5
Smart Investor
Mai 2003 / 5,00 €
www.smartinvestor.de

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

Pit Bull Market

Gegenbewegung nach drei Jahren Baisse

DR. JENS EHRHARDT
Über Inflation und Deflation

RELATIVE STÄRKE
Das universelle Prinzip des Marktes

THAI-AKTIEN
Hohes Wachstum zu niedrigem Preis

Editorial

Warum ausgerechnet jetzt?

Ralf Flierl

Vielleicht fragen Sie sich: Warum soll die Menschheit ausgerechnet jetzt ein neues Anlegermagazin wie den *Smart Investor* benötigen? Ist denn aktuell, nach drei Jahren Super-Baisse, nicht sogar der schlechteste Zeitpunkt, um mit einer Publikation zu starten, die das Investieren zum Thema hat? Tatsächlich ist es so, daß wir uns etwas dabei gedacht haben, den Anlegerteil *Smart Investor* des GoingPublic Magazins genau jetzt als eigenständige gleichnamige Publikation herauszubringen, denn:

Nachdem Deutschland während der Hausse der 80er und 90er Jahre mit einer Handvoll Börsenmagazinen auskam, verdoppelte sich deren Anzahl urplötzlich innerhalb eines Zeitraums von nur fünf Monaten, nämlich von Januar bis Mai 2000. Zur Erinnerung: Im März 2000 fand die größte Hausse der Nachkriegszeit ihr Ende und nahezu alle Börsenmagazine, die in der Nähe des Hochpunktes erschienen sind, wurden inzwischen wieder eingestellt. Da die Aktien, je nach zugrundegelegtem Index, hierzulande seither in der Spitze zwischen 70 % und 95 % verloren haben, was in etwa auch für die Aktiendepots der Leser jener Börsenmagazine gelten dürfte, muß man doch zu dem Schluß kommen, daß damals, Anfang 2000, der falscheste Zeitpunkt war und jetzt ein sehr viel „richtigerer" Zeitpunkt für eine neue Investment-Publikation ist.

Damit soll in keiner Weise zum Ausdruck gebracht werden, daß die Märkte aktuell vor einer neuen großen Hausse stehen. Es ist aber nun einmal unstrittig, daß aus Investorensicht ein Dax von 2.800 Punkten attraktiver ist als ein Dax von 8.000 Punkten. Folglich müßte man sich doch fragen, warum der *Smart Investor* derzeit die einzige Neuerscheinung im Börsen-Bereich ist. Die Antwort lautet: Weil es nach drei Jahren Baisse kaum Nachfrage nach Investment-Informationen und schon gar nicht nach Aktien gibt. Und dabei lehrt uns doch die Volkswirtschaftslehre bereits seit Jahrhunderten, daß mit fallendem Preis (= Aktienkurs) die Nachfrage steigen sollte. Doch an der Börse gelten offensichtlich andere Gesetze, welche jedoch nur von einer Minderheit unter den Anlegern verinnerlicht werden.

Die Mehrheit der Anleger, aber auch der Verlage, handelt prozyklisch und verliert damit per Saldo Geld. Nur wer fähig ist, gegen den Strom zu schwimmen und antizyklisch zu investieren, hat langfristig eine Chance auf einen überproportionalen Gewinn. Und damit dürfte die eingangs gestellte Frage „Warum ausgerechnet jetzt?" beantwortet sein. Alleine schon durch den Starttermin des *Smart Investor* soll eben verdeutlicht werden, daß wir wirklich antizyklisch denken und auch handeln, genau so wie es sich für einen smarten Investor gehört. Was wir sonst noch anders und auch besser machen wollen, finden Sie im Artikel „Smart Investor – die Vision" auf Seite 24.

Keine Frage: Das laufende Jahrzehnt ist bzw. wird aus dem Blickwinkel eines Investors ungleich schwieriger als die 90er Jahre. Zumindest an den europäischen und amerikanischen Aktienmärkten wird es in den kommenden Jahren keine neuerliche ausgeprägte Hausse mehr geben. Dies ist jedoch nicht gleichbedeutend damit, daß in der westlichen Hemisphäre mit Aktien kein Geld zu verdienen sein wird. Allerdings muß sich der Investor eben auf die veränderten Rahmenbedingungen einstellen. Durchaus wahrscheinlich sind dagegen ausgeprägte Aufwärtsbewegungen in einigen Emerging Markets oder aber in bei den Rohstoffen. In der Titelstory auf Seite 6 lesen Sie, was uns in diesem Jahrzehnt vermutlich erwarten wird, und warum.

Die Zeiten des Buy-and-Hold sind – wie gesagt – vorbei. Wer zukünftig erfolgreich sein will, muß flexibel sein und auf die jeweiligen Marktsituationen reagieren. Ebenso wollen wir es mit dem *Smart Investor* halten: Flexibel sein und die jeweils richtigen Antworten auf die relevanten anstehenden Fragen geben. Aus diesem Grunde ist uns Ihre Meinung, sei es in Form von Anregung oder auch Kritik, jederzeit willkommen. Und ganz besonders interessiert uns natürlich, wie Ihnen die erste Ausgabe gefallen hat bzw. wo Sie Verbesserungsmöglichkeiten sehen. Schreiben Sie daher an redaktion@smartinvestor.de (unsere Postadresse finden Sie im Impressum). Ich freue mich auf Ihre Zuschriften und wünsche Ihnen viel Spaß beim Lesen des *Smart Investor*.

Ralf Flierl
Chefredakteur Smart Investor

Pit Bull Market: Rassige Gegenbewegung nach drei Jahren Baisse

Seit Mitte März zeigt sich der deutsche Aktienmarkt von seiner besten Seite. Smart Investor verdeutlicht zwei mögliche Langfrist-Szenarien, innerhalb derer die jetzige Rallye eingeordnet werden kann, und warum diese Rallye den Namen „Pit Bull Market“ verdient hat. Seiten 6 bis 9.

Dr. Jens Ehrhardt, Vermögensverwalter und Herausgeber der FINANZWOCHE

Dr. Jens Ehrhardt erläutert im Interview mit Smart Investor die labile Situation der Weltwirtschaft. Daneben spricht er auch die Immobilienblase in den USA, Greenspans Gelddruckerei sowie die nicht zu unterschätzenden Deflationsgefahren an. Seiten 10 und 11.

Mark Mobius, Managing Director Templeton Asset Management

Fondsmanager Mark Mobius zeigt die zukünftigen Perspektiven der Emerging Markets auf. Im Speziellen geht er auf die thailändische Wirtschaft und Börse ein, die seiner Meinung nach gerade jetzt interessante Investitionsmöglichkeiten bereit hält. Seite 23.

Märkte

6 **Titelstory:** Pit Bull Market – Gegenbewegung nach drei Jahren Baisse

10 „Die deflationäre Bombe wird doch noch platzen“ Interview mit Dr. Jens Ehrhardt, Herausgeber der Finanzwoche

12 Versicherungen: Allianz und Münchener Rück als Spielball übler Spekulanten?

16 Gold und Silber – Glänzende Zukunft

20 Thailand bietet mehr als Tourismus

23 „Doppelt so hohe Wachstumsraten in den Emerging Markets” Interview mit Mark Mobius, Managing Director Templeton Asset Management

Hintergrund

24 Smart Investor Mission Statement (SIMS)

26 **Prinzipien des Marktes:** Relative Stärke

30 NOTES – Ein neuer Sentimetindikator Manfred Schumacher, Schumacher’s Finanz- und Unternehmenskommuniktion

32 **Derivate:** Grundlagen und Strategien: Hebel oder Knock-out – das ist hier die Frage

Research

34 **Aktie im Blickpunkt:** Hyrican AG: David gegen viele Goliaths

36 **Buy & Good Bye:** VIVA Media, K+S, Croesus Mining und Wal-Mart

38 **Externe Analyse:** GfK: Ermitteln, analysieren und interpretieren! Carsten Riedel, Analyst der Volksbank Stuttgart AG

40 **MoneyTalk:** Knut S. Hinrichs, CEO, Elmos Semiconductor

41 **Musterdepot:** Nachfassen & Aufpassen

Potpourri

42 **Kolumne:** Was einen echten Contrarian ausmacht, Dr. Bernd Niquet

44 **Interview mit einem Investor:** „Der Markt hat immer recht“, Heinrich Morgen, Berater des Morgen Portfolio Universal Fonds

46 **Zitate:** Über das „neue“ Amerika und strategische „Höchstleistungen“

43 **Unternehmensindex**
Vorschau Smart Investor 6/2003
Impressum

Titelstory

Pit Bull Market

Nach drei schrecklichen Baissejahren ist an den Aktienmärkten mit einer rassigen Gegenbewegung nach oben zu rechnen.

37 % Kursplus in sechs Wochen! Diese Entwicklung absolvierte der Dax-Index zwischen dem 12. März und dem 23. April dieses Jahres. Früher, in seinen besten Zeiten, hätte der deutsche Aktienmarkt viele Monate oder gar Jahre benötigt, um eine solche Performance zustande zu bringen. Warum geht das heutzutage alles viel schneller? Die Antwort ist so einfach wie auch auf den ersten Blick unverständlich: Vor vielen Jahren befanden sich die Aktienmärkte in der Hausse und seit Anfang des Jahres 2000 herrschen die Bären. Bear Market-Rallyes sind nun aber einmal das „Schärfste", was Börsen zu bieten zu haben. Im Übrigen brachte auch die Bear Market-Rallye vom 9. Oktober bis 6. November letzten Jahres ein ähnlich großes Plus in einer ähnlich kurzen Zeitspanne. Wir lernen daraus: Die stärksten Rallyes sind in der Baisse zu beobachten.

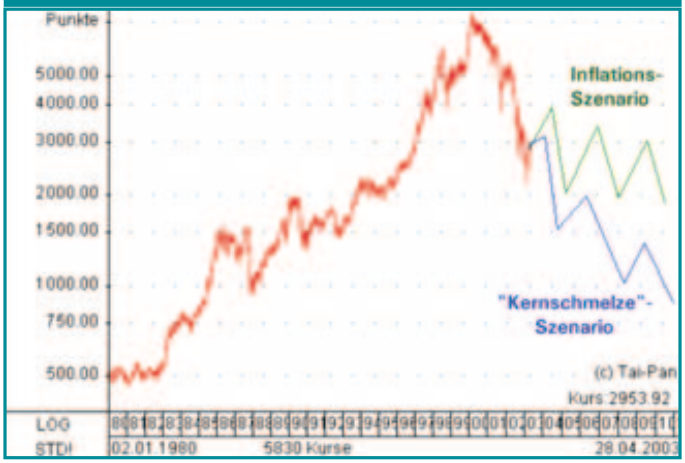
Die Baisse ist noch lange nicht vorbei

Obige Feststellung, daß es sich bei der letzten Aufwärtsbewegung aufgrund ihrer Schärfe und Vehemenz nur um eine Bear Market-Rallye gehandelt haben kann, impliziert schon, daß die Baisse vermutlich noch nicht vorbei ist. Um es genauer zu sagen: Wir gehen davon aus, daß zumindest in den USA und in Europa die Baisse noch bis ins nächste Jahrzehnt hinein andauern wird. Konkret: Vor dem Jahr 2010 werden die Börsen der westlichen Hemisphäre vermutlich keine neuen Höchstkurse mehr sehen, davon gehen wir fest aus. Und dennoch rechnen wir für die kommenden Monate, unter Umständen sogar bis ins nächste Jahr hinein, mit einer Fortsetzung des Mitte März gestarteten großen „Pit Bull Markets". Was genau wir darunter verstehen, wird weiter unten geklärt werden. Für ein hinreichendes Verständnis dieses Begriffs müssen wir uns nämlich zunächst mit den langfristigen Aktienmarkt-Szenarien beschäftigen.

Inflations- und Kernschmelze-Szenario

Ganz generell gehen wir für dieses Jahrzehnt nur von zwei möglichen Szenarien aus, nämlich dem Inflations- und dem Kernschmelze-Szenario, welche beide in Abb. 1 anhand eines idealisierten Dax-Verlaufs verdeutlicht sind. Welches von beiden Szenarien letztlich eintreten wird, hängt ganz entscheidend davon ab, inwieweit die in den letzten Jahren enorm aufgeblähten Geldmengen (v.a. in USA, Europa und Japan) noch weiter ausgedehnt werden können oder nicht. Wie anhand der Geld- und Fiskalpolitik in den USA unschwer festzustellen ist, sind Greenspan und die Bush-Administration fest entschlossen, den expansiven Kurs weiter zu verfolgen.

Abb. 1: Die zwei Langfrist-Szenarios für den Dax



Inflation und Deflation

Die expansive US-Fiskalpolitik, die vermutlich von den europäischen Staaten nachvollzogen werden wird, dürfte letztendlich zu einer steigenden Inflationsrate führen, womit die wichtigste Voraussetzung für das Inflations-Szenario geschaffen wäre. Ähnlich wie in den 70er Jahren, nur bei deutlich höherer Amplitude (= Schwankungsbreite), würden die Aktienmärkte dann vermutlich seitwärts laufen. Bezogen auf den Dax könnte eine solche Seitwärtsrange beispielsweise zwischen 2.000 und 4.000 Punkten stattfinden. Die volkswirtschaftlichen Begleitumstände wären eine hohe Arbeitslosigkeit, eine hohe Insolvenzquote in der Privatwirtschaft, ansteigende Staatsquote, mäßiges Wirtschaftswachstum und, wie gesagt, eine anziehende Inflation. In dem Falle, daß durch das Ausbleiben einer Konjunkturerholung die Verschuldungsproblematik eskaliert, droht das „Kernschmelze"-Szenario. Die volkswirtschaftlichen Begleitumstände wären in diesem Szenario ähnlich denen in der Weltwirtschaftskrise in den 30er Jahren (horrende Arbeitslosigkeit, Verarmung der Massen, Deflation usw.). Der Abschwung an den Aktienmärkten würde sich dann mit demselben Tempo wie bisher fortsetzen.

MOAB versus MOAD

Warum aber sollen nur diese beiden Szenarien möglich sein? Die Antwort hierauf ergibt sich aus dem Cartoon in Abb. 2. Er zeigt

links die jüngst entwickelte und im Irak-Krieg zum Einsatz gekommene stärkste nicht-nukleare Bombe aller Zeiten mit dem Namen MOAB, was für „Massive Ordnance Air Burst“ steht, aber sarkastischerweise mit „Mother of all Bombs“ umschrieben wurde. Der Karikaturist des Las Vegas Review Journal hat nun zum Vergleich auf der rechten Seite das „MOAD – Mother of all Deficits“ angedeutet. Und in der Tat, er hat nicht übertrieben. Die Defizite bzw. die Schuldenberge in den Industrienationen sind mittlerweile so riesig geworden, daß sie rein logisch nur noch die beiden oben beschriebenen Szenarien möglich machen. Entweder der Staat überläßt die Privatwirtschaft sich selbst, womit sie vermutlich „implodieren“ würde („Kernschmelze“), oder aber der Staat greift massiv ein (was er bereits tut), womit die momentanen Probleme via Inflation noch weiter in die Zukunft verlagert werden (Inflations-Phase).

„Deflationäre Bombe“

Wie auch Dr. Jens Ehrhardt im nachfolgenden Interview andeutet, sind die Gefahren für eine Implosion der Weltwirtschaft („Deflationäre Bombe“), selbst bei massiven Staatseingriffen, nicht zu unterschätzen, als da wären: kaum noch ausdehnbarer privater Konsum und die Immobilienblase in den USA, die riesigen Derivate-Positionen weltweit, welche von Warren Buffet jüngst als „Zeitbomben“ bezeichnet wurden, und schließlich das aggressive außenpolitische Vorgehen der US-Regierung, welche z.B. durch einen nicht unwahrscheinlichen Angriff auf Syrien die internationalen Handelsbeziehungen gefährden könnte.

Falsche Statistiken

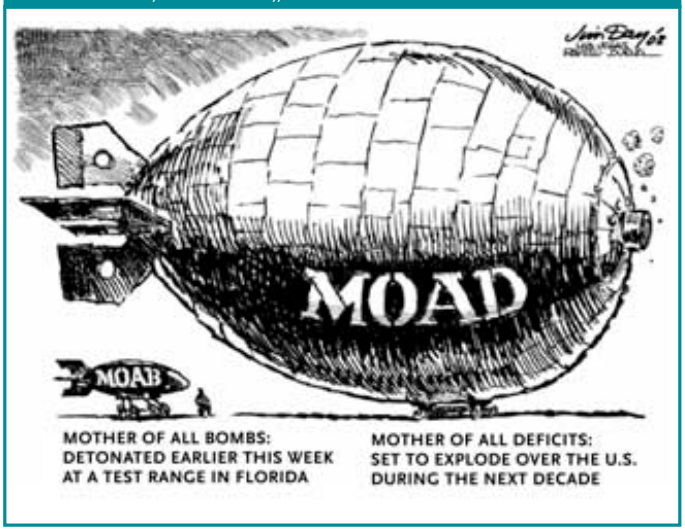
Alan Greenspan hat den Ernst der Lage begriffen – warum sonst hat er wohl die dramatischste Zinssenkungsrunde in der Geschichte der USA eingeleitet? Auch verkündet er in letzter Zeit regelmäßig an geeigneter Stelle, daß er festen Willens ist, bei einer wie auch immer gearteten Schwierigkeit die Geldschleusen noch weiter zu öffnen als er es ohnehin schon getan hat. Der US-Ökonom Paul Krugman, welcher als meist beachteter Wirtschaftskolumnist in den USA gilt, hat vor einigen Wochen festgestellt, daß die Bush-Regierung die Staatsfinanzen inzwischen dermaßen ruiniert hat, daß Greenspan über kurz oder lang gar kein anderer Weg mehr bleibt, als die Notenpresse anzuschmeißen. Alles deutet also in Richtung Inflation. Auch wenn es uns die offiziellen Preisstatistiken noch nicht offen legen (wegen falscher Zusammenstellung der Warenkörbe), so ziehen die Preise doch schon seit geraumer Zeit an. Dies hat ein Leser der Münchner Abendzeitung bereits erkannt, welcher auf einen dortigen Artikel über den Preisverfall in Deutschland mit dem Titel „Das Gespenst der Deflation“ folgenden Leserbrief schrieb:

„Preissteigerung nur 1,3 %: Wow! Interessant? Wer gibt diese Statistiken in Auftrag? Ich brauche jeden Tag Benzin, Strom, Wasser, Brot (alles stieg zuletzt im Preis; Anm. d. Red.), die Versicherungsbeiträge steigen auch. Einen DVD-Player oder PC kaufe ich höchstens alle paar Jahre (dort fallen die Preise; Anm. der Red.). Ich glaube, ich werde für blöd verkauft.“

Administrierte und freie Preise

Der Trennstrich zwischen den Gütern, die derzeit im Preis fallen, und denen, die im Preis steigen, ist dabei recht einfach auszumachen. Inflation herrscht eher dort, wo die Preise administriert sind (Zigaretten, Benzin, Versicherungen), dort wo jedoch Wettbewerb herrscht, fallen die Preise tendenziell (Kleidung, Elektronik). Um den Netto-Effekt zu ermitteln, braucht man sich nur seine Kontoauszüge vor Augen führen und man wird feststellen: Die Inflation zieht an! Die vermehrte Kriegstätigkeit (als nächstes Syrien?), aber auch mögliche zukünftige Handelsblockaden („Globalisierung ade!“) wirken obendrein preistreibend, so daß wir für die Zukunft „getrost“ von verstärkten inflationären Tendenzen ausgehen können, und damit besteht für die Aktienmärkte eine „Chance“ auf die Seitwärtsentwicklung (Inflations-Szenario). Aber Vorsicht! Inflationsbereinigt werden auch hier die Kurse sinken. So haben sich während der inflationären 70er Jahre die realen (= inflationsbereinigten) Aktienkurse um drei Viertel erniedrigt, obwohl sie unbereinigt nur seitwärts liefen. Für die folgenden Überlegungen unterstellen wir das aus unserer Sicht deutlich wahrscheinlichere Inflations-Szenario.

Abb. 2: Wehe, wenn die „Schuldenbome“ MOAD explodiert



Quelle: Las Vegas Revue Journal

Pit Bull Market

Unter einem „Pit Bull Market“ verstehen wir jeden Aufwärtsschub im Rahmen des in Abb. 1 dargestellten Inflations-Szenarios. Klassische Bullenmärkte erstrecken sich in der Regel über einen sehr langen Zeitraum, während dessen die Kurse eher gemächlich, aber bestimmt nach oben gehen. In klassischen Bear Market-Rallyes kommt es dagegen zu ruckartigen Bewegungen nach oben – unterbrochen von scharfen Gegenbewegungen nach unten –, wobei die zeitliche Dimension hier eher im Bereich von wenigen Wochen liegt. Gemäß Abb. 1 (und in einer Vergrößerung auch Abb. 3) erwarten wir für die kommenden Monate aber eine Entwicklung, die ein Mittelding zwischen den beiden oben beschriebenen Verlaufsmustern darstellt. Wir halten eine Aufwärtsbewegung für möglich, die sich durchaus bis in das Jahr 2004 erstrecken könnte, womit man unter zeitlichen Aspekten fast schon von einem Bullenmarkt sprechen könnte. Das Potential vom Tief bei 2.200 Dax-Punkten (am 12. März) bis zum Hoch sehen wir zwischen 50 und 100 % (37 % waren es schon in den ersten sechs Wochen!). Vom Charakter her dürfte diese Aufwärtsbe-

wegung unter heftigen Ausschlägen nach unten wie nach oben erfolgen, welche an die ruckartigen Bewegungen eines aggressiven Pit Bull Terriers (Kampfhund) erinnern könnten.

Technische Gründe

Die Gründe für die „Pit Bull"-These sind vielfältig, im Wesentlichen aber technischer Natur. Zum einen sind beim Dax ein 6- und ein 12-Monatszyklus auszumachen (sh. Abb. 3), welche etwa um die letzte Quartalswende herum in die „nächste Runde" starteten. Weiterhin wurde im Laufe der jüngsten Rallye der seit über einem Jahr gültige Abwärtstrend eindeutig gebrochen. Beides zusammen genommen legt nahe, daß sich Mitte März ein markantes Tief an den Aktienmärkten ereignet haben könnte. Diese Aussage wird unterstützt durch die Marktbreite. Mittlerweile notieren schon 11 der 30 Dax-Werte über ihrem 200-Tage-Durchschnitt, mit steigender Tendenz. Vereinfacht gesprochen läßt sich daraus schließen, daß mehr und mehr Aktien vom Abwärtstrend (unterhalb 200-Tage-D.) in den Aufwärtstrend (oberhalb 200-Tage-D.) wechseln.

Sentimenttechnische Gründe

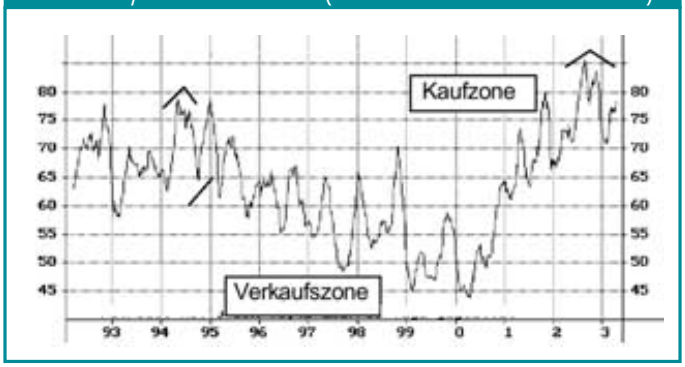
Bekanntlich steigen die Aktien am besten entlang der „Mauer der Angst" („wall of worry"). Angenommen, die „Pit Bull Market"-These ist richtig, so müssten sich derzeit jede Menge Indizien dafür finden, daß Anleger, aber auch Börsenmedien und Analysten für die Zukunft der Aktienmärkte nicht mehr optimistisch sind. Und in der Tat: Solche Indizien gibt es zuhauf. Beispielsweise fallen die Urteile der Analysten zu den Dax-Werten so pessimistisch aus wie seit vielen Jahren nicht mehr (sh. „NOTES"-Artikel auf S. 30). Die Put/Call-Ratios, welche den Grad des Absicherungsbedarfs und damit der Angst unter den Anlegern wiedergeben, notieren ebenfalls auf sehr hohem Niveau, wie Abb. 4 für den amerikanischen Aktienmarkt in einer längerfristigen Glättung verdeutlicht. Erfahrungsgemäß deuten solch hohe Put/Call-Ratios mittelfristig auf eine positive Entwicklung an den Börsen hin.

Der größte Bulle aller Zeiten

Gemäß dem Contrary Opinion-Ansatz lassen sich aber auch aus Entwicklungen, welche nicht in Zahlen gefaßt werden können, Schlüsse über die Zukunft der Börse ziehen. Als markantes Beispiel wäre hier die „Schließung" des Neuen Marktes Ende März zu nennen (sh. hierzu auch Interview mit Heinrich Morgen auf S. 44). Unter Contrary Opinion-Gesichtspunkten ist es weiterhin höchst positiv für die Aktien zu werten, wenn der „größte Bulle geschlachtet" worden ist. Denn dies ist gleichbedeutend damit, daß die Zuversicht in die Börse bzw. der Glaube an einen neuerlichen Aufschwung komplett verschwunden ist, und damit ist der Weg nach oben frei. Der größte Bulle, zumindest hierzulande, dürfte der Ex-Fonds-Manager Heiko Thieme sein, welcher über viele Jahre hinweg die FAZ-Leser allwöchentlich mit einer super-bullishen Kolumne „beglückte". Genau diese Kolumne wurde nun eingestellt, und zwar exakt am Tiefpunkt, Mitte März. Kausal denkenden Marktbeobachtern mag dieser Umstand unwesentlich erscheinen, Sentiment-Analysten jedoch werten dies als schwerwiegendes Kaufsignal, gibt es doch die Aufgabestimmung unter den Börsianern unmißverständlich wieder.

Abb. 3: Dax mittelfristig

Abb. 4: Put/Call-Ratio USA (10 Wochen -Durchschnitt)



Quelle: FINANZWOCHE

Fazit

Unter kurzfristigen Gesichtspunkten dürfte die 3.000-Punkte-Marke für den Dax zunächst ein Hindernis darstellen. Wie lange und wie stark diese Korrektur nach unten ausfallen könnte, ist per Redaktionsschluß schwer zu beantworten. Daher verweisen wir hierzu auf die wöchentliche Online-Rubrik *Smart Investor Weekly* (jeden Dienstag unter www.smartinvestor.de), in welcher insbesondere unter kurzfristigen Aspekten die Märkte behandelt und Timing-Empfehlungen gegeben werden. Mittelfristig, also auf Sicht der kommenden 3 bis 12 Monate, prognostizieren wir aufgrund von sentiment/technischen Gesichtspunkten eine Fortsetzung der seit Mitte März laufenden Aufwärtsbewegung („Pit Bull Market"). Langfristig, also für das verbleibende Jahrzehnt, halten wir aufgrund fundamentaler und volkswirtschaftlicher Überlegungen im besten Falle nur eine Seitwärtsbewegung unter großen Schwankungen für möglich, wobei nur in den jeweiligen „Pit Bull Markets" per Saldo mit Aktien Geld zu verdienen sein wird. Diese Einschätzung gilt nur für die Aktien in Europa und den USA. Einige Emerging Markets (z.B. Thailand) sowie die Edelmetall-Märkte (Stichwort: Inflation) sehen wir deutlich positiver. Unsere jeweilige Einschätzung zu den Märkten finden Sie ab der kommenden Ausgabe des *Smart Investor* in der Rubrik „Das große Bild".

Ralf Flierl

„Die deflationäre Bombe wird doch noch platzen“

Dr. Jens Ehrhardt, Herausgeber der Finanzwoche und Vermögensverwalter, über Greenspans Gelddruckerei, die amerikanische Immobilienblase und die Gefahr einer Deflation

Smart Investor: Herr Ehrhardt, Sie sind seit über 30 Jahren als Herausgeber der Finanzwoche und als Vermögensverwalter tätig. Haben Sie eine Baisse wie die in den letzten drei Jahren schon einmal erlebt?
Ehrhardt: Nicht annähernd. Diese Baisse ist in jeder Richtung atypisch. Erstens war sie viel stärker und zweitens unter monetären Gesichtspunkten anders als frühere Baissen kaum vorhersehbar. Es war diesmal eher von der markttechnischen Stimmung her zu sehen, daß es runter gehen mußte. Die Frage ist allerdings, wann geht man wieder rein in den Markt? Es gab im letzten Jahr die stärksten markttechnischen Kaufsignale der Nachkriegszeit, und trotzdem haben sie kaum etwas gebracht. Durch diese Super-Baisse sind die Niveaus der Stimmungsextreme verschoben worden, so daß man als Marktbeobachter wirkliche Schwierigkeiten hatte, die Pessimismus-Spitzen ausfindig zu machen, um erfolgreich in den Markt zu gehen.

Smart Investor: Welches sind Ihrer Meinung nach die Ursachen für diese Jahrhundert-Baisse?
Ehrhardt: Erstens war es eine Sache der Psychologie, und zweitens war es ein monetäres Phänomen. Greenspan hat ja im Grunde seit 1987, als er den damaligen Aktien-Crash aufgefangen hat, immer nur das eine Patentrezept gehabt, welches da hieß: Liquidität in die Märkte pumpen. Dann gab es ja noch diese schwere Krise Anfang der 90er Jahre, als die amerikanischen Banken große Unterdeckungen aufwiesen. Um diese Krise zu bereinigen, wäre eigentlich schon eine längere Rezession nötig gewesen. Greenspan hat aber statt dessen maßlos Liquidität zur Verfügung gestellt, um via fallender Kurzfrist-Zinsen eine steile Zinsstruktur zu erzeugen. Damit half er damals den notleidenden Banken aus der Patsche.

Smart Investor: Irgendwann aber mußte doch Greenspan klar geworden sein, daß er mit dieser endlosen Zurverfügungstellung von Liquidität inflationäre Tendenzen heraufbeschwört, was ja dann Ende der 90er Jahre in Form einer Aktienmarkt-Blase auch geschah.
Ehrhardt: Ja, Greenspan war sich meiner Meinung nach der Gefährlichkeit seines Handelns schon bewußt, nur hat er die Augen einfach zugemacht. Greenspan ist jemand, der die Menschen unbedingt glücklich machen will. Harte Einschnitte, die zu einer Bereinigung einer schwierigen Situation führen, traut er sich nicht durchzuziehen, bis heute eigentlich nicht.

Smart Investor: Wird die amerikanische Wirtschaft also, wie so viele derzeit befürchten, in einen deflationären Strudel gezogen, vergleichbar der japanischen Wirtschaft?
Ehrhardt: Die Gefahr ist in der Tat gegeben. Da haben wir die Tatsache, daß die Verschuldungssituation in den USA völlig überzogen ist, was zukünftig eher für eine Deflation spricht. Auf der anderen Seite steht dem die maßlose Gelddruckerei gegenüber, aufgrund der sich auf mittlere Sicht auch inflationäre Tendenzen ergeben können. Die Frage ist also, wohin kippt das Pendel? Vielleicht kann man die Deflation durch das Gelddrucken noch etwas verzögern, aber letztendlich wird diese deflationäre Bombe meiner Meinung nach doch platzen.

Dr. Jens Ehrhardt

Smart Investor: Ist es denn momentan nicht so – auch wenn uns die amtlichen Statistiken anderes glauben machen –, daß wir schon eine nennenswerte Inflation haben? Ich denke hier vor allem an die administrierten Preise, Versicherungen, Benzin usw.
Ehrhardt: Das ist richtig, der Staat sorgt aktuell für Inflation. Allerdings kann daraus keine echte galoppierende Inflation werden, weil von der Privatwirtschaft eher deflationäre Trends ausgehen, denken Sie nur an die preisgünstigeren Produktionsmöglichkeiten in China. Es dürfte also auf längere Sicht hier eher zu Preisrückgängen kommen. Auch die Psychologie der Leute ist heute nicht mehr so nach dem Motto: Ich muß heute noch schnell kaufen, weil morgen alles schon wieder teurer ist. Ganz im Gegenteil: Die Leute warten eher ab. Auch der Terror, die Kriegsgefahren und das schwindende Vertrauen in die Politik sorgen dafür, daß der Konsument immer vorsichtiger wird. In Europa und in Japan ist das bereits der Fall, aber ich befürchte, daß das jetzt in Amerika auch so kommen wird.

Smart Investor: Warum kann der Konsum in den USA nicht dauerhaft hoch bleiben?
Ehrhardt: Nehmen Sie nur die Hypotheken-Refinanzierungen. Diese sorgten in den letzten beiden Jahren für einen enormen Konsum-Schub. Dieser wird aber in diesem Jahr ausbleiben, weil sich die Zinsen nicht mehr stark senken lassen. Greenspan hat sein Pulver weitgehend verschossen, womit die monetäre Karte nicht mehr stechen kann.

Smart Investor: Da mag man gar nicht dran denken, was passiert, wenn jetzt noch die amerikanischen Immobilienpreise sinken.
Ehrhardt: Das wäre in der Tat fatal. Es ist natürlich die Frage, ob mit der expansiven monetären Politik verhindert werden kann, daß die dortige Immobilienblase platzt. Allerdings wäre

das natürlich nicht Sinn der Sache. Eine Notenbank ist normalerweise dazu da, den Geldwert stabil zu halten. In Amerika scheint sie dagegen eher die Aufgabe zu haben, die Immobilienpreise oben zu halten, damit der Konsum weiter gestützt wird. Allerdings kann man im Bereich der Gewerbeimmobilien schon eine gewisse Preiserosion aufgrund ansteigender Leerstandsquoten feststellen. Da wird man die Preise nicht nach oben bewegen können. Und im privaten Bereich spielt die Psychologie eine große Rolle. Wenn das Vertrauen schlechter wird und die Arbeitslosigkeit weiter anzieht, werden viele Leute gezwungen sein, ihre Häuser zu verkaufen, was einen Preisdruck nach sich ziehen dürfte. Wir sind also in einem Stadium, wo alle Gelddruckerei die Blase kaum mehr aufrechterhalten kann.

Smart Investor: Was Sie da sagen hört sich ein bißchen nach Endzeit-Stimmung an.
Ehrhardt: Stimmt. Es ist ja tatsächlich auch so. Man hat es so weit getrieben wie nie zuvor in der Geschichte. Die 15jährige extreme Aufblase-Phase unter der Leitung von Greenspan spricht dafür, daß es nun auch eine extrem lange Konsolidierung geben muß. Es gab ja bisher keine richtige Rückführung der Exzesse. Der Konsument hat sich tendenziell noch weiter verschuldet, die Unternehmen haben sich per Saldo nicht entschuldet, die Cash Flows sind nach wie vor geringer als die Neuverschuldung, womit natürlich keine Entschuldung stattfinden kann. Die Situation ist wirklich sehr verfahren.

Smart Investor: Welche Rolle spielt hier der Irak-Krieg?
Ehrhardt: Bedenkt man, daß der Ölpreis selbst auf dem ermäßigten Niveau von aktuell ca. 25 US-$ je Barrel noch deutlich höher liegt als in anderen konjunkturellen Erholungsphasen, wie 1991, 1983 oder 1975 – soweit man heute überhaupt von einer Erholungsphase sprechen kann –, dann wird klar, welche Bedeutung dem Ölpreis im heutigen, äußerst zerbrechlichen konjunkturellen Umfeld zukommt. Andererseits darf man sich durch den Irak-Krieg nicht das Blickfeld für die schweren Strukturprobleme in den USA, u.a. Zwillings-Defizit, Extremverschuldung sowie überbewerteter Dollar, verstellen lassen. Optimistischenfalls gelingt es, durch einen niedrigeren Ölpreis diesen Problemkreis auf der Zeitachse noch etwas nach hinten zu verlagern, auf die Dauer wird dies jedoch nicht möglich sein. Hinzu kommt noch, daß sich infolge des Irak-Krieges auch die weltpolitische Landschaft verändern könnte, ich denke dabei beispielsweise an einen aufkommenden Anti-Amerikanismus. Dies wäre gerade den internationalen Handelsbeziehungen und -strömen, die sozusagen das Rückgrat der Weltkonjunktur bilden, nicht sehr bekömmlich. Dazu paßt auch die aktuelle Warnung der Welthandelsorganisation WTO vor einer Welthandelskrise.

Smart Investor: Wie schätzen Sie vor diesem Hintergrund die kurzfristige Entwicklung an den Börsen ein, also auf Sicht von etwa drei Monaten?
Ehrhardt: Der Krieg und der infolge dessen zurückgehende Rohölpreis dürften – so zynisch es klingt – den Aktienkursen zunächst weiter helfen. Man konnte das in den letzten Jahren sehr deutlich sehen, daß sich die Aktienkurse und der Ölpreis tendenziell entgegengesetzt entwickelten.

Smart Investor: Und wie sieht Ihr langfristiges Szenario aus?
Ehrhardt: Wie gesagt sieht kurzfristig das Chance/Risiko-Verhältnis für die europäischen und hier insbesondere den deutschen Aktienmarkt relativ günstig aus. Aber auf mehrere Jahre Sicht bin ich eher pessimistisch, was eine große Erholung an den Börsen anbelangt. In diesem Zusammenhang muß man auch die Stimmung unter den Anlegern sehen. Die sind einfach vorsichtiger geworden und werden sich auch bei steigenden Kursen nicht mehr so viele Aktien ins Depot legen, wie sie das noch Ende der 90er Jahre getan haben. Genauso werden die gebeutelten Versicherungen nicht mehr so schnell ihre Aktienquoten hochfahren. Und unter konjunkturellen Gesichtspunkten muß man berücksichtigen, daß die Verschuldungsprobleme weiterhin ungelöst sind, sei es bei den amerikanischen Verbrauchern oder bei den Unternehmen. Die Staatshaushalte sind weltweit in einer schlechten Verfassung. Ich wüßte also nicht, woher der große Schub für einen Konjunkturanstieg herkommen sollte.

Smart Investor: Und wie steht es dann mit den Immobilien-Märkten?
Ehrhardt: Da wäre ich auch skeptisch. Denn Immobilien sind fast überall auf der Welt sehr hoch beliehen. Wenn die Inflation anzieht und damit anzunehmenderweise auch die Zinsen steigen, können viele Leute ihre Raten nicht mehr zahlen, müssen ihr Haus verkaufen und dies könnte zu einem anhaltenden Preisdruck führen. Insofern dürften die Immobilienpreise in jedem Falle nach unten gehen, im inflationären und im deflationären Szenario.

Smart Investor: Wo kann man denn dann überhaupt noch profitabel anlegen?
Ehrhardt: Ich denke, daß auf mehrere Jahre Sicht der Goldpreis stark nach oben gehen wird. Natürlich ist dies auch wieder unter dem psychologischen Blickwinkel zu sehen. Die Leute werden sich sagen, beim Gold weiß ich wenigstens, was ich habe. Die Goldproduktion sinkt seit Jahren. Die Investoren sind im Gold ganz klar unterinvestiert. Nur 0,4 % der liquiden Assets sind im gelben Metall angelegt. All dies spricht für anziehende Notierungen.

Smart Investor: Sind Sie auch in einem deflationären Szenario positiv gestimmt für Gold?
Ehrhardt: Dann dürfte Gold nicht sehr stark steigen, aber dennoch wird es sich in diesem Falle vermutlich gegenüber allen anderen Anlageformen relativ gut halten. In einer Deflation werden sich die Leute auch zunehmend um die Sicherheit der Banken sorgen und dann wird Gold favorisiert werden.

Smart Investor: Trotz dieses düsteren Ausblicks möchte ich mich herzlich bei Ihnen für dieses interessante Gespräch bedanken.

Interview: Ralf Flierl

Keine Versicherung gegen Kapitalmarktrisiken

Allianz und Münchener Rück als Spielball übler Spekulanten?

Kursverluste von bis zu 90 %, Volatilitäten wie bei Pennystocks und vernichtetes Aktionärsvermögen in dreistelliger Milliardenhöhe. Nein, die Rede ist nicht von Worldcom oder Ahold, nicht von gescheiterten Hightech- oder Technologieunternehmen und auch nicht von undurchsichtigen Konglomeraten mit zweifelhaften Bilanzierungspraktiken. In die „Klauen" professioneller Shortseller und Hedgefunds gerieten in den letzten Wochen vielmehr zwei Schwergewichte der internationalen Versicherungsbranche. Zwei Papiere, die dank ihrer Solidität und ihres immensen Beteiligungsvermögens stets als Witwen- und Waisenpapiere galten und bei denen sich kurz- oder mittelfristige Rückschläge meist als gute Einstiegsgelegenheit erwiesen haben.

Eldorado für Shortseller

Ob sich diese Einschätzung für Allianz und Münchener Rück, die Infineon als Wert mit den größten Hedgefunds-Aktivitäten im Dax zeitweise abgelöst haben, allerdings auch heute noch aufrecht erhalten läßt, muß mehr als bezweifelt werden. Ex-post betrachtet erweisen sich Shortseller, die an dem massiven Kursverfall der letzten Monate einen erheblichen Anteil hatten, häufig nämlich nicht als böse Buben der Finanzbranche, die grundsolide Unternehmen an den Rand des Konkurses treiben, sondern vielmehr als volkswirtschaftlich durchaus begrüßenswertes Korrektiv überteuerter Kapitalmärkte. Besonders begünstigt wurden ihre Aktivitäten durch das enge Beteiligungsgeflecht, in dem sich die beiden Versicherer befinden. Sorgten Überkreuzverflechtungen in den fetten Börsenjahren für hohe Erträge und den Aufbau stiller Reserven, ist es genau dieser Effekt, der den Kursverfall im Vorfeld der inzwischen durchgeführten, dringend erforderlichen Kapitalmaßnahmen nachhaltig angeheizt hat.

Münchener Rückversicherung

Allianz

Abbau der Beteiligungen hat oberste Priorität

Noch vor wenigen Wochen war die Allianz mit 22,4 % an der Münchener Rück beteiligt, die wiederum über ein Fünftel am Nachbarn auf der anderen Seite der Münchener Königinstraße besaß. Hinzu kommen 25,6 % an der HypoVereinsbank, der immerhin noch 4,6 % an der Allianz zuzurechnen sind. Die, wie könnte es anders sein, mit 17,3 % an dem Bankhaus beteiligt ist. Krisen, Verluste sowie der Abbau stiller Reserven wirken sich damit unmittelbar auf die anderen Gesellschaften des „Klüngels" aus und schlagen von dort wiederum auf den Verursacher zurück. Eine Spirale, die nur schwer zu durchbrechen ist und von außen kontinuierlich neue Nahrung erhält. So gehört das „Milliardengrab Dresdner Bank" inzwischen ganz zur Allianz. Kleinere Beteiligungen hält das bayerische Dreigestirn auch an anderen Topverlierern des letzten Jahres wie der Commerzbank oder Bayer.

Entschärfung der Abwärtsspirale

Erste Schritte, die gegenseitige Abhängigkeit zu reduzieren, wurden nun endlich eingeleitet. Beide Versicherungskonzerne reduzierten ihre Anteile bis Ende März – teils wohl zu langjährigen Tiefstkursen – auf jeweils unter 20 %, was zumindest bilanziell erhebliche Folgen hat. Bereits zum 31. März wurden die Beteiligungen nicht mehr nach der Equity-Methode konsolidiert. Bewertungsreserven an den Aktienpaketen des jeweils anderen Unternehmens werden damit zukünftig im ausgewiesenen Eigenkapital erscheinen, Gewinne und Verluste nicht mehr anteilig in die Ergebnisrechnung eingehen. Verluste, wie sie beispielsweise die Münchener Rück noch im vierten Quartal 2002 in Höhe von 2,2 Mrd. Euro verbuchte, flossen damit Ende März letztmalig anteilig in die GuV der Allianz ein. Als Erträge werden zukünftig nur noch ausgeschüttete Dividenden gebucht.

Durch die Entscheidung der Münchener Rück, sich an der gerade abgeschlossenen Kapitalerhöhung des Schwesterkonzerns nur in sehr geringem Umfang zu beteiligen, sinkt ihr Anteil an der Allianz sogar auf rund 15 % – eine Beteiligungshöhe, die auch von der Allianz am benachbarten Rückversicherer bis Ende 2003 angestrebt wird. Sollte die Anteilsreduzierung tatsächlich gelingen, würde sich die inzwischen stark geschrumpfte Gewichtung in den einschlägigen Aktienindizes wieder signifikant erhöhen.

Verfehlte Investitionspolitik auch im Ausland

Neben den deutschen Beteiligungen schlagen auch die amerikanischen Verlustbringer auf die gesamte Gruppe durch. So knabbert die Allianz bis heute an der Übernahme der amerikanischen Versicherungsgesellschaft Fireman's Funds, die trotz horrender Kapitaleinschüsse immer noch am Tropf der Münchener Mutter hängt. Immerhin konnte die Schaden-Kosten-Quote (Combined Ratio) im vergangenen Jahr auf 103 % gesenkt werden, nachdem sie 2001 noch bei 132 % gelegen hatte. Die US-Sparte Allianz Life, nach der Allianz Leben zweitgrößte Versicherungstochter, wird dagegen noch einige Jahre negative Erträge erwirtschaften. Nicht wesentlich besser stellt sich die Situation bei der American Re dar. Immer neue Löcher sorgen für unliebsame Überraschungen. Zuletzt waren es wieder 2 Mrd. Euro für Umwelt- und Asbestschäden, für die die Münchener Rück aufkommen mußte. Zumindest läßt der Austausch des scheinbar überforderten amerikanischen Managements und die stärkere Anbindung an die Konzernzentrale an dieser Front auf Besserung hoffen. So konnte das Combined Ratio von 112,7 % auf 106,5 % reduziert werden.

Combined Ratio

Als eine der wichtigsten Kennzahlen des Nicht-Lebensversicherungsgeschäfts bringt das Combined Ratio das Verhältnis von Schadenaufwand und Kosten auf der einen und Prämieneinnahmen auf der anderen Seite zum Ausdruck. Oberhalb von 100 % übersteigen Versicherungsleistungen und Betriebskosten somit die Prämien. Gewinne werden in diesem Fall lediglich durch die Finanzanlagen erzielt. Aufgrund des niedrigen Zinsniveaus fallen diese momentan deutlich geringer als im langfristigen Durchschnitt aus, so daß sich ein deutlich über 100 % liegendes Combined Ratio kaum ausgleichen läßt.

Münchener Rück mit enttäuschendem Ergebnis

Deutlich schwächer als ursprünglich prognostiziert fielen die vorläufigen Zahlen der Münchener Rück für das abgelaufene Geschäftsjahr aus. Lagen die Prämieneinnahmen mit einem Zuwachs von 10,8 % auf 40 Mrd. Euro noch „in line", muß der Jahresüberschuß von 1,08 Mrd. Euro (-250 Mio. Euro) als Enttäuschung bezeichnet werden. Im Mittel hatten die Prognosen hier bei 1,86 Mrd. Euro gelegen. Ausschlaggebend waren insbesondere die Lasten aus den Terroranschlägen in New York, Abschreibungen auf Wertpapiere in Höhe von 5,7 Mrd. Euro und erhöhte Schadensrückstellungen. Ausgeglichen werden konnten diese Faktoren lediglich durch Verkäufe von Anteilen an der Allianz Leben und weiteren Holdinggesellschaften an deren Mutterkonzern. Die Schaden-Kosten-Quote sank um 12,7 Prozentpunkte auf 122,4 %. Bereinigt um die Aufwendungen für das World Trade Center sowie die amerikanische Tochter lag der entsprechende Wert bei 106,5 % (112,7 %). Sowohl S&P als auch Moody's nahmen die enttäuschenden Zahlen zum Anlaß, den Rückversicherer jeweils um zwei Stufen auf AA- bzw. Aa3 abzustufen (siehe Interview).

Münchener Rückversicherungs AG

	2002	2003E	2004E
Prämieneinnahmen (Mio. Euro)**	39.971	42.700	45.930
Gewinn/Aktie (Euro)*	-20,19	9,41	12,83
KGV	-	8,9	6,5
Dividende (Euro)*	1,25	1,40	1,60

Quelle: *Merck Finck & Co., **Konsensusschätzungen, Kurs: 83,90 Euro.

Verluste auch beim Flaggschiff Allianz

Auch die Zahlen der Allianz fielen für das vergangene Jahr nicht gerade berauschend aus. So war der Verlust von -1,2 Mrd. Euro (Vorjahr: Gewinn in Höhe von 1,6 Mrd. Euro) zwar weitestgehend erwartet worden, schwer wiegt jedoch, daß innerhalb der Zahlen nur wenig Anzeichen für eine nachhaltige Besserung zu erkennen sind. Allein die Dresdner Bank belastete das Allianz-Ergebnis mit 3,2 Mrd. Euro. Es erscheint mehr als fraglich, ob beim Fehlinvestment des Jahrzehnts selbst bei nachhaltiger Besserung der Kapitalmärkte im laufenden Jahr der Break Even erreicht werden kann. Diesbezügliche Ausführungen des Vorstands auf der Bilanzpressekonferenz konnten nicht überzeugen. Eine befriedigende Lösung oder gar ein Befreiungsschlag zeichnet sich aus unserer Sicht für die nähere Zukunft zumindest nicht ab.

Allianz AG

	2002	2003E	2004E
Prämieneinnahmen (Mio. Euro)	63.153	67.148	70.496
Jahresüberschuss (Mio. Euro)	-1.167	291	1.060
Gewinn/Aktie (Euro)	-4,81	1,07	3,52
KGV		54,3	16,5

Quelle: Merrill Lynch, Kurs: 58,15 Euro.

Asbestrisiken auch in Europa

Selbst auf dem aktuellen, historisch betrachtet niedrigen Kursniveau, stellen die beiden Versicherungswerte unter langfristigen Gesichtspunkten keinen klaren Kauf dar. Neben den beste-

Rating der Finanzstärke

Rating der Finanzstärke	Moody's			Standard & Poors			Fitch		
	31.12.02	21.04.03	Ausblick	31.12.02	21.04.03	Ausblick	31.12.02	21.04.03	Ausblick
Allianz	Aa2	Aa2	negativ	AA	AA-	negativ	AA-	A +	negativ
Münchener Rück	Aa1	Aa3	negativ	AA +	AA-	negativ	AA +	AA +	negativ

henden Problemen bahnen sich weitere Risiken und Belastungen an, die in den aktuellen Bilanzen sowie den langfristigen Gewinnerwartungen wohl noch nicht hinreichend berücksichtigt sind. So warnen die Analysten der Ratingagentur Fitch davor, daß nach den US-amerikanischen Versicherern bald auch die europäischen Counterparts von einer Welle an Asbestklagen erfaßt werden könnten. Während Gesundheitsexperten den Höhepunkt in Amerika bereits als annähernd erreicht bzw. sogar überschritten ansehen, wird der Peak hierzulande erst in 10-15 Jahren erwartet. Auf die europäische Versicherungsbranche sieht Fitch deshalb in den kommenden 30 Jahre allein für diese Aufwendungen einen Rückstellungsbedarf von 32 bis 80 Mrd. Euro zukommen. Als größter der Branche hat die Münchener Rück für derartige Fälle gerade einmal Reserven in Höhe von 1,36 Mrd. Euro gebildet.

Derivate als „Zeitbomben" der Versicherungsbranche

Eine andere – wenn auch kaum geringere Gefahr – wittert Warren Buffett, der Value-Investor schlechthin. Als „Zeitbomben", nicht nur für die Finanz- und Versicherungsbranche, sondern letztendlich für ganze Volkswirtschaften, bezeichnet er das inzwischen unüberschaubare Spektrum an Finanzwetten und Derivaten. Aufgrund ihrer Komplexität könnten diese „Massenvernichtungswaffen im Finanzsektor" häufig nicht mit ihrem wahren Wert verbucht werden. Auch wenn dem alten Hasen sicherlich stets eine gehörige Portion Vorsicht und Konservatismus unterstellt werden muß, sollten seine Überlegungen, die er in dem jüngsten Aktionärsbrief an die Anteilseigner „seiner" Berkshire Hathaway ausführlich darlegt, nicht grundsätzlich von der Hand gewiesen werden. Immerhin ist es noch keine drei Jahre her, daß Buffett als zum alten Eisen gehörend abgestempelt wurde, weil er den Hightech- und Internet-Boom scheinbar verschlafen hatte.

Fazit

Sowohl Allianz als auch Münchener Rück haben in den letzten Wochen verschiedene Schritte unternommen sowie weitere angekündigt, um das in den jeweiligen Aktien immanente Risiko zu reduzieren. Neben der Verringerung der Überkreuzbeteiligungen ist hier insbesondere die Stärkung der Kapitalbasis zu nennen, auch wenn diese bei der Allianz zu äußerst niedrigen Kursen erfolgte. Dennoch sind die jüngsten, parallel zum Kapitalmarkt verlaufenen Kurserholungen weniger auf diese Maßnahmen als vielmehr die vorangegangenen Übertreibungen nach unten sowie Eindeckungen durch Shortseller zurückzuführen. Eine positive Entwicklung des deutschen Aktienmarktes unterstellt (Szenario eines „Pit Bull Markets"), werden die beiden Werte den Markt aufgrund ihrer hohen Reagibilität gegenüber dem Dax (hohe Beta-Faktoren) vermutlich auch in den kommenden Monaten deutlich outperformen. Bei der Allianz ist diese Aussage allerdings insofern mit Einschränkungen zu versehen, als die Dresdner Bank auch weiterhin als massiver Belastungsfaktor zu sehen ist, für den sich noch keine befriedigende Lösung abzeichnet. Die Krise der deutschen Lebensversicherer dürfte sich für den Erstversicherer dagegen eher positiv auswirken und der Allianz Leben – wie bereits im letzten Jahr – auch 2003 starkes Neugeschäft und steigende Marktanteile bescheren. Diverse langfristige Belastungsfaktoren wie Asbestklagen in Europa, Risiken aus Derivaten oder hohe stille Lasten, die nach § 341b HGB Ende des Jahres aufgelöst werden müssen, dürften der begonnenen Kurserholung jedoch auf absehbare Zeit wieder ein jähes Ende bereiten. Spätestens dann wird wieder die Stunde der Hedgefunds und Leerverkäufer schlagen – und zwar nicht als kapitalvernichtende Spekulanten, sondern als Korrektiv fehlerhafter Risiko- und Unternehmensbewertungen. Aber wie gesagt: Bis dahin dürften die beiden Versicherungsriesen zu den Top-Performern unter den deutschen Blue Chips gehören.

Martin Ahlers

„Zur Stärkung der Finanzkraft sind die Erhöhung der Kapitalausstattung und die Verbesserung der Gewinne erforderlich"

Interview mit Lynn Exton, Senior Vice President Moody's, zuständig für europäische Versicherungen

Smart Investor: Mrs. Exton, Anfang April hat Moody's das Finanzkraftrating der Münchener Rück um 2 Stufen auf Aa3 (mit negativem Ausblick) zurückgenommen. Worin liegen die Hauptgründe für diesen Schritt?

Smart Investor: Der Hauptgrund für die Herabstufung lag in dem starken Rückgang der Kapitalausstattung der Münchener Rück zum Jahresende 2002 sowie dem anhaltenden Druck auf die Eigenkapitalbasis, in erster Linie bedingt durch die massiven Kursverluste bei Beteiligungen, insbesondere der Allianz und der HVB, im ersten Quartal 2003. Die Herabstufung erfolgte dabei unmittelbar nach Bekanntgabe der vorläufigen Zahlen für das Geschäftsjahr 2002 und als Folge des starken Rückgangs der Aktienpreise der drei genannten Gesellschaften.

Smart Investor: Inwiefern wird sich die Situation durch die bereits begonnene Entflechtung mit der Allianz sowie die angekündigten Kapitalmaßnahmen wieder verbessern?

Exton: Wir betrachten diese Entwicklung bei der Münchener Rück als positiv, weisen aber gleichzeitig auf das anhaltend schwierige makroökonomische Umfeld hin.

Smart Investor: Welche zusätzlichen Schritte halten Sie für notwendig, um die Finanzkraft des Rückversicherers zu stärken? Wo sehen Sie weiteres Belastungspotential?

Exton: Positiv würde sich insbesondere eine Erhöhung der Kapitalausstattung sowie eine qualitative und quantitative Verbesserung der Gewinne auswirken. Im umgekehrten Fall, also einer weiteren Verringerung der Kapitalausstattung durch anhaltende Kursverluste bei den Überkreuzbeteiligungen sowie aufgrund der anhaltenden Verluste bei der American Re droht dagegen eine erneute Herabstufung. Weitere belastende Faktoren könnten unter anderem in der Verschlechterung der Versicherungsabschlüsse, größeren Umweltkatastrophen und/oder weiteren Asbestrisiken liegen.

Interview: Martin Ahlers

Glänzende Zukunft

Mit einem Investment in Aktien von Gold- und Silber-Minen läßt sich am Aufwärtstrend der Edelmetalle überproportional verdienen.

Kann man nun, da der Irak-Krieg vorüber scheint, das Thema Edelmetalle ad acta legen? Mitnichten. Die Renaissance der Edelmetalle hat lange vor dem Irakkrieg und selbst vor den Terroranschlägen des September 2001 begonnen, daher kann die Einschätzung, daß lediglich Terror und Krieg die Triebfedern hinter dem Goldpreisanstieg seien, nicht überzeugen.

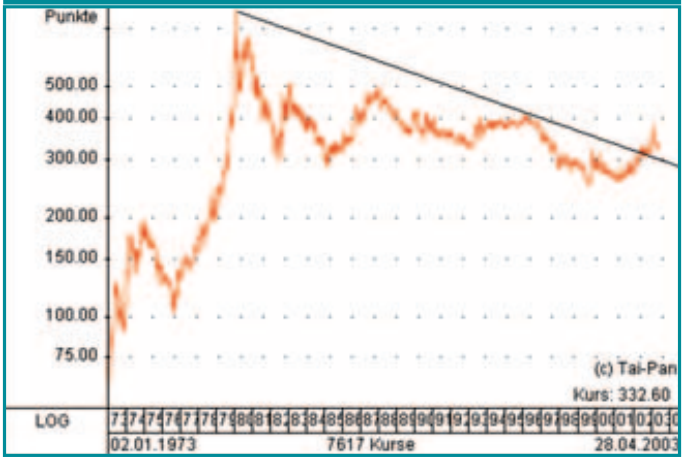
Eine vergessene Asset-Klasse

Die 20 Jahre währende Baisse scheint die Asset-Klasse Gold bei der Masse der Anleger erfolgreich aus den Köpfen verdrängt zu haben, verschiedentlich wurde bereits gar der Tod des Goldes propagiert. Bis heute wirken diese Denkmuster, die eine ganze Generation von Anlegern prägten, nach, und die Mehrheit der Anleger ist weiterhin in Gold und Goldminen kraß untergewichtet. Allenfalls billigt man diesen Anlagen eine kurzfristige „save haven"-Rolle zu, mehr nicht. Typisch für das negative Sentiment ist auch, daß bereits kurz nach dem erfolgten Bruch des langjährigen Abwärtstrends vor einem Platzen der Spekulationsblase am Goldmarkt gewarnt wurde. Es wäre ein ziemlich ungewöhnlicher Vorgang, wenn ein Markt nach einer derart ausgedehnten Baisse unmittelbar in eine Spekulationsblase überginge. Sehr viel wahrscheinlicher dürfte es sein, daß wir hier die Geburtswehen eines neuen Trends sehen, der – wie so häufig – von der Mehrheit der Beobachter verkannt wird.

Definitiv kein Relikt

Denen, die in Gold nur ein Relikt vergangener Tage sehen, sei eine Episode aus der jüngeren Geschichte ins Gedächtnis gerufen: Als Südkorea 1997 mit Wucht von der Asienkrise getroffen wurde, forderte der Staat seine Bürger auf, einen Beitrag zu leisten, nicht etwa in Form von Fondsanteilen, Aktien oder Anleihen, sondern in Form von Gold.

GOLD, LANGFRISTIG



Die Fundamentals

Nach Angaben von Gold Fields Mineral Services übersteigt die industrielle Goldnachfrage die Minenproduktion seit Jahren um rund 1.000 Tonnen pro Jahr. Diese Lücke wurde in der Vergangenheit durch Recycling-Gold, Zentralbankverkäufe und Terminverkäufe der Minen gedeckt. Die drastische Rückführung dieser Terminverkäufe dürfte der Auslöser für die Wende am Goldmarkt gewesen sein. Offenbar setzte sich bei den Produzenten die Erkenntnis durch, daß sie durch ihre exzessiven Vorwärtsverkäufe eben jenen Baissetrend mitverursacht hatten, gegen den sie sich eigentlich zu schützen suchten. Die rapide gesunkenen Zinssätze begünstigen Gold zudem in zweifacher Weise: Einerseits ist hierdurch die Attraktivität des Goldleihegeschäfts massiv gesunken, während andererseits das Halten von Gold mit deutlich geringeren Opportunitätskosten verbunden ist.

Die Rolle der Zentralbanken

Eine Schlüsselrolle am Goldmarkt fällt den Zentralbanken zu, die es neben ihren direkten Aktionen an den Märkten immer wieder verstehen, sich medienwirksam in Szene zu setzen. Geradezu ei-

nen Klassiker in dieser Hinsicht lieferte Bundesbank-Präsident Ernst Welteke, der just dann wiederholt laut über Goldverkäufe nachdachte, als der Goldpreis vorübergehend in offenbar unerwünschte Höhen enteilte. Ansonsten wäre kaum verständlich, warum ein potentieller Großverkäufer sich schon im Vorfeld die Preise regelrecht kaputtreden sollte. Weit weniger mitteilsam zeigt sich dagegen die Deutsche Bundesbank beim Ausweis ihrer Goldleihe. Die aus diesen Geschäften resultierenden Goldforderungen werden schamhaft und ohne weitere Erläuterungen in der Sammelposition „Gold und Goldforderungen" zusammengefaßt. Es war daher ein begrüßenswerter Schritt für mehr Glasnost am Goldmarkt, als die portugiesische Zentralbank erstmals im Geschäftsbericht 2001 den Umfang ihrer Verleihaktivitäten publik machte: Mehr als 70 % ihres physischen Goldbestandes waren bis zu diesem Zeitpunkt via Goldleihe in den Markt abgeflossen. Ganz im Gegensatz zur allgemeinen Geheimniskrämerei um die Goldleihe werden die regulären Goldverkäufe der Europäischen Zentralbanken recht publikumswirksam inszeniert. Während die unkritische Presse diese Verkäufe eilfertig als Belastungsfaktor für den Goldpreis wertet, könnte ein sachverständiger Beobachter durchaus auch einmal die Frage stellen, wer all das Europäische Zentralbankgold seit Jahren kauft und welche Ziele diese Käufer verfolgen.

Silberpreis in % des Goldpreises

Silber

Auch beim kleinen Bruder Silber klafft seit Jahren eine Angebotslücke von rd. 100 Mio. Feinunzen pro Jahr. Gedeckt wurde dieses Defizit bislang aus der Enthortung von Silberbeständen, die zum Teil noch aus den Zeiten der letzten großen Silberhausse Ende der 70er Jahre stammten. Diese Bestände sind nunmehr weitestgehend aufgezehrt, und gerade das Fehlen von Zentralbank- oder vergleichbaren Interventionsbeständen macht den besonderen Charme des Silbers aus. Das Totschlagargument gegen Silber lautet seit Jahren „Digitale Fotografie". Aber obwohl der Siegeszug dieser Technologie bereits in vollem Gange ist, blieb der prognostizierte Nachfrageeinbruch bislang aus. Dagegen erschließt sich Silber aufgrund seiner einzigartigen technischen Eigenschaften und seines historisch niedrigen Preises beständig neue Anwendungsfelder (Supraleiter, Wasseraufbereitung, etc.). Konsequenterweise haben zwei Investoren, die man getrost zu den „Smarten Investoren" zählen darf, Warren Buffett und George Soros, schon vor Jahren begonnen, Silber und Silberminen zu akkumulieren. Doch Silber ist weit mehr als ein Steckenpferd älterer Herren, denn auch einer der führenden Exponenten der High Tech-Wirtschaft, Bill Gates, war mit Käufen bei ausgewählten Silberaktien aktiv.

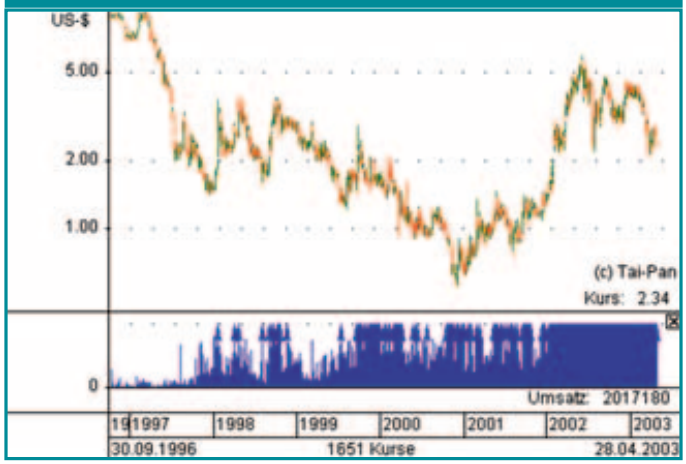
Praktische Umsetzung

Erste Wahl für den sicherheitsorientierten und langfristig orientierten Anleger ist ohne Wenn und Aber der Erwerb physischen Materials. Die dem Publikum gerne ans Herz gelegten Zertifikate sind trotz ihrer bequemen Handelbarkeit hierfür leider kein adäquater Ersatz. Sie repräsentieren lediglich eine ungesicherte Forderung gegen den Emittenten, bei der die Lieferung physischen Materials in der Regel explizit ausgeschlossen ist. Als Alternative kämen lediglich einer der wenigen Goldminen-Fonds oder als deutlich aggressivere Variante ein Engagement in einzelnen Minengesellschaften in Betracht, wobei Titel mit umfangreichen Vorwärtsverkäufen strikt gemieden werden sollten.

Durban Roodepoort Deep

Der südafrikanische Goldproduzent ist durch seine umfangreichen Gold-Reserven bzw. -Ressourcen (ca. 86 Mio. Feinunzen) besonders attraktiv. Bei einer aktuellen Jahresproduktion von ca. 1 Mio. Feinunzen ergäbe sich damit rein rechnerisch eine Lebensdauer der Minen von gut 80 Jahren. Ihre Vorwärtsverkäufe hat die Gesellschaft im letzten Jahr konsequent zurückgeführt und ist

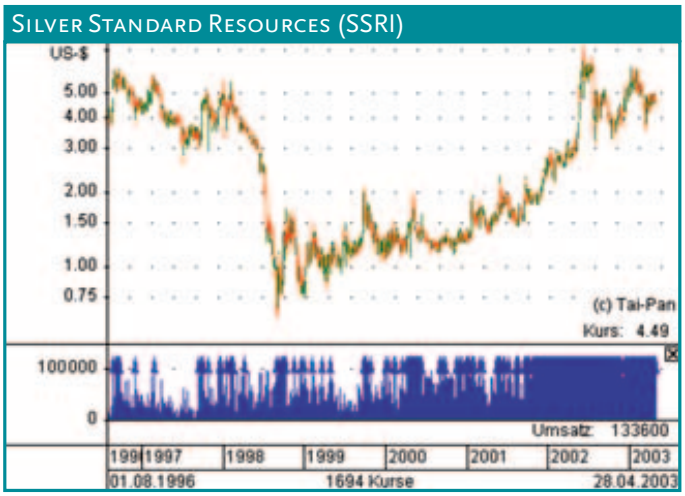
Durban Roodepoort Deep



nun praktisch frei von entsprechenden Verpflichtungen. Aufgrund der relativ hohen Produktionskosten und des hohen Fremdfinanzierungsanteils weist Durban einen besonders hohen Hebel auf Veränderungen des Goldpreises auf. Ein Hebel, der freilich in beide Richtungen wirkt, weshalb sich im Chart neben fulminanten Aufwärtsbewegungen auch in jüngerer Vergangenheit immer wieder dramatische Einbrüche finden. Diese Einbrüche waren jedoch nicht ausschließlich auf Schwankungen des Goldpreises zurückzuführen, sondern hatten ihre Ursachen zum Teil in den politischen und wirtschaftlichen Entwicklungen des Heimatlandes Südafrika (z.B. hohe Inflation) oder hausgemachten Problemen. Dennoch erwiesen sich gerade diese von kurzfristiger Panik getriebenen Einbrüche rückblickend als hervorragende Einstiegsgelegenheiten. Auch sollten Investoren die Kursentwicklung des südafrikanischen Rand im Auge behalten. Da der Löwenanteil der Aufwendungen der Mine in Rand anfällt, würde eine weitere Aufwertung des Rand gegenüber dem US-$ nicht ohne Spuren in der Ergebnisrechnung bleiben. Im Zusammenhang mit Südafrika sind auch politische Risiken nicht von der Hand zu weisen. Die sog. Black Empowerment-Bewegung hat jüngst eine sog. Minen-Charta initiiert, die eine deutliche Stärkung der Rechte der Schwarzen vorsieht. Die Umsetzung der Charta wird für die Minen mit zusätzlichen Kosten verbunden sein, wenn auch die ursprüngliche Fassung deutlich entschärft wurde. Wir erwarten im laufenden Geschäftsjahr (bis 30.06.2003) einen Gewinn je Aktie von ca. 0,23 Euro. Auf dem aktuellen Kursniveau von rund 2,50 Euro ergibt sich damit ein KGV von ca. 11. Der Titel wird auch in Deutschland ausreichend liquide gehandelt, es sind hier allerdings nur die sog. ADRs (American Depository Receipts) verfügbar.

Silver Standard Resources (SSRI)

Unter dem Slogan „Pure Silver, pure Opportunity“ wirbt die 1946 als Explorationsunternehmen gegründete kanadische Gesellschaft um Investoren. Das Konzept von SSRI sieht vor, die aktuell rekordtiefen Silberpreise zu nutzen, um hochgradige Silbervorkommen in aller Welt zu akquirieren. Schwerpunkte der Akquisition lagen in den klassischen Silberregionen Lateinamerika, Mexiko und Argentinien sowie in Australien und Nordamerika. Die Vorkommen werden zwar eingehend erforscht, mit der eigentlichen Entwicklung und schließlich Förderung des Silbers will man jedoch warten, bis sich die Preise von ihren Tiefständen überzeugend gelöst haben. Damit vermeidet SSRI das Dilemma, in dem sich die wenigen noch verbliebenen klassischen reinen Silberproduzenten befinden: Aufgrund hoher laufender Kosten



sind sie praktisch gezwungen zu fördern und den Markt zu Tiefpreisen zu beliefern; je tiefer die Preise sinken, desto mehr müssen sie fördern. SSRI weist praktisch keine langfristigen Verbindlichkeiten auf und ist aufgrund der komfortablen Kassenlage und der niedrigen laufenden Aufwendungen nicht unter Druck, die Vorkommen rasch zu „versilbern“. Die nachgewiesenen Reserven der SSRI in den verschiedenen Kategorien belaufen sich derzeit zusammen auf ca. 16 Feinunzen Silber je Aktie. Damit könnte man den Titel noch am ehesten mit einem sehr lang laufenden Silber-Call vergleichen. Eine Charakterisierung, die deutlich machen soll, daß es sich auch hier um ein spekulatives Investment für erfahrene Anleger handelt. Hinsichtlich der künftigen Vermarktung der Vorkommen hält man sich bei SSRI verschiedene Exit-Strategien offen, die von der Ausbeutung im Alleingang über Joint Ventures bis zur Verpachtung oder dem Weiterverkauf der Lagerstätten reichen. Die aktuellen Geschäftszahlen sind wenig aussagekräftig, da sich die Gesellschaft entsprechend ihrer Strategie derzeit noch im Wartestand befindet und dementsprechend umsatzlos ist und Verluste produziert. Wir halten die Strategie von SSRI, gegen den Strom zu schwimmen, für smart und denken, daß der Titel bei anziehenden Silberpreisen weit überproportional profitieren sollte. Die Aktie notiert derzeit um 4,60 Euro und kann auch in Deutschland geordert werden, wobei aufgrund der Marktenge Limits dringend zu empfehlen sind.

Fazit

Nachdem der Goldmarkt im Februar durch die Irak-Kriegshysterie vorübergehend zu Exzessen neigte, die bezeichnenderweise von den meisten Minen nicht mitgemacht wurden, trat in der Zwischenzeit eine merkliche Beruhigung ein. Nach unserer Auffassung ist der mehr als 20jährige Bärenmarkt in den Edelmetallen beendet. Die extremen Volatilitäten und Unsicherheiten werten wir als Hinweis auf das neu erwachende Interesse an diesen Anlagen bei gleichzeitig großer Verunsicherung der breiten Masse. Nach unserer Überzeugung sehen wir hier die frühen Zuckungen eines vermutlich mehrjährigen Bullenmarktes im Edelmetallbereich. Insbesondere der jüngste Rückschlag weist den Weg für das richtige Verhalten in einem derartigen Umfeld: Es ist der klassische Anwendungsfall der Strategie „Buy on Dips“. Dagegen sollte man in den immer wieder auftretenden Euphoriephasen eher auf der Verkäuferseite stehen.

Ralph Malisch

Thailand bietet mehr als Tourismus

Nach Überstehen der Asienkrise haben noch längst nicht alle Investoren den Weg zurück gefunden. Die Folge sind weiterhin niedrige Bewertungen bei gleichzeitig überdurchschnittlichen Wachstumsperspektiven.

Fünf Jahre nach dem Mega-Crash 1997/98 scheint der damals am schwersten betroffene Markt in Thailand gerade jetzt wieder einer der interessantesten Kandidaten für einen erneuten Aufschwung zu sein. Wichtige Reformen in Politik, Wirtschaft und im Bankensystem treffen mit steigenden Konsumentenausgaben und -einnahmen, starkem Wachstum und sehr niedrigen Bewertungen zusammen. Das internationale Sentiment für Emerging Markets und somit auch für Thailand verbessert sich stetig, aber eben nur langsam. Die Börsen haben einen stabilen Boden gebildet und gewinnen nun wieder an Aufwärtsmomentum. Der Zeitpunkt für eine Investition in Thailand scheint jetzt – trotz SARS – sehr günstig zu sein. Dieser Beitrag soll einen kurzen Überblick über das Land und seine makroökonomische Struktur, die weiteren Wachstumsaussichten und die Chancen einzelner Unternehmen geben.

Makrodaten und Fakten

Ca. die Hälfte der 64 Mio. Einwohner arbeitet in der Landwirtschaft. Jedoch trägt das Einkommen aus der Landwirtschaft nur zu 13 % zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) bei. 40 % kommen aus der Industrie und schließlich 47 % aus dem Dienstleistungssektor. Die offizielle Arbeitslosenquote lag im Dezember bei weniger als 2 %. Das BIP des letzten Jahres belief sich auf rund 132 Mrd. US-$ oder rund 2.100 US-$ pro Kopf. Doch eines ist entscheidend: In Kaufkraft gerechnet liegt das Pro-Kopf-Einkommen rund dreimal höher. Bereits an diesen Daten erkennt man, daß in Thailand ein großes Wachstumspotential existiert. Das Arbeitskräftepotential ist riesig, und dennoch gibt es in Thailand nicht das Problem der Massenarbeitslosigkeit wie in vielen anderen Emerging Markets.

Tourismus

Des weiteren ist der Tourismus ein wichtiger Faktor in Thailand – die Einnahmen betragen rund 7 Mrd. US-$ pro Jahr bei fast 11 Mio. Touristen. Für die Zukunft kann v.a. der Tourismus eine wichtige Triebfeder für Thailand werden, da man annehmen kann, daß die Zahl chinesischer Touristen weiter stark steigen wird – wie bereits in den vergangenen Jahren. Kurzfristig wird die thailändische Tourismusbranche aber von der Lungenkrankheit SARS überschattet. China verhängte kürzlich erst ein Reiseverbot nach Malaysia, Thailand und Singapur als eine Art Vergeltung für negative Kommentare dieser Länder zur Praxis des chinesischen Umgangs mit SARS.

Die Börse Bangkok

Von 1990 bis 1994 konnte die thailändische Börse (alle Angaben in Euro gerechnet) um über 120 % zulegen, um dann mehr als zwei Jahre leicht abwärts zu tendieren. 1997/98 kam es dann zu den Asienkrisen und in Folge der Freigabe des Thai-Bahts zum dramatischen Kursverfall von 90 % an der Börse in Bangkok. Wer hier – mitten in der Asienkrise – mutig kaufte, konnte schon ein Jahr später Gewinne von fast 300 % einstreichen. Seit dieser massiven Erholung haben die Kurse wieder konsolidiert.

Bangkok S.E.T. Indes

Niedrige Bewertung

Doch auch wenn die thailändische Börse heute 100 % über ihren Tiefstständen notiert, sind die Bewertungen immer noch sehr günstig, wie der Tabelle zu entnehmen ist. Die Begründung dafür ist, daß noch längst nicht alle krisengeschüttelten Investoren der Vor-Crash-Jahre wieder zurückgekehrt sind. Derweil haben sich die Fundamentals drastisch verbessert, was sich jedoch noch nicht in den Bewertungen niedergeschlagen hat. Zu diesen günstigen Investitionsmöglichkeiten gesellen sich außerdem die vorliegenden Wachstumsaussichten, die guten volkswirtschaftlichen Rahmendaten und der langfristig positive Ausblick für Gesamt-Asien.

Kennzahlen für die Börse Bangkok	
Kurs/Gewinn-Verhältnis 02 / 03	7,0 / 6,8
Kurs-Buchwert-Verhältnis 02 / 03	1,4 / 1,4
Dividenden-Rendite 02 / 03	2,7 % / 3,3 %

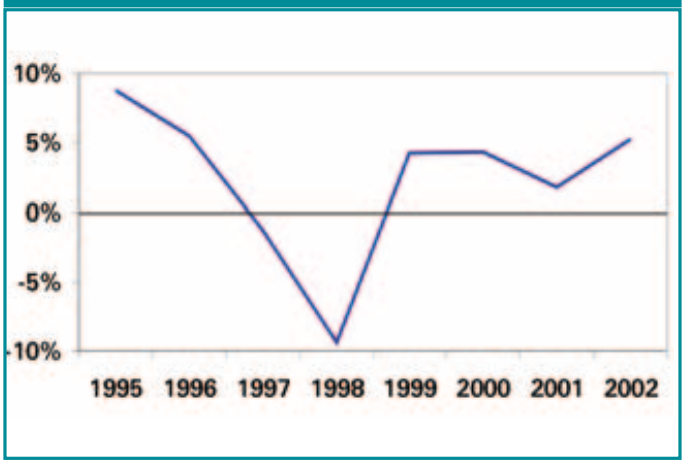
Wirtschaftserholung in 2002

Thailands Wirtschaftswachstum war im Jahr 2002 von einer kräftigen Erholung der privaten Konsumnachfrage (+4 %), dem Export (+11 %) und den inländischen Investitionen (+6 %) geprägt. Die USA waren als Thailands größter Handelspartner für ein Fünftel der Exporte verantwortlich. Allerdings wuchsen die Exporte in die USA nur um ca. 2 %. Weit stärker als die Nachfrage der westlichen Industrienationen war diejenige aus anderen asiatischen Staaten, und hier insbesondere China, mit einem Anstieg von 12 %. Auch hierin spiegeln sich die kommenden Wachstumsimpulse der Zukunft wider.

Staatshaushalt und Politik

Thailands Premierminister Thaksin Shinawatra versprach 2002 eine auf die Belebung des Wachstums ausgerichtete Politik und wurde dafür im Vorfeld wegen der möglichen negativen Auswirkungen auf das Haushaltsdefizit und die Inflation heftig kritisiert. So wurde etwa ein Kreditprogramm für ländliche Regionen aufgelegt, um den Agrarsektor zu stützen. Auch niedrige und mittlere Einkommensschichten wurden deutlich entlastet. Offenbar wurde das Ziel, die Wirtschaft im Inland zu beleben, um nicht zu stark vom Export abhängig zu sein, erreicht, und zwar ohne von den Möglichkeiten einer Staatsausgabenerhöhung Gebrauch zu machen. So stiegen die Staatsausgaben um gerade einmal 0,5 %, während das Haushaltsdefizit 2002 nur 2,5 % des BIP betrug. Der Staat hatte zu Anfang des Jahres noch ein Minus von fast 4 % erwartet. Die Staatsverschuldung befindet sich mit aktuell 53 % des BIP sogar in einem rückläufigen Trend (2000: 58 %).

Wachstum des thailändischen Bruttosozialproduktes



Wachstum setzt sich im ersten Quartal 2003 weiter fort

Für 2003 liegen die offiziellen Prognosen bei einem Wirtschaftswachstum in Höhe von ca. 4 bis 5 %. Angesichts der jüngsten Ereignisse um SARS dürfte hier jedoch ein Risiko zwischen 0,5 und 1 % liegen, doch die realen Auswirkungen zeichnen sich erst langsam ab. Allerdings scheint genügend Liquidität bereitzustehen, um die negativen Auswirkungen abzufangen und die Binnenwirtschaft beleben zu können. Bei einer Inflationsrate von gerade 0,7 % ist das Realwachstum auch dementsprechend hoch. Dabei wird, wie schon im letzten Jahr, das Konsumwachstum von essentieller Bedeutung sein. Der private Verbrauch lag im Februar bereits um 6,3 % über dem Vorjahr. Insbesondere die Nachfrage nach Autos stieg mit 73 % enorm, was jedoch auch vor dem Hintergrund eines Basiseffektes und verstärkten Incentive-Maßnahmen gesehen werden muß. Die Sparquote des Privatsektors liegt in Thailand bei erstaunlichen 30 %, die private Verschuldung bei gerade einmal 10 % des BIP. Dies sind Werte, von denen man andernorts nur träumen kann – allen voran in den USA. Bei hohen Devisenreserven von rund 40 Mrd. US-$ und einem Außenhandelsüberschuß von 3,3 % ist die Basis für einen nachhaltigen und lang andauernden Wirtschaftsaufschwung damit so gut wie noch nie.

Unternehmenslandschaft

Der Unternehmenssektor in Thailand wurde von der Asienkrise 1997 am stärksten getroffen. Die daraufhin begonnenen Restrukturierungen haben 2001/02 erstmals sichtbare Resultate gebracht. So konnten 80 % aller an der thailändischen Börse notierten Unternehmen für das Gesamtjahr einen Gewinnanstieg von mehr als 10 % berichten. Die Bilanzierungspraktiken wurden verbessert und die Transparenz gegenüber den Investoren erhöht. Überkreuzbeteiligungen, die zum Schutze des Binnenmarktes und des familiären Einflusses eingegangen wurden, werden nach und nach aufgelöst. Außerdem verbessern sich durch die Marktöffnungen angrenzender Länder (Malaysia, Indonesien, Myanmar) die Handelsbeziehungen und schaffen neue Investitionsmöglichkeiten für thailändische Unternehmen.

Banken- und Kreditsystem

Da der Thai-Baht bis zur Krise an den US-$ gekoppelt war, konnten nahezu alle großen Unternehmen Kredite im Ausland aufnehmen und sitzen heute auf einem hohen Anteil von langlaufenden US-$-Schulden (ca. 40 bis 50 % der ausstehenden Kredite). Die Währungsabwertung und anschließende Rezession hat demzufolge ein hohes Niveau an Problemkrediten geschaffen, die das Bankensystem belasten und die Vergabe von neuen Krediten an den Unternehmenssektor stark einschränkten. Die notleidenden Forderungen liegen bankenweit bei ca. 18 % aller Kredite. Mit staatlichen Hilfen, Neuverhandlungen und Bankenschließungen wird eine Er-

tragswende zu schaffen versucht, was nun auch zu gelingen scheint. Einen wesentlichen Anteil an dieser positiven Entwicklung hat die wachsende Vergabe von Krediten an Privatkunden sowie den Mittelstand. Die großflächige Einführung von Kreditkarten steuert ihren Anteil zu dieser Entwicklung bei.

Aktieninvestitionen

Die aussichtsreichsten Sektoren sind langfristig diejenigen, in denen Thailand gegenüber China einen Wettbewerbsvorteil besitzt oder noch entwickeln kann. Die Monopolstellung beim Betrieb von Autobahnen kommt Bangkok Expressways zugute, einer Aktie, mit der man auf einen Anstieg des Autoverkehrs setzen kann. Der Hotelsektor bietet mit Central Plaza Hotels, einer leider nur in Thailand notierten Aktie, die Möglichkeit, sich am wachsenden Tourismus in Thailand und Myanmar zu beteiligen. CENTEL betreibt neben einer Hotelkette auch Fast Food Restaurants u.a. für Burger King und Kentucky Fried Chicken. Darüber hinaus sind Unternehmen aus den Bereichen Energieversorgung und dem Bankwesen, die staatliche Krung Thai Bank, interessant. Der Elektronikexport bietet ebenfalls noch einige Nischen an, so ist Delta Electronics einer der größten Hersteller von programmierbaren Steuerungen für die Industrie. Das Unternehmen kooperiert bei der Herstellung von TFT-Bildschirmen mit internationalen Großfirmen wie Dell. Thai Airways bietet sich aufgrund der sehr günstigen Bewertungsrelationen für einen Kauf an, um auf eine Entspannung des geopolitischen Umfeldes im Nahen Osten und damit einhergehend fallende Ölpreise zu spekulieren.

Thailand besitzt insgesamt 62 staatseigene Unternehmen, die nach einem Regierungsplan von 1998 privatisiert werden sollen. Mit zunehmendem Investitionsbedarf hat die Liberalisierung der wesentlichen Industriezweige (Strom, Wasser, Telekommunikation) Priorität, was sich positiv auf die Infrastrukturinvestitionen auswirken wird. Insbesondere der Energieerzeugungssektor steht im Mittelpunkt des Interesses und ermöglicht eine Reihe von langfristigen Investitionsmöglichkeiten für Anleger.

Energiesektor

Die Privatisierung des Strommonopols EGAT (Electricity Generating Authority Thailand) entwickelt sich äußerst positiv. So ist EGAT weiterhin an größeren bereits privatisierten Energieerzeugungsunternehmen beteiligt. Dadurch verhindert man einen Interessenkonflikt zwischen EGAT und den Erzeugern, zudem stellt dies attraktive und langfristig ausgerichtete Einspeisevergütungen sicher. Deshalb sind Aktien der Versorgungsunternehmen aus den Bereichen Strom (Ratchaburi Electricity und Electricity Generation), Kohle (Banpu) sowie Öl und Gas (PTTEP, PTT) unter Renditegesichtspunkten für Investoren besonders interessant. Zwar weisen die Versorger eine gewisse Konjunkturabhängigkeit auf, diese ist aber weitaus geringer als bei den Industrieunternehmen.

Fazit:

Wer ein Asien-Engagement plant, der kommt an Thailand kaum vorbei. Thailand ist nicht einzig und allein von einem einzigen Wirtschaftsfaktor (wie dem Export oder speziellen Rohstoffpreisen) abhängig, sondern bietet einen gesunden, volkswirtschaftlichen Mix, aufgrund dessen Krisen in einzelnen Sektoren leichter überwunden werden können. Auch leidet Thailand nicht unter den Problemen vieler anderer Emerging Markets, die unter einer erdrückender Schuldenlast, Massenarbeitslosigkeit oder geopolitischen und politischen Problemen (Korea, Türkei, Ägypten, Indonesien, Philippinen) leiden. Die inländische Nachfrage ist stark und trägt zur Stabilität bei. Die Aktien sind bei sehr guten Wachstumsaussichten sehr billig. Somit ist Thailand einer der interessantesten Kandidaten innerhalb Asiens und innerhalb aller Emerging Markets, sowohl als kurzfristige „Recovery"- wie auch als langfristige „Growth-Story".

Tobias Kunkel, Andreas Lambrou

Aussichtsreiche Aktien aus Thailand

Name	WKN	Branche	Kurs	KGV 03 (E)	Dividenden-Rendite	jährliches Gewinn-Wachstum 2003-2005
Ratchaburi Electric	590006	Versorger	0,42 Euro	6	7 %	10 %
Thai Airways	883941	Fluglinie	0,63 Euro	5	6 %	5 %
Internet Thailand	764540	Internet (ISP)	0,09 Euro	11	5 %	20-30 %
Delta Electronics	907981	Elektronik	0,60 Euro	8	12 %	10-15 %
Krung Thai Bank	165129	Banken	0,18 Euro	10	K.A.	K.A.
PTT & Co.	811962	Gas	0,90 Euro	5	7 %	3-5 %
Bangkok Expressways	892821	Mautautobahnen	0,30 Euro	9	8 %	10-15 %
Banpu	882131	Rohstoffe/Versorger	0,79 Euro	8	6 %	10 %
Central Plaza Hotels	CENTEL Thailand	Tourismus	22,40 Bt.	6	6 %	20 %

„Doppelt so hohe Wachstumsraten in den Emerging Markets“

Mark Mobius, Managing Director Templeton Asset Management, über die Zukunft der Emerging Markets im Allgemeinen und die wirtschaftliche und politische Lage in Thailand im Speziellen.

Smart Investor: Herr Mobius, einige europäische Märkte sind inzwischen ähnlich günstig bewertet wie viele Emerging Markets. Warum sollte sich ein europäischer Investor in letzteren engagieren und damit zusätzliche Währungsrisiken in seinem Portfolio eingehen?
Mobius: Bisher haben wir im Jahr 2003 wegen des Irakkriegs, der Probleme mit Nordkorea und der Verlangsamung des weltweiten Wachstums eine schwache Marktstimmung gehabt. Trotzdem weisen viele Emerging Markets nachhaltige Wachstumsraten auf, die mehr als doppelt so hoch sind wie die in den entwickelten Märkten. Chinas Wirtschaft wuchs 2002 mit rund 8 %, während Südkorea ein BIP-Wachstum für 2002 von 5 % erwartet, nachdem es im dritten Quartal 2002 noch 5,8 % betrug. Die Wirtschaft in der Türkei wuchs im dritten Quartal um 7,9 % und Südafrika mit 3,1 %. Diese Wachstumsraten deuten ganz klar auf die rasante Entwicklung in vielen Emerging Markets hin.

Smart Investor: In der Presse liest man ständig von großen Problemen bei den Banken, z.B. in Rußland, China, Südost-Asien und Lateinamerika.
Mobius: Wenn wir Banken analysieren, beachten wir immer sehr stark, wie notleidende Kredite ausgewiesen werden. In Rußland und China sehen wir wesentlich größere Risiken, weil dort die Transparenz nicht sehr hoch ist. In Südost-Asien ist die Situation sehr gemischt, positiv sehen wir vor allem Märkte wie Taiwan, Hongkong und Singapur. In Lateinamerika halten wir Investments in einigen gut gemanagten und profitablen Banken, die bereits zahlreiche Krisen überlebt haben.

Smart Investor: In den Jahren 1999 und 2000 wurden Sie in der Presse „Mr. Thailand“ genannt und damit zitiert, daß Thailand Investmentgewinne von 1.000 % und mehr böte. Dieser Markt notiert heute jedoch nur auf dem Niveau von Januar 1998. Haben Sie etwas übersehen?
Mobius: Von ihrem Tiefpunkt 1998 bis zum Hoch 1999 stieg die Stock Exchange of Thailand (SET) in weniger als einem Jahr um fast 200 %. In den Jahren 2000 und 2001 wurde die Marktrichtung stark von den weltweiten Entwicklungen geprägt. Dies umfaßte den Nasdaq-Crash, die weltweite Rezession und den 11. September. Im Jahr 2002 konnte sich der thailändische Markt von den weltwirtschaftlichen und geopolitischen Problemen freimachen und eine hervorragende Performance liefern. Er stieg um fast 20 % auf US-$-Basis, was ihn zu einem der am besten performenden Märkte der Welt machte.

Smart Investor: Wie schätzen Sie nun die weitere Entwicklung des thailändischen Aktienmarktes ein?

Mark Mobius

Mobius: Es gibt eine Reihe von Gründen, weshalb ich eine nachhaltige Outperformance der thailändischen Wirtschaft und Börse für wahrscheinlich halte. Erstens die stabile Politik: Premierminister Shinawatra steht seit Januar 2001 der ersten demokratisch gewählten Mehrheitsregierung Thailands vor. Zweitens das starke Wirtschaftswachstum: 2002 betrug das BIP-Wachstum 5,2 %, gegenüber 1,9 % im Jahr 2001. Im 4. Quartal 2002 wuchs das BIP mit 6,1 % gegenüber 5,8 % im 3. Quartal. Die Wachstumsrate übertraf die durchschnittlichen Schätzungen des Vorjahres um mehr als das Doppelte. Drittens die starke Fiskalposition: Thailands Währungsreserven liegen bei 39 Mrd. US-$, und der Handelsbilanzüberschuß beträgt rund 5 % des BIP. Die Auslandsschulden fielen von 95 Mrd. US-$ im Jahr 1999 auf aktuell 60 Mrd. US-$. Viertens das Bankensystem: Die notleidenden Kredite und die Zinssätze dafür sind im Bankensystem ständig zurückgegangen. Die Renditen haben sich für die Banken sogar erhöht, da sie nun wieder Zinszahlungen aus neustrukturierten Krediten erhalten. Und schließlich der fünfte und wichtigste Punkt: Die Bewertungen der thailändischen Unternehmen sind sehr attraktiv. Die durchschnittlichen KGV-Schätzungen liegen bei unter 10 und die durchschnittliche Dividendenrendite bei über 3,5 %. Im Jahr 2002 berichteten zudem viele thailändische Unternehmen Ergebnisse, die die Erwartungen meist übertrafen.

Smart Investor: Welches sind Ihrer Meinung nach die Hauptrisiken?
Mobius: Da die thailändische Wirtschaft stark von der Inlandsnachfrage angetrieben wird, sehe ich das größte Risiko in einem Rückgang des Verbrauchervertrauens, z.B. durch eine Ausweitung der SARS-Epidemie.

Interview: Tobias Kunkel

Smart Investor Mission Statement (SIMS)

Wer wir sind, was wir wollen! Die Vision des Smart Investor-Teams:

Nach nunmehr knapp drei Jahren Baisse sind die Anleger frustriert und haben kein Vertrauen mehr. Kein Vertrauen mehr in die Medien, kein Vertrauen in Analysten und letztlich sogar kein Vertrauen mehr in die Börse an sich. Der Eindruck drängt sich auf, daß einem jahrelang nur Unsinn erzählt wurde – und sich an diesem Zustand auch bis dato nicht wirklich schon etwas geändert hat. Das Bedürfnis, sich über die Medien mit dem Thema Börse & Wirtschaft kritisch auseinanderzusetzen, nimmt demzufolge im breiten Publikum tendenziell weiter ab.

Buy-and-Hold funktioniert nicht mehr!

Diese Entwicklung ist nicht nur bedauerlich, sie ist sogar überflüssig, ja schädlich. Nicht zuletzt auch deshalb, weil die Märkte sowohl unter kurz- als auch unter langfristigen Gesichtspunkten stets Chancen parat halten. Wer der Börse (z.B. aus Frust) den Rücken kehrt, verzichtet nunmehr definitiv darauf, unvorteilhafte Entwicklungen in der Vergangenheit durch eine überlegtere Strategie gut zu machen. Eine Strategie, die den veränderten Bedingungen Rechnung trägt und die konsequenterweise dazu führt, daß man sich von dem in den letzten zwei Jahrzehnten zum Allgemeingut entwickelten Buy-and-Hold-Denken verabschieden muß. Nur wer aus bisherigen Fehlern seine Lektionen zu lernen bereit ist, bleibt auch im Spiel. Und das wiederum kann nur jemand, der in den vergangenen Jahren wenigstens einen Teil seines zur Disposition stehenden Kapitals bis heute konservieren konnte, mithin also schon bewiesen hat, daß er Ansätze eines smarten Investoren in sich trägt. Genau hier setzt das Magazin Smart Investor an. Nun sind die Massenmedien mit ihren in den 80er und 90er Jahren herangezüchteten Schönwetterkapitänen weder in der Lage, noch wirklich willens, sich auf die veränderte Situation an den Börsen einzustellen. Seien wir ehrlich: Nur Optimismus verkauft sich gut fürs breite, aber eben zahlende Publikum.

Kein alter Wein in neuen Schläuchen

Der Smart Investor verfolgt einen völlig anderen Ansatz. Wir wollen mit offenen Karten spielen, differenzieren und „um die Ecke denken“, uns aus dem Fenster lehnen. Neue erfolgversprechende Analysekonzepte haben im Smart Investor genauso ihre Berechtigung wie das Einräumen von Fehlprognosen. Diese werden nicht unter den Tisch gekehrt, sondern wieder aufgegriffen, um herauszufinden, wie es dazu kam. Kurz: Der Smart Investor soll dem Leser helfen, eine gute Performance für sein Depot zu erwirtschaften. Diesen Anspruch haben zwar grundsätzlich alle Börsenmagazine, aber kaum eines wird ihm in letzter Konsequenz gerecht. Nochmals: Nur Optimismus verkauft sich gut. Das ist aber nicht die Leitlinie des Smart Investor.

Zehn-Punkte-Programm

Die folgenden zehn Punkte charakterisieren sehr gut die Ansprüche, die wir an unsere neue Publikation nach dem zuvor beschriebenen Muster stellen:

1. Wir wollen eine Zeitschrift gestalten, die anregt und Neues anstößt – aber auch unterhält. Eine Zeitschrift, die dabei hilft, Entscheidungen zu treffen, private oder auch berufliche, wirtschaftliche oder finanzielle. Der Smart Investor ist kein Blatt für Pflichtveröffentlichungen und erst recht kein Sprachrohr. Wir können und werden Beiträge bringen, die andere nicht bringen oder sogar verhindern wollen. Ja, der Leser muß gar damit rechnen, hin und wieder mit einer Art „Gegenwissen“ konfrontiert zu werden, welches einen aus den üblichen Denkschemata herauswirft.

2. Unser Magazin will auch eine Brücke schlagen zwischen Entwicklungen in der Politik bzw. Gesellschaft und solchen in der Wirtschaft, zwischen jenen, die kurzfristiger Natur sind und jenen, die sehr langfristige Auswirkungen nach sich ziehen. Eines unserer Hauptanliegen ist deshalb das Erkennen und Aufzeigen von längerfristigen Perspektiven, die sich über das schnellebige Tagesgeschäft der Börsenhektik hinwegsetzen. Wer sich mit tagesaktuellen Ausschlägen befaßt, beobachtet keine Rendite, sondern ausschließlich Volatilität. Im optimalen Fall ist ein Teil unserer Beiträge als „zeitlos“ einzustufen. Bei aller langfristigen Betrachtung ist das Smart Investor-Team jedoch fest davon überzeugt, daß eine Rückkehr in den bekannten „Hausse-Modus“ an den Börsen auf absehbare Zeit nicht ins Haus steht. Insofern sollen unsere Beiträge dem Leser entscheidende Hilfestellungen zum Überleben im Börsengeschehen bieten.

3. Der Smart Investor setzt auf eigenes Research und auf eine freie Meinung. Prozyklisches Wiedergekäue von allseits Bekanntem kann nicht unser Anspruch sein, sondern die Schaffung von echtem Mehrwert für unsere Leser. Zusätzlich setzen wir auf das Deepest-Knowledge-Prinzip, d.h. externe Autoren mit Spezialkenntnissen schreiben ausschließlich über ihr Spezialthema. Nur so kann unserer Meinung nach eine adäquate Analysetiefe bei all unseren Artikeln sichergestellt werden. Um für Klarheit zu sorgen, werden Fremdbeiträge, die nicht notwendig mit unserer eigenen Meinung übereinstimmen müssen, deutlich als „extern" kennzeichnet. Dies geschieht in der Regel mit einem beigefügten Bild vom Autor.

4. Unser Denkansatz ist stark vom Contrary Opinion-Ansatz geprägt. Das bedeutet nicht, daß wir lukrative Trends außer acht lassen werden. Wenn uns aber etwas fremd ist, dann die Eigenschaft, in den Chor der Masse einzustimmen und der „veröffentlichten Meinung" zu folgen. Die Massenmeinung, aber auch „altbewährte" und vermeintlich gültige Börsenregeln werden von uns immer wieder in Frage gestellt werden.

5. Einen mundgerechten Fast Food-Journalismus wird man im Smart Investor vermissen. Wenn wir der Auffassung sind, daß die Börsen (oder einzelne Aktien) fallen sollten oder eine Fortsetzung (Wiederaufnahme) der Baisse bevorsteht, so werden wir dies unmißverständlich zum Ausdruck bringen und ausführlich erläutern. Ein Hang oder gar ein Muß zu einem sich gut verkaufenden Optimismus besteht für den Smart Investor ausdrücklich nicht.

6. Unser Anspruch liegt nicht nur in dieser Ehrlichkeit gegenüber dem Leser verwurzelt, sondern auch in einer nachvollziehbaren und unerläßlichen Konsistenz – einem schlüssigen Gesamtkonzept. Das heißt natürlich nicht, daß wir mit einmal getroffenen Ansichten „verheiratet" sein werden. Wenn sich unsere Auffassung zu bestimmten Entwicklungen ändert, dann werden wir auch dies ohne Umschweife einräumen, aber eben auch die dazuführenden Gründe dem Leser dezidiert erläutern. Nur so können wir eine „Pfadunabhängigkeit" wahren, ohne die man im Börsenleben unterginge.

7. Bei unseren Analysen steht das Ergebnis nicht schon im Vorhinein fest. Im Gegenteil: Da wir sämtliche Denk-Scheuklappen ablegen, können wir vom Ergebnis möglicherweise sogar selbst überrascht werden. Ein un-gewöhnliches Ergebnis ist für uns folglich kein un-mögliches Ergebnis. Eigentlich sollte eine solche Herangehensweise den Normalfall darstellen. Die Vergangenheit hat jedoch gezeigt, daß das nicht der Fall ist.

8. Schon aufgrund der monatlichen Erscheinungsweise kann es im Smart Investor nur um die Darstellung langfristiger Einschätzungen oder aber um die Vermittlung von Prinzipien-Wissen gehen (z.B. zum Wesen der Relative Stärke). Die Vermittlung von Detail-Wissen (z.B. ausführliche Darstellung von Quartalszahlen eines Unternehmens) können und wollen wir nicht leisten.

9. Wir werden uns einer kritischen Auseinandersetzung mit unseren Prognosen auch dadurch stellen, daß wir ein Musterdepot führen. Dieses dient nicht dazu, um branchenüblichen Marketing-Gepflogenheiten nachzukommen. Vielmehr sollen die dort getätigten Transaktionen die Priorität verdeutlichen, die wir den Besprechungen im Heft beimessen. In erster Linie soll das Musterdepot deshalb Ideen aufzeigen, wie Anleger in diesen schwierigen Zeiten ihr Depot strukturieren können.

10. Das oberste Gebot für uns lautet: Performance. Es kann nicht unser Ziel sein, jeden Monat ein paar Seiten zu füllen. Vielmehr sind wir von unserem Börsen-Know how überzeugt, welches wir Ihnen in knapper und unterhaltsamer Weise monatlich darbieten wollen. Der Sinn des Ganzen soll dabei die Hilfestellung zur Kapitalmehrung bzw. im schlechten Szenario zum Kapitalerhalt sein.

Die Inhalte

Der Smart Investor setzt sich aus vier Heftteilen zusammen, welche durch einen gelben Balken (mit schwarzer Schrift) am oberen Seitenrand kenntlich gemacht sind. Im Folgenden eine kurze Charakteristik:

- „Märkte": Langfristige Einschätzungen zu Märkten und Aktien
- „Hintergrund": Darstellung von Methoden und Hintergrundwissen
- „Research": feststehende Analyse-Rubriken
- „Potpourri": Investoren-Portrait, Kolumne, Zitate

Feststehende Rubriken werden durch einen schwarzen Balken (mit gelber Schrift) kenntlich gemacht.

Kurzfristig: Performance, langfristig: Rendite

Während wir im monatlich erscheinenden Smart Investor vorwiegend auf übergeordnete Zusammenhänge eingehen und bewußt die Langfristigkeit herausheben, werden im wöchentlichen Smart Investor Weekly (jeden Dienstag unter www.smartinvestor.de abrufbar) sehr wohl Kurzfristigkeiten, konkrete Signale und Trading-Ideen im Blickpunkt stehen. Diese werden wie bislang vorwiegend technischer Natur sein. Kurzum: An einem guten Markt-Timing ist bekanntlich noch niemand gestorben. Aufgrund der eingeschränkten Handlungsmöglichkeiten beim Musterdepot des Smart Investor Magazins behalten wir uns vor, unter Timing-Gesichtspunkten auf den wöchentlichen Smart Investor Weekly zu verweisen.

Unsere Internet-Präsenz www.smartinvestor.de dient wie bereits erwähnt unter anderem der Bereitstellung des wöchentlichen Online-Reports Smart Investor Weekly. Daneben werden dort Hintergrundberichte sowie Updates eingestellt werden, auf die das Smart Investor Magazin aus Platzmangel bzw. aufgrund der monatlichen Erscheinungsweise verzichten muß. Es dürfte sich also lohnen, von Zeit zu Zeit auf unserer Homepage vorbeizuschauen.

Prinzipien des Marktes

Relative Stärke

Ein bewährtes Konzept aus der Technischen Analyse hilft die „guten" von den „schlechten" Aktien zu unterscheiden

Im Jahr 1968 stellte Robert A. Levy ein Auswahlsystem für Aktien vor, das unter dem Namen Relative Stärke bekannt wurde und sich auch heute noch großer Beliebtheit erfreut. Allerdings sollte sich der Anwender mit der Mechanik des Konzepts vertraut machen, ansonsten läuft er Gefahr, daß dieser Ansatz für ihn nur zu einer weiteren Möglichkeit wird, sein Geld zu verlieren.

Levy's Lehre

Im Mittelpunkt des Systems steht die sogenannte komparative Relative Stärke, also allgemein die vergleichende Betrachtung mehrerer Titel hinsichtlich der Ausprägung eines Merkmals. Konkret nutzt Levy für den Vergleich die sogenannte RSL-Kennziffer, ein modifiziertes prozentuales Momentum:

$$RSL = \frac{\text{Wochenschlußkurs}}{\text{Gleitender Durchschnitt der letzten 27 Wochenschlußkurse}}$$

Durch die Durchschnittsbildung im Nenner wird erreicht, daß der Ausdruck sensitiver auf die hinzukommenden aktuellen Kurse reagiert als auf die herausfallenden Altkurse. Anschließend werden die Titel nach der RSL-Kennziffer absteigend sortiert und mit Rangziffern versehen. Der Titel mit der höchsten RSL-Kennziffer erhält entsprechend Rangziffer 1. In einem mehrstufigen Auswahlverfahren sollen Titel in den oberen 5 % der Rangziffern gekauft werden. Dagegen werden Titel, die auf die sogenannten „Cast-out-Ränge" abrutschen, das sind die unteren 30 % des Universums, verkauft. Der Zeitraum von 27 Wochen (ca. ein halbes Jahr) wird in diesem Zusammenhang auch als Formationsperiode bezeichnet.

Würdigung des Ansatzes

Der herausragende Nutzen dieses Ansatzes liegt nach Auffassung des Autors in der Verwendung zusätzlicher und unabhängiger Datenreihen für die Analyse. Hierdurch werden Zusatzinformationen in den Analyseprozeß eingeführt, die in der Ausgangsdatenreihe nicht enthalten sind. Dies unterscheidet die Relative Stärke von der überwiegenden Zahl der gebräuchlichen Indikatoren, die lediglich die immer gleiche Ausgangsdatenreihe auf möglichst originelle Weise zu zerlegen versuchen. Der zweite große Nutzen der Relativen Stärke besteht darin, daß sie die Gesamtheit der für den Anwender prinzipiell interessanten Titel, also sein persönliches Anlageuniversum, kontinuierlich und rein mechanisch strukturiert – ohne daß der Anwender durch eigene Überlegungen größeren Schaden anrichten könnte. Es ist eine vertraute Situation, daß sich am Ende eines Betrachtungszeitraums just jene Papiere als Top-Performer erweisen, die zu Beginn allenfalls von einer Minderheit favorisiert wurden. Die Erfahrung lehrt, daß die Gründe für diese Entwicklung häufig erst in der Rückschau verstanden werden, mitunter nicht einmal dann. Die Relative Stärke aber spürt unnachgiebig jene Titel innerhalb des Universums auf, in denen „die Musik spielt".

Kauf- und Verkaufssignale aufgrund der Relativen Stärke

Trotz der dargestellten theoretischen Vorteile vergleichender Analysen ist für den Erfolg letztlich die praktische Umsetzung entscheidend. Kritisch ist in diesem Zusammenhang insbesondere die Verwendung absoluter Rangziffern als Signalgeber. Zum einen muß ein Wert bereis eine enorme Relative Stärke entwickelt haben, um in den Bereich der „happy few" der oberen 5 % vorzustoßen, zum anderen kann der Weg bis zu den verkaufsauslösenden Cast-out-Rängen eine ausgesprochen kostspielige Angelegenheit werden. Im Ergebnis kommen sowohl die Kauf- als auch die Verkaufssignale relativ spät. In Abb. 1 ist dieser Effekt für Fresenius Medical Care für die letzten Monate demonstriert. Die blaue Linie über dem Kursverlauf zeigt jeweils die wöchentliche Relative-Stärke-Rangziffer der Aktie innerhalb des Dax 30 an. Die waagrechte grüne Linie markiert die Kaufränge (1 und 2); die waagrechte orange Linie zeigt die Verkaufsränge 22 bis 30. Das Kaufsignal in der letzten Novemberwoche 2002 wurde erst ausgelöst, nachdem (!) der Kurs bereits um mehr als 100 % gestiegen war. In der Folge kam der Titel dann nicht mehr von der Stel-

Abb. 1: Vom Cast-Out-Rang in die Spitzengruppe – der Weg ist das Ziel

Abb. 2: Infineon: Verspäteter Einstieg in Bärenmarkt-Rallyes

le, obwohl er nahezu ununterbrochen auf Rang 1 verweilte. Wie dieses zugegebenermaßen plakative Beispiel zeigt, eröffnet ein verspäteter Einstieg nur ein geringes Potential, das zudem über einen verspäteten Ausstieg noch nicht einmal ansatzweise gehoben werden kann.

Rang und Rangveränderung – Der Weg ist das Ziel

Bei unvoreingenommener Betrachtung der Abb. 1 springt jedoch ein anderer Umstand ins Auge: Die Phase der höchsten Performance von Anfang Oktober 2002 bis Ende November 2002 wird von einer kontinuierlichen Verbesserung der Relative-Stärke-Rangziffer begleitet. In dieser Phase war der Titel einer der am besten performenden innerhalb des Dax 30. Interessant auch, daß sich diese höchst profitable Phase direkt aus dem Bereich der Cast-out-Ränge heraus entwickelte. Oberflächlich deutet der dann erreichte Spitzenplatz zwar nur darauf hin, daß das Momentum der Vergangenheit groß genug war, um diesen Platz zu erreichen, implizit wird aber von dem Beharrungsvermögen eines Trends (Trendkontinuität) ausgegangen: Gewinner bleiben tendenziell Gewinner und Verlierer bleiben tendenziell Verlierer. Hierbei ist aber die Rangveränderung ein mindestens ebenso brauchbares Maß für das Trendverhalten wie die absolute Rangziffer. Mit Konfuzius könnte man auch sagen: „Der Weg ist das Ziel“. Die Rangveränderung gibt schließlich Antwort auf die Frage, welche Titel auf jeden Fall gemieden werden sollten: Diejenigen, deren Rang sich in Bezug auf das Universum verschlechtert. Denn sie können in dieser Phase keine effiziente Wahl darstellen, nicht einmal dann, wenn ihr Kurs steigt.

Von Trends...

Wie bereits eingangs erwähnt, ist die Relative Stärke primär ein Instrument zur Titelselektion innerhalb eines Universums. Sie ist aber nur äußerst eingeschränkt für Fragen der Trendbestimmung oder des Timings verwendbar. Diese Themen sollten daher besser außerhalb der Relativen Stärke durch geeignete Konzepte umgesetzt werden. Hinsichtlich der Anwendung der Relativen Stärke ist die gedankliche Aufteilung der Marktphasen in Trends und Korrekturen nützlich. Das oben angesprochene Beharrungsvermögen ist tendenziell nur eine Eigenschaft der Trends, während die gegenläufigen Korrekturen sich häufig als flüchtige Zwischenspiele entpuppen. Eine blauäugige Anwendung des Konzeptes Relative Stärke in der jüngsten Baisse hätte fatale Folgen gehabt, wie Abb. 2 für den Dax-Schwächling Infineon (im Sommer 2002) exemplarisch demonstriert. Der Titel erreichte jeweils erst gegen Ende der Bärenmarkt-Rallyes den ersten Rang und wurde zum Kaufkandidaten. Daß der sich unmittelbar anschließende Kursverfall nicht zum Desaster wurde, war nur dem zügigen Abrutschen auf die Cast-out-Ränge zu verdanken. Empfehlenswert ist daher die Anwendung der Relativen Stärke nur in einem Bullenmarkt – also in Richtung des übergeordneten Trends – oder in einem Seitwärtsmarkt. In einer übergeordneten Baisse lautet dagegen die systemkonforme Anwendung dieses Konzepts „Relative Schwäche“ und ist gleichbedeutend mit der Suche nach den dynamischsten Short-Kandidaten.

...und Korrekturen

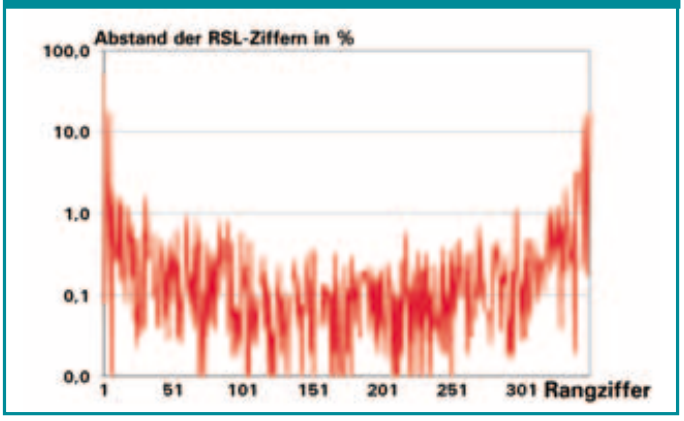
Wie im vorangegangen Absatz bereits angedeutet, verlaufen auch bedeutsame Trends nicht ohne gegenläufige Korrekturen und zyklische Schwankungen. Viele erfolgreiche Strategien nutzen diese kurzen gegenläufigen Effekte, um sich in Richtung des übergeordneten Trends zu positionieren. So wurde beispielsweise während der Hausse die Taktik „Buy on Dips“ populär. Leider ist nun aber die Relative Stärke geradezu treudoof prozyklisch und tut sich daher mit der Ausnutzung dieser korrektiven Muster ausgesprochen schwer. Würde man die Relative Stärke als alleinigen Signalgeber einsetzen, so wäre man ständig in der Gefahr, relativ teuer zu kaufen und vergleichsweise tief zu verkaufen. Die Relative Stärke liefert also eher Hintergrundinformationen als konkrete Handelssignale.

Problematik der Rangziffern

Ein problematischer Aspekt ist die zentrale Verwendung von Rangziffern. Während die Rangziffern über den gesamten Bereich äquidistant sind, liegt die Verteilung der eigentlichen RSL-Kennziffern tendenziell in Form einer stark zerklüfteten Untertasse vor. Das heißt nichts anderes, als daß die Rangziffern den in der Regel vollkommen falschen Eindruck erzeugen, daß die Abstände zwischen den Rängen gleich groß wären. Tatsächlich sind die Abstände an den Rändern, also bei den relativ stärksten und den relativ schwächsten Titeln tendenziell deutlich größer als im Mittelfeld. Abb. 3 stellt die prozentualen Abstände zwischen den einzelnen RSL-Kennziffern für ein Universum aus 350 Titeln dar. Während der Kurs zwischen den Rängen 1 und 2 hier volle 52 % überwinden müßte, genügt im Mittelfeld zwischen den Rängen 175 und 176 beispielsweise eine Kursänderung von ganzen 0,07 %, um einen Rang gut zu machen. Obwohl diese Aussage von der Tendenz her zutrifft, können aber durchaus auch an den Rändern einzelne Titel sehr eng beieinander liegen.

Für die praktische Anwendung bedeutet diese Verteilung, daß bei Titeln im Mittelfeld bereits kleine Momentumsänderungen zu erheblichen Ranggewinnen oder –verlusten führen können, während sich an den Rändern selbst große Momentumsänderungen mitunter kaum in Rangveränderungen niederschlagen. Vor diesem Hintergrund sollten zumindest Fragen der Gewinnsicherung explizit und außerhalb der Relativen Stärke adressiert werden. Zudem ist überlegenswert, den Ansatz stärker auf die exakten RSL-Kennziffern als auf die Rangziffern zu stützen.

Abb. 3: Untertassen-Verteilung: grösste prozentuale Abstände an den Rändern



Die Wahl des Universums

Eine nicht ganz triviale Frage ist die der geeigneten Zusammensetzung des Anlageuniversums. Hierbei sind folgende Zusammenhänge zu berücksichtigen: Je weniger Titel ein Universum enthält, desto sprunghafter werden sich die Rangziffern der Titel im Zeitablauf ändern, wodurch die Aussagekraft leiden kann. Dieser Effekt kann sich noch verstärken, wenn die Titel des Universums relativ homogen sind, sich also mehr oder weniger gleichgerichtet entwickeln und lediglich um einen gemeinsamen Trend oszillieren. Ein typisches Beispiel für derartige Gruppierungen sind Branchenindizes. Mit zunehmender Größe des Universums verlaufen die Rangveränderungen differenzierter und deren Ausmaß erlaubt Rückschlüsse auf die Kraft der Bewegungen. Je heterogener ein Universum zusammengestellt ist, desto eher ist gewährleistet, daß zumindest immer einige Titel einen (Aufwärts-)Trend aufweisen. Aus diesem Blickwinkel ist es z.B. durchaus sinnvoll, deutsche Versicherungsaktien mit südafrikanischen Goldminen und asiatischen HighTech-Titeln in einen Topf zu werfen und anschließend zu beobachten, welche Gruppen nach oben „schwimmen“.

In jedem Fall ist die Zusammenstellung eines Universums eine höchst subjektive Angelegenheit. „Richtig“ oder „Falsch“ gibt es in diesem Zusammenhang nicht. Es sollte jedoch vermieden werden, die Titel eines bekannten Index (z.B. Dax 30) zu übernehmen, denn dann schwimmt man im gleichen überfüllten Becken mit, in dem sich bereits Tausende benchmarkgläubige Fondsmanager tummeln.

Wahl der Parameter

Selbstverständlich sind alle Parameter des Konzepts prinzipiell frei wählbar. Die von Levy verwendete halbjährliche Formationsperiode wurde zwar auch durch jüngere Untersuchungen tendenziell bestätigt (für den deutschen Aktienmarkt: Schiereck, Weber 1999), je nach Testbedingungen können sich aber durchaus andere Formationsperioden und Schwellwerte als nützlich erweisen. Auch die Verwendung von Wochenschlußkursen ist keineswegs zwingend, dürfte sie doch Ende der 60er Jahre durch die verfügbare Rechen- und Speicherkapazität mitbestimmt gewesen sein. Vorteilhaft ist sicher die inhärente Filterfunktion der Wochenschlußkurse. Dennoch sollte es sich lohnen, auch mit anderen Zeiteinheiten wie Tages- oder Stundenkursen zu experimentieren.

Beispiel-Universum

Die nebenstehende Tabelle zeigt ein kleines, bunt gemischtes Universum aus 26 Indices und Rohstoffen zusammen mit den Rangziffern der letzten 4 Wochen. Dabei ist zu beachten, daß alle enthaltenen Werte währungsbereinigt sind und so die Perspektive eines Euro-Investors wiedergeben. Vielleicht ist es für manchen überraschend, daß ausgerechnet das totgesagte Argentinien seit Wochen stabil auf Rang 1 liegt. Unser Dax konnte sich nach Monaten auf den Rote-Laterne-Rängen im Zuge der laufenden Rallye bis ins obere Mittelfeld vorarbeiten. Wir werden diese Tabelle in künftigen Ausgaben fortführen.

Schlußbemerkung

Die Relative Stärke ist mehr als nur ein Indikator, sie ist Ausdruck einer eigenen Analysephilosophie vergleichender Betrachtungen, die zudem sehr eng mit dem Wesen der Börse und den tatsächlichen Fragestellungen im Investmentprozeß verbunden ist. Denn auch in der Praxis wird in der Regel nach den relativ erfolgversprechendsten Titeln in einem konkreten Zeitpunkt gesucht, während z.B. die klassische Chartanalyse nach den erfolgversprechendsten Zeitpunkten in einem konkreten Titel sucht. Zur Beantwortung der Frage, wo künftig die relativ beste Performance zu erwarten ist, können selbstverständlich beliebige Indikatoren und Merkmalsausprägungen in vergleichende Betrachtungen einbezogen werden. Alles ist eben relativ.

Ralph Malisch

Rangkennzahlen verschiedener Märkte im 4-Wochen-Vergleich aus der Sicht eines europäischen Investors

Index	Land	RS 24.04.	RS 18.04.	RS 11.04.	RS 04.04.
Merval	Arg	1	1	1	1
RTX	Rus	2	4	9	17
IBEX 35	E	3	2	2	2
MDAX	D	4	5	6	11
DAX	D	5	10	13	18
All Ord.	Aus	6	7	5	6
NASDAQ 100	USA	7	8	8	4
REXP 10	D	8	6	4	3
TecDAX	D	9	11	15	20
S&P 500	USA	10	12	10	9
CAC 40	F	11	13	12	12
S.E.T.	Thai	12	3	3	5
FTSE 100	GB	13	16	14	13
SMI	CH	14	15	16	14
DJIA 30	USA	15	14	11	10
Silber		16	20	17	16
Shenzen	China	17	9	7	8
HUI	USA	18	19	19	21
Rohöl		19	17	24	24
Gold		20	21	18	15
XAU	USA	21	23	22	23
PTX	Polen	22	22	20	25
Sensex	Indien	23	24	21	7
Nikkei 225	J	24	25	23	19
KOSPI	Korea	25	18	25	26
Hang Seng	HK	26	26	26	22

grün: Verbesserung; rot: Verschlechterung; schwarz: gleich

Analysten machen Kurse – Kurse machen Meinungen (der Analysten)

Der Sentimentindikator NOTES deutet auf einen möglichen Boden beim Dax hin

von Manfred Schumacher, Schumacher´s Finanz- und Unternehmenskommunikation

Immer wenn die Rahmendaten für die Börse unsicher scheinen, klassische Hilfsmittel wie Kurs-, Umsatz und Cashflowverhältnisse, Gewinn- und Dividendenrenditen ihren Dienst versagen, haben Stimmungen bei den Akteuren auf den Kapitalmärkten Hochkonjunktur. Denn Stimmungs- oder Sentiment-Indikatoren messen unabhängig von Konjunktur, Zinsen und Unternehmensgewinnen Optimismus und Pessimismus von Meinungsmachern und Marktteilnehmern und schließen daraus, ob die Kurse eher steigen oder fallen werden.

Contrary Opinion

Die meisten Sentimentindikatoren bewähren sich in der ein oder anderen Weise als Kontraindikatoren nach der Methode der „Contrary Opinion". So auch Schumachers NOTES, die eine ungewöhnlich hohe Korrelation mit dem tatsächlichen Kursverlauf (Abb. 1) aufweisen: Je besser die Noten, umso höher notieren auch die Kurse, mit sinkenden Kursen werden die Noten schlechter. Für die konkrete Anlagestrategie bedeutet dies: Je höher das Stimmungsbarometer steigt, umso riskanter dürfte es sein, in Aktien zu investieren. Je tiefer das Barometer umgekehrt fällt, umso aussichtsreicher scheint ein Engagement auf mittlere Sicht. Anders ausgedrückt: Je optimistischer die so definierte Finanzgemeinde in der Summe urteilt, desto schlechter die Aussichten – und umgekehrt. Hinter dieser These, die im übrigen vielfach wissenschaftlich untersucht und hinterlegt worden ist, stehen ein paar einfache Überlegungen.

Analysten machen Kurse

Gemeinsamer Nenner aller Sentiment-Indikatoren auf Basis von Stimmungen der Meinungsmacher – im Gegensatz zur Befragung von Marktteilnehmern nach ihren Investitionsabsichten – ist die Erwartung, daß sie durch die Veröffentlichung ihrer Anlageurteile Einfluß auf die Handlungsweise der Investoren ausüben. Und selbst nach den desolaten Ergebnissen von Anlageempfehlungen in den letzten drei Jahren ist der Einfluß von Analysten auf ihre Kunden (Fondsmanager, Vermögensverwalter etc.) und auf Wirtschaftsjournalisten unbestritten. Je besser der Ruf der dahinter stehenden Investmentbank, je fundierter die Analyse und je besser die Performance ihres Verfassers in der Vergangenheit, umso stärker werden die Reaktionen ausfallen. Nicht ernsthaft in Zweifel gestellt wird zudem die Tatsache, daß gut recherchierte Berichte in der Finanzpresse auch im Zeichen der Baisse Wirkung auf die Marktteilnehmer zeigen.

Manfred Schumacher

Wenn selbst Profis irren

Dies vorausgesetzt lassen sich aus den Empfehlungen von Analysten und Finanzjournalisten für einzelne Aktien Rückschlüsse auf die Stimmung der Finanzgemeinde ableiten und damit indirekt auch auf die Handlungen von Marktteilnehmern, die durch diese Stimmungen beeinflußt werden. Zudem gibt es für jede Branche ein paar Trendsetter, deren Urteil von den Analystenkollegen aufmerksam verfolgt wird. Sie geben quasi die Richtung vor und können gelegentlich die Wende einläuten. Wenn sich jedoch die überwiegende Mehrheit der Investmentbanken durch ihre Researchteams sehr positiv äußert, ist davon auszugehen, daß sich nicht nur die Anlagegesellschaften dieser Geldinstitute mit Aktien weitgehend eingedeckt haben. Das heißt, die Empfänger der Botschaft fallen als potentielle Käufer von Aktien überwiegend in der Zukunft aus. Deshalb ist es klüger, sich als Anleger entgegen der allgemeinen Meinung zu verhalten – selbst wenn sie von Profis stammt.

Kurse machen Meinungem

Abseits der großen Wendepunkte neigt die Finanzgemeinde des weiteren dazu, einen etablierten Trend durch ihre Meinung nochmals zu verstärken. Analysten beispielsweise gehen natur-

Sentimentindikatoren und ihre Datenbasis:

Investor's Intelligence: Empfehlungen von Börsenbriefen
Market Vane's Bullish Consensus: Empfehlungen von Analysten und Marktbeobachtern
Deutsche Börse AG: Befragt 300 „aktive" Marktteilnehmer
German Market Indikator: Befragt ca. 860 institutionelle und private Investoren
AnimusX: Befragt Marktteilnehmer
Sentix: Befragt ca. 1.000 Marktteilnehmer
ifo-Geschäftsklima: Befragt 7.000 Unternehmen
Schumacher's NOTES: 79.000 Empfehlungen von Analysten und Finanzjournalisten seit 1999

Acht Aufsteiger

	AG	Note März 03	Plus zu 2002
1	MAN	1,41	23,5 %
2	Deutsche Telekom	1,59	14,2 %
3	FMC	1,53	11,0 %
4	Altana	1,31	9,6 %
5	Henkel	1,50	8,9 %
6	adidas-Salomon	1,39	7,1 %
7	Bayer	2,02	6,7 %
8	Deutsche Post	1,76	4,9 %

Dax-Werte, die im Vergleich zur Durchschnittsnote 2002 den höchsten Anstieg in der Benotung erfuhren.

Acht Absteiger

	AG	Note März 03	Minus zu 2002
1	Allianz	2,77	-54,6 %
2	MLP	2,56	-36,5 %
3	HVB Group	2,71	-29,0 %
4	Commerzbank	2,77	-16,8 %
5	Infineon	2,12	-15,9 %
6	Lufthansa	1,59	-14,2 %
7	TUI	2,29	-14,1 %
8	Deutsche Bank	2,02	-10,9 %

Dax-Werte, die im Vergleich zur Durchschnittsnote 2002 den stärksten Rückgang in der Benotung erfuhren.

gemäß ein wesentlich geringeres (berufliches) Risiko ein, wenn sie Aktien in einem steigenden Kurstrend zum Kauf empfehlen als in einem fallenden. Umgekehrt gehört viel Mut und Zivilcourage dazu, eine DaimlerChrysler- oder Bayer-Aktie zum Verkauf zu stellen, wenn alle Welt die gegenteilige Handlungsweise nahelegt. Finanzjournalisten verhalten sich als Gruppe kaum anders: Niemand wird beispielsweise eine Titelgeschichte über Goldaktien ins Heft heben, wenn die Kurse im Keller sind und kein Anleger etwas von solchen Papieren wissen will. Das wäre aber eigentlich der richtige Zeitpunkt zu kaufen. Steigen die Kurse dieser Minenwerte derweil über einen längeren Zeitraum, wächst unweigerlich das Interesse professioneller und privater Anleger, in der Presse häufen sich Artikel über das edle Metall und entsprechende Kaufempfehlungen. Die Stimmung steigt weiter und damit das Risiko eines Umschwungs.

Dax- und Notes-Verlauf: Eine verblüffend hohe Korrelation

Ein Vergleich der Monatsnoten für den Dax seit Beginn der Erfassung im Oktober 1999 bis Februar 2003 mit den Schlußkursen der jeweiligen Monate zeigt eine erstaunliche Parallelität der Kurven auf.

Bewährte Methode

In den USA messen Informationsdienste wie „Market Vane's Bullish Consensus" oder „Investor's Intelligence" schon seit Anfang der 60er Jahre die Stimmung der Meinungsmacher. In Deutschland hat der komplizierte Zugang zu den Analysen der Banken bis in die 90er Jahre hinein eine breite Erfassung erschwert, wobei vor allem der Münchener Vermögensverwalter Jens Ehrhardt mit seiner „Finanzwoche" Pionierarbeit geleistet hat. Mit einer Datenbasis von insgesamt über 79.000 Anlageurteilen und monatlich rund 3.000 neuen Empfehlungen bietet NOTES derzeit immer noch das einzige, öffentlich zugängliche Instrument zur Messung der Stimmungslage von Meinungsmachern für deutsche Aktien (unter www.schumachers.net). Die Deutsche Börse AG hat den Sentimentindikator in einem ausführlichen Beitrag vorgestellt. Die „Financial Times Deutschland" berichtet regelmäßig über die Ergebnisse der Dax-Analyse. „Smart Investor" wird Schumachers NOTES ab der kommenden Ausgabe eine monatliche Kolumne einräumen.

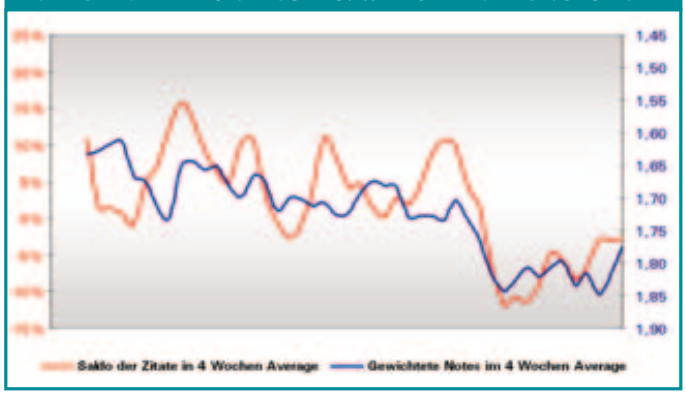
Die Vorgehensweise

Die Grundlage der Datenerfassung liefern die Empfehlungen internationaler Analysten, die von dem kanadischen Unternehmen Thomson One regelmäßig befragt und in dem Informationsdienst „Thomson One Analysis" zur Verfügung gestellt werden. Daneben werden im Internet veröffentlichte Kauf-, Halten- oder Verkaufsempfehlungen für deutsche Aktien ausgewertet und in ein Zahlenraster von 1 für „kaufen" über 2 für „neutral" bis 3 für „verkaufen" umgesetzt und schließlich nach der Bedeutung der Quelle gewichtet. Aus vielen Noten entsteht eine Zeitreihe – für alle Aktien eines Segments oder für einzelne.

Kaufen, wenn die Kanonen donnern

Der praktische Nutzen von Sentimentindikatoren wie NOTES liegt insbesondere darin, daß sich Wendepunkte wegen des eingeschränkten Notenrasters eher identifizieren lassen. Im Herbst 2002 zum Beispiel hatte die Stimmung für die 30 Dax-Aktien mit einer Monatsnote von 1,90 eine vorläufige Talsohle erreicht, die seitdem nicht mehr unterschritten wurde. Die Kurse sind Anfang März bekanntlich trotzdem unter ihren Tiefstand vom 9. Oktober 2002 gesunken und haben seitdem zu einer eindrucksvollen Erholung angesetzt. Die Stimmung hat im Oktober scheinbar einen Tiefpunkt erreicht, der unter normalen Umständen nicht unterschritten wird. Dieser Boden hat selbst den „anormalen" Umständen eines Krieges standgehalten.

Analystenzitate und NOTES: Weitgehend kongruent



Das Bonner Medienforschungsinstitut Medientenor wertet nicht die Empfehlungen von Analysten aus, sondern wie sie in der Wirtschaftspresse zitiert werden. In der Grafik wird der Saldo aus positiven und negativen Zitaten zu den 30 Dax-Aktien mit dem Verlauf der NOTES im Jahr 2002 verglichen.

Derivate

Hebel oder Knock-out – das ist hier die Frage

Grundlagen und Strategien

Die Emittenten sind in den letzten Jahren auf die Bedürfnisse der Zielgruppe eingegangen und haben neue Produkte entworfen. So begann der Siegeszug der so genannten „Hebelzertifikate". Doch unter Long- bzw. Short-Zertifikaten sollte man sich nichts Verharmlosendes vorstellen: Knock-out-Schwellen sorgen bei Unachtsamkeit im schlimmsten Fall für einen sofortigen Totalverlust.

In dieser Rubrik möchte Ihnen der Smart Investor regelmäßig neue, interessante Entwicklungen auf dem Derivatemarkt bzw. Strategien mit Derivaten vorstellen. Mit dieser ersten Ausgabe erläutern wir einmalig die Grundlagen bzw. einige wesentliche Unterschiede zwischen den verschiedenen Produkten auf dem Markt (Optionsscheine, Hebelprodukte), so daß wir uns in folgenden Nummern des Smart Investor jeweils kürzer fassen und verstärkt auf die Vorstellung von Strategien konzentrieren sowie konkrete Empfehlungen abgeben können.

Unterschiede im Zeithorizont

Nun waren die traditionellen Optionsscheine schon immer ebenfalls für den einen oder anderen Komplettverlust gut, doch der Unterschied zum Hebelzertifikat liegt in der sofortigen Termination. Eine Kurserholung am nächsten oder auch am selben Tag kommt zu spät, wenn das Hebelzertifikat erst einmal die Barriere (die Knock-out-Schwelle) touchiert oder passiert hat. Diesem Totalverlustrisiko stehen hohe Chancen gegenüber: In punkto Transparenz, Preisbildung und Einflußfaktoren eilen Hebelzertifikate ihren Vorgängern, den Optionsscheinen, meilenweit voraus, haben andererseits mit gewöhnlichen Investment-Zertifikaten aber auch nichts mehr gemeinsam. Die immer weiter wachsende Beliebtheit in der Zielgruppe hat so oder so durchaus Berechtigung.

Taschenrechner kaum noch erforderlich

Das Hebelzertifikat kombiniert das beste aus den zwei Welten der Optionsscheine und der herkömmlichen Zertifikate: Die Hebelwirkung bleibt erhalten, der lästige Einfluß der impliziten Volatilität und der schmerzliche Zeitwertverlust fallen dagegen weg. Die Kursbewegungen des zugrunde liegenden Basisinstruments (Underlying) können somit sogar ohne Hilfe eines Taschenrechners auf das Zertifikat umgerechnet werden. Der Preis eines Hebelprodukts errechnet sich simpel aus der Differenz zwischen dem Kurs des Underlyings und dem Basispreis (Strike), multipliziert mit dem Bezugsverhältnis. Zu der errechneten Differenz kommt nun ein Auf- oder auch ein Abschlag hinzu, der relativ linear gegen Ende der Laufzeit hin abnimmt, damit also nur geringe Laufzeitverluste nach sich zieht. Bei Short-Zertifikaten baut sich dagegen das ausstattungsbedingte Abgeld zum Verfallsende ab.

Extremzonen werden bewußt ausgeklammert

Weil zahlreiche gerade neu aufgelegte Produkte bei rasanten Bewegungen der Kurse reihenweise schon verfallen waren, noch bevor die Emittenten ihre Monatsbroschüren verschicken konnten, wurde vorübergehend auch großer Unmut seitens der Anlegerschaft laut. Zusätzlich zur Knock-out-Barriere verfügen viele Hebelzertifikate jetzt über eine Stop-Loss-Schwelle. Einerseits wird dem Anleger der psychologische Druck des drohenden Totalverlusts per automatischen Verkauf abgenommen. Andererseits ersparen sich die Emittenten aber auch die problematische Preisstellung von Hebelprodukten, die sehr nahe an ihrer Basis notieren und mit ihren extrem hohen Hebeln todesmutige Spekulanten anlocken. „Faire Preise" sind in dieser Extremzone kaum möglich. Ob die Auslösung des Stop Loss auf Intraday- oder Schlußkursbasis, zum Restwert oder wertlos vonstatten geht, hängt von den Konditionen des Begebers ab und sollte unbedingt vorab in Erfahrung gebracht werden.

Optionsscheinsterben wird sich fortsetzen

Der Ende 2001 begonnene Siegeszug der Hebelzertifikate, aber auch der „gewöhnlichen" Investment-Zertifikate, vollzieht sich zwangsläufig klar auf Kosten der vormals beliebten Optionsscheine. Viele Optionsscheinserien, die sich jetzt noch auf dem Markt befinden, sind aufgrund der implodierten Basispreise praktisch nicht mehr handelbar, so daß die Statistiken eigentlich noch viel zu positiv aussehen. Dieses Problem haben Hebelzertifikate nicht: Sie sind entweder handelbar oder schon verfallen, sie fristen aber kein Dasein als lebende Untote.

Optionsscheine erlebten ihren Höhenflug rechtzeitig zum Peak an den Börsen mit einer Anzahl von fast 30.000 verschiedenen im Jahresdurchschnitt 2001, seitdem hat sich die Menge auf aktuell etwas über 24.000 zurückentwickelt. Die Anzahl der zur

Auswahl stehenden Zertifikate dagegen legte im letzten Jahr fast auf das Doppelte zu (6.200 Stück) und liegt aktuell nochmals rund 11 % darüber. Marktführer bei der Gesamtheit der Retail-Derivate auf dem deutschen Markt ist mit großem Abstand die Deutsche Bank (über 40 % im Februar).

Contrary Opinion, einmal mehr

Eine interessante, aber auch bezeichnende Auffälligkeit zeigt sich, wenn man die einzelnen Verhältnisse von Calls zu Puts in Augenschein nimmt: Bei den Indices betrug es im Februar 3 zu 7. Im Kontrast dazu trauen sich Investoren selbst nach drei Jahren Baisse offensichtlich dennoch ein effektives Stockpicking zu, denn bei den Einzelaktien war die Quote mit 7 zu 3 genau umgekehrt. Da sich speziell die größeren Titel – also diejenigen, die ohnehin nur derivatefähig sind – erfahrungsgemäß zu 75 % mit dem Gesamtmarkt bewegen, muß zwangsläufig eine der beiden Fraktionen falsch liegen.

Gold kann auch un-physisch im Depot glänzen

Smart Investor stellt Ihnen in dieser Ausgabe Möglichkeiten vor, mit denen Sie von einer Veränderung der Edelmetallpreise profitieren können. Mit Hebelzertifikaten ist man dabei an der richtigen Stelle. Möglich sind aber nicht nur direkte Derivate auf den Gold- oder Silberpreis – inzwischen gibt es sogar Zertifikate auf andere Edelmetalle wie Platinum –, auch auf verschiedene Körbe von Minenaktien läßt sich inzwischen setzen, sogenannte Baskets. Das Angebot wird kontinuierlich umfangreicher, weil die Emittenten auf die Nachfrage der Investoren reagieren.

Gold und US-$: gemeinsam „stärker“

Doch wer auf eine Veränderung beispielsweise des Goldpreises spekuliert, der muß sich auch die Frage nach der Entwicklung des US-$ beantworten. Die letzten Monate haben gezeigt, daß Anstiege im Goldpreis ohne weiteres durch eine Abschwächung des US-$ aufgezehrt werden können und der Anleger, der eigentlich die richtige Vision hatte, am Ende mit leeren Händen dasteht. Goldpreisanstieg und US-$-Verfall besitzen eine hohe Korrelation. Unsere Empfehlung lautet daher, sich neben einem Gold-Call zusätzlich parallel einen US-$-Put (bzw. Euro-Call) ins Depot zu legen, weil man nur auf diese Weise von einer signifikanten Bewegung im gewünschten Umfang profitieren kann.

Bei den Hebelzertifikaten auf Gold sind vor allem zwei Emittenten aktiv, ABN Amro und die Commerzbank. Letztere bietet die reichhaltigste Auswahl mit verschiedenen Laufzeiten bis maximal Frühjahr 2004 oder aber als Endlos-Zertifikat. Beim Endlos-Zertifikat ist zu beachten, daß sich der Basispreis und die Barriere (also die Stop-Loss-Marke) durch die Finanzierungskosten des Emittenten kontinuierlich nach oben bewegen. Wir meinen,

Amex Gold Bugs Index

daß ein Endloskontrakt überflüssig ist. Es dürfte sogar weit erträglicher sein, bei Bedarf auf ein Zertifikat mit neuer Ausstattung zu wechseln.

Minenaktien noch eine Spur volatiler

ABN Amro bietet derzeit drei Calls auf den Amex Gold Bugs Index mit Basispreisen 80, 90 und 100 Punkten (sh. Chart). Angesichts eines Indexstandes von derzeit 126 Zählern sollten interessierte Investoren auf das mittlere Zertifikat zurückgreifen, denn wenn der Goldpreis volatil ist, dann kann man den Index der Goldminen als höchst volatil bezeichnen. Mit diesem Hebelprodukt partizipiert man an Wertsteigerungen der nicht-gehedgeten Gold- und Silberminen-Unternehmen. Das reine Zertifikat (ohne Knock-out-Barriere also) der Baden-Württembergischen Bank hingegen beinhaltet acht ausgewählte Non-Hedger, ist allerdings stark Südafrika-lastig. Da der US-$ auch gegenüber dem südafrikanischen Rand an Wert einbüßt, empfiehlt sich bei beiden Zertifikaten ebenfalls parallel ein US-$-Put. Den Mix im Verhältnis kann der Investor nach eigener Maßgabe festlegen.

Beispiel

Bei einem aktuellen Goldpreis von 333 US-$ kostet das 284er Open End-Zertifikat (von ABN Amro) bei einem Bezugsverhältnis von 10 zu 1 etwa 4,53 Euro. Der Kurs würde sich ungefähr verdoppeln, wenn Gold in den Bereich von 380 US-$ vordringt, wo auch das High im Februar gelegen hatte. Wichtig wäre, daß sich der US-$ nicht parallel zu stark abschwächt. Dem kann man mit einer Depotbeimischung an Dollar-Puts entgegenwirken, wahrscheinlich sogar Extragewinne einfahren.

Fazit

Die Möglichkeiten, als Anleger auch auf Währungen, Edelmetalle oder Zinsen zu spekulieren, sind heute sicher besser denn je. Wichtig ist wie immer, daß sich Anleger vorab auf den bekannten Derivate-Portalen (z.B. OnVista) oder direkt bei den Emittenten über die genauen Ausstattungen der Zertifikate bzw. Hebelprodukte informieren, um nicht unangenehm überrascht zu werden.

Falko Bozicevic

Tabelle: Gold- und Minen-Hebelprodukte bzw. -Zertifikate

Produkt	Basis*	Barriere*	Laufzeit	WKN	Emittent	Hebel
Gold long	290	295	29.3.04	814 636	Commerzbank	7,2
Gold long	284	298	open end	721 858	ABN Amro	6,6
Gold Bugs	90	99	1.10.03	720 538	ABN Amro	3,8
Gold Basket	-	-	26.11.04	571 037	BW Bank	1:1**

*Basis und Barriere in US-$
**Partizipation an der Summe der verschieden gewichteten Einzeltitel

Aktie im Blickpunkt

Hyrican AG

David gegen viele Goliaths

Eigentlich stellte die Hyrican AG mit ihrem High Tech-Geschäftsfeld und beachtlichem Wachstum einen typischen Kandidaten für den Neuen Markt dar. Als der Hardware-Spezialist aber im Jahr 2000 sein IPO am Frankfurter Markt plante, wurde er in Konsortialgesprächen von der DZ Bank als „zu klein und zu profitabel" abgelehnt und statt dessen am Prädikatsmarkt Select der Bayerischen Börse eingeführt. Die Entwicklung der letzten drei Jahre hat verdeutlicht, daß das ehemalige Wachstumssegment in der Tat nicht das richtige Umfeld für das Thüringer Unternehmen gewesen wäre: Während viele Gesellschaften des Neuen Marktes mit ihrer Geschäftsentwicklung restlos enttäuscht haben und von ihren Höchstkursen weit entfernt sind, notiert die Hyrican AG derzeit auf ihrem Allzeithoch und überzeugt vor allem durch ungebrochenes Gewinnwachstum und die Solidität ihrer Finanzen.

Assemblierung

Die im Jahre 1990 in Kindelbrück in der Nähe von Erfurt gegründete Hyrican AG hat sich auf die Herstellung und den Verkauf von IT-Hardware spezialisiert. Neben dem Kerngeschäft, der Assemblierung von PCs und Notebooks (ca. 75 % Umsatzanteil), erstellen die Thüringer auch Server, Workstations sowie komplette Netzwerke (15 %) und vertreiben Peripheriegeräte und Komponenten. Abnehmer sind in erster Linie etwa 2.500 Händler aus Deutschland, Nord- oder Osteuropa. Unter den Großkunden, mit denen ca. 25 % der Umsätze generiert werden, finden sich bekannte Versandhäuser wie Quelle, Neckermann oder Baur, Fachhändler wie ProMarkt und Behörden wie das Land Sachsen-Anhalt. Für die Endkunden ihrer Abnehmer übernimmt die Hyrican AG auch den After-Sales-Service und bietet damit nahezu die komplette Wertschöpfungskette an. Die gesamte Komponentenbeschaffung und Fertigung wird erst nach Eingang einer Bestellung „Just in time" im eigenen Haus durchgeführt, so daß vergleichsweise geringe Lager- und Kapitalbindungskosten anfallen.

Hyrican AG			
Branche	PC-Herstellung		
WKN	600 450	Aktienzahl (Mio.)	4,00
GJ-Ende	31.12.	Kurs am 28.4. (Euro)	9,98
Mitarbeiter (31.12.02)	73	MCap (Mio. Euro)	39,9

	2002	2003E	2004E
Umsatz (Mio. Euro)	97,8	118,0	135,0
% ggü. Vj.	+4,7 %	+20,7 %	+14,4 %
EPS (Euro)	1,65	1,80	1,90
% ggü. Vj.	+68,4 %	+9,1 %	+5,6 %
KUV	0,41	0,34	0,30
KGV	6,0	5,5	5,3

Hyrican Informationssysteme

Starke Konkurrenz

Hyrican muß sich im PC-Markt mit namhafter Konkurrenz auseinandersetzen: Zu den direkten Wettbewerbern zählen die „großen Drei", Dell, HP und Fujitsu Siemens, sowie Maxdata im Geschäftskundenbereich und Gericom im Bereich der Notebooks. Derzeit deckt Hyrican trotz eines durchschnittlichen Wachstums von über 40 % p.a. seit seiner Gründung lediglich einen Marktanteil von knapp 2 % in Deutschland ab. Mittelfristiges Ziel des Vorstandsvorsitzenden Michael Lehmann ist es allerdings, diesen auf 5 % auszubauen. Geschäftstätigkeit und Businessmodell der Thüringer weisen dabei gewisse Ähnlichkeiten mit der um ein Vielfaches größeren und bekannteren Medion AG auf: Neben dem Build-to-Order-Prinzip und dem Vertrieb an Großhändler werden auch bei Hyrican ca. 80 % Standardrechner verkauft. Allerdings verzichtet Medion vollständig auf eine eigene Produktion. Größennachteile gegenüber dem Essener Wettbewerber versuchen die Ostdeutschen durch eine breitere Kundenbasis und eine diversifiziertere IT-Produktpalette auszugleichen. Durch den partiellen Einbau höherwertiger Komponenten sollen zudem auch hochpreisigere Marktsegmente angesprochen werden.

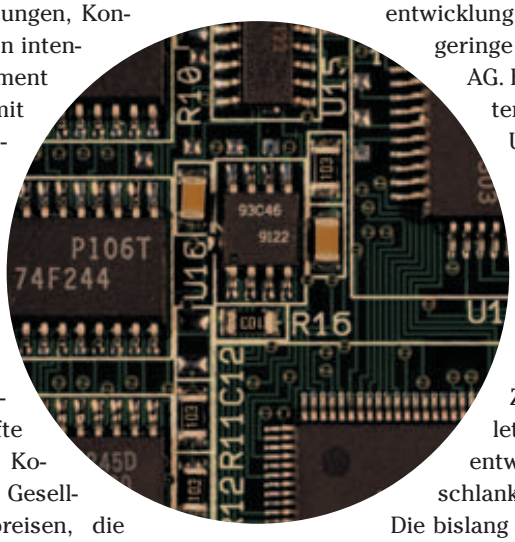
IT-Flaute

Im Rahmen der schwachen Wirtschaftskonjunktur befindet sich insbesondere die IT-Branche in einer tiefen Krise. So ist das Marktvolumen für PC-Hardware im letzten Jahr laut dem Bundesverband für Informationswirtschaft (BITKOM) in Deutschland um ca. 10 % auf 19,9 Mrd. Euro zurückgegangen – 17,4 % weniger als 2000. Nach einem weiteren Rückgang von ca. 3 % in diesem Jahr erwartet BITKOM erst in 2004 eine Trendumkehr auf

19,7 Mrd. Euro. Vorstand Lehmann verweist jedoch auf andere – optimistischere – Prognosen, wie z.B. die vom Marktforschungsinstitut IDC, das für Deutschland bereits im laufenden Jahr ein Wachstum des gesamten IT-Marktes von ca. 3,5 % erwartet. Wachstumsdynamik soll dabei vor allem vom Mobilbereich und von TFT-Monitoren ausgehen. Allein im Notebook-Segment werden bis 2006 jährliche Wachstumsraten von bis zu 15 % erwartet. Da andererseits die vergangenen Exzesse beim Kapazitätsausbau noch nicht ausreichend bereinigt wurden, dürften ein starker Preisdruck sowie ein harter Verdrängungswettbewerb weiterhin die Branche prägen. So hat beispielsweise Intel für dieses Jahr angekündigt, den Preis für den Pentium 4 um mindestens 20-30 % zu senken.

Ertrag vor Umsatz

Oberstes Unternehmensprinzip der Hyrican AG ist das Motto „Ertrag vor Umsatz". Diese Philosophie spiegelt sich in den Geschäftszahlen der Thüringer wider: Seit seiner Gründung ist der PC-Hersteller immer profitabel gewesen. Dies führt Firmenchef Lehmann auf nachhaltige Kundenbeziehungen, Konzentration auf die Kernkompetenz und ein intensives Kosten- und Qualitätsmanagement zurück. So liegen die After-Sales-Kosten mit etwa 3,50 Euro deutlich unter dem Branchenschnitt (rund 5 Euro) und unterstreichen Hyricans hohe Qualität. Die Kostenführerschaft der Thüringer zeigt sich in einer Personalaufwandsquote von lediglich 1,6 % (durchschnittlich 22.500 Euro im Jahr pro Mitarbeiter inkl. Vorstand) und dem verschwindend geringen Marketingbudget. Die damit erzielte Gewinnspanne von ca. 10 % pro PC dürfte branchenweit für Neid sorgen. Weiteres Kostensenkungspotential erhofft sich die Gesellschaft von niedrigeren Beschaffungspreisen, die durch das rasch ansteigende Einkaufsvolumen ermöglicht werden sollten.



Solide Finanzen

Die IT-Flaute und sinkende Verkaufspreise machten sich im letzten Geschäftsjahr auch bei Hyrican bemerkbar. Zwar wurden mit insgesamt 106.900 PC-Systemen über 25 % mehr als im Vorjahr verkauft, der Umsatz stieg dabei aber nur um 4,7 % auf 97,8 Mio. Euro und blieb hinter den Erwartungen zurück. Dank gesunkener Beschaffungspreise und einer Verringerung des margenschwachen Handels mit Komponenten und Bauteilen konnte die EBIT-Marge trotzdem von 4,9 % auf 8,2 % und der Gewinn um 67 % auf 6,5 Mio. Euro erhöht werden. Der Gewinn je Aktie stieg von 0,98 auf 1,65 Euro und ermöglicht eine Dividendenerhöhung von 0,20 auf 0,65 Euro je Aktie. Die liquiden Mittel konnte das schuldenfreie Unternehmen sogar auf 17,7 Mio. Euro verdoppeln. Dies vergrößert den Handlungsspielraum der Gesellschaft, großvolumige Projekte zu akquirieren und alleine zu bewältigen. Auch das erste Quartal 2003 lief nach Auskunft von Vorstand Lehmann zufriedenstellend; vor allem im neuen Bereich Notebooks konnten ebenso viele Stücke verkauft werden wie im gesamten Vorjahr seit der Programmaufnahme im September. Für das laufende Geschäftsjahr rechnen wir daher bei einem Umsatz von 118 Mio. Euro mit einem Gewinn von 7,2 Mio. Euro, was insbesondere durch einen neu gewonnenen Großkunden realisiert werden soll.

Grüne Pipeline

Während im letzten Jahr über 80 % des Umsatzes in Deutschland generiert wurden, soll mittelfristig vor allem das Geschäft in den stark wachsenden Märkten Osteuropas und Rußlands ausgebaut werden, auf die derzeit ca. 15 % der Erlöse entfallen. Zur Risikominimierung werden hier Geschäfte lediglich gegen Vorkasse und in der Regel ohne Garantien oder After-Sales-Services angeboten. Nicht zuletzt vor dem Hintergrund der Elektroschrott-Verordnung ist darüber hinaus geplant, eine so genannte „grüne Pipeline" in diese Länder aufzubauen. Das heißt, daß alte PC-Systeme, die Kunden in Deutschland aufgrund von Neuausstattungen zurückgeben, überarbeitet und dann nach Osteuropa weiterverkauft werden. Dies würde die Wertschöpfung vergrößern und die Entsorgungskosten verringern.

Chancen und Risiken

Neben der allgemeinen Abhängigkeit von der weiteren IT-Marktentwicklung ist sicherlich die im Branchenvergleich geringe Größe eines der Hauptrisiken der Hyrican AG. Bei zunehmender Marktsättigung und härterem Preiskampf besteht gerade für kleine Unternehmen die Gefahr, vom Markt gedrängt zu werden. Die zuletzt stark verbesserte Marge könnte darüber hinaus Begehrlichkeiten bei Lieferanten und Abnehmern wecken, die nun bessere Konditionen einfordern. Einen Risikopuffer bietet allerdings die äußerst solide Finanzausstattung der Gesellschaft. Zudem konnten sich die Thüringer in den letzten Jahren von der schlechten Branchenentwicklung abkoppeln und aufgrund ihrer schlanken Struktur als Kostenführer etablieren. Die bislang hohe Abhängigkeit vom deutschen Markt soll durch die aussichtsreiche Positionierung im Osteuropa-Geschäft weiter verringert werden.

Fazit

Sollte Vorstand Lehmann sein Ziel erreichen, mittelfristig mit über 20 % p.a. profitabel zu wachsen, lassen die derzeit aus fundamentaler Sicht ohnehin schon äußerst günstigen Bewertungsrelationen eine deutliche Unterbewertung der Hyrican AG vermuten. So liegen trotz eines Kursanstiegs von über 60 % seit Jahresanfang das KGV03 und KUV03 bei lediglich 5,6 respektive 0,34 (Kurs: 10,10 Euro). Die hohe Attraktivität der Aktie wird dabei durch eine für ein Wachstums- bzw. High Tech-Unternehmen ungewöhnlich hohe Dividendenrendite von 6,5 % noch unterstrichen. Zudem bietet die äußerst solide Finanzausstattung der Gesellschaft mit einer Cashquote von 4,50 Euro je Aktie eine starke Absicherung nach unten. Interessierte Anleger sollten mit einem Teil des geplanten Anlagebetrages direkt kaufen. Mit dem Restbetrag sollte man auf eine deutliche Konsolidierung des zuletzt stark gestiegenen Wertes hoffen und bei etwa 8 Euro nachkaufen. Aufgrund des dünnen Handels in dieser Aktie ist eine Limitierung grundsätzlich empfehlenswert.

Patrick Nix, Holger Steffen

Buy or Good Bye

Buy: VIVA Media

Seit Markierung des Allzeittiefs Anfang Februar befindet sich der Kurs des Kölner Musikfernsehsenders VIVA im steten Aufwärtstrend. Dies dürfte teilweise am konsequenten Umbau zur „Content Factory“ liegen, den Programm- und Unternehmenschef Dieter Gorny forciert. Demnach sollen beliebte Serien wie „Southpark“ oder die „Ali G Show“ auch außerhalb der herkömmlichen Zielgruppen für regen Zulauf sorgen. Bis Mitte Mai sollen gleich neun neue Programmformate integriert werden, doch die Musik bleibt die bisherige und bewährte VIVA-Basis.

Der Betreiber des im wesentlichen werbefinanzierten TV-Senders hatte im letzten Jahr nur dank Verkaufserlösen für VIVA Plus an AOL TimeWarner den Weg in die Gewinnzone gefunden. Bei konstantem Umsatz von 113 Mio. Euro wies VIVA einen Jahresüberschuß von 0,9 Mio. Euro aus, nach einem Fehlbetrag von fast 30 Mio. Euro im Vorjahr. Rechnet man also den Verkaufserlös von 30 Mio. Euro gegen, blieb mithin auch der Fehlbetrag konstant. Doch seit Beginn des Jahres stören zumindest einige der Verlustbringer der Vergangenheit nicht mehr. Beteiligungen, die das 2002er EBIT mit über 14 Mio. Euro belastet hatten, sind inzwischen abgestoßen.

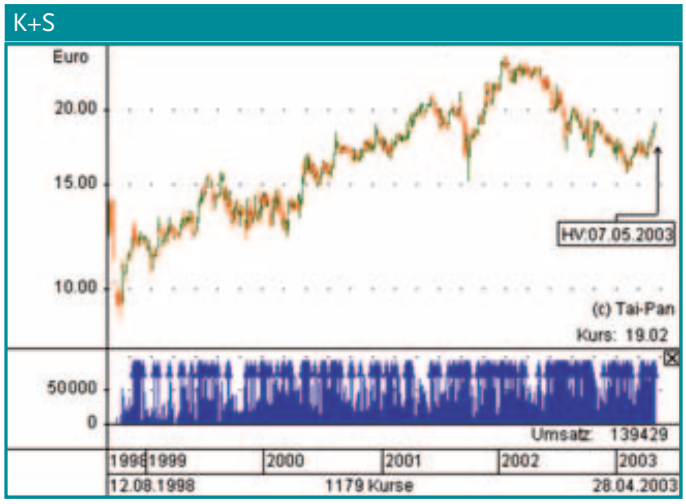
Ein Verkauf von Vivendis 15 %-Paket gilt beizeiten am wahrscheinlichsten, um AOL die Mehrheit zu bringen. Auf dem Weg zum führenden Medienunternehmen für Musik- und Light-Entertainment in Europa ist VIVA stark positioniert, zumal die Kölner über liquide Mittel von 44 Mio. Euro bei praktisch null Bankverbindlichkeiten verfügen. Selbst bei schwachem Gesamtmarkt dürften die Aktien weiterhin relative Stärke an den Tag legen. Bei 8 Euro könnte das Ende der Fahnenstange aber erreicht sein, denn dort droht ein massiver Widerstand, der in den Jahren 2000 bis 2002 noch als Unterstützungszone Halt bot. Bis dahin eröffnen sich allerdings noch ca. 50 % Kurspotential für chancenorientierte Investoren.

Buy: K+S

Düngemittel und Salze gehören zu den Stoffen, die weltweit immer gebraucht werden. Der Markt wächst langsam, aber stetig. Von einem echten „Wachstumsmarkt“ würde jedoch kaum jemand sprechen wollen – zu unrecht. Mehrere Faktoren haben dem Kasseler Unternehmen K+S (ehemals Kali & Salz) aber einen Strich durch das letzte Jahresergebnis gemacht, obwohl Umsatz und auch Betriebsergebnis über den Werten des Vorjahres lagen. Buchwertabschreibungen auf Wertpapiere des Umlaufvermögens sowie höhere hiesige Steuern waren zu beklagen, darüber hinaus führten widrige Witterungsbedingungen zu saisonal unterdurchschnittlichen Ernteerfolgen in der Landwirtschaft.

Dennoch, die erstklassige Bilanz von K+S ermöglicht es problemlos, die Dividende auf dem hohen Vorjahresniveau von 1 Euro je Anteil zu halten. Die hohe Dividendenrendite (aktuell 5,4 %) navigierte die Papiere der substanzstarken K+S weit besser durch die Börsenmalaise als den Gesamtindex MDax. Und obwohl sich die Dividende innerhalb von fünf Jahren schon auf das Dreifache erhöht hat, besteht noch genügend Spielraum für den Ausschüttungsanteil. Der liegt bei ca. 40 %.

Die Führung von K+S ist für eine verschmitzte Form der Tiefstapelei bekannt. So spricht Vorstandschef Ralf Bethke vorsichtshalber davon, daß im laufenden Jahr keine nennenswerten Änderungen der Rahmenbedingungen von Seiten K+S erwartet werden. Und dies, obwohl aufgrund des starken Winters 2002/03 der Bereich Salze im ersten Quartal wie schon im Gesamtjahr 2002 überdurchschnittlich gewachsen sein dürfte. Die Weltbevölkerung legt weiterhin rapide zu, die bestehenden Landflächen aber nicht, im Gegenteil. Die notwendigere intensivere Kultivierung wird K+S auf viele Jahre hinaus zu weiterem Wachstum verhelfen. Bei 18,60 Euro sind die Papiere mit einem KGV von 7,6 nach wie vor günstig und langfristig aussichtsreich.



Good Bye: Wal-Mart

Der weltweit größte Einzelhändler mit Sitz im sonnigen Arizona ist heute bereits schon wieder so hoch bewertet wie in besten Zeiten des Noch-Boom-Jahres 2000. Fragt sich nur, wie ein KGV von über 30 und ein branchenintern abgehobenes KUV von 1 (JC Penny: 0,14; Sears: 0,20) zu den spärlichen Ausblicken der Weltkonjunktur passen. US-Amerikaner kaufen ohnehin nur noch mit Kreditkarte ein, die Wal-Mart daher auch großzügig fördert, nur weiter so.

Das schwache (anorganische) Umsatz- und Ertragswachstum und die wenig besseren Perspektiven passen dabei kaum ins Bild: Die Aprilumsätze beispielsweise lagen wieder nur am unteren Ende der Erwartungen bei +5 %, nach +0,7 % im März. Konkurrenten wie Sears und JC Penny verzeichnen gar rückläufige Umsätze. Aus welcher Richtung also der Konsumschub kommen soll, bleibt äußerst fragwürdig, und dies weltweit. Doch wohl nicht etwa von der umstrittenen (und derzeit auch noch blockierten) neuerlichen Steuerermäßigung, die vor allem die ohnehin schon begüterten Individuen begünstigt?

Auf natürlichem Wege kann Wal-Mart kaum wachsen, wohl auch deshalb hatten die Amerikaner aggressiv für die britische Safeway geboten, den viertgrößten dortigen Lebensmittelhändler. Der Markteintritt mittels Preisdumping in Deutschland gilt inzwischen als gescheitert, da sich die amerikanische Unternehmensphilosophie partout nicht auf den hiesigen Markt zuschneiden ließ. Für ein Übriges sorgte die aufmüpfende Gewerkschaft ver.di – ebenfalls unbekannte Gegnerschaft für ein US-Unternehmen.Wenn Wal-Mart seinen Aktionären jedoch nicht länger ein jährliches Pro forma-Wachstum bieten kann, könnten diese auf die Idee kommen zu hinterfragen, weshalb das Unternehmen gerade einmal 0,36 US-$ Dividende ausschüttet. Wenn das Bush-Paket doch noch durchgeht, bleibt wenigstens diese Rendite von 0,7 % von der Steuer befreit. Ein klares Good Bye!

Wal-Mart Stores

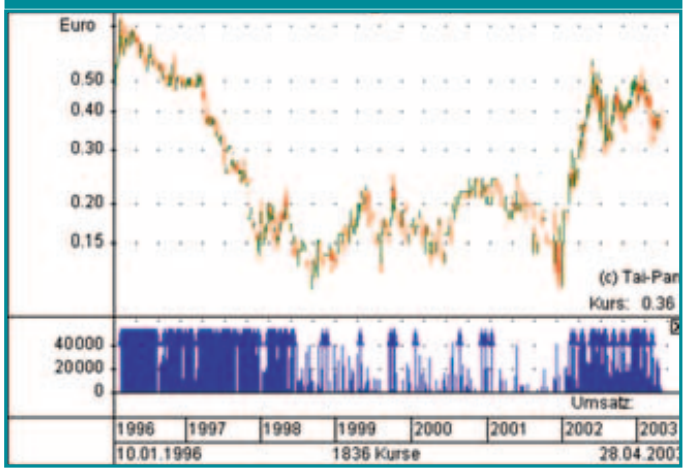
Buy: Croesus Mining

Der viertgrößte australische Goldminenproduzent bietet eine interessante Kombination zwischen Substanz- und Spekulationstitel. Bei Nettoproduktionskosten von knapp 200 US-$ pro Unze bietet Croesus (anders als z.B. Durban Roodepoort mit Produktionskosten von über 300 US-$ je Unze) zwar nur einen geringen Hebel auf einen Goldpreisanstieg. Im Gegenzug ist das Unternehmen aber sehr günstig bewertet und würde durch einen langfristigen Anstieg des Goldpreises kontinuierliche Gewinnsteigerungen erzielen. Nach mehreren vielversprechenden Bohrergebnissen in letzter Zeit könnte zudem die Lebensdauer der erwiesenen Ressourcen von derzeit ca. 7 Jahren noch weiter ausgebaut werden, Tendenz steigend.

Der Abbau von Vorwärtsverkäufen, wie sie für viele australische Produzenten typisch waren, wird auch von Croesus weiter vorangetrieben. Während die Finanzmittel durch den positiven Cash Flow permanent ansteigen, hat sich Croesus erfolgreich um einen Abbau der Verbindlichkeiten bemüht, so daß die Bilanzen weiter gesunden. Im letzten Geschäftsjahr hatten die Australier noch hohe Abschreibungen auf die Hauptmine Central Norseman vornehmen müssen, die das Ergebnis optisch belasteten. Mit Wegfall dieses Sondereinflusses dürfte Croesus – selbst ohne weiteren Goldpreisanstieg – im laufenden Geschäftsjahr den Gewinn so weit steigern, daß das Kurs-Gewinn-Verhältnis einstellig wird. Davon abgesehen schüttete das Unternehmen im Januar eine Dividende von 2 Aus-$ aus, was einer Rendite von etwa 2,5 % gleichkommt.

Das Jahrestief von 0,31 Euro, herrührend aus einer scharfen Kurskorrektur im Frühling, dürfte zukünftig eine gute Unterstützung bieten. Daher bieten sich Abstauberlimits in der Nähe dieser Marke an. Die Aktien der hierzulande relativ unbekannten Croesus Mining sind nicht besonders liquide, aber dennoch ausreichend handelbar.

Croesus Mining



Externe Analyse

GfK Gesellschaft für Konsumforschung AG

Ermitteln, analysieren und interpretieren!

von Carsten Riedel, Analyst der Volksbank in Stuttgart AG

Das Unternehmen

Die GfK AG, mit Sitz in Nürnberg, hat ihren Ursprung in der im Jahre 1934 gegründeten GfK-Nürnberg e.V. Zu deren Gründungsmitgliedern zählte der spätere Wirtschaftsminister und Bundeskanzler der Bundesrepublik Deutschland, Prof. Ludwig Erhard. Mit einem Stammkapital von 50.000 DM wurde Ende März 1981 die GfK GmbH gegründet, deren alleiniger Gesellschafter der GfK Nürnberg e.V. war. Per Gesellschafterbeschluß vom Juni 1984 übertrug der eingetragene Verein wesentliche Teile seines Vermögens auf die GmbH. Im Dezember 1998 folgte dann die formwechselnde Umwandlung in die GfK AG. Im Rahmen der Börseneinführung wurden Ende September 1999 gut 5,4 Mio. Aktien des Unternehmens zu einem Preis von 18,50 Euro im amtlichen Handel der Frankfurter Börse eingeführt. Nach erfolgter Neuordnung der Indices durch die Deutsche Börse notiert die Aktie im Prime Standard und ist Mitglied im CDax.

Die Gesellschaft für Konsumforschung, GfK AG, ist das größte deutsche und eines der weltweit führenden Marktforschungsinstitute. Dabei werden Verhaltensweisen, Einstellungen und Motive der Verbraucher in nahezu allen Konsum- und Gebrauchsgütermärkten ermittelt, analysiert und interpretiert. Die vier Geschäftsfelder Consumer Tracking, Non-Food Tracking, Medien sowie Ad hoc-Forschung bilden dabei das Tätigkeitsfeld.

In den letzten Jahren wurde die Internationalisierung des Geschäftes durch Beteiligungen und Übernahmen massiv vorangetrieben. Aus strategischer Sicht einer der wichtigsten Schritte war der 1999 vollzogene Erwerb des amerikanischen Instituts Custom Research. Den Nürnbergern gelang damals der Schritt über den großen Teich auf den größten Marktforschungsmarkt der Welt. Zu der Gruppe zählen heute über 120 Tochterunternehmen, Niederlassungen und Beteiligungen in 51 Ländern auf fünf Kontinenten mit annähernd 4.900 Mitarbeitern. Kunden der GfK Group finden sich hauptsächlich in den Bereichen Industrie, Handel, Dienstleistung sowie Medien.

Carsten Riedel

Entwicklung im abgelaufenen Geschäftsjahr

Nach den vorläufigen Zahlen verlief das Geschäftsjahr 2002, für das die GfK AG ihren Jahresabschluß erstmals nach den Rechnungslegungsgrundsätzen US-GAAP vorlegte, durchaus erfreulich, trotz der wirtschaftlich teilweise schwierigen konjunkturellen Entwicklung in den wichtigsten Ländern Europas und Nordamerikas. Allerdings sind die Daten durch die Umstellung von HGB auf US-GAAP im historischen Vergleich nur bedingt aussagefähig, da mehrere zur Gruppe gehörende Unternehmen nach den HGB-Grundsätzen bisher nicht in den Konsolidierungskreis mit einbezogen werden mußten.

Umsatzentwicklung

Den Umsatz der Gruppe konnte das Management im zurückliegenden Jahr um 10,5 % auf 558,8 Mio. Euro steigern. Allerdings blieb dieser damit um 1,6 % hinter den Prognosen von 568 Mio. Euro, die das Unternehmen noch im Rahmen der Veröffentlichung der Drittquartalszahlen im vergangenen Herbst abgegeben hatte. Als Gründe für diese Entwicklung wurden der starke Euro sowie die von einigen Kunden ins Jahr 2003 verschobenen Aufträge angeführt. Unter den Geschäftsfeldern wuchs der ohnehin wichtigste Bereich, Ad hoc-Forschung, mit 4,7 % auf Jahresbasis am stärksten. Sehr unterschiedlich verlief das Wachstum aus globaler Sicht in den einzelnen Regionen. Am deutlichsten stieg das Geschäftsvolumen in Zentral- und Osteuropa. Mit 21,4 % konnte hier das noch junge Geschäft auf 28,6 Mio. Euro gesteigert werden. Am schwächsten entwickelte sich das Geschäft im wichtigen, angestammten deutschen Markt. Hier betrug das Wachstum lediglich 6 % auf allerdings 204,3 Mio. Euro.

GfK: historische Daten und Schätzungen

Geschäftsjahr	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003e	2004e
Umsatz*	259,6	304,9	377,7	473,9	531,7	558,8	586,7	616,0
Personalaufwand*	116,0	131,9	166,9	206,7	234,0	243,4	251,4	263,1
EBIT*	13,8	16,2	26,7	39,4	29,8	45,9	48,7	52,6
Jahresüberschuss*	7,7	10,7	13,7	25,4	12,3	22,8	24,9	26,5
Eigenkapital*	33,1	51,8	55,6	132,7	162,0	175,5	184,3	193,5
Dividende	-	-	0,13	0,15	0,17	0,19	0,20	0,21
Dividendenrendite in %	-	-	1,10	1,20	1,40	1,60	1,60	1,70
EPS	1,51	0,72	0,33	0,87	0,45	0,85	0,98	1,15
KGV**	8,1	16,9	37,0	14,0	27,1	14,4	12,4	10,6
KUV**	3,1	2,7	2,2	1,7	1,5	1,5	1,4	1,3

* in Mio. Euro
** Aktienkurs 12,28 Euro (25.04.2003)
Quelle: Volksbank in Stuttgart AG

Ergebnis und Wachstum

Beim Ergebnis vor Zinsen und Steuern, EBIT, legte die Gruppe über 50 % auf 45,9 Mio. Euro zu und bügelte damit den Gewinneinbruch aus dem Jahre 2001 mit Nachdruck wieder aus. Trotz des schwierigen wirtschaftlichen Umfeldes wies die GfK Group dennoch ein organisches Wachstum von 3,5 % auf, unter Herausrechnung der festen Volumina mehrjähriger Verträge sogar von 5,3 %, und wuchs damit als eines der wenigen Unternehmen in der Branche deutlich stärker als der globale Markt für Marktforschung. Dieser expandierte lediglich um knapp 3 %. Die Internationalisierungsstrategie wurde auch 2002 durch Übernahmen und Beteiligungen erfolgreich fortgesetzt. So wurde beispielsweise erst im Oktober die Mehrheit an dem französischen Institut Français de Recherche (IFR) erworben. Diese Strategie ließ zwar wie bereits in den Jahren zuvor den Personalaufwand weiter steigen, führte die GfK Group aber unter die Top 5 der weltweit tätigen Marktforschungsinstitute.

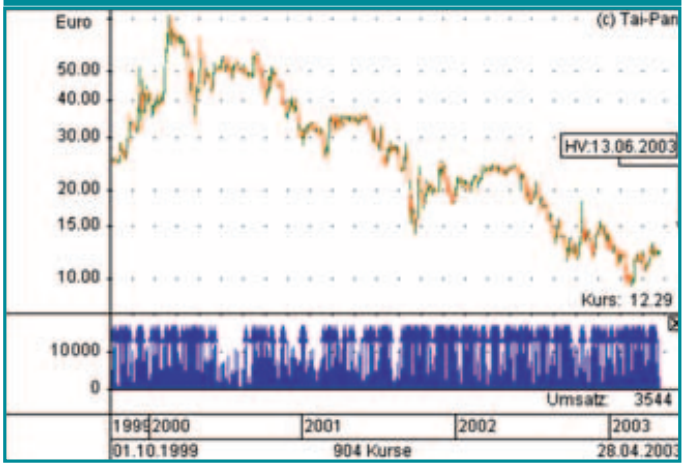
Ausblick und Einschätzung

Der zügigen Internationalisierung des Geschäftes in den letzten Jahren hat es die Gruppe zu verdanken, daß regionale Schwankungen in einzelnen Geschäftsfeldern in Zukunft leichter abgefedert werden können. Somit ist davon auszugehen, daß die Gruppe auch im Jahr 2003, welches im Bereich Marktforschung zunächst schwierig bleiben sollte, ihr Geschäft erneut leicht um annähernd 5 % wird steigern können. Darauf deutet heute bereits der Auftragsbestand hin, der einschließlich bereits fakturierter Neuaufträge der konsolidierten Firmen bei annähernd 39 % des für das Gesamtjahr 2003 erwarteten Jahresumsatzes liegt. In der zweiten Jahreshälfte wird diese Entwicklung zudem durch eine an Fahrt gewinnende Weltkonjunktur unterstützt werden. Damit stehen die Zeichen günstig, daß es der Gruppe auch in diesem Jahr wieder gelingt, schneller zu wachsen als der für sie relevante Markt. Für diesen ist erneut mit einem Wachstum von 3 % zu rechnen. Ein deutlicherer Anstieg bei Umsatz und Gewinn ist dann im Zuge einer an Fahrt gewinnenden Belebung der Weltwirtschaft für das Jahr 2004 und darüber hinaus zu erwarten. Der Personalaufwand dürfte trotz prognostizierter weiterer Zukäufe nur unterproportional zunehmen.

Bewertung

Mit einem Kurs/Gewinn-Verhältnis von derzeit etwas über 12 auf Basis der geschätzten Gewinne für das Jahr 2003 und knapp über 10 für 2004, ist das Unternehmen derzeit aktuell mit einem Aktienkurs von etwas über 12 Euro günstig bewertet. Hinzu kommt die global sehr gute Positionierung, vor allem in aufstrebenden Märkten wie beispielsweise Indien. Erstmals seit dem Börsengang bietet der jetzige Kurs eine derart günstige Einstiegsgelegenheit, um an dem zukünftigen Wachstum eines sehr interessanten und zukunftsträchtigen Marktes partizipieren zu können. Dies spiegelt auch die Relation Marktkapitalisierung zu Umsatz (KUV) in obiger Tabelle wider. Mit einem geschätzten Verhältnis von knapp 1,4 für dieses und etwas über 1,3 für nächstes Jahr ist dieses ebenfalls so günstig wie noch nie. Die Aktie leidet allerdings derzeit noch immer unter dem Gewinneinbruch des Jahres 2001. Dieser erwies sich bei dem Marktforscher aus heutiger Sicht zwar als ein einmaliger Ausrutscher, jedoch ist das Vertrauen der Anleger in die Aktie, trotz einer soliden Dividendenpolitik, noch nicht wieder zurückgekehrt.

GfK Gesellschaft für Konsumforschung



Aus charttechnischer Sicht erreichte der Kurs Ende März bei annähernd 9,50 Euro sein Allzeittief. Seither verteuerte sich das Papier bereits wieder um gut 25 %, womit das schlimmste überstanden zu sein scheint. Dennoch scheint das Potential der Aktie selbst auf kurze Sicht noch nicht ausgereizt. Derzeit befindet sich der Titel in der Korrekturphase auf den letzten stärkeren Anstieg von 10,50 auf 13 Euro. Diese Korrektur dürfte sich noch ein paar Tage hinziehen, ehe der nächste finale Anstieg bevorsteht. Wird das letzte Verlaufshoch bei knapp über der 13 Euro-Marke unter deutlich steigenden Umsätzen überwunden, ist der Weg frei bis auf knapp 15 Euro. Der Zeithorizont für den Vollzug dieser Aufwärtsbewegung liegt, nach Beendigung der aktuellen Korrekturphase, bei vier bis sechs Wochen. Ein Anhaltspunkt für den Start der Bewegung könnte die Bekanntgabe der endgültigen Geschäftsdaten für 2002 und der 1. Quartalszahlen für 2003 am 29. April sein. Vorraussetzung für diese finale Aufwärtsbewegung ist allerdings, daß das Niveau von 11,50 Euro im Rahmen der derzeit laufenden Korrektur nicht nachhaltig unterschritten wird.

Fazit

Das Kursziel auf Sicht der nächsten zwölf Monate liegt aus charttechnischer Sicht bei 20 Euro, wobei auf diesem Niveau auch aus fundamentaler Sicht mit einem KGV von dann 25 auf Basis der geschätzten Gewinne für das Jahr 2003 die Grenze einer fairen Bewertung erreicht scheint.

MoneyTalk

„Gründe für den großen Discount kann ich nicht erkennen“

Knut S. Hinrichs, Vorstandsvorsitzender des Halbleiterherstellers Elmos, über die aktuelle und zukünftige Situation des Unternehmens. Worin sieht Herr Hinrichs den Investment Case für Anleger?

Knut S. Hinrichs

Smart Investor: Herr Hinrichs, vielleicht können Sie zunächst kurz die Marktsituation in den von Elmos gecoverten Segmenten darstellen.
Hinrichs: Die gerade von Infineon vorgelegten Geschäftszahlen sind in dieser Hinsicht ein sehr aufschlußreicher Indikator. Die Münchner hatten ein 20 %iges Umsatzwachstum im Industrie-/Automotive-Geschäft bei einer knappen Ergebnisverdopplung gegenüber dem Vorjahreszeitraum. Von der vermeintlich drohenden Abschwächung des Automobilmarktes in Nordamerika hat Elmos jedenfalls noch nichts gemerkt. Diese Einschätzung belegt auch unser Ordereingang, der noch im vierten Quartal 2002 die Book-to-Bill-Ratio über den kritischen Wert von 1 zurückbrachte. Im laufenden Jahr rechne ich deshalb – im Einklang mit den bisherigen Aussagen – mit einem bis zu 15 %igen Umsatzwachstum, was durch den Verlauf des ersten Quartals untermauert wird.

Smart Investor: Die liquiden Mittel nahmen im letzten Jahr weiter ab, die Verbindlichkeiten zu. Besteht Grund zur Beunruhigung?
Hinrichs: Dazu besteht kein Anlaß, denn Elmos ist ab dem vierten Quartal 2002 Cash Flow-positiv, und zwar dauerhaft. Da wir die großen Investitionsvorhaben wie geplant getätigt haben, können wir jetzt freie Mittel unter anderem zur gezielten Rückführung der von Ihnen angesprochenen Bankverbindlichkeiten herannehmen. Dies ist unsere Vorgabe für dieses und nächstes Jahr, es sei denn, es käme etwas dazwischen, wie ein gezielter Zukauf. Den sehe ich im Moment aber nicht.

Smart Investor: Blicken wir einmal in die Zukunft: Was kann Elmos, was Ihre Konkurrenten nicht können?
Hinrichs: Elmos setzt vor allem auf kundenspezifische Produkte: eine Anwendung – ein Kunde. Damit läßt sich das Umsatzvolumen größtmöglich aufsplitten auf die unterschiedlichen Produkte und sie können verhindern, daß potentielle Wettbewerber sie mit Standardlösungen attackieren. In der Breite können wir also nicht angegriffen werden. Beispielsweise hatte STMicroelectronics im frühen Stadium einen ähnlichen Ansatz. Standardisierung bedeutet immer Konkurrenzdruck und Preiszugeständnisse – z.B. Infineon, ST-Micro und Motorola. Von den großen Unternehmen kann der Weg in spezialisierte, integrierte Produkte nicht gegangen werden. In dieser Konsequenz gibt es nur ganz wenige Unternehmen in unserem Sektor, weswegen Elmos auch als Übernahmeobjekt immer attraktiv war und bleiben wird. Aufgrund unserer Anteilseignerstruktur sind 57 % der Aktien aber bis 2007 gebunden und daher etwaige Gedankenspiele ohnehin auszuschließen.

Smart Investor: Wie will Elmos nun das weitere Wachstum arrangieren: organisch oder durch Zukäufe?
Hinrichs: Mehr oder minder wird uns die Frage des Weges von außen beantwortet: Heutzutage hat ein Unternehmen möglichst hohen freien Cash Flow vorzuweisen. Zukäufe unter Zugriff auf Finanzmittel fallen also unter den Tisch. Umgekehrt ist Elmos teilweise nur mit einem Sechstel so hoch bewertet wie vergleichbare US-amerikanische Unternehmen. Pro Quartal läßt sich also mindestens ein Unternehmen finden, das gerne Elmos übernehmen würde, nicht umgekehrt. Die Stärkung der eigenen Wachstumskraft ist hier aber immer noch das beste Argument gegen eine langfristige Unterbewertung.

Smart Investor: Können Sie mit eigenen Worten kurz beschreiben, warum ich als Anleger in Aktien von Elmos investieren sollte? Was ist der Investment Case?
Hinrichs: Ich kann beim besten Willen nicht erkennen, weshalb ein so stark aufgestelltes Nischen-Unternehmen wie Elmos mit einem derart starken Discount bedacht wird. Ganz im Gegenteil, unser technologisches Portfolio ist dermaßen beachtlich, daß sich mehrere größere Interessenten sehr gerne Elmos – wenn dies möglich wäre – einverleiben würden. Elmos ist es gewohnt, als gestandenes Unternehmen mit Hilfe einer Thesaurierungs- und Ertragspolitik zu wachsen. Die Refinanzierungskrise des Neuen Marktes haben wir daher weit besser als andere überstanden. Heute steht Elmos besser da denn je, in vielen Beziehungen – außer natürlich in der Bewertung. Bis 2005 wollen wir den Umsatz im Vergleich zu 2002 verdoppeln, bis 2008 oder 2009 nochmals. Also so um 2007 müßten wir eine kritische Größe erreicht haben, die eine langfristige Eigenständigkeit zu einer attraktiven Bewertung garantieren sollte. Bis dahin wird somit die Frage nach unserem Wachstum beantwortet sein, sei es, daß dann eine starke strategische Partnerschaft sinnvoll oder aber die Eigenständigkeit aufgrund einer kritischen Größe möglich wäre. Ich gehe fest von letzterem aus.

Interview: Falko Bozicevic

Musterdepot

Nachfassen & Aufpassen

Mit einigen marktnahen Kauflimits wollen wir am positiven Szenario partizipieren. Für den gegenteiligen Fall befinden wir uns aber auch mit tiefen Abstauberlimits im Markt.

Knapp die Hälfte unserer 15 Kauflimits der letzten Ausgabe ist zur Ausführung gekommen. Bis zum Redaktionsschluß bewegte sich unser Musterdepot damit 5,4 % ins Plus, wobei unsere Cash-Quote aktuell ziemlich genau noch bei 50 % liegt.

Liste der Kauflimits

Titel	WKN	Stück	Kauflimit	Kurs akt.*	Kaufsumme
Dax Long Zertifikat (Vontobel)**	299 543	1.000	2,50	5,85	2.500,00
VIVA	617 106	1.500	5,20	5,20	7.800,00
Silver Standard Resources	858 840	2.000	3,10	4,00	6.200,00
Silver Standard Resources	858 840	1.000	3,60	4,00	3.600,00
Banpu	882 131	7.000	0,75	0,76	5.250,00
Croesus Mining	871 679	25.000	0,30	0,36	7.500,00
GfK	587 530	500	12,10	12,00	6.050,00
Münchener Rück	843 002	100	73,00	82,20	7.300,00
K+S	716 200	400	19,00	19,00	7.600,00
Hyrican	600 450	500	8,20	9,98	4.100,00
				Summe	57.900,00

* am 28.4.2003 ** Das Limit von 2,50 Euro entspricht einem Dax-Stand von etwa 2.610 Punkte

Japan wartet noch auf das Comeback

Bei einige Titeln hatten wir mit unseren Abstauberlimits eher Pech, bei anderen durchaus Glück. So sind wir mit dem Kauflimit für Bayer, einem der besten Performer im Dax seit dem Tief im März, nur um 15 Cent am Zwischentief vorbeigeschrammt. Ähnlich knapp ging es bei Bijou Brigitte zu. Mit etwas Glück fiel uns hingegen Zapf ins Depot. Die Aktien des Puppenherstellers tauchten an mehreren Tagen exakt auf unser gesetztes Abstauberlimit von 27 Euro ab. Bei DaimlerChrysler, Canon, Hyrican und Honda kamen wir relativ bequem zum Zug. Mit Honda und Canon haben wir damit beide in unserer letzten Japan-Story vorgestellten Titel zugeteilt bekommen. Aufgrund des neuerlichen Schwächeanfalls des Automobilsektors notiert Honda aber im Minus, trotz der jetzt gemeldeten Rekordzahlen für das Geschäftsjahr 2002/03.

Neue Limits, neues Glück

Mit Durban Roodepoort haben wir nur eine unserer beiden zum Kauf gestellten Edelmetall-Aktien erhalten. Bei Silver Standard versuchen wir es erneut, und zwar mit zwei verschiedenen Limits. Wenn der Kurs die Marke von 3,70 Euro durchbricht, erhalten wir zumindest die erste Position. Bei 3,10 Euro wartet ein zweites Limit auf seine Ausführung für den Fall eines wirklich drastischen Verfalls. Bei Hyrican wollen wir nachlegen im Falle eines Kursrutsches in diesem recht illiquiden Titel. Bei VIVA, Banpu, GfK, Croesus und K+S haben wir recht marktnahe Limits plaziert, die leicht zur Ausführung kommen können. K+S schüttet Anfang Mai nach der HV eine Dividende von 1 Euro je Aktie aus. Wie bei Daimler wird dann die Dividendenzahlung der Liquidität zugerechnet. Das Dax-Zertifikat greift bei einem Stand von ungefähr 2.610 Punkten. Einem Totalverlustrisiko (Knock out bei 2.400 Dax-Punkten) steht jedoch ein großes Erholungspotential gegenüber. Von diesem extrem kurzfristigen Trade abgesehen verfolgt unser Musterdepot jedoch eine langfristige Strategie (Näheres hierzu im „Smart Investor Mission Statement“ auf S. 24).

Bitte beachten!

Mit einer neuen Ausgabe des Smart Investor verlieren sämtliche zuvor plazierten Limits jeweils ihre Gültigkeit. Limits gelten jeweils auf Intraday-Basis am Börsenplatz Frankfurt, Stops dagegen auf Schlußkursbasis. Wir können zudem mehr Kauflimits aussprechen als umgerechnet an Restliquidität zur Verfügung stünde, die Limits werden dann entsprechend der Rangfolge in der Limit-Liste solange ausgeführt, bis die Liquidität aufgebraucht ist. Des weiteren werden wir bei Bedarf etwaige Dispositionen über den wöchentlich dienstags erscheinenden Smart Investor Weekly durchführen.

Musterdepot (Start: 24.3.2003 mit 100.000 Euro)

		Kauf		Kurs			Veränd.	Verkauf	
Titel	WKN	Stück	Datum	Kauf	akt.	Wert (Eurp)	seit Kauf	Stop	Limit
AWD	508 590	700	25.03.03	10,80	13,10	9.170,00	+21,3 %	10,50	14,80
Canon	853 055	300	31.03.03	32,50	36,00	10.800,00	+10,8 %		
DaimlerChrysler	710 000	300	31.03.03	26,50	29,35	8.805,00	+10,8 %	23,90	35,00
Durban Roodepoort Deep	865 260	3000	27.03.03	2,15	2,14	6.420,00	-0,5 %		
Hyrican Informationssysteme	600 450	500	01.04.03	7,80	9,98	4.990,00	+27,9 %		12,8
Honda Motor	853 226	200	27.03.03	33,00	28,50	5.700,00	-13,6 %	24,80	
Zapf Creation	780 600	200	31.03.03	27,00	33,40	6.680,00	+23,7 %	23,50	43,00
Liquidität						52.840,00			
Gesamtwert						105.405,00	+5,4 %		

Kolumne

Was einen echten Contrarian ausmacht

von Dr. Bernd Niquet

Dr. Bernd Niquet

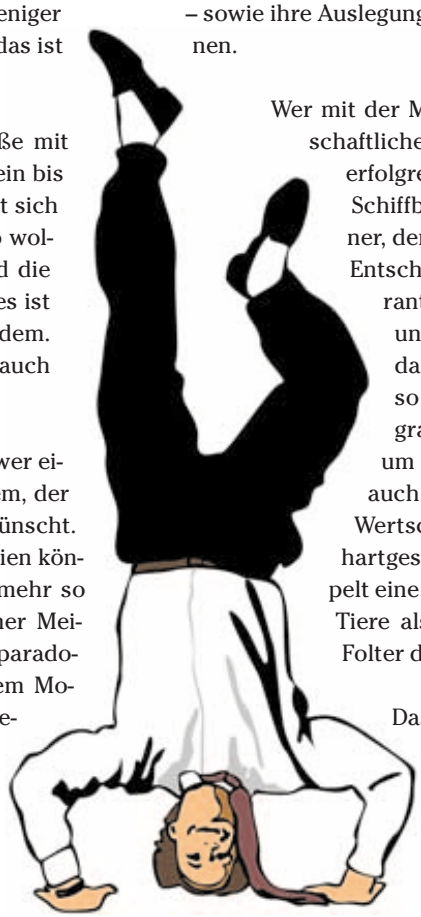
In Deutschland sind gegenwärtig nur 8 % der Bevölkerung direkt in Aktien engagiert, hat die Bundesbank vor kurzem ermittelt. Hinzu kommen 9 %, die Investmentanteile besitzen. Ergibt zusammen deutlich unter 20 % und damit einen ziemlich geringen Teil. Fußpilz haben weit mehr Leute. Und das ist auch gut so. In den USA hingegen sind die Haushalte viel stärker an den Aktiengesellschaften beteiligt. Das ist weniger gut. Denn an der Börse regiert das Paradox – und das ist für Konsensmenschen gemeinhin nicht zu fassen.

Nehmen wir eine durchschnittliche Vorstadtstraße mit kleinen Reihenhäusern. Vor jeder Haustür stehen ein bis zwei Autos. Das System ist im Gleichgewicht. Kauft sich nun jedoch einer ein neues und größeres Auto, so wollen die anderen das auch. Das Bankensystem und die Wirtschaft erblühen. Das Ergebnis dieses Prozesses ist zwar irgendwie idiotisch, nützt letztlich jedoch jedem. Denn nur wenn die Wirtschaft floriert, kann es auch dem Einzelnen besser gehen.

An der Börse läuft es hingegen ganz anders. Denn wer eine Aktie kauft, kauft sie zwangsläufig von jemandem, der ihm nicht Gutes, sondern vielmehr Schlechtes wünscht. Warum sollte dieser sie sonst auch verkaufen? Aktien können deshalb nur dauerhaft steigen, wenn keiner mehr so recht dagegen halten will, wenn beinahe alle einer Meinung sind. Doch genau an dieser Stelle kommt die paradoxe Logik der Börse ans Licht, denn gerade in dem Moment, wo fast alle einer Meinung sind, stellt sich diese Kollektivmeinung meistens als falsch heraus.

Große Vermögen werden an der Börse daher auch selten in der Hausse gemacht, weil es dann nämlich meistens zu spät ist, sondern vielmehr in der Baisse. Gewinnen kann nur derjenige, der sich stoisch gegen die Mehrheitsmeinung stellt. Als der Dax nahe der 2.200er-Marke notierte, wollten dieselben Anleger für dieselben Aktien nur noch gut ein Viertel des Preises bezahlen, den sie noch drei Jahre vorher geboten hatten. So etwas sind historisch einmalige Kaufgelegenheiten.

Ich habe beim Dax von 2.200 Punkten geschrieben, wer jetzt keine Aktien kaufen würde, solle sich selbst gegenüber einen heiligen Schwur ablegen, niemals wieder Aktien zu kaufen. Und diesen Schwur am besten auf einen Zettel schreiben und ihn direkt vor der eigenen Nase aufhängen. Und gleich auch noch das schöne Bonmot von André Kostolany dazufügen: „Wer die Aktien nicht hat, wenn sie fallen, der hat sie auch nicht, wenn sie steigen." Daraufhin habe ich viele verständnislose Mails bekommen, was mich jedoch in meiner Meinung nur bestätigt. Wenn überall nur noch negativ geredet wird, heißt das nicht, daß das negative Szenario wahrscheinlicher wird. Sondern vielmehr im Gegenteil, daß bereits mit dem Negativsten gerechnet wird und die Fakten – sowie ihre Auslegung – fast nur noch positiv überraschen können.



Wer mit der Mode geht, schafft sich womöglich gesellschaftliche Anerkennung und mag in vielen Berufen erfolgreich sein. Doch an der Börse wird er eher Schiffbruch erleiden. Der erfolgreichste Börsianer, den ich kenne, geht am Abend vor wichtigen Entscheidungen nicht in Feinschmeckerrestaurants, sondern ißt zu Hause eine Dorschleber und trinkt eine rumänische Beerenauslese dazu. Warum er das macht? Weil das genauso gut schmeckt wie ein Sauternes mit Foie gras, also Enten- oder Gänsestopfleber. Und um sich selbst zu beweisen, daß man Fakten auch unabhängig von ihrer gesellschaftlichen Wertschätzung beurteilen kann. So spart der hartgesottene Contrarian nicht nur gleich doppelt eine Menge Geld, sondern bewahrt sowohl die Tiere als auch sich selbst vor der grausamsten Folter des Mainstream.

Das wiederum heißt aber auch: Wenn bei deutlich über 3.000 Punkten im Dax die Welt wieder völlig in Ordnung scheint, kommt erneut die Stunde, dagegen zu halten.

Unternehmen von A–Z

Allianz	12, 46
Bangkok Expressways	22
Banpu	22
CENTEL	22
Central Plaza Hotels	22
Croesus Mining	37
Dell	35
Delta Electronics	22
Durban Roodepoort Deep	19, 37
Epcos	40
EM.TV	46
Fresenius Medical Care	27
GfK	38
HypoVereinsbank	12
Hyrican	34
Infineon	28
Internet Thailand	22
Krung Thai Bank	22
K+S	36
Münchener Rück	12
PTT & Co	22
Ratchaburi Electric	22
Silver Standard Resources	19
Thai Airways	22
VIVA Media	36
Wal-Mart	37

Vorschau

auf Smart Investor 6/2003

Über Inflation und Deflation und Krieg und Frieden
von Johann Saiger, Herausgeber des Goldbriefs

ALDIs an der Börse: Alleine der Preis entscheidet

Contrary Opinion: Weil die Masse meistens falsch liegt...

Sentix: Ein auf Umfragen basierender Senimentindikator

Behavioural Finance/Börsenpsychologie

Sell in May and go away: Eine empirische Studie

Interview mit einem Investor: Roland Leuschel

IMPRESSUM

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

1. Jahrgang 2003, Nr. 5 (Mai)

Verlag:
*GoingPublic Media AG
Bahnhofstr. 26,
82515 Wolfratshausen,
Tel.: 08171-419650
Fax: 08171-419656,
eMail: info@goingpublic.de
Internet:
www.goingpublic.de*

Redaktion:
Ralf Flierl (Chefredakteur), Martin Ahlers, Falko Bozicevic, Ralph Malisch

Bildredaktion:
Andreas Potthoff

Mitarbeit an dieser Ausgabe:
Magdalena Brud, Tobias Kunkel, Andreas Lambrou, Patrick Nix, Carsten Riedel, Manfred Schumacher, Holger Steffen, Kevin Sternkopf

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

Titel, Gesamtgestaltung:
Andreas Potthoff

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

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

Erscheinungstermine 2003:
3.5. (5/03), 31.5. (6/03), 28.6. (7/03), 26.7. (8/03), 30.8. (9/03), 27.9. (10/03), 25.10. (11/03), 22.11. (12/03), 20.12. (1/04)

Preise:
Einzelpreis 5,– Euro, Jahresabonnement 48 Euro. Alle Preise incl. Versandkosten und 7 % MwSt.

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

Druck:
Offsetdruckerei Wende, Berlin

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

Nachdruck:
© 2003 GoingPublic Media AG, Wolfratshausen. Alle Rechte, insbesondere das der Übersetzung in fremde Sprachen, vorbehalten. Ohne schriftliche Genehmigung der GoingPublic Media AG ist es nicht gestattet, diese Zeitschrift oder Teile daraus auf photomechanischem Wege (Photokopie, Mikrokopie) zu vervielfältigen. Unter dieses Verbot fallen auch die Aufnahme in elektronische Datenbanken, Internet und die Vervielfältigung auf CD-ROM.

VKZ B 61978

Interview mit einem Investor

„Der Markt hat immer recht“

Smart Investor im Gespräch mit Heinrich Morgen, dem Berater des Morgen Portfolio Universal Fonds

Smart Investor: Herr Morgen, wie wurden Sie zum Fonds-Manager?
Morgen: Ende 1997 habe ich mich umorientiert, und zwar wollte ich selbständig sein. Ich war vorher in der Geschäftsführung der Hypo Capital Management, davor war ich bei Merrill Lynch und davor bei einer Bank. Da ich in meinen früheren Tätigkeiten immer mit Privatkunden zu tun hatte, wollte ich endlich etwas im institutionellen Bereich machen, da lag das Fonds-Management nahe. Denn ich wollte mich nicht immer jeden Tag dafür rechtfertigen müssen für das, was ich tue. Natürlich muß ich auch eine gute Performance erzielen. Aber diesen Rechtfertigungsdruck, wie ihm beispielsweise ein Kundenberater bei einer Bank täglich unterliegt, gibt es im Fonds-Management nicht.

Smart Investor: Wie viele Leute sind an einer Investment-Entscheidung für Ihren Fonds beteiligt?
Morgen: Ich halte nichts von Entscheidungen in großen Runden, da dabei meist nur Kompromisse, manchmal sogar faule Kompromisse, rauskommen. Ich habe schon Mitarbeiter, die mir helfen, aber die letztendliche Entscheidung für oder gegen ein Investment treffe ich ganz alleine.

Smart Investor: In dem Zusammenhang: Was halten Sie von der Contrary Opinion-Theorie?
Morgen: Ich halte sie für einen sehr interessanten Ansatz, allein schon aufgrund folgender Überlegung: Wenn zu viele Leute optimistisch sind, dann haben sie in der Regel schon gekauft. Und folglich fehlt es an zusätzlicher Nachfrage, um die Kurse weiter nach oben zu treiben. Das Gleiche, nur umgekehrt, gilt natürlich bei zu viel Pessimismus. Ich kann mich mit diesem Gedankengang sehr gut anfreunden.

Smart Investor: Ist der Stellenwert solcher Überlegungen für Sie groß?
Morgen: Ich gucke mir sehr wohl an: Wer ist bullish, wer ist bearish, auch auf die Put/Call-Ratios werfe ich einen Blick. Letztendlich ist aber die Anlegerstimmung für mich nur ein Baustein in meinem System der Entscheidungsfindung.

Smart Investor: Wie würden Sie Ihren eigenen Investmentstil bezeichnen?
Morgen: Ich bin weder ein Value- noch ein Growth-Investor, sondern ich bin eher jemand, der gerne Trends folgt. Das hört sich jetzt vielleicht nicht sehr nach Contrary Opinion an. Aber ich denke einfach, daß der Markt immer recht hat, und daß meine Meinung an der Börse überhaupt keine Rolle spielt. Entscheidend ist, was die großen Anleger tun, aber eben nicht unbedingt, was die Masse der Anleger tut.

Heinrich Morgen

Smart Investor: Das heißt, Sie reagieren auf das, was der Markt vorgibt?
Morgen: Ja, ich habe möglichst keine eigene Meinung, sondern ich gucke, was die anderen machen. Und das sehe ich am besten an den Charts. Weisen z.B. die Charts von Telekommunikationsaktien hohe relative Stärke gegenüber dem Index auf, dann schaue ich mir diese Branche genauer an. Über das Studium der Kursverläufe komme ich auf meine Anlage-Ideen. Und erst wenn ich eine solche Idee bekommen habe, setze ich mich hin und analysiere den einzelnen Wert tiefergehend. Dann kommt auch die Fundamental-Analyse ins Spiel. Wichtig dabei ist noch: Bevor ich mich überhaupt in einer Aktie engagiere, überlege ich mir schon vorher einen Stop Loss. Dies hilft mir, eventuelle Verluste nicht ins Unendliche wachsen zu lassen.

Smart Investor: Stop Losses haben sicherlich ihre Berechtigung. Aber was machen Sie mit einer Aktie, in der nur dünner Handel stattfindet?
Morgen: Natürlich mache ich mir die Preise nicht dadurch kaputt, daß ich alles auf einmal verkaufe. Wenn ich von Stop Loss spreche, meine ich einen mentalen Stop, also eine Kursmarke, bei deren Unterschreiten ich mir eingestehe, daß bei meiner Analyse irgendetwas falsch war. In der Realität kann das dann aber mehrere Tage dauern, bis ich den Bestand einer Aktie komplett verkauft habe.

Smart Investor: In längerfristigen Statistiken rangieren Sie mit Ihrem Morgen Portfolio Universal-Fonds in der Regel immer in der Spitzengruppe. Im Jahr 2002 hatte aber auch dieser Fonds deutlich Federn lassen müssen. Woran lag das?
Morgen: Das letzte Jahr war wirklich sehr dramatisch. Bei minus 44 % im Index haben Sie kaum eine Chance, diesem Kursverfall

zu entgehen. Denn als Charttechniker hatte man im letzten Jahr vielfach mit Fehlsignalen zu kämpfen. Die Aktien deuteten eine Trendwende nach oben an, nur um anschließend wieder in sich zusammenzufallen. So kam es zum Minus im Morgen Portfolio von 36 %. Das Jahr 2000 dagegen war für mich als Chartisten recht einfach. Der Dax gab damals 11 % ab, und mein Fonds legte um 35 % zu.

Smart Investor: Die meisten Fondsmanager sind in der Regel annähernd zu 100 % investiert. Ist das bei Ihnen ähnlich?
Morgen: Nein, ich benutze die Barreserve fast schon als strategisches Instrument. Wenn ich keine interessanten Aktien finde, dann fahre ich automatisch mit viel Cash. Investieren nur um des Investiertsein willens macht für mich keinen Sinn. Meine Kunden würden mir solch ein Verhalten verübeln.

Smart Investor: Wie hoch ist denn Ihre Barreserve momentan?
Morgen: Im Augenblick bin ich so gut wie voll investiert, die Reserve liegt etwa bei 2 %. Es gab aber auch schon Zeiten, da war ich mit 48 % in Cash. Wenn es nach mir ginge, würde ich in Extremsituationen sogar noch höher gehen, aber vom Gesetz her sind mehr als 50 % Cash nicht möglich.

Smart Investor: Würden Sie sagen, daß Ihr technischer Ansatz dem fundamentalen Ansatz überlegen ist?
Morgen: Nein. Ich beschäftige mich ja schon sehr lange mit der Börse, und da habe ich natürlich schon alles mögliche probiert. Ich habe Bilanzen gelesen, ich habe den Analysten zugehört, dem Kostolany und dem Granville zugehört, Random Walk studiert. Und irgendwann habe ich das System gefunden, welches zu meinem Typ paßt. Also die Charttechnik, wobei ich mir die Fundamentals ja auch anschaue. Stimmt beides überein – wunderbar. Aber wenn die Fundamentals rosig aussehen und die Technik nicht stimmt, dann lasse ich die Finger von einer Aktie. Die Charts zeigen mir doch nichts anderes als das Verhalten der anderen Marktteilnehmer. Und wenn einer Feuer schreit, dann renne ich eben raus und versuche nicht langwierig zu ergründen: Warum und wo genau brennt's denn hier?

Smart Investor: Wie gehen Sie mit Mißerfolg um? Können Sie ihn im Privatleben ausblenden?
Morgen: Nein, das geht nicht, das geht einem automatisch durch den Kopf. Also zumindest bei mir geht das nicht, für andere kann ich nicht sprechen. Aber man muß sich auch immer klar machen, was man selbst verschuldet hat und was nicht. Im 87er Crash – ich war damals bei Merrill Lynch beschäftigt – waren alle ganz panisch wegen der großen Verluste. Als ich am nächsten Tag ins Büro kam, lag ein Zettel von meinem Vorgesetzen auf dem Schreibtisch mit den Worten: „Heinrich, es ist nicht Deine Schuld." Das war psychologisch sehr gut von ihm gemacht. Wenn der Dax vom Höchstpunkt um 74 % fällt, dann ist das nicht meine Schuld. Ich kann nur versuchen, das beste daraus zu machen. Wenn ich aber mit einzelnen Aktien schief liege, dann muß ich mir ansehen: Habe ich gegen meine Grundsätze verstoßen, bin ich übermütig geworden, habe ich zuviel Angst gehabt? Angst und Gier sind bekanntlich immer schlechte Ratgeber.

Smart Investor: Sie suchen also sehr akribisch nach Ihren eigenen Fehlern.
Morgen: Genau. Ich führe mir beispielsweise auch meine alten Transaktionen vor Augen und frage mich: Was habe ich damals aus heutiger Sicht falsch gemacht? Wie hätte sich z.B. eine Position, die ich vor einem halben Jahr verkauft habe, bis heute weiterentwickelt? Ich blicke also immer mal wieder kritisch zurück, nicht um mich selbst zu kasteien, sondern um mein System zu verbessern.

Smart Investor: Ihren Aussagen gemäß vermute ich, daß Disziplin für Sie sehr wichtig ist.
Morgen: Ja, denn wenn Sie ein System für sich gefunden haben, welches funktioniert, dann ist der nächste wichtige Punkt, daß Sie die Disziplin aufbringen, dessen Signale auch umzusetzen.

Smart Investor: Aber Sie handeln doch nicht nur nach fixen Signalen, oder?
Morgen: Nein. Es gibt auch viele Dinge, die in Zahlen nicht zu fassen sind und die ich trotzdem beachte, einfach indem ich meine Umwelt mit gesundem Menschenverstand beobachte. Wenn alle plötzlich heiß auf Anleihen sind und Aktien scheuen, wenn Aktienfonds geschlossen werden oder wenn der Neue Markt dicht gemacht wird, dann sind das qualitative Zeichen, die ich sehr wohl zu deuten weiß. Bestes Beispiel: Neuer Markt. Dieses Wort allein ist doch heute der Partykiller schlechthin, und vor drei Jahren noch wollte jeder mit dabei sein. Wenn ich dann noch Bodenbildungen bei den einzelnen Aktien sehe, dann engagiere ich mich genau bei den Aktien, die die anderen nicht haben wollen. Wieder Stichwort: Contrary Opinion.

Smart Investor: Würden Sie Ihre Tätigkeit eher als Kunst oder als Wissenschaft bezeichnen?
Morgen: Chartanalyse wird ja gerne in Verbindung gebracht mit Kaffeesatzleserei, manche sagen auch Kunst dazu. Meines Erachtens ist es auf jeden Fall keine Wissenschaft. Vielmehr würde ich es als einen Mix aus Erfahrung und Beobachtung mit einem Schuß Behavioural Finance bezeichnen.

Smart Investor: Lassen Sie uns zum Abschluß konkret auf die Märkte eingehen. Haben die Aktien ihr Tief bereits hinter sich?
Morgen: Der Dax sieht meines Erachtens charttechnisch ganz konstruktiv aus. Ich selbst gebe keine Prognosen ab, denn Sie wissen ja: Die sind deshalb so schwierig, weil sie sich auf die Zukunft beziehen. Der Dax gefällt mir deshalb, weil er zwischen dem 20. Januar und 10. April eine inverse Kopf-Schulter-Formation ausgebildet hat, wie man sie sonst nur im Lehrbuch findet. Das ist auch der Grund, warum ich voll investiert und für die nähere Zukunft erst einmal positiv gestimmt bin.

Interview: Ralf Flierl

Zitate

Über das „neue“ Amerika und strategische „Höchstleistungen“

„Ich fühle mich in die Zeit der Bücherverbrennungen zurückversetzt.“
Martie Maguire, Bandmitglied der amerikanischen Country-Band Dixie Chicks

„Ein eisiger Wind weht zur Zeit in diesem Land.“
Schauspieler und Regisseur Tim Robbins in einem Appell vor dem Nationalen Presseclub, nachdem er und seine Familie öffentliche Repressalien aufgrund ihrer kritischen Haltung gegenüber der Bush-Regierung erlitten hatten.

„Irre, daß ich gewonnen habe. Ich trat an gegen Frieden und Wohlstand – und gegen den Amtsinhaber.“
George W. Bush im Juni 2001 (ein halbes Jahr nach seiner Wahl zum US-Präsidenten) zu Schwedens Premierminister Göran Persson. Bush entging, daß noch eine TV-Kamera mitlief und aufzeichnete.

„Sollte Bush Jr. seine Beliebtheit beim üblichen Washingtoner Kleinklein aufs Spiel setzen – oder ist der dritte Krieg die Alternative?“
Aus „Der Spiegel“ vom 19.4.03 in der Titelstory „Die neue Weltordnung“

Wer nicht für uns ist, der ist gegen uns. Diesen harschen Ausspruch ihres wortgewaltigen Präsidenten George W. Bush scheint die Masse der US-Bürger ins tägliche Leben übernommen zu haben. Martie Maguire hatte in einem vorhergehenden Interview geäußert, daß sie sich schäme, aus dem selben Bundesstaat wie Bush zu stammen. Um so erstaunlicher, daß sie trotz der öffentlichen Empörung und entstandenen Repressalien nochmal nachlegte. Der Erfahrungsbericht von Tim Robbins, formuliert in einem öffentlichen Appell an Journalisten, stößt ins selbe Horn.

Frei Meinungsäußerung existiert auf vielen Ebenen in den USA schlichtweg nicht mehr. Leider hat die Geschichte ungute Beispiele solcher tendenziösen Entwicklungen parat, die aufgrund ihrer langfristigen Implikationen niemals positiv endeten. Die Ressentiments inner- und außerhalb Amerikas steigen jedenfalls weiter an. Erste Formen eines aufkeimenden Handelskriegs hatten sich ohnehin schon angebahnt, etwa bei den umstrittenen Zöllen auf Stahl. Weitere Branchen könnten folgen. Früher oder später wird Non-Amerika mit gleicher Münze heimzahlen, aus der Spieltheorie bekannt als Tit-for-tat. Von Globalisierung kann dann keine Rede mehr sein.

Das Hamburger Wochenmagazin hatte sich in den Monaten vor dem unweigerlichen(?) Irak-Einmarsch bereits gut informiert gezeigt und auch mutig mit zahlreichen Titelstorys aus dem Fenster gelehnt. Nicht ganz unwahrscheinlich, daß DER SPIEGEL auch jetzt wieder gut informiert ist und trotz Dementis das erneut Offenkundige ausspricht. Nur das Zielgebiet scheint noch nicht festgelegt.

„Meine Strategie ist, daß ich eigentlich keine Strategie habe.“
Ex-Fondsmanager Heiko Thieme über seine Investmentphilosophie

„Nicht eine EM.TV bei 110 Euro, sondern eine Allianz bei 90 Euro muß man kaufen.“
FC Bayern-Manager und Wurst-Fabrikant Uli Hoeneß Ende letzten Jahres mit seiner Meinung zum Börsengeschehen

„Allzu oft erfreuen wir uns der Annehmlichkeit einer eigenen Meinung, ohne uns der Unannehmlichkeit des Nachdenkens unterzogen zu haben.“
John F. Kennedy, Präsident der USA 1961-63

Heiko Thieme, das Vorzeigerelikt aus Boomjahren („Das sind Supermarktpreise“), hat heute deutlich weniger TV-Auftritte als noch vor drei Jahren. Nachdem sein Fonds in den USA wegen horrenden Wertverfalls die erforderliche Marktkapitalisierung unterschritten hatte, mußte er geschlossen werden. Ein anderer Manager, Uli Hoeneß, fand seinerseits die Muße für eine ebenfalls höchst triviale Aussage, immerhin war EM.TV zu dem Zeitpunkt schon in den Pennystock-Bereich abgetaucht. Ein Griff ins fallende Messer führte in seiner Konsequenz dann nur noch zu einer weiteren Halbierung gegenüber Hoeneß’ vermeintlichem Einstiegskurs.

Worauf Kennedy mit seiner Aussage genau abzielte, ist nicht ganz klar. Vielleicht hätte er vor Verkündigung seiner ehrgeizigen (aber letztlich doch erfolgreichen) Mondflug-Pläne Expertenmeinungen (vorab) einholen sollen. Immerhin gewannen die USA den Wettlauf, wobei sie in den 60ern ein ungeahntes Wirtschaftswachstum erfuhren.