

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

Quo vadis Deutschland?



KONJUNKTURINDIKATOR:

Mehr Durchblick
mit dem KID

EINBLICKE:

Über die Statik
der Wirtschaft

HEDONIC PRICING:

Augenwischerei mit
offiziellen Statistiken



Editorial

Über den Sinn von Prognosen

Es soll Leute geben, die Prognosen, insbesondere wenn sie die Finanzmärkte betreffen, für unseriös bzw. unsinnig halten, denn die Zukunft ist ungewiß und damit unberechenbar, so in der Regel lautet die vorgebrachte Begründung.

Nun will ich nicht behaupten, daß die Zukunft gewiß und berechenbar ist. Wenn es aber tatsächlich so wäre, daß Prognosen keinen Sinn machen, dann müßten mein Team und ich auf der Stelle unsere Sachen packen und den Smart Investor einstellen. Denn was sonst sollte unsere Aufgabe sein als Einschätzungen zur Zukunft (der Märkte) abzugeben?

Der wesentliche Grund für die Skepsis gegenüber Analysten liegt an der im Durchschnitt miserablen Trefferquote der abgegebenen Schätzungen. Dies hat in erster Linie damit zu tun, daß sich der „typische“ Analyst in einem komplexen Umfeld von Anreizen, Zwängen und Gefahren gefangen sieht, so daß das Ergebnis seiner Tätigkeit in der Regel nicht frei zustande kommen kann, sondern nur einen Kompromiß darstellt. Damit aber ist die grundlegendste Voraussetzung für eine gute Analyse von vornherein meist schon nicht mehr gegeben, nämlich die Unabhängigkeit.

Das Smart Investor-Team ist vor knapp elf Monaten angetreten, um genau diese Lücke zu schließen. Wir sind deshalb so zuversichtlich, daß uns dies gelingen kann, weil unsere Zeitschrift in einem kleinen, unabhängigen Verlag erscheint, in dem unvoreingenommen gedacht und analysiert wird. Dies bedeutet nicht, daß alles, was wir prognostizieren, auch exakt so eintreten wird. Wohl aber bedeutet es, daß die Ergebnisse unserer Prognosen weder den Massengeschmack treffen müssen, noch sonst irgendwie beeinflußt werden. Und es bedeutet dann aber auch, daß das Ergebnis manchmal hart und unangenehm ausfällt.

So lautet der unterschwellige Tenor unserer diesmaligen Titelgeschichte „Quo vadis Deutschland?“, die sich aus sechs Einzelbeiträgen zusammensetzt (S. 6 bis 17), daß unser Vaterland auf dem besten Weg in den „Abgrund“ ist. Im Artikel über die hedonischen Preisanpassungen erfah-

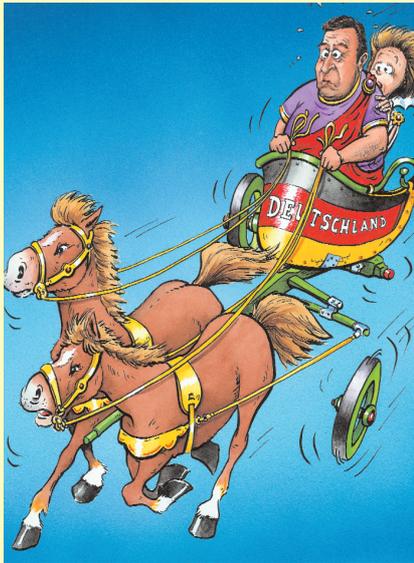


Ralf Flierl,
Chefredakteur

ren Sie, daß amtliche Statistiken oftmals genau das verschleiern, was man eigentlich von ihnen erfahren möchte. Und schließlich werden Sie in diesem Heft mit einer recht negativen Marktprognose konfrontiert. All dies schreiben wir nicht, weil wir einen Hang zum Negativen haben oder weil es uns eine besondere Freude bereitet, Sie zu schocken.

Vielmehr setzen wir unser Know-how und nicht zuletzt unseren gesunden Menschenverstand ein, um Sachverhalte unabhängig und unvoreingenommen zu analysieren und darauf aufbauend die Zukunft möglichst genau abzuschätzen. Und wenn das Ergebnis negativ ausfällt, dann schreiben wir es eben auch – ohne wenn und aber. Sollten Sie schon länger zu unseren Lesern gehören, so dürfte Ihnen allerdings nicht entgangen sein, daß wir uns hinsichtlich der Güte unserer Prognosen keinesfalls verstecken müssen. Und das ist es doch, was Sie von uns erwarten, oder?

Herzlichst



Titelstory: Quo vadis Deutschland? – Deutschland, wohin gehst Du?

Rentenraub, Wohlfahrtsstaatstum, Pisa-Debakel und Patientenfolter sind noch die harmlosesten Begriffe. Unter der Oberfläche brodelt es, die Probleme Deutschlands liegen viel tiefer, als die meisten Leute denken. In unserer mehrteiligen Titelstory werfen wir einen Blick unter diese Oberfläche: Seiten 6 bis 17.



Interview mit dem Volkswirt Dr. Kurt Richebächer über Hedonisches Pricing

In puncto Wirtschaftsstatistik geben die USA den Takt vor, doch vermeintliche Wunderzahlen sind oft nicht mehr als Augenwischerei. Inzwischen gibt es sogenannte hedonische Indices auch hierzulande. Mehr dazu inclusive eines Interviews mit dem Experten Dr. Kurt Richebächer auf den Seiten 18 bis 22.



Interview mit Joachim Paul Schäfer von der PSM Vermögensverwaltung

Joachim Paul Schäfer, Partner bei der PSM Vermögensverwaltung, nimmt im Interview mit Smart Investor kein Blatt vor den Mund. Die Welt befinde sich in einer verhängnisvollen Abhängigkeit vom amerikanischen Konsumenten, hinter der Fassade seien die USA „pleite“. Erhellende Einblicke lesen Sie auf den Seiten 41/42.

Märkte

- 6** **Titelstory:**
Quo vadis, Konjunktur und Märkte? – Der Konjunktur Indikator Deutschland (KID)

Hintergrund

- 10** **Titelstory:**
Quo vadis Deutschland?
- 12** **Titelstory:**
Schöpferische Zerstörung durch den Markt; von Prof. Dr. Eberhard Hamer
- 14** **Titelstory:**
„Schade, daß wir keinen Ludwig Erhard haben“; Interview mit Vermögensverwalter Gottfried Heller
- 15** **Titelstory:**
Zurück auf Los!?
- 16** **Titelstory:**
Die Statik der Wirtschaft; von Gerd Neumann, Geschäftsführer der ROTEC GmbH
- 18** Hedonik und mehr – Augenwischerei mit offiziellen Statistiken
- 22** „Absoluter Blödsinn“; Interview mit dem Volkswirt Dr. Kurt Richebächer

- 23** **Nachhaltiges Investieren:**
Damit Deutschland morgen wieder kräftig zupacken kann
- 24** **Derivate:**
Doppelt lukrativ
- 25** **Prinzipien des Marktes:**
Measured Move – die abgemessene Bewegung

Research

- 26** **Das große Bild:**
Das Ende des „Pit Bull Markets“
- 29** **Sentimenttechnik:**
sentix
- 30** **Relative Stärke:**
Unübersehbare Ermüdungserscheinungen
- 31** **Buy & Good Bye:**
Genentech und Deutsche Bank
- 32** **Aktie im Blickpunkt:**
Charoen Pokphand Group – Hähnchen-Business süß-sauer
- 34** **Externe Analyse:**
International Minerals Corp. – Der ideale Goldhebel!

- 36** **MoneyTalk:**
Thomas Deutschmann, CEO des CRM-Softwareanbieters update software
- 37** **Turnaround:**
Highway Holdings Ltd. – Wo die Großkonzerne fertigen lassen
- 38** **Musterdepot:**
Augenmaß und Fingerspitzengefühl

Potpourri

- 41** **Kolumne:**
„Zumutungen statt Wahlgeschenke“ von André Lichtschlag
- 42** **Interview mit einem Investor:**
Amerika ist doch pleite“; Joachim Paul Schäfer, PSM Vermögensverwaltung
- 44** **Buchbesprechung:**
„Demokratie. Der Gott, der keiner ist“ von Hans-Herrmann Hoppe
- 46** **Zitate:**
Deutschland, Deutschland
-
- 45** **Unternehmensindex**
Vorschau *Smart Investor* 5/2004
Impressum

Titelstory

Quo vadis*, Konjunktur und Märkte?

Der KID Konjunktur-Indikator Deutschland

Von Thomas Spörer



Thomas Spörer

Nach Börsenboom und Aktienbaisse, nach Jahren sorglosen Wachstums und Wohlstands gefolgt von Verunsicherung und Ängsten über globale Veränderungen und Struktur- und Wirtschaftskrisen hat das Interesse an Konjunktur inzwischen auch für Anleger und Investoren wieder Hochkonjunktur. Warum eigentlich noch ein Konjunktur-Indikator Deutschland, wo wir doch längst im Euroland leben? Der Grund liegt in der Statistik – denn noch erfolgt die Veröffentlichung vieler Eurolanddaten mit zeitlicher Ver-

zögerung, außerdem sind viele Eurolandzahlen „harmonisiert“, was eine gewisse „Verflachung“ ihrer Aussagekraft bewirkt. Die frühere und kommende Erweiterung des Euroraums bietet noch keine ausreichende Datenkontinuität, einigen Schlüsseldaten fehlt die ausreichend lange Historie.

„Trau keiner Statistik...“

Der kritische Anleger wird fragen, ob sich mit amtlicher Statistik überhaupt etwas Nutzbringendes anfangen läßt und bemüht dazu das bekannte Churchill-Zitat: „Trau keiner Statistik, die Du nicht selbst gefälscht hast!“ Ein Vorurteil, weil aus dem Zusammenhang gerissen. Winston Churchill bezog sich mit seiner Aussage ausschließlich auf die offiziell bekanntgegebenen und damit „amtlichen“ Verluststatistiken im Krieg – die als aktiver Teil psychologischer Kriegsführung zur Irreleitung des Gegners und dessen Lageeinschätzung, Planung und Strategie gezielt „manipuliert“ und verfälscht wurden. Die Militärstatistik als eigenständiges „Kampfmittel“ der Propaganda hat also, nicht trotz, sondern wegen des Zitats, nichts mit unserer zivilen amtlichen Statistik zu tun. Unsere sensationlüsternen Medien neigen dazu, ohne Sinn und Verstand amtliche Statistik zur Auflagensteigerung zu mißbrauchen, wie z.B. in der „Teuro-Diskussion“. Ähnlich beliebt aktuell die Verbreitung „sensationeller“ amerikanischer Wachstumszahlen, gefolgt von Kritik an deren „offensichtlicher Manipulation“. Einfach dagegen die sachliche Erklärung: Das US-Wirtschaftsinstitut (B.E.A.) veröf-

fentlicht u.a. auch Zeitreihen mit saisonbereinigt hochgerechneter Jahresrate (S.A.A.R.), einer bei uns nicht üblichen Meßmethode, bei der das aktuelle Quartalswachstum einfach aufs ganze Jahr hochrechnet wird. Ein Quartal mit starkem Wachstum erzeugt automatisch einen sehr hohen Meßwert. Insgesamt entsteht dabei eine Zeitreihe mit höheren Schwankungen. Dies entspricht amerikanischer Mentalität und hat mit Manipulation nichts zu tun. Das Ergebnis ist weder direkt mit anderen beim B.E.A. berechneten noch den bei uns üblichen BIP-Zeitserien vergleichbar.

Indikatoren-Beschreibung

Nachdem ein paar Vorurteile gegen Statistik ausgeräumt sind, nun zum Konzept des KID Konjunktur-Indikators: Er versucht, Wendepunkte der deutschen Konjunktur frühzeitig anzuzeigen. Vergleichsmaßstab ist das Brutto-Inlandsprodukt in prozentualer Veränderung zum Vorjahresquartal auf Basis von Zahlen der Deutschen Bundesbank. Da Trendwechsel und Trendstärke i.d.R. mehr Bedeutung haben als die später errechnete prozentuale BIP-Veränderung, lag das Schwergewicht der Optimierung auf Geschwindigkeit und Trendrichtung, weniger auf der absoluten Höhe des Indikators. In die Berechnung fließen zahlreiche Datenreihen meist in daraus errechneten Ableitungen ein. Die eingezeichneten Signale entstehen durch Schnitt des Indikators mit seinem 5-Monats-Mittelwert im Folgemonat, sind durch die erreichte Glättung aber oft schon früher erkennbar. Neue Zahlen fließen fast täglich in die Berechnung ein, so daß die jeweils vorliegende Abbildung und Kommentierung nur eine Momentaufnahme des aktuellen Standes darstellt. Wer den Indikator im Zeitlauf verfolgt, stellt fest, daß „am harten rechten Rand“ oft munter Bewegung herrscht. Außer durch neue Daten wird dies durch die übliche Revision der Zahlen der vergangenen ein bis zwei Monate bedingt. Bei den einmal jährlich folgenden Revisionen der gesamten Basisdatenreihen kommt es gelegentlich sogar zu leichten Veränderungen des Gesamtbildes, wie jetzt zum Jahreswechsel.

Fuzzy Logic: Unschärfe Informationen liefern scharfe Bilder

Das Grundprinzip des Indikators entspricht der „Fuzzy Logic“: Aus vielen bekannten, für sich allein aber „unscharfen“ Einzelinformationen wird versucht, durch Filterung, Bearbeitung und Kombination eine neue, nun aber „scharfe“ Information zu gewinnen. Dies geschieht in der Form, daß aus den einzelnen Zeitreihen zunächst die „relevanten Schwingungen“ als nutzbare Information betrachtet werden. Daraus entstehen im nächsten Schritt zusammengefaßte Einzel-Komponenten, die wiederum optimiert und kombiniert den Indikator bilden. Anders als bei üblichen Modellen existiert für den

*) Quo vadis (lat.) = Wohin gehst Du?

KID keine „spezielle Formel“, er entsteht vielmehr durch ein Netz bzw. Geflecht relativer Einzelinformationen. Die einzelne Information wird nicht als „wahr“ oder „falsch“ kategorisiert – statt dessen wird versucht, eine Vielzahl von differenzierten Abstufungen zu erkennen, zu relativieren und weiterzuverarbeiten. Aus vielen „unscharfen“ einzelnen und scheinbar in sich chaotischen Schwingungen wird damit eine erkennbare Bewegung mit Richtung, Trenddynamik und natürlich mit Wendepunkten.

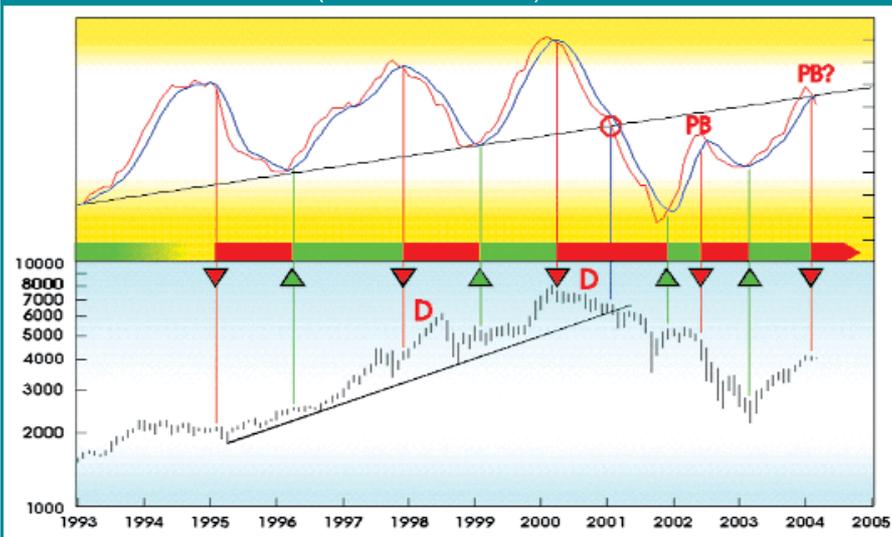
Eine Art Fortsetzungsroman

Als bildhafter Vergleich eignet sich vielleicht das Meer, wo aus einer Unzahl von kleinen, mittleren und großen Bewegungen erkennbare Wellenmuster und letztendlich Ebbe und Flut entstehen. Dies bedeutet in der praktischen Konsequenz, daß es beim KID z.B. relativ schwer festzustellen wäre, wieviel Prozent einer einzelnen Ausgangsdatenreihe am Ende tatsächlich im aktuellen Indikatorstand enthalten sind. Zusätzlich gibt es noch eine weniger geglättete Version, die ausschließlich aus „harten“ realwirtschaftlichen Basisdaten besteht und einen Quervergleich zum KID ermöglicht, in dem auch ein Anteil „weicher“, also mehr stimmungabhängiger Daten enthalten ist. Außerdem gibt es „Vorlaufkomponenten“, ausgekoppelte Anteile, die einen zeitlich größeren Prognosevorlauf zeigen, der aber stets mit Unsicherheit behaftet ist und nur gelegentlich in die Kommentierung einfließt. Der KID Konjunktur-Indikator beinhaltet also ein etwas anderes Grundkonzept, nicht nur „eine neue Formel“. Am einfachsten läßt sich dies nachvollziehen, wenn man eine Zeitlang den Indikator im Verlauf verfolgt – es handelt sich beim KID um einen „Fortsetzungsroman“.

Renten und Aktien: „Boring Bonds“ und die „Masters of the Universe“?

Seit gut zwei Jahren wird der KID gegen Monatsmitte unter www.technical-investor.de bzw. www.tradesignal.com veröffentlicht. Hier findet sich im Know-how-Bereich unter „Ökonometrie“ eine detaillierte Untersuchung zu Zusammenhängen zwischen Konjunktur und Aktien- sowie Rentenmärkten und zur Verwendung des Indikators für den praktischen Handel, auf die hier aus Platzgründen nur kurz eingegangen werden kann. Ausgehend von zwei Vorurteilen, erstens der langweilige Rentenmarkt verhalte sich immer nur einfach umgekehrt zur Konjunkturentwicklung, zweitens der schlaue Aktienmarkt laufe der Konjunktur immer einfach direkt voraus, wurden die 10-Jahres-Zeitreihen von Konjunktur sowie Dax und Bund untersucht. Das Ergebnis mag überraschen: Während der Renten-Investor vergleichsweise recht vernünftig und rational agiert und seine Investments meist im harmonischen Einklang mit den Schwingungen der realen Wirtschaft tätigt, pendelt der Aktionär, von höheren Gewinnchancen zu mehr Risiko verleitet, zu oft zwischen Angst und Gier herum. Da sich der Anleger oftmals nicht rational verhält, besteht der Nutzen der Konjunkturprognostik in erster

ABB. 1: KID UND AKTIENMARKT (DAX LOGARITHMISCH)



oben: KID Konjunktur-Indikator Deutschland
 unten: DAX monatlich Hoch + Tief (logarithmische Skala) Stand: 3-2004

Investieren am Aktienmarkt mittels Konjunkturzyklen

Aktien-Investoren neigen stärker dazu, verzögert und oft disharmonisch zu den Konjunktur-Zyklen zu handeln. Nach einer Abwärtsende der Konjunktur „krallen“ sie sich manchmal regelrecht an der Hoffnung fest. So entstehen krassere Divergenzen (D), wie 1998 oder 2000/2001, als der langjährige Konjunkturtrend (roter Kreis, aber „Alles Kaufkurse!“ hieß es damals) bricht, die eigentliche Baisse aber erst sehr viel später und dann verstärkt einsetzt. Beim zweiten starken Schub der Baisse (2002) war das BIP bereits längst wieder um Null stabilisiert, und das zweite Tief des Indikators lag schon deutlich höher als das erste. Nach Konjunkturwenden aufwärts führt die späte Enttäuschung und Verunsicherung häufig zu einer wiederum verzögerten Rückkehr der Anleger (1993, 1996/97, 1999). Bisher gelang der Konjunktur 2002 nur ein Pullback (PB), ein Antesten von unten an den alten Trend. Aktuell könnte sich noch ein weiteres Pullback ausbilden, falls die Aufschwung-Hoffnungen für 2004 enttäuscht werden.

Linie darin, „irrationale Divergenzen“ zu identifizieren und damit deutlich mehr Sicherheit in eigene Investments zu bringen.

Mehr Durchblick möglich

Die grundlegende Basis der Entwicklung von Aktien- und Rentenkursen bleibt trotz aller zwischenzeitlichen Emotionalitäten stets die Entwicklung von Konjunktur und gesamtwirtschaftlicher Perspektive. Die Beobachtung der Konjunkturzyklen und ihres Vorlaufs z.B. mit dem KID zusätzlich zu Marktanalyse und Charttechnik kann dazu beitragen, möglichen hohen Aktiengewinnen nicht auf längere Sicht immer wieder schmerzhaft Verluste hinzuzufügen. Sie ermöglicht dem Renten-Investor mittels konjunktureller Zyklik „konkurrenzfähige“ lukrative Erträge am Rentenmarkt. In der Kombination daraus ergeben sich absolut „smarte“ Möglichkeiten für den langfristigen Investor genauso wie für den kurzfristig orientierten Trader, der durch Kenntnis der „wahrscheinlichen Hauptrichtung“ höhere Sicherheit und eine bessere Performance erzielen kann.

Quo vadis, Konjunktur und Märkte 2004 ?

Der KID Konjunktur-Indikator im März – erste Warnzeichen

In Medienberichten und Politikerreden wird seit Monaten vom „kommenden Aufschwung“ der deutschen Wirtschaft geschwärmt. Die Weltwirtschaft habe sich 2003 positiv entwickelt, Stimmungsumfragen der deutschen Wirtschaft zeigen eine hohe optimistische Erwartungshaltung. Der Aufschwung kann endlich kommen – fraglich nur, ob er uns den Gefallen tut. Denn auch

im 4. Quartal 2003 enttäuschten die deutschen BIP-Zahlen. Nach in der Grafik verwendeten Bundesbankdaten ergab der Vergleich zum Vorjahresquartal eine glatte Null. Die BIP-Balken sind also fürs 4. Quartal im Bild nicht sichtbar. Im Gesamtjahr wurde aus der „schwarzen Null 2002“ (+0,2 %) trotz real existierendem Aufschwung in anderen Regionen der Welt eine „rote Null“ (-0,1 %). Der KID zeigt seit Februar 2003 mehr oder weniger aufwärts und überwand den steilen Abwärtstrend, aber wie beim „virtuellen Aufschwung“ 2002 war das überwiegend den weichen Zeitreihen zu verdanken. Entweder handelt es sich erneut um einen „Fehlzünder“, und die deutsche Konjunktur dümpelt weiter in kleinen Schwüngen um die Null, oder es folgt noch ein „Spätzünder“ im laufenden Quartal. Die Prognosen für 2004 liegen aber mit +1,5 bis +2 % Jahreswachstum im absolut optimistischen Bereich, nehmen also nicht nur kräftiges sofortiges Anspringen, sondern gleich noch weiteren Zuwachs im Jahresverlauf vorweg.

„Virtueller Aufschwung“?

Zum Jahresanfang zeigt der Indikator eine deutliche Bremsspur. Der erwartete dynamische Hochstart ins Jahr 2004 ist zweifelhaft. Die harten Daten zeigen zwar eine grundsätzlich positivere Entwicklung, es fehlt bisher aber die für einen echten Aufschwung nötige Dynamik. Die 2003 stark gewachsenen Volkswirtschaften zeigen leichte Ermüdungserscheinungen, ihr „Mitzieh-Effekt“ läßt nach. Das Jahresmomentum vieler Stimmungsbarometer hat längst wieder ein Topniveau wie bei realen Wirtschaftsaufschwüngen 1994, 1997 und 2000 erreicht. Der Einbruch im US-Verbrauchervertrauen und unser Rückgang in ZEW- und IFO-Indikator stellen Warnzeichen für einen möglichen Stimmungsumschwung dar. Außerdem besteht ein

hoher Spread zwischen realem BIP-Wachstum, aktueller Lagebeurteilung, Geschäftsklima und den weit vorausgeeilten Zukunftserwartungen.

Passive Anteilnahme Deutschlands

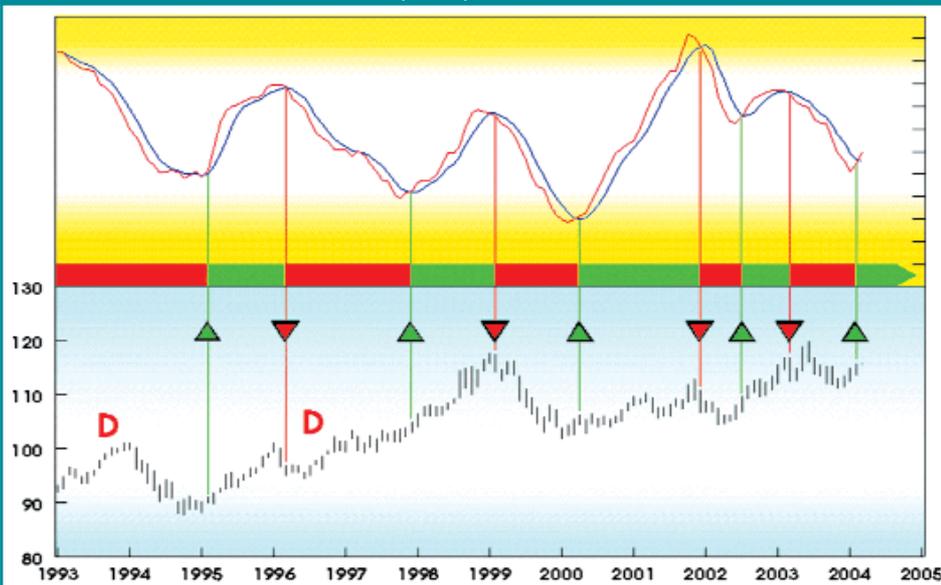
Die Verbraucher sind zwar in Umfragen optimistischer, das reale Konsumverhalten bleibt dabei nach wie vor zurückhaltend. Weihnachtsgeschäft und Winterschlußverkauf verliefen enttäuschend. Die Investitionsneigung der Wirtschaft ist gewachsen, ob die Absichten aber umgesetzt werden, bleibt noch offen. Kippt die gute Stimmung, wird unser gesamter Aufschwung wahrscheinlich virtuell bleiben, ähnlich dem bisherigen Strukturreformprozeß. Die runde Null wird damit langsam zum neuen Leitsymbol der Republik. Der KID zeigt die mögliche Richtung der Wirtschaftsentwicklung zwar nach wie vor präzise und frühzeitig an, das Realwachstum vollzieht diese Bewegungen im deutschen Mikrokosmos aber seit 2001 nur noch im Maßstab von etwa 1:10 nach. Wachstum fand anderswo statt, wir profitieren davon nur marginal durch passive Anteilnahme. Sollte aus der aktuellen KID-Bremsspur und einem weiteren Rückgang der Stimmungswerte in den kommenden Wochen eine dauerhafte Abwärtswende entstehen, wäre die deutsche Konjunktur in der Tat bereits wörtlich „über den Berg“ und direkt auf dem Weg ins nächste, wahrscheinlich ebenso flache Tal.

Mögliche Auswirkungen auf die Märkte

Hier zeigt der KID ein erstes Warnzeichen für den Aktienmarkt (sh. Abb. 1 auf S. 6). Das Chance/Risiko-Verhältnis bei Dax & Co. ist mit Blick auf die letzten elf Monate leicht meßbar. Nach der nur einmal kurz im Herbst unterbrochenen permanenten

Aufwärtsbewegung am Aktienmarkt ist kaum mit Fortsetzung ohne Korrekturen zu rechnen. Die saisonal positive Phase November bis Mai dürfte bereits größtenteils vorweggenommen sein. Wer ab 13. März 2003 gekauft hat, liegt irgendwann ab 14. März 2004 damit steuerfrei im Gewinn. Vice versa würden konjunkturelle Enttäuschung und stagnierende oder rückläufige Aktienindices dem Rentenmarkt weitere Impulse beschere. Drei Gründe sprechen jedoch klar gegen eine erneute starke Abwärtsbewegung: Erstens war der letzte Abwärtsschub der Baisse eine angstbesetzte starke Überreaktion im damaligen Weltuntergangsszenario, so daß ein Teil des Dax-Anstiegs auch Rückkehr zur emotionalen Normalität dargestellt hat. Zweitens ist 2004 ein US-Wahljahr mit traditionell stabilen, in der Endphase des Wahlkampfes positiven Aktienmärkten und einem oft stabileren Dollar. Drittens ist global Wachstum vorhanden, was dem deutschen Flatliner mindestens Stabilität in Form von noch mehr Nullen ermöglichen sollte.

ABB. 2: KID INVERS UND RENTENMARKT (BUND)



oben: KID Konjunktur-Indikator Deutschland INVERS
 unten: Bund Future monatlich (Endloskontrakt ohne Quartalsbereinigung) Stand: 3-2004

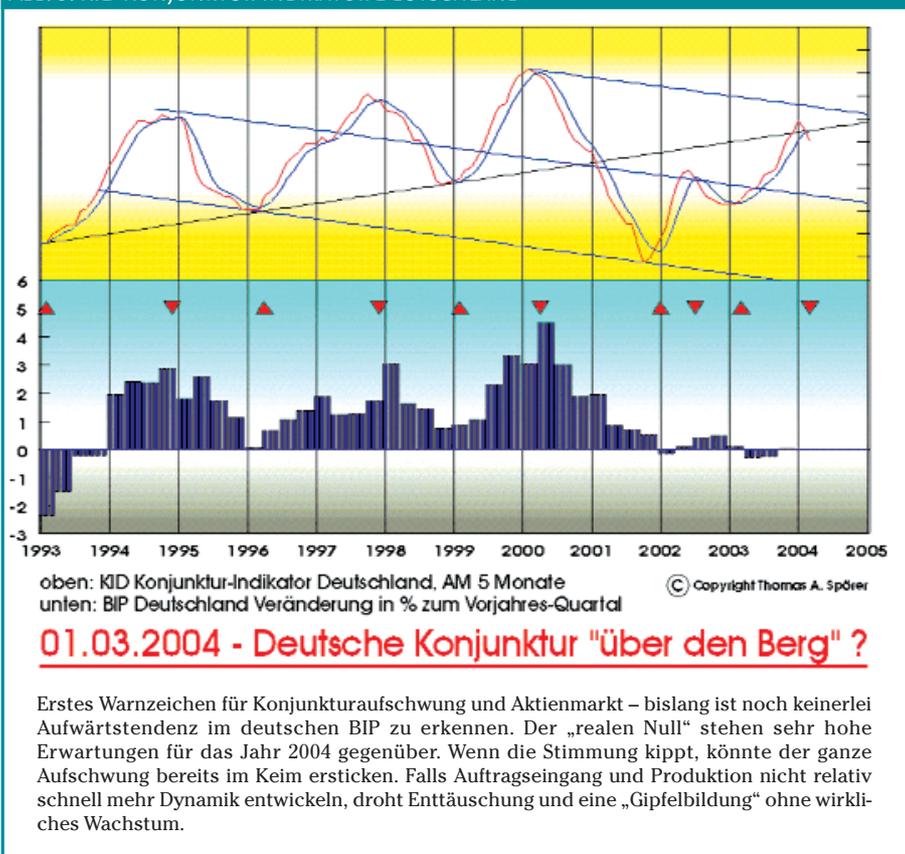
Investieren am Rentenmarkt mittels Konjunkturzyklen

Der Renten-Investor bewegt sich meist harmonisch mit den Schwingungen der Konjunktur. In Phasen wirtschaftlichen Aufschwungs fallen oder stagnieren die Rentenkurse, während konjunkturelle Abschwünge mit großer Sicherheit zu bald ansteigenden Kursen führen. Ein zeitweise verstärkender oder abschwächender Faktor sind dabei auch die Schwankungen der Devisenmärkte. Divergenzen (D) kommen zwar vor, sind aber selten sehr ausgeprägt.

Ausblick: Sprunghaft und unbeständig...

2003 war ein bombastisches Aktienjahr – mit einer Fortsetzung im gleichen Tempo ohne deutliche Korrekturen ist nicht zu rechnen. Der Jahrgang 2004 dürfte sich eher durchwachsen und volatil mit bestenfalls zwischenzeitlich oder am Ende positiver Gesamtnote präsentieren. Wer es geschafft hat, 2003 eine Buy-and-Hold-Strategie durchzuhalten, sollte sich 2004 über mehr Volatilität nicht wundern. Diversifiziertes flexibles Handeln in beide Trendrichtungen auf wechselnden Märkten (Aktien, Renten, Devisen und Rohstoffe) dürfte im laufenden Jahr mehr Erfolg versprechen als das Setzen auf einen stabilen Jahresdauertrend. Auf 2002 als Jahr des allgemeinen Pessimismus folgte 2003 ein sehr optimistischer Jahrgang. Für 2004 ist eine freilich nur ganz langsame Rückkehr zur Realität zu erwarten, ein munteres Einpendeln der Indices um das erreichte Niveau. Nach dem chinesischen Kalender handelt es sich schließlich um das „Jahr des Affen“, in dem Sprunghaftigkeit und Unbeständigkeit zu erwarten sind, allerdings noch auf einem leichtlebigen und insgesamt etwas sorglosen Niveau.

Abb. 3: KID KONJUNKTUR-INDIKATOR DEUTSCHLAND



VERANSTALTUNGSHINWEISE

Der Münchner Investment Club (MIC) geht auf Tour. Auf den **MIC-Börseninfotreffen** geht es unter anderem um folgende Fragen: Werden die Aktien ihren Aufwärtstrend im Jahr 2004 fortsetzen? Stellt die Dollarschwäche ein Risiko für die Weltkonjunktur dar? Welche Rolle spielen die asiatischen Märkte, insbesondere China? Warum werden Investments in Rohstoffe immer wichtiger? Tour-Daten: 22.03.04, Hamburg; 23.03.04, Düsseldorf; 24.03.04, Frankfurt; 25.03.04, Stuttgart, jeweils 18.00 bis 20.30 Uhr
 Programm und Anmeldung: www.mic-online.de
 Kontakt: Tel.: 089 / 79 08 63-50

Die CM-Equity AG veranstaltet nochmals die Seminarreihe „**Bausteine der Technischen Analyse**“ an vier Abenden Ende April 2004 (Smart Investor-Abonnenten erhalten einen Sonderpreis). Veranstaltungsort ist München.
 Kontakt: Tel.: 0172 / 884 75 96

Am 17. April 2004 veranstaltet der FinanzBuch Verlag einen **Gold-Kongress** im Münchner City Hilton Hotel. Die Referenten sind Martin Siegel (Fondsberater des PEH-Q-Goldmines), Uwe Bergold (Vereinigte Sparkassen Neustadt a.d.W; sh. auch seinen Beitrag in Smart Investor 2/2004, S. 20), Oliver Disler (ABN Amro), Markus Mezger (BW-Bank) und Rainer Mayer (ZPMO Edelmetalle und Münzen AG).
 Kontakt: Tel.: 089 / 65 12 85-0; www.gold-kongress.de

Am 27. April findet in Frankfurt die **GBC Frühjahrskonferenz Small & MidCaps** statt, die von German Business Concepts

(GBC) ausgerichtet wird. Das bankenunabhängige Researchhaus konzentriert sich bei der Veranstaltung auf Nebenwerte, die im SDax, TecDax und MDax lokalisiert sind, sowie darüber hinaus auf Unternehmen aus Österreich und der Schweiz.
 Kontakt: Jörg Grunwald, grunwald@gbconcepts.de,
 Tel.: 0821 / 42 09 745

Am 29. April besteht die Möglichkeit, beim zweiten **Münchner Investor Round Table** im kleinen Kreis Unternehmen kennenzulernen, die für den Erfolg Österreichs stehen: Mit von der Partie sind RHI, S&T, Rosenbauer, Pankl und Palfinger. Die von Schumacher's Finanz- und Unternehmenskommunikation ausgerichtete Veranstaltung adressiert institutionelle Investoren.
 Kontakt: Tel.: 089 / 489 272 20

Am 29. Mai 2004 findet im Grand Hotel Wien ein **Edelmetallseminar** statt. Die Referenten sind Uwe Bergold und Christian Wolf (beide Vereinigte Sparkassen Neustadt a.d.W), Robert Hartmann (Pro Aurum GmbH), Claus Vogt (Berliner Effektenbank; sh. auch Interview auf S. 22), Johann A. Saiger (Herausgeber des Goldbriefes) und Martin Siegel (Fondsberater des PEH-Q-Goldmines).
 Kontakt: seminar@argentuminvest.com,
www.argentuminvest.com

Im Juni 2004 finden in München unter der Leitung von Joe Ross Seminare zum Thema „**Spreads und Saisonalitäten**“ und „**Profitables Futures Day-Trading**“ statt.
 Kontakt: 06146 / 7204, Info unter: www.ross-trading.de

Titelstory

Quo vadis Deutschland?

Die erfolgversprechendste Strategie für den Gewinn einer Bundestagswahl war in den letzten Jahren immer noch, möglichst geringe wirtschaftliche Veränderungen zu versprechen. Diese Zeiten dürften vorbei sein – auf die eine oder andere Art.

Die Leichtbauweise der deutschen Politik, sie ist spätestens mit einer der letzten und wohl überflüssigen Kohl-Legislaturen zur Methode geworden; spätestens also, seitdem die Parteien jeweils nur noch das nächste Machterhaltungsplebiszit im Visier haben. Wie heißt es so schön: Wahljahre sind die Tiefpunkte einer Demokratie. Die Fahrlässigkeiten, begründet auf nicht einzuhaltende Wahlversprechen und Naivitätsfloskeln, haben zu einer über Jahre anhaltenden Korrosion der deutschen Wirtschaftsleistung geführt. Lobbies sind mittlerweile zu einer festen Bestandsgröße des Staatsapparates geworden, der fünften Macht im Staate – Gewerkschaften zählen wir an dieser Stelle mal als Nummer vier. Mit dem peinlichen Offenbarungseid der derzeitigen Regierungskoalition gleich nach der letzten Wahl wurde der katastrophale Zustand der deutschen Politik sichtbar, und damit natürlich auch die Vorgaben für die wirtschaftliche Entwicklung. Um es vorweg zu nehmen: Natürlich hat auch die Opposition keine besseren Ideen, aber das muß sie auch nicht wirklich, schließlich wird sie mit dem Gewinn der Wahl 2006 einen tief in den Dreck gefahrenen Karren vorfinden, dessen weiteres Schicksal auch sie nur noch zum Teil selbst in der Hand haben wird. Vieles müßte sich ändern, doch wer hat den Mut auch zu ver-ändern?

Frappierende Symptomkumulation

In acht nehmen muß man sich zweifellos vor dem berühmten Jammern auf hohem Niveau. Wir werden versuchen, in unseren Beiträgen zu diesem Thema zwar möglichst unvoreingenommen an die Thematik heranzugehen, aber leider kommt man nicht umhin festzustellen, daß es nun mal so ist, wie es ist: Deutschland ist Exportweltmeister, nach den USA und Japan die drittgrößte Volkswirtschaft der Erde, führend bei der Bekämpfung der Armut in Entwicklungsländern, Top-Subventionierer schwächerer und teils allein nicht lebensfähiger EU-Staaten, und sogar Mülltrennung funktioniert in Deutschland. Das ist die eine Seite der Medaille. Rentenraub, Wohlfahrtsstaatstum, Pisa-Debakel und Patientenfolter sind Begriffe von der anderen Seite, und das sind sogar noch die harmlosesten. Unter der Oberfläche brodelt es. Die Renten sind eben nicht sicher, die ausgeferten Sozialleistungen längst nicht mehr bezahlbar, der Mittelstand durch mangelhafte politische Rahmenbedingungen ausgehöhlt und die Bevölkerung zu allem Überfluß zahlenmäßig auf Sub-Erhaltungsniveau. Jedes dieser Merkmale für sich allein wäre schon bedenklich genug, aber mittlerweile kommt alles zusammen.

Zwang versus Freiheit

Der deutsche Sozialstaat war einst vorbildlich, doch wenn jeder die Forderung erhebt, gegen jedwedes Risiko versichert sein zu müssen, dann stimmen die Verhältnisse nicht mehr. Das Pro-



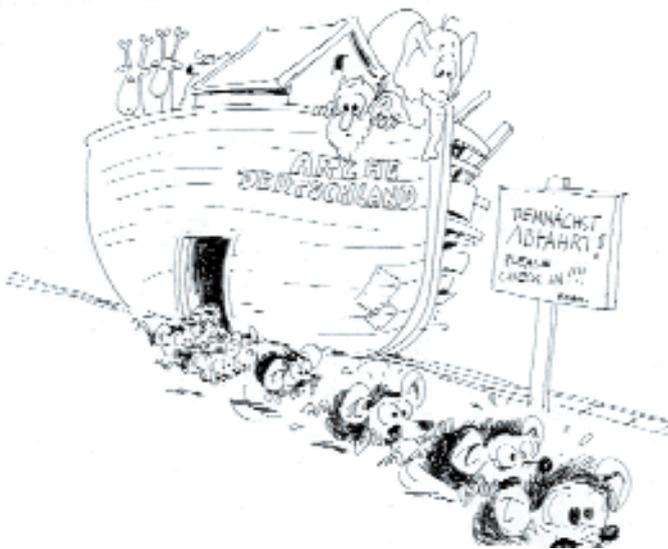
blem ist nicht die deutsche Versicherungsmentalität an sich, vielmehr der staatlich auferlegte Zwang dazu. Wer für den Ruhestand vorsorgen möchte, hat schließlich auch heute schon ausreichend Optionen zur Verfügung, warum also müssen fast 20 % des Lohns weiterhin zwangsweise in ein marodes System abfließen? Freier Wettbewerb wäre hier gefragt, wie wir es bei den Finanzdienstleistern erleben. Hoch kompetitive und focussierte Gesellschaften hat die private Altersvorsorgeproblematik immerhin schon hervorgebracht. Genau das gleiche würde im Krankenkassensektor und vielen anderen Bereichen möglich sein, wenn man nur den (Markt-)Kräften ihren Lauf ließe. Der permanente, übermaßen um sich greifende Eingriff des Staates in wesentliche persönliche, finanzielle Entscheidungssituation ist eines der heutigen Probleme Deutschlands. Genau diese Punkte bringt André Lichtschlag, Herausgeber der Zeitschrift „eigentümlich frei“, in seiner Kolumne auf S. 41 pointiert zum Ausdruck.

Zu viele Partikularinteressen

Diese Vollkasko-Vorsorgementalität, an die sich die Bürger im Laufe der Jahre so habituieren haben, läßt sich nicht mehr von heute auf morgen abstellen. Man gewöhnt sich schnell daran, mehr Lohn, mehr Freizeit, und natürlich weniger Arbeitsstunden zu fordern. Die Gewerkschaften sind hauptberuflich damit beschäftigt, diese ureigenen Arbeitnehmerinteressen nach Gut-

dünken durchzupauken. In punkto Jahresarbeitsstunden wirken die Deutschen nunmehr wie Schlafmützen (weniger Wochenstunden, mehr Feiertage, mehr Krankheitstage). Der Kapitalismus, eine Erfindung eines Deutschen kann das eigentlich nicht gewesen sein. Unser Wirtschaftssystem muß mithin sozialer sein als der Kapitalismus der Amis, aber kapitalistischer als der Sozialismus des ehemaligen Ostlagers – ja, was denn nun? Und auch diese Ambivalenz drückt sich im derzeitigen Zustand des Wirtschaftsstandorts Deutschland aus. Wer es sich leisten kann, wandert dann schon mal aus, vielleicht einfach nur in die Schweiz, denn die ist nah, liebt Wohlhabende, und dort wird so etwas Ähnliches wie Deutsch gesprochen. Vergessen wird dabei die moralische Komponente. Denn heißt es nicht, Wohlstand verpflichtet? Wer diesen hier in Deutschland erworben hat, wäre nicht schlecht beraten, aus seiner privilegierten Position heraus – nicht allein, sondern vielleicht organisiert – die Geschicke Deutschlands wieder in die richtige Richtung zu lenken. Vorausgesetzt natürlich, man weiß auch, welche das ist. Und da fangen die Probleme erst an.

Quo vadis Deutschland?



Die Null wird zur Leitsymbolik

Wohl jeder würde zustimmen, wenn also Reformen gefordert werden. Die müssen aber Halt machen, wo man selbst betroffen sein könnte. Jedwede Reform scheitert von vornherein an den Interessenverletzungen irgendeiner Lobby, deren Wähler keinesfalls vergault werden dürfen. Leider gewinnt man immer noch nicht den Eindruck, daß das Land für einen „Ruck“ bereit wäre, weder von Seiten der Politiker, noch von Seiten der Bürger. Jede noch so winzige Reform wird unter den Mühlrädern des Alltags zerredet und abgeschliffen. Das Problem scheint, daß es uns trotz allem natürlich nicht wirklich schlecht geht – was gut ist –, sondern vor allem Potential und Zeit fahrlässig verschwendet werden. Denn wer wollte abstreiten, daß Deutschlands Wirtschaft auf weniger als der maximal möglichen Zylinderzahl läuft? Deutschland und die Deutschen müssen doch mehr leisten können als eine krampfhaft Null beim „Wirtschaftswachstum“, die zur Leitsymbolik zu werden scheint, wie im Beitrag von Thomas Spörer zum Konjunkturindikator KID auf S. 6 deutlich wird. Nur ein Beispiel hierzu: In jeder wirtschaftlichen Situation – auch im Aufschwung – werden

bei uns in der Tendenz weniger Arbeitsplätze geschaffen als in anderen Ländern. Deutschland braucht dafür rund 2 %, wettbewerbsfähige Länder nur wenig mehr als 0,5 %.

Deutschland kein Einzelfall – aber der plakativste

Deutschland ist beileibe kein Einzelfall, aber unter allen Ländern, in denen es in den besagten Punkten kriselt, ist es mit das schillerndste und plakativste. Das Gegenbeispiel wären die USA, wo vieles unter den Teppich gekehrt und vertuscht wird – schließlich gelten die USA gemeinhin als einzige Superpower und Gewinner des Kalten Krieges. Hinter den Kulissen sieht es aber auch dort ganz anders aus, wie Smart Investor des öfteren angeschnitten hat (u.a. Smart Investor 11/2003). Es mag überraschend klingen, aber vielleicht muß unsere Staatsform einmal gründlichst überdacht werden, wie es Hans-Herrmann Hoppe in seinem Buch „Demokratie. Der Gott, der keiner ist“ getan hat (lesen Sie hierzu bitte auch unsere Buchbesprechung auf S. 44). Seit Jahren werden kostbare Ressourcen umverteilt, rückverteilt, zerteilt und schließlich so verschlissen, daß kaum noch etwas dort ankommt, wo es eigentlich hingehört. Unser Beitrag von Gerd Neumann, Geschäftsführer der ROTEC GmbH, bietet hier einen erschreckenden Einblick in die „Statik der Wirtschaft“ (S. 16). Ein noch vernichtenderes Urteil kommt von Prof. Dr. Eberhard Hamer, seines Zeichens Präsident des Niedersächsischen Mittelstandsinstituts in Hannover, wie Sie auf S. 12 nachlesen können. Einen eher konträren Standpunkt werden Sie dagegen im Interview mit Vermögensverwalter Gottfried Heller finden. Er zeigt sich gewohnt optimistisch, scheint aber selbst nicht genau zu wissen, wieso überhaupt (siehe S. 14). Zweifellos gibt es durchaus auch positive Signale. Aber wie schwer wiegen diese gegen all die Punkte auf der Minusseite?

Vision

Bleiben die Fragen, wie es von hier an weitergeht, wenn es noch eine Weile wie bislang weiterläuft, bzw. ob es Auswege aus diesem Schlamassel überhaupt gibt. Die erste Frage ist leicht zu beantworten, denn sowohl das deutsche Renten- wie auch das Gesundheitssystem werden in endlich vielen Reparatur-Schritten zusammenbrechen, nicht nur der schrumpfenden Bevölkerung sei Dank. Bei der Antwort auf die zweite Frage sei an einen Riesentanker erinnert, der noch lange in die einmal eingeschlagene Richtung weiterpflügt, auch wenn das Ruder schon herumgerissen ist. Selbst wenn heute eine politisch ganz frische Macht mit Reformwillen und einer Legislaturperiode von 20 Jahren an die Macht käme, würde es Expertenschätzungen zufolge noch mindestens rund eine Dekade brauchen, das Land strukturell umzuformen und den Riesentanker wieder auf Kurs zu bringen. Natürlich bleibt das nur hypothetisch, denn diese frische politische Kraft ist weit und breit nirgends zu sehen. Und mit Hinblick auf unsere 16 Bundesländer steht nun mal eine Wählergunstbefragung nicht alle 20 Jahre an, sonder eher alle 20 Wochen. Wir wollen mit einem eloquenten Zitat von Peter Strüven, Autor des zu empfehlenden Buches „Der Befreiungsschlag“* schließen: „Kritischer Journalismus kann konstruktiv sein. Er ist der mächtigste Lobbyist der Allgemeinheit. Er kann Politikern und Funktionären eine Chance geben, das Richtige zu tun.“

Falko Bozicevic

*) „Der Befreiungsschlag – Gesamtkonzept für Deutschlands Zukunft“; erschienen 2003 im Wiley-VCH Verlag

Titelstory

Schöpferische Zerstörung durch den Markt

Von Prof. Dr. Eberhard Hamer* vom Mittelstandsinstitut Niedersachsen



Prof. Dr. Eberhard Hamer

Die Grundsatzfrage lautet zur Zeit: Ist ein neuer Aufschwung in Sicht oder gehen wir weiter in die Krise? Glaubt man der Regierung, den von ihr bezahlten Wirtschaftsinstituten und der regierungstreuen Presse, so steht ein neuer Aufschwung unmittelbar bevor. Auch die Börsen scheinen dies zu signalisieren...

Die Mittelstandsforschung sieht dies allerdings ganz anders:

- ◆ Die Börse absolviert zur Zeit nur eine Zwischenerholung nach dem ersten Crash und vor dem kommenden zweiten. Dies war Anfang der 30er Jahre ebenso.
- ◆ Nach wie vor schrumpft unsere Wirtschaft statt des versprochenen Wachstums, wenn man Inflationsrate und statistische Tricks korrigiert. Die Insolvenzzahlen steigern sich. Arbeitslosigkeit und die Verarmung unserer Bevölkerung nehmen zu.
- ◆ Vor allem aber hat es die Regierung bisher nicht geschafft, echte Reformen zustande zu bringen, welche wieder Vertrauen in unsere Wirtschaft schaffen würden, wie es z.B. nach dem letzten Krieg Ludwig Erhard mit der Steuerfreiheit der im Unternehmen verbleibenden Gewinne vollzogen hatte.
- ◆ Nach wie vor lastet die größte öffentliche Umverteilung unserer Geschichte auf unseren Leistungsträgern: Von den Kosten einer Arbeitsstunde erhält der Arbeitnehmer selbst knapp ein Drittel, die mittelständischen Unternehmen von ihrem Bruttogewinn ebenfalls nicht mehr. Dafür schleppen drei Produktive bereits einen Unproduktiven und sieben einen Berufsbetreuer mit. Dazu wird der private Sektor insgesamt noch zusätzlich Jahr für Jahr gekürzt. Ein immer gefräßigerer Staat nimmt mehr als die Hälfte unseres Bruttosozialprodukts für sich in Anspruch. Armeen von öffentlichen Funktionären regeln mit 90.000 Blatt Papier jede Einzelheit unseres Lebens. Darüber hinaus etablieren sich zusätzliche öffentliche Feudalsysteme in Europa und den Weltorganisationen, für die wir uns ebenfalls zu den Hauptzahlern gedrängt haben. Die Mehrzahl der europäischen Länder erhält Tribut aus deutschen Kassen. Die Lasten für Deutschland, für die deutsche Wirtschaft und vor allem für die deutschen Unternehmen und Arbeitnehmer sind beständig gestiegen.
- ◆ Dabei bejubeln unsere Politiker die von ihnen geschaffene Globalisierung, welche dazu führt, daß die Konzerne die Arbeitsplätze aus dem Hochlohnland Deutschland abziehen

und uns die Arbeitslosen hinterlassen, die sie zum Teil vorher aus dem Ausland importiert haben. Es flüchten zusätzlich die Wohlhabenden, welche nicht mehr in Deutschland investieren, sondern ihr Vermögen und sich selbst vor dem deutschen Zugriff ins Ausland sichern. Im Gegenzug wandern jährlich Hunderttausende legal oder illegal aus den armen Ländern der Welt in unser Sozialsystem, welches viele derer aufnimmt, die einmal deutschen Boden erreicht haben. Allein durch die Osterweiterung ab dem 1. Mai werden noch in diesem Jahr mehr als 1 Mio. Armutsmigranten in Deutschland erwartet.

Fragt man sich, warum die Politik nicht reagiert, gibt es vor allem drei Gründe: Sie ist unfähig, sie will nicht und sie kann nicht:

- ◆ Die Deutschen haben sich in der letzten Wahl den Luxus geleistet, eine Regierung des Proletariats zu wählen, die ohne Sachverstand und ohne einen Ökonomen in der schwersten Krise der Nachkriegszeit vor sich hinwurstelt. Ehemalige Kommunisten, Aussteiger und Berufslose können weder zielgerichtet regieren, noch eine Krise korrigieren, selbst wenn sie wollten.
- ◆ Die herrschende Koalition liebt zudem die Träger eines Aufschwungs nicht, denn dieser könnte nur aus dem Mittelstand kommen. Statt deshalb mittelstandsfreundliche und entlastende Gesetze zu verabschieden, wird gerade dieser Mittelstand von Sozialisten und Öko-Sozialisten mit neuen Arbeitsrechtsfesseln, neuen Steuern, ständig wachsenden Verwaltungsvorschriften und Sozialabgaben verfolgt, während die Wünsche von Gewerkschaften und Konzernen eiligst befolgt werden. Nur bringen diese letzteren keinen Aufschwung, nicht einmal einen positiven Beitrag zur Staatsfinanzierung, weil die Konzerne seit 20 Jahren mehr Subventionen kassieren, als sie selbst Steuern zahlen, und die Arbeiterschaft ebenfalls mehr Sozialleistungen bekommt, als sie selbst an Steuern und Sozialabgaben aufbringt. Ein Wirtschaftsaufschwung könnte also nur aus dem Nettozahler Mittelstand kommen, der von der derzeitigen Regierung am meisten diskriminiert wird.

*) Das Mittelstandsinstitut Niedersachsen in Hannover wurde auf Anregung von Mittelstandsverbänden und Mittelstandspolitik 1975 durch Prof. Dr. Eberhard Hamer gegründet und seitdem wissenschaftlich geleitet. Es hat sich zur Aufgabe gesetzt, Forschungsarbeit zum Selbstverständnis, zur Situation und zur Bedeutung des Mittelstandes in Wirtschaft und Gesellschaft zu leisten. Der 1932 geborene Prof. Hamer ist Autor zahlreicher Fachpublikationen und erhielt im Rahmen seiner Tätigkeit das Bundesverdienstkreuz für die Entwicklung einer neuen Mittelstandsökonomie.

www.mittelstandsinstitut-niedersachsen.de

◆ Selbst wenn die Regierung diese Fehler erkennen würde und abstellen wollte, könnte sie dies nicht mehr: Mehr als 40 Jahre haben die politischen Parteien nicht mit Visionen, Zukunftsplänen oder politischen Ideen gegeneinander gekämpft, sondern sich ganz primitiv nur mit Wahlbestechungen an die Wähler zu übertrumpfen versucht. Gewählt wurde, wer die höchsten Sozialwohltaten versprach. Dadurch ist eine Sozialgesellschaft mit herrschenden Sozialfunktionären einerseits und mit Wohltaten verwöhnten Sozialuntertanen andererseits entstanden. Die ersten Versuche, die „wohl erworbenen Rechte“ der Sozialfunktionäre oder die inzwischen als Anspruch verstandenen Leistungen der Sozialleistungsempfänger zu beschneiden, hat bereits zum Absturz der Koalition in der Wählergunst geführt, ist also in einer Gefälligkeitsdemokratie politisch nicht mehr durchsetzbar.

Deutschland ist nicht der einzige Problemfall

Es wird also trotz aller Beteuerungen eine echte Reform unseres unhaltbaren Systems der Wählerbestechung, der Arbeitskartelle, der Sozialleistung für alle und der Ausbeutung der Leistungsträger nicht stattfinden, weil die korrumpierte politische Klasse dies nicht ohne Machtverlust kann und deshalb nicht will. Wir sind aber in Deutschland nicht alleine die Übeltäter, sondern eingebunden in ein Weltwirtschaftssystem, welches auf der immer größer werdenden Finanzblase fauler Dollar beruht. Die Federal Reserve Bank und die dahinter stehende Hochfinanz haben ohne reale Deckung in den letzten 30 Jahren so hemmungslos Dollar vermehrt, daß die Finanzströme sich

vierzigfacht haben, während die Realwerte der Welt sich nur vierfacht haben. Auch dieses Mißverhältnis schreit nach Korrektur, die aber niemand will.

„Was passiert, wenn der Crash kommt?“

Wenn die Politik die dringend notwendigsten Korrekturen nicht mehr durchführen kann und will, wird der Markt selbst irgendwann die Korrekturen erzwingen, kann nur ein Crash die Gespinste zerreißen und wieder Luft für neues Wachstum schaffen. Wir brauchen also die schöpferische Zerstörung durch den Markt, um aus diesem Frost und Winter wieder einen neuen Frühling zu bekommen. Täuscht uns nicht alles, hat die erste Crash-Stufe mit dem Börsencrash im Jahr 2000 bereits begonnen. Sie wird sich im Bankencrash fortsetzen und dann in den Realcrash übergehen. Wie dies abläuft, hat eine Arbeitsgruppe des Mittelstandsinstituts Hannover in dem Buch aus dem Olzog-Verlag „Was passiert, wenn der Crash kommt?“ dargestellt (Anm. d. R.: Eine Buchbesprechung findet sich im Smart Investor 9/2003). Das erste Drittel der vor drei bis vier Jahren begonnenen Prognosen hat sich beängstigend parallel bereits verwirklicht. Wir stehen also vor der zweiten Stufe der zweiten großen Weltwirtschaftskrise. Das vorgenannte Buch beschäftigt sich damit, wie man sein Unternehmen so plant und sein Vermögen so disponiert, um möglichst wenig von der anstehenden Krise betroffen zu werden. Wer also die Krise ernst nimmt und sich darauf vorbereitet, kommt besser durch als diejenigen, welche die neue Weltwirtschaftskrise auch heute noch leugnen, nicht daran glauben wollen oder sich amtlich optimistisch beschwatzen lassen.



Anzeige



Edelmetallseminar

Grand Hotel Wien 29. Mai 2004

Titelstory

„Schade, daß wir keinen Ludwig Erhard haben“

Gespräch mit Gottfried Heller, Vermögensverwalter und ehemaliger Partner der Börsenlegende André Kostolany, über die Chancen der Politik, Deutschland im Reformprozeß voranzubringen

Smart Investor: Herr Heller, wie sieht Ihre Diagnose im Hinblick auf den Zustand unseres Landes aus?

Heller: Die Deutschen wurden zu lange vom Sozialstaat verwöhnt, weswegen viele von uns aufgrund der 50jährigen Umerziehung von Jagd- zu Schoßhunden geworden sind. Etwas statistischer ausgedrückt: Über 50 % unserer Bevölkerung erhalten in irgendeiner Form Sozial- oder Transferleistungen, profitieren also vom Sozialstaat. Verständlicherweise ist diese große Gruppe der Nutznießer inklusive der Verwaltungen und Behörden gegen Reformen und drastische Veränderungen eingestellt, und deshalb geht es so langsam damit voran.

Smart Investor: Das klingt ziemlich desolat. Sehen Sie denn eine Tendenz zur Verbesserung?

Heller: Ja. Der doch recht schwerfällige Tanker Deutschland hat nämlich mit der Agenda 2010 unter Schröder begonnen, die Richtung zu ändern. Allerdings benötigt er noch etwas Zeit, um seine endgültige Richtung einzuschlagen, um dann volle Kraft voraus zu fahren.

Smart Investor: Sie sprachen bereits die Reformen an. Ist es nicht so, daß sie viel zu halbherzig sind, ja daß man streng genommen nicht einmal von richtigen Reformen sprechen kann?

Heller: Sicher muß man der SPD vorwerfen, daß sie in 16 Jahren Opposition ihre Hausaufgaben nicht gemacht hat und ganz klar hinter den Normen des Godesberger Programms zurückgeblieben ist, welches doch ein ganz klares Bekenntnis zur sozialen Marktwirtschaft von Ludwig Erhard darstellte. Allerdings ist eben die Union in sich auch zerstritten, sie ist keine klar definierte Opposition, die einen scharfen Kontrast darstellt zu dem was die Rot-Grünen machen. Schauen Sie doch den Friedrich Merz in Sachen Steuerreform an. Der ist doch zunächst als Tiger gestartet und erst jüngst als Bettvorleger gelandet. Von seinem radikalen Steuerkonzept hat doch die CDU/CSU nicht mehr viel übriggelassen.

Smart Investor: Genau, deswegen ist die Befürchtung doch berechtigt, daß in diesem Lande eben nichts voran geht.

Heller: Ich habe deshalb Hoffnung, weil Schröder viele der heiligen Kühe des Sozialstaates geschlachtet oder doch zumindest schwer verletzt hat. Schröder hat das Vertrauen seiner SPD verloren, weil er die längst notwendigen Einschnitte zumindest verbal in seiner Agenda 2010 angekündigt und harte Wahrheiten ausgesprochen hat. Was dann zum Schluß in diesem von Institutionen blockierten Staatswesen, das wir Deutschland nennen, herauskam, nämlich im Vermittlungsausschuß, im Bundesrat und im Bundestag usw., ist in der Tat halbherzig. Aber das wichtigste für mich ist, daß zuvor verschlossene Türen endlich aufgemacht wurden, und wenn auch nur einen Spalt weit. Ich sehe den Fortschritt in Deutschland darin, daß von Schröder ein Bewußtseinswandel eingeleitet wurde und daß Tabus gebrochen wurden. Vor einigen Jahren noch hätte doch

Frau Engelen-Kefer all das als „Anschlag auf den Sozialstaat“ bezeichnet, heute ist so etwas kaum noch zu hören.

Smart Investor: Es dürfte ja unstrittig sein, daß der deutsche Karren nur vom Mittelstand, der etwa 70 % der Arbeitsbevölkerung beschäftigt, aus dem Dreck gezogen werden kann. Gerade der Mittelstand wird aber durch die Politik doch immer mehr behindert bzw. finanziell in die Zange genommen – Stichwort Basel II. Können Sie mir hier Hoffnung machen?

Heller: Vor allem im Hinblick auf die Osterweiterung sehe ich für den Mittelstand Chancen, da sich dadurch hoffentlich Möglichkeiten ergeben, billige Arbeitskräfte zu beschaffen. Wie Sie schon sagten, ist die wesentliche Schwachstelle des Mittelstands seine Kapitalknappheit. Ich habe daher schon vor Jahren eine Börse für den breiten Mittelstand vorgeschlagen, an der sich diese Unternehmen finanzieren können. Ein komplettes Konzept habe ich dafür erstellt, allerdings stieß mein Vorschlag bis heute auf mehr oder weniger taube Ohren.

Smart Investor: Wurde denn die deutsche Bevölkerung ausreichend in den Reformprozeß mit einbezogen?

Heller: Nein, Schröder hat es in sträflicher Weise versäumt, seine Reformvorhaben dem Mann auf der Straße zu erklären. Schade, daß wir keinen Ludwig Erhard haben, der sich hinstellt auf den Marktplatz und sagt: Dies sind die Alternativen, und wenn wir den harten Weg gehen, dann wird es uns in einigen Jahren besser gehen. Was Schröder sagte, war: Die Reformen sind unverzichtbar, basta! Und das reicht nicht.

Smart Investor: Irgendwie kommt es mir so vor, daß Sie eigentlich ein Pessimist sind, sich aber immer wieder das optimistische Mäntelchen umhängen, irre ich mich?

Heller: Das haben Sie ziemlich gut beobachtet. Um meine gemischten Gefühle auszudrücken, möchte ich Ihnen noch ein Zitat von Ludwig Erhard mitgeben: „Es war schon immer die Tragik der Deutschen, daß sie ihre besten Tugenden immer nur in den Stunden der Not zum Vorschein brachten, sich aber Stunden des Glücks nicht gewachsen zeigten.“

Smart Investor: Hoffentlich behält Ludwig Erhard auch heute recht. Vielen Dank für das Gespräch.



Gottfried Heller

Interview: Ralf Flierl

Titelstory

Zurück auf Los?

Vom einstigen Wirtschaftswunder in Deutschland ist heutzutage nicht mehr viel zu spüren, ganz im Gegenteil: Das „Land der Dichter und Denker“ bekommt vielleicht schon bald wieder Verhältnisse wie im 19. Jahrhundert.

Einlenken in der „Sozialen Frage“

In den 1880er Jahren veranlaßte Reichskanzler Otto von Bismarck die Einführung der „Arbeiterversicherung“ (Unfall-, Kranken-, Invaliden- und Rentenversicherung). Er beabsichtigte, Gewerkschaften und SPD den Wind aus den Segeln zu nehmen. Diese erfreuten sich angesichts Kinderarbeit, Hungerlöhne und Schutzlosigkeit gegen die Risiken des Lebens immer größeren Zuspruchs. Die Leistungen waren eher gering, und vor Ausbruch des Ersten Weltkriegs erreichte die Krankenversicherung die Hälfte der Bevölkerung. 1927 wurde dem System noch die Arbeitslosenversicherung hinzugeführt. Mit der Rentendynamisierung und der sechswöchigen Lohnfortzahlung im Krankheitsfall erhielt die Sozialversicherung, abgesehen von der Pflegeversicherung, 1957 unter Konrad Adenauer ihre letzten Eckpfeiler.

„Wirtschaftswunder“ mit Fehlern

Es erstaunt, daß bereits während der wohl größten Prosperitätsphase der deutschen Wirtschaftsgeschichte zwischen 1950 bis 1975 die Sozialausgaben doppelt so schnell wuchsen wie das Sozialprodukt. Die Ursache scheint neben einer leichten Veränderung der Altersstruktur (weniger Kinder bei mehr Älteren) ein allzu sorgloser Umgang mit dem süßen „Wohlstandsgift“ gewesen zu sein. Dennoch klingen Zahlen und Fakten aus dieser Epoche wie aus einer anderen Welt. Mit dem Selbstbewußtsein eines Weltmeisters bauten die Deutschen bei jährlichen realen Lohnzuwächsen von 4 % nicht nur das zerstörte Land wieder auf, sondern sie erarbeiteten sich auch mit viel Fleiß eine stolze Portion Wohlstand. Auto, Massenkonsum, Tourismus, Wohnungsbau sowie vor allem der Export, welcher alleine schon 25 % zum Wachstum beitrug, waren die Garanten des Wirtschaftswunders. Im Ausland mußten Arbeiter angeworben werden, und der Staat hatte mehr Vermögen als Schulden.

Lohnsteigerung verursacht Arbeitslosigkeit

Trotz eines verhältnismäßig starken Aufschwungs blieb in der Krise von 1975, im Unterschied zu 1967, ein für damalige Verhältnisse ungeheuerliches Heer von 800.000 Arbeitslosen zurück. Was war passiert? Mit der Vollbeschäftigungsgarantie Willy Brandts im Rücken setzten die Gewerkschaften Lohnsteigerungen durch, die insbesondere bei den unteren Lohngruppen nicht mehr erwirtschaftet werden konnten. Begünstigt auch durch die hohen Sozialleistungen ersetzte folglich der Fahrkartenautomat den Schaffner, übernahm der Autofahrer selbst die Arbeit des Tankwarts, und die automatische Waschanlage machte die Beschäftigung eines Wagenwäschers überflüssig.

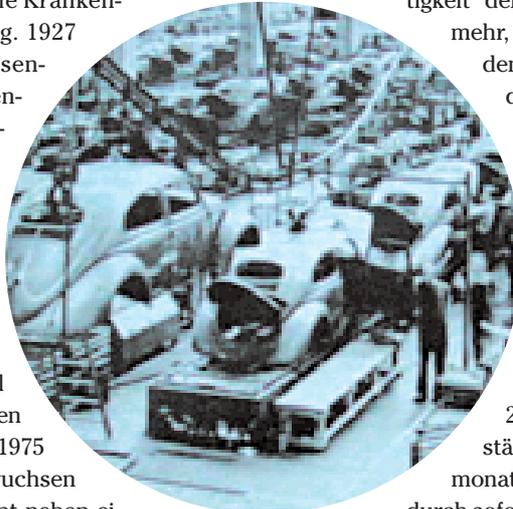
Wertewandel im Niedergang

Von da an ging es steil bergab. Die offene und versteckte Arbeitslosigkeit stieg in 30 Jahren auf rund 6 Mio. an, die Staatsschulden explodierten von 40 Mrd. auf 1.300 Mrd. Euro, die Beiträge für die Arbeitslosenversicherung liegen nun fünf mal so hoch, und die Ausgaben für das Gesundheitssystem verzehnfachten sich – nur noch übertroffen von den Leistungen der Sozialhilfe. Die Geburtenrate fiel wie nie zuvor in der Geschichte, und bei der Undurchsichtigkeit der Sozial- und Steuersysteme weiß keiner mehr, wer seine Hände in wessen Taschen hat. Zudem erhöhte sich in den 90er Jahren der Anteil der über 60jährigen in der Bevölkerung von 20 auf 25 %. Mit der Folge, daß Hans Eichel 72 Mrd. Euro oder knapp 30 % seines Haushalts für Rentenzahlungen verwenden muß. Und das ist erst der Anfang. Prof. Engels, früherer Herausgeber der WIRTSCHAFTSWOCHE, schätzte die zusätzlichen Kosten, die wir 1994 bei der prognostizierten Alterstruktur des Jahres 2030 hätten aufbringen müssen, auf rund 270 Mrd. Euro pro Jahr. Auf jeden Erwerbstätigen kämen also weitere Belastungen von monatlich ca. 650 Euro zu. Viele Jobs würden dadurch sofort in die Schwarzarbeit abwandern und in einer Kettenreaktion andere mitreißen. Nur noch Schattenwirtschaft und Schwarzmarkt könnten existieren.

Entscheidung naht

Lösungen sind schnell aufgezählt: die Einführung eines Niedriglohnsektors, Wahlmöglichkeiten bei der Sozialversicherung und die Einwanderung leistungs- und eingliederungswilliger Ausländer. Zu allererst ist es jedoch notwendig (insbesondere von der 68er Generation), die Abkehr von der Sozialen Marktwirtschaft als Fehler einzugestehen. Soziale Gerechtigkeit muß fortan wieder als Chancen- und nicht als Ergebnisgleichheit begriffen werden, Wettbewerb und Eigenverantwortung müssen staatlicher Fürsorge und Verteilungspolitik vorgezogen werden. Außerdem dürfen wir von den Politikern nicht mehr Mut verlangen als von uns selbst. Würden zudem die Gewerkschaften die Zeichen des 21. Jahrhunderts erkennen, sollten auch wir im kommenden Jahrzehnt von Chinas Höhenflug profitieren. Jedoch weniger mit Industriearbeit, dafür sind die Lohnunterschiede zu groß. Unsere Chancen lägen eher in hohen Umweltstandards, Ökolandwirtschaft, Kultur, Tourismus sowie religiöser, ethischer und intellektueller Freiheit. Anderweitig nähern wir uns wieder einer Zeit, die die Gründung von Gewerkschaften verlangte. Dann müßten wohl aber auch wieder viele Kinder ihren Teil zum Lebensunterhalt beisteuern.

Claus Brockmann



Titelstory

Die Statik der Wirtschaft

Außergewöhnliche Einblicke in die Entwicklung der Wirtschaft und der Finanzmärkte

Von Gerd Neumann*, Geschäftsführer der ROTEC GmbH Technologie-Informationdienst, Kipfenberg

Phantasie an den Finanzmärkten, Psychologie in der Wirtschaft, Symbolik in der Politik – die Realität läßt sich nicht mehr hinter diesen Fassaden verstecken. Anleger und Investoren sind gut beraten, sich an fundamentalen Daten zu orientieren. Eine Möglichkeit dazu ist die genauere Betrachtung der Statik der Wirtschaft.

Die Situation

Seit Jahren entwickelt sich in der Wirtschaft ein Prozeß, der mit zunehmender Dynamik politische, soziale und wirtschaftliche Strukturen in ihrer Grundsubstanz angreift. Erste deutliche Anzeichen dafür wurden von Wirtschaftswissenschaftlern, den Märkten und der Politik als vorübergehende psychologische Stimmungstiefs der Wirtschaft interpretiert. Tatsächlich aber war und ist diese Entwicklung präzise vorhersehbar. Legt man die Bereiche Demographie, Soziales, Bildung, technologische Leistungsfähigkeit, Wirtschafts- und Kapitalmarktentwicklung übereinander und berücksichtigt die Wechselwirkungen der unterschiedlichen Strukturen zueinander, so entsteht ein dreidimensionales Bild, das eine zwangsläufige Entwicklung (Prinzip „Ursache und Wirkung“) aufzeigt. Die akuten Probleme der Demographie sowie der Sozial- und Bildungssysteme werden heftig diskutiert. Ein wesentlich existentielleres Problem für die Finanzmärkte und die gesamte Wirtschaft ist der fortschreitende Degenerationsprozeß im Bereich der Wertschöpfungsfaktoren Unternehmertum, Technologie und Kapital. Das funktionierende Zusammenspiel und Gleichgewicht zwischen diesen wirtschaftlichen Grundelementen bildet die elementare Grundlage unserer Gesellschafts-, Sozial- und Wirtschaftsstrukturen, die wir als „Statik der Wirtschaft“ bezeichnen.

Betrachtungen und Beispiele

Klassische Betrachtungen wirtschaftlicher Entwicklungen und entsprechende Prognosen waren in den letzten Jahren wenig hilfreich, da die Realität immer anders aussah. Ein Großteil der Verluste an den Finanzmärkten basiert mit Sicherheit auf Fehl-

einschätzungen der realen wirtschaftlichen Entwicklungen. Wesentlich aussagekräftiger ist hier die Betrachtung der Statik der Wirtschaft, insbesondere des Wirtschaftsfaktors Technologie. Schon vor fünf Jahren war deutlich zu erkennen, daß es ein Fehler war, den Technologiebereich nicht ausreichend zu beachten. Im September 1999 – Börsenpartys liefen auf Hochtouren, der Neue Markt entwickelte sich prächtig – weckte der jährliche Bericht zur technologischen Leistungsfähigkeit Deutschlands und der „Faktenbericht Forschung“ unser Mißtrauen, denn beide wiesen erhebliche Diskrepanzen zu den Entwicklungen am Neuen Markt auf. Daß besonders in der „New Economy“ viel heiße Luft gehandelt wurde, war vielen klar. Damals kursierte der Spruch: „Durch natürliche Dummheit entsteht keine künstliche Intelligenz“, was letztendlich die Börsensituation gut umschrieb. Zu Beginn unserer Analyse gingen wir von gewissen vorhandenen Fehlentwicklungen an den Finanzmärkten aus.



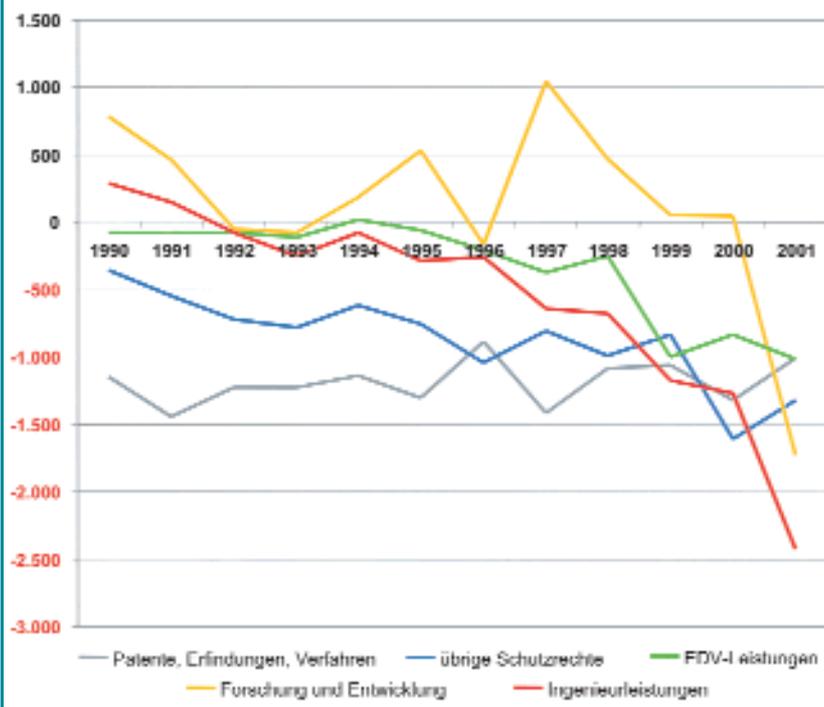
Gerd Neumann

Die Warnzeichen – es gibt sie schon lange

Überrascht hat dann die tatsächliche Datenlage, die letztendlich die wirtschaftliche Realität widerspiegelte. Die Zahlen deckten einen geradezu katastrophalen Rückgang der technologischen Leistungsfähigkeit Deutschlands auf. Alle Kernbereiche entwickelten sich seit Jahren negativ, Investitionen in Forschung und Entwicklung (F&E) wurden erheblich zurückgefahren, die gesamte Personalentwicklung in F&E-intensiven Bereichen war stark rückläufig, und konsequenterweise verloren wir systematisch Weltmarktanteile an F&E-intensiven Waren. Ein besonderes Highlight war die Zahlungsbilanz für technische Dienstleistungen von der Deutschen Bundesbank (Grafik 1). Sie zeigte für diesen Bereich einen hohen Kapitalabfluß ins Ausland auf, was bedeutete, daß wir trotz „Neuer Markt“ und Börsenboom in der realen Wirtschaft mehr Kapital für den Einkauf technischer Dienstleistungen aus dem Ausland ausgegeben als für in Deutschland erbrachte Leistungen erhalten haben. Die Folgen dieser Entwicklung haben die Statik der Wirtschaft bereits damals nachhaltig gestört, doch die Auswirkungen werden zunehmend größer. Unter dem Titel

*) Gerd Neumann ist Alleininhaber und Geschäftsführer der ROTEC GmbH Technologie-Informationdienst für Wirtschaft, Wissenschaft und Medien. Er liefert Hintergrundinformationen an namhafte Wirtschaftsredaktionen und gilt als ausgewiesener Kenner der deutschen Technologie- und Forschungsszene. Unternehmen wie auch die Politik nutzen sein Fachwissen. Als Initiator des Deutschen Innovations- und Wirtschaftsforum (www.d-iwf.de) bietet er gemeinsam mit Verbänden und Forschungsorganisationen der Wirtschaft einen neuen Handlungsrahmen für die aktuellen Herausforderungen.

ABB. 1: AUSTAUSCH VON TECHNISCHEN DIENSTLEISTUNGEN MIT DEM AUSLAND 1990-2001, SALDIERT IN MIO. EURO



Quelle: ROTEC GmbH, Deutsche Bundesbank

„Der technologische Blindflug der deutschen Wirtschaft – Schleichende Auszehrung“ (Handelsblatt vom 15.09.1999) haben wir berichtet: „Langsam, aber für viele bereits intuitiv spürbar, findet eine Entwicklung in unserem Land statt, die zu einer kontinuierlichen technologischen Schwächung der deutschen Wirtschaft führt. Die große Gefahr dieser schleichenden Entwicklung besteht darin, daß viele Elemente, die diesen Prozeß auslösen, für sich alleine harmlos und plausibel erscheinen. Der Gesamtprozeß führt aber letztendlich zu Kapitalverlust, Schwächung der Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen und Vernichtung von Arbeitsplätzen...“ (Den Originalartikel können Sie online unter www.d-iwf.de/smartinvestor abrufen)

Mannesmann-Übernahme als Paradebeispiel

Schon damals war es problemlos möglich, auf der Grundlage struktureller Zusammenhänge zielsichere Prognosen zur wirtschaftlichen Entwicklung abzugeben. Interessant sind diese Zusammenhänge auch bei Unternehmensanalysen. Ein Beispiel dafür ist die Fusion Vodafone/Mannesmann. Auch hier erfolgte eine Fehleinschätzung der substantiellen Werte des Mannesmann-Konzerns durch die Marktteilnehmer. Damals wurden für Telekommunikation und Internet phantastische Wachstumsraten vorhergesagt und die „Old Economy“ praktisch abgeschrieben. Die Bewertungsgrundlage für diese Fusion war fast ausschließlich die Phantasie für die Bereiche Telekommunikation und Internet. Fundamentale Daten spielten dabei eine untergeordnete Rolle. Vodafone wußte genau, welche exorbitante Werte der gesamte Mannesmann-Konzern wirtschaftlich und technologisch darstellte und wie hoch der Profit ist, wenn ein solcher Edelstein zerteilt und veräußert wird. Unsere

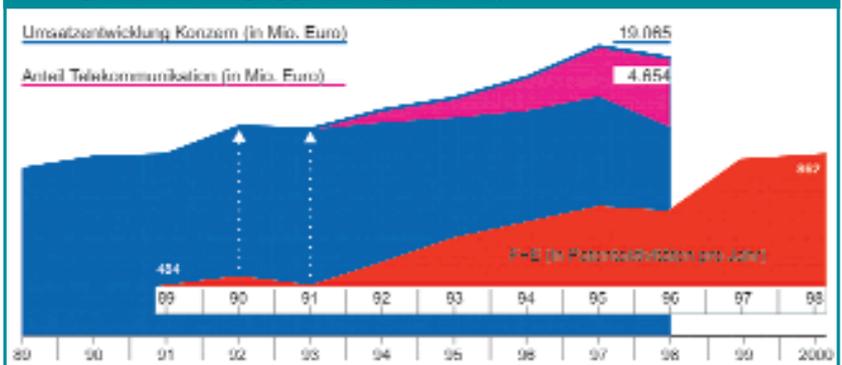
Analyse aus dem Jahr 1999 zeigt besonders deutlich den Zusammenhang zwischen Umsatz und technologischer Entwicklung von Mannesmann (Grafik 2). Umsatz und F&E-Ergebnisse (Patentanmeldungen) liefen zeitversetzt faktisch parallel und wirkten sich entsprechend positiv auf die Renditen des gesamten Konzerns aus. Die Kombination wirtschaftlicher und technologischer Daten erlaubte einen genauen Rückschluß auf den tatsächlich hohen Wert des Konzerns. Auch dieses Beispiel zeigt deutlich auf, daß die Betrachtung struktureller Zusammenhänge ein objektives Bild der realen Unternehmensentwicklung liefern kann.

Aktuelle Entwicklung

Bezieht man in die Betrachtung der aktuellen wirtschaftlichen Lage auch den Aspekt der technologischen Leistungsfähigkeit deutscher Unternehmen mit ein, ergibt sich folgendes Bild: Unsere Volkswirtschaft benötigt pro Jahr etwa 50 Mrd. Euro zur Finanzierung ihrer F&E-Leistungen. Durch den Zusammenbruch des Neuen Marktes, das Scheitern vieler VC-Gesellschaften und die Krise in der Finanzwirtschaft ist diese Finanzierung nicht mehr ausreichend gewährleistet. Als Folge davon können

Technologieunternehmen am Standort Deutschland ihre Forschungsausgaben nicht mehr adäquat finanzieren und verlieren dadurch zunehmend ihre Wettbewerbsfähigkeit. Investoren aus dem amerikanischen, arabischen und asiatischen Raum nutzen diese Situation für die gezielte Übernahme deutscher Spitzenunternehmen. Mit hohem technologischen Sachverstand wird insbesondere im deutschen Mittelstand selektiert und Know-how übernommen. Hier ist eine gefährliche Abwärtsspirale in Gang gesetzt worden, die letztendlich auch die deutsche Finanzwirtschaft in aller Härte treffen wird, denn für einen „Agrarstandort Deutschland“ wären ein paar Genossenschaftsbanken ausreichend. Die deutsche Finanzwirtschaft wäre gut beraten, im Technologiesektor wieder aktiv zu werden und die sich bietenden Chancen zu nutzen. Gerade der Technologiesektor bietet eine hervorragende und solide Datenbasis für sichere und lukrative Investitionen. Dieser Beitrag zeigt nur einen kleinen Ausschnitt der Möglichkeiten. Wer sich näher mit diesem Thema befaßt, findet ein ganzes Spektrum an neuen Einblicken in das Wirtschaftsgeschehen.

ABB. 2: UMSATZENTWICKLUNG IM VERGLEICH ZU FORSCHUNGS- UND ENTWICKLUNGSAKTIVITÄTEN DER MANNESMANN AG



Quelle: ROTEC GmbH

Hedonik und mehr

In einer Zeit, da echte wirtschaftliche Erfolge selten geworden sind, schlägt die Stunde der Statistik. Die USA geben heute in praktisch sämtlichen Bereichen der amtlichen Wirtschaftsstatistik den Takt vor, denn die dort erzeugten „Wunderzahlen“ wecken andernorts fast zwangsläufig den Nachahmungstrieb der Politik.

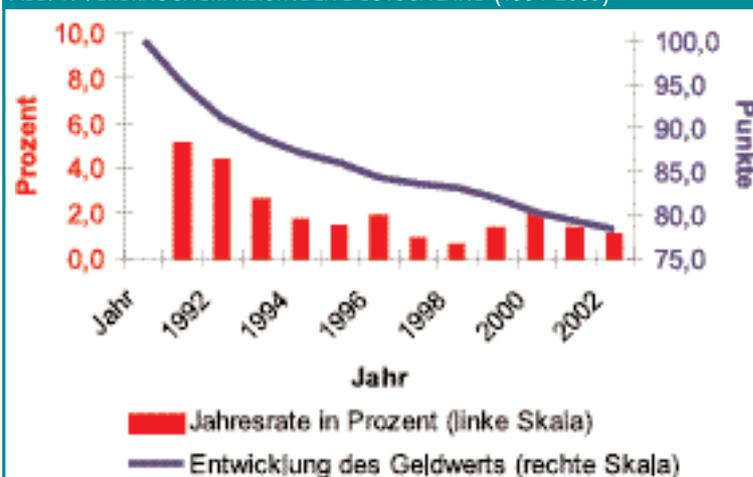
Preisempfinden, amtliche Statistik und Preiswirklichkeit

Um es vorauszuschicken, es ist keine triviale Aufgabe, komplexe wirtschaftliche Sachverhalte publikumsgerecht, also vorzugsweise in eine einzige, leicht verdauliche Zahl zu verdichten. Gerade auf einem Feld widerstreitender Interessen, wie der Wirtschaft, sollte man daher in Abwandlung des berühmten Churchill-Wortes grundsätzlich keiner Statistik trauen, die man nicht selbst *verstanden* hat. Selbst im traditionell statistik-konservativen Deutschland wird, wie die jüngsten „Korrekturen“ der Arbeitsmarktstatistik zeigen, unter politischem Druck auch schon mal in die Trickkiste gegriffen – in der Regel streng wissenschaftlich begründet, zumindest jedoch, um der höheren Autorität einer besseren „internationalen Vergleichbarkeit“ zu dienen. An dieser Stelle soll unser Thema jedoch die Preisstatistik sein. Wir nehmen es durchaus ernst, daß sich in weiten Teilen der Bevölkerung hartnäckig der Eindruck nachhaltiger Preissteigerungen hält, obwohl weder das Statistische Bundesamt noch die Deutsche Bundesbank trotz Einsatzes ausgefeilter Instrumentarien in dieser Richtung etwas Auffälliges bemerkt haben wollen. Die Bundesbank hat sich in ihrem Monatsbericht Januar 2004 intensiv mit diesem Phänomen befaßt, wobei primär rein psychologische Ursachen auf Seiten der Verbraucher identifiziert wurden – die „gefühlte Inflation“ als massenpsychologischer Reflex auf einen ungeliebten und aufgezwungenen Euro? Möglich. Aber auch das Statistische Bundesamt liefert einen interessanteren Hinweis: Amtlich wird – theoretisch fundiert – die Teuerung gemessen, was die Verbraucher jedoch meinen, wenn sie von Teuerung sprechen, ist ihre eigene Kostenbelastung. Warum beides nicht identisch sein muß, wollen wir im folgenden untersuchen.

Die Guten ins Töpfchen...

Wenn wir die Mechanik der Verbraucherpreisstatistik etwas genauer betrachten, stellt sich zunächst die Frage, welche Elemente überhaupt Eingang in dieses Zahlenwerk finden. So suchen wir beispielsweise Beiträge zur Sozialversicherung (Krankenkasse, Renten-, Arbeitslosen- und Pflegeversicherung) vergeblich im amtlichen Wägungsschema – im Gegensatz etwa zur Medikamentenzuzahlung oder der neuen Praxisgebühr. Für das Jahr 2002 wiesen die Bereiche Gesundheitsfürsorge und Versicherungsdienstleistungen daher lediglich Anteile von 3,5 % bzw. 2,5 % auf. Gerade die Sozialversicherungsbeiträge stellen für die Haushalte jedoch eine hohe, steigende und vor allem unausweichliche Kostenbelas-

ABB. 1: VERBRAUCHERPREISINDEX DEUTSCHLAND (1991-2003)



Auch harmlose jährliche Verbraucherpreisanstiege summieren sich im Zeitablauf zu echter Geldentwertung

stung dar, da sie aufgrund ihres Zwangscharakters, selbst bei deutlicher Qualitätsverschlechterung der sozialen Leistungen, nicht einfach substituiert, d.h. ersetzt werden können. Substitution ist ohnehin ein gutes Stichwort: Während Deutschland den Verbraucherpreisindex weiterhin als Festpreisindex mit lediglich fünfjähriger Anpassung ermittelt, gibt es in der Eurozone bereits mehrere Länder, die wie Italien und Spanien einen sogenannten Kettenindex mit jährlicher Anpassung verwenden und dabei explizit die Gewichtung derjenigen Güter verringern, die überdurchschnittliche Preissteigerungen aufwiesen. Steigt beispielsweise der Kaffeepreis stärker als der von Tee, sinkt im nächsten Jahr die Indexgewichtung des Kaffees. Sicher gibt es dafür auch eine nachvollziehbare Begründung: Verbraucher werden tendenziell von Gütern lassen, deren Preise übermäßig steigen; andererseits werden Preiserhöhungen aber häufig einfach geschluckt, da mancher den Kaffee einfach vorzieht. Nach Aussagen des Wirtschaftsdienstes der BHF-Bank vom 1. Juni 2002 verlieren Preistreiber bei diesem Verfahren sukzessive an Gewicht. Man vergleiche dies einmal mit einem Aktienindex, in dem nicht die Preistreiber, sondern tendenziell diejenigen Werte aus dem Index gedrängt werden, die sich schlechter als der Durchschnitt entwickeln. Obwohl wir es in beiden Fällen mit Preisindices zu tun haben, scheint der gewünschte Ausweis – hier Stabilität, dort Performance – Einfluß auf das Verfahren der Indexanpassung zu haben.

Ausweis und Kommunikation der Zahlen

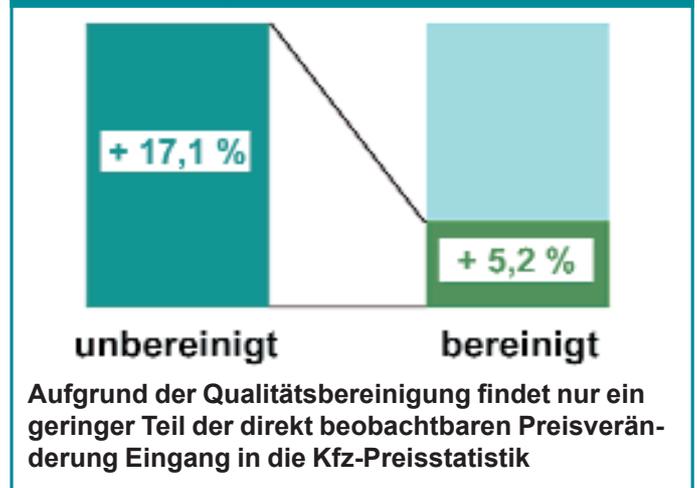
Auch beim Ausweis selbst gibt es einige Besonderheiten. In den USA ist es z.B. üblich, neben dem Konsumentenpreisindex (CPI) eine sog. Kernrate (core rate) auszuweisen, die die volatilen Bereiche Energie und Nahrungsmittel ausklammert. Auch hierzulande wird z.B. nach Abgabenerhöhungen gerne darauf verwiesen, daß die „eigentliche“ Teuerungsrate ohne diesen Effekt geringer wäre. Zwar hat der Hinweis auf solche Effekte eine gewisse Berechtigung, aber Kernraten, aus denen Lebensnotwendiges (Energie und Nahrung) oder Unvermeidliches (Abgabenerhöhungen) herausgerechnet wird, haben keinerlei Bezug zur Lebenswirklichkeit oder echten Kostenbelastung der betroffenen Haushalte, sie dienen lediglich der Optik. Vergleichbar ist dies mit Unternehmen, die zwar nach ihrem EBITDA-Ausweis leidlich erfolgreich sind, aber in der Realität eben trotzdem ihre Zinsen, Steuern und Abschreibungen verdienen müssen, falls sie nicht nur „pro forma“ überleben wollen. Ohnehin ist auch bei traditionell volatilen Komponenten kaum vorherzusehen, ob diese nicht einmal in nachhaltigere Trends übergehen. Zudem dominiert auf der Seite des Ausweises in der Preisstatistik der Jahresvergleich, wodurch zum einen optisch niedrige Raten im unteren Prozentbereich gezeigt werden können, zum anderen selbst das, was die Bundesbank einen „dauerhaften Niveausprung“ nennt, nach spätestens einem Jahr aus der Statistik „verschwunden“ ist – Botschaft wiederum: Stabilität. Im Gegensatz dazu werden bei Aktienindices gerne die Glanzzeiten mit eingerechnet, um die überlegene langfristige Performance dieser Anlageart zu demonstrieren. In Abb. 1 ist dargestellt, wie sich auch harmlose Jahresraten im Zeitablauf zu einer spürbaren Geldentwertung kumulieren können.

„Gleiches mit Gleichem“ vergleichen...

Eine weitere Besonderheit der Preisindices ist, daß praktisch bei sämtlichen technischen Gütern seit jeher anspruchsvolle Verfahren der Qualitätsbereinigung zur Anwendung kommen. Der richtige Grundgedanke ist, daß in einem Preisindex „Gleiches mit Gleichem“ verglichen werden muß, was eine Bereinigung um Qualitätsveränderungen zwingend erforderlich macht. Für Personenkraftwagen ergab sich nach Angaben des Statistischen Bundesamtes z.B. folgende Rechnung: Im Zeitraum 1995 bis 2001 stiegen die unbereinigten Verkaufspreise in diesem Bereich um insgesamt 17,1 %, während die bereinigten Verkaufspreise, die Eingang in den Verbraucherpreisindex finden, lediglich um 5,2 % zulegten (vgl. Abb. 2). Knapp 70 % des Preisanstiegs in Höhe von 11,9 Prozentpunkten waren demnach auf Qualitätsverbesserungen zurückzuführen und berührten die Preisstatistik nicht. Die traditionelle Qualitätsbereinigung ist zwar ein von Experten durchgeführter, letztlich jedoch subjektiver Prozeß, wobei aber nicht in Abrede gestellt werden soll, daß er nach bestem Wissen erfolgt. Viel entscheidender ist aber, ob den so ermittelten Qualitätsverbesserungen beim Verbraucher zwangsläufig auch ein im gleichen Ausmaß gestiegener Nutzen gegenübersteht. Die Kostenbelastung des Verbrauchers ist zudem nicht entsprechend dem Preisindex, sondern gemäß den beobachteten unbereinigten Preisen, also um 17,1 % gestiegen, und kann im Bereich der Grundmodelle nicht etwa durch Weglassen höherwertiger Zusatzausstattungen kompensiert werden. Vor allem hat der Verbraucher in der Regel nicht die Möglichkeit, im Jahre 2001 ei-

nen Neuwagen „Qualität 1995“ zu einem nur um 5,2 % höheren Preis zu erwerben – Qualitätsverbesserung und Kostenbelastung sind für ihn damit erzwungen. Beachtenswert ist auch, daß die Lebensdauer neuer Produkte, die sich wiederum nach dem rein subjektiven Empfinden vieler Verbraucher eher verkürzt hat, in der Qualitätsbereinigung allenfalls indirekt Berücksichtigung finden kann, da sie beim Erscheinen neuer Produkte noch unbekannt ist. Wenn man der jüngsten ADAC-Pannestatistik Glauben schenken darf, bei der insbesondere deutsche Hersteller unbefriedigend abgeschnitten haben, dann ist Qualität mehr als Markenimage und Ausstattung, und es müßte in diesem Bereich wohl über die explizite statistische Erfassung von Qualitätsverschlechterungen nachgedacht werden.

ABB. 2: PERSONENKRAFTWAGEN – PREISVERÄNDERUNGEN VON 1995 BIS 2001 BEI PKWs



Hedonik

Die in letzter Zeit intensiv diskutierte Hedonik ist lediglich ein spezielles statistisches Verfahren der Qualitätsbereinigung, das seit Juni 2002 mit dem Teilindex für Personalcomputer auch in Deutschland Einzug gehalten hat. Mit Hilfe der Regressionsanalyse wird hierbei in einem aufwendigen Verfahren der Einfluß ermittelt, den einzelne Qualitätseigenschaften des PCs (Taktfrequenz, Arbeitsspeicher, Festplattengröße etc.) auf den Preis haben. Obwohl das Verfahren gegenüber der Ausstattungsbereinigung sogar objektiver erscheint, gibt es ernstzunehmende Einwände. So errechnete die Deutsche Bundesbank im Monatsbericht August 2000, daß sich in den USA die Preise für Computer und Peripheriegeräte von 1991 bis 1999 nach der damals dort bereits angewandten hedonischen Qualitätsbereinigung um 80 % ermäßigten, während es in Deutschland nach traditionellem Verfahren lediglich 20 % waren – Faktor vier. Obwohl man sich seinerzeit noch in der Pflicht sah, das amerikanische Zahlenwunder ins rechte Licht zu rücken, ist man mittlerweile sowohl in Europa als auch in Japan in diesem Bereich selbst auf die Hedonik übergegangen: Von Amerika lernen, heißt eben Siegen lernen. Zu bedenken ist allerdings, daß regelmäßig weder die Software noch der Faktor Mensch mit der rasanten Entwicklung im Hardwarebereich Schritt halten können, wodurch sie zu den eigentlich begrenzenden Faktoren werden – der Nutzen für den durchschnittlichen Anwender dürfte sich nicht annähernd in dem Ausmaß erhöht haben, wie es die Taktraten der Hardware suggerieren. Und natürlich, da

Abb. 3: AUSSCHNITT AUS EINEM BERICHT DES BUREAU OF ECONOMIC ANALYSIS (BEA)

Table 3.—Gross Domestic Product and Related Measures: Level and Change From Preceding Period

	current dollars			Billions of chained (2000) dollars						
	Seasonally adjusted at annual rates			Seasonally adjusted at annual rates						
	2003			2002	2002		2003			
	I	II	III		III	IV	I	II	III	
Gross domestic product	7	10,735.8	10,846.7	11,107.0	10,083.0	10,128.4	10,160.8	10,210.4	10,288.3	10,493.1
Personal consumption expenditures	2	7,690.7	7,673.6	7,922.2	7,440.4	7,359.2	7,400.0	7,244.1	7,204.0	7,426.6
Information processing equipment and software	1	436.2	451.2	477.0	459.3	470.0	468.2	487.2	506.4	537.7
Computers and peripheral equipment	9	86.8	93.5	101.8	101.8	101.8	101.8	101.8	101.8	101.8
Software	8	173.4	177.6	185.1	167.5	171.2	169.7	174.4	178.6	185.0
Other	3	175.9	180.1	190.2	177.1	179.8	177.1	184.3	188.6	200.2
Industrial equipment	6	133.4	133.2	134.1	136.1	135.0	133.9	131.4	131.0	131.4

Das Bureau of Economic Analysis tilgt eine in Ungnade gefallene Zahlenreihe

Kurt Richebächer (siehe nachfolgendes Interview) nennt diese Beträge schlicht Phantomdollars, da sie niemals ausgegeben wurden und auch nie zu Einkommen oder Erträgen geführt haben. Für die endgültigen Daten, die bekanntlich ein „reales“ BIP-Wachstum von 8,2 % p.a. bescherten, ließ sich diese Rechnung allerdings schon nicht mehr nachvollziehen. Das Bureau of Economic

sind wir wieder bei der tatsächlichen Kostenbelastung, sind PCs auch heute noch keine Pfennigartikel.

Auswirkungen auf andere Statistiken

Aufgrund der Verzahnung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung hat die Preissteigerungsrate direkte Auswirkungen auf die Darstellung anderer Aggregate, wie des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) oder der Produktivität: Je moderater die ausgewiesene Preissteigerung, desto höher wird zwangsläufig das ausgewiesene reale BIP-Wachstum, da sie sich jeweils zum nominalen BIP ergänzen – aus Sicht der Wirtschaftspolitik sind beides gewünschte Effekte. Im Bereich des realen BIP-Wachstums haben es die USA – nicht zuletzt durch den beherzten Einsatz der Hedonik – zu einer gewissen Meisterschaft gebracht: Anhand der vorläufigen Zahlen für das III. Quartal 2003, die zunächst noch ein Wachstum des „realen“ BIP von 7,2 % p.a. auswiesen, wurde sichtbar, wie aus Computerinvestitionen des Quartals von nominal 22,1 Mrd. US-\$ (= 88,4 Mrd. US-\$ annualisiert) durch Anwendung des hedonischen Deflators „reale“ Investitionen von 391 Mrd. US-\$ p.a. werden. Dr.

Analysis (www.bea.gov) zog es vor, die betreffende Zahlenreihe dezent und rückwirkend durch eine Leerzeile zu ersetzen (Abb. 3). Offenbar soll sich das Publikum nicht mit Grübeleien über die Ursachen des US-Wachstums belasten.

Fazit

Wer nicht genau versteht, wie eine Statistik zustande kommt, sollte sie eher gänzlich ignorieren, als daß er auf ihrer Basis Entscheidungen trifft. Die nicht zu übersehende weltweite Tendenz zur Übernahme US-amerikanischer Methodik scheint weniger an deren wissenschaftlicher „Richtigkeit“, als an deren gewünschten Nebenwirkungen hinsichtlich des Ausweises von Preisstabilität und Wachstum zu liegen. Wie gering allerdings mittlerweile das Vertrauen in amerikanische Wirtschaftsstatistiken geworden ist, kann man vielleicht auch daran ermessen, daß die US-Börsen trotz publizierter Traumzahlen über Monate zu den währungsbereinigten Schwächsten unseres Relative-Stärke-Universums gehörten (sh. hierzu auch S. 30).

Ralph Malisch

Anzeige

financial.de
Information you can trust

„Absoluter Blödsinn“

Interview mit Dr. Kurt Richebächer, ehemaliger Generalbevollmächtigter und Chefvolkswirt der Dresdner Bank und heutiger Herausgeber von „The Richebächer Letter“. Der frühere FED-Chef Paul Volcker sagte einmal über ihn: „Manchmal denke ich, die Aufgabe der Notenbanker besteht darin, zu beweisen, daß Kurt Richebächer irrt.“ - Gelungen ist es ihnen bis heute nicht.

Smart Investor: Herr Dr. Richebächer, wie beurteilen Sie die hedonische Methode der Qualitätsbereinigung in Preis- und Wachstumsstatistiken?

Richebächer: Während die tatsächlichen Computerverkäufe von 1997 bis 2000 lediglich von 79,6 Mrd. auf 109,3 Mrd. US-\$ zulegen, stiegen sie nach hedonischer Bereinigung von 102 Mrd. auf mehr als 290 Mrd. US-\$. Es macht schon Sinn, die Inflationsrate vom nominalen Wachstum abzuziehen, aber überhaupt keinen Sinn macht es, auf diese Weise Phantomwachstum zu erzeugen. Das ist absoluter Blödsinn. Ökonomisch ist allein entscheidend, was kostet es und was bringt es an Geld.

Smart Investor: Über die Jahre öffnet sich die Schere zudem sichtbar...

Richebächer: Die USA haben es mittlerweile ja eingesehen, und anlässlich der letzten Benchmark Revision wurde das Bureau of Economic Analysis angewiesen, den Ausweis hedonischer Wachstumsraten bei den Computern zu unterbrechen – die Zeitreihe ist nicht mehr vorhanden. Zusätzlich tragen die Tabellen der BIP-Statistik inzwischen einen Hinweis, der ausdrücklich davor warnt, aus den Kettenindices (Chained Dollars) etwa im Bereich der Computer den Beitrag zum BIP ableiten zu wollen.

Smart Investor: Sind Sie generell gegen eine Qualitätsbereinigung bei technischen Produkten?

Richebächer: Sehen Sie, selbst beim Auto bin ich ja gezwungen, die heutige Qualität zu kaufen, eine Verbesserung, die mir aber nichts bringt, denn ich kann die vielen PS ja gar nicht ausfahren. Der statistische Großangriff auf die Inflationsrate hat in den USA 1995 begonnen. Dahinter steckt Greenspan, der eine massive Reduktion der Inflation forderte und die niedrige Inflationsrate zur Schlüsselgröße seiner Geldpolitik machte.

Smart Investor: Wie sah dieser statistische Großangriff aus?

Richebächer: Das ist ja nicht nur die Hedonik, die heute bei 20 % aller Produkte wirksam wird. Zusätzlich werden saisonale und qualitative Bereinigungen vorgenommen, aber auch die Substitution wirkt preisdämpfend: Güter mit ungewöhnlichen Preissteigerungen werden einfach aus der Statistik genommen. Zudem werden Lebensnotwendigkeiten wie Gesundheitsfürsorge und Nahrung künstlich nach unten gerechnet. Der Konsumentenpreisindex wird als Folge deutlich zu niedrig ausgewiesen, er legt sicher über 2 % zu, wahrscheinlich sogar eher 3 %.

Smart Investor: Mit entsprechenden Auswirkungen auf das reale BIP?

Richebächer: Die ganze BIP-Statistik ist gewaltig verfälscht. Die Produktion, Computer und Software werden künstlich aufge-

bläht. 90 % aller Revisionen, die natürlich nicht so im Lichte der Öffentlichkeit stehen, erfolgen nach unten – das hat Methode. Das tatsächliche Wachstum liegt eher bei 2 % als bei 4 %, wir haben Stagnation. Im Ganzen werden alle Zahlen in Amerika frisiert.

Smart Investor: Haben Sie dennoch einen Favoriten unter den Statistiken?

Richebächer: Am ehesten sollte man auf die Entwicklung der verfügbaren Einkommen achten. Sie waren zuletzt nominal +0,6 % und im Kettenindex +/- 0 %. Allerdings wird auch hier gefälscht – Stichwort: fiktive Mietenkünfte für Hausbesitzer.

Smart Investor: Wollen die USA durch diese Tricksereien Kapital anlocken?

Richebächer: Es ist einfach das Bedürfnis der Amerikaner anzugeben, besonders gegenüber dem sklerotischen Europa. Damit haben sie erreicht, daß Leute wie der Daimler-Chef Schrepp unzählige Milliarden nach Amerika geschickt haben (um Chrysler zu kaufen; Anm. d. Red.). Das traf genau den europäischen Minderwertigkeitskomplex, in dem die Deutschen bekanntlich Spitzenklasse sind.

Smart Investor: Wie schätzen Sie die weitere Entwicklung ein?

Richebächer: Eine so kranke, eine so kaputtgemachte Volkswirtschaft – wie die amerikanische – hat es noch nie in der industriellen Geschichte gegeben. Amerika steht vor dem Bankrott, mit allen Auswirkungen eines Zusammenbruchs des amerikanischen Finanzsystems – die Leute haben das nicht ansatzweise verstanden. Die ganze ökonomische Diskussion in Amerika ist auf niedrigstem Niveau, die makroökonomische Diskussion vollkommen tot. Zu meiner Zeit hatten die Bankvolkswirte noch objektive Meinungen, die waren zwar nicht immer richtig, aber jedenfalls mußten sie damit keine Aktien verkaufen.



Dr. Kurt Richebächer

Interview: Ralph Malisch

Nachhaltiges Investieren

Damit Deutschland morgen wieder kräftig zupacken kann

In puncto Umweltbewußtsein wähnt man Deutschland gemeinhin auf einem der vordersten Plätze. Das ist nur zum Teil richtig – wie die Länderanalyse der Rating-Agentur oekom research zeigt, bleibt noch reichlich zu verbessern.

In unserem Einführungsartikel zu nachhaltigen Investments im letzten Smart Investor hatten wir bereits aufgezeigt, daß sich der Markt in Kontinentaleuropa erst vor noch gar nicht so langer Zeit hat etablieren können. In den angelsächsischen Ländern ist man da schon etwas weiter – allerdings nur, was die Erfahrung betrifft. Es lohnt sich nämlich, mal einen genaueren Blick auf die Länderratings zu werfen, um einschätzen zu können, wie gut bzw. schlecht beispielsweise Deutschland im weltweiten Konzert aufgestellt ist. Ein Spezialist für derartige Country Ratings ist die in München ansässige oekom research AG, die Nachhaltigkeits-Ratings von Ländern zu einem festen Bestandteil ethisch-ökologischer Investments weiterentwickelt hat.

Vollständige „Entschlüsselung“

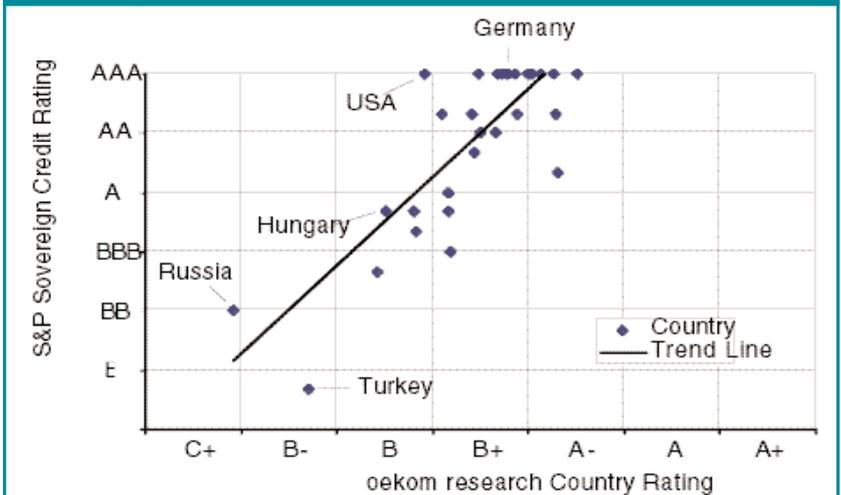
Wer hierbei nur die Anzahl aufgestellter Windräder oder Sonnenkollektoren denkt, muß eines Besseren belehrt werden. Es geht um weit mehr. Das in Zusammenarbeit mit Experten aus Wissenschaft und Forschung entwickelte Rating umfaßt nicht weniger als 150 Einzelindikatoren. Die übergeordneten Themen sind

- ◆ Politik und institutionelle Kapazitäten (z.B. politisches System, Korruptionsgrad, Geldwäsche)
- ◆ Humanitäre und soziale Bedingungen (z.B. Gesundheit, Bildung, Einkommen, Sicherheit)
- ◆ Infrastruktur (medizinische Einrichtungen, freier Zugang zu Informationen etc.)
- ◆ Umweltsysteme (Wassernutzung, Landnutzung etc.)
- ◆ Umweltbelastungen (Emissionen, Abfallwirtschaft, Wasserverschmutzung, Artenvielfalt etc.)

Nicht alles zum besten bestellt

Entscheidend ist, daß die zeitpunktbezogene Zustandsbeschreibung immer auch mit der nationalen Bevölkerung in Zusammenhang gesetzt wird (also pro Kopf), denn es ist ein Unterschied, ob eine bestimmte Menge an Abfällen von 10 Mio. Australiern oder 100 Mio. Russen verursacht wird. Im Ergebnis landet Deutschland (nur) auf Rang 10 von 31 untersuchten OECD-Staaten zuzüglich Rußland. Das wirkt etwas enttäuschend, hätte man Deutschland aufgrund seines „gefühlten“ Umweltbewußtseins tendenziell doch auf einem besseren Platz vermutet. Hier schlagen jedoch einige Schwachpunkte zu Buche, die auch in unserer Titelstory „Quo vadis Deutschland“ an mehreren Stellen angeklungen sind:

ABB. 1: ZUSAMMENHANG ZWISCHEN LÄNDER-RATING UND CREDIT RATING VON STAATSANLEIHEN



Quelle: oekom research (www.oekom-research.com)

Horizontal: Country Rating; vertikal: S&P Credit Rating

Von den Ländern mit den höchsten Bonitätseinstufungen fallen nur die USA aus der Rolle: In puncto Nachhaltigkeit stehen sie auf einer Stufe mit der Türkei oder Mexiko.

Im Vergleich zu anderen Ländern stehen wir in puncto Bildung/Wissenschaft vergleichsweise dürftig da, was sich auch anhand der Bibliothekenquote (wohlbemerkt: pro Kopf) ablesen läßt. Die Spitzenreiter, und zwar die Osteuropäer, kommen auf einen bis zu viermal so hohen Wert. Weitere Schwachpunkte liegen im Bereich Wasserverschmutzung. Dies dürfte mit ein Grund dafür sein, daß bei uns die Artenvielfalt („Biodiversity“) ziemlich mangelhaft erscheint, hier vor allem die Unterkategorie Fische, Amphibien oder Reptilien. Zusätzlich sind zahlreiche Tierarten – erneut vor allem Fischarten – vom Aussterben bedroht. Sorge bereiten sollte uns zudem, daß der Korruptionsgrad anwächst (traditionell ein Kennzeichen sozial(istisch)er Regierungsformen). Vorbildlich schneidet Deutschland in erster Linie – wie nicht anders erwartet – in den Bereichen Recycling, Umweltschutzprogramme und Arbeitsbedingungen ab.

Internationaler Vergleich und Fazit

Nun ist aber auch der internationale Kontext von Interesse. Unter anderem die Einschnitte in den Freiheitsrechten hat die USA auf Rang 25(!) fallen lassen, und das ist sicher mehr als peinlich. In praktisch allen Bereichen sind die skandinavischen Länder auf vordersten Plätzen anzutreffen, Norwegen und Schweden punkteten vor allem im Bereich Umweltbelastung (Deutschland: nur Rang 17). Das Resümee lautet also: Deutschland ist noch weit davon entfernt, dem – teilweise selbst auferlegten – Anspruch des „Umweltschutzmeisters“ gerecht zu werden. Es gibt in der Tat viel zu verbessern.

Falko Bozicevic

Derivate

Doppelt attraktiv

Optionsschein oder Zertifikat? – Wer derzeit auffallende Kurse setzen möchte, dem stellt sich genau diese Frage. Doch eigentlich ist die Antwort darauf klar, wenn man sich die aktuell noch vergleichsweise niedrigen Volatilitäten ansieht.

Von der Spitze in den Boden

Wie in der letzten Ausgabe des Smart Investor dargelegt, hat sich der „Dämpfer für den Dax“ (siehe Smart Investor 3/2004) inzwischen schon eingestellt, vielleicht waren es auch erst die Ausläufer einer kommenden Unwetterfront. Als heimisches Börsenbarometer ist der Dax den meisten Anlegern bestens vertraut und auch von praktisch allen Derivate-Emittenten umfassend „gecovert“. Stellt sich nur noch die Frage, ob man zu einem Optionsschein oder zu einem Zertifikat („Hebelprodukt“) greifen soll, wenn man auf fallende Kurse setzen möchte. Das Besondere bis vor kurzem ist die fast schon unnatürlich niedrige Volatilität des Dax gewesen, die im Zuge seit exakt einem Jahr steigender Kurse von historischen Spitzen auf ein Mehrjahrestief zurückgefallen ist. Dazu muß man wissen, daß nach dem Basispreis die Volatilität der wichtigste Einflußfaktor auf die Optionsscheinkurse ist. Diese waren Anfang März so günstig wie schon sehr lange nicht mehr. Nach dem jüngsten Rücksetzer ist die Volatilität dann auch gleich wieder sprunghaft über 20 % angestiegen. Bei Zertifikaten wiederum wird die Volatilität dadurch eliminiert, daß eine sogenannte Knock-out-Schwelle eingebaut wird, bei deren Erreichen das Zertifikat wertlos verfällt – eine Erholung des Kurses gibt es dann nicht mehr, man ist „ausgeknockt“.

Viel Raum für eigene Kreativität

Zur Veranschaulichung haben wir zwei Optionsscheine und ein Zertifikat herausgesucht – wie gesagt, die Auswahl ist nahezu unbegrenzt und hängt nicht zuletzt auch davon ab, bei welcher Direktbank Sie die Möglichkeit zum außerbörslichen Kauf/Verkauf haben, wenn Sie dies wünschen. Wir haben die Auswahl auf mittlere Laufzeiten und die angegebenen Basispreise eingegrenzt. Jeder Anleger kann sich selbst einen Performance-Vergleich zusammenstellen, z.B. mit Hilfe des funktionellen Optionsscheinrechners bei www.onvista.de (im Menü auf „Optionsscheine“ und schließlich auf „Optionsscheinrechner“) kann man sein eigenes präferiertes Szenario en detail durchrechnen. Unsere Beispiele dienen nur zur Veranschaulichung und sind keine Empfehlung speziell dieser ausgewählten Optionsscheine bzw. des Zertifikats. In Tabelle 1 sieht man den hohen Einfluß der Volatilität auf den Kurs. Wie zu erken-

TAB. 1: OPTIONSSCHEIN (WKN 344 638; BNP)

		VOLATILITÄT	
		30 %	40 %
DAX	3.800	3,77	4,70
	3.500	5,70	6,45

Annahme: Dax am 5.5.2004 bei Y Punkten, Volatilität bei X %
Aktueller Kurs: 3,03 Euro (bei Dax 3.920)
Alle Angaben in Euro

nen ist, macht es einen Unterschied, ob der Dax unter hohen Schwankungen oder eher kontinuierlich auf 3.800 (bzw. 3.500) zurückfällt. Bei

TAB. 2: PERFORMANCEVERGLEICH

WKN	BASISPREIS	THEOR. KURS	KURS	PERFOR-
		BEI „DAX 3.500“*	AKT.**	MANCE***
A0CNX0 (OPTIONSSCHEIN)	4.500	11,54	7,22	60 %
331 719 (OPTIONSSCHEIN)	3.600	2,22	0,96	131 %
A0CT36 (ZERTIFIKAT)	4.500	9,90	6,12	62 %

* Annahme: Dax am 5.5.2004 bei 3.500 Punkten, Volatilität bei 35 %
** Dax 3.920, Volatilität 23 %
*** Hypothetische Performance zum aktuellen Kurs
Alle Angaben in Euro

einer hohen Volatilität von 40 % stünde der angegebene Optionsschein im Falle „Dax 3.800“ satte 25 % höher als bei einem moderaten Anstieg auf ein Volatiliätsniveau von 30 %.

Für jeden Typ etwas dabei

In der zweiten Tabelle ist die theoretische Performance der ausgewählten Produkte aufgelistet. Wie unschwer zu erkennen ist, ermöglicht ein aus dem Geld liegender Put (out of the money, also Basiskurs unter derzeitigem Kurs) natürlich den höchsten Hebel und damit auch – sofern die Spekulation aufgeht – den größten Gewinn. Wenn die Größe des Kursrückschlags weniger gut einschätzbar ist, fahren die meisten Anleger mit einem weniger riskanten Papier am besten. Gleichwohl verlieren diese Scheine aufgrund des nahenden Verfallsdatums natürlich ebenfalls kontinuierlich an Wert. In Tabelle 2 sieht man außerdem, daß sich bei gleichem Basispreis von Optionsschein und Zertifikat (in unserem Beispiel 4.500 Punkte) die Effekte Volatilitätsanstieg und Zeitwertverfall in etwa ausgleichen. Dies rührt daher, daß der Einfluß der Volatilität eines tief im Geld liegenden Optionsscheins deutlich geringer ist als bei solchen mit Basispreisen am oder unter dem aktuellen Kurs. Ein Optionsschein „am Geld“ läßt sich umgekehrt aber nicht direkt mit einem entsprechenden Zertifikat vergleichen – bei der kleinsten Gegenbewegung wäre es bereits ausgeknockt. Die Outperformance des Optionsscheins ergibt sich, weil man den Hebel entsprechend hoch wählen kann, indem man auf einen aus dem Geld liegenden Schein (wie z.B. in unserem Beispiel einen 3.600er) zurückgreift – wo der Einfluß der Volatilität dann aber spürbar zu Buche schlägt.

Fazit

Da fallende Kurse in aller Regel mit einem Anwachsen der Volatilität einhergehen – was zu Spitzenwerten von über 50 % Ende 2002 führte! – können Derivate-Anleger mit einem Put doppelt profitieren. Es spielt dabei keine Rolle, ob Sie Ihr Depot nur gegen einen (un-)erwarteten Rücksetzer immunisieren oder aber zusätzliche Gewinne mit einer Put-Spekulation einfahren möchten. Von der aktuellen Sondersituation zu profitieren macht hier ganz konkret den Vorteil von Optionsscheinen aus. „Gewußt wie“ könnte sich als doppelt lukrativ herausstellen.

Falko Bozicevic

Prinzipien des Marktes

Measured Move – Die abgemessene Bewegung

Für manche ist ein Aktienchart schlicht und ergreifend die graphisch veranschaulichte Aneinanderreihung von Vergangenheitskursen. Nicht mehr und nicht weniger. Andere dagegen glauben, daß sich hinter Kursverläufen deutlich mehr verbirgt.

Wellengleichheit

So wiesen alte Meister der Chartanalyse wie Robert Edwards und John Magee oder Ralph Elliott schon in der ersten Hälfte des vergangenen Jahrhunderts auf bemerkenswerte Proportionen innerhalb von Aktiencharts hin. Die nach letzterem Analysten benannte Elliott-Wellen-Theorie kennt z.B. den Begriff der Wellengleichheit, worunter folgendes Phänomen verstanden wird: Zwei gemäß dieser Theorie zueinander in einer Beziehung stehende Kursbewegungen (= Wellen) sind in etwa gleich lang. Eine solche Wellengleichheit kann z.B. im Kursverlauf der SAP-Aktie beobachtet werden (Abb. 1). So entspricht die prozentuale Entwicklung der Welle A ungefähr der nachfolgenden Welle C, was sich bei logarithmischer Kursskala in einer gleichen Länge der beiden eingezeichneten Linien ausdrückt.

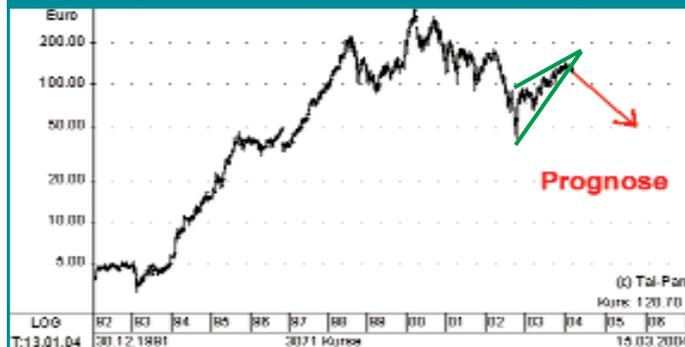
Nur im Kontext verwendbar

Das oben beschriebene Phänomen wird in der angelsächsischen Literatur als Measured Move bezeichnet, zu deutsch: abgemessene Bewegung. Measured Moves können häufig beobachtet werden, dennoch entspringen sie keiner Gesetzmäßigkeit. Daher darf eine abgemessene Bewegung niemals alleinige Grundlage einer Analyse sein. Im Zusammenspiel mit anderen charttechnischen Methoden kann das Verfahren der abgemessenen Bewegungen jedoch sehr nützlich sein. Zu beachten ist dabei, daß auch andere Verhältnisse als 1 zu 1 (wäre Wellengleichheit) zu finden sind, z.B. 1 zu 0,618, was dem Goldenen Schnitt entspricht, einer in der Natur häufig vorkommenden Relation.

Abb. 1: SAP MIT (DREIFACH) NEGATIVER CHARTTECHNIK



Abb. 2: SAP LANGFRISTIG MIT SMART INVESTOR-PROGNOSE



Am Beispiel von SAP

Wie aus Abb. 1 ebenfalls hervorgeht, hat die SAP-Aktie seit Anfang letzten Jahres vermutlich einen aufwärtsgerichteten Keil ausgebildet, welchem in der klassischen Chartanalyse eine negative Indikation zugesprochen wird. Am Ende des Keils ist zudem eine nahezu lehrbuchmäßige Kopf-Schulter-Formation (SKS) zu erkennen. Die bisher schon recht negative Interpretation des SAP-Charts wird nun zudem noch durch den Measured Move (von A und C) unterstrichen, welcher nahe legt, daß A und C Teile einer aufwärtsgerichteten dreiwelligen A-B-C-Bewegung sind, welche mit dem Endpunkt der Welle C abgeschlossen wurde. Im Zusammenspiel aller drei Beobachtungen sollte das charttechnische Urteil folgendermaßen lauten: Die SAP-Aktie dürfte ihre mittelfristige Aufwärtsbewegung mit hoher Wahrscheinlichkeit beendet haben, und es steht daher zu befürchten, daß sie sich seit dem letzten Hoch wieder im mittel- bis langfristigen Abwärtsmodus befindet (Abb. 2).

Fazit

Die Anwendung des Measured Move-Verfahrens innerhalb von Kursverläufen kann dem Analysten wertvolle Hinweise über das Ende einer Kursbewegung geben. Allerdings macht diese Methode nur in Kombination mit anderen technischen Ansätzen Sinn. Und selbstverständlich kann es nichts schaden, wenn auch fundamentale Kriterien dieses Analyseergebnis untermauern. Eine entsprechende Kurzanalyse zu SAP kann im Smart Investor 3/2004 auf S. 37 nachgelesen werden. Gegen die Aktie spricht unseres Erachtens so viel, daß wir uns entschlossen haben, im Musterdepot auf fallende SAP-Kurse zu setzen (sh. S. 38).

Ralf Flierl

Das große Bild

Das Ende des „Pit Bull Markets“

„Droht dem Dax demnächst ein Dämpfer?“ So lautete unsere Schlagzeile auf dem Titelbild der letzten Smart Investor-Ausgabe, und seit fast einem Jahr können Sie an dieser Stelle lesen, daß der Zeitraum März/April aus zyklischer Sicht für ein Hoch an den Aktienmärkten geradezu prädestiniert ist.

Beim Kursziel verschätzt

Gleich vorab: Wir gehen davon aus, daß die Aktienmärkte ihre Höchstkurse bereits hinter sich haben, insofern sehen wir uns in unserer Zeitprognose bestätigt. Ganz klar falsch gelegen haben wir mit unserer Kurszielprognose, die auf einen Dax-Höchstkurs von 4.500 Punkte lautete. Hier waren wir zu optimistisch. Allerdings hatten wir eben auch nicht sehr viel auf diese Karte „4.500 im Dax“ gesetzt. So besteht unser Musterdepot in erster Linie aus Rohstoff- und Asien-Titeln, und die blieben von den jüngsten Einbrüchen bisher weitgehend verschont.

Wie geht es nun weiter?

Smart Investor ist vor knapp einem Jahr angetreten, um Ihnen, verehrte Leser, beim Erkennen der großen Wenden am Aktienmarkt behilflich zu sein. Es stellt sich also nun die Frage: War's das? Ist der „Pit Bull Market“ (= scharfe Rally, die hinsichtlich zeitlicher Aspekte eher an einen Bullenmarkt erinnert), den wir in der ersten Ausgabe des Smart Investor Anfang Mai 2003 ausgerufen hatten (vgl. nebenstehendes Titelbild), nun zu Ende gegangen? Und wenn ja, was ist dann zu erwarten für die nähere und entferntere Zukunft? Um all diese Fragen zu beantworten, werden wir die Aktienmärkte im folgenden aus verschiedenen Blickwinkeln betrachten.

Negative Charttechnik

Es ist die charttechnische Komponente, die sich in den letzten Tagen schlagartig geändert hat. Befanden sich die meisten Aktienbörsen während der letzten sechs bis zehn Wochen in Seitwärtstrends wie z.B. der Dax oder aber vollzogen leicht ansteigende Bewegungen wie z.B. der französische CAC 40-Index, so brachen



im Zuge der Madrider Bombenattentate nahezu alle Märkte ihre wichtigen Unterstützungen oder Aufwärtstrends. Damit schwenkte das charttechnische Pendel innerhalb weniger Tage von „neutral“ auf „Verkauf“.

Technisches Verkaufssignal

Wir wollen die dramatische Veränderung der charttechnischen Situation am Beispiel des Dax erläutern (sh. hierzu Abb. 1), für die meisten anderen Indices würde die Analyse allerdings ähnlich ausfallen. Der Dax lief seit seinem Tief vor einem Jahr in einem steilen Aufwärtstrends nach oben. Nachdem er den einjährigen Trend Mitte Januar gebrochen hatte (= erster Bruch), kam es zu einer etwa zweimonatigen Seitwärtsentwicklung. Mit dem jüngsten Fall unter die untere Begrenzungslinie des Seitwärtskanals (= zweiter Bruch) schließlich verließ der Dax das technische Neutralitätsgebiet und erzeugte somit ein Verkaufssignal.

Sperandeos 2B

Insgesamt handelt es sich beim Dax also um eine sogenannte 2B-Konstellation, wobei 2B für „zwei Brüche“ steht (1. des Aufwärtstrends und 2. anschließend des Seitwärtskanals). Victor Sperandeo, ein sehr erfolgreicher Aktien- und Futures-Händler aus den USA, sieht in solchen 2B-Konstellationen die besten – im Sinne von eindeutigsten – Verkaufssignale überhaupt. Wir kommen also nicht umhin, die technische Situation des Dax bzw. der Aktienmärkte als negativ einzustufen.

Ökonomisches

Über die ökonomische Situation in der westlichen Welt (Amerika und Europa) haben wir an dieser Stelle in den vergangenen Monaten bereits viel gesagt – meist nichts erbauliches. Was die USA angeht, so mißtrauen wir beispielsweise den Zahlen betreffend das US-Wirtschaftswachstum. Unserer Ansicht nach wird es durch Sondereffekte (Irak-Krieg, Steuererleichterungen, aberwitziges Budgetdefizit) und durch statistische Tricks (sh. Artikel



Titelbild des ersten Smart Investor 5/2003

auf S. 18) be-
 wußt deutlich
 höher ausge-
 wiesen, als es
 unter normalen
 Umständen wä-
 re. In Deutsch-
 land dagegen
 herrscht Büro-
 kratie und Le-
 thargie (sh. Ti-
 telgeschichte).
 Die dringend
 notwendigen,
 aber harten Re-
 formen werden
 wohl auf abseh-
 bare Zeit nicht kommen, und so verwun-
 dert es auch nicht, daß Thomas Spörer
 in seiner Analyse auf S. 6 ff. zu dem
 Schluß kommt, daß sich die deutsche
 Konjunktur von der Null-Linie vermut-
 lich nicht deutlich wird absetzen könn-
 en – zumindest nicht nach oben.

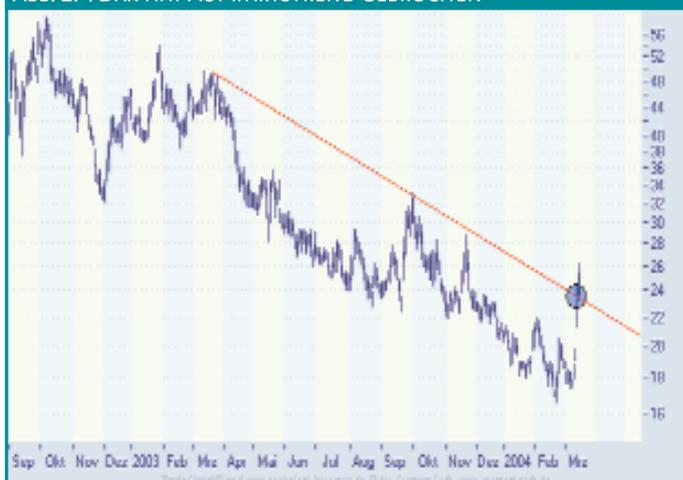
Fundamentals

Die Unternehmen konnten im vergange-
 nen Jahr zwar ihre Gewinne deutlich
 ausweiten, in der Regel aber nicht den
 Umsatz, und dies bedeutet: Die Gewinn-
 steigerungen kamen per Saldo nicht
 durch Wachstum, sprich Umsatzsteige-
 rung, zustande, sondern durch Ko-
 steneinsparungen. Die hohen Unterneh-
 mensgewinne dürften unserer Ansicht
 nach daher nur temporärer Natur sein,
 denn langfristig dürften – gesamtwirt-
 schaftlich gesehen – die massiven Ko-
 stenreduktionen in der Periode t die Ge-
 winnsituation in der Periode t+1 wieder
 belasten. Vor diesem Hintergrund hal-
 ten wir die Aktien weder in Europa und
 schon gar nicht in den USA für günstig
 bewertet. Dies gilt insbesondere für die
 Technologie- und Biotech-Aktien an der
 Nasdaq, bei denen Kurs/Gewinn-Ver-
 hältnisse von über 50 schon wieder kei-
 ne Seltenheit mehr sind (sh. hierzu auch
 die Kurzanalyse zu Genentech auf S. 31).

Sentimenttechnik

Von grenzenlosem Optimismus kann
 derzeit nicht gesprochen werden. Den-
 noch legen einige Indikatoren nahe, daß
 sich viele Investoren an die seit einem
 Jahr steigenden Kurse gewöhnt haben
 und daher überinvestiert sind, dies läßt
 sich z.B. aus dem auf S. 29 aufgeführten
 sentix-Indikator ableiten. Demnach sind
 institutionelle Aktien-Investoren mo-

ABB. 2: VDAX HAT AUFWÄRTSTREND GEBROCHEN



mentan mit etwa 85 % investiert, vergli-
 chen mit nur etwa 55 % am Tief vor ein-
 em Jahr. Auch andere Indikatoren wie
 das US-Börsenbrief-Sentiment legen na-
 he, daß zu viel Zuversicht in die Aktien
 besteht, und dies ist gemäß dem Con-
 trarian-Ansatz negativ zu werten.

Zusammenfassung der Einzelaussagen

Während die fundamentale und ökonomi-
 sche Situation bereits seit einigen Mo-
 naten als gefährdet bzw. überzogen be-
 trachtet werden muß, ist die technische
 Lage erst vor wenigen Tagen bedenklich
 geworden. Da, wie bereits schon des öf-
 teren hier erwähnt, auch die Zyklik für
 die kommenden Monate nach unten
 zeigt, sollte man als Aktien-Investor vor-
 sichtig sein, d.h. die Cashquote hoch-
 fahren oder vermehrt enge (und wenn
 auch nur „mentale“) Stops setzen. Wir
 rechnen während der Monate
 April/Mai/Juni mit Turbulenzen an den
 Märkten – per Saldo mit deutlich fallen-
 den Kursen – und infolgedessen mit stei-
 gender Volatilität. Der VDax, das Volati-
 litätsmaß für den deutschen Aktien-
 markt, hat zuletzt mit dem Sprung über
 seinen einjährigen Abwärtstrend ein ein-
 deutiges Long-Signal gegeben, d.h. auf-
 grund der Gegenläufigkeit von Dax und
 VDax ergibt sich dadurch ein „indirektes“
 Verkaufssignal für den Dax (Abb. 2).

Die zweite High Tech-Blase platzt

Immer wieder haben wir an dieser Stelle
 auch darauf hingewiesen, daß insbeson-
 dere die Technologie- und Wachstumstitel
 während der letzten 12 Monate eine
 neue Blase ausgebildet haben, daß sich
 also die entsprechenden Aktienkurse
 wieder meilenweit von zu vertretenden
 Kursen entfernt haben. Im Zuge schwa-

GodmodeTrader

ERFOLGREICHE TRADING SERVICES FÜR

- OS/Knock Outs: + 57% Performance
- Small, Midcaps, Dax: drei-stellige Jahresperformance
- Futures Trading: + 97% in wenigen Monaten
- Trading US – Aktien u.v.m.
- Umfassender Trading Service zu Top Preisen für Jedermann!

Die PROFESSIONELLEN Trading Services von www.Godmode-Trader.de – der größten Trading Info Plattform im deutsch-sprachigen Raum.

Ein Service der BörseGo GmbH

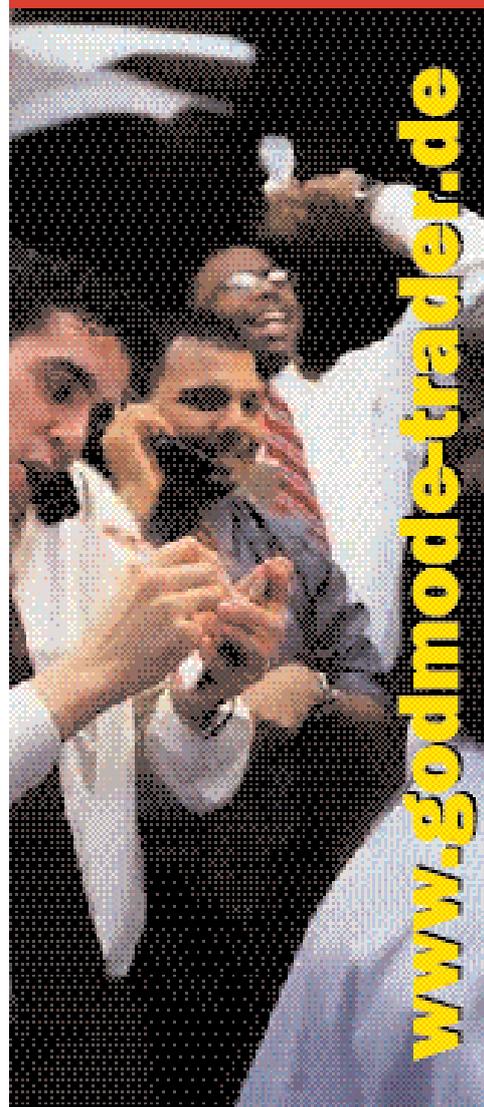
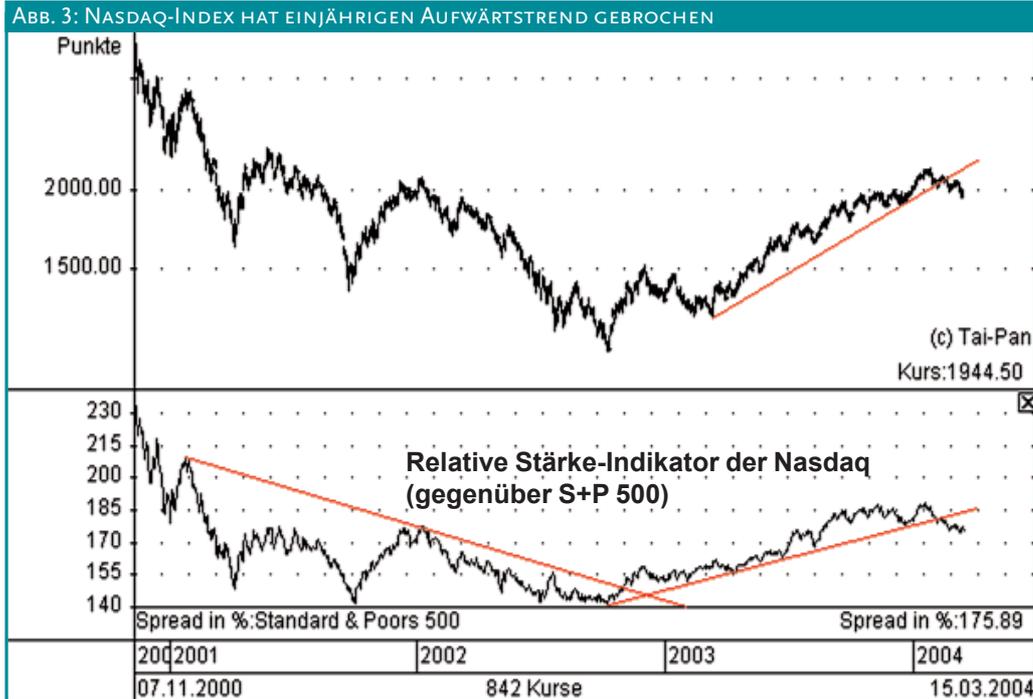


ABB. 3: NASDAQ-INDEX HAT EINJÄHRIGEN AUFWÄRTSTREND GEBROCHEN



cher Aktienmärkte in den kommenden Monaten sollte es daher insbesondere bei diesen Titeln zu überproportionalen Abschlängen kommen. Am Beispiel des Nasdaq Composite-Index in Abb. 3 wird die technische Situation dieser Titel offensichtlich. Seit ihrem Tief im Herbst 2002 (in Europa ereigneten sich die absoluten Tiefs sechs Monate später) konnte die Nasdaq in der Spitze fast 100 % zulegen. Wie aus dem unten abgebildeten Relative Stärke-Indikator (Nasdaq zu S&P 500) hervorgeht, konnte die bis dahin anhaltende relative Schwäche der Nasdaq ab dem Herbst 2002 in eine relative Stärke verwandelt werden. Ab Mitte Februar dieses Jahres nun wurde allerdings auch dieser Trend wieder gebrochen, so daß ab jetzt wieder mit überproportional schwachen

und einigen europäischen Märkten (vielleicht auch Dax) neue Hochs bringen werden, aber wahrscheinlich nicht mehr an den US-Märkten. Ganz besonders wollen wir vor Investments in die absolut überteuerten Technologie-Titel, vor allem an der Nasdaq, warnen. Also: Der vor einem Jahr startende und von uns frühzeitig angekündigte „Pit Bull Market“ dürfte unserer Ansicht nach an den meisten Börsen der USA und Europas mit den März-Hochs zuende gegangen sein. Für die Börsen der Schwellenländer und Asiens, aber natürlich auch für die Rohstoffmärkte bleiben wir auch darüber hinaus positiv gestimmt.

Ralf Flierl

chen Kursen bei Wachstumstiteln zu rechnen ist (daher auch unsere SAP-Put-Empfehlung im Musterdepot auf S. 38).

Fazit

Smart Investor geht davon aus, daß die Aktienmärkte im laufenden März eine markante Wende nach unten eingeleitet haben. Wie im letzten Heft ausgeführt, halten wir im Zuge der „Wahlvorbereitungen“ der Bush-Regierung zwar ein nochmaliges Aufbäumen im Spätsommer und Herbst 2004 für möglich, allerdings warnen wir ausdrücklich davor, zu viel auf diese „Karte“ zu setzen. Schließlich gehen wir davon aus, daß dieser nochmalige Anlauf in der zweiten Jahreshälfte nur noch bei Indices von Schwellenländern und Asien

ZUM ARTIKEL „US-IMPERIALISMUS – WOHIN STEUERT AMERIKA“ IM SMART INVESTOR 3/2004

Einige Leser beschwerten sich über den Artikel „US-Imperialismus – Wohin steuert Amerika?“ im letzten Smart Investor und warfen uns in diesem Zusammenhang Anti-Amerikanismus vor. Hierzu möchten wir kurz Stellung nehmen: Weder sind wir gegen Amerika noch gegen das amerikanische Volk eingestellt, wohl aber gegen die dortige aktuelle republikanische Regierung. Unserer Meinung nach wurde das Schiff „USA“ von ein paar wenigen „Piraten“ geentert – schließlich wurde Bush nicht demokratisch gewählt – und anschließend wurde ein abrupter Richtungswechsel verordnet, sehr zum Leidwesen der übrigen Welt.

Ein weiterer Vorwurf dieser Leser lautete, daß wir vielmehr die Zustände in Rußland aufgreifen und anprangern sollten. Unsere Stellungnahme hierzu: Daß in Rußland einiges schief läuft und die Verhältnisse dort so überhaupt nicht mit dem westlichen Verständnis von Freiheit und Demokratie vereinbar sind, sehen wir auch so. Allerdings gibt es einen wesentlichen Unterschied zwischen den beiden Großmächten. Während Rußlands Probleme mehr oder weniger nur im Inland ausgefochten werden, tritt die USA unter der Regierung Bush als Aggressor gegen andere Länder

auf. Da die Vereinigten Staaten von Amerika zudem noch die größte Wirtschaftsmacht der Welt darstellen, liegt es auf der Hand, sich auch unter Börsen- und Wirtschaftsgesichtspunkten mit der Zukunft dieses Landes und damit mit der Zukunft der gesamten Welt auseinanderzusetzen. Genau deshalb haben wir dieses politische Thema aufgegriffen. In diesem Zusammenhang möchten wir auch auf die Titelgeschichte „Wie Amerika die Welt belog“ des Magazins „Stern“ vom 11. März 2004 (sh. Bild) hinweisen, in welcher die niederen Beweggründe und das von langer Hand geplante Vorgehen der Bush-Regierung beim Irak-Krieg nochmals akribisch erläutert werden.



Sentimenttechnik

sentix: 2. Quartal im Zeichen der Korrektur

Von Manfred Hübner, CEFA, (www.sentix.de)

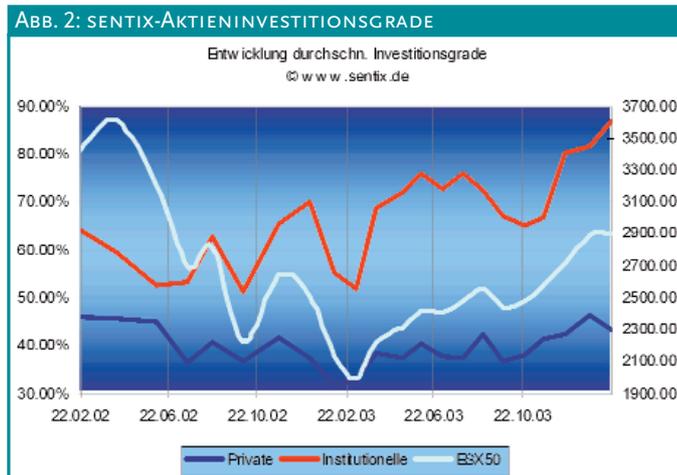
Die Zeichen an den internationalen Aktienmärkten stehen auf Korrektur. Unsicherheiten über die Nachhaltigkeit des US-Konjunkturaufschwungs und überinvestierte institutionelle Anleger sind die treibenden Kräfte hinter der Korrekturbewegung. Unter zyklischen Aspekten dürften vor allem die nächsten 10-13 Wochen schwächere Kurse bereithalten.

Korrektur bei Aktien

Mit einer Gesamtanstiegsdauer von rund einem Jahr gehört der Haussemarkt seit Ende der Irakkrise im März 2003 zu den längsten in der Geschichte des EuroSTOXX 50-Index. Typische Aufschwungphasen betragen bislang 40-44 Wochen, zwischenzeitliche Korrekturbewegungen – sofern hierdurch keine generelle Trendwende hervorgerufen wurde – 10 bis 13 Wochen. Demnach hätte das Top in den Zeitraum 19.12.2003 – 16.01.2004 fallen sollen. Der Dax markierte sein Schlußkurs-Hoch am 23.01.2004, der EuroSTOXX 50 dagegen erst am 08.03.2004. Inzwischen sind aber beide Indices in Korrekturen eingetreten. Zwei treibende Faktoren stehen hinter der eingeleiteten Korrekturbewegung.

Renten versus Aktien

Erstens die zunehmenden Zweifel an der Nachhaltigkeit des US-Konjunkturaufschwungs. Ablesbar ist die deutliche Abnahme konjunktureller Zuversicht am Konjunktur-sentix für die USA (siehe Abb. 1). Der zweite Belastungsfaktor resultiert aus der Positionierung institutioneller Anleger. Während die Privatanleger die einjährige Kurserholungsphase weitgehend von der Seitenlinie verfolgt haben, sind die institutionellen Anleger, wie es die sentix-Aktieninvestitionsgrade dokumentieren, wieder sehr hoch am Aktienmarkt engagiert (siehe Abb. 2). Aber nicht nur das. Konsequenz auf einen Konjunkturaufschwung setzend, haben die Profis auch ihre Engagements in festverzinslichen Wertpapieren zurück-



Quelle: www.sentix.de

gefahren. Während die Zurückhaltung am Rentenmarkt bereits seit einigen Wochen relativ zur Benchmark Performance gekostet hat, bereiten nun auch die Aktienpositionen Kopfzerbrechen.

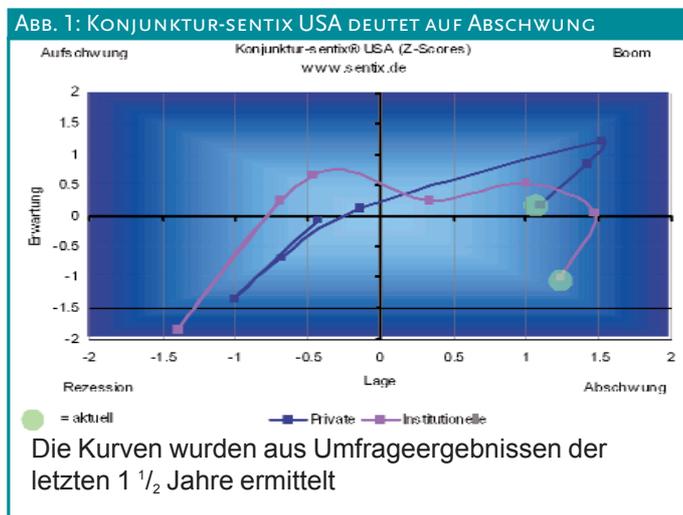
Kognitive Dissonanz

Die Behavioral Finance beschreibt diesen Zustand als „kognitive Dissonanz“. Ausgelöst wird diese Dissonanz durch das sich verändernde Konjunkturbild und die gleichzeitig noch nicht angepaßten Portfoliositionierungen. Im Verlustfalle, so läßt die „Prospect Theory“ erwarten, neigen die Anleger dazu, ihre Risiken zu erhöhen. Anstatt also ihre Untergewichtungen in Renten und ihre Übergewichtungen in Aktien zu korrigieren, werden diese Anpassungen unterlassen. Damit entstehen für die Märkte auf kurze Sicht überdurchschnittliche Risiken. Die Aufwärtsentwicklung am Rentenmarkt könnte zu neuen historischen Hochpunkten im adjustierten Endloskontrakt des Bund-Future führen, und am Aktienmarkt droht ein scharfer Kursrückschlag, wenn letztlich doch die Überquoten durch das Greifen prozyklischer Absicherungsstrategien reduziert werden.

Fazit

Vor oben beschriebenem Hintergrund sind kurzfristige Abwärtskorrekturen am Renten- und Kurserholungen am Aktienmarkt kritisch zu sehen. Vor allem dann, wenn dies bereits als Ende der konjunkturellen Unsicherheitsphase gewertet wird. Der vorausschauende, antizyklisch operierende Anleger sieht in solchen Bewegungen eher eine Chance, sich von Aktien zu trennen. Das Chance-Risiko-Verhältnis für Aktien ist auf Sicht negativ.

Weiterführende Informationen: www.sentix.de



Quelle: www.sentix.de

1) Die Prospect Theory wurde in den 70er Jahren durch die Psychologen Daniel Kahneman und Amos Tversky entwickelt. Sie beschreibt die asymmetrische Wahrnehmung von Gewinnen und Verlusten durch die Anleger sowie die Neigung, Gewinne frühzeitig zu realisieren und im Verlustfalle die Risiken zu erhöhen.

Relative Stärke

Unübersehbare Ermüdungserscheinungen

Deutschland

Die jüngsten Vorgänge an der deutsch-schweizerischen Grenze erinnern unwillkürlich an das berühmte Ulbricht-Zitat: „Niemand hat die Absicht eine Mauer zu errichten...“ Auch die Börse scheint alles andere als überzeugt zu sein, daß Dienst nach Vorschrift und Schikanen im Grenzverkehr die richtigen Mittel sind, um das Land aus seiner Lethargie zu reißen. Sämtliche deutschen Aktienindices mußten im Berichtszeitraum zum Teil herbe Rangeinbußen hinnehmen. Der Dax verlor volle elf Ränge, der TecDax zehn. Damit hat sich die schon im Vormonat sichtbare Schwächeneigung eindrucksvoll bestätigt. Zudem sind die kurzfristigen Aufwärtstrends, die man durchaus auch als brisante Keilformationen interpretieren kann, allesamt dynamisch nach unten gebrochen worden. Im Gegenzug konnte sich der REXP10, der Performanceindex der zehnjährigen Bundesanleihen, erneut leicht verbessern, aus unserer Sicht – wie im Vormonat beschrieben – ebenfalls ein Warnsignal für die Aktienmärkte, da sich hier eine schleichende Gewichtverschiebung zu Lasten von Aktien abzeichnet.

International

Auch international kam im abgelaufenen Monat einiges in Bewegung. Bemerkenswert, wie schnell und hart Thailand aus den Medaillenrängen ins Mittelfeld abrutschte (minus 12 Ränge). Offenbar werden selbst Werte in den führenden Trendmärkten derzeit nur noch mit engen Limits gehalten, und die Marktteilnehmer sind jederzeit auf dem Sprung, ihre Gewinne mitzunehmen. Nach den sehr langen Aufwärtsbewegungen, die meist bis in den März des Vorjahres zurückreichen, wäre eine ausgedehntere Korrektur ohnehin alles andere als überraschend. Andererseits demonstriert der argentinische Markt, wie schnell sich gerade ein führender Markt nach einem reinigenden Gewitter wieder erholen kann. Der Merval machte 12 Ränge gut und steht nun erneut im Bereich seines Januar-Hochs, wobei derzeit offen ist, ob sich hier ein Doppeltop herausbildet oder ob sich ein erneuter Ausbruch nach oben andeutet. Sicher ist der Gedanke, in Südamerika – speziell in Argentinien – einen sicheren Hafen zu sehen, äußerst gewöhnungsbedürftig, aber es ist eben auch eine Tatsache, daß Südamerika bisher die einzige Region ist, die bislang von den verheerenden Terroranschlägen der jüngeren Vergangenheit verschont blieb.

Rohstoffe

Der Bestandteil des Landesnamens „Argent“, abgeleitet aus dem lateinischen Wort „argentum“ für Silber, führt uns mehr oder weniger zwanglos zu Rang 1 unseres Universums. Das weiße Metall hat sich dynamisch an die Spitze gesetzt, und das, obwohl sich Gold derzeit in einer Konsolidierungsphase am unteren Ende der Skala befindet. Die jahrzehntelange Baisse, die mehrjährige Bodenbildung, die Marktengung, der Aus-

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

Index	Land	RS 12.03.	RS 13.02.	RS 23.01.	RS 12.12.	RS 11.11.
Silber		1	7	12	14	23
Merval	Arg	2	14	2	5	4
RTX	Rus	3	9	10	18	14
H Shares	China	4	1	1	2	3
Rohöl		5	21	17	25	25
Shenzhen A	China	6	18	26	26	26
PTX	Polen	7	10	7	20	22
IBEX 35	E	8	6	8	12	19
Sensex	Indien	9	5	9	4	2
MDAX	D	10	4	6	6	9
KOSPI	Korea	11	16	19	19	11
TecDAX	D	12	2	4	7	6
CAC 40	F	13	12	11	11	15
SMI	CH	14	11	14	9	21
S.E.T.	Thai	15	3	3	3	1
REXP 10 *	D	16	19	21	22	24
FTSE 100	GB	17	17	16	17	17
All Ord.	Aus	18	13	15	13	13
DAX	D	19	8	5	8	10
Nikkei 225	J	20	26	18	15	8
Hang Seng	HK	21	15	13	10	7
S&P 500	USA	22	22	22	23	18
DJIA 30	USA	23	23	23	21	16
HUI *	USA	24	20	24	1	5
Gold		25	24	25	16	20
NASDAQ 100	USA	26	25	20	24	12

grün: Verbesserung rot: Verschlechterung schwarz: unverändert
* REXP 10: Index der 10jährigen Anleihen; HUI: Goldminen-Index

bruch über entscheidende Chartmarken und nicht zuletzt die vollkommene Verkennung des Themas durch den Mainstream sorgten hier für eine explosive Gemengelage: ein junger, geradezu ungestümer Trend; neue Käufe sollten jedoch nur bei Rückschlägen erfolgen. Den größten Satz nach vorne aber machte das Rohöl (plus 16 Ränge). Der erneute Terror, die anhaltende Unruhe im Irak und nicht zuletzt die wieder aufgeflackerten Spannungen zwischen den USA und dem bedeutenden Erdölproduzenten Venezuela irritierten den Markt und trieben den Preis. Auch der erdöllastige russische Markt konnte von diesem Trend profitieren und schob sich auf Rang 3, die Bestätigung von Präsident Putin im Amt war ohnehin reine Formsache.

Ralph Malisch

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

Buy & Good Bye

Good Bye: Genentech



Avastin heißt der neueste Hoffnungsträger aus der zugegebenermaßen weltweit imposantesten Pipeline der Biotech-Industrie. Grünes Licht für den Launch dieses Medikaments für die Behandlung von metastasierendem Darmkrebs haben die Kalifornier von der FDA (Federal Drug Association) jedenfalls bereits erhalten. Mit rund 46.000 US-\$ fallen die Behandlungskosten für Patienten allerdings recht üppig und über den Marktprognosen aus. Zudem wurden die Studien im Zusammenhang mit einem inzwischen aus der Mode kommenden Chemotherapieansatz gemacht – beides zusammen könnte dafür sorgen, daß die Biotech-Schmiede aus San Francisco die in sie gesteckten Geschäftserwartungen nicht zur Gänze erfüllen können. Das aber wäre vernichtend. Denn die Vorschußloberer auf wichtige Zulassungen hin wurden reichlich verteilt und haben Genentech mittlerweile in Reichweite des höchstkapitalisierten Biotechnologie-Unternehmens der Welt, Amgen, gebracht.

Die Marktkapitalisierung liegt inzwischen bei 57 Mrd. US-\$, und dies bei Umsätzen, die selbst inklusive der neuen „Wirkstoff-IPOs“ (Avastin, Xolair, Raptiva) im laufenden Jahr bei nicht mehr als 4,3 Mrd. US-\$ liegen dürften – macht ein Kurs/Umsatz-Verhältnis von stattlichen 13 – vom 2004er Kurs/Gewinn-Verhältnis von 70 ganz zu schweigen. Ob sich Investoren einen Gefallen erweisen, wenn sie den fast 40fachen EBITDA-Gewinn zahlen, sei also mal dahingestellt, Blockbuster-Phantasie hin oder her. Auch die „relative Überbewertung“ im Ver-

gleich zu anderen Biotech-Aktien ist frappierend: Genentech kommt mit einem 2,x-fachen Kurs-/Wachstums-Verhältnis (PEG) daher, während sich andere mit einer 1 oder gar 0 vor dem Komma zufrieden geben. Biotechnologie-Titel, vor allem nordamerikanische, sind wieder mal in eine Überbewertung hineingelaufen, und unter diesen brilliert Genentech mit einer haarsträubenden Bewertung. Langfristig können Anleger hier nur enttäuscht werden. Außerdem eine kleine Wette: Mit Bekanntgabe der nächsten Quartalszahlen Mitte April wird Genentech wohl einen Aktiensplit ausrufen – kommt dieses Phänomen irgendwie bekannt vor?



Good Bye: Deutsche Bank



Mehr oder minder fundierte Übernahmeerüchte haben den Kurs Anfang März auf ein neues Mehrjahreshoch bei 77 Euro getrieben. Diesmal war es also nicht die ertragsschwache Commerzbank, die ja angeblich schon seit Jahrzehnten im Blickpunkt von bösen Bankenaufkäufern steht, auch nicht die bilanzschwache HypoVereinsbank, von der niemand weiß, wie viele Leichen sie noch im Keller hat, sondern mal jemand anderes. Wie sehr man sich im deutschen Bankensektor in die Nesseln setzen kann, hat doch schließlich der Allianz-Konzern hinlänglich bewiesen, noch heute werden die Überreste der Dresdner Bank abgewickelt und letzte DreBa-Mitarbeiter aus dem neuen, einst über den Wolken fliegenden neuen Allfinanzriesen herausgekegelt. Zunächst war es die Citigroup, die Interesse an der größten deutschen Bank gehabt haben soll. Danach angeblich JP Morgan, die bei der deutschen Bundesregierung angefragt habe, auf wie viel Widerstand ein Übernahmeangebot für die Deutsche Bank stieße.

Derlei Spekulationen wirken jedoch reichlich konstruiert, denn, wie der Präsident der britischen HSBC es auf den Punkt brachte, warum sollten Ausländer in einem Markt einsteigen, auf dem nicht mal heimische Institute ordentliche Gewinne machen können. Die Übernahme einer Bank mit einer einstelligen Kapitalrendite (zuletzt gerade doch exakt 10,0 %) dürfte für jeden Übernehmer seinen Aktionären schwer zu vermitteln sein. Fakt ist, daß deutsche Banken aufgrund ihrer Struktur (sprich: u.a. zu viele

Mitarbeiter) schlichtweg unattraktiv sind, der deutsche Markt als wenig lukrativ gilt, amerikanische Banken Häuser zwar genügend Mittel (in Form von Marktkapitalisierung) hätten, aber hoffentlich nicht verrückt genug wären, ein solches Gewalt-Manöver zu wagen. Danach müßte nämlich kräftigst rationalisiert werden – das läßt man unsere Banken erst mal besser schön alleine regeln. Also vielleicht eine Übernahme in irgendeiner Zukunft, aber doch lieber nicht jetzt. Nach Ende dieser kleinen Kunsthause ging dem Kurs schnell wieder die Luft aus. Das Chartbild macht ebenfalls nicht gerade Lust auf mehr.



Aktie im Blickpunkt

Charoen Pokphand Foods (CPF)

Hähnchen-Business süß-sauer

Für die Rekordumsätze des Jahres 2003 kann sich der größte thailändische Nahrungsmittelkonzern schon nichts mehr kaufen: Bereits im vierten Quartal machte sich die grassierende Vogelgrippe bemerkbar. Nach derlei unliebsamen Nachrichten dürften inzwischen aber alle „Zittrigen“ verkauft haben.

Thailands Proteinversorger

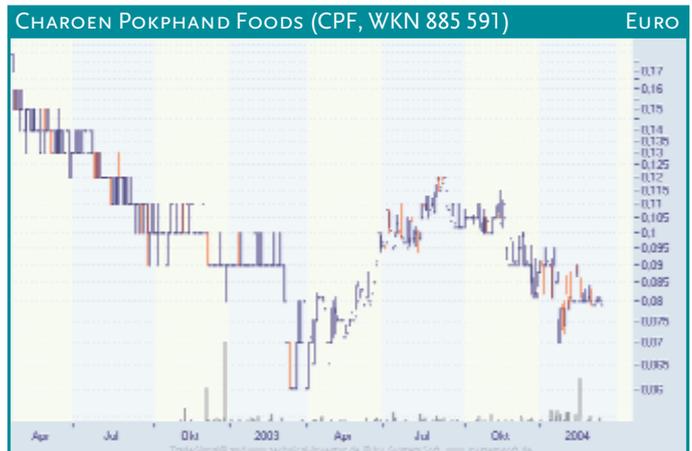
Charoen Pokphand dominiert den thailändischen Markt sowohl bei Lebewild – hauptsächlich Geflügel, aber auch Fisch – als auch bei der Tiefkühlkost. Das Unternehmen deckt dabei die gesamte Kette von der Aufzucht der Tiere über die Haltung, die Schlachtung und schließlich die Vermarktung ab. CPF weist in dem südasiatischen Land einen Marktanteil von 30 % bei Lebewildverkauf und 20 % beim Export auf. Das Gros der Exporte geht in die EU (55 %), weitere 40 % nach Japan.

Politik im Vordergrund

Nach Ausbruch der Vogelgrippe in Asien haben die beiden wichtigsten Exportpartner umgehend Importverbote verhängt, die den gesamten asiatischen Raum schwer getroffen haben. Aufgrund der Exportlastigkeit (15 % der erwarteten 2004er Umsätze) ist CPF hier zunächst besonders betroffen. Ende Februar hat sich die Situation allerdings bereits wieder aufgehellt. Sowohl die EU als auch Japan erlauben den Import von weiterverarbeiteten Geflügelprodukten, während nur noch tiefgefrorene Produkte auf der Verbannungsliste bleiben. Erwähnt werden sollte, daß in den Farmen von CPF bis dato noch überhaupt keine Fälle von Vogelgrippe aufgetreten sind, allerdings: mitgefangen – mitgegangen. So ist für das laufende Jahr nach derzeitigem Erkenntnisstand mit einem Umsatzrückgang von rund 15 % zu rechnen.

Betroffen: ja; getroffen: nein

Die starken 2003er Zahlen, die einen Rekordumsatz von 83,1 Mrd. Bt (49 thailändische Baht entsprechen ungefähr 1 Euro) sahen, sind heute bereits kaum noch einer Erwähnung wert, zu grundlegend hat sich die Lage schlagartig geändert. Bereits im



vierten Quartal machten sich niedrigere Preise von Lebendgeflügel (steht für über 50 % der Umsätze bei CPF), Shrimps und Brathähnchen bemerkbar. Zuvor waren die Verkaufspreise für Geflügel allerdings um rund die Hälfte im Vergleich zum Vorjahreszeitraum angezogen, so daß die jetzigen, von der Furcht vor der Vogelgrippe betroffenen Preise immer noch über den vergleichbaren Vorjahreswerten liegen. In diesem Zusammenhang wäre es also angebracht, von einer Normalisierung der kurzfristig überhitzten Exportpreise zu sprechen. Vor dem Hintergrund der Situation, wie sie sich derzeit darstellt – und sie kann sich praktisch täglich ändern, je nachdem, ob Importverbote neu verhängt oder aufgehoben werden – wird auch der Gewinn im laufenden Jahr um ein Drittel oder etwas mehr zurückgehen. Damit dürfte auch die Dividende von 0,20 Bt pro Aktie anteilig gekürzt werden. Traditionell schüttet CPF rund die Hälfte des Nettogewinns als Dividende aus.

Fazit

Jeder Investor, der aus Angst vor einem Umgreifen der Vogelgrippe verkaufen wollte, dürfte dies nach mehreren Monaten desolater Nachrichtenlage inzwischen sicherlich getan haben, wie man auch sehr schön im Chart erkennt. Läßt man die aktuelle Aufregung also einmal beiseite, so ist die Aktie mit einem niedrigen zweistelligen KGV (siehe Tabelle) immer noch günstig, andernfalls läge das KGV sogar wieder unter 10. Die Dividendenrendite von erwarteten 4 % für 2004 ist ebenfalls nicht zu verachten (am 29.3. erfolgt übrigens eine Quartalsdividende von 0,04 Bt). Das Risikopotential hält sich unseres Erachtens angesichts der Solidität des Unternehmens in Grenzen, während das Upside-Potential vor allem aufgrund des Sentiments klar höher einzuschätzen ist. Wir planen daher auch, CPF bei Bedarf ins Musterdepot aufzunehmen (siehe S. 38).

Falko Bozicevic

CHAROEN POKPHAND FOODS (CPF)			
BRANCHE	NAHRUNGSMITTEL		
WKN	885 591	AKTIENZAHL (MIO.)	5.727,5
GJ-ENDE	31.12.	KURS AM 15.3.04 (EURO)	0,079
DIVIDENDENRENDITE	4 %	MCAP (MIO. EURO)	458,2

	2003	2004E	2005E
UMSATZ (MRD. EURO)	1,71	1,45	1,65
% GGÜ. VJ.	+10,0 %	-15,2 %	+13,8 %
EPS (EURO)	0,010	0,006	0,010
% GGÜ. VJ.	-13,0 %	-40,0 %	+66,7 %
KUV	0,27	0,32	0,28
KGV	8,0	13,3	8,0

Externe Analyse

International Minerals Corp.

Der ideale Goldhebel!

Von Joachim Brunner MBA, Analyst bei FIRST FOCUS unabhängiges Research

Investments in Gold stehen bei Anlegern wieder ganz weit oben. Dies ist bei einer Drei-Jahres-Performance von über 100 % bei den Goldfonds und noch viel mehr bei einigen einzelnen Goldminen auch verständlich.

Majors, Juniors und Explorer

Doch welche Investments bieten das beste Chance/Risiko-Verhältnis? Die „Majors“, also die großen Goldproduzenten, sind verständlicherweise an der Börse am höchsten bewertet. Eine Goldpreiserhöhung steigert natürlich den Wert eines Majors, wenn auch nicht so stark wie bei den kleinen Produzenten („Juniors“) oder den reinen Explorern. Unter diesen interessanteren, aber auch riskanteren Explorern finden sich wahre „Perlen“, die einen exzellenten Hebel auf das Gold bieten. Die Explorer teilen sich in Junior- (Tier2) und Senior-Explorer (Tier1) auf. Die Tier1-Explorer verfügen über relativ gesicherte Ressourcen, sind also aus Anlegersicht den schwierig bewertbaren Tier2-Explorern vorzuziehen (Anm. d. R.: siehe hierzu auch die Goldexplorer-Titelstory im Smart Investor 2/2004). Wer an steigende Goldpreise glaubt, dem empfiehlt sich ein Investment in einen Explorer mit dem größtmöglichen Hebel, d.h. einen Explorer, der über ein großes Projekt mit gesicherten Goldvorkommen verfügt, dessen Förderung allerdings recht teuer ist, d.h. daß die Wirtschaftlichkeit des Projektes relativ nahe am aktuellen Goldpreis liegt. Die voraussichtlichen Förderkosten werden mit einer Prefeasibility-Studie oder Feasibility-Studie (Machbarkeitsstudie) ermittelt und üblicherweise pro Unze förderbaren Goldes angegeben. Liegen die Kosten beispielsweise bei 300 US-\$ pro Unze, so ist der Hebel bei einem steigenden Goldpreis verständlicherweise größer als bei Förderkosten von 200 US-\$.

Goldbaisse erfolgreich durchstanden

Im folgenden soll ein Unternehmen vorgestellt werden, das diese Kriterien erfüllt und daher von einem Goldpreisanstieg überproportional profitieren sollte. International Minerals Corp. (IMC) ist ein vorwiegend auf Gold ausgerichtetes „Senior“-Explorationsunternehmen mit fünf südamerikanischen Premium-Projekten in verschiedenen Stadien der Erschließung. IMC gehört zu den wenigen Explorern, die in den Jahren der Goldbaisse die Geschäftstätigkeit nicht eingestellt haben. Seit der Gründung im Jahr 1993 entwickelte sich IMC vom Junior-Explorer bis zum Senior- oder Tier1-Explorer. Zwar ist der Kurs von IMC bereits deutlich gestiegen, doch alleine das Projekt Gaby – mit mindestens 5 Mio. Unzen Gold eines der größten Goldvorkommen in Ecuador und einer der größten Goldfunde der letzten Jahre – untermauert bereits die Marktkapitalisierung. Darüber hinaus führt IMC derzeit eine Machbarkeitsstudie für das Rio Blanco-Projekt (mind. 1 Mio. Unzen Goldreserven) durch. Bei dem sehr wahrscheinlich positiven Ausgang wird Rio Blanco im ersten Halbjahr 2006 in Produktion gehen. Das sehr einfach zu fördernde, hochkonzentrierte Goldvorkommen stellt den künftigen Cash Flow zur Finanzierung weiterer Projekte sicher. Abgerundet werden die positiven Aussichten durch drei weitere vielversprechende Explorationsgebiete, die bislang noch nicht im Kurs berücksichtigt sind.



Joachim Brunner

Abgerundet werden die positiven Aussichten durch drei weitere vielversprechende Explorationsgebiete, die bislang noch nicht im Kurs berücksichtigt sind.

Rio Blanco – ein Schlüsselprojekt

Rio Blanco stellt für IMC ein Schlüsselprojekt dar. Das am Allzeittief des Goldpreises 1998 günstig erworbene Projekt umfaßt gemäß den Bohrungen Ende 2002 Reserven von 0,88 Mio. Unzen Gold und rund 6,7 Mio. Unzen Silber. Obwohl ein Explorationsunternehmen üblicherweise seine Projekte in diesem Stadium verkauft, hat sich IMC nach der Fertigstellung einer unabhängigen Prefeasibility-Studie entschlossen, dieses Feld selbst in Produktion zu bringen. Die Kosten für dieses Unterfangen liegen bei 23 Mio. US-\$, eine im Vergleich zu ähnlichen Projekten sehr niedrige



Summe. Dadurch können Förderkosten von rund 177 US-\$ pro Unze Gold erzielt werden. In diesen Tagen wurden die ersten positiven Testergebnisse zur Feasibility-Studie bekanntgegeben. IMC erwartet, daß die bislang ermittelten Reserven dabei nochmals leicht nach oben korrigiert werden. Ab Mitte 2005 sollen die Produktionsanlagen erstellt werden, damit würde das Unternehmen in die Lage versetzt werden, im ersten Halbjahr 2006 die Produktion mit einem Ausstoß von 67.000 Unzen Gold jährlich zu starten. Über den damit generierten Cash Flow wäre es ab 2007 für IMC möglich, ohne weitere Kapitalmarkttransaktionen die Exploration weiterer Projekte zu finanzieren und andere mittelgroße Minen (z.B. Pallancata) in Produktion zu bringen.

Gaby-Projekt – der wahre Goldhebel!

Ein wahrer Goldhebel ist für IMC das bereits 1994 akquirierte Gaby-Feld in Ecuador. Dabei handelt es sich um das größte noch unerschlossene Goldvorkommen in Ecuador. In einer Studie wurden bereits 1997 Ressourcen von ca. 5 Mio. Unzen Gold festgestellt. Die totalen Produktionskosten (inkl. Aufbau der Produktionsstätte) liegen bei 300 US-\$ pro Unze und damit deutlich höher als beim Rio Blanco-Projekt. Zur endgültigen Bestätigung der Reserven und deren Abbaukosten hat das Unternehmen jetzt beschlossen, eine neue Studie zu erstellen. Die Kosten dafür betragen zwischen 6 und 6,5 Mio. US-\$. Sie soll nach Unternehmensangaben im September dieses Jahres starten und im Sommer 2006 fertiggestellt sein. Dabei werden auch Bohrungen vorgenommen, die in Gebieten liegen, die bis jetzt noch nicht erforscht wurden. Die Erschließung dieses Goldfeldes ist aufgrund seiner Größe für IMC voraussichtlich nicht zu realisieren, daher dürfte es höchstwahrscheinlich an einen der Goldproduzenten verkauft werden. Der Preis hängt natürlich besonders stark vom dann aktuellen Goldpreis ab.



funden. Erst Anfang März meldete das Unternehmen in einem noch unbearbeiteten Gebiet des Pallancata-Feldes bei Oberflächenproben eine Konzentration von über 800 g/T Silber und 2,7 g/T Gold. Ein groß angelegtes Bohrprogramm wird in Kürze durchgeführt und kann bei entsprechenden Ergebnissen den Aktienkurs von IMC deutlich beeinflussen.

Fazit

International Minerals Corp. zählt derzeit sicher zu den interessantesten Explorationsstories am Markt. Abzulesen ist dies auch an der Aktionärsstruktur, die zu rund 70 % aus Europäern besteht. Bei keinem Explorer konnten wir eine so starke institutionelle Unterstützung beobachten. Mehr als 15 namhafte Fonds sind in dieser Aktie investiert. Ein weiterer interessanter Aspekt für die Aktionäre ist eine Übernahmespekulation durch einen der Goldproduzenten wie IAMGOLD oder Gold Fields. IMC verfügt über zwei Projekte mit einer Prefeasibility-Studie. Diese recht teuren und von unabhängigen Gutachtern erstellten Studien lassen aussagekräftige Vergleiche zu anderen Unternehmen zu und senken das Risiko für den Investor beträchtlich. Die IMC-Ressourcen liegen gemäß dieser Studien bei rund 6 Mio. Unzen Gold, die Produktion ist bei 300 bzw. bei 177 US-\$ pro Unze Gold profitabel. Mit der Produktionsaufnahme beim Rio Blanco-Projekt wird sich IMC endgültig vom Explorationsstatus verabschieden und die Finanzierung der weiteren Pläne durch eigenen Cash Flow sicherstellen. Fundamental rechtfertigen bereits das Blanco- und Gaby-Projekt den aktuellen Börsenkurs. Es mag zwar aus bestimmten Betrachtungswinkeln günstigere Firmen geben, aber von allen Großprojekten der Tier1-Explorer ist das Gaby-Projekt das vermutlich größte und auch das „teuerste“, bietet aber dadurch auch den größtmöglichen Hebel auf einen steigenden Goldpreis. Hier ergibt sich bei dem aktuellen Goldpreis von rund 400 US-\$ und Förderkosten von knapp unter 300 US-\$ ein möglicher Cash Flow von gut 5 Can-\$ pro Aktie. Unberücksichtigt sind hierbei noch die drei weiteren aufgezeigten Projekte. Wer also einen steigenden Goldpreis erwartet, der kann mit einem Investment in International Minerals optimal davon profitieren.

NETTO CASH FLOW-WERT DES GABY-PROJEKTES AUF BASIS DER PREFEASIBILITY-STUDIE VON 1997		
GOLD PREIS (US-\$ PER UNZE)	NET CASH FLOW (MIO.US-\$)	NET CASH FLOW (US-\$ PRO AKTIE)
350	148	2,04
375	215	2,96
400	282	3,87
425	348	4,79
450	414	5,70
475	480	6,62
500	546	7,53

Quelle: IMC, FIRST FOCUS

Wie der Tabelle sehr schön zu entnehmen ist, erhöht sich der Wert des Unternehmens gemessen am Netto Cash Flow pro Aktie überproportional zum Goldpreis. Steigt zum Beispiel der Goldpreis auf 500 US-\$ pro Unze, so verdoppelt sich der Netto Cash Flow pro Aktie auf 7,53 US-\$ oder rund 10 Can-\$. Das würde dem Doppelten des aktuellen Aktienkurses entsprechen und dies alleine bei diesem einen Projekt.

Pallancata & Vetaspata in Peru und Canicapa in Ecuador

Über drei weitere, hochinteressante Projekte verfügt IMC in Peru und Ecuador. Das Ecuador-Projekt wird in einem Joint Venture von IAMGOLD und Gold Fields bearbeitet. Beim Pallancata & Vetaspata-Projekt wurden bei den ersten Probebohrungen signifikante Gold- und Silbervorkommen nahe der Erdoberfläche ge-

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!

MoneyTalk

„Ich halte Akquisitionen für ein Zeichen von Schwäche“

Smart Investor im Gespräch mit Thomas Deutschmann, CEO des österreichischen CRM-Softwareanbieters update software, über die Auferstehung aus Ruinen, Wachstum in Osteuropa sowie Begehrlichkeiten nach einer Verzehnfachung des Kurses

Smart Investor: Als Sie Ende 2002 zu update kamen, standen Sie vor einem Trümmerhaufen. Was hat sich denn seitdem getan, innerhalb des Unternehmens, aber auch im Branchenumfeld?

Deutschmann: Die IPO-Geschichte von update mit der Notierung am deutschen Neuen Markt ist sicherlich unglücklich gelaufen. Als ich zu update kam, stand der Kurs bei unter 30 Cent, heute immerhin schon wieder bei knapp 3 Euro. In der Zwischenzeit hat sich tatsächlich einiges getan. Erstmals seit dem Börsengang hatten wir Ende des Jahres mehr Geld auf dem Konto als zu Anfang, denn 2003 hat update erstmals operativ Erträge erwirtschaftet. Seit dem zweiten Quartal des vergangenen Jahres sind wir in jedem Quartal gegenüber dem Vorquartal gewachsen. Für ein kleines Software-Unternehmen bestehen natürlich weiterhin immer Risiken, aber ich möchte mal behaupten, daß wir diese in einen „kontrollierbaren Modus“ gebracht haben. Bei den notwendigen Kosteneinsparungen gab es keinerlei Tabus mit einer einzigen Ausnahme: Wir sind ein Software-Unternehmen, und daher dürfen wir bei Forschung & Entwicklung gerade nicht sparen. Das war teilweise gar nicht so einfach vermittelbar im Unternehmen.

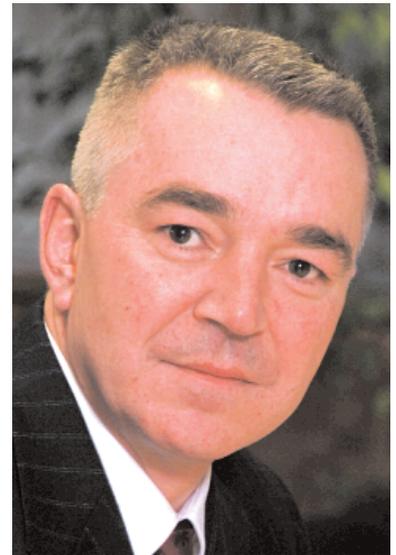
Smart Investor: Ist Ihre gerade angeklungene moderate Aufbruchstimmung im krisengeschüttelten CRM-Softwaregeschäft überhaupt angebracht?

Deutschmann: Ich meine ja, vor allem im Vergleich zu unseren wichtigsten Wettbewerbern. Von 2002 auf 2003 hat update 7 % an Umsatz eingebüßt, aber gleichzeitig die Ausgaben um 37 % gesenkt. Selbst Marktführer SAP hat 9 % an Umsatz verloren. In Relation zur Konkurrenz hat sich update also mehr als achtbar geschlagen. Und dies hat auch Gründe: Wir adressieren vor allem mittlere bis kleine Unternehmen mit unserer Software, und genau hier „geht noch was“. Große Software-Projekte, wie sie bei großen Unternehmen erforderlich sind, sehe ich noch auf Jahre hinaus erst mal nicht mehr, weil diese Firmen ohnehin schon mit Software versorgt sind. Unsere Kunden sind also nicht Banken wie die UBS, sondern z.B. die Töchter der UBS. Von einer generellen Aufbruchstimmung möchte ich deshalb nicht sprechen, da haben Sie völlig Recht. Im Übrigen heißt „Survival of the fittest“ nicht „Überleben der Stärksten“, sondern „Überleben der am besten Angepaßten“. Wenn es schon nicht richtig übersetzt wird, ist es kein Wunder, daß hier falsche Vorstellungen herrschen.

Smart Investor: Apropos Wunder: In einem Medienbericht war zu lesen, daß Sie den update-Kurs gerne wieder bei 4 Euro se-

hen bzw. diesen dorthin führen möchten – vielleicht deshalb, weil dort der Ausübungspreis ihrer 100.000 Optionen angesiedelt ist?

Deutschmann: Na ja, meine persönliche Wohlfahrt stelle ich da ein bißchen zurück. Wenn Sie es konkret wissen möchten: Als ich zu update kam, stand der Kurs bei 25 Cent, und meine Optionen bekamen eine Nominale von 1 Euro. Mein Standpunkt ist: Wir erarbeiten die fundamentalen Daten, den Kurs macht der Markt.



Thomas Deutschmann

Smart Investor: Nun, der update-Kurs hat sich seit dem Tief ja bereits verzehnfacht. Da werden sich Aktionäre allmählich fragen, wann eine Kapitalerhöhung angekündigt wird – update wäre da nicht das erste Unternehmen, bei dem aus einer Kurs-erholung heraus Begehrlichkeiten geweckt werden.

Deutschmann: Wir haben nicht vor, in den nächsten Jahren irgendwelche Unternehmen zu akquirieren, weil wir ausreichend über organisches Wachstumspotential verfügen, und zwar oberhalb des allgemeinen Marktwachstums. Ich halte Akquisitionen für ein Zeichen von Schwäche. Wenn wir erst einmal all unsere Hausaufgaben gemacht haben, dann kann ich mir eine Kapitalerhöhung vorstellen, um neue Ideen umzusetzen. Da denke ich vor allem an Projekte in Osteuropa. Aber lassen Sie uns da doch im Laufe des Jahres noch mal drüber diskutieren, wenn wir – das unterstelle ich mal – fünf oder sechs Quartale in Folge ein Wachstum ausgewiesen haben werden. Dann, und erst dann, kann ich mir vorstellen, daß eine Roadshow unter dem Gesichtspunkt des Gesagten keine bloße Zeitverschwendung ist.

Smart Investor: Darauf werde ich bei Gelegenheit zurückkommen. Herr Deutschmann, vielen Dank für das aufschlußreiche Gespräch.

Interview: Falko Bozicevic

Turnaround

Highway Holdings Ltd.

Wo die Großkonzerne fertigen lassen

Der Spruch stammt aus dem Jahr 1979 und ist legendär: Nur wo Nutella draufsteht, ist auch Nutella drin. Doch dieses Kurz-Evangelium jedes Markenartiklers gilt heute immer seltener. Viele Waren, vor allem technischer Natur, werden heute in Niedriglohnländern von Dienstleistern hergestellt und dann vom Auftraggeber unter dessen Marke verkauft. Ein solcher Dienstleister ist Highway Holdings Ltd., eine in Hongkong ansässige Aktiengesellschaft, die eine Fabrik in der chinesischen Boom-Region Shenzhen unterhält. Highway Holdings ist im Small Cap Market der Nasdaq gelistet. Chef und größter Einzelaktionär ist der aus Baden-Württemberg stammende Roland Kohl.

Imposante Kundenliste

Highway Holdings Ltd. ist darauf spezialisiert, für Konzerne Geräte ganz oder teilweise zu fertigen, Montagearbeiten zu übernehmen und sogenannte OEM-Ersatzteile herzustellen. Die Firma fertigt Teile wie zum Beispiel Leiterplatten oder montiert unter anderem für Siemens, Toshiba, Sanyo, Miele und andere, baut Kameras für Canon und Minolta oder auch Uhren für Casio, Braun und Swatch.

In den vergangenen drei Jahren mußte das Unternehmen jeweils leichte Verluste hinnehmen. Eine lahrende Weltwirtschaft erschwerte die Geschäfte, weil die Konzerne genügend Produktionskapazitäten besaßen und Spezialisten wie Highway als Problemlöser zum Beispiel bei Produktionsspitzen nicht übermäßig gefragt waren.

Für das am 31. März endende Geschäftsjahr ist der Turnaround jedoch geschafft: Nach drei Quartalen stehen 0,19 US-\$ Gewinn pro Aktie in den Büchern, Schätzungen gehen von 0,25 US-\$ für das gesamte Geschäftsjahr aus. Der Umsatz wird um etwa 25 % auf mehr als 25 Mio. US-\$ steigen. Der Kurs ist bereits angesprungen und von weniger als einem US-Dollar auf mehr als fünf gestiegen. Dennoch darf man die Bewertung als moderat bezeichnen.



Mit Osram geht Licht auf

Drei Faktoren können den Umsatz befeuern: Zunächst ist es Highway gelungen, einen großen Auftrag der Siemens-Tochter Osram für die Herstellung von Leuchtmitteln zu gewinnen. Für 2004/05 kann hieraus bis zu maximal 8,5 Mio. US-\$ Umsatz zusätzlich generiert werden. Highway besitzt die Namensrechte der ehemals weltbekannten Uhrenmarke Kienzle und hat nun einen umfangreichen Neustart der Marke initiiert. Eine neue, komplette Armbanduhren-Kollektion wurde auf der Inhorgenta in München gut aufgenommen. Unter anderem buchten drei bekannte deutsche Versandhäuser große Kontingente. Zusätzlicher Umsatz von mehreren Mio. US-\$ erscheint möglich. Aus Branchenkreisen war zu hören, daß im Bereich Großuhren, der angestammten Stärke der Marke Kienzle, Bewegung im Markt herrscht. Highway Holdings verfügte zum Jahreswechsel über mehr als 8 Mio. US-\$ Cash, so daß eine Akquisition möglich sein könnte. Die wäre auch aus vertiebstechnischen Gründen hochinteressant. Bleibt als drittes eine allgemeine Verbesserung der Rahmenbedingungen: Die Konzerne bauen bei leicht anziehender Nachfrage ja nicht gleich neue Kapazitäten auf, sondern bedienen sich des Mittels des Outsourcings. Hiervon profitiert Highway, wobei sich die verbesserte Auslastung besonders in den Erträgen widerspiegeln dürfte.

Fazit

Highway Holdings besitzt mehr als zehn Jahre Erfahrung als Dienstleister für Konzerne. Derzeit wird die Aktie mit einem KGV von 19 für das laufende Geschäftsjahr bezahlt. Das Kurs/Umsatz-Verhältnis beträgt 0,5. Für das Geschäftsjahr 2004/05 ist ein Umsatzwachstum von erneut 25 % nicht zu ambitioniert. Der Gewinn würde wegen besserer Auslastung überproportional steigen. Sollte zudem der Kienzle-Neustart glücken, kämen ab 2005/06 weitere deutliche Ergebnisbeiträge hinzu. Als spekulative Depot-Beimischung mit streng limitierten Käufen (am besten unter 4,40 US-\$) an der Nasdaq eignet sich die Aktie für Anleger, die auf die chinesische Karte setzen wollen, aber zum Beispiel aus Gründen der Rechtssicherheit zögern, direkt chinesische Aktien zu kaufen.

Stefan Preuß

HIGHWAY HOLDINGS LTD.			
BRANCHE:	PRODUKTIONS-DIENSTLEISTER		
WKN/US-TICKER	905 948/HIHO	AKTIENZAHL (MIO.):	2,9
GJ-ENDE:	31.3.	KURS AM 15.3. IN US-\$	4,73
MITARBEITER:	1.800	MCAP (MIO. US-\$)	13,7

	2003/04€	2004/05€	2005/06€
UMSATZ* (MIO. US-\$)	25,5	31,9	39,8
% GGÜ. Vj.	+25,0 %	+25,0 %	+24,9 %
EPS* (US-\$)	0,25	0,45	0,60
% GGÜ. Vj.	-	-	+33,3 %
KUV	0,54	0,43	0,34
KGV	18,9	10,5	7,9

*) Schätzungen von Smart Investor

Musterdepot

Augenmaß und Fingerspitzengefühl

Das Timing zu unserer Prognose eines schwächelnden Marktes war gar nicht so schlecht. Leider wurden unsere avisierten Verkaufslimits aber nicht mehr erreicht – um Liquidität zu schaffen, geben wir uns deshalb nun mit etwas weniger zufrieden.

Unsere Titelstory vom letzten Smart Investor, „Droht dem Dax demnächst ein Dämpfer“, hätte kaum passender kommen können. Allerdings hatten wir mit einem höheren Ausgangsniveau gerechnet, von dem der deutsche Leitindex dann herunterpurzeln sollte. Wir hatten dieses Niveau im Bereich eines Dax-Stands von 4.400 bis 4.500 Zählern angesiedelt. Die „frühzeitige Erschlaffung“ der seit ziemlich genau einem Jahr andauernden Bärenmarkt-Rally führte nun aber leider dazu, daß wir die Reihen in unserem Musterdepot nicht mehr so umfangreich haben lichten können, wie ursprünglich vorgesehen. Zur Erinnerung: Wir wollten Platz schaffen, um bei dem bevorstehenden Dämpfer für die Märkte auch mit ausreichend liquiden Mitteln dazustehen. Wenn die Märkte fallen, muß man bekanntlich schon etwas außerhalb stehen, erstens um selbst keinen allzu großen Schaden zu erleiden, und zweitens um anschließend zumindest die Option zum Wiedereinstieg zu haben. Da unsere Musterdepot-Liquidität vor einem Monat nurmehr bei 7 % gelegen hatte, unsere Verkaufslimits jedoch auch nicht mehr erreicht wurden, kommen wir auch jetzt gerade mal auf rund 15 %. Im Vergleich zum Vormonat hat unser Musterdepot im Übrigen erfreulicherweise weniger stark nachgegeben als der Dax, so daß



dessen Vorsprung seit Depotstart vor rund einem Jahr komplett dahingeschmolzen ist.

Dispositionen in der Zwischenzeit

Im Rahmen unseres kostenlosen eMail-Newsletters Smart Investor Weekly (SIW) haben wir Ende Februar die komplette Position Ener-

MUSTERDEPOT (START: 24.3.2003 MIT 100.000 EURO)

PERFORMANCE: +48,9 % SEIT DEPOTSTART (DAX: +48,9 %); -3,6 % GG. VORMONAT (DAX: -6,4 %)

TITEL (LAND)	WKN	STRATE- GIE**	STÜCK	KAUF- DATUM	KAUF ZU	KURS AKT*	WERT AKT*	DEPOT- ANTEIL	PERFORMANCE VORMONAT	PERFORMANCE SEIT KAUF
SILVER STANDARD (CAN)	858 840	R	1.000	02.06.03	3,90	13,21	13.210	8,9 %	+14,4 %	+238,7 %
BANPU (THAI)	882 131	A	3.000	02.06.03	0,82	2,61	7.830	5,3 %	-14,4 %	+218,3 %
ARQUES (D)	515 600	S	200	27.10.03	16,00	22,59	4.518	3,0 %	-5,1 %	+41,2 %
HIGHLIGHT (D)	920 299	S	2.000	28.10.03	2,58	3,40	6.800	4,6 %	+1,0 %	+31,8 %
CNR (CAN)	865 114	R	150	18.09.03	34,00	44,70	6.705	4,5 %	+12,6 %	+31,5 %
BAYWA (D)	519 406	S	700	28.10.03	9,50	12,44	8.708	5,8 %	-12,4 %	+30,9 %
HUANENG POWER (CHI)	892 647	A	150	08.08.03	44,80	57,70	8.655	5,8 %	+4,1 %	+28,8 %
PERILYA (AUS)	876 505	R	5.000	24.11.03	0,61	0,78	3.900	2,6 %	-10,4 %	+27,9 %
DURBAN DEEP (SA)	865 260	R	5.000	27.03.03	2,13	2,65	13.250	8,9 %	-4,7 %	+24,4 %
HARMONY MINING (SA)	864 439	R	800	15.07.03	10,00	11,93	9.544	6,4 %	-9,8 %	+19,3 %
CANON (J)	853 055	A	300	31.03.03	32,50	38,60	11.580	7,8 %	+3,3 %	+18,8 %
CROESUS MINING (AUS)	871 679	R	15.000	02.06.03	0,30	0,34	5.100	3,4 %	-2,9 %	+13,3 %
ALTANA (D)	760 080	S	100	25.02.04	47,95	53,71	5.371	3,6 %	-	+12,0 %
TRI-VALLEY (USA)	911 919	R	750	24.11.03	3,70	3,89	2.918	2,0 %	+2,3 %	+5,1 %
ALSTOM S.A. (F)	915 183	S	3.000	10.02.04	1,69	1,70	5.100	3,4 %	-28,6 %	+0,6 %
TATNEFT (RUS)	904 282	R	250	14.10.03	22,10	20,60	5.150	3,5 %	+2,0 %	-6,8 %
TOM.COM (CHI)	935 147	A	20.000	29.07.03	0,23	0,21	4.200	2,8 %	-23,2 %	-8,7 %
STADA ARZNEIMITTEL (D)	725 180	S	100	20.01.04	51,00	45,03	4.503	3,0 %	-14,0 %	-11,7 %
AKTIENBESTAND							127.041	85,3 %		
LIQUIDITÄT							21.885	14,7 %		
GESAMTWERT							148.926	100,0 %		

*) am 15.3.2004; in Euro; **) Zugehörigkeit zu Strategiesegment (R=Rohstoffe/Energie; A= Asien; S= Spezialsituationen)

LISTE DER GEPLANTEN KÄUFE UND VERKÄUFE (UNTER VORBEHALT)

TITEL	KURS AKT.**	AKT. BESTAND IN STÜCK	GEPLANTE VERKÄUFE STÜCKE
GEPLANTE VERKÄUFE*			
ALSTOM S.A.	1,70	3.000	3.000
CANON	38,60	300	300
CROESUS MINING	0,34	15.000	15.000
DURBAN DEEP	2,65	5.000	1.000
HARMONY MINING	11,93	800	400
STADA ARZNEIMITTEL	45,03	100	100
TATNEFT	20,60	250	250
TOM.COM	0,21	20.000	20.000
GEPLANTE KÄUFE*			
ZARUMA RESOURCES	0,19	20.000	
CHAROEN POKPHAND	0,08	90.000	
SAP-PUT (WKN 290 690)	0,80	6.000	

*) Dispositionen erfolgen kurzfristig über Smart Investor Weekly (www.smartinvestor.de)

***) am 15.3.2004 in Euro

giekontor (zu 2,56 Euro, dies entspricht einem Plus von +14 %) losgeschlagen und am 10. März dann weitere zwei von drei beabsichtigten Teilverkäufen vornehmen können. Wir veräußerten 2.000 Stück unserer deutlich zu groß gewordenen Banpu-Position (zu 2,76 Euro; Performance: +237 %) sowie die Hälfte unseres Tatneft-Bestandes (zu 21,05 Euro; Performance: -5 %). Wie schon in der letzten Ausgabe beschrieben, gibt es weder bei dem einen noch dem anderen Unternehmen negative News, die einen Verkauf erforderlich machten. Doch, wie gesagt, irgendwo müssen wir schließlich Liquidität schaffen, und dies tun wir natürlich bei den Positionen, die nicht zwangsläufig auf einen sehr langfristigen Horizont ausgelegt waren bzw. die im Rahmen eines sinnvollen Depotmanagements eine Überarbeitung auf den Plan rufen. Unser Limit von 48,50 Euro für die Stada-Papiere wurde hingegen nicht erreicht. Der deutsche Generikaspezialist ist nach Tatneft der zweite Wert, bei dem wir auf dem falschen Fuß erwischt wurden und keinen glücklichen Einstand hatten. Umgekehrt ist über den SIW in erster Linie aus charttechnischen Gründen Ende Februar Altana (100 Stück zu 47,95 Euro) neu hinzugekommen und hat seitdem bereits mit einer überdurchschnittlichen relativen Stärke beeindruckt. Derweil ist unser Kauflimit für Zaruma Resources (für 0,17 Euro) auch bis heute noch nicht aufgegangen. Ferner ziehen wir eine Aufnahme von Charoen Pokphand (siehe auch „Aktie im Blickpunkt“ auf S. 32) in Betracht.

Depotmanagement mit Fingerspitzengefühl

Um die Reihen zu lichten, stellen wir wie beschrieben mehrere Positionen zum Verkauf bzw. Teilverkauf (siehe Tabelle). Die konkreten Dispositionen werden aller Voraussicht nach kurzfristig erfolgen, so daß wir für die genauen Modalitäten auf den Smart Investor Weekly verweisen. In Leserbriefen werden wir teilweise gefragt, aus welchen Gründen wir uns zu Verkäufen entschließen oder wann genau sich eine Aktie für einen weiteren Verbleib disqualifiziert hat. Da wir in der Regel nicht mit Stop-Loss-Kursen agieren, müssen wir unsere Positionen – wenn man so will – nun mal nach Augenmaß managen. Andere Publikationen machen dies ganz anders, haben dann aber das Risiko, zur Unzeit an einem einzelnen schwachen Tag ihrer automatischen Stop-Loss-Strategie zum Opfer zu fallen. Ein Beispiel wäre hier Donnerstag, der 11. März, der Tag also, an dem sich die Bombenanschläge in Madrid ereigneten. Jede Strategie hat Vor- und Nachteile, und wir haben uns für das „manuelle“ Depotmanagement entschieden.

Teurer Turnaround & willkommene „Beiprodukte“

Neben den geplanten Verkäufen, um Platz und Liquidität zu schaffen, steht inzwischen auch unsere Alstom-Position zur Diskussion. Die vorgelegten Geschäftszahlen haben gezeigt, daß der Turnaround zwar im Gange ist, aber doch einiges teurer zu werden droht, als bislang antizipiert. Unsere Spekulation ging also nur zum Teil auf. Positive Daten gibt es dagegen vom australischen Rohstoffunternehmen Perilya. Neben dem Abbau von Zink ist Perilya durch Beiprodukte wie Blei und Kupfer obendrein sehr gut diversifiziert – noch vor einem Jahr hat sich niemand für diese Rohstoffe interessiert – heute sieht das ganz anders aus. Einige Quellen gehen im übrigen nur von einer Restlebensdauer der Hauptmine von fünf bis sechs Jahren aus. Andere Informationen deuten dagegen auf neun bis elf Jahre, was natürlich großen Einfluß auf die faire Bewertung hat. Hier können erst weitere Studien neue Aufschlüsse bringen.

SAP-Put als Ausdruck unserer Einstellung

Unserer kurzfristig sehr eingetrübten Meinung zu den Finanzmärkten und insbesondere den High Tech-Titeln Ausdruck verleihend beabsichtigen wir darüber hinaus die Aufnahme eines SAP-Puts ins Musterdepot. In der letzten Ausgabe des Smart Investor war SAP bereits einer der beiden „Good Bye“-Empfehlungen. Abgesehen davon, daß der SAP-Kurs den fundamentalen Daten mal wieder meilenweit vorausgeeilt ist, sieht inzwischen auch das Chartbild wenig erbaulich aus (siehe auch „Prinzipien des Marktes“ auf S. 25). Weshalb wir einen Optionsschein-Put und nicht ein Hebelzertifikat nehmen, hängt mit dem erwarteten Anstieg der impliziten Volatilität zusammen, die bei fallenden Kursen wächst und den Put auf diese Weise zusätzlich zulegen lassen sollte – in diesem Zusammenhang sei auch auf die Rubrik „Derivate“ auf S. 24 verwiesen. Der Put sollte eine hinreichend lange Laufzeit haben und einen Basispreis unterhalb des aktuellen Kurses, um einen entsprechend großen Hebel zu bieten. Eine Auswahl können sich Anleger leicht selbst mit dem Optionsscheinrechner von OnVista zusammenstellen (www.onvista.de), wir haben uns für denjenigen von Sal. Oppenheim (WKN 290 690) entschieden, doch ist die Auswahl wirklich schier unbegrenzt. Schließlich behalten wir uns noch vor, zusätzlich einen Dax-Put zu erwerben, wenn es sich aufdrängt – näheres, wie gesagt, hierzu auch auf S. 24.



Kolumne

Zumutungen statt Wahlgeschenke

Von André F. Lichtschlag, Herausgeber der libertären Zeitschrift „eigentümlich frei“ *

Deutschland hat fundamentale Strukturprobleme. Die Sozial-, Renten- und Gesundheitssysteme stehen trotz erster zaghafter Renovierungsversuche immer noch vor dem Zusammenbruch. Wir leisten uns überbordende Bürokratie, Hochsteuer und Überregulierungswahnsinn. Und dazu noch allerhand politischen Klein-Unsinn, etwa Dosenzwangspfand, nach dem wir klebrige Cola-Dosen ins Geschäft zurücktragen; subventionierte und unwirtschaftliche Windräder, welche die Landschaft verschandeln; Ladenschlußzwangszeiten, die uns einen schönen Sonntag vermiesen; subventionierte und unwirtschaftliche Hochschulen, an denen sich auf Kosten aller viele Studenten nach dem Freibierprinzip zu Taxifahrern ausbilden lassen; einen Ständestaat mit Zwangskammern und Zwangshandwerksordnungen, die dafür sorgen, daß wir z.B. für eine Wohnungsrenovierung selbst ran oder die besten Freunde nerven müssen; Zuwanderungsregeln, die mit dem Sozialstaatsblankoscheck ausgerechnet jene anziehen, die gerade nicht zum Arbeiten hierherkommen. An all das haben wir uns sogar mehr oder weniger gewöhnt. Obwohl die ganze Welt über jeden einzelnen dieser Punkte nur mitleidig lächelt – und derweil wirtschaftlich mit großen Schritten am chronischen Patienten Deutschland vorbeizieht.

Andererseits: Der Bundeskanzler hat unzweifelhaft begonnen, die wachsenden Probleme wahrzunehmen, während der Vorgänger sie noch meist ignorierte. Der kommende Bundespräsident wird noch stärker die Dinge beim Namen nennen, wenn er endlich im Mai den Grüß-August aus Wuppertal abgelöst hat. Und immer mehr Menschen sind auch ganz offen der Meinung, daß wir den einst heiligen Sozialstaat dringend zurückfahren müssen. Ja, selbst die Parteien arbeiten allesamt zag- bis fieberhaft an nötigen Kurskorrekturen. Das Problembewußtsein ist inzwischen vorhanden. Und dazu verkünden die Börsen noch einen weltweiten Konjunkturaufschwung.

Einst hatten alle Regierungen im Amt einen Bonus. Kohls Regierung war nach fast 50 Jahren Bundesrepublik 1998 die erste, welche vom Wähler – und nicht durch einen Koalitionswechsel – abgelöst wurde. Jahrzehntelang verteilte die Politik großzügig den Wohlstand an die Interessengruppen. Jahrzehntelang – am Ende exponentiell – wachsender Sozialismus war die Folge.

1998 ist die Politik-Blase geplatzt, noch vor der Börsen-Blase. Es gibt nun nichts mehr zu verteilen. Der Staat hat deutlich über seine Verhältnisse gelebt. Und lebt es weiter, sekundlich wächst die Schuldenlast. Regierungen müssen nun Zumutun-

gen statt Geschenke verteilen. Und werden deshalb nach einiger Zeit abgewählt, weil das keiner so schön findet. Tun sie es nicht, werden sie auch abgewählt, denn daß es so wie bisher nicht mehr weitergeht, weiß inzwischen auch jeder. Ob Schwarz-Blau in Österreich oder Rot-Grün in Deutschland: Die Zeit der Wahlniederlagen für die noch zögerlichen Erstreparaturregierungen hat lange schon begonnen.



André F. Lichtschlag

Ob Deutschland es noch einmal packt, das wird sich im ersten Jahr der neuen Merkel-Regierung zeigen. Denn dann muß an Reformtempo deutlich zugelegt werden. Die neue Regierung wird nur dieses eine Jahr Zeit haben, an möglichst vielen Stellen den Staat zurückzufahren und neosozialistischen Unsinn allerorten endlich zu beenden. Dann folgen auch für sie die Wahlniederlagen und sie kann nur hoffen, daß die Reformen in drei Jahren bis zur nächsten Wahl greifen und Deutschland wieder Tritt faßt. Es ist leider wahr: Unsere Zukunft hängt an den berühmten Haaren von Angela Merkel sowie an der Verfassung ihrer Partei beim kommenden Regierungswechsel irgendwann zwischen Sommer 2004 und Herbst 2006. Entpuppt sie sich tatsächlich – ausgeschlossen ist das nicht! – als Mischung aus Ludwig Erhard und Maggie Thatcher, so gibt es eine Chance auf Umkehr.

Börsianer handeln gerne mit Frühindikatoren. Ich möchte die sofortige Behebung der oben genannten Klein-Unsinne als politische Frühindikatoren nach dem Regierungswechsel anbieten: Wenn z.B. die neue Regierung nach drei Monaten beschlossen hat, daß wir sonntags auch mal einkaufen dürfen und die klebrigen Coladosen wieder dahin werfen dürfen, wo sie hingehören – dann könnten wir doch noch auf einen guten Weg hoffen. Mit den Besitzstandswahrern, Studiumsparasiten und Windradfanatikern stehen wir alle am Abgrund. Es wird die Zeit kommen, wo wir deren Ideen und Strukturen über die Schwelle schubsen müssen. Oder selbst unendlich lange fallen werden – gaaaanz langsam.

*) www.ef-magazin.de

Interview mit einem Investor

„Amerika ist doch pleite“

Smart Investor im Gespräch mit Joachim Paul Schäfer von der PSM Vermögensverwaltung über Wirtschaftswachstum, die Abhängigkeit vom amerikanischen Konsumenten und unsere Welt der Papierdollar*

Smart Investor: In Amerika scheint die Aktienkultur weiter fortgeschritten als hierzulande. Ist für Deutschland ein Zustand wie in den USA überhaupt denkbar oder gar wünschenswert?

Schäfer: Daß 50 % der amerikanischen Haushalte Aktien besitzen, heißt noch nicht, daß es sich dabei um eine „Kultur“ handelt oder daß die Amerikaner weit smarter wären. Dort ist man viel begeisterungsfähiger, risikofreudiger und gibt viel leichter Geld aus – auch welches, das man gar nicht besitzt. Hierzulande kann ich mir so etwas nicht vorstellen. Der Großteil der hiesigen „Geschädigten“ der Gierphase der 90er mit anschließendem Zusammenbruch möchte jetzt nur noch seine Ruhe haben, viele andere halten sich vielleicht für immer vom Kapitalmarkt fern. Vielleicht kommen wieder ein paar zurück bei „Dax 5.000“ – aber jetzt noch nicht. Eine konservative Gesellschaft wie PSM Vermögensverwaltung sieht sich als so etwas wie das „Hospital der Börsenkranken“.

Smart Investor: Der Finanzplatz Deutschland wird im Ausland in der Tat milde belächelt. Was kann und was muß sich ändern?

Schäfer: Also das ist wirklich eine sehr gute Frage, auf die ich kaum eine Antwort weiß. Nehmen wir als Beispiel das bisherige Verbot der Hedgefonds: War es unbedingt erforderlich, ausgerechnet jetzt solche Wettbüros dem breiten Publikum zu öffnen? Und dann auch wieder mit einer zweifelhaften Einschränkung wie derjenigen, über Dachfonds gehen zu müssen. Das Argument der Depotbeimischung mag für einen „Sophisticated“ Kunden mit einem mustergültigen Depot sinnvoll sein, aber was sollen Kleinanleger mit Hedgefonds?

Smart Investor: Einige US-Wirtschaftsdaten indizieren einen Aufschwung. Sehen Sie denn diesen Aufschwung?

Schäfer: Leider nein. Dieser sogenannte Aufschwung entbehrt jedweder Nachhaltigkeit. Er ist vollständig abhängig vom amerikanischen Konsumenten. Dieser ist nicht nur hoch verschuldet,

er hat auch keinerlei Rücklagen. Die kleinste Erschütterung seines Vertrauens und der Zusammenbruch wäre unvermeidlich. Wir glauben eben nicht, daß dieser sagenumwobene amerikanische Konsument, die Stütze der Wirtschaft, das amerikanische Bruttosozialprodukt in einer Weise steigern können, die es ermöglicht, die Geldzuflüsse in die USA dauerhaft aufrecht zu erhalten. Amerika ist doch pleite, aber da ein seriöser Staat kaum pleite geht, wird es in einigen Jahren die Inflation richten müssen.



Joachim Paul Schäfer

Smart Investor: Da sind wir beim Thema. Das Wirtschaftswachstum der USA wird mit Schulden finanziert. Wie lange läßt sich das durchhalten?

Schäfer: Hier sind wir beim Argument der Berufsoptimisten: Die Ausweitung der Schulden läuft nun schon einige Jahre, warum also soll es nicht so bleiben können? Die Schulden, also Staats- und Privatschulden, haben sich in einem erschreckenden Ausmaße ausgeweitet, und dies in einer Zeit der besten konjunkturellen Verfassung in den 90ern. Wie lange wird die Welt, die in Papierdollar erstickt, den Konsum der USA weiterfinanzieren? – das ist doch die Frage. Alles, was Amerika konsumiert, muß importiert werden, weil die USA selbst kaum noch etwas herstellen. Die Asiaten schicken ihre Handelsüberschuß-Dollar umgehend wieder zurück, indem sie in US-Assets investieren. Nun hat es Amerika zu allem Überfluß in den letzten Bush-Jahren geschafft, sich in der Welt wenig Freunde zu machen. Das Vertrauen schwindet also nach und nach, und das sieht man auch am Dollar-Verfall.

Smart Investor: Der Dollar fällt also, Rohstoffe, Edelmetalle und Energiepreise steigen. Wie geht es hier Ihrer Ansicht nach weiter?

Schäfer: Das kann noch eine Weile Bestand haben. Erst eine der drei Blasen ist bislang geplatzt, die Dollar-Blase nämlich, während die beiden anderen noch aufrecht erhalten werden: Im-

*) Joachim Paul Schäfer begann seine Karriere im Umgang mit Geld 1973 beim damaligen zweitgrößten Brokerhaus der Welt, Bache & Co (heute Prudential Bache). Nach Stationen als Kundenberater in Frankfurt (bis 1983), Leiter der Firma in Griechenland (Athen, bis 1984) und Leiter der Niederlassung Düsseldorf (bis 1995) begann er 1996 seine selbständige Tätigkeit in der Vermögensverwaltung und wurde noch in dem Jahr Partner der PSM Vermögensverwaltung GmbH Langen v.d.Goltz & Dr. Prinz, Deutschlands ältester bankenunabhängiger Vermögensverwaltung (www.psm-vermoegen.de).

mobilien und Aktien. Wenn jetzt noch eine angepiekst wird, dann wird das eine wirklich wenig erfreuliche Angelegenheit. Wir werden mit Verwerfungen für die Weltwirtschaft rechnen müssen. Das ist zwar kein schönes Szenario, aber unserer Meinung nach das realistischste. Im Übrigen steht die Abwertung des Dollar keinesfalls an ihrem Ende, vielmehr eher an ihrem Anfang.

Smart Investor: Trotzdem scheint es aber nicht zu einer generellen Inflation zu kommen – woran liegt das?

Schäfer: Wir müssen uns weiterhin vor der Deflation in acht nehmen, nicht der Inflation! Sehen Sie sich hierzulande nur mal den ruinösen Kampf ums Weihnachtsgeschäft an. Außer Margenverfall hat das nichts gebracht. Die Leute halten sich lieber zurück, weil sie sicher sein können, daß die Digitalkamera in einem halben Jahr nochmals 50 % billiger sein wird als heute. Gerade heute habe ich im Radio gehört, daß sogar Papiertaschentücher einer Weltmarke mit 30 % Rabatt feilgeboten werden. Daß wir langfristig Inflation bekommen werden, das sehen wir auch so, aber dies wird noch ein paar Jahre dauern. Also die Zinsen müssen wohl erst noch mal runter, zumindest hierzulande.

Smart Investor: Wie sollte ich mich als Anleger denn dann vor dem Hintergrund des Gesagten Ihrer Ansicht nach verhalten?

Schäfer: Sehr, sehr flexibel. Kaufen und Halten ist unserer Einschätzung nach für die nächsten fünf bis zehn Jahre vorbei. Kaum jemand erinnert sich heute noch an die Phase in den 70ern. Nach dem ersten Ölpreisschock 1973 fiel der Dow um die Hälfte, im nächsten Jahr aber stieg er um 65 %. In der Summe stand der Index am Ende des Jahrzehnts wieder nur am Ausgangspunkt von vor zehn Jahren – außer Seitwärtsbewegung unter heftigsten Schwankungen nichts gewesen. Etwas Ähnliches erwarten wir für die nächsten Jahre. Die meisten Anleger werden mit der guten, alten Warren Buffett-Weisheit gut beraten sein, daß man an der Börse nur ganz wenige gute Gelegenheiten benötigt, auf diese jedoch müsse man geduldig warten können. Buffett selbst findet ja nun schon seit längerem keine Aktie mehr, in die er zu investieren bereit wäre. Sehr viele sogenannte Chancen sind gar keine. Ruhig bleiben und vermeintliche Trends auslassen wird den meisten Aktienfonds natürlich gar nicht so leicht fallen. Sie brauchen vielleicht nur wenige Gelegenheiten, um ein Vermögen aufzubauen, aber nur eine einzige, um es zu zerstören.

Smart Investor: Das klingt nun ziemlich bedeutungsschwanger. Kann man denn nicht an der Rohstoff- oder Edelmetall-Hausse selektiv partizipieren, wenn man sie als solche erkannt hat?

Schäfer: Was glauben Sie denn, was die Rohstoffpreise machen werden, wenn Amerika zu kippen beginnt? China kann auch nur wachsen, wenn das Umfeld stimmt, wenn die Kapitalimporte

reinkommen usw. Für sich alleine ist China doch nicht autark. Wenn eine der beiden verbliebenen Blasen in Amerika angestochen wird, dann platzt auch die andere. Und dann ist Ihr Szenario eines weltwirtschaftlichen Aufschwungs zu Ende. Von daher setzen wir eben nicht zu eindimensional auf solche Trends. Wir sind schließlich kein Wettbüro, alles hängt mit Eintrittswahrscheinlichkeiten zusammen.

Smart Investor: Derzeit befinden sich die Märkte jedenfalls noch im „Rally-Modus“. Was könnte denn die „Zeit des Erwachens“ einläuten?

Schäfer: Absolut alles! Wir von der PSM Vermögensverwaltung machen diese laufende Rally nur noch zum Teil mit, weil wir einfach nicht wissen, was der Auslöser sein könnte. Angriffsflächen gibt es schließlich genug. Noch schwieriger als das „Was“ ist das „Wann“ zu beziffern. Immerhin ist 2004 ein Wahljahr und...

Smart Investor: 2000 war auch ein Wahljahr.

Schäfer: (lacht)... Sie haben Recht, sehen Sie! Der Wahnsinn in Amerika kann genauso gut noch 20 % weiterlaufen oder auch schon morgen vorbei sein. Wir sind eben auch keine Propheten.

Smart Investor: Nun ja, PSM hat nicht nur in letzter Zeit mit den Einschätzungen immer ziemlich gut gelegen, wie die konstant gute Performance auch in den Baissejahren eindrucksvoll zeigt. Verraten Sie uns doch bitte zum Abschluß auch einen Ihrer Fehlritte.

Schäfer: Wir hatten zum Beispiel die Silbermine Coeur d'Alène in vielen unserer Depots. Wir haben sie im letzten Jahr verkauft, nachdem sich der Kurs

auf über 2 US-\$ verdoppelt hatte. Heute steht er bei 7 US-\$, das ist fast nicht zu glauben. Es gab genügend auch fundamentale Gründe für einen Verkauf, aber wie heißt es so schön: You cannot loose on a profit.

Smart Investor: Herr Schäfer, vielen herzlichen Dank für die interessanten Einblicke.

Interview: Falko Bozicevic



Buchbesprechung

Demokratie. Der Gott, der keiner ist

Daß sowohl in Deutschland sowie auch in den übrigen sozialdemokratischen Staaten Reformen mehr als notwendig sind, sollte mittlerweile jedem bewußt sein. Doch mehr als ein Denken im falschen System ist von Politikern und den meisten Intellektuellen nicht zu erkennen. Ein Tabu zur üblichen „Political Correctness“ bricht hingegen Hans-Hermann Hoppe in seinem nun in Deutsch erschienenem Buch. Denn der an der Universität von Nevada lehrende Professor seziert ausführlichst das Heiligtum der zeitgenössischen Politiker: die Demokratie. Bei der Offenlegung all ihrer Schwächen nimmt der in der Tradition der österreichischen Schule der Nationalökonomie stehende Autor kein Blatt vor den Mund. So entlarvt er die Demokratie als „defekte Sozialordnung“, die – im Gegensatz zur verbreiteten Meinung – der Grund für die heutigen Probleme der Gesellschaft ist. Des weiteren zieht seiner Ansicht nach die öffentliche Regierung klar den Kürzeren gegenüber einer Privatregierung, wie zum Beispiel einer Monarchie. In logischen Denkmodellen zeigt er unter anderem, wie der tendenziell zur Ausdehnung neigende Staat mehr und mehr das wirtschaftliche Leben (durch vermehrte Eingriffe) lähmt. Dies alles mag Neulingen auf diesem Gebiet wie ein Pau-

kenschlag vorkommen. Doch vielleicht möchte Hoppe genau das mit seinem Buch bezwecken, er bietet dabei zahlreiche neue Denkansätze. Als Alternative schlägt Hoppe, wenn man an der traditionellen Regierung festhalten will, eine Sezession in kleine Gebiete vor, wie z.B. Kantone mit einer jeweils unabhängigen Regierung. Der nächste Schritt sollte dann eine „Anarchie des Privateigentums“ sein. Basierend auf dem Naturrecht befinden sich dabei alle Güter ausschließlich in privater Hand. Das in 12 unabhängige Kapitel unterteilte Buch liest sich sehr flüssig und trägt maßgeblich zur Erweiterung des Intellekts bei. Auch wenn einige Passagen auf den ersten Blick extrem erscheinen, so fordert Hoppe unentwegt zum Umdenken auf. Denn alles Neue beginnt mit einer Idee.



„Demokratie. Der Gott, der keiner ist“ von Hans-Hermann Hoppe; Edition Sonderwege bei Manuscriptum; 547 Seiten, 24,80 Euro

Anzeige



Wegen des großen Erfolgs vom Januar – Wiederholung

Bausteine der Technischen Analyse

4 Abende im April 2004 (18:00 – 21:00 Uhr)

Börse München, Seminarraum EG, Lenbachplatz 2a, 80333 München

Referent: Dipl.Kfm. Heiko Seibel (CM-Equity AG)

Ziel des Seminars: Es werden systematische Wege für einen nachhaltigen Erfolg an der Börse aufgezeigt!

- 20. April 2004: Modul I: Technische Analyse - klassisch traditionell und modern
- 22. April 2004: Modul II: Indikatoren und ihr Zusammenspiel mit Charts
- 27. April 2004: Modul III: Fibonacci-Techniken – nature's law
- 29. April 2004: Modul IV: Kombination der Bausteine

Komplette Seminarreihe 249,- € incl. 16 % MwSt. (Sonderpreis von 219,- € für Abonnenten von Smart Investor)
Einzelnes Modul 79,- € incl. 16 % MwSt.

Alternativ: Kompaktseminar am Sa. 13.März 2004 (9:00-17:00 Uhr) mit gleichen Inhalten + Special Gastvortrag von Ralf Fillerl - Chefredakteur des Smart Investor - Kosten des Tagesseminars: 189,- € incl. 16 % MwSt.

Begrenzte Teilnehmerzahl! In den Seminarkosten sind ein Seminarordner sowie Getränke und Verpflegung enthalten.

Gleich ausfüllen und Coupon abschicken, faxen oder einfach telefonisch reservieren!
CM-Equity AG, Langkostr. 9, 81737 München, Tel 0172-8847596, Fax 089-67908595

Anmeldung:

JA, ich möchte am Seminar teilnehmen

- Komplette Seminarreihe zum Sonderpreis von 219,-€ (für Abonnenten von Smart Investor)
- Komplette Seminarreihe zum Preis von 249,-€
- Ein einzelnes Modul zum Preis von 79,-€ für Modul (bitte Modul eintragen)
- Tagesseminar am 13.März 2004 zum Preis von 189,-€

Name, Vorname.....
 Straße/PLZ/Ort.....
 Tel./Fax/e-mail.....
 Dat./Unterschrift.....

UNTERNEHMEN VON A-Z

UNTERNEHMEN	WKN	SEITE
ALTANA	760 080	39
ALSTOM	915 183	38
BANPU	882 131	38
CHAROEN POKPHAND FOOD	885 591	32, 38
COEUR D'ALÈNE	868 071	42
CNR	865 114	38
CROESUS MINING	871 679	38
DEUTSCHE BANK	514 000	31
ENERGIEKONTOR	531 350	38
GENENTECH	924 632	31
GOLD FIELDS	856 777	35
HIGHLIGHT	920 299	38
HIGHWAY HOLDINGS LTD.	905 948	37
HUANENG POWER	892 647	38
IAMGOLD	899 657	35
INTERNATIONAL MINERAL CORP	893 760	34
PERILYA	876 505	38
SAP	716 460	25, 38
STADA ARZNEIMITTEL	725 180	38
TATNEFT	904 282	38
TOM.COM	935 147	38
UPDATE SOFTWARE	934 523	36

Vorschau

auf Smart Investor 5/2004

Kondratieff-Zyklen

Die langen Wellen und ihre Bedeutung

Nanotechnologie

Mehr Schein als Sein?!

Chinesische Automobil-Zulieferer

Chancen und Risiken im Gleichgewicht

Silber und Gold

Die zwei Edelmetalle im Langfristvergleich

BERICHTIGUNG

Im letzten Smart Investor (3/2004) hat sich in der Rubrik „Das große Bild“ auf S. 26 links unten der Fehlerteufel eingeschlichen. Statt der dort genannten „ca. 11.000 Mrd. US-\$“ für das US-BIP muß es „ca. 10.000 Mrd. US-\$“ heißen. An der grundsätzlichen Aussage des Artikels ändert sich dadurch jedoch nichts. Wir bitten das Versehen zu entschuldigen.

BEILAGENHINWEIS

Dieser Ausgabe liegt eine Beilage für Abonnementwerbung für die Zeitschrift „Sicheres Geld“, Bonn, (PVST G 58570) bei.

IMPRESSUM

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

2. Jahrgang 2004, Nr. 4 (April)

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),
Dr. Martin Ahlers,
Falko Bozicevic,
Ralph Malisch

Abonnementverwaltung:

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

Freie Mitarbeiter:

Claus Brockmann, Magdalena
Brud, Stefan Preuß, Kevin
Sternkopf, Sebastian Storfner

Charts

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

Gast-Autoren:

Joachim Brunner, Prof. Dr.
Eberhard Hamer, Manfred
Hübner, André Lichtschlag,
Gerd Neumann, Thomas Spörer

Druck:

Offsetdruckerei Wende, Berlin

Redaktionsanschrift:

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

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 unau-
gefordert eingesandten Beiträgen
behält sich die Redaktion Kür-
zungen oder Nichtabdruck vor.

Bildredaktion:

Andreas Potthoff

Titel:

Illustration Schuppler
(schuppler@direkt.at)

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:

Andreas Potthoff

Anzeigen:

An den Verlag. Gültig ist die Preis-
liste 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)

VKZ B 61978
ISSN 1612-5479

Zitate

Deutschland, Deutschland

„Am Grunde eines Problems sitzt immer ein Deutscher.“

Voltaire (1694-1778), französischer Philosoph der Aufklärung, Historiker und Geschichts-Schriftsteller

„Selbst im Falle einer Revolution würden die Deutschen sich nur Steuerfreiheit, nie Gedankenfreiheit zu erkämpfen suchen.“

Christian Friedrich Hebbel (1813-1863), deutscher Dramatiker

„Meine Herren, arbeiten wir rasch! Setzen wir Deutschland, sozusagen, in den Sattel! Reiten wird es schon können.“

Otto Graf von Bismarck (1815-1898), Gründer und 1. Kanzler des deutschen Reiches von 1871

„Ich habe die schreckliche Ahnung, daß die Deutschen immer noch nicht herausgefunden haben, wer sie eigentlich sind. Sie definieren sich meistens darüber, was sie nicht sind.“

*Arthur Miller (*1915), amerikanischer Schriftsteller*

„Während die Deutschen sich mit Auflösung philosophischer Probleme quälen, lachen uns die Engländer mit ihrem großen praktischen Verstand aus und gewinnen die Welt.“

Johann Wolfgang von Goethe (1749-1832), deutscher Dichter

„Soziale Marktwirtschaft vollzieht sich nicht in Gesetzbüchern, sondern im Denken und Handeln der Menschen.“

*Richard von Weizsäcker (*1920), dt. Politiker (CDU), 1984-94 Bundespräsident*

„Dann gibt es eine gesellschaftliche Gegenwehr, daß es knallt.“

Michael Sommer, DGB-Chef, über einen eventuellen Rechtsruck der SPD

„Die Globalisierung hat für uns eines gebracht: daß sich die Arbeitgeber nach den Gehältern der Amerikaner richten und die Arbeitnehmer nach denen der Chinesen.“

Uwe Hück, Porsche-Gesamtbetriebsrat

Der Deutsche als solcher neigt zum selbstzerstörerischen Grübeln. Diesen Eindruck muß gewinnen, wer die öffentliche Diskussion in der Republik über die Zukunftsfähigkeit nämlich verfolgt: ein einig Land der Beschimpfer, Bremser und Bedenkenträger.

Arthur Miller trifft mit seiner Einschätzung ins Schwarze: Wir wollen nicht so sein wie die Amerikaner mit ihren vielen Mc-Jobs, die jetzige Regulierung aber auch nicht beibehalten. Zuwanderung à la Kanada oder Australien? Nein danke, ein bißchen Green-Card aber doch. Wir wollen, irgendwie, etwas ändern, aber umfassende Reformen wie in den Niederlanden oder Skandinavien gehen dann doch zu weit. Was wollen wir Deutschen eigentlich? Wahrscheinlich benötigen wir eine große Samstag-Abend-Show: „Deutschland sucht den gemeinsamen Willen“. Das könnte weiterhelfen.

Es wird eine Reihe von Nebenkriegsschauplätzen eröffnet, ganz in der Einschätzung Hebbels: Steuerreform, Reform des Arbeitsmarktes, Gesundheitsreform – aber die große Vision, eronnen aus der Freiheit der Gedanken: absolute Fehlanzeige. Statt dessen ermattet der Reformeifer im täglichen Klein-Klein des Verteilungskampfes. DGB-Chef Sommer, den Reflexen gewerkschaftlicher Rhetorik ausgeliefert, formuliert mit eher überschaubarer Brillanz. Sein Mitgewerkschafter Uwe Hück kommt durchaus kurzweilig-kämpferischer rüber. Helfen freilich tut es auch nichts.

Der ehemalige Bundespräsident Richard von Weizsäcker folgt Hebbels Grundgedanken. Es kommt weniger auf Gesetzestexte, die eitlen, an, sondern vielmehr auf das Handeln und eben Denken der Menschen in Deutschland. Daß die Gewerkschafter in das Handeln und Denken vieler Arbeitgeber nur begrenztes Vertrauen setzen, ist verständlich: Die Forderung Gesamtmetalls nach unbezahlter Mehrarbeit, praktisch nach Lohnsenkung, und dem Einstieg in den Ausstieg aus dem Flächentarifvertrag nach dem Motto „Teile und Herrsche“ ist eine recht plumpe Verfechtung von Partikularinteressen und damit das genaue Gegenteil eines gesamtgesellschaftlich sinnvollen Entwurfs. Lohnforderungen oberhalb des Effizienz-Zuwachses bei den Lohnstückkosten übrigens auch.

Nein, im real existierenden Deutschland im Jahre des Herrn 2004 findet sich noch nicht einmal der Kompromiß, Deutschland hurtig in den Sattel zu setzen, damit es in welche Richtung auch immer reitet. Nur, damit es sich bewegte. Statt dessen Stillstand. Keine Partei will Steigbügelhalter des Wahlerfolges einer anderen sein.

Bei allem Pessimismus darf nicht übersehen werden: Deutschland und den Deutschen geht es nach wie vor gut, und das Land besitzt nach wie vor alle Chancen. Gejammert wird öffentlich, verdient im Verborgenen, das war schon immer so. Die Gefahr, daß zumindest ein Teil der Zukunftschancen derzeit aber verzoockt wird, ist nicht zu leugnen. Übrigens mit Folgen zumindest für die europäischen Nachbarn. Wenn Deutschland im Wachstum weiterhin so diskret auftritt, bekommt die Einschätzung Voltaires neue Aktualität: Dann sitzen die Deutschen, die grüblerischen, am Grunde vieler Probleme.