt, eine eigene Wertewelt aufzubauen, wird das dazu beitragen können, daß sie überleben. Insbesondere gilt dies für jene Unternehmen, die sich auf die bewußten Kunden konzentrieren. Auf der Ebene der Großunternehmen sieht dies anders aus. Ab einer bestimmten Größe kann ein Unternehmen eigentlich keinen Schiffbruch mehr erleiden, von Ausnahmen mal abgesehen. Allein die Zinsgenerierung würde in den meisten Fällen schon ein Überleben sichern, Großunternehmen können sich deshalb nach einem Fehlschlag viel leichter wieder fangen.

Smart Investor: Hätten Sie auch Beispiele?

Glauner: Beispiel auch hier: Microsoft, die das Internetzeitalter anfangs verschlafen hatte. Nichtsdestotrotz gibt es auch positive Beispiele bei größeren Unternehmen. Porsche-Vorstand Wendelin Wedekind macht den Eindruck, daß er Positives bewegen möchte, und auch Alfred Herrhausen, Vorstand der Deutschen Bank, der 1989 einem Bombenanschlag zum Opfer fiel, hatte sehr klare moralische Vorstellungen – deshalb vielleicht auch die Gerüchte, daß er gar nicht von der RAF ermordet wurde.

Smart Investor: Herr Glauner, vielen Dank für das interessante Interview.

Interview: Falko Bozicevic



Dr. Friedrich Glauner, 44, ist Unternehmensgründer der Pur Aqua Services AG sowie Vertriebsleiter der Pharmos Natur GmbH und autorisierter Coach für KMUs (kleine und mittelgroße Unternehmen) im Conworks-Unternehmerverbund. Er war u.a. als Dozent an der European Business School sowie bei mehreren Gesellschaften als Coach und Strategieberater tätig.

*) Das Interview fand am Rande seines Vortrages „Netzwerke gründen: Chancen für ein nachhaltiges Unternehmertum in der nachmodernen Gesellschaft“ im Rahmen einer Veranstaltung der Umwelt-Akademie e.V. in München statt.

DERIVATE

Go East!

Die Produktpalette für den osteuropäischen Raum umfaßt inzwischen zahlreiche Produkte, mit denen die Umsetzung differenzierter Strategien möglich ist.

Indices als Grundgerüst

Der niederländische Emittent ABN Amro ermöglicht die Investition in die Leitindices der Börsen in Budapest, Moskau, Prag und Warschau. Die vier zugrundeliegenden Benchmarks sind der BUX, der RDX, der PXD und der WIG 20. Jedes Zertifikat bildet den Index 1:1 ab, jedoch unterliegt keines einer Laufzeitbeschränkung. So kann der Anleger problemlos in einen Index, etwa den tschechischen PXD (WKN: 393 752), investieren und sich auf diese Weise Schwergewichte wie Cesky Telekom, Unipetrol oder CEZ (siehe auch Emerging Markets-Aktie S. 35) ins Depot legen. Die Raiffeisen-Centrobank wiederum entwickelte ein Indexzertifikat auf den von der Wiener Börse berechneten CECE-Index, der sich aus 26 Aktien der Börsen Budapest, Prag und Warschau zusammensetzt. Der CECE-Index hat sich in den letzten Jahren zu einer der wichtigsten Meßlatten für die drei Hauptbörsen entwickelt – er steht immerhin für eine Marktkapitalisierung von 30 Mrd. Euro.

Gehebelte Volatilität

Darüber hinaus bietet die ABN Hebelzertifikate auf den russischen Leitindex RDX an. Der Investor kann hier sowohl auf steigende als auch auf fallende Kurse spekulieren und sich so mit einem begrenzten Einsatz die teilweise erhebliche Volatilität des dortigen Marktes zunutze machen, die seit dem Yukos-Chaos noch zugenommen hat. Wem das an Nervenkitzel noch nicht genug ist, dem bietet die ABN zusätzlich noch Mini

Long Zertifikate auf den russischen Ölriesen Lukoil und den auch von uns favorisierten Rohstoffkonzern Norilsk Nickel an. Parallel zu rußlandbasierten Produkten ist ein gehebeltes Engagement auf den ungarischen Hungarian Traded Index (HTX) möglich. Hierzu greift der Anleger auf den Call-Optionsschein (WKN: GS8 PT9) der amerikanischen Investmentbank Goldman Sachs zurück, der bis Mitte April 2005 läuft und einen Hebel von 7,84 aufweist. Im HTX sind die neun größten ungarischen Unternehmen wie die OTP Bank, der Ölkonzern MOL, der Pharmakonzern Gedeon Richter oder der Telekommunikationsanbieter Matav enthalten. Begonnen wurde die Berechnung des Index am 7. Januar 1996, ziemlich genau drei Jahre vor dem CECE-Index.

Individualisierte Körbe

Für ein Investment in den osteuropäischen Kernmärkten Ungarn, Polen und Tschechien hat die Raiffeisen-Centrobank das East Winner Garantiezertifikat begeben, welches wir im Smart Investor 10/2004 ausführlich vorgestellt haben. Die französische Großbank Société Générale indes emittierte das Basket-Zertifikat auf den SG Eastern Europe Index, der sich aus jeweils drei nach der Marktkapitalisierung schwersten Werten der vier oben bereits erwähnten Börsen zusammensetzt. Die Laufzeit endet im Januar 2008. Da die 12 Titel mit jeweils 8,33 % gewichtet sind, wird das Einzelwerterisiko eingegrenzt. Die Ländergewichtung ist weniger ausgeglichen, so fallen die sechs Aktien aus Rußland und Tschechien mit 42 % ins Gewicht. Von den Branchen her sind, fast schon osteuropatisch, die Rohstoffbranche mit 32 % und der Bankensektor mit 25 % enthalten. Der Index wird halbjährlich entsprechend den Veränderungen in der Marktkapitalisierung angepaßt. Eine ganz ähnliche Konstruktion bietet wiederum Goldman Sachs mit dem New EU-Entrants Basket-Zertifikat (WKN: GS0 AFZ) an. Hierbei ist der Korb jedoch fest fixiert, und die Laufzeit endet bereits im März 2007.

Fazit

Mit dem dargestellten Produktangebot lassen sich für den Anleger vielfältige Strategien in Osteuropa umsetzen. Vor allem die Indexprodukte ermöglichen die Partizipation an den ökonomischen Wachstumsszenarien, da hier das Einzelwerterisiko prak-

tisch ausgeschlossen werden kann. Die vorgestellten Aktienkörbe wiederum ermöglichen dem Privatanleger ein stärker focussiertes Engagement. Da meist die bekannten Standardwerte mit von der Partie sind, dürfte die Entscheidung zwischen größtenteils marktengen und nicht immer fair gepreisten Aktien und einem transparent zusammengestellten Zertifikat nicht sonderlich schwer fallen.

Tobias Karow

AUSWAHL AN ZERTIFIKATEN UND OPTIONSSCHEINEN

EMITTENT	BASISWERT	TYP	LAUFZEIT	WKN	HEBEL
ABN AMRO	RDX RUSSLAND	ANLAGEZERTIFIKAT	OPEN END	852 670	1
ABN AMRO	BUX UNGARN	ANLAGEZERTIFIKAT	OPEN END	393 751	1
ABN AMRO	PXD TSCHECHIEN	ANLAGEZERTIFIKAT	OPEN END	393 752	1
ABN AMRO	WIG 20 POLEN	ANLAGEZERTIFIKAT	OPEN END	393 750	1
ABN AMRO	RDX LONG	HEBELZERTIFIKAT	OPEN END	A0C LWK	3,7
ABN AMRO	RDX SHORT	HEBELZERTIFIKAT	OPEN END	ABN 0HG	2,0
ABN AMRO	LUKOIL LONG	HEBELZERTIFIKAT	OPEN END	ABN 1QE	2,3
GOLDMAN SACHS	NEW ENTRANTS OSTEUROPA	BASKETZERTIFIKAT	MRZ 07	GS0 AFZ	1
RAIFFEISEN-CENTROBANK	CECE	ANLAGEZERTIFIKAT	OPEN END	163 144	1
RAIFFEISEN-CENTROBANK	EAST WINNER	GARANTIEZERTIFIKAT	SEP 11	985 113	1
SOCIÉTÉ GÉNÉRALE	EASTERN EUROPE	BASKETZERTIFIKAT	NOV 08	A0A MYL	1
SOCIÉTÉ GÉNÉRALE	HTX	OPTIONSSCHEIN	APR 05	621 449	7,8

DERIVATE

Satt abgeräumt

ZertifikateAward 2004: Deutsche Bank zum dritten Mal Gesamtsieger in der Jurywertung. Richtig abgeräumt haben auch die ABN Amro und Sal. Oppenheim. Für seine besonderen Verdienste um die Zertifikate-Kultur erhielt Dr. Wolfgang Gerhardt den erstmals vergebenen Ehrenpreis.

Wohlverdiente Auszeichnungen

Am 10. November war es wieder soweit. Die Zertifikatebranche feierte sich und wurde im Beisein von rund 250 Bankenvertretern, Vermögensverwaltern und Fachjournalisten durch DIE WELT und das ZertifikateJournal in diversen Kategorien mit den heiß begehrten und zweifellos zu Recht vergebenen ZertifikateAwards 2004 ausgezeichnet.

Deutsche Bank vor ABN und Sal. Oppenheim

Wie bereits in den beiden Vorjahren sammelte die Deutsche Bank dabei in neun Wertungskategorien insgesamt die meisten Punkte und wurde damit Gesamtsieger im „Streit“ um den besten Emittenten 2004. Neben drei zweiten Plätzen überzeugte Deutschlands größtes Geldhaus besonders durch seine Topplatzierung in den Kategorien „Anleger-Service“ und „Index-Zertifikate“. In der Gesamtwertung an zweiter Stelle folgte ABN Amro. Die niederländische Bank glänzte insbesondere in der Rubrik „Themen-Zertifikate“ und bei den Knock-out-Produkten. Ebenfalls mit zwei ersten Plätzen in den Unterkategorien konnte Sal. Oppenheim in der Gesamtwertung die Bronzemedaille erringen. Besonders gelobt wurde die Privatbank dabei erneut für ihre Bonus-Papiere. Nachdem dieser Zertifikatetyp in 2003 noch der Kategorie „Innovation des Jahres“ zugeordnet war, wurde ihm aufgrund seines Erfolgs nun eine eigene Rubrik gewidmet. Auch bei den Discountern gelang es Sal. Oppenheim, die 20köpfige Fachjury zu überzeugen.

Kein Mangel an Innovationen

Zur Innovation des Jahres wurden die im Frühjahr erstmals aufgelegten Vario-Zertifikate der UBS Investmentbank gewählt. Als renditestarker Festgeldersatz überzeugten sie nicht nur die Fachjury, sondern auch die Leser der WELT und des Zertifikate-Journals, die das noch junge Produkt bei der Wahl zum Zertifikat des Jahres mit der Bronzemedaille prämierten. In beiden Kategorien den zweiten Platz belegte das Oil Buffer-Zertifikat von JP Morgan, mit dem sich bei moderatem Risiko auf weiter stei-

gende Ölpreise spekulieren läßt. Vom Publikum zum Produkt des Jahres gekürt wurden die Express-Zertifikate der HypoVereinsbank. Für Seitwärtsmärkte konstruiert, kombinieren sie Ertragschancen von bis zu 8 % mit hohem Kapitalschutz. Wie im Vorjahr wurde die DZ BANK zum Zertifikate-Haus des Jahres gewählt.

Ehrenpreis für Verdienste um die Zertifikate-Kultur

Erstmals vergab die Jury zudem einen personenbezogenen Ehrenpreis, der unter tosendem Beifall an Dr. Wolfgang Gerhardt von Sal. Oppenheim verliehen wurde. Gerhardt wurde damit für sein branchenübergreifendes Engagement um die Zertifikate-Kultur ausgezeichnet, das Laudator Christian Röhl wie folgt beschrieb: „Sie halten begeisternde Seminare, verfassen fundierte Zeitungsbeiträge, sind in der Lehre aktiv und beackern auch noch regulatorische Themen wie EU-Prospekt-Richtlinie oder Steuern – Sie „leben“ Zertifikate und vereinen in Ihrer Person genau das, was diese Branche für den endgültigen Durchbruch braucht: Nachhaltigkeit, Seriosität und Inspiration.“

Martin Ahlers



Ehrenpreisgewinner Dr. Wolfgang Gerhardt (Sal. Oppenheim) in der Mitte des Moderatenduos Christian Röhl (ZertifikateJournal; links) und Carl Graf Hohenthal (stellv. Chefredakteur der WELT)

DIE ERGEBNISSE IM ÜBERBLICK			
JURYWERTUNG	1. PLATZ	2. PLATZ	3. PLATZ
GESAMTWERTUNG	DEUTSCHE BANK	ABN AMRO	SAL. OPPENHEIM
ANLEGER-SERVICE	DEUTSCHE BANK	UBS INVESTMENT BANK	SAL. OPPENHEIM
INDEX-ZERTIFIKATE	DEUTSCHE BANK	ABN AMRO	HYPovereinsbank
STRATEGIE-ZERTIFIKATE	GOLDMAN SACHS	DEUTSCHE BANK	HYPovereinsbank
THEMEN-ZERTIFIKATE	ABN AMRO	RAIFFEISEN CENTROBANK	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE
KAPITALSCHUTZ-ZERTIFIKATE	DZ BANK	DEUTSCHE BANK	JP MORGAN
DISCOUNT-ZERTIFIKATE	SAL. OPPENHEIM	UBS INVESTMENT BANK	DEUTSCHE BANK
BONUS-ZERTIFIKATE	SAL. OPPENHEIM	HYPovereinsbank	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE
KNOCK-OUT-PRODUKTE	ABN AMRO	DEUTSCHE BANK	COMMERZBANK
INNOVATION DES JAHRES	VARIO-ZERT. (UBS)	OIL BUFFER-ZERT. (JP MORGAN)	SAL. OPPENHEIM
PUBLIKUMSPREIS	1. PLATZ	2. PLATZ	3. PLATZ
EMITTENT DES JAHRES	DZ BANK	HYPovereinsbank	SAL. OPPENHEIM
ZERTIFIKAT DES JAHRES	EXPRESS-ZERT. (HVB)	OIL BUFFER-ZERT. (JP MORGAN)	VARIO-ZERT. (UBS)

PRINZIPIEN DES MARKTES

Die Jahresendrally im Dax

Ein saisonales Muster mit Pep

Sommerrally, Herbst rally, Jahresendrally: Oft hört man solche Begriffe, auch wenn es sich nicht um eine jahreszeitlich bedingte Kurssteigerung handelt. Zwar kann eine Rally zu jeder Jahreszeit auftreten, allein dadurch wird sie jedoch nicht zu einem saisonalen Phänomen. Sommer und Herbst sind im Mittel keine besonders guten „Jahreszeiten“ für die Börse. Was also ist ein saisonales Muster?

Begriffsbestimmung

Von einem saisonalen Muster kann man sinnvollerweise nur sprechen, wenn eine Bewegung typisch ist für eine Jahreszeit. Zwischen zwei kalendarisch festgelegten Tagen, bezüglich der Jahresendrally also am Jahresende, sollte diese Kursbewegung im Mittel auftreten. Wünschenswert ist ferner, wenn dies in der Mehrzahl der Jahre geschieht.

Chartdarstellung

Der Chart zeigt den jahreszeitlichen Verlauf des Dax (vor 1988: Dafox) ab 1974. Die rechte Skala drückt aus, wie der Dax sich im Durchschnitt aller Jahre zu einer bestimmten Jahreszeit prozentual verändert hat. Der Chart bestätigt deutlich, daß insbesondere von einer Herbst rally nicht gesprochen werden kann. Durchschnittlich verlor ein Anleger sogar während dieser Jahreszeit. Ganz anders sieht es zum Jahresende aus: Dort gewann man überproportional, wenn man am 15. Dezember einstieg und die Position bis zum 6. Januar hielt.

Statistische Signifikanz

Der durchschnittliche Gewinn lag bei stattlichen 3,3 % in nur 12 Handelstagen. Würde der Dax zu jeder Jahreszeit so gut performen, so stiege er im Mittel um fast 100 % p.a.! Eine solche Jahresendrally fand in 26 von 30 Fällen statt. Nur vier Mal traten Verluste auf, zuletzt 2002/2003. Die stärksten Verluste während der Untersuchungsperiode gab es 1990/1991 mit 8 %. Erweitert man den Untersuchungszeitraum zurück bis Mitte der 50er Jahre, verringert sich die Trefferquote geringfügig von 87 % auf 81 % (bzw. 39 aus 48 Fällen).

Alles nur Zufall?

Auch so gute statistische Kennziffern könnten Ergebnis bloßen Zufalls sein, wenn kein kausaler Zusammenhang vorläge. Oft kann man an der Börse nur mehr oder minder fundierte Vermutungen über die Ursachen von Kursbewegungen anstellen, da man als Anleger die tatsächlichen Entscheidungsgründe

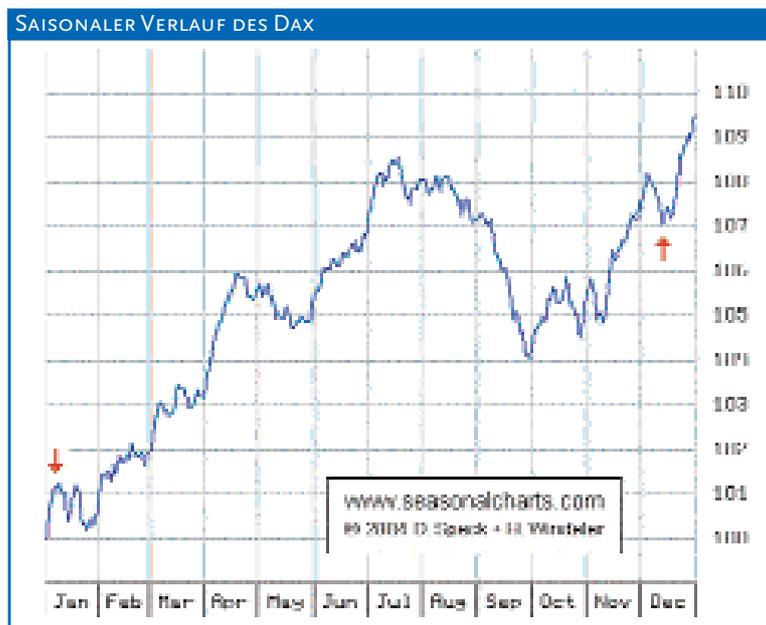
der anderen Anleger nicht kennt. Bezüglich der Jahresendrally gibt es mehrere Faktoren, die den kalendarischen Zusammenhang zwischen der Jahreszeit und der Kurstendenz begründen. Dazu zählen die gute Stimmung über die Feiertage, Neudisponierungen anlässlich des Jahreswechsels und institutionelle Käufe zum Stichtag am Jahresende für die Gewinnausschüttung von sehr vielen Fonds.

Anlegernutzen

Die unterschiedlichsten Anlegergruppen können saisonale Muster nutzen. Der Daytrader dürfte seine Gewinnwahrscheinlichkeit erhöhen, wenn er während der Jahresendrallye bevorzugt long geht. Der mittelfristige Anleger kann das Muster direkt handeln. Er sollte das Risiko durch Verlustbegrenzungsmaßnahmen (wie Stop Loss) begrenzen. Der Langfristanleger kauft seine Positionen tendenziell bereits Mitte Dezember und tätigt geplante Verkäufe erst Anfang Januar.

Fazit

Die Jahresendrallye trägt ihren Namen zu Recht. Es handelt sich um ein ziemlich stabiles Muster mit gut fundierten statistischen Kennziffern. Sie ist diesbezüglich den meisten Börsenprognoseverfahren voraus. Dennoch ist auch sie nicht vollkommen. Insbesondere gab es Ausnahmejahre, und es wird sie wieder geben.



Dimitri Speck

www.seasonalcharts.com

DAS GROSSE BILD

Gespaltenes Sentiment

Seit der letzten SI-Ausgabe ist einiges passiert: Der bisherige US-Präsident hat auch die diesjährige Wahl gewonnen, die Aktienmärkte haben daraufhin charttechnische Kaufsignale gegeben, und das Sentiment ist gespalten wie noch nie.

It's the security, stupid!

Nun hat es George W. Bush also wieder geschafft. Wie unsere Titelgeschichte vor einem Monat belegt, wurde Smart Investor vom Ergebnis der US-Wahl nicht wirklich überrascht. Hatte Bill Clinton während seines Wahlkampfes seinerzeit noch die Wirtschaftspolitik als ausschlaggebend hervorgehoben – sein Ausspruch „It's the economy, stupid!“ bleibt wohl auf ewig unvergessen –, so setzte Bush voll auf das Thema Terrorismus bzw. Sicherheit und hatte damit Erfolg. Auch wenn er es offiziell nicht so ausgesprochen hat, sein Motto lautete offenbar: „It's the security, stupid!“ Alle Schlußfolgerungen, die wir vor einem Monat aus einer hochwahrscheinlichen Wiederwahl Bushs ableiteten, gelten aus unserer Sicht also nach wie vor, als da wären: Eine weiterhin äußerst expansive Finanzpolitik mit dementsprechender deutlicher Zunahme der US-Neuverschuldung, ein nochmals verschärfter außenpolitischer Kurs – die Benennung von Condoleezza Rice zur neuen Außenministerin kann ganz klar in diese Richtung gedeutet werden – sowie innenpolitisch noch mehr Überwachung und Einschränkung der Bürgerrechte. Ein langfristig orientierter Investor sollte all diese Punkte mit in seine Überlegungen einbeziehen.

die Frage, ob nun „goldene Wochen“ bevorstehen. Zwar gehen wir, wie in den letzten Monaten immer wieder beschrieben, davon aus, daß nach dem einjährigen Seitwärtstrend bei den Aktien die anschließende große Bewegung nach oben stattfinden wird. Allerdings sehen wir gute Gründe dafür, den Beginn dieses neuen Bullenmarktes erst im kommenden Jahr zu erwarten. Folglich ist die bisher zu beobachtende positive November-Performance unserer Ansicht nach nicht bis zum Jahresende hin fortzuschreiben. Hier die Gründe für unsere Zurückhaltung:

„Überkauftheit“

Aufgrund der Rally der letzten Wochen muß der S&P 500 und mit ihm viele andere Märkte als „heiß gelaufen“ bezeichnet werden, zu deutsch: Der S&P 500 hat sich weit von seinem Durchschnittskurs (in Abb. 1: über 200 Tage Gleitender Durchschnitt; blau gefärbt) entfernt, womit die Gefahr eines Rückfalls in Richtung dieses 200-T-GDs tendenziell größer geworden ist. Der gleiche Sachverhalt, nur mathematisch etwas anders aufbereitet, ergibt sich aus dem in Abb. 1 unten abgebildeten 20-Tage-Momentum des S&P 500. Es notiert auf einem Niveau, welches zuletzt Anfang des Jahres gesehen wurde und woran sich die für 2004 charakteristische Seitwärtsbewegung anschloß. Techniker sprechen in einem solchen Falle gerne von „Überkauftheit“.

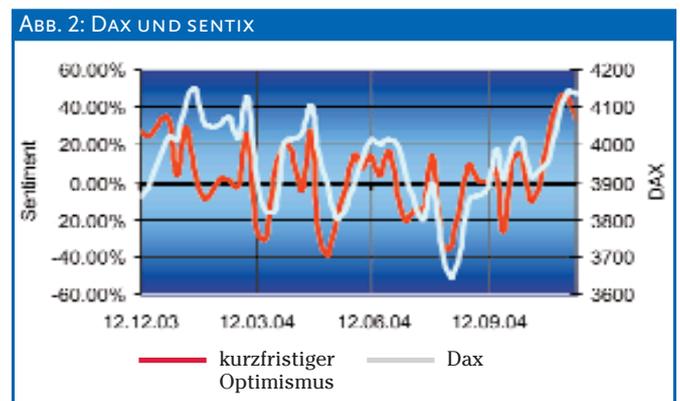
Commercials sind massiv netto-short

Seit einigen Wochen schon nimmt die Netto-Shortposition der kommerziellen Händler („Commercials“) im S&P 500-Future deutlich zu. D.h. diejenige Händlergruppe, welche sich auf lange Sicht als die erfolgreichste herausgestellt hat, spekuliert mehr und mehr auf fallende Aktienkurse (zu den CoT-Daten sh. Titelseite auf S. 12-19). Auch wenn solche Extrempositionierungen der Commercials nicht als Timing-Instrument herangezogen



Bush-Feuer

Fast exakt mit der Wiederwahl Bushs kam es an vielen westlichen Aktienmärkten zu charttechnischen Ausbrüchen aus den teilweise fast ein Jahr bestehenden Seitwärtstrends. Wie am Beispiel des S&P 500-Index in Abb. 1 zu sehen ist, erfolgte die Überwindung der leicht nach unten geneigten Widerstandslinie am 3. November, also an dem Tag, an dem das Wahlergebnis feststand. Anschließend wurde an den meisten Märkten ein „Bush-Feuer“ gezündet, was bei einigen Indices (wie dem S&P 500) zu neuen Jahreshöchstkursen führte. Dem Investor stellt sich also

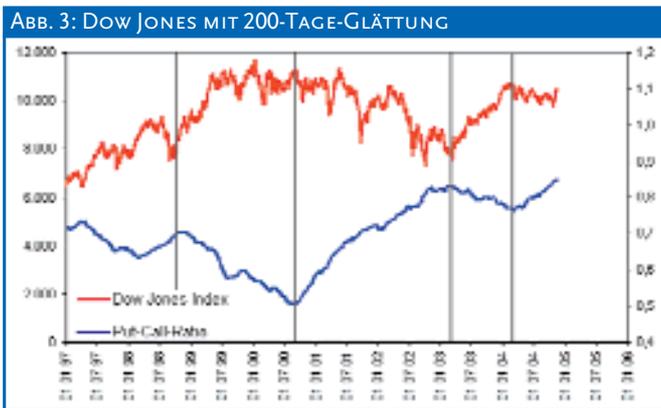


Quelle: www.sentix.de

werden können, so deuten sie doch auf ein momentan ausgesprochen schlechtes Chance/Risiko-Verhältnis im S&P 500 hin.

Steigende Zuversicht bzw. schwindende Skepsis

Während sich die Insider bzw. kommerziellen Händler mehr und mehr vom Aktienmarkt verabschieden, wird die Allgemeinheit immer bullischer. Darauf deutet z.B. das Ergebnis der hierzulande durchgeführten wöchentlichen sentix-Umfrage hin (www.sentix.de). Demnach ist die Investorenstimmung (Abb. 2; rote Linie) in den letzten beiden Wochen so euphorisch geworden wie zuletzt Anfang 2004. Offensichtlich legten die Börsianer nach dem Wahlsieg von George Bush einen Schalter um, der sie fortan die Welt durch eine rosarote Brille sehen läßt. Dies spricht jedoch nicht für weitere und nachhaltige Kurssteigerungen am Aktienmarkt – eher für das Gegenteil, also für fallende Kurse. Auch die vielen vor Optimismus strotzenden Headlines in Zeitschriften (sh. Rubrik „Sentimenttechnik“ auf S. 29) deuten darauf hin, daß zumindest mit Blick auf die kommenden Wochen aus Sicht der Contrary Opinion-Theorie kleinere Brötchen gebacken werden müssen.



Quelle: www.wellenreiter-invest.de

Gespaltenes Sentiment

Mit dem Sentiment ist das jedoch so eine Sache. Indikatoren, die wie die oben dargestellten CoT-Daten, der sentix oder Titelblatt-Headlines eher kurzfristig ausgelegt sind, deuten ganz klar auf eine Überhitzung und damit auf begrenztes Aufwärts- bzw. vorhandenes Abwärtspotential hin. Sentimentindikatoren, die jedoch auf einen längeren Horizont ausgerichtet sind, sprechen eine ganz andere Sprache. Hier läßt sich gar von massivem Pessimismus sprechen. Ein sehr anschauliches Beispiel hierfür gibt die Put/Call-Ratio für alle US-Optionen (Aktien- plus Index-Optionen) in einer 200-Tage-Glättung, welche auf dem höchsten Punkt bezogen auf die letzten sieben Jahre notiert (Abb. 3). Der Glättungszeitraum dieses Pessimismus-Indikators beträgt fast zehn Monate (entspricht etwa 200 Handelstagen), und somit ist hier auch der Indikationszeitraum deutlich weiter in die Zukunft gerichtet. Demnach ist unter Sentimentgesichtspunkten mit Blick weit in das Jahr 2005 hinein eher mit steigenden Kursen zu rechnen. Man kann derzeit also von einem gespaltenen Sentiment sprechen.

Jahresend rally?

Wie auf S. 24 ausgeführt, ist die Jahresend rally ein statistisch hochsignifikantes Ereignis. Demnach ist von etwa Mitte Dezember bis Anfang Januar mit hoher Wahrscheinlichkeit mit steigen-

den Kursen an den Aktienmärkten zu rechnen. Muß gemäß des oben beschriebenen überbordenden Optimismus und des damit einhergehenden ungünstigen Chance/Risiko-Verhältnisses an den Börsen die Jahresend rally dieses Jahr daher ausfallen? Antwort: Nicht zwangsläufig. So wäre es denkbar, daß die Kurse während dieses Dreiwochen-Zeitraums steigen, davor und danach jedoch fallen. Zyklische und statistische Aspekte sprechen dafür, daß sowohl Mitte Dezember als auch Ende Januar mit ausgeprägteren Tiefpunkten zu rechnen ist.



Zum Gold

Seit zwei Monaten „versprühen“ wir Skepsis für die Edelmetallmärkte. Nicht, daß wir hier langfristig keine Chancen mehr sehen. Vielmehr wollen wir damit nur vor unüberlegten und aus der Euphorie geborenen Aktionen warnen. Zwar konnte der Goldpreis in US-Dollar seit unserer Warnung weiter zulegen und sogar auf ein neues Jahreshoch klettern (sh. Abb. 4, oben). In Euro gerechnet jedoch notiert das gelbe Metall noch deutlich unter den Hochständen vom April dieses Jahres (sh. Abb. 4, unten). Bei den Edelmetallaktien fällt zudem auf, daß die meisten unter ihnen den Anstieg bei den physischen Metallen nicht mehr bzw. nicht im gleichen Maße mitgemacht haben. All dies läßt uns unter kurzfristigen Gesichtspunkten weiterhin skeptisch bleiben. Langfristig sind wir – wie auch die Positionen Harmony, Newcrest und Silver Standard in unserem Musterdepot zeigen – weiterhin sehr positiv für Edelmetalle gestimmt.

Fazit

Während der vergangenen beiden Wochen ist der Optimismus unter den Anlegern dermaßen explodiert, daß wir für die Aktienmärkte gar nicht anders können, als Alarm zu schlagen – trotz der charttechnischen Kaufsignale! Wir haben in unserem wöchentlichen Online-Börsenbrief Smart Investor Weekly bereits darauf hingewiesen und konsequenterweise einige Positionen verkauft. Aufgrund der momentanen Datenlage dürfte für die kommenden zwei bis drei Monate mit fallenden oder bestenfalls stagnierenden Kursen zu rechnen sein. Eben solches ist für die Edelmetallmärkte zu befürchten, wohingegen der Dollar zu einer scharfen Gegenbewegung nach oben starten könnte. Für eine zeitnahe Besprechung der Märkte sei auf unseren Online-Dienst Smart Investor Weekly verwiesen (jeden Dienstag ab ca. 17.00 Uhr unter www.smartinvestor.de).

Ralf Flierl

RELATIVE STÄRKE

Aktien-Rally nach Bush-Sieg

Fragiler Dollar verunsichert die Märkte

Deutschland in Feiertagslaune

Nachdem aus den Reihen der Regierungsparteien noch im Frühjahr Unternehmer, die ihr Glück jenseits der Landesgrenzen suchten, als „vaterlandslose Gesellen“ verunglimpft wurden, diskutierte man eben dort kaum ein halbes Jahr später über die Abschaffung des eigenen Nationalfeiertags – Berliner Variante des Patriotismus oder bereits Beihilfe zur Republikflucht? Der Dax jedenfalls präsentierte sich seinerseits in Feiertagslaune und war mit einem Plus von 7 Rängen der zweitstärkste Markt im Berichtszeitraum. Ironie des Schicksals: Ausgerechnet die in ihrer Mehrheit äußerst kritisch gegenüber US-Präsident Bush eingestellten Deutschen zählten damit zu den Hauptprofiteuren der Nachwahl-Rally.

USA – Four More Years

Auch Michael Moore, der insbesondere für Europäer, die sich in der Attitüde moralischer Überlegenheit gefallen, das „Bush-Bashing“ zu einer eigenen, höchst profitablen Kunstform entwickelt hat, gehörte ebenfalls zu den Gewinnern, die man erst auf den zweiten Blick erkennt. Die eigentliche Nachwahl-Rally der US-Aktienmärkte verpuffte allerdings aus europäischer Sicht. Schuld war der dahinschmelzende US-Dollar, dem die Furcht vor einem weiter ausufernden Haushaltsdefizit aufgrund des Kampfes gegen die schwache Konjunktur daheim und die „aufmüpfigen Befreiten“ in der Ferne arg zusetzte. Obwohl die amerikanische Währung nicht direkt in unserer Tabelle aufgeführt ist, spielt sie über die Umrechnung aller ursprünglich in US-Dollar notierten Anlagen in Euro als „unsichtbarer Dritter“ eine entscheidende Rolle mit teilweise überraschenden Auswirkungen auf die Platzierungen: So führte der sichtbare Anstieg des Dow Jones über die 10.000-Punkte-Marke nach der Umrechnung in Euro zu keiner Rangverbesserung. Da mußten sich die USA anlässlich des G-20-Treffens auch noch Nachhilfe vom haushaltspolitischen Musterkanzler aus Deutschland gefallen lassen, der sie zum Abbau ihrer Defizite „aufforderte“. Wir erinnern uns, Deutschland, das ist jenes Land, dessen Finanzminister aktuell von einem „weiteren kräftigen (!) Wachstum“ ausgeht – Realitätsverlust ist freilich kein rein deutsches Phänomen, wie gerade derartige Treffen mitunter recht plastisch vor Augen führen.

Rohstoffe – Gold als der bessere Dollar

Auch bei den Rohstoffen führte „der unsichtbare Dritte“ Regie, was nirgendwo so deutlich wird, wie in dem Antagonismus zwischen Gold und US-Dollar. Obwohl Gold angesichts seines Kursanstiegs in US-Dollar derzeit kaum aus den Schlagzeilen herauskommt, ist die Preisentwicklung in Euro bislang alles andere als spektakulär – minus 4 Ränge. Angesichts dieser Zahlen von ei-

Relative-Stärke-Rangliste: Länder-Indices und Rohstoffe aus Sicht eines europäischen Investors						
Index	Land	RS 20.11.	RS 22.10.	RS 17.09.	RS 20.08.	RS 23.07.
PTX	Polen	1	2	1	2	2
Nervel	Arg	2	3	10	20	21
All Ord.	Aus	3	6	12	7	6
HUI*	USA	4	4	8	6	23
KOSPI	Korea	5	17	4	14	22
Silber		6	5	23	3	8
Sensex	Indien	7	8	5	20	20
IBEX 35	E	8	7	16	15	12
DAK	D	9	16	10	18	18
H Shares	China	10	14	6	21	16
MDAX	D	11	10	7	8	3
RTX	Rus	12	11	24	24	26
REXP 10*	D	13	9	9	4	4
CAC 40	F	14	15	13	12	15
Hang Seng	HK	15	13	3	9	9
Gold		16	12	15	5	6
NASDAQ 100	USA	17	19	20	19	17
SMI	CH	18	21	21	16	11
FTSE 100	GB	19	18	14	10	10
Rohöl		20	1	2	1	1
S&P 500	USA	21	23	17	13	13
Nikkei 225	J	22	24	22	17	7
S.E.T.	Thai	23	20	11	22	19
TecDAX	D	24	22	25	25	25
DJIA 30	USA	25	25	19	11	14
Shenzhen A	China	26	26	26	26	24

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.

ner Blase zu sprechen, ist natürlich albern, Gold bildet derzeit lediglich den US-Dollar-Verfall nahezu spiegelbildlich ab. Wie sehr die Märkte auch Profis narren, mag man daran ermesen, mit welcher Ausdauer sich die europäischen Notenbanken in den letzten Jahren öffentlich um die Werthaltigkeit ihrer Goldpositionen sorgten und wie wenig Aufmerksamkeit sie – zumindest öffentlich – ihren US-Dollar-Positionen schenkten. Monatsverlierer war das Rohöl, das mit einem Minus von 19 Rängen seine schon längst verdiente Auszeit nahm.

Ralph Malisch

SENTIMENTTECHNIK

Titelbilder und Schlagzeilen:

Optimismus allerorten

Bekanntlich lassen sich aufgrund von Presse-Schlagzeilen und Titelblatt-Botschaften der Finanzpublikationen immer wieder gute Anhaltspunkte dafür finden, in welcher Phase sich die Börsen befinden. Die Regel, die hinter dieser Denke steckt, ist folgende: Äußert sich die Finanzpresse zu optimistisch, dann ist eine Aufwärtsbewegung möglicherweise schon gelaufen, und es drohen Kursverluste. Dahinter steckt die Theorie, daß die Presse immer erst mit einer gewissen Verzögerung auf das Geschehen an den Finanzmärkten reagiert, meist sogar zu spät. Und dementsprechend wären zu optimistische Presse-Botschaften, noch dazu wenn sie geballt auftreten, als Warnsignal zu werten.

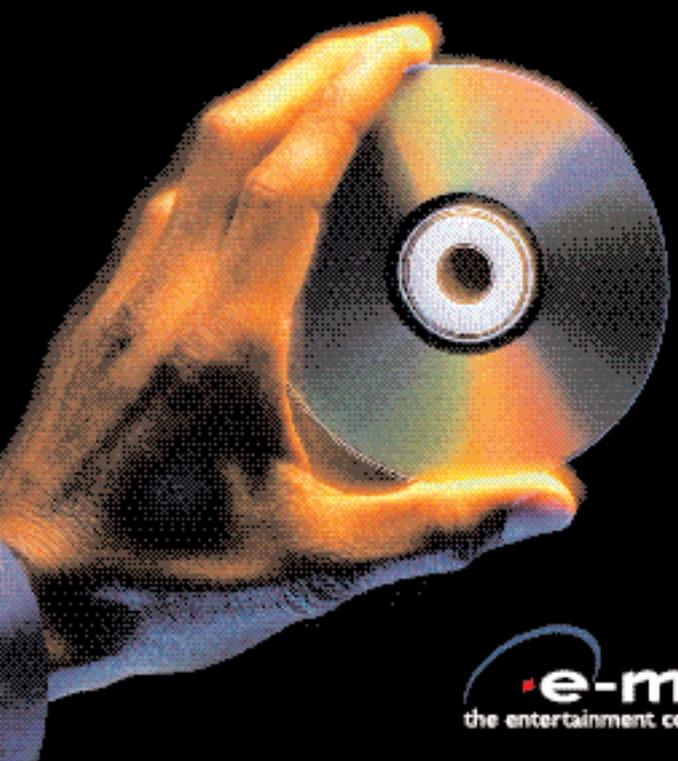
Ausgestattet mit diesem Wissen begeben wir uns auf die Suche in den deutschen Blätterwald und werden aktuell auch fündig. Folgende Statements aus Börsenmagazinen stellen nur eine kleine Auswahl dessen dar, was der Anleger in den letzten Wochen so zu lesen bekam: „Schluß mit Börsenfrust“, „Zum Einstieg wird doch geklingelt“, „Wer verkauft ist selber schuld“, „Die Party fängt erst

richtig an“, „Und die Rally geht weiter“, „Geld zu verschenken“, „Dax vor dem Durchbruch“, „Bullen melden sich zurück“. So richtig skeptisch scheinen die deutschen Blattmacher also nicht zu sein. Diese These wird anhand des jüngsten Titelbildes der „Euro am Sonntag“ sehr anschaulich verdeutlicht. Über einer Horde wild gestikulierender, hektisch telefonierender und überhaupt „very busy“ dreinschauender Menschen – vermutlich sollen sie Investoren oder Broker beim Kauf von Aktien darstellen – prangt in fetten roten Lettern die Schlagzeile „ENDSPURT“. Aus diesem Titelbild läßt sich sicherlich vieles lesen, aber bestimmt keine Skepsis, keine Vorsicht und erst recht kein Pessimismus. Sollte der Titelblatt-Indikator immer noch funktionieren, so sind Anleger gut beraten, sich während der kommenden Wochen auf fallende Notierungen einzurichten.



Anzeige

Some people watch things happen, while others wonder what has happened.
The e-m-s people make things happen.



Wir haben unser Wachstum weiter beschleunigt:

Vervierfachung des Neun-Monats-Konzernüberschusses

	30.09.2004 in Mio. Euro	30.09.2003 in Mio. Euro	Ver- änderung
Konzernumsatz	13,7	10,3	+ 33%
EBIT	2,5	0,7	+ 238%
Konzernüberschuss	2,0	0,5	+ 355%
Ergebnis je Aktie (in Euro)	0,08	0,02	+ 300%

Unser vollständiger Neun-Monatsbericht 2004 steht Ihnen unter www.ems-newmedia.com zur Verfügung.

Mehr Informationen unter www.e-m-s.de

e-m-s new media AG
Investor Relations / Sonja Nörden
Tel. 02 31 / 945 53 33 • Fax 02 31 / 945 53 39
s.norden@ems-newmedia.com

WKN 521280
ISIN DE0005212807

AKTIE IM BLICKPUNKT

Technotrans AG

Gestärkt aus der Krise

„Wenn die Heidelberger Druckmaschinen AG einmal hustet, hat Technotrans einen Schnupfen“ – mit dieser Formel ließ sich über lange Zeit die enge Beziehung zwischen dem weltgrößten Druckmaschinenhersteller und seinem mittelständischen Zulieferer aus Sassenberg auf den Punkt bringen. Noch im Jahr 1999 betrug der entsprechende Anteil am Umsatz der Westfalen mehr als 30 %. Doch während Heidelberger Druck nach wie vor mit den Nachwirkungen des Konjunkturtals zu kämpfen hat und seine Sparanstrengungen erst kürzlich noch verschärfen mußte, koppelt sich der münsterländische Zulieferer dank seiner konsequenten Diversifikation langsam von den Problemen seines größten Kunden ab. Nach zwei schweren, von Umsatz- und Ergebniseinbrüchen geprägten Jahren glänzt Technotrans nun wieder mit ordentlichen Zuwächsen bei Umsatz und Gewinn. Der Aktienkurs hat diese Entwicklung zum Teil nachvollzogen und sich vom Tiefstkurs Anfang 2003 deutlich erholt. Wie sich die weiteren Perspektiven von Unternehmen und Aktie darstellen, wird Smart Investor im folgenden analysieren.

Das Unternehmen

Technotrans bezeichnet sich selbst als führenden Systemanbieter von Anlagen für die Herstellung von Printmedien und Mikrostrukturen. Das langjährige Kerngeschäft besteht aus der Entwicklung und Produktion von Komponenten für die Druckmaschinenindustrie. Dabei kommt den Westfalen zugute, daß mit Heidelberger Druckmaschinen, MAN Roland sowie Koenig & Bauer die drei größten Hersteller von Maschinen für den sogenannten Offset-Druck, mit dem beispielsweise Tageszeitungen und Werbeflyer hergestellt werden, aus Deutschland stammen. Das besondere Know-how von Technotrans besteht in Apparaturen für die Abwicklung flüssigtechnischer Prozesse. In der letztlich ausgelieferten Maschine können deshalb unter anderem die Anlagen zur Aufbereitung des Feuchtmittels oder für die Farbversorgung aus dem Münsterland kommen. Mit diesem Geschäft, gebündelt in der Sparte Print, erlöste die Gesellschaft im letzten Geschäftsjahr rund 70,63 Mio. Euro und damit etwa 66 % des Gesamtumsatzes. Durch die lau-



Rollenoffset-
Feuchtmittel-
Aufbereitung

Quelle: Technotrans



fende Entwicklung neuer Komponenten versucht das Unternehmen, seinen Zulieferanteil pro Druckmaschine stetig zu erhöhen, um so seine Verkäufe überproportional zum Marktwachstum zu steigern.

Branchenkrise

Der weltweite Markt für Druckmaschinen hat ein Volumen von etwa 12 Mrd. Euro und wächst in der Regel parallel zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Neben den deutschen Herstellern, die etwa zwei Drittel aller Druckmaschinen ausliefern, halten die beiden japanischen Produzenten Komori (10,8 %) und Mitsubishi (5,8 %) signifikante Marktanteile. Konjunkturbedingt hat die Branche einige schwere Jahre hinter sich. Durch ein deutlich gesunkenes Anzeigen- und Werbegeschäft war die Kapazitätsauslastung bei den Endkunden der Branche, den Druckern, zwischenzeitlich auf ein historisches Tief gefallen, so daß kaum noch in neue Druckmaschinen investiert wurde. Dies bekamen neben den Maschinenherstellern selbst, die 2003 in Deutschland Auftrags- und Umsatzrückgänge von 3 % bzw. 15 % hinnehmen mußten, natürlich auch deren Zulieferer zu spüren.

Diversifikation

Dementsprechend sanken bei Technotrans die Umsätze im Stammsegment Print zwischen 2001 und 2003 um fast 30 %. In dem Bemühen, diese einseitige Abhängigkeit zu reduzieren und sich damit besser gegen den Hauptkonkurrenten Baldwin aus den USA zu behaupten, wurden in den letzten Jahren weitere Standbeine auf- und ausgebaut. Insbesondere das Servicegeschäft hat eine wachsende Bedeutung erfahren und sorgt heute, nachdem der Anteil im Jahr 2001 noch bei 16 % lag, für fast ein Viertel des Konzernumsatzes. Hierbei unterstützt das Unternehmen seine Kunden zum Beispiel bei der Installation der Anlagen,

TECHNOTRANS			
BRANCHE	DRUCKINDUSTRIE		
WKN	744 900	AKTIENZAHL (MIO.)	6,6
GJ-ENDE	31. DEZ	KURS AM 19.11. (EURO)	14,00
MITARBEITER (30.09.04)	639	MCAP (MIO. EURO)	92,4

	2003	2004E	2005E
UMSATZ (MIO. EURO)	106,7	116,5	125,0
% GGÜ. VJ.	-8,8 %	+9,2 %	+7,3 %
EPS (EURO)	-1,66	0,97	1,06
% GGÜ. VJ.	-	-	+9,3 %
KUV	0,87	0,79	0,74
KGV	-	14,40	13,2

beim Betrieb oder bei Störfällen. Naturgemäß ist dieser Bereich allerdings eng mit dem vorherigen Absatz von Systemen verbunden. Wesentlich weiter entfernt vom klassischen Stammgeschäft ist hingegen der Bereich Micro Technologies. Hier produziert Technotrans seit 1995 sogenannte Elektroforminganlagen, die einerseits bei der Produktion von DVDs und CDs zum Einsatz kommen, andererseits aber auch der Herstellung kleinster Bauelemente (unter 0,1 mm) dienen können. Während der Absatz von Maschinen für die Herstellung von optischen Speichermedien nach einem Boom zur Jahrtausendwende derzeit stagniert, sehen die Westfalen in dem zweiten, auch Mikrostrukturtechnik genannten Einsatzgebiet, große Wachstumschancen. Denn die Technik ist prinzipiell für den Einsatz in sehr vielen Industriezweigen prädestiniert, steckt allerdings noch in den Kinderschuhen und generiert bislang kaum Umsätze.

Zahlen

Im laufenden Jahr zeichnet sich in der Druckmaschinenindustrie eine leichte Erholung ab. Die Resonanz auf der Fachmesse Drupa, die alle vier Jahre in Düsseldorf stattfindet, wurde von der Branche als überraschend positiv beschrieben. Dank des diversifizierten Geschäfts, insbesondere gestützt auf das ertragreiche Servicegeschäft, steht Technotrans in dieser Frühphase eines möglichen Branchenaufschwungs schon wieder besser dar als so mancher Konkurrent. In den Mitte November veröffentlichten Neunmonatszahlen konnte man ein Umsatzwachstum von 10 % auf 84,9 Mio. Euro melden. Verdeutlicht wird der Aufwärtstrend insbesondere durch eine quartalsweise Betrachtung: Fiel das Umsatzwachstum im ersten Quartal mit 3,5 % noch verhalten aus, so führte die steigende Dynamik im Druckbereich im zweiten und dritten Quartal jeweils zu zweistelligen Zuwachsraten. Besonders positiv ist, daß der Ertrag von dieser Umsatzentwicklung überproportional profitieren konnte. Nachdem 2003 ein Jahr der Bilanzbereinigung war, in dem einige noch aus der Akquisitionsphase zu Boomzeiten stammende und inzwischen als unangemessen angesehene Unternehmensbewertungen radikal korrigiert werden mußten und infolgedessen ein Jahresverlust von rund 11 Mio. Euro ausgewiesen wurde, steht jetzt nach neun Monaten bereits ein Überschuß von 4,75 Mio. Euro in den Büchern.

Perspektiven

Durch eine bereits erfolgreich umgesetzte Internationalisierung – Technotrans verfügt über Produktionsstätten in Deutschland, den USA sowie China und hat Niederlassungen in

nahezu allen bedeutenden Ballungszentren weltweit – sowie die eingeleitete Lancierung neuer Produkte hat das Unternehmen die Weichen für weiteres Wachstum gestellt. Im Gespräch mit Smart Investor prognostiziert Finanzvorstand Bremer für das nächste Jahr ein Wachstum deutlich über dem unterstellten Branchenplus von 3 bis 5 % und begründet dies mit der guten Resonanz auf die zuletzt präsentierten Neuheiten wie das Filtrationsmodul SpinClean zur Reinigung von Entwicklerflüssigkeit und Feuchtmitteln. Ungleich höhere Wachstumspotentiale als im trotz aller Neuerungen bereits reifen Offset-Markt bieten sich jedoch im Geschäftsbereich Mikrostrukturtechnik – dies allerdings aber verbunden mit deutlich höheren Risiken. Wie der Aufbau der Produktion von CD-/DVD-Produktionsanlagen veranschaulicht, ist der Erfolg der Transformation einer etablierten Technik in ein neues Geschäftsfeld nur schwer abschätzbar: Nach dem Einstieg im Jahr 1995 ist es Technotrans zwar in wenigen Jahren gelungen, ein bedeutender Player im Markt zu werden. Trotzdem stagnierte der Segmentumsatz in den letzten vier Jahren, da deutliche Überkapazitäten auf der Abnehmerseite deren Investitionstätigkeit fast zum Erliegen brachte.

Fazit

Technotrans hat sein Können hinlänglich unter Beweis gestellt und bietet dem Anleger eine Beteiligungsmöglichkeit an einem sehr soliden und etablierten Geschäft. Die operative Stärke des Konzerns wird besonders durch den freien Cashflow demonstriert, der nach neun Monaten im laufenden Geschäftsjahr bereits rund 6,6 Mio. Euro erreicht, also ca. 7,8 % vom Umsatz. Trotzdem unterliegt die gesamte Branche einer ausgeprägten Zyklizität, die in einer Abschwungphase in der Regel immer wieder auch Umsatz- und Kurseinbrüche mit sich bringt. Technotrans versucht, sich durch konsequente Diversifikation und Eroberung verwandter Geschäftsgebiete von dieser Entwicklung unabhängiger zu machen. Wenn ein Investor darauf setzen möchte, daß den Westfalen dieser Schritt gelingt, bietet die Aktie zu Kursen um 14 Euro bei einem KGV05 von 13 und einem KUV05 von 0,7 dafür eine nicht unattraktive Gelegenheit.

Holger Steffen, Adam Jakubowski

Anzeige

ALPHAFORM

Analystenkonferenz
am 13. Dezember 2004

Weitere Informationen geben
wir Ihnen gerne unter

Alphaform AG
Enabling Technologies and Services
Investor Relations
Telefon: +49 (0)89 90 50 02-77
Telefax: +49 (0)89 90 50 02-19
E-Mail: ir@alphaform.de

www.alphaform.de

EXTERNE ANALYSE

Level 3 Communications

Die Zukunft bei Glasfasernetzwerken

Von Harald Albert, Portfoliomanager bei der FIDUKA Depotverwaltung GmbH

Wie die meisten Kommunikations- und Informationsdienstleister konnte sich auch Level 3 Communications nicht den Auswirkungen der High Tech-Blase entziehen. Am Höhepunkt der Spekulation im März 2000 war das Unternehmen 44 Mrd. US-\$ wert. Heute beträgt die Marktkapitalisierung noch 2,2 Mrd. US-\$. Die Aktie durchläuft seit mittlerweile drei Jahren eine Bodenbildungsphase. Level 3 hat mit seiner weltweit einmaligen Netzwerkstruktur dabei die technologische Spitzenstellung erobert.

Unternehmensprofil

Level 3 Communications ist ein internationaler Anbieter von hochleistungsfähigen Breitband- und entsprechenden Backbone-Diensten. Das bei Denver, Colorado, beheimatete Unternehmen ist in drei Bereichen tätig. Mit den Globalen Softswitch-Diensten bietet Level 3 eine Plattform, auf der innovative IP-Anwendungen entwickelt werden können. Der Geschäftsbereich Globale Transport- und Infrastrukturdienste stellt u.a. Netzwerkanlagen zur Verfügung. Diese bilden die Grundlage für die Einbindung anderer Level 3-Dienste. Die Globalen IP-Dienste beinhalten umfassende Internetanschlüsse. Die Kunden sind Kabelnetzunternehmen, Mobilfunkbetreiber, Internet Service Provider und Unternehmen mit einem großen Bedarf an Netzwerkbandbreiten. Zum Kundenkreis gehören so renommierte Konzerne wie Microsoft, Sony, AT&T Wireless Services, Time Warner und Deutsche Telekom. Level 3 focussiert sich auf Kunden, die eine solide Finanzlage aufweisen, damit die in Anspruch genommenen Leistungen auch bezahlt werden können. Geogra-

fisch konzentriert sich das Unternehmen mit seinem Angebot auf die bereits bestehenden großen Märkte USA und Europa.

Einzigartige Netzwerkarchitektur

Kabelnetzbetreiber vergraben üblicherweise Rohre, die ein Glasfaserkabel enthalten. Eine Erneuerung der Glasfaserkabelleitungen ist nur durch das kostspielige Ausgraben der Rohre möglich. Ebenso können bei einem bereits ausgelasteten Glasfaserkabel keine weiteren Kapazitäten zur Verfügung gestellt werden. Level 3 ist bei dem Aufbau seines Netzwerks einen anderen Weg gegangen. Jedes verlegte Rohr enthält seinerseits wieder 8 bis 10 Leerrohre. In jedes dieser Leerrohre können per Druckluft Glasfaserkabel durchgezogen werden. Erhöht sich das zu transportierende Datenaufkommen, muß nur in eines der bereits vorhandenen Leerrohre ein neues Glasfaserkabel verlegt werden. Die durchschnittliche Installationszeit liegt bei Level 3 bei wenigen Tagen. Andere führende Backbone-Anbieter benötigen häufig Monate für die Bereitstellung neuer Leitungen. Ein weiterer Vorteil der Level 3-Netzwerkarchitektur ist der schnelle und kostengünstige Austausch von veralteten Glasfaserkabeln. Im Durchschnitt kommt alle zwei Jahre eine neue Glasfasergeneration auf den Markt. Die Benutzung der jeweils modernsten Glasfasergeneration erhöht die Leistung und senkt die Wartungsanforderungen und Ausfallwahrscheinlichkeiten.



Harald Albert



Das Unternehmen ist stets bestrebt, die höchstmögliche Sicherheit in seinem Netzwerk zu bieten. Die Strategien zur Sicherung der physischen und logischen Infrastruktur erfüllen oder übertreffen alle weltweiten Standards der Telekommunikationsbranche in Bezug auf Verfügbarkeit, Systemintegrität und Datenschutz. Level 3 unterhält in den USA und in Europa Fernnetze (Intercity-Netzwerk) und stadtinterne Netze. Die beiden Kontinente sind über Tausende Kilometer transozeanischer Kabel miteinander verbunden. Die Länge des Interci-

ty-Netzwerks in den USA beträgt über 25.000 km und in Europa ca. 5.800 km. Auf beiden Kontinenten wurden insgesamt 3.400 km stadtinterne Netze verlegt. Den Kunden steht somit ein echtes Ende-zu-Ende-Netzwerk mit transozeanischen Anschlußmöglichkeiten zur Verfügung. Sowohl die Fern- als auch die stadtinternen Netze wurden von Level 3 selbst verlegt und werden auch in eigener Regie betrieben. Die meisten anderen Kabelnetzbetreiber haben ihre Netzwerke entweder nur aus geleasteten oder gekauften Segmenten zusammengestellt.

Perspektiven für Anbieter von Breitbanddiensten

Bei Unternehmen und Privathaushalten ist ein ständig steigender Bedarf nach Internetzugängen, Video-, Bild-, Stimm- und Datenübertragungen festzustellen. Exemplarisch sei hier nur auf den Trend zur Internet-Telefonie verwiesen, in der Branche Voice over Internet Protocol (VoIP) genannt. Dank günstiger Angebote seitens der Onlineanbieter sind VoIP-Gespräche nicht nur für Unternehmen, sondern auch für Normalverbraucher mittlerweile sehr attraktiv. Das Telefonieren über das World Wide Web steht an der Schwelle zum Massenmarkt und wird zu einer Vervielfachung der zu transportierenden Datenmengen führen. Nur Glasfasernetze können langfristig genügend Kapazitäten bieten. Das Erstellen oder Erweitern eines Netzwerks bedeutet jedoch einen hohen finanziellen Aufwand und ist mit einer Vielzahl von rechtlichen Problemen verbunden. In der Kommunikationsbranche setzt sich daher immer mehr die Einsicht durch, daß es schneller, effizienter und kostengünstiger ist, Dienste von einem Netzbetreiber zu erwerben, als diese selbst aufzubauen.



Finanzielle Situation

Die Globalen Softswitch-Dienste sind mit einem Anteil von 45 % die Hauptumsatzträger. Der Bereich Globale Transport- und Infrastrukturdienste steuert ca. 29 % zum Umsatz bei. Der Globale IP-Dienst kommt auf 26 % Umsatzanteil. Level 3 weist mit über 70 % die höchsten Bruttomargen aller Netzanbieter auf. Die nächstfolgenden Konkurrenten sind Sprint mit 48 % und AT&T mit 47 %. Für den Aufbau dieses weltweit modernsten Netzwerks mußte Level 3 sich verschulden. Die langfristigen Verbindlichkeiten belaufen sich auf 5,3 Mrd. US-\$ und bestehen größtenteils aus Hochzinsanleihen. Davon werden alleine 3,6 Mrd. US-\$ in 2008 fällig. Bis zu diesem Zeitpunkt muß es Level 3 gelingen, einen deutlich positiven freien Cashflow zu generieren. Für das Geschäftsjahr 2003 wurde noch ein negativer Free Cashflow von 139 Mio. US-\$ ausgewiesen, der überwiegend auf die hohen Zinsbelastungen durch die Hochzinsanleihen zurückzuführen war. Die vorhandene Liquidität

LEVEL 3 COMMUNICATIONS					
IN ZAHLEN	2000	2001	2002	2003	2004E
UMSATZ (MIO.)	1.185	1.533	3.148	4.026	3.600
ERGEBNIS JE AKTIE	-4,26	-5,92	-2,44	-1,28	-1,15
FREE CASHFLOW (MIO.)	-4.540	-2.184	-434	-139	K.A.
ZINSKOSTEN (MIO.)	282	646	560	567	K.A.
AKTUELLER KURS	3,45				
MARKETCAP (MIO.)	2.360				

Alle Angaben in US-\$
Stand: 19.11.2004

wurde zum 30. September 2004 mit 856 Mio. US-\$ angegeben. Wird der negative freie Cashflow wie bisher weiter reduziert (siehe Tabelle), besteht keine akute Gefahr für die Existenz des Unternehmens.

Analysten versus Insider

Für 80 % der Analysten ist Level 3 ein Verkauf. Weitere 10 % sehen die Aktie als Halteposition. Und nur 10 % geben eine Kaufempfehlung. Dieses eindeutig negative Urteil spiegelt sich auch in dem Verhältnis von leerverkauften Aktien zu ausstehenden Aktien wider. Von insgesamt 685 Mio. ausstehenden Aktien sind 107 Mio. leerverkauft. D.h. diese Aktien wurden verkauft, ohne daß sie vorher im Besitz des Verkäufers waren. Dies bedeutet auch, daß diese Short-Positionen wieder geschlossen (zurückgekauft) werden müssen. Von dieser Seite wird also irgendwann hohe Nachfrage auf den Markt zukommen, was den Kurs schnell steigen lassen kann. Ganz anders ist die Einschätzung bei den Unternehmenslenkern von Level 3. Diese sogenannten Insider wissen am besten, wie die weitere Unternehmensentwicklung einzuschätzen ist. Die Einstellung der Manager zum eigenen Unternehmen kann am zuverlässigsten an deren Kauf- und Verkaufsverhalten abgelesen werden. In den Monaten September und Oktober hat jeder zweite aus dem Kreis des Vorstandes und Aufsichtsrates die niedrigen Kurse zu Käufen von Level 3-Aktien genutzt.

Fazit

Level 3 ist weltweit der einzige Netzerkanbieter, der über eine Mehrfachleitungs-Infrastruktur verfügt. Dieser Wettbewerbsvorteil ermöglicht eine schnelle Berücksichtigung individueller Kundenbedürfnisse, überdurchschnittliche Betriebsleistungen und zuverlässige Backbone-Dienste. Das weitere immense Wachstum der weltweit zu transportierenden Datenmengen ist unbestritten. Mit seiner einzigartigen Netzwerkarchitektur hat Level 3 die besten Voraussetzungen, einer der ganz großen Profiteure dieser Entwicklung zu werden. Einzig die Finanzstruktur des Unternehmens mahnt zur Wachsamkeit. Verzögert sich die weltweite Nachfrage nach Glasfasernetzwerken und Breitbanddiensten, so kann dies zu einem finanziellen Risiko für Level 3 werden. Für antizyklisch orientierte, risikobereite Langfrist-Investoren empfehlen wir die Aktie von Level 3 Communications zum Kauf.

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!

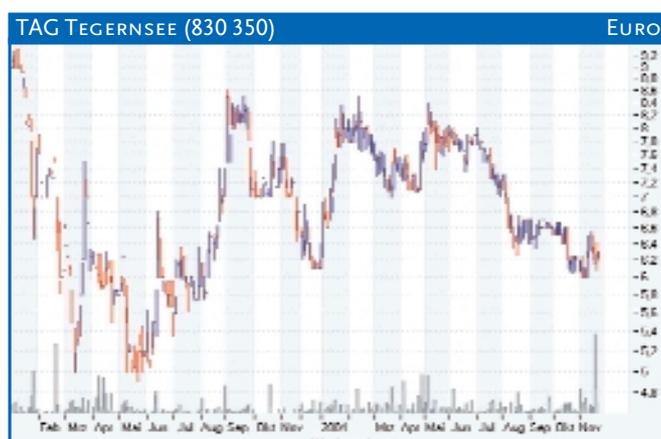
BUY & GOOD BYE

Buy: TAG Tegerensee

Die Immobiliengesellschaft stand in den vergangenen Quartalen bereits im Visier möglicher Übernahminteressenten, so etwa der GEHAG, oder auch der AGIV. Doch jedwede Ambitionen hatte die in Hamburg ansässige TAG Tegerensee zurückgewiesen – zum Glück, denn die vermeintlichen Interessenten haben zuerst ihre eigenen Probleme zu lösen. Ende April dieses Jahres wechselte zudem Dr. Lutz Ristow vom Vorsitz des Aufsichtsrats in den des Vorstands – offenbar ein deutliches Zeichen, daß fortan die Ärmel hochgekrempelt werden, um TAG wieder auf Kurs zu bringen. Und der lautet: höhere Diversifikation des Beteiligungsportfolios, Sanierung denkmalgeschützter Baudenkmäler und -wohnanlagen sowie Expansion in den lukrativen Bereich Loftwohnungen.

Mit einem Nettoergebnis von 2,4 Mio. Euro erreichte TAG im ersten Halbjahr 2004 tatsächlich den Turnaround, nach einem Verlust fast in ähnlicher Höhe im Vorjahreszeitraum. Die Konzernumsätze, die zu drei Vierteln aus Mieterlösen und zu einem Viertel aus Immobilienverkäufen generiert werden, legten dabei um 2 % auf 46,3 Mio. Euro zu. Einige Problemstellungen bleiben noch: Der hohe Fremdkapitaleinsatz bleibt auf absehbare Zeit ein Malus für die Gesellschaft (Eigenkapitalquote: 17,5 %), der innerdeutsche Immobilienmarkt erholt sich nur sehr langsam, und schließlich muß das neue Management um CEO Dr. Ristow

erst noch seine Schlagkraft unter Beweis stellen. So läßt sich dann auch die Differenz zwischen aktuellem Kurs (6,30 Euro) und der für Immobiliengesellschaften wichtigsten Kennziffer, dem Net Asset Value (ca. 11,50 Euro), erklären. Auf der 4. Fachkonferenz „Immobilienaktie“ im Oktober (siehe auch Smart Investor Sonderbeilage „Immobilien-Aktien“ im letzten Magazin) jedenfalls stellte CEO Ristow schon mal ein schlüssiges Konzept vor, das Hoffnungen auf eine Verringerung dieses hohen Abschlags nähren könnte.



Buy: Schöller Bleckmann

Aktien von Ausrüstungsunternehmen für die Ölindustrie geraten mit steigenden Preisen für das Schwarze Gold mehr und mehr in den Focus der Anleger. Schöller Bleckmann hat sich auf die Herstellung hochpräziser Teile für die Ölfeldausrüstung, vor allem für die Richtbohrtechnologie, spezialisiert. Nachdem die im niederösterreichischen Ternitz ansässige Gesellschaft in den Vorjahren Umsatz- und Ergebnisrückgänge verzeichnen mußte, können im Zuge der Trendwende in der Ölservice-Industrie wieder wachsende Geschäftsvolumina realisiert werden. Dies verlieh der Aktie in den letzten Monaten ordentlich Schubkraft, die aber mittlerweile mit dem jüngsten Rückgang des Ölpreises wieder etwas erlahmte. Für den 30. November stehen aber Zahlen für das dritte Quartal an, die, wenn man die steigenden Auftragsbestände als Anhaltspunkt heranzieht, deutlich über den Vorjahreswerten liegen dürften.

Im ersten Halbjahr setzte Schöller Bleckmann mit 72 Mio. Euro etwa 2,5 % weniger um als in der Vorjahresperiode, allerdings nahmen die bereits erwähnten Auftragsbestände für das 2. Halbjahr mit über 37 % auf 45 Mio. Euro merklich zu. Natürlich dürfte dies auch für das Konzernergebnis im Gesamtjahr nicht ohne Folgen bleiben. Die in den ersten sechs Monaten erwirtschafteten 4,4 Mio. Euro bedeuten ein Ergebnis je Aktie von 0,34 Euro.

Bei Fortschreibung dieses Trends dürfte das Vorjahresergebnis je Aktie in Höhe von 0,47 Euro übertroffen werden. Beeinträchtigt werden die Konzernzahlen aber von der Stärke des Euro. Ohne Währungseinflüsse hätte der Umsatz im ersten Halbjahr um knapp 9 % höher gelegen. Der Aktienkurs befindet sich augenblicklich in einer durch den Ölpreis ausgelösten Korrektur. Mittelfristig dürfte sich der Ölpreisanstieg fortsetzen. Unter diesen Gesichtspunkten wären dann auch Schöller-Titel ein interessantes Investment.



EMERGING MARKETS-AKTIE

Ceske Energeticke Zavody – CEZ (Tschechien)

Staatsbetriebe haben die Eigenart, an der Börse oftmals ein Schattendasein zu fristen, weil die Investoren die betriebswirtschaftliche Kompetenz der Öffentlichen Hand anzweifeln. Im Fall des tschechischen Stromversorgers Ceske Energeticke Zavody (CEZ) hält der Staat noch über 67 % der Anteile – atemberaubende Kurszuwächse an der Prager Börse in den letzten 12 Monaten konnte dies dennoch nicht verhindern.

Prager Energiemix

Das Unternehmen gehört sicherlich zu den am besten positionierten Stromversorgern im osteuropäischen Raum, hat es sich doch dazu entschlossen, eine regionale Wachstumsstrategie zu forcieren. Hierbei profitiert CEZ nicht nur vom stetig steigenden Energiehunger seiner Kunden, sondern auch von zunehmenden Freiheiten auf der Preisseite. Nicht umsonst wurde kürzlich an der Börse über eine Anhebung der Strompreise für Großkunden spekuliert. CEZ betreibt insgesamt 26 Kraftwerke in Tschechien, unter anderem auch je ein Wind- und Solarkraftwerk. Schwerpunktmäßig wird die Energie aber aus fossilen Brennstoffen wie Kohle, Wasserkraft und der Kernspaltung gewonnen. Gerade hierfür ist der Konzern fast schon berüchtigt, betreibt er doch das für seine Sicherheitsmängel bekannte Atomkraftwerk Temelin. Insgesamt produzierte CEZ in 2003 etwa 61 Terawattstunden (TWh) Strom, im Vergleich zum deutschen Stromriesen E.ON mit einer Jahresleistung von 269 TWh wird der Größenunterschied deutlich.

Aktiv im Konsolidierungszyklus

Wie interessant sich der osteuropäische Strommarkt für westeuropäische Konzerne derzeit darstellt, zeigt nicht zuletzt die Akquisitionsaktivität innerhalb der Region. So übernahm E.ON kürzlich 49 % der slowakischen Západoslovenská Energetika und 34 % des litauischen Gasversorgers Lietuvos Dujos. CEZ, mithin der bedeutendste Stromversorger im osteuropäischen Raum, wäre so ein interessanter Kandidat, zumal der Konzern im April 2003 eine strukturelle Wende vollzog. Durch die Übernahme von fünf regional tätigen Vertriebsgesellschaften konnte CEZ sein Geschäftsmodell gleichmäßiger ausbalancieren und somit den Strom nicht nur erzeugen, sondern auch an Kunden vertreiben und verkaufen. Daneben strebt CEZ die Marktführerschaft im Bereich der Notstromdienstleistungen in Osteuropa an. Der Konzern unternahm diese Schritte vor dem Hintergrund der von der EU angesprochenen Marktliberalisierung und schloß so die offene Flanke eines nach der Öffnung der Märkte möglichen Absatzbruchs auf dem Heimatmarkt.



Geschäftszahlen qualitativ verbessert

Die Ergebnisse für die ersten sechs Monate dieses Jahres bezeugen den Erfolg der Neuausrichtung, auch wenn die Ergebnisse nicht zwingend miteinander vergleichbar sind. So stieg der Umsatz von 1,12 Mrd. Euro im Vorjahreszeitraum auf 1,59 Mrd. Euro. Gleichzeitig konnte der Nettogewinn um 58 % auf 229 Mio. Euro gesteigert werden. Anhand der insgesamt knapp 592 Mio. Aktien errechnet sich auf Basis des aktuellen Kurses von 10,29 Euro eine Marktkapitalisierung von 5,73 Mrd. Euro, von der aber aufgrund des großen Staatsanteils nur knapp 33 % handelbar sind und entsprechend in die Indices wie den CECE eingehen können. Das KGV beträgt auf Basis der für dieses Jahr geschätzten Gewinne etwa 12,5. Ferner zahlt CEZ mit 0,25 Euro je Aktie die höchste Dividende in der zwölfjährigen Firmengeschichte (entspricht 2,5 % Dividendenrendite). Immerhin hat sich das Papier in den letzten drei Jahren nahezu vervierfacht und damit zahlreiche osteuropäische Schwergewichte in den Schatten gestellt. Was aber immer wieder wie ein Damoklesschwert über dem Kurs hängt, ist die Fortsetzung der Privatisierung. Da es sich hier um ein Politikum handelt, dürfte die Entscheidung über den Verkauf eines 16,6 %igen Paketes erst nach den nächsten turnusmäßigen Wahlen im Jahr 2006 anstehen.

Fazit

CEZ-Aktien gehören zu den osteuropäischen Titeln, die von mehrererlei Phantasien gespeist werden. Da Energietitel zudem vermehrt in den Focus der Anleger rücken, stellt CEZ eine reizvolle, mit den breiten Indices wenig korrelierte Portfoliodiversifikation dar. Vielleicht sollte aber ein kleiner Rücksetzer zum Einstieg abgewartet werden.

Tobias Karow

MUSTERDEPOT

Etwas mehr Vorsicht walten lassen

In Erwartung kurzfristig schwächerer Kurse haben wir uns in den letzten Wochen von fünf Musterdepot-Positionen getrennt. Mit einer Cash-Quote von fast einem Drittel sind wir nun in der Lage, auf attraktive Gelegenheiten zu reagieren.

Es geht also wieder aufwärts: Und wenn es das tut, dann auch gleich an allen Märkten und Anlageklassen, ob nun Aktien oder Edelmetalle. Dies war das Charakteristikum der letzten paar Wochen. So erreichten nicht nur die meisten Aktienindizes frische Zweijahres-Höchststände, sondern auch der Goldpreis schraubte sich in der Spitze auf 447 US-\$ und damit den höchsten Stand seit 16 Jahren. Die Kursentwicklung der Rohstofftitel innerhalb unseres Musterdepots fiel in diesem Berichtszeitraum allerdings höchst inhomogen aus. Silver Standard, Harmony und Canadian Natural Resources fielen fast allesamt rund 10 % zurück, während Newcrest Mining weitere 10 % draufsatteln konnte.

Arques neuer Depotspitzenreiter

Der größte Anteil am Zuwachs im Musterdepot von 4 % im Vierwochenvergleich ging auf das Konto der Starnberger Beteiligungsgesellschaft Arques. Seit unserem Kauf vor ziemlich genau einem Jahr steht jetzt mehr als eine Verdreifachung im Kurs zu Buche. Der erste Teil der Kursexplosion der letzten vier Wochen bei Arques kam nach Bekanntgabe der Neunmonatszahlen zustande. Demnach erreichten die Starnberger im dritten Quartal aufgrund außerordentlicher Erträge ein Ergebnis von 10,11 Euro je Aktie. Sowohl Sanierungserfolge als



auch Akquisitionen trugen zum massiven Ergebnissprung bei. Anfang November dann folgte die Übernahme der Nachrichtenagentur ddp sowie kurze Zeit später der profitablen E. Missel GmbH & Co. KG. Weitere attraktive Zukäufe sollen noch im laufenden Quartal erfolgen. Auch auf dem neuen Kursniveau bleibt unser neuer Depotspitzenreiter weiterhin interessant.

Altana: mitgefangen, mitgegangen

Während der Dax in den letzten vier Wochen 6 % zulegte, büßten die Papiere von Dax-Titel Altana in gleicher prozentualer

MUSTERDEPOT (START: 24.3.2003 MIT 100.000 EURO)										STICHTAG: 19.11.2004	
PERFORMANCE: +29,2 % SEIT DEPOTSTART (DAX: +61,6 %); +4,0 % GG. VORMONAT (DAX: +5,1 %)											
TITEL (LAND)	WKN	STRATEGIE**	STÜCK	KAUF-DATUM	KAUF ZU	KURS AKT*	WERT AKT*	DEPOT-ANTEIL	PERFORMANCE		
									VORMONAT	SEIT KAUF	
ARQUES (D)	515 600	S	200	27.10.2003	16,00	52,00	10.400	8,0 %	+71,6 %	+225,0 %	
SILVER STANDARD (CAN)	858 840	R	500	02.06.2003	3,90	10,82	5.410	4,2 %	-10,9 %	+177,4 %	
CNR (CAN)	865 114	R	300	18.09.2003	17,00	31,46	9.438	7,3 %	-9,6 %	+85,1 %	
BAYWA (D)	519 406	S	400	28.10.2003	9,50	12,80	5.120	4,0 %	+2,3 %	+34,7 %	
NEWCREST MINING (AUS)	873 365	R	500	01.09.2004	8,78	10,83	5.415	4,2 %	+9,9 %	+23,3 %	
ALSTOM (F)	915 183	S	8.000	23.09.2004	0,45	0,54	4.320	3,3 %	-1,8 %	+20,0 %	
K+S (D)	716 200	S	150	01.09.2004	32,75	37,14	5.571	4,3 %	+12,8 %	+13,4 %	
INDIEN-ZERTIFIKAT (IND)	256 685	A	250	19.05.2004	28,87	31,55	7.888	6,1 %	+0,8 %	+9,3 %	
DR. HÖNLE (D)	515 710	S	700	09.06.2004	6,95	7,53	5.271	4,1 %	+9,4 %	+8,3 %	
HARMONY (SA)	851 267	R	600	16.07.2004	8,74	8,79	5.274	4,1 %	-10,1 %	+0,6 %	
TRI-VALLEY (USA)	911 919	R	750	24.11.2003	3,70	3,61	2.708	2,1 %	+1,7 %	-2,4 %	
NIKKEI HEBELZERTIFIKAT (J)	327 073	A	300	26.05.2004	23,47	21,76	6.528	5,1 %	+6,1 %	-7,3 %	
ALTANA (D)***	760 080	S	200	25.02.2004	50,93	41,75	8.350	6,5 %	-5,9 %	-18,0 %	
CHAROEN POKPHAND (THAI)	885 591	A	90.000	24.03.2004	0,088	0,069	6.210	4,8 %	+0,0 %	-21,6 %	
							AKTIENBESTAND	87.902	68,0 %		
							LIQUIDITÄT	41.332	32,0 %		
							GESAMTWERT	129.234	100,0 %		

*) am 19.11.2004; in Euro **) Zugehörigkeit zu Strategiesegment (R=Rohstoffe/Energie; A=Asien; S=Spezialsituationen) ***) durchschnittlicher Kaufkurs aufgrund des Nachkaufs

DURCHGEFÜHRTE VERKÄUFE

TITEL	WKN	KURS (EURO)	STÜCKZAHL	PERFORMANCE
DAX HEBEL-ZERTIFIKAT	336 163	5,78	1.000	+3,2 %
BAADER	508 810	5,00	1.000	-2,0 %
HIGHLIGHT COMM.	920 299	3,51	2.500	+8,3 %
LUFTHANSA	823 212	10,60	500	+12,5 %
NORILSK NICKEL	676 683	47,20	150	+3,7 %

Höhe ein. Dabei hatte das Bad Homburger Unternehmen Anfang November sowohl Umsatz- als auch Ergebnissteigerungen für die ersten neun Monate 2004 gemeldet. Obwohl Top-Produkt Pantoprazol in den USA zuletzt enttäuschte, konnte dies durch anziehende Verkäufe in Westeuropa ausgeglichen werden. Der Markt bewertet augenblicklich die (möglichen) Verzögerungen bei neuen Produkten sowie die nachlassende Dynamik im Chemiegeschäft über. Fairerweise muß man jedoch zugeben, daß Pharmaaktien nach dem Merck-Debakel in den letzten Wochen an Ansehen und damit an Attraktivität eingebüßt haben. Altana allerdings ist ein niedrig bewerteter Substanztitel, der nicht mit den hoch bewerteten US-amerikanischen Gesellschaften in einen Topf geworfen werden sollte.

Aufgeräumt

Da wir kurzfristig schwächere Kurse erwarten (Näheres im „Großen Bild“ auf S. 26/27), trennten wir uns von unserem Dax-Long-Hebelzertifikat, Baader, Lufthansa, Highlight sowie Norilsk Nickel (siehe Transaktionsliste). Bei letzterer hat sich der Chart drastisch eingetrübt, außerdem rechnen wir angesichts eines gewissen Überoptimismus im Hinblick auf Rohstoffe mit einer möglichen Korrektur in diesem Bereich. Eigentlich hätte Altana aufgrund seiner Dax-Zugehörigkeit bei unserer Depotaufräumaktion in den letzten Wochen – die wie gewohnt

über unseren kostenlosen wöchentlichen Newsletter Smart Investor Weekly erfolgte – ebenfalls herausfallen müssen. Angesichts der Substanzstärke und des vorangegangenen Kursrutsches entschieden wir uns jedoch für einen Verbleib.

Handlungsfähigkeit hergestellt

Eigentlich müssen wir es ja nicht mehr wiederholen, tun es aber der Vollständigkeit halber: Bei keinem dieser Verkäufe handelt es sich um eine fundamentale Verschlechterung der Einschätzung. Alle Titel wandern aus dem Musterdepot zurück auf unsere Watchlist. Bei gegebenem Anlaß werden wir diese Aktien – oder auch ein Hebelzertifikat – wieder auf die Tagesordnung bringen. Mit einer Cash-Quote von jetzt 32 % (nach zuletzt nur noch 7 %) sind wir so handlungsfähig wie seit langem nicht mehr. In welchem Sektor, welcher Region oder mit welcher Fristigkeit wir wieder aktiv werden, ist zum heutigen Zeitpunkt absolut noch nicht abschätzbar. Entsprechende zwischenzeitliche Dispositionen werden wir wie üblich via Smart Investor Weekly bekanntgeben. In der nächsten Ausgabe von Smart Investor werden wir in einem ausführlichen, kritischen Bericht einen Rückblick auf unsere seit Bestehen des Musterdepots getätigten Transaktionen werfen: Welches waren die Tops und welches die Flops? – und was man daraus lernen kann.

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

www.Godmode-Trader.de

knackig - würzig - absolut erfrischend - JETZT TESTEN
Godmode-Trader Premium Services

www.Godmode-Trader.de
- das größte Trading Info Portal im deutschsprachigen Raum.

- Erfolgreiche Trading Services mit Musterdepots
- Kostenlose Technische Analysen im Minutentakt
- Täglich Indices, Einzelaktien, Rohstoffe, Devisen uvm.

Überzeugen Sie sich von der Performance!
OS/Knock Out Trading:
92,5% Performance (Halbjahr)
Aktien-Trading:
89,0% Performance

Jetzt unverbindlich TESTEN!
 Ein Service der BörseGo GmbH

GodmodeTrader

TURNAROUND

Heidelberger Druckmaschinen AG

Unternehmen sieht Licht am Ende der Druckmaschine

Auch Weltmarktführer können ein Kursdesaster erleben. Diese Erfahrung mußten Aktionäre der Heidelberger Druckmaschinen AG machen. Der Kurs der Aktie des Traditionsunternehmens drittelte sich in Folge des Umsatzeinbruchs und Abrutschens in die Verlustzone. Jetzt, nachdem sich das Management von den Verlustbringern Digital und Web Systems getrennt hat, ist gewissermaßen wieder Licht am Ende der Druckmaschine auszumachen.

Hausaufgaben erledigt

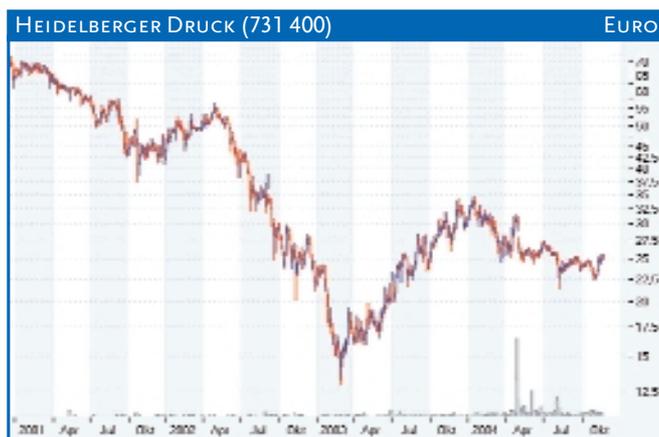
Wenn der Umsatz wegbriecht, besitzt ein Unternehmen meist nur wenige Alternativen: Kosten müssen gesenkt werden. Das bedeutet zumeist Desinvestition von Geschäftsbereichen sowie Personalabbau. Beide Hausaufgaben hat Heidelberger Druck erledigt. Der defizitäre Bereich Digital wurde zum 1. Mai 2004 an Kodak, der Bereich Web Systems zum 6. August 2004 an Goss verkauft. Die Zahl der Mitarbeiter senkte sich überwiegend dadurch von weltweit 23.500 auf 19.000 (Stand 30. September). Bis zum Geschäftsjahresende am 31. März 2005 werden weitere 300 Stellen wegfallen.

Beim Thema Umsatzeinbruch stellt sich für jeden Investor die Frage: Liegen die Gründe im schrumpfenden Gesamtmarkt oder beim Unternehmen? In diesem Fall ist die Antwort eindeutig: Kaum eine Branche wurde in ihrer Gesamtheit so gebeutelt wie die der Druckmaschinenhersteller. Heidelberger Druck ist nach wie vor Weltmarktführer im Bereich Offset-Druckmaschinen. Daneben bietet das Unternehmen die gesamte Palette des Post-Druck-Bereiches an: Schneide- und Falzmaschinen, Sammelhefter, Klebebinder, Stanz- und Faltschachtelklebemaschinen sowie alles rund um einen funktionierenden Packraum. Unter dem Namen Prinect wird ein Workflow Management-System für Druckunternehmen eingeführt.

Zahlen erfüllen Erwartungen

Zur Halbzeit des Geschäftsjahres 2004/05 liegt Heidelberger Druck im Plan. Das Unternehmen erzielte einen Umsatz von 1,37 Mrd. Euro, davon 769 Mio. Euro im 2. Quartal. Der Auftragseingang im 1. Halbjahr betrug 1,9 Mrd. Euro. Vorstand Bernhard Schreier macht einen leichten Aufwärtstrend in der Druckindustrie aus. Als Umsatzziel werden 3,48 Mrd. Euro für das Jahr anvisiert. Das ist in absoluten Zahlen ein weiterer Umsatzrückgang um 260 Mio. Euro gegenüber 2003/04. Bezogen auf die fortgeführten Bereiche bedeutet dies aber eine Umsatzsteigerung um 5 %.

Als Jahresüberschuß strebt Heidelberger Druck einen Betrag „im mittleren zweistelligen Millionen-Euro-Bereich“ an, also



50 Mio. Euro plus X. Bei 85 Mio. ausstehenden Aktien käme dies einem Gewinn je Aktie von 0,60 Euro plus X gleich. Daraus ergibt sich, daß die Aktie trotz des Kursrückganges auf derzeit 25 Euro noch nicht eben ein Schnäppchen ist. Rechnet man die Sonderbelastungen durch die Desinvestitionen und weitere Restrukturierungskosten sowie die Messeausgaben für die nicht jährlich stattfindende Drupa heraus, ergibt sich ein KGV von 11. Darauf gründet sich die Turnaround-Spekulation: Heidelberger Druck ist nicht aufgrund schlechter Produkte in die Krise geraten, sondern aufgrund eines dramatischen Einbruchs des Gesamtmarktes. Wenn der Markt sich wieder erholt, wird die Gesellschaft überproportional profitieren, denn wirkliche neue Mitbewerber sind trotz der Umwälzungen nicht auszumachen. Dafür sind die Markteintrittsbarrieren in die Königsklasse des Maschinenbaus zu hoch.

Fazit

Der Turnaround für das laufende Geschäftsjahr ist bereits im Kurs eingepreist. Heidelberger Druck hatte in den guten Jahren Umsatzrenditen über dem Branchendurchschnitt erzielt. Gelingt es dem Unternehmen, zu alter Ertragsstärke zurückzukehren, kann die Turnaround-Spekulation beim jetzigen Kursniveau ab November 2005 aufgehen, wenn die dann vorliegenden Halbjahreszahlen den Erwartungen entsprechen. Heidelberger Druck ist eine mögliche Anlage für Investoren, die an die Weltkonjunktur glauben, sich aber nicht auf eine Region festlegen wollen: Da Heidelberger Druck in allen Regionen vertreten ist, würde das Unternehmen dank guter Marktstellung überall dort profitieren, wo es vorangeht.

Stefan Preuß

MONEYTALK

„Der Zukunft gelassen entgegensehen“

Smart Investor im Gespräch mit Ralf Klenk, Vorstandsvorsitzender des Systemhauses Bechtle, über Grenzen des akquisitorischen Wachstums, finanzielle Spielräume und anvisierte Marktanteile

Smart Investor: Herr Klenk, die letzten Geschäftszahlen zeigen Wachstum an allen Fronten. Vielleicht erläutern Sie uns bitte die Schlüsselpunkte in aller Kürze.

Klenk: Wir haben sowohl in der Sparte Systemhäuser als auch in unserem Handelssegment, dem eCommerce, deutlich zugelegt. Man kann Bechtle übrigens nicht vorwerfen, nur über Akquisitionen zu wachsen. Die aktuellen Zahlen belegen, daß wir auch organisches Wachstum generieren können.

Smart Investor: Demnach wuchs der Umsatz im Neunmonatsvergleich organisch um 6,4 %, während für die IT-Branche derzeit aber weltweit Wachstumsraten von 7 bis 10 % prognostiziert werden. Deutschland allerdings gilt mal wieder als Problemfall. Wie stellt sich die Lage also dar?

Klenk: Wenn von 10 % oder mehr die Rede ist, so sind damit nur die Stückzahlen gemeint. Im Umsatzvolumen liegen realistische Wachstumsraten zwischen 2,5 und 3 %. Für den deutschen und europäischen B2B-Markt läßt sich zumindest festhalten, daß die Talsohle meiner Ansicht nach durchschritten ist.

Smart Investor: Aufgrund der zahlreichen Zukäufe hat sich die Eigenkapitalquote um weitere 7 Prozentpunkte auf 57,4 % verringert – wo würden Sie die Grenze ansiedeln?

Klenk: Mit über 57 % ist Bechtle immer noch ausgezeichnet aufgestellt. Eine selbst gesteckte Grenze liegt im Bereich von 40 %.

Smart Investor: Auch haben sich die langfristigen Verbindlichkeiten im letzten Berichtszeitraum in etwa verdreifacht. Wie gut verkraftet Bechtle denn das akquisitorische Wachstum?

Klenk: Zwei Parameter gilt es zu unterscheiden. Da ist zum einen die finanztechnische Sicht. Mit unseren Liquiditätsreserven von

gegenwärtig etwa 80 Mio. Euro können wir in punkto Akquisitionen der Zukunft gelassen entgegensehen. Sie sollten auch auf Zeitpunkt und Größe unserer Zukäufe schauen. Wir akquirieren, wenn die Preise niedrig sind – so wie in den letzten 12 bis 18 Monaten –, und halten uns zurück, wenn sie hoch sind – so wie 1999 und 2000. Sowohl in strategischer als auch kaufmännischer Hinsicht waren die PSB und die Schweizer ARP sehr gute Akquisitionen für Bechtle. Damit sind wir beim zweiten Faktor, der strategischen Perspektive. Grundsätzlich gilt: Wir übernehmen stets das komplette Finanzwesen der akquirierten Firmen, was das spätere Controlling erleichtert. Die unternehmerische Verantwortung verbleibt aber beim Geschäftsführer vor Ort. Durch den Zugriff auf das Netzwerk und die Warenwirtschaftsstruktur von Bechtle sind die Neuzugänge auf einen Schlag wettbewerbsfähiger.

Smart Investor: Welches sind denn die Märkte, auf denen Sie noch aktiv werden können bzw. wollen?

Klenk: Als handelstreibender Dienstleister beschränken wir uns im Systemhausbereich auf den deutschsprachigen Raum. Im eCommerce schließe ich auf Fünf- oder Zehnjahressicht über Europa hinausgehende Aktivitäten nicht aus. An der Tatsache, daß wir in Deutschland gerade mal einen Marktanteil von 1,5 % besitzen, erkennen Sie allerdings, daß wir in naher Zukunft noch über reichlich Potential auf unseren Kernmärkten verfügen. In Bezug auf Chancen in Osteuropa muß man klar festhalten, daß diese Märkte noch nicht über dasselbe Volumen wie etwa die westeuropäischen verfügen. Im Moment jedenfalls beobachten wir diese Märkte nur.

Interview: Falko Bozicevic



Ralf Klenk,
Vorstandsvorsitzender



Bechtle ist mit gegenwärtig rund 50 Standorten das größte konzernunabhängige Systemhaus Deutschlands. Neben der dienstleistungsorientierten Systemhaussparte betreibt Bechtle in neun europäischen Ländern ein umfangreiches Handelsgeschäft mit rund 22.000 IT-Produkten. Seit September ist Bechtle im Auswahlindex TecDax-30 vertreten.

INTERVIEW MIT EINEM INVESTOR

„Die Yukos-Krise trägt irrationale Züge“

Smart Investor im Gespräch mit Stefan Böttcher, Fondsmanager des Magna Eastern European Fund, über seinen Anlagestil, Rußland in der Yukos-Krise und die 2. EU-Konvergenzrunde

Smart Investor: Herr Böttcher, wie würden Sie Ihren Anlagestil beschreiben?

Böttcher: Wir haben einen sehr disziplinierten und konzentrierten Anlagestil. Als erstes selektieren wir die Aktien hinsichtlich ihrer Liquidität. Denn wir erachten die Liquidität als das größte kalkulierbare Risiko an den Börsen, an denen wir investieren. So fallen schon zu Beginn des Prozesses ca. 90 % der Aktien aus unserem Anlageuniversum. Übriggebliebene Titel analysieren wir dann so detailliert, daß am Ende der Analyse ein von uns, das ist uns ganz wichtig, berechnetes Preisziel steht, an dem wir uns orientieren. Für uns sind die qualitativen Aussagen, die sich aus der Analyse ergeben, von immenser Bedeutung.

Smart Investor: Warum konzentrieren Sie Ihr Portfolio auf nur 20 bis 25 Titel?

Böttcher: Der Anlagestil erfordert ein sehr genaues „Hinschauen“. Wir bewerten die Titel unseres Anlageuniversums zum Beispiel quartalsweise. Diese Analyse können wir nicht für beliebig viele Aktien machen, ansonsten ist die Gefahr von Fehlbewertungen sehr groß. Daher konzentrieren wir uns auf ein kleineres Anlageuniversum und folgen der Portfoliotheorie von Markowitz. Demnach sinkt der Wertbeitrag einer Aktie, je mehr Aktien man in ein Portfolio aufnimmt.

Smart Investor: Dürften Sie im Fall eines absehbaren Trendwechsels Ihr Depot komplett glattstellen? Ist die Marktmenge vieler Titel nicht problematisch?

Böttcher: Wir reagieren nicht auf Trends, diese kommen und gehen. Wir glauben vielmehr, daß eine Nachhaltigkeit nur dann erreicht wird, wenn man seinem Anlagestil genauestens folgt. Wenn eine Aktie Potential besitzt, wird sie in unser Anlageuniversum aufgenommen. Der Zeitpunkt einer Glattstellung läßt sich daher auch nicht pauschal beantworten. Bezüglich der Marktmenge haben Sie vollkommen Recht. Daher ist es für uns ja auch von essentieller Bedeutung, daß wir eine liquiditätsorientierte Anlage durchführen.

Smart Investor: Hat sich mit der Yukos-Krise Ihre Haltung zu Rußland geändert bzw. inwiefern tragen Sie den immer wieder aufkommenden Unruhen auf dem Balkan Rechnung?

Böttcher: Nein, es hat sich an unserer grundsätzlich positiven Erwartung nichts geändert, auch wenn die Krise schon sehr irrationale Züge enthielt. Wir hatten glücklicherweise kurz vor der Verhaftung Chodorkowskis unsere Yukos-Position veräußert, mit Ge-

winn. Solange die Yukos-Krise eine singuläre Erscheinung bleibt, werden wir an Rußland weiter positiv festhalten. Für eine Ausweitung der Krise auf andere Oligarchen sehen wir derzeit keinerlei Indikationen. Der Balkan indes gehört noch nicht zu unserem Focus. Wir haben uns zwar schon mal in Kroatien engagiert, aber darüber hinaus nicht.

Smart Investor: Wo sehen Sie in Osteuropa die größten Chancen?

Böttcher: Es läuft ja derzeit die „2. Konvergenz“, die die neuen EU-Mitgliedsländer für die Europäische Währungsunion qualifizieren soll. Man wird sehen, wann Ungarn, Polen oder Tschechien der Währungsunion beitreten. Typischerweise profitieren der Finanzsektor, Versorger, Telekom-, aber auch Konsumittel von der Konvergenz. Dennoch werden alle zentraleuropäischen Länder vom ökonomischen Potential Rußlands dominiert.

Smart Investor: Welchen Ländern und Branchen schenken Sie momentan Ihre besondere Aufmerksamkeit?

Böttcher: Der Fonds ist derzeit hauptsächlich mit 44 % in Rußland, 22 % in Polen, 16 % in Tschechien und 13 % in Ungarn investiert. Sektoral betrachtet liegen die Schwerpunkte im Energiesektor (29 %), den Finanzen (24 %) sowie der Telekommunikation (21 %). Die Türkei erachten wir als sehr bedeutend, dort sind wir aber nur mit dem Magna Global Emerging Markets Fonds investiert. Dort könnte sich eine neue Konvergenz entwickeln, sollten mit der Türkei demnächst EU-Beitrittsverhandlungen aufgenommen werden.



Stefan Böttcher begann seine Karriere als Analyst bei W.L. Carr and Marcard, Stein & Co. in London und Frankfurt. Im Jahr 2001 wechselte er von Schroders Investment Management zu CharlemagneCapital und betreut seitdem als Leiter des Portfoliomanagements den Magna Eastern European Fund.

Interview: Tobias Karow

KOLUMNE

Hoher Ölpreis nagt an Goldreserven

Von Thomas Utter

In den vergangenen zwei Jahren ist der Goldpreis von rund 300 US-\$ pro Unze auf knapp 450 US-\$ pro Unze stetig gestiegen – ein Anstieg von fast 50 %. Im selben Zeitraum hat sich der Preis für Rohöl verdoppelt; geht man zurück auf das Jahr 1999, sogar verdreifacht. Dieser ungleiche Preisanstieg hat erhebliche Auswirkungen auf die weltweite Goldproduktion und sogar auf die Verfügbarkeit an Golderz-Reserven. Denn ein im Vergleich zum Goldpreis überproportional steigender Ölpreis führt zwangsläufig zu einer Verringerung der wirtschaftlich abbaubaren Golderz-Reserven.

Für das Jahr 2004 wird mit einer weltweiten Gold-Bergbauförderung von rund 2.600 Tonnen, entsprechend 84 Millionen Unzen, gerechnet. Dies bedeutet, daß sich die primäre Goldproduktion in den letzten fünf Jahren kaum erhöht hat, ja sogar etwas rückläufig war. Dabei stammen heute gut 50 % der Goldproduktion aus Regionen oder Ländern mit fehlender, schwacher oder sehr kostenaufwendiger Energieversorgung. Zum Beispiel in West- und Ost-Afrika, von wo inzwischen mehr als 10 % der Weltgoldförderung stammen, wird die Energieversorgung der meisten Goldminen durch mit Diesel-Treibstoff angetriebene Stromgeneratoren sichergestellt.



Ich selbst war in den 80er Jahren im Aufsichtsrat einer Goldbergbau-Firma in Guinea, der Aurifere de Guinée, und leitete zeitweise die Goldmine Siguiri, heute ein Projekt der Anglo-Gold-Ashanti. Es war schon eine erhebliche logistische und kostspielige Anstrengung, jede Woche bis zu fünf Diesel-Tanksattel-schlepper von der Küste über 1.000 Kilometer unbefestigte Pisten zur Mine zu bekommen. Die Energiekosten stellten zwi-

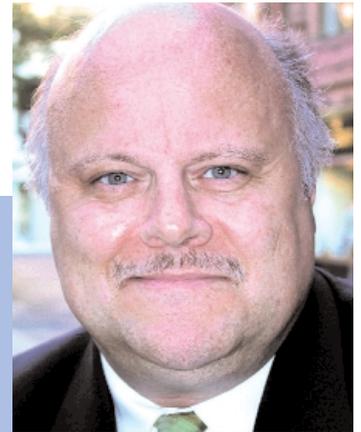
Unter Tage auf der Suche

schen 20 und 30 % der variablen Produktionskosten dar.

Fast alle Goldbergbau-firmen weisen in ihren jüngsten Quartalsberichten auf den Einfluß steigender Energiekosten bzw. auf die Produktionskosten hin. Die folgende Mitteilung im dritten Quartalsbericht 2004 eines der größten Goldproduzenten der Welt, der Barrick Gold Corporation, läßt aufhorchen: Barrick wird in den nächsten drei Jahren zwischen 1,3 und 1,7 Mio. Barrel Öl pro Jahr verbrauchen und ist daher Öl-Hedgekontrakte von über 2,2 Mio. Barrel Öl eingegangen. Mit einer Ausweitung des Hedge-Programms ist noch im Jahr 2004 zu rechnen.

Hinzu kommt noch, daß durch die auf breiter Ebene generell gestiegenen Rohstoff-Preise auch der Bau einer neuen Mine durch gestiegene Zement- und Stahlkosten ebenfalls teurer geworden ist. Diesbezügliche Hinweise lassen sich ebenfalls im dritten Quartalsbericht der Barrick nachlesen, und kürzlich wurde die vorläufige Durchführbarkeitsstudie über das große Las Cristinas-Goldprojekt (Venezuela) durch die kanadische Betreibergesellschaft Crystallex dahingehend optimiert, daß die Kosten und Mengen für Konstruktionsstahl überarbeitet wurden.

Die Förderung von Gold wird also immer teurer. Bei höheren Produktionskosten können Erze mit geringerem Goldgehalt nicht mehr wirtschaftlich abgebaut werden und fallen daher aus dem Reserven-Inventar heraus. Entsprechend muß sich die Zielsetzung bei der Goldexploration ändern. Der Schwerpunkt ver-



Der Diplom-Geologe **Prof. Dr. Thomas Utter** (53) verfügt über mehr als 25 Jahre praktische Erfahrung in der Minenindustrie. Er war Mitglied der Chambers of Mines South Africa-Mining und als Wirtschaftsgeologe bei der Schweizer Beratungsgesellschaft Terraconsult sowie bei den internationalen Minengesellschaften Pancontinental Mining und Lion Ore Mining International tätig. Prof. Utter lehrt als Honorarprofessor an der Universität Darmstadt. Seit Oktober 2000 leitet er die kanadische Explorations-Gesellschaft Zaruma Resources.



schiebt sich auf kostengünstig abbaubare oder hoch goldhaltige Erze. Wenn sich durch die Ölpreis-bedingte Kostenexplosion diese wirtschafts-geologischen Parameter verschieben, dann wird es auch immer schwieriger und aufwendiger, neue wirtschaftlich abbaubare Gold-Lagerstätten zu finden.

Kurz- bis mittelfristig bedeutet dies: Das Angebot an Gold und

die Menge der zu heutigen Goldpreisen abbaubaren Goldmengen wird kaum zunehmen. Erst wenn der Goldpreis eine zum Ölpreis vergleichbare Wertsteigerung sieht, ist mit einer sichtbaren Zunahme der Goldförderung zumindest mittelfristig zu rechnen.

Über Jahre ist wenig Risikokapital in die Exploration von Gold, aber auch anderer mineralischer Rohstoffe geflossen, ein typisches Zeichen der Rohstoff-Baisse des ausgehenden letzten

Jahrhunderts. Entsprechend wurden auch wenige neue große Lagerstätten gefunden. Man schätzt, daß bei der momentanen Abbaurate von 85 Mio. Unzen Gold im Jahr unsere Gold-Reserven noch zwischen 7 und 10 Jahren reichen. Nur ein anhaltend starker und über den Trend des Rohöls steigender Goldpreis kann und wird die Differenz zwischen Abbau und Finden neuer Gold-Reserven vermindern.

Die oben genannten Zusammenhänge sind auch bei der Bewertung von Goldminen oder Bergbau-Unternehmen von Bedeutung. Bei Unternehmen, die einen großen Anteil ihrer Goldproduktion aus Regionen mit hohen Energiekosten aufweisen, zum Beispiel Randgold und Gold Fields, mit Goldgruben in West Afrika oder Barrick mit Gruben in Ost-Afrika, Peru und Chile, sollte man Produktionskosten genau beobachten.

In Ländern oder Regionen, in denen die Energie zum großen Teil aus Wasserkraftwerken stammt, wie Kanada und Brasilien, oder in denen die lokalen Diesel- und Benzinpreise staatlich subventioniert werden, da hier selber Öl gefördert und raffiniert wird, wie Venezuela und Mexiko, ist die Wirkung hoher Ölpreise eher abgepuffert.

BUCHBESPRECHUNG

Tage der Abrechnung

Die internationalen Finanzmärkte im Umbruch

Man sagt ja, daß Börsenkolumnisten bei Nichteintreffen ihrer Prognosen entweder in Wahnsinn oder Sarkasmus verfallen. Dem US-Autorengespann Bonner/Wiggin muß man letzteres bescheinigen. Als Betreiber des Börseninformationsdienstes Agora Publishing („The Daily Reckoning“) warnen sie seit geraumer Zeit vor der wirtschaftlichen Malaise, die da kommen mag. Das Buch – im englischen Original bereits im Oktober 2003 erschienen – versteht sich als eine Sammlung der eindringlichsten dieser Warnungen, vornehmlich aber ausgerichtet auf einen amerikanischen Leser. Kostproben: Die Zuversicht der Amerikaner entspringt lediglich eher historischen Glücksfällen als eigener Überlegenheit – sie sind allerdings zu naiv, um das zu realisieren –; die amerikanische Wirtschaft wird der japanischen in die Malaise folgen; der Zusammenbruch des Dollar wird das internationale Wirtschaftssystem in seinen Grundfesten erschüttern; die demoskopische Entwicklung in den westlichen Ländern gleicht einer tickenden Zeitbombe. Oder kurzum: Das Platzen der Aktienblase vor vier Jahren war erst ein Vorgeschmack auf das, was den USA auf Sicht der nächsten zehn Jahre blüht.

Zugegeben, das alles ist nicht mehr so richtig neu, für Smart Investor-Leser wohl am wenigsten. Der Stil von Bonner in seiner un-nachahmlichen Mischung aus Sarkasmus und rigidem Spiegel-

Verhalten ist allemal lesenswert, obgleich vielleicht etwas überdeutlich für Leser, die dies nicht gewohnt sind. Eines wird der Leser allerdings vermissen: Mit probaten Ratschlägen hält Bonner hinter dem Berg, das Buch versteht sich nicht als Ratgeber in Finanzdingen (siehe auch das Interview mit William („Bill“) Bonner auf S. 11).

Falko Bozicevic



„Tage der Abrechnung“
von William Bonner und Addison Wiggin;
FinanzBuch Verlag, Oktober 2004;
360 Seiten, 34,90 Euro

Eine fünfseitige Zusammenfassung/Rezension der englischen Originalausgabe sowie zahlreicher weiterer Wirtschafts- und Finanzbücher finden Sie auf www.getabstract.com.

LESERBRIEFE

Fonds, Musterdepot, Crashgefahren

?

Die Verluste bei einigen Ihrer Musterdepotwerte haben mir gezeigt, daß es sehr schwer ist, in einem Privatdepot die Risiken von Einzelaktien auszugleichen.

Die von Ihnen favorisierten Themen (Rohstoffe, Edelmetallminen, Asien) könnte man doch auch mit speziellen Fonds abdecken. Nicht daß ich der Meinung wäre, ein Fondsmanager hätte die Probleme mit Einzelaktien nicht. Er kann aber weiter streuen und sehr schnell reagieren. Vielleicht könnten Sie beim Musterdepot parallel auf die Fondsvariante eingehen. Sie vertreten langfristig ja eine pessimistische Sicht auf die Aktienmärkte, die ich teile. Die Bücher von Prechter, „Besiege den Crash“, und von Leuschel/Vogt, „Das Greenspan-Dossier“, erscheinen mir in ihrer Argumentation sehr plausibel. Im SI sind ja auch eine ganze Reihe Beiträge dieser Ausrichtung erschienen. Doch bei der praktischen Umsetzung fangen die Fragen an.

Wolfgang Kuttner, Grevenbroich

SI

Wir überlegen seit geraumer Zeit, ein Musterdepot für Fonds oder Zertifikate einzurichten. Bisher scheiterte es jedoch noch an einigen Punkten, die zu erklären hier wohl zu weit führen dürfte. Allerdings ha-

ben wir ja im Musterdepot Zertifikate auf den indischen und auch japanischen Markt, in gewisser Weise haben wir Ihren Vorschlag also zumindest teilweise umgesetzt. Ihre Sorgen bezüglich eines Crashes können wir zwar verstehen, allerdings halten wir diese momentan für weitestgehend unbegründet. Das hat nichts damit zu tun, daß wir blauäugig wären, sondern mit folgendem Umstand: Momentan sind die Investoren auf mittlere Sicht im allgemeinen sehr ängstlich. Seien Sie versichert: Wir bringen das Krisenthema zur gegebenen Zeit auf den Tisch, aber erst dann, wenn es Zeit dafür ist. Bedenken Sie: Prechter liegt seit dem Jahr 1988 reichlich falsch mit seinen Prognosen. Einem Artikel mit diesem Hintergrund werden wir uns zu gegebener Zeit widmen, ohne uns heute schon auf ein konkretes Datum festlegen zu wollen. Daher auch noch eine Bitte: Lassen Sie sich von Crash-Propheten nicht verrückt machen. Im Zweifel jedoch dürften Edelmetalle eine der besten Versicherungen sein, zumindest langfristig.

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.

Anzeige



ZU BERECHENBAR
ZU UNBEGRÜNDET
ZU HUMORLOS
ZU DEUTSCH
ZU SOZIALISTISCH
ZU UNLIBERAL
ZU NEOKONSERVATIV
ZU TRADITIONELL
ZU STAATSTRAGEND
ZU SCHWEIZERISCH

ef-magazin

MEHR NETTO!

Der Libero
unter den
Meinungsbildnern:

www.ef-magazin.de

UNTERNEHMEN VON A-Z

UNTERNEHMEN	WKN	SEITE
ALTANA	760 080	36
ANGLOGOLD	164 180	42
ARQUES	515 600	36
BARRICK GOLD	870 450	42
BECHTLE	515 870	39
CESKY TELEKOM	914 707	8
CEZ	887 832	8, 22
GEDEON RICHTER	347 512	22
GOLD FIELDS	856 777	43
HEIDELBERGER DRUCK	731 400	38
LEVEL 3 COMMUNICATIONS	912 667	32
LUKOIL	899 954	22
MOL	898 178	22
NEWCREST MINING	873 365	36
NORILSK NICKEL	676 683	22, 36
OTP BANK	896 068	22
SCHÖLLER BLECKMANN	907 391	34
TAG TEGERNSEE	830 350	34
TECHNOTRANS	744 900	30

Vorschau

auf Smart Investor 01/2005

Jahresausblick 2005

Ein neuer Bullenmarkt ante portas?

Demographie

Was die Bevölkerungsentwicklung für Aktien bedeutet

Musterdepot

Tops & Flops seit Bestehen von Smart Investor

Dieser Ausgabe liegt eine Beilage für Abonnentenwerbung der Zeitschrift „Value Investor“, Bonn, bei.

Ebenfalls liegt eine Postkarte mit Werbung für den „eMail-Newsletter“ sowie eine Beilage von Eclips Ventures Int. für WALLSTREETNET bei.

IMPRESSUM

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

2. Jahrgang 2004, Nr. 12 (Dezember)

Verlag:

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

Preise:

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

Redaktion:

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

Freie Mitarbeiter:
Claus Brockmann, Magdalena
Brud, Adam Jakubowski, Tobias
Karow, Stefan Preuß, Kevin
Sternkopf, Dimitri Speck, Holger
Steffen, Rolf Wetzler

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 .

Gast-Autoren:

Harald Albert, Alexander
Hirse Korn, Prof. Dr. Thomas
Utter

Druck:

Rieß-Druck- und Verlags-GmbH

Interviewpartner:

Stefan Böttcher, Bill Bonner,
Marc Faber, Dr. Friedrich
Glauner, Ralf Klenk, Larry
Williams

Haftung und Hinweise:

Artikel, Empfehlungen und
Tabellen liegen Quellen zugrun-
de, welche die Redaktion für ver-
lässlich hält. Eine Garantie für die
Richtigkeit kann allerdings nicht
übernommen werden. Bei unauf-
gefordert eingesandten Beiträgen
behält sich die Redaktion Kür-
zungen oder Nichtabdruck vor.

Redaktionsanschrift:

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

Bildredaktion:

Tobias Karow,
Christine Weinschenk

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 ver-
vielfältigen. Unter dieses Verbot
fallen auch die Aufnahme in elek-
tronische Datenbanken, Internet
und die Vervielfältigung auf CD-
ROM.

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)

VK B 61978
ISSN 1612-5479

ZITATE

Dem smarten Geld auf der Spur

„Ich lese keine Zeitungen. Was wirklich wichtig ist, erfahre ich an der Börse“

Amschel Meyer Rothschild

„Die Börse ist launisch und unberechenbar. Man muß nämlich auch die Reaktionen des Publikums erraten.“

André Kostolany

„Es gibt nichts, was so verheerend ist wie rationales Anlegerverhalten in einer irrationalen Welt.“

John Maynard Keynes

„Wenn Du entdeckst, daß Du ein totes Pferd reitest – steig ab!“

Weisheit der Dakota-Indianer



Das Zitat von Bankier Rothschild könnte unsere Titelgeschichte kaum treffender ausdrücken. Was man im Fernsehen sieht oder erst recht in der Zeitung liest, sind schon Nachrichten von gestern. Das, was wirklich zählt, sagen einem die Kurse schon selbst – alles andere ist Interpretationssache. Ganz nach einem Kostolany-Zitat: „Die Kurse machen die Nachrichten.“ Und „Kosto“ tut sich auch mit einer anderen grundlegenden Einsicht hervor. Daß nämlich in erster Linie die Reaktionen der anderen Börsenteilnehmer richtig eingeschätzt werden müssen.

Zu versuchen, der Börse mit rationalen Überlegungen beizukommen, ist daher auch zum Scheitern verurteilt, wie schon Lord Keynes anmerkte. Für einen smarten Anleger kann das nur heißen, daß er nicht zwangsläufig da engagiert sein sollte, wo es seiner persönlichen Meinung nach aussichtsreich erscheint – sondern vielmehr dort, wo man davon ausgehen darf, daß es die Masse der Anleger für aussichtsreich hält – so wie Ende der 90er die Internetaktien, obwohl doch jeder wissen konnte, daß dort „ein bißchen“ übertrieben würde.

Und schließlich paßt auch die Weisheit der Dakota-Indianer ins Bild, die da besagt: Beharre nicht auf Deiner Meinung, wenn Du siehst, daß – um im Börsenkontext zu bleiben – die Musik aus ist oder an einer ganz anderen Stelle spielt. Deshalb ist es wichtig, immer zu wissen, wo das „Smart Money“, also das Geld der einflußreichen Professionals und Insider, gerade engagiert ist.

Falko Bozicevic

Anzeige

Edelmetallkontor

Canadian: 95 Maple Leaf, 9999er Silber, 1000 Troy Unze, inklusive versch. Steuer Wien, Versand & 7% Mehrwertsteuer.
 200 Stück in der Royal Canadian Mint Originalverpackung zum Preis von nur 8,50 Euro pro Münze.

Freier Münzen & Service von 100 bis 100000 Unzen Gold, Silber & Palladium auf Anfrage & ohne Mindestanzahl

www.edelmetallkontor.com

Tel: 08 151 - 97 19907 Fax: 08 151 - 97 19908
 e-mail: info@edelmetallkontor.com