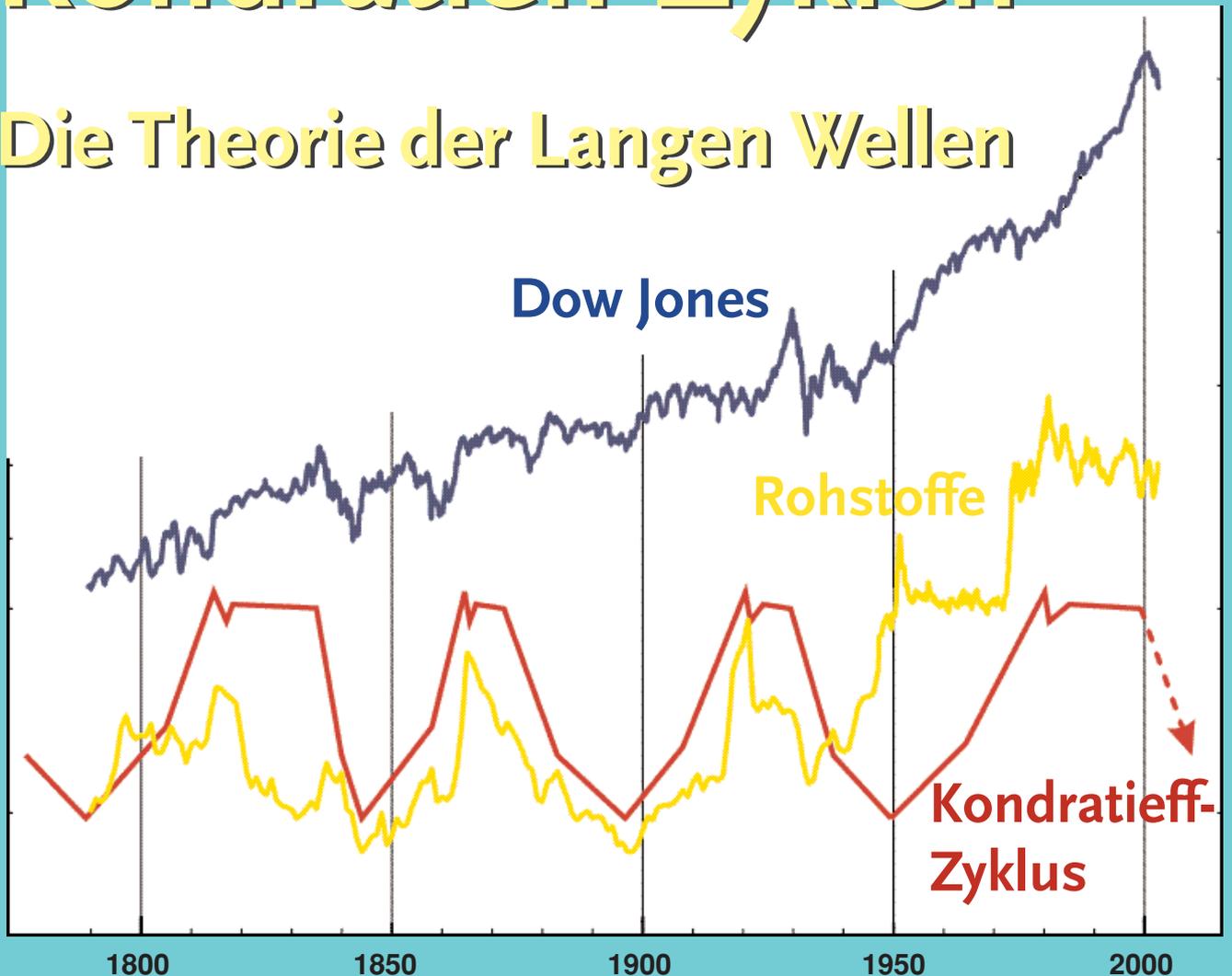


Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

Kondratieff-Zyklen

Die Theorie der Langen Wellen



NANOTECHNOLOGIE:
Geheimtip oder
große Blase?

ASSET-ZYKLEN:
Dow und Gold
im Vergleich

GOLD-SILBER-RATIO:
Rätseln um den
fairen Wert



Editorial

Ein Jahr Smart Investor



Ralf Flierl,
Chefredakteur

In dieser Ausgabe des Smart Investor widmen wir uns im weiteren Sinne dem Phänomen Zeit. Für den Börsenerfolg ist wohl nichts entscheidender als die Beachtung des Zeitfaktors. So konnte der Kauf von Neuer Markt-Aktien im Jahre 1997 sehr lukrativ sein. Dagegen konnte ein High Tech-Investment auch zum Desaster werden, wenn man es im Jahre 2000 tätigte.

Während die Börsen-Berichterstattung in den letzten Jahren immer kurzfristiger geworden ist – im Börsenfernsehen werden die Entwicklungen fast im Minutentakt kommentiert –, verlieren mehr und mehr Investoren den übergeordneten Blick. Genau deshalb behandelt die vor Ihnen liegende Ausgabe die Theorie der Langen Wellen, auch Kondratieff-Zyklen genannt. Hierbei geht es um Entwicklungen, die sich annähernd über die Dauer eines ganzen Menschenlebens erstrecken. Wir denken, daß die Kenntnisse über solche Zyklen gerade für den langfristig denkenden Investor von entscheidendem Vorteil sein können.

Wie schon des öfteren in der Geschichte des Smart Investor, scheuen wir uns auch dieses Mal nicht, ein Thema kontrovers zu diskutieren. Vor diesem Hintergrund sind auch der Beitrag von Christoph Mittermaier sowie das Interview mit Ian Gordon zu sehen, welche zum Thema Kondratieff doch recht unterschiedliche Auffassungen haben. Sehen Sie diese Vorgehensweise bitte nicht als Versuch unsererseits, Sie verwirren zu wollen. Vielmehr ist es unser Bestreben, eine Theorie aus der Sicht verschiedener Denkrichtungen zu präsentieren. Nur so haben Sie die Möglichkeit, sich ein eigenes umfassendes Bild von der Thematik zu machen.

Um langfristige Entwicklungen geht es auch in den Beiträgen von Richard Mayr über das Verhältnis von Gold zu Silber auf S. 12 sowie von Uwe Bergold über das Verhältnis von Aktien zu

Rohstoffen auf S. 9. Auf S. 6 gehen wir dann noch der Frage nach, ob die Nanotechnologie wirklich das Investmentthema der Zukunft sein wird.

Ach ja, wo wir gerade beim Thema „Zeit“ sind: Der Smart Investor feiert einjähriges Jubiläum. Am 3. Mai 2003 erschien die erste Ausgabe unseres Magazins. Der Beweggrund damals war, ein völlig neues Magazin zu schaffen: kritisch, antizyklisch, unvoreingenommen und intelligent. Obendrein war es erklärtes Ziel, Ihnen fernab vom Mainstream Ideen und Anregungen für Ihre eigenen Investmententscheidungen zu geben. Das Ganze wollten wir schließlich mit einem frechen, erfrischenden Schreibstil „rüberbringen“. Ob uns all das gelungen ist, können jedoch nur Sie entscheiden. Daher würde ich mich über ein paar Zeilen von Ihnen freuen – und scheuen Sie sich dabei nicht, kritisch zu sein. Leserbriefe senden Sie bitte an flierl@smartinvestor.de oder an die im Impressum angegebene Verlagsadresse. Ich freue mich auf Ihre Zuschriften.



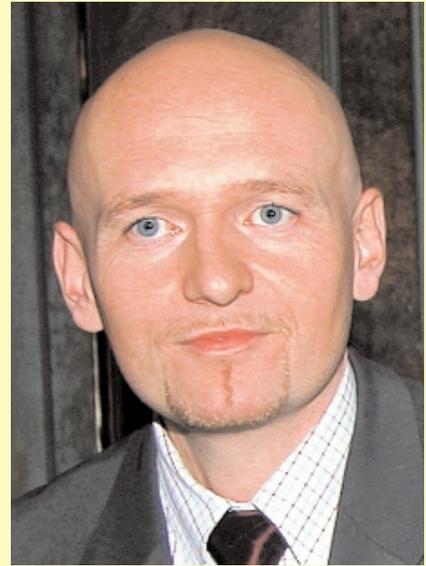
Titelstory: Kondratieff-Zyklen – heißt die Basisinnovation der Zukunft Life Science?

Die Theorie der sogenannten Langen Wellen widmet sich der Identifikation von Gesetzmäßigkeiten im langfristigen Wirtschaftsverlauf vorwiegend in Form einer Innovationsbetrachtung. Das Verständnis dieser Zusammenhänge zwischen Wissenschaft und Wirtschaft bildet das Fundament eines erfolgreichen Vermögensmanagements. Seiten 14 bis 17.



Interview mit Ian Gordon, Herausgeber von „The Long Wave Analyst“, über die Kondratieff-Wellen-Theorie

Ian Gordon erklärt im Interview die „vier Jahreszeiten der Kondratieff-Wellen“. Seiner Ansicht nach bestehe kein Zweifel daran, daß sich die westliche Welt in der Frühphase des Winters befinde – dieser dürfte noch mindestens weitere 12 Jahre andauern. Was Gordon außerdem prophezeit, lesen Sie auf den Seiten 18 bis 20.



Vermögensverwalter und Dozent Uwe Bergold über die Relevanz langfristiger Zyklen

Im Rahmen einer Projektarbeit hat Uwe Bergold in seiner Funktion als Lehrbeauftragter langfristige historische Zusammenhänge betrachtet, um die immer wieder auftretenden positiven wie auch negativen Spekulationsphasen zu verdeutlichen. Die Kenntnis historischer Zusammenhänge kann dabei gar nicht unterschätzt werden. Seiten 9 bis 11.

Märkte

- 6** Zwergenaufstand an der Börse: Nanotechnologie – Geheimtip oder der großen Blase zweiter Teil?
- 8** Der Neue Markt ist tot – lang lebe der Neue Markt!
Bericht von der Baader Small Cap Konferenz
- 9** Die Relevanz langfristiger Zyklen – Dow Jones und Gold im Vergleich; von Uwe Bergold
- 12** Das Gold-Silber-Preis-Ratio; von Richard Mayr

Hintergrund

- 14** **Titelstory:**
Kondratieff-Zyklen – Heißt die Basisinnovation der Zukunft Life Science? von Christoph Mittermaier
- 18** **Titelstory:**
„In der Frühphase des Kondratieff-Winters“; Interview mit Ian Gordon, Herausgeber von „The Long Wave Analyst“
- 21** **Nachhaltiges Investieren:**
Gut gespült – Wachstumsmarkt Wasserwirtschaft

- 22** **Derivate:**
Am Ende wird abgerechnet – über den Zeitwert bei Optionsscheinen
- 24** **Prinzipien des Marktes:**
Angst & Gier

Research

- 26** **Das große Bild:**
Aktienmärkte vor Abschwung?
- 29** **Relative Stärke:**
Silber im Wechselbad
- 30** **Sentimenttechnik:**
US-Börsenbrief-Sentiment: Die Historie mahnt zur Vorsicht
- 31** **Buy & Good Bye:**
Seven Eleven und Microsoft
- 32** **Aktie im Blickpunkt:**
STADA Arzneimittel AG – Ein Patent gegen Kursschwäche
- 34** **Externe Analyse:**
Biotech-Industrie im Aufschwung – Partizipation mit der BB Biotech Aktie
- 36** **MoneyTalk I:**
Somruedee Somphong, Finanzvorstand des thailändischen Kohleförderers Banpu

- 37** **MoneyTalk II:**
Marcus Wolfinger, Finanzvorstand der STRATEC Biomedical Systems AG
- 38** **Musterdepot:**
Seichte Gewässer voraus
- 40** **Turnaround:**
ce Consumer Electronic – am Tropf der US-Chipindustrie

Potpourri

- 41** **Kolumne:**
„Vom disziplinierten Investieren“ von Joe Ross
 - 42** **Interview mit einem Investor:**
„Einiges verpaßt man natürlich auch“; Georg Geiger, Value-Holdings AG
 - 44** **Buchbesprechung:**
„Balance oder Zerstörung“ von Franz-Josef Radermacher
 - 46** **Zitate:**
Der Faktor Zeit
-
- 45** **Unternehmensindex**
Vorschau *Smart Investor* 6/2004
Impressum

Zwergenaufstand an der Börse

Nanotechnologie: Geheimtip oder der großen Blase zweiter Teil?

Die Taktik stammt aus Hollywood. Nach großen Erfolgen wird gerne schon mal ein Abklatsch als zweiter und dritter Teil nachgeschoben: Der „Weiße Hai“ I, II und III, „Terminator“ in der gleichen Menge, von „Rocky“ I bis V ganz zu schweigen. Im großen bunten Börsenkino wird gerade mit identischer Taktik verfahren. Nach „Die große Blase I: Internet“ läuft aktuell der zweite Teil mit dem Titel „Die große Blase II: Nanotech“.

Die Faszination des Winzigen

Börse hat viel mit Psychologie und Phantasie zu tun. Dies beförderte schon die Internet-Blase. Wer wußte in den 90er Jahren genau, wie so eine Internet-Auktionsplattform funktionieren sollte, wozu Firewalls taugen, Router benötigt werden und wie Suchtechnologien funktionieren? Aber irgendwann nahm die Fantasie Überhand: Wie und was erwachsen würde, blieb verschwommen, als sicher galt nur: Vieles wird umgekrempelt, es würden neue, große Unternehmen entstehen. Tatsache ist, daß die seitherigen Global Player den ganz überwiegenden Teil der Gewinne aus der Internet-Technologie vereinnahmt haben. Einkaufsmanagement-Prozesse wurden optimiert und der Informationsaustausch in ein neues Zeitalter

gehievt. Nicht ein einziges reines Internet-Unternehmen hat es unter die Top 100 der Welt gebracht, die weiterhin von den Platzhirschen aus den Bereichen Finanz, Handel, Chemie, Pharma, Versorger, Auto und Rohstoffe dominiert werden. Gemessen an Umsatz und Gewinn spielen Amazon, Ebay, Verisign oder Yahoo! immer noch in der 3. Liga.

gehievt. Nicht ein einziges reines Internet-Unternehmen hat es unter die Top 100 der Welt gebracht, die weiterhin von den Platzhirschen aus den Bereichen Finanz, Handel, Chemie, Pharma, Versorger, Auto und Rohstoffe dominiert werden. Gemessen an Umsatz und Gewinn spielen Amazon, Ebay, Verisign oder Yahoo! immer noch in der 3. Liga.

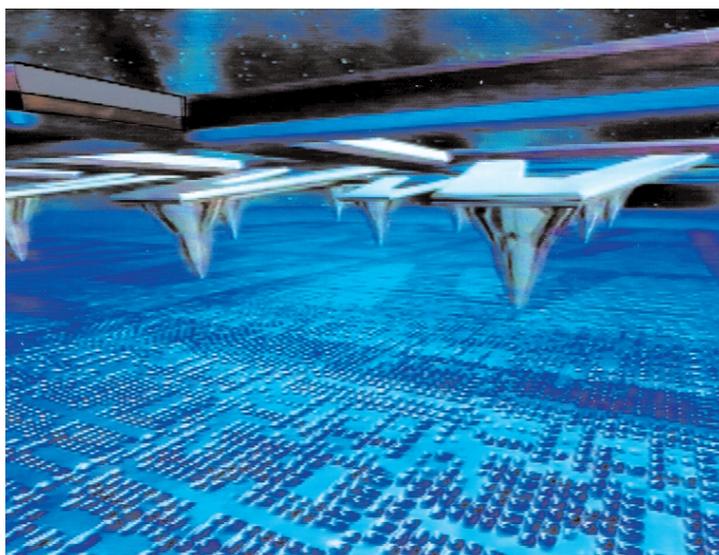
Vor allem Verbesserungen

In der Nanotechnologie dürfte es ebenfalls so laufen, denn auch diese Technik schafft – anders als zum Beispiel die chemische oder pharmazeutische Industrie – keine Produkte aus sich selbst heraus, sondern ist als sogenannte „Enabling Technology“ zu sehen: Bestehende Produkte werden verbessert. Bestimmt kommt auch das eine oder andere neue auf den Markt. Doch für diese Fälle haben kapitalstarke Unternehmen mit bestehenden Marken und bewährten Vertriebssystemen die besten Chancen. Dennoch boomen Nanotech-Unternehmen (oder besser gesagt: solche, die die Silben im Namen führen) an der Börse. Das muß die

Faszination des Winzigen sein. Und diese offenkundige Lust am Ungefähren: Wie beim Internet weiß man nicht so ganz genau, was möglich ist und wie was auch immer funktionieren könnte. Behauptet wird nur: Vieles wird umgekrempelt, es werden neue, große Unternehmen entstehen.

Enger Markt, hoher Liquiditätszufluß

Obwohl viele Unternehmen den Zusatz „Nano“ im Namen führen, ist der Markt börsennotierter Firmen überschaubar. Viele von ihnen besitzen eine gemessen am Umsatz hohe Marktkapitalisierung, rangieren aber auch hier nur im zweistelligen Millionenbereich. Damit ist man bei der nächsten Parallele mit der Dot.Com-Blase: Hoher Liquiditätszufluß trifft mangels Masse auf sehr eingeschränkte Anlagemöglichkeiten. Das sorgt rein technisch für steigende Kurse auch abseits fundamentaler Nachrichten. Dadurch werden zusätzlich Momentum-Investoren angelockt – die Blase gewinnt weiter an Volumen. Dabei ist unstrittig: Nanotechnologie besitzt Potential und wird weitreichenden Einfluß auf unser Leben nehmen. „Nanos“ kommt aus dem Griechischen und bedeutet „Zwerg“. Die Maßeinheit Nanometer bezeichnet



Projekt Millipede von IBM, Datenspeicherung im Nano-Bereich

den milliardsten Teil eines Meters. Seit mehr als 20 Jahren wird im Bereich Nanotechnologie geforscht, und es wurden schon erste Erkenntnisse in industrielle Anwendungen umgesetzt.

den milliardsten Teil eines Meters. Seit mehr als 20 Jahren wird im Bereich Nanotechnologie geforscht, und es wurden schon erste Erkenntnisse in industrielle Anwendungen umgesetzt.

Zahlreiche Anwendungsmöglichkeiten

Die britische SkyePharma etwa hat es geschafft, die Wirkung eines Anti-Depressivums mit einem Nano-Chip signifikant zu verbessern: Der Wirkstoff läßt sich exakter dosieren und genau am Wirkungsort absetzen. Andere Anwendungen stammen aus dem Bereich Oberflächentechnik: Speziell gehärtete Werkzeuge verbessern die Metallbearbeitung, Sonnenbrillen oder Schutzfolien an Bus-Fenstern mit Nano-Teilchen filtern UV-Strahlen besser heraus, und mit Nano-Partikeln veredelte Katalysatoren helfen der petrochemischen Industrie, Reaktionen effizienter zu gestalten. Es gibt Nano-Tinte, die ihre Farbe verändert, und Brand- und Wundsalben, die dank der neuen Technik besser wirken. Aktuell kommen Farbdisplays mit Nanotech, etwa bei Handys und Laptops, auf den Markt. Für die Zukunft hoffen Forscher sogar

auf eine Art von Laboratorien auf Basis von Mini-Chips, die durch den menschlichen Körper gelotst werden können, um Krankheiten zu bekämpfen; auf Kühlchips, die Chemie und bewegliche Teile aus Kühlschränken, Klimaanlage und Computer verbannen; auf Sensoren für Gifte und auf den Durchbruch in der Anwendung der Brennstoffzelle. Und, wichtig für Deutschland, auf Autolack, der nicht mehr zerkratzen ist und außerdem nicht verschmutzt.

Die 1.000-Milliarden-Prognose

Von der National Nanotechnology Initiative der USA stammt die Aussage, man erwarte bis spätestens 2030 einen Markt von 1.000 Mrd. US-\$ für die Nanotechnologie. Das ist eine ansehnliche Summe und eine griffige Aussage, und es läßt sich so schön rechnen: Das ergibt 1.000 Unternehmen, die alle jeweils 1 Mrd. US-\$ umsetzen. Selbst wenn man die Summe für realistisch hält: „Dieser Betrag wird nicht einfach zwischen Nanotech-Unternehmen aufgeteilt“, warnt Tim Harper von der Beratungsfirma Cientifica. Der größte Teil der Gewinne wird die Bilanzen bestehender Konzerne aufpeppen. Und überhaupt: So dramatisch ist die Summe auch nicht, rechnet Harper vor. Vielmehr entspreche dies der Summe der 2002er Umsatzzahlen der sechs weltgrößten Konzerne General Motors, ExxonMobil, Wal-Mart, Shell, BP und Ford. Dessen ungeachtet ist die Zahl mit Vorsicht zu genießen. Wie wird zum Beispiel der Umsatz des alteingesessenen Sanitärkeramik-Herstellers betrachtet, der im Jahr 2030 ausschließlich Waschbecken und WC-Schüsseln mit Nanotechnologie verkauft, weil an denen kein Schmutz und keine Kalkränder haften bleiben?

Auf den Zug aufspringen?

Der Nanotech-Zug rollt, lohnt es noch aufzuspringen? Diese Frage reduziert sich auf die Frage des Timings. Bei der Dot.Com-Blase haben altgediente Börsianer nur mit dem Kopf geschüttelt und gewarnt, als defizitäre Unternehmen mit dem 30fachen des

Umsatzes gehandelt und Gewinne erst in vielen Jahren versprochen wurden. Wie wir wissen, wurden am Ende auch Kurs/Umsatz-Verhältnisse von mehr als 100 bezahlt – innerhalb der Peer Group war das ja nicht auffällig. So gesehen könnte der risikobereite Anleger durchaus dabei sein, „die aktuelle Sau durchs Dorf zu treiben“. Dies um so mehr, als erst jetzt Fonds großer und renommierter Anbieter auf den Markt kommen. Seit März bietet First Trust Portfolios einen Nanotech-Investmentfonds mit Namen NATE1 an. Der Newsletter Motley Fool wertet das als Zeichen, „daß Nano auf den Radarschirm des Mainstreams“ kommt. Das bedeutet: Noch mehr Geld stürzt auf die Branche ein. Wichtig: Investoren müssen fortwährend schauen, wann sich die Party dem Ende zuneigt, und Hinweise ernstnehmen, etwa wenn die Bild-Zeitung das Thema Nanotechnologie aufgreift. Offensichtlich ist, daß in den Kursen der defizitären Nanotech-Unternehmen die beste aller denkbaren Zukünfte auf Jahre hinaus bereits eingepreist ist. Wie man weiß, bedeutet diese Kritik aber nicht, daß die Kurse nicht erst noch weiter steigen könnten.

Fazit

Nanotechnologie ist eine bedeutende Errungenschaft, die in vielfältiger Weise Produkte verändern wird. Nach allen bisherigen Informationen steht aber nicht zu erwarten, daß eine Entwicklung in Gang gesetzt würde, deren Auswirkungen mit denen der Erfindung der Eisenbahn, des Automobils oder des Computers vergleichbar wäre. Die Hoffnung, die neue Microsoft des 3. Jahrtausends zu finden, ist daher kaum realistisch. Eher könnten einzelne Werte als Übernahme-Spekulation interessant werden. Ein vielversprechender Ansatz besteht darin, etablierte Unternehmen etwa aus den Bereichen Pharma, Energie oder Metallbearbeitung zu identifizieren, deren Nano-Abteilung an der Spitze steht, und die in bestehenden Märkten als Erstanwender der neuen Technologie geldwerte Wettbewerbsvorteile, wenn auch zeitlich begrenzt, realisieren können.

Stefan Preuß

VERANSTALTUNGSHINWEISE

Am 27. April findet in Frankfurt die **GBC Frühjahrskonferenz Small & MidCaps** statt, die von German Business Concepts (GBC) ausgerichtet wird. Das bankenunabhängige Researchhaus konzentriert sich bei der Veranstaltung auf Nebenwerte, die im SDax, TecDax und MDax lokalisiert sind, sowie darüber hinaus auf Unternehmen aus Österreich und der Schweiz.

Kontakt: Jörg Grunwald, grunwald@gbconcepts.de, Tel.: 0821/42 09 745

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

Kontakt: Tel.: 089/489 272 20

Am 29. Mai 2004 findet im Grand Hotel Wien ein **Edelmetallseminar** statt. Die Referenten sind Uwe Bergold und Christian Wolf (beide Vereinigte Sparkassen Neustadt a.d.W), Robert Hartmann

(Pro Aurum GmbH), Claus Vogt (Berliner Effektenbank), Johann A. Saiger (Herausgeber des Goldbriefes) und Martin Siegel (Fondsberater des PEH-Q-Goldmines).

Kontakt: seminar@argentuminvest.com

Am 26. und 27. Mai 2004 veranstaltet die Value Relations GmbH in Frankfurt den **Stock Day Exploration & Mining**, bei dem sich eine Reihe von Rohstoffunternehmen vorstellen wird.

Kontakt: 069/959 246 11, Frau Eggersmeier;

Infos unter: www.stockday.de

Am 4. und 5. Juni findet in Aschaffenburg die **FuturesExpo 2004** statt. Diese Veranstaltung richtet sich in erster Linie an kurzfristig orientierte Anleger und Trader.

Informationen hierzu gibt es unter: www.futures-expo.de

Im Juni 2004 finden in München **Seminare unter der Leitung von Joe Ross** zum Thema „Spreads und Saisonalitäten“ und „Profitables Futures Day-Trading“ statt.

Kontakt: 06146/7204, Info unter: www.ross-trading.de

Der Neue Markt ist tot – lang lebe der Neue Markt!

Eindrücke von der Baader Small Cap Konferenz

Obiger Satz könnte einem einfallen, wenn man die Baader Small Cap Konferenz am 31. März besucht hat. In den Räumlichkeiten der Baader Wertpapierhandelsbank in Unterschleißheim bei München stellten sich sechs kleinere Unternehmen vor, derer fünf einst im „legendären“ deutschen Wachstumssegment angesiedelt waren. Hier ein paar Beispiele:

Pro DV

Wer glaubt, daß alle Ex-Nemax-Titel, die einst unter ihren Cash-Beständen notierten, in der einjährigen Rally nach oben gezogen wurden, der irrt, wie das Beispiel Pro DV zeigt. Das schuldenfreie Software- und Beratungshaus mit Schwerpunkt „Geo Solutions“ weist eine Substanz (Cash + Immobilienvermögen) auf, welche gut 10 % über der momentanen Marktkapitalisierung von ca. 17 Mio. Euro liegt. Der Grund dafür liegt natürlich im operativ schwierigen Geschäft, in welchem, wenn auch deutlich weniger stark als im Vorjahr, so doch auch noch in 2003 rote Zahlen geschrieben wurden.

OHB Technology

Eine Nummer größer ist da schon die OHB Technology mit einem Börsenwert von ca. 100 Mio. Euro. Während das Bremer Unternehmen im einstigen Hauptgeschäftsfeld Telematik eher Probleme hat, besteht die Phantasie für die Aktie heutzutage im Geschäftsbereich „Raumfahrt und Sicherheit“, in welchem ein Großteil des Gesamtumsatzes von 96 Mio. Euro erzielt wird. So arbeitet OHB an einer Reihe von Projekten wie dem europäischen Satellitennavigationssystem Galileo mit, und es bestehen gute Aussichten, an weiteren Großprojekten wie z.B. SATCOMBw II (satellitengestütztes Kommunikationssystem der Bundeswehr) beteiligt zu werden. OHB arbeitet mit einer Nettoumsatzmarge von fast 5 % hochprofitabel und dürfte aufgrund der bereits bestehenden Aufträge in den kommenden Jahren beim Umsatz deutlich zweistellig zulegen können.

e-m-s new media

Einen Turnaround vom Feinsten legte die e-m-s new media AG aus Dortmund hin. Betrug der Verlust des Anbieters von DVD-Filmen im Jahr 2002 noch fast die Hälfte des erzielten Umsatzes von

10 Mio. Euro, konnten im vergangenen Geschäftsjahr bei einem Umsatzanstieg um 35 % auf 14 Mio. Euro bereits 1 Mio. Nettogewinn erzielt werden. An der Übernahme der maroden Advanced Medien vor drei Jahren hätte sich das Unternehmen fast „verschluckt“, und so wundert es auch nicht, daß der e-m-s-Aktienkurs vom Tief Ende 2002 aus gerechnet bis heute um sagenhafte 800 % zulegen konnte. Wenn nach Aussagen von Vorstand Wirsing-Lücke das Unternehmen aufgrund des DVD-Booms auch eine blendende Zukunft vor sich hat, so ist die Aktie doch mit einer etwa dreifachen Umsatzbewertung (MCap = ca. 45 Mio. Euro) heute auch nicht mehr ganz billig.



Nexus, Softing und Merkur Bank

Neben den drei oben genannten AGs präsentierten sich weiterhin die Nexus AG, ein Anbieter von IT-Lösungen für Krankenhäuser, welchen wir bereits im Heft 2/2004 als möglichen Turnaround-Kandidaten vorgestellt hatten, und die Softing AG, ein Spezialist für industrielle Kommunikation und Steuerungen. Schließlich sei noch die Merkur Bank erwähnt, ein

kleines Institut aus München, welches in einträglichen Nischen wie der Bauträgerfinanzierung oder der Refinanzierung von Leasinggesellschaften erfolgreich wirtschaftet. Die Münchner konnten in 2003 sowohl bei der Bilanzsumme mit 6,4 % als auch beim Ergebnis mit 10 % deutlich zulegen. Anders als man es von den Großbanken inzwischen gewohnt ist, kam das Gewinnplus jedoch nicht durch Personalabbau zustande, im Gegenteil: Auch hier stockte die Merkur Bank um etwa 9 % auf.

Fazit

Die Veranstaltung zeigte wieder einmal, daß es gerade im Small Cap-Bereich nach wie vor hochinteressante Unternehmen gibt, welche oftmals auch zu einem vernünftigen Preis zu bekommen sind. Wenn vermutlich auch nicht alle der sechs auf der Konferenz vertretenen Gesellschaften langfristige Erfolgsgeschichten werden dürften, so sind sie doch ausnahmslos würdig, weiter beobachtet zu werden.

Ralf Flierl

Titelstory

Die Relevanz langfristiger Zyklen – Dow Jones und Gold im Vergleich

von Uwe Bergold*, Direktor Asset Management Vereinigte Sparkassen Neustadt a.d.W.



Uwe Bergold

In meiner Funktion als Lehrbeauftragter der Fachhochschule Amberg-Weiden habe ich im Wintersemester 2003/04 mit einer Gruppe von Studenten (Markus Blaschok, Michael Frank, Thomas Krapf, Toni Scherl, Florian Sollfrank, Andreas Stopfer und Balazs Hardy) des fachbezogenen Wahlpflichtfachs Finanzen das Thema der langfristigen Spekulationszyklen in einer Projektarbeit analysiert.

Hierbei wurden bewusst

langfristig historische Zusammenhänge betrachtet, um die immer wieder auftretenden positiven als auch negativen Spekulationsphasen zu verdeutlichen.

Moderne Kapitalmarkttheorie versus Kapitalmarktzyklen

Die wichtigste intellektuelle Argumentationsgrundlage gegen Zyklen und Spekulationsblasen ist die These, nach der Kapitalmärkte effizient arbeiten. Die Theorie eines effizienten Marktes (Moderne Kapitalmarkttheorie) beruht auf der Annahme, daß sich in den Kursen der Aktien die jederzeitige vollständige Informiertheit der Allgemeinheit widerspiegelt. Vollkommene Konkurrenz sei durch die Vielzahl der Marktteilnehmer und durch die Schnelligkeit der Informationsverarbeitung gegeben. Weiter gehen Vertreter der Markteffizienzhypothese davon aus, daß sich alle Marktteilnehmer wie ein „Homo Oeconomicus“ verhalten. Daß es diesen rein rational handelnden Investor nicht gibt, konnte aber schon der Psychologe Daniel Kahnemann wissenschaftlich nachweisen. Hierfür erhielt er 2002 den Nobelpreis für Wirtschaft.

Die Grenzen der Modernen Kapitalmarkttheorie treten in zwei Punkten sehr deutlich zu Tage: normalverteilte Aktienrenditen und vollkommen ra-

tional handelnde Investoren. Wissenschaftliche Untersuchungen haben gezeigt, daß Aktienkurse gerade nicht einem normalverteilten Zufallspfad („Random Walk“) folgen, sondern unsystematisch einer sogenannten Pareto-Verteilung. Dies liegt daran, daß Marktteilnehmer nicht als „Homo Oeconomicus“, sondern eher wie ein „Homo Irrationalis“ agieren. Sie verhalten sich nicht linear und rational, sondern systematisch irrational, getrieben von Gier und Angst. Kapitalmarktzyklen – positive und negative Spekulationsblasen – sind die Ergebnisse von massenpsychologischem Grundverhalten, was unabhängig von individuellen Marktteilnehmern historisch bis in die Anfangszeiten der Börsen zurückverfolgt werden kann.

Nominale Jahresrenditen

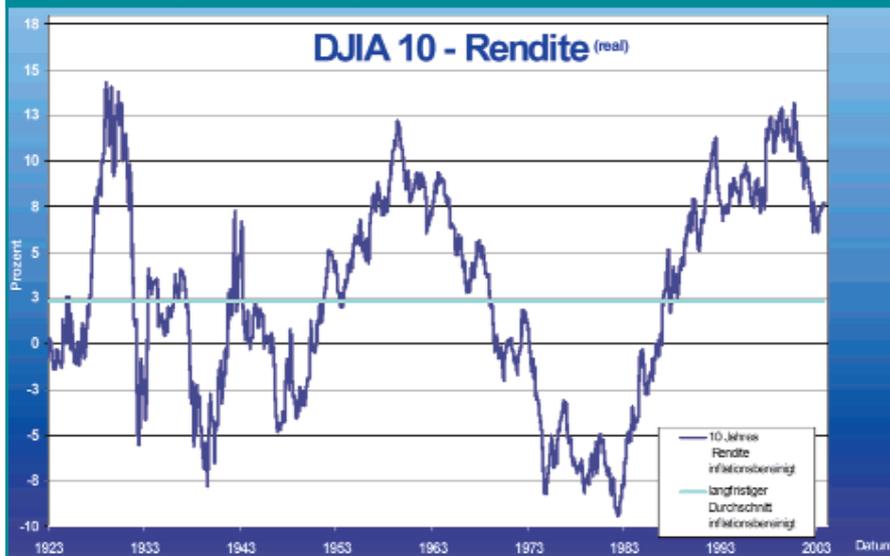
Abbildung 1 zeigt den zyklischen Verlauf der durchschnittlichen nominalen Jahresrendite der letzten zehn Jahre beim Dow Jones Industrial Average (DJIA), ohne Berücksichtigung der Dividenden. Die jährliche nominale Durchschnittsrendite des DJIA seit Gründung im Jahr 1896 (hellblaue Linie) liegt bei aktuell 5,64 % Kursgewinn. Dreimal im letzten Jahrhundert erreichte die durchschnittliche Jahresrendite der vergangenen Dekade einen nominalen Spitzenwert von 15 % und somit das Top einer extremen Übertreibung („Soziale Infektion“ in Form von kollektiver Masseneuphorie): Ende der 20er, Anfang der 60er und Ende der 90er Jahre. Jedesmal folgte der positiven daraufhin eine negative Spekulationsblase. Das Ende der Untertreibung („Soziale Aversion“ in Form kollekti-

ABB. 1: DURCHSCHNITTLICHE NOMINALE JAHRESRENDITE DER LETZTEN ZEHN JAHRE EINES DJIA-INVESTMENTS VON DEZEMBER 1906 BIS DEZEMBER 2003 – MONATLICHE DATENREIHE



* Uwe Bergold ist Direktor Asset Management Vereinigte Sparkassen Neustadt a.d.W., Fondsadvisor, Dozent und Buchautor.

ABB. 2: DURCHSCHNITTLICHE REALE JAHRESRENDITE (INFLATIONSBEREINIGT) DER LETZTEN ZEHN JAHRE EINES DJIA-INVESTMENTS VON DEZEMBER 1923 BIS DEZEMBER 2003 – MONATLICHE DATENREIHE



ver Massenangst) wurde erst bei Durchschnittsrenditen von nominal ca. -5 % p.a. erreicht: Mitte der 30er und Mitte der 70er Jahre. Der letzte Wert (Stand: 31.12.2003) der Grafik liegt bei +10,78 % p.a. Somit hätte ein US-Investor, der am 31. Dezember 1993 den DJIA als Index kaufte und genau zehn Jahre später wieder verkaufte, eine Jahresrendite (ex Dividende) von durchschnittlich +10,78 % p.a. erwirtschaftet. Aufgrund dieser aktuell noch sehr hohen Durchschnittsrendite sollten Investoren in den nächsten Jahren eher mit negativen als mit positiven DJIA-Renditen kalkulieren.

Reale Jahresrenditen

Berücksichtigt man (im Gegensatz zu Abbildung 1) den Kaufkraftverlust der US-Währung (inflationbereinigte Betrachtung anhand des US-Konsumentenpreisindex CPI) seit Aufhebung des Goldstandards im Jahr 1914, so verschiebt sich der Chart (siehe Abb. 2) um ca. 2 bis 3 Prozentpunkte p.a. nach unten. Dadurch beträgt die jährliche reale Durchschnittsrendite der letzten zehn Jahre beim DJIA seit 1923 (hellblaue Linie) nur noch 2,36 % p.a. (ex Dividende). Die Obergrenze (positive Spekulationsblase) ergibt sich bei einer realen Durchschnittsrendite von 13 % p.a., während die Untergrenze (negative Spekulationsblase) historisch bei ca. real -8 % p.a. liegt. Inflationbereinigt ist es deshalb für strategische Investoren noch entscheidender, rechtzeitig langfristige Wendepunkte zu identifizieren. Aktuell (Stand: 31.12.2003) hat ein Investor in den letzten zehn Jahren mit einem DJIA-Investment eine reale Durchschnittsrendite von +7,69 % p.a. (ohne Dividendenberücksichtigung) erwirtschaftet. Somit indiziert auch die inflationbereinigte Betrachtung eine weiterhin massive Überbewertung des US-Aktienmarktes. Ein kollektiver Angstzustand der Financial Community – strategisches Investitionsniveau – dürfte erst wieder bei einer durchschnittlichen realen Jahresrendite der letzten zehn Jahre von ca. -8 % p.a. eintreten!

Dow Jones vs. Gold

Abbildung 3 zeigt die negative Korrelation zwischen einem DJIA- (blaue Kurve) und einem Gold-Investment (orange Kurve). Wie in Abbildung 1 handelt es sich um nominale durchschnittliche Jahresrenditen der letzten zehn Jahre. Da der US-Dollar bis 1933 fest – im Verhältnis 20 zu 1 – an eine Unze Gold gekoppelt war, verläuft die durchschnittliche Gold-Jahresrendite bis 1933 als Nulllinie. Während die DJIA-Durchschnittsrendite konstant sinusförmig in einer Bandbreite zwischen +15 % und -5 % p.a. schwankt, schaukelt sich die Gold-Durchschnittsrendite dreiecksförmig auf. Im Jahr 1942 lag sie über die letzten zehn Jahre bei +5,6 % p.a. Das nächste Top im Jahr 1980 lag bereits bei +32,8 % p.a., also eine Versechsfachung. Umgekehrt verhielt es sich bei den Goldpreisuntertreibungen. Im Jahr 1957 – beim ersten langfristigen Goldinvestmenttieft – „erwirtschaftete“ ein Gold-Investor über die letzten zehn Jahre einen Verlust von fast 2 % pro Jahr. Bei der letzten voraussichtlichen unteren Umkehr im Jahr 2000 verlor man mit Gold im Zehnjahreszeitraum sogar 4,3 % p.a.

Vergleicht man nun das DJIA- mit dem Gold-Investment, so stellt man eine Phasenverschiebung um 180 Grad der beiden Kurven fest. Somit macht der Dow Jones regelmäßig sein Top, wenn Gold sein Tief erreicht, und umgekehrt. Historisch betrachtet treten die Wendepunkte der beiden Investments immer zur gleichen Zeit, negativ korrelierend – im Abstand von ca. 35 Jahren – in Erscheinung. Die letzte große Wende gab es im Jahr 2000, bei dem der Dow mit hoher Wahrscheinlichkeit sein langfristig zyklisches Top und Gold sein entsprechend sein Tief generierte. Seitdem befindet sich der Dow Jones in einer übergeordneten Baisse, Gold dagegen in einer übergeordneten Hausse.

ABB. 3: DURCHSCHNITTLICHE NOMINALE JAHRESRENDITEN DER LETZTEN 10 JAHRE EINES DJIA- UND EINES GOLD-INVESTMENTS VON 1906 BIS 2003 – JÄHRLICHE DATENREIHE

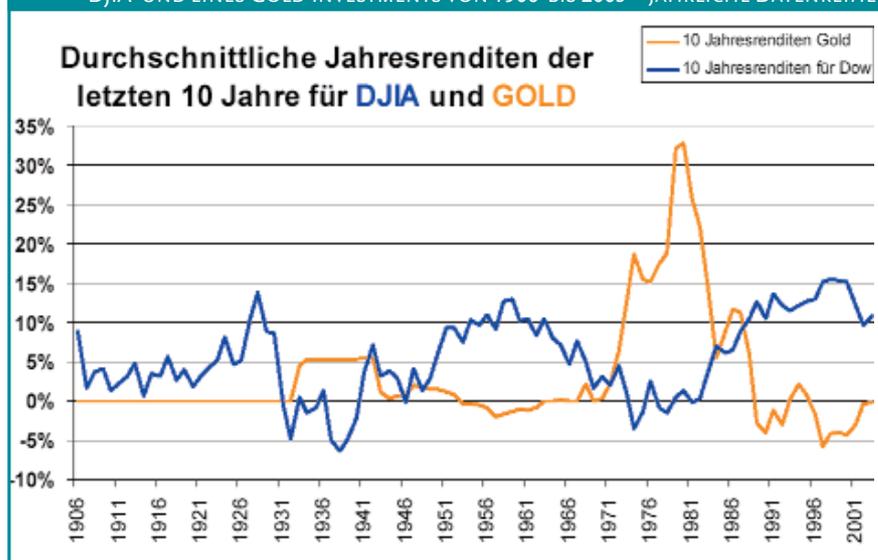
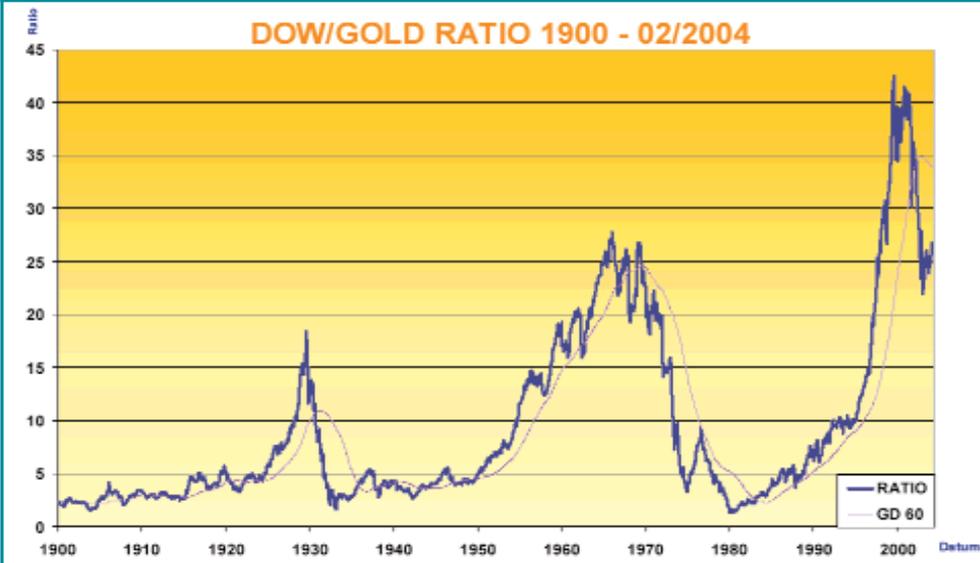


ABB. 4: DJIA-GOLD-RATIO VON JANUAR 1900 BIS FEBRUAR 2004 – MONATLICHE DATENREIHE



Bezeichnendes DJIA-Gold-Ratio

Das DJIA-Gold-Ratio drückt aus, wieviel Unzen Gold benötigt werden, um einmal den DJIA als Ganzes kaufen zu können. Auch der Chart in Abbildung 4 zeigt eine langfristige Zyklizität, deren Hoch- und Tiefpunkte zu einem ähnlichen Zeitpunkt in Erscheinung treten. Da Gold ein klarer „Angstindikator“ und zugleich ein negativ korrelierendes (gegenläufiges) Asset zum DJIA ist, kann man anhand dieses Ratios erkennen, wann „soziale Infektion“ (positive Spekulationsblase) und wann „soziale Aversion“ (negative Spekulationsblase) vorherrscht. Die drei positiven Spekulationsblasen des letzten Jahrhunderts erreichten an ihrem Höhepunkt folgende Ratio-Werte: 18,4 im August 1929; 27,8 im Januar 1966 und 42,5 im August 1999. Die beiden negativen Spekulationsblasen hatten ihren Tiefpunkt im Februar 1933 bei 1,6 und im Januar 1980 bei 1,3. Historisch betrachtet zeigte regelmäßig ein DJIA-Gold-Ratio von unter 2 einen kollektiven Angstzustand der Financial Community und somit ein strategisches Kaufsignal an. Quotienten von 18 oder darüber deuten auf positive Spekulationsphasen hin und sollten Investoren zur Vorsicht mahnen. Aktuell (Stand: Februar 2004) befindet sich der Quotient bei 26,7. Dies signalisiert einen noch immer massiv überbewerteten Dow Jones und/oder einen massiv unterbewerteten Goldpreis. Bei einer zukünftig deflationären Entwicklung fiel der Quotient aufgrund signifikanter Kursverluste am Aktienmarkt, während der Goldpreis gleichbleibt oder ebenfalls leicht fallen wird. Kommt es dagegen zu einer inflationären Entwicklung, fällt der Quotient aufgrund eines signifikanten Goldpreisanstiegs, während der DJIA die Überbewertung mit einer leicht fallenden Seitwärtsbewegung abbauen wird. Somit wird mit hoher Wahrscheinlichkeit das DJIA-Gold-

Ratio in den nächsten Jahren (Jahrzehnt) bis auf unter 2 fallen, unabhängig davon, ob es zu einer deflationären oder zu einer sich verstärkenden inflationären Entwicklung kommt.

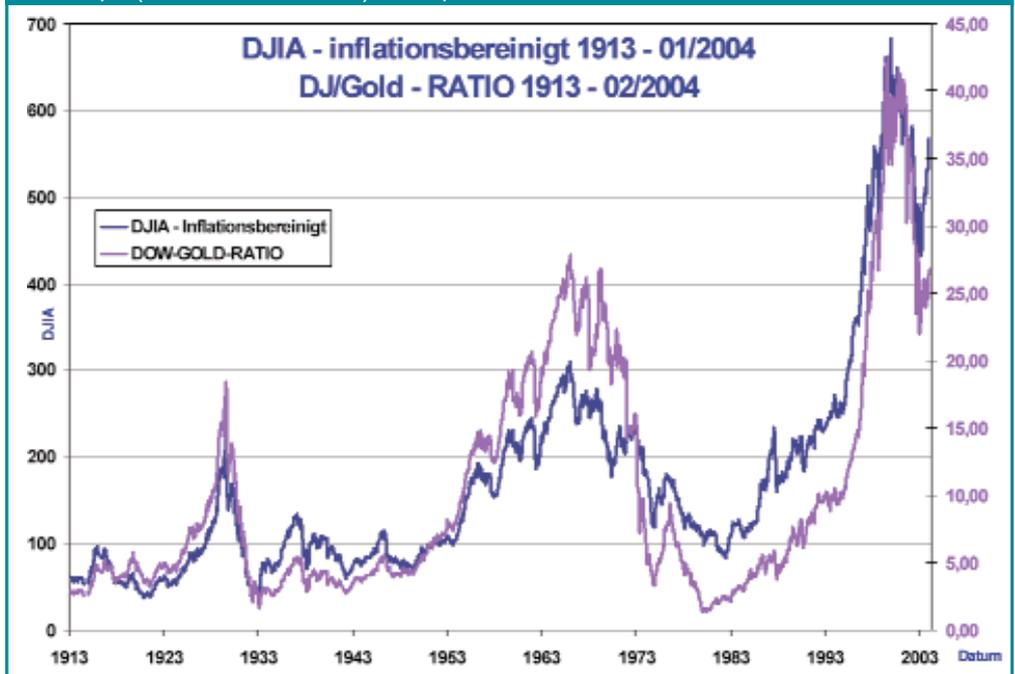
Fazit

Reflektiert man noch einmal die vorgestellten Analyseergebnisse, so wird deutlich, daß nur die Analyse langfristig historischer Zusammenhänge einen Investor in die Lage versetzt, am Kapitalmarkt nachhaltige Überrenditen zu erwirtschaften. Meist werden jedoch Anlageentscheidungen nur aufgrund von Gefühlen, die noch dazu auf Zufallsbeobachtungen sehr kurz zurückliegender Daten beruhen, getroffen. Emotionen sind

jedoch der größte Feind einer erfolgreichen Investmentstrategie. Faßt man die einzelnen Analysen zusammen, so kommt man zu dem Ergebnis, daß der Bereinigungsprozeß, der im Jahr 2000 begonnen hat, trotz des sehr positiven letzten Börsenjahres noch immer nicht abgeschlossen ist. Somit sind die langfristigen Zyklen beim DJIA (abwärts) und beim Gold (aufwärts) – entgegen vielen Medienberichten – weiterhin voll intakt. Außerdem sollten sich Investoren nicht vom unaufhaltsamen Anstieg des Verbraucherpreisindex täuschen lassen. Dieser drückt die Preise zwangsweise nach oben und verwischt reale Kursrückgänge (siehe inflationsbereinigten DJIA in Abb. 5). Die Inflation verdeckt die Tatsache, daß so manche Aktienanlage mehr als 50 Jahre braucht, um nach Spekulationsblasen ihren realen alten Wert wieder zu erreichen!

Siehe auch Artikel „Portfolio Insurance – mit Gold das Depot absichern“ in Smart Investor 2/2004, ebenfalls von Uwe Berggold.

ABB. 5: DJIA (INFLATIONSBEREINIGT) UND DJIA-GOLD-RATIO SEIT 1913 – MONATLICHE DATENREIHE



Das Gold-Silber-Preis-Ratio

Von Richard Mayr*

Per Definition handelt es sich beim Gold-Silber-Preis-Ratio (GS-PR) um eine Maßzahl, die den Wert des Goldes zum Silber in Relation setzt. Errechnet wird das GS-PR, indem man den Preis einer Unze Gold durch den Preis einer Unze Silber dividiert. Je höher der Quotient, umso niedriger ist das Silber zum Gold bewertet und umgekehrt. Das historische Tief des GS-PR liegt bei 3, das historische Hoch bei über 100. Ein Ratio von aktuell 56 (Schlußkurse vom 15.04.2004) sagt also aus, daß man für eine Unze Gold 56 Unzen Silber kaufen kann. Diese Maßzahl ist somit noch weit vom historischen Mittel entfernt, welches bei 15 liegt.

Die historische Betrachtung – das Rätseln um den Wert des Silbers

Seit mehr als 5.000 Jahren werden Edelmetalle als Wertanlage, Schmuck und Tauschmittel, sprich: Geld, verwendet. Schon die alten Ägypter versuchten, den Wert des Goldes und des Silbers in Relation zu bringen. Wenn man den Wissenschaftlern glauben darf, so hatte Silber aufgrund seiner damaligen Seltenheit in dieser Region gegenüber Gold den höchsten Wert aller Zeiten: Das GS-PR lag bei sagenhaften 3.

Von jener Zeit bis ca. 450 vor Christus stieg das Ratio kontinuierlich auf 15 an

Dieses historische Mittel von 15 Unzen Silber für eine Unze Gold hatte mit geringen Schwankungen Bestand bis in das Jahr 1875,

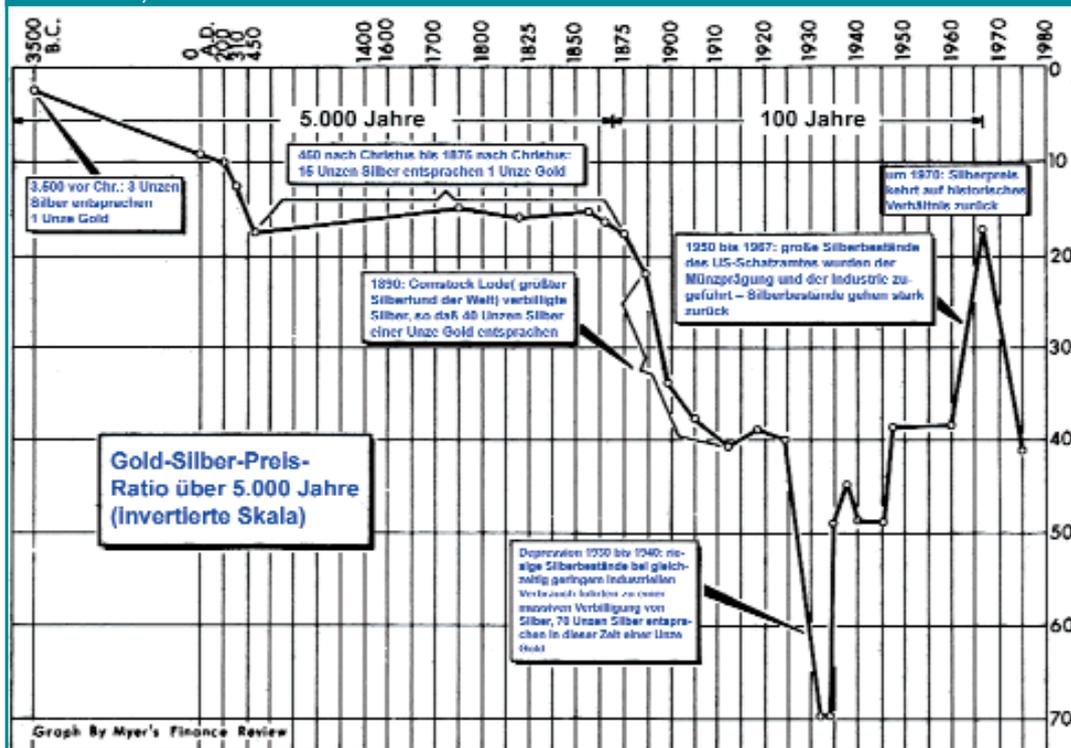
als neben Deutschland (1871) auch die USA und die meisten anderen industrialisierten Nationalstaaten den bimetallic Standard (Prägung und Zirkulation von Gold- und Silbermünzen) kippten und auf den Goldstandard übergangen. Silber wurde durch diesen Akt demonetisiert. Es verlor seinen angestammten Platz als Währungsmetall, den es seit Jahrtausenden behaupten konnte.

Historische Höchstkurse des Ratios wurden deshalb erstmals nach 1875 erreicht, als der größte Silberfund der Welt in Nevada ausgebeutet wurde und auf den Markt strömte (sogenannter „Comstock Lode“). Da es zu dieser Zeit für Silber noch keine großen industriellen Anwendungen gab, mußte aufgrund des Überangebots ein Preisverfall zum Gold eintreten. Das bisher höchste Ratio jedoch wurde in den 1930er Jahren während der Großen Depression erreicht, als Silber ohne Währungsfunktion und wegen der Deflation gegenüber



Richard Mayr

Abb. 1: 5.000 Jahre Gold-Silber-Preis-Ratio: Das historische Mittel liegt bei 15



Quelle: C.V. Myers: The coming deflation. Arlington House, New York, 1976. S. 162.

Geld und Gold stark an Wert verlor und das Ratio sein Allzeithoch bei über 100 markierte (Anmerkung: in Abb. 1 nur bis 70 angedeutet, inverse Darstellung).

Nach dem Zweiten Weltkrieg stieg die industrielle Nachfrage nach Silber im Bereich Photographie, Elektronik und Rüstung stark an, und das Ratio begann wieder zu sinken. Bereits im Jahre 1967 konnte das historische GS-PR von 15 wieder erreicht werden, weil das US-Schatzamt noch vor dem Gold die Kontrolle über das Silber verlor. Zum Ende der

*) Richard Mayr (Börsenfachwirt DAI) ist Fachreferent der VTAÖ (Vereinigung Technischer Analysten Österreichs) für Kontrattief-Wellen und Edelmetalle und Veranstalter des Edelmetallseminars (Info unter: www.argentuminvest.com).

ABB. 2: DAS GOLD-SILBER-PREIS-RATIO VON 1973 BIS 2004 – 1980 ERREICHTE DAS GSPR WIEDER DAS HISTORISCHE MITTEL VON 15

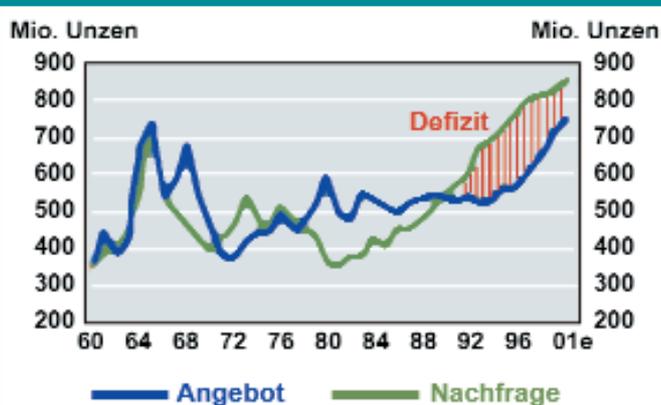


Quelle: www.markt-daten.de

darauf einsetzenden Edelmetallhausse erreichte das Ratio wiederum im Jahre 1980 einen Wert von ca. 15. Der Preis für eine Unze Gold lag damals bei 850 US-\$, der Preis für eine Unze Silber bei ca. 50 US-\$.

Signifikant ist das Absinken des Ratios im Jahre 1998 auf unter 40. Dies ist auf die damalige Aktion des bekannten Investors Warren Buffett zurückzuführen, der sich 129,7 Mio. Unzen (4.034 Tonnen) Silber zu einem Preistief sicherte und somit eine kleine Silberrally auslöste, die das GSPR zum Sinken brachte. Bis ins Jahr 2003 korrigierte das Ratio noch einmal auf ein Hoch bei ca. 80 und ist seitdem im Abwärtstrend bei aktuell 56, Tendenz fallend.

ABB. 3: SILBERANGEBOT UND -NACHFRAGE VON 1960-2001 IN MIO. UNZEN



Die Schere wird sich eines Tages schließen: Das gesamte Angebotsdefizit (rot) bei Silber beträgt bis heute ca. 46.700 Tonnen.

Quelle: CPM Group Silver Survey 2001

Das Angebotsdefizit

Ein wichtiger Grund für einen weiter steigenden Silberpreis und ein fallendes GSPR ist das astronomische Angebotsdefizit, das sich seit nunmehr 14 Jahren am Markt aufbaut. Von 1990 bis 2003 wurden ca. 1.500 Mio. Unzen Silber mehr am Markt verkauft und verbraucht als gefördert und wiederaufbereitet werden konnten. Dies entspricht einem Angebotsdefizit von ca. 46.700 Tonnen, die irgendwann eingedeckt werden müssen, wobei sich beim derzeitigen Verbrauch des weißen Metalls das Defizit jährlich um ca. 160 Mio. Unzen oder ca. 5.000 Tonnen erhöht.

Man kann sich selbst ausrechnen, was diese astronomische Defizitmenge für einen engen Markt wie den des Silbers im Falle der Wiederentdeckung als Investment bedeuten kann.

Da die großen reinen Silberminen der Welt mittlerweile sehr rar sind und Silber primär beim Abbau von anderen Metallen wie Gold, Kupfer, Blei und Zink gewonnen wird, ist es auch nicht möglich, das Defizit durch schnelle zusätzliche Produktion rasch abzubauen.

Fazit

Silber kann in einem inflationären Szenario, welches sich aufgrund der starken weltweiten Geldmengenausweitungen abzeichnet, wieder als Inflationsschutz eine große Rolle spielen. Der Schlüssel zum Preisanstieg ist die monetäre Nachfrage. Wenn in einer Inflationsphase immer mehr Menschen Schutz vor Entwertung in diesem Metall suchen oder sogar wieder eine Kaufpanik zum Ende der Hausse ausbricht, wird Silber wesentlich stärker als Gold davon profitieren, weil dieser Markt noch enger und damit volatil ist. Zudem ist Silber noch nie in seiner 5.000 Jahre alten Geschichte verboten worden. Die Edelmetall- und Rohstoffmärkte befinden sich in einem primären Aufwärtstrend. Das langfristige GSPR von 15 kann im Zuge der Edelmetallhausse allem Anschein nach am Ende dieses Trends wieder erreicht werden. Beim aktuellen Goldpreis würde dies zur Zeit schon einen Silberpreis von ca. 27 \$/oz rechtfertigen. Sollte Gold weiter steigen, sind auch höhere Silbernotierungen absehbar.

Ein weiterer Artikel zum Thema „Silber“ von Richard Mayr erscheint in Kürze.

DISCLAIMER:

Alle Angaben ohne Gewähr. Der Autor vertritt in diesem Artikel seine Meinung und haftet nicht für Kauf- oder Verkaufentscheidungen des Lesers.

Titelstory

Kondratieff-Zyklen

Heißt die Basisinnovation der Zukunft Life-Science?

Von Christoph Mittermaier*



Christoph Mittermaier

Die weitreichende Bedeutung der Informationstechnologie wird heute nicht mehr bezweifelt. Es stellt sich die Frage, ob sie mit grundlegenden Innovationen wie der Eisenbahn, der Elektrizität oder dem Automobil vergleichbar ist. Könnte eine Gesetzmäßigkeit beim Auftreten tragender Innovationen der Zukunft gefunden werden, würde dieses Wissen dem frühen Investor mit ausreichendem Durchhaltevermögen sprudelnde Gewinne beschern. Die Theorie der Langen Wellen widmet

sich der Identifikation von Gesetzmäßigkeiten im langfristigen Wirtschaftsverlauf vorwiegend basierend auf einer Innovationsbetrachtung. Dabei ist die Theorie in der Wissenschaft nicht unumstritten, insbesondere aufgrund fehlenden empirischen Datenmaterials zu Beginn der Beobachtungen Ende des 18. Jahrhunderts.

1. Theorie der Langen Wellen

Eine Lange Welle – nach dem russischen Forscher Nikolai D. Kondratieff auch als Kondratieff-Zyklus bezeichnet – wird durch eine Basisinnovation ausgelöst. Die Basisinnovation trägt aber nicht nur den Wirtschaftsverlauf, sondern führt auch zu einer Reorganisation der gesamten Gesellschaft und ihrer Arbeitsstrukturen. Seit Ende des 18. Jahrhunderts wurden vier Lange Wellen mit einer jeweiligen Zyklendauer zwischen 40 und 60 Jahren beobachtet.

Teilweise wird die These sich verkürzender Zyklendauern vertreten (sh. Abbildung „Erste bis fünfte Lange Welle“). Die Systematik der Langen Welle bezieht sich auf die Dynamik der kapitalistischen Entwicklung; sie tritt nur in marktwirtschaftlich orientierten Wirtschaftssystemen auf.

Die gegenwärtige technologische Situation legt nahe, daß die Informationstechnologie die Basisinnovation der derzeitigen fünften Langen Welle ist. Für eine mögliche sechste Lange Welle wird der sogenannte Life Science-Bereich (Biotechnologie, Gesundheit, Umwelt) als Basisinnovation gehandelt.

Der erste bedeutende Forscher im Bereich der Langen Wellen war Nikolai D. Kondratieff, der langfristige Wellenbewegungen in trendbereinigten Preisreihen bereits Anfang der 20er Jahre des 20. Jahrhunderts beobachtete. Die erste gesamtheitliche Theorie der Langen Wellen wurde durch Josef A. Schumpeter 1939 aufgestellt.

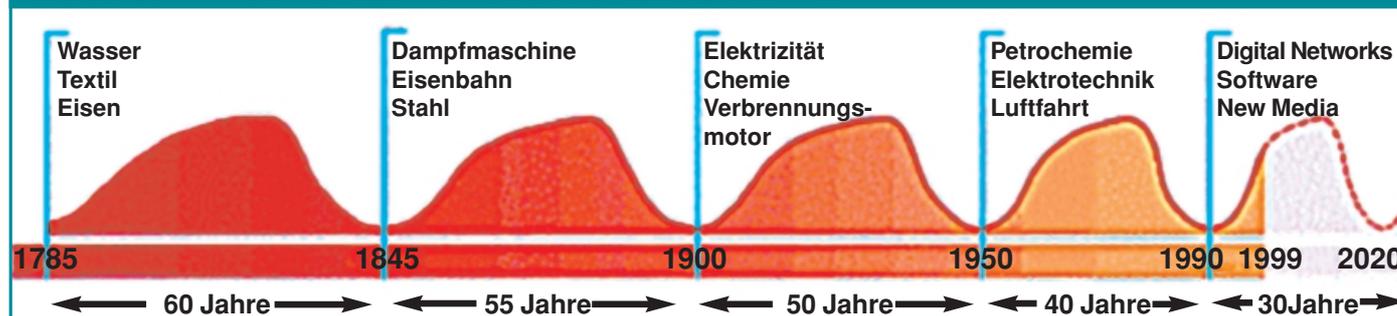
Neben den Langen Wellen spielen auch mittlere Wellen, die sogenannten Juglar-Zyklen, mit einer Periodenlänge zwischen acht und zwölf Jahren eine bedeutende Rolle. Sie werden in der Gesellschaft als schlechte oder gute Zeiten wahrgenommen. Ergänzt wird das Modell durch die kurzen Wellen, die sogenannten Kitchin-Zyklen mit einer Zyklendauer von durch-

ABB. 1: DATIERUNG DER LANGEN WELLEN

- 1. Welle: 1. Hälfte des 19. Jhs./ Innovation: Dampfmaschine und Verarbeitung von Baumwolle
- 2. Welle: 2. Hälfte des 19. Jhs./ Innovation: Eisenbahn und Stahl
- 3. Welle: 1. Hälfte des 20. Jhs./ Innovation: Elektrotechnik und Chemie (Automobil)
- 4. Welle: 2. Hälfte des 20. Jhs./ Innovation: Automobil und Petrochemie

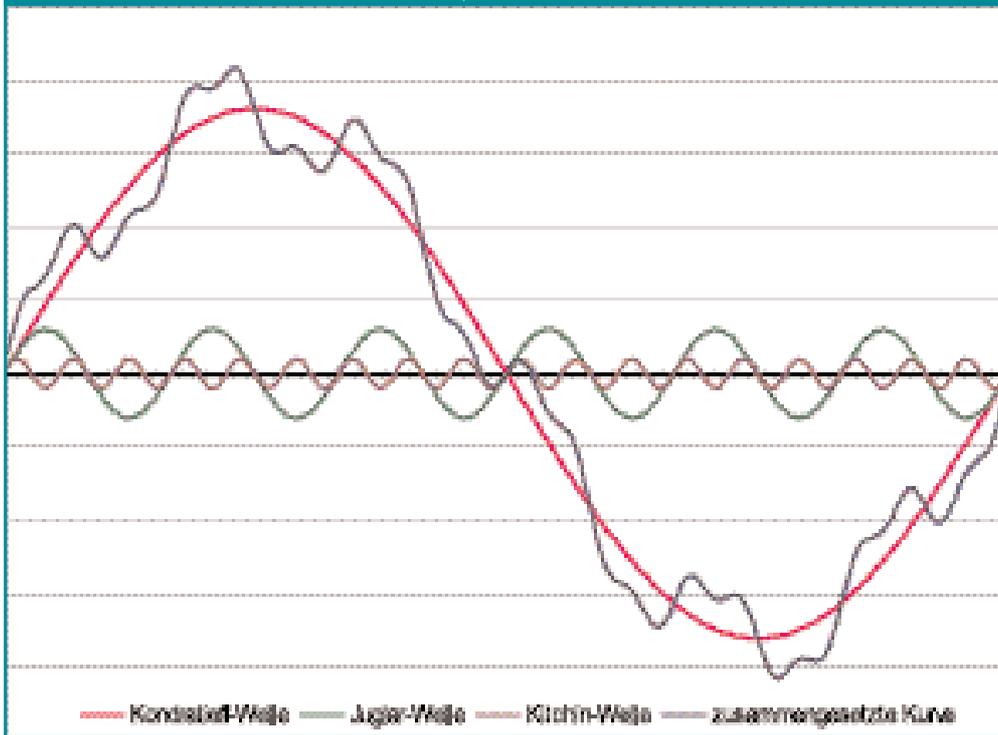
*) Christoph Mittermaier (Jahrgang 1975) studierte Betriebswirtschaftslehre in den USA (MBA 1998) und in Regensburg (Dipl.-Kfm. 1999). Im Jahr 2003 beendete er seine Promotion zu dem Thema „Lange Wellen der Konjunktur – Standortbestimmung und betriebswirtschaftliche Auswirkung“. Seit Mitte 2000 ist er in einem Beratungsunternehmen tätig.

ABB. 2: ERSTE BIS FÜNFTHE LANGE WELLE – SCHUMPETERSCHE WELLEN BESCHLEUNIGEN



Quelle: The Economist, Catch the wave, 18. Februar 1999

ABB. 3: IDEALTYPISCHER VERLAUF DER LANGEN, MITTLEREN UND KURZEN WELLEN



schnittlich 40 Monaten. Die folgende Abbildung zeigt die in der Periode einer Langen Welle idealtypisch auftretenden langen, mittleren und kurzen Wellen. Dabei ist die Darstellung in Form von gleichmäßigen Sinuskurven lediglich ein Mittel zur Vereinfachung und stellt kein Abbild der Realität dar.

Bei der Datierung der Langen Wellen gehen die Ansichten der Wissenschaftler auseinander. Teilweise wird der Beginn einer fünften Langen Welle in den 80er oder 90er Jahren des 20. Jahrhunderts angenommen (Christopher Freeman), andererseits vertreten Forscher wie Ian Gordon die Auffassung, daß wir uns gegenwärtig noch in der auslaufenden vierten Welle befinden. Die folgenden Ausführungen basieren auf der Betrachtung Langer Wellen in erster Linie als Schwankungsmesser für die Innovationsentwicklung im Wirtschaftsverlauf. Eine direkte Anwendung der Ausführungen auf die konjunkturelle Entwicklung in Deutschland ist insofern nicht möglich, als sich die Theorie der Langen Wellen auf rein marktwirtschaftlich orientierte Wirtschaftsräume bezieht. Von derartigen Strukturen ist Deutschland aber mehr oder weniger weit entfernt. Die USA sind der wohl am besten auf das Schema anwendbare real existierende Wirtschaftsraum.

2. Wo in der Langen Welle befinden wir uns?

Eine Datierung des 4. Kondratieff auf Basis einer Analyse der Innovationsentwicklung in einer Langen Welle kommt zu einem Verlauf von 1951-1994. Im Jahr 1994 begann demnach die neue Lange Welle (5. Kondratieff) basierend auf der Basisinnovation Informa-

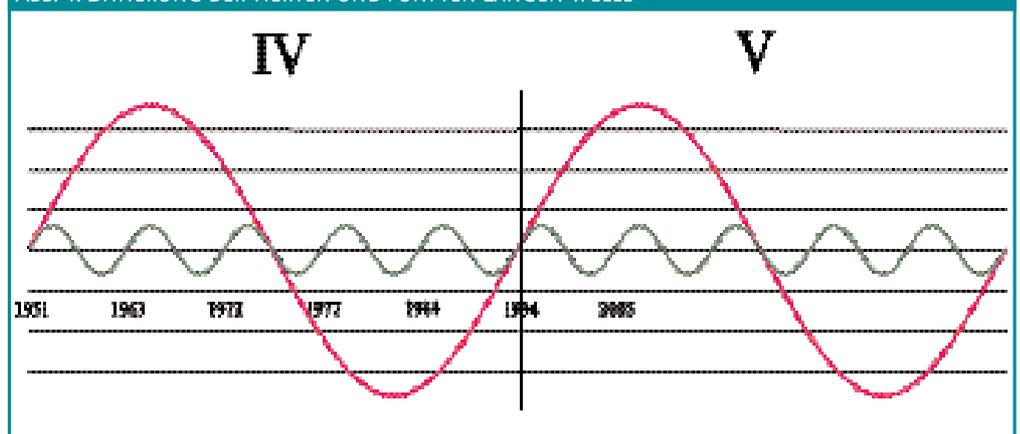
tionstechnologie. Das bedeutet nicht, daß die Informationstechnologie erst seit diesem Zeitpunkt Bedeutung für die Wirtschaft hat, aber seitdem trägt und verwandelt dieser Bereich die Wirtschaftsentwicklung grundlegend. Nach der Lange Wellen-Theorie wird ab Beginn einer neuen Langen Welle ein rapider Aufschwung gestützt auf Innovationen im Bereich der Informationstechnologie für ca. 16 bis 20 Jahre erwartet. Wir haben die ersten zehn Jahre dieser Entwicklung bereits hinter uns. Diese Phase umfaßt zwei mittlere Wellen; die erste begann 1994 und endet in Kürze. Die daran anschließende mittlere Welle dürfte, beginnend mit einer mehrjährigen Phase wirtschaftlichen Wachstums, nochmals von dem Innovationsfeld Informati-onstechnologie getragen werden.

Im Anschluß an diese Phase des innovationsgetriebenen Wachstums ist eine Abschwungphase der Langen Welle zu erwarten, die 12-15 Jahre dauern könnte. In einer derartigen Phase des Kondratieff-Abschwungs sind zwar weiterhin Auf- und Abschwungphasen der mittleren Welle zu spüren, jedoch verlaufen die Abschwungphasen ausgeprägter und länger und die Aufschwungphasen schwächer und kürzer. Diese Entwicklung endete in vergangenen Langen Wellen in einer grundlegenden tiefgreifenden Krise, z.B. mit dem Börsencrash im Jahr 1929. Genau diese Krise ist aber auch Chance für neuartige Ideen, denen in der Aufwärtsbewegung keine Beachtung geschenkt wurde. Man hatte ja ausreichend Investitionsalternativen.

3. Betriebswirtschaftliche Schlüsse

Basierend auf den Erkenntnissen aus vergangenen Langen Wellen könnte die Entwicklung in der gegenwärtigen Lage innerhalb der Langen Welle betriebswirtschaftlich wie folgt interpretiert werden.

ABB. 4: DATIERUNG DER VIERTEN UND FÜNFTEN LANGEN WELLE



Erwartete Entwicklungen im Bereich Informationstechnologie

In der Phase der grundlegenden technologischen und wirtschaftlichen Krise erhöht sich das Interesse an Investitionsmöglichkeiten in neue Technologien und neue Märkte. Erst wenn ein Investieren in die Entwicklung von Produkten für einen gesättigten Konkurrenzmarkt, der schon mehrere Verbesserungsphasen durchlief, nicht mehr rentabel ist, wird mehr in Basisinnovationen investiert. Dies ist auch der Grund für das Auftreten von Innovationsschüben im Gegensatz zu einem gleichmäßigen Auftreten von Basisinnovationen. Der neu gefaßte Mut und die wirtschaftliche Notwendigkeit treiben die Unternehmer dazu, neue Entwicklungspfade zu betreten. Dieser Druck, neue Wege zu beschreiben, besteht in der gegenwärtigen Phase nicht, vielmehr wurde die hinter uns liegende Abschwungphase zur Verbesserung der Organisation, für einen Abbau von Überkapazitäten und neue strategische Ausrichtungen genutzt. Es kann jedoch nicht davon gesprochen werden, daß die Basisinnovation Informationstechnologie bereits vollends entwickelt und Verbesserungspotentiale vollständig ausgeschöpft wurden. Aus diesem Grund dürfte die Offenheit für neue, risikoreiche Produktentwicklungen in anderen Bereichen eher gering ausfallen. In der Anfangsphase einer neuen Technologie sind kleine auf unternehmerische Initiative basierende Firmen hauptsächlich mit neuen Produktinnovationen und grundlegenden Produktverbesserungen beschäftigt. Die darauffolgenden großen, etablierten Unternehmen befassen sich verstärkt mit Prozeßinnovationen und kleineren Produktverbesserungen. Die Informationstechnologie befindet sich in einer Reifephase, in der sich die Möglichkeiten für Produktinnovationen verringern. Die Innovationen beziehen sich stärker auf eine Verbesserung der Prozeßeffizienz. In der gegenwärtig beginnenden Aufschwungphase können noch Produktinnovationen erwartet werden, jedoch wird das Gewicht der Prozeßinnovationen anwachsen.

ABB. 5: EIGENSCHAFTEN DER BASISINNOVATIONEN (LIFE SCIENCE)

Eigenschaften der Basisinnovationen (Life Science)		
Legende: <input checked="" type="checkbox"/> = erfüllt <input type="checkbox"/> = nicht erfüllt <input type="checkbox"/> = (noch) nicht zu beurteilen		
Schwarmbildung der Innovation		
<input checked="" type="checkbox"/>	Zurückzuführen auf technologischen Kern, der die Umsetzung eines lang bekannten Naturgesetzes darstellt.	
<input checked="" type="checkbox"/>	Aus technologischem Kern geht ein Bündel neuer Technologien hervor.	
<input checked="" type="checkbox"/>	Breite, quer durch die Wirtschaft gestreute Anwendbarkeit, mit Schwarmbildung der Innovationen.	
<input checked="" type="checkbox"/>	Schwärmende Innovationen sind verknüpft und befruchten sich gegenseitig (Diffusion).	
Revolutionäre Veränderung durch die Innovation		
<input type="checkbox"/>	Bisherige wirtschaftliche Tätigkeit („Old Economy“) wird durch die neuen Technologien transformiert. <input checked="" type="checkbox"/> Die neue Technologie diffundiert in alle Bereiche der Wirtschaft.	
<input checked="" type="checkbox"/>	Revolutioniert das technologische, <input type="checkbox"/> als auch das kaufmännische Denken.	
<input checked="" type="checkbox"/>	Eröffnung eines neuartigen Tätigkeitsbereichs mit neuen Produkten.	
<input checked="" type="checkbox"/>	Neue technologische Entwicklung schneller als die gesellschaftliche, kulturelle und institutionelle Ebene.	
<input checked="" type="checkbox"/>	Über Verbesserung eines Produkts hinaus.	
<input checked="" type="checkbox"/>	Grundlegende „Rohstoffe“ der Basisinnovation liegen nahezu unbegrenzt vor.	
Außergewöhnliche Gewinnaussichten für Unternehmer durch die Innovation		
<input type="checkbox"/>	Gesellschaftliches Klima ist offen für risikoreiche innovative Investitionen.	
<input type="checkbox"/>	Außergewöhnliche Gewinnaussichten ziehen die besten Unternehmer an.	
<input type="checkbox"/>	Außergewöhnliche Gewinnaussichten müssen langfristig gelten, damit Nachhaltigkeit der Innovation gegeben ist.	
<input type="checkbox"/>	Pioniere bzw. Unternehmerpersönlichkeiten mit nachhaltigem und weitreichendem wirtschaftlichen Erfolg sowie breiter gesellschaftlicher Akzeptanz.	
<input checked="" type="checkbox"/>	Ein Prozeß des „trial and error“ statt fundierter Analysen.	
<input checked="" type="checkbox"/>	Vorteile für Unternehmen und Kunden gleichermaßen, in Form von Kosten-, Zeit-, Arbeitersparnis, Produktivitätsgewinnen oder Befriedigung von Bedürfnissen.	
<input type="checkbox"/>	Vorteile müssen von einer breiten Öffentlichkeit eindeutig wahrzunehmen sein.	
<input checked="" type="checkbox"/>	Der retrospektive Gesamtnutzen ist, trotz zahlreicher Verlierer, wesentlich positiv.	

Potentielle Innovationen des 6. Kondratieff

Es ist noch nicht absehbar, welche Innovationen bzw. Branchen die Träger eines 6. Kondratieff werden könnten. Trotzdem ist aus vergangenen Kondratieff-Zyklen bekannt, daß die Erfindung und technische Entwicklung der jeweiligen Basisinnovationen stets bereits wesentlich vor Beginn des jeweiligen Kondratieff-Zyklus, dem sie zugeordnet wurden, stattfand. Beispielsweise wurde die Innovation Eisenbahn wesentlich in den 30er Jahren des 19. Jahrhunderts und zuvor entwickelt; es kommt aber zu einer Einordnung der Eisenbahn in den 2. Kondratieff (ca. 1845 bis 1900). Die Elektrizität hat eine industrielle Vorgeschichte, die bis zu Volta (Anfang des 19. Jahrhunderts) zurückreicht, trotzdem ist sie dem 3. Kondratieff (ca. 1900 bis 1950) zuzuordnen. Insofern kann bereits jetzt durch Analyse der vorliegenden Erfindungen nach der Basisinnovation von morgen gesucht werden. In Frage kommt die Biotechnologie und alle damit in Verbindung stehenden Felder der Gesundheitsbereichs. Die Errungenschaften der Biotechnologie finden in einer Fülle von Märkten Anwendung. Unter Einbeziehung der Bereiche Medizintechnik und Gesundheitsdienstleistungen spricht man von dem Bereich „Life Science“. In untenstehender Tabelle werden bereits einbezogene und zukünftig betroffene Märkte des Bereichs Life Science aufgelistet.

TAB. 1: LIFE SCIENCE-MÄRKTE

WURDE BEREITS EINBEZOGEN	WIRD GEGENWÄRTIG EINBEZOGEN	WIRD DEMNÄCHST EINBEZOGEN
CHEMIE	UMWELTSCHUTZ	ROBOTER
PHARMAZIE	ENERGIE	HAUSHALTSGERÄTE
LANDWIRTSCHAFT	KOSMETIK	INTERNET-KOMMUNIKATION
NAHRUNGSMITTELHERSTELLUNG	SUPERMÄRKTE	INFORMATIONSSERVICE
ANLAGEFONDS	APOTHEKEN	MEDIEN
ANWALTSFIRMEN	MILITÄR	
	COMPUTER-HARDWARE UND -SOFTWARE	

Zur Analyse bestehender Erfindungen auf ihr Potential hin Grundlage einer Basisinnovation zu sein, soll obiger Entscheidungskatalog für Basisinnovationen dienen. Angewendet auf den Life Science-Bereich kann die in Abb. 5 aufgezeichnete Beurteilung vorgenommen werden.

Da sich der Bereich Life Science noch in der Aufbauphase befindet, ist eine Transformation der bisherigen Bereiche des Wirtschaftsverlaufs bisher nur in begrenztem Ausmaß zu beobachten gewesen. Außerdem ist derzeit das gesellschaftliche Klima nicht offen für Investitionen in risikoreiche Projekte. Auch sind außergewöhnliche Gewinnaussichten im Bereich Life Science eher vereinzelt als nachhaltig bei einer breiten Anzahl von Unternehmen zu beobachten. Eine breite Öffentlichkeit hat die Vorteile und Möglichkeiten des Life Science-Bereichs noch nicht eindeutig wahrgenommen. Zusammenfassend kann festgehalten werden, daß wesentliche Indizien dafür sprechen, daß dem Bereich Life Science das Potential einer Basisinnovation inneohnt, jedoch müssen für einen endgültigen Durchbruch noch einige Voraussetzungen erfüllt werden. Gleichzeitig sollte nicht außer acht gelassen werden, daß auch andere Innovationen als potentielle zukünftige Basisinnovationen in der Diskussion sind.

4. Bedeutung für den Anleger

Aufgrund obiger Ausführungen kann dem Bereich Life Science das Potential einer neuen Basistechnologie der nächsten Langen Welle zugesprochen werden. Dabei sind jedoch einige Unwägbarkeiten zu beachten. So besteht in breiten Bevölkerungsschichten immer noch große Skepsis gegenüber genveränderten Lebensmitteln bzw. Sorge über den Umgang mit den Erkenntnissen aus der Entschlüsselung des Genoms. Aus Sicht der Lange Wellen-Theorie dürfte der Bereich Life Science erst nach einer längeren Phase innovativer Orientierungslosigkeit (Kondratieff-Abschwung) in ca. 15-18 Jahren eine tragende Bedeutung gewinnen. Die dann führenden Unternehmen legen aber bereits wesentlich früher den Grundstein ihres Erfolges.

ZITATE:

Die Bedeutung und Tragweite einer Innovation einzuschätzen, ist ein schwieriges Unterfangen. Selbst große Persönlichkeiten lagen schon weit daneben. Hier zwei Beispiele:

„Ich glaube nicht, die Möglichkeit dieser Erfindungen zu hoch zu veranschlagen, wenn ich Ihnen sage, daß es meiner festen Überzeugung nach dereinst in jeder größeren amerikanischen Stadt ein Telefon geben wird.“

Alexander Graham Bell (Pionier der Telekommunikation, 1847-1922)

„Die Verdrängung des Pferdes durch den Explosionsmotor wird einmal als besonders düsterer Meilenstein der menschlichen Geschichte gelten.“

Winston Churchill (englischer Staatsmann, 1874-1965)

NIKOLAI D. KONDRATIEFF

Nikolai Dmitriewitsch Kondratieff wurde am 17. März 1892 in dem russischen Dorf Golujewskaja als eines von zwölf Kindern in eine bäuerliche Familie geboren. 1911 beendete er das Gymnasium und trat in die juristische Fakultät der Petersburger Universität ein. Am 18. Oktober 1917 wurde er zum stellvertretenden Minister für Versorgung im letzten Kabinett der provisorischen Regierung.



Nikolai Dmitriewitsch Kondratieff

Kondratieff attestierte bereits Anfang der 20er Jahre dem Kapitalismus ausreichend innere Kräfte, um in jener Epoche die Hindernisse für seine weitere Entwicklung zu überwinden. Dies zu einer Zeit, die in Rußland dem Wirtschaftssystem des Kapitalismus ein rasches Ende vorhersagte. Auch seine Hypothese von der Existenz großer Konjunkturzyklen wurde als Prognose interpretiert, die von einer langen Entwicklung des Kapitalismus ausging. Tatsächlich teilte Kondratieff aber zahlreiche Annahmen der marxistischen Lehre.

Das Ende der Karriere Kondratieffs leitete sich mit seinem scharfen Eintreten gegen die Bestrebungen einer rigiden Zentralisierung ein. Kondratieff wurde das Ziel unterstellt, die Wiederherstellung des kapitalistischen Systems nach dem Krieg zu unterstützen. Unter den Verhältnissen der Stalinschen Repressionen wurde Kondratieff zum Feind des Sozialismus erklärt. In einem nichtöffentlichen Prozeß wurde er 1931 zu acht Jahren Gefängnis verurteilt; die Todesstrafe durch Erschießen wurde 1938 vollstreckt. Kondratieff wurde 1987 in Rußland vollständig rehabilitiert.

Anleger-Tip:

- ◆ Langfristig könnte großes Potential für den Life Science-Bereich als tragende Stütze der wirtschaftlichen Entwicklung bestehen.



Die Informationstechnologie befindet sich in einer Reifephase im Auslaufen des Kondratieff-Aufschwungs. Die Phase, in der junge, schnell wachsende, innovative Unternehmen der neuen Technologie zur Durchsetzung verhalten, liegt hinter uns. Deshalb ist zu erwarten, daß sich im Innovationsfeld Informationstechnologie die Produktinnovationen verringern und Prozeßinnovationen in den Vordergrund treten.

Anleger-Tip:

- ◆ In den kommenden vier bis sechs Jahren sind Unternehmen im Bereich der Informationstechnologie, die ihren Schwerpunkt von der Produkt- zur Prozeßinnovation verschieben, zu favorisieren.

Titelstory

„In der Frühphase des Kondratieff-Winters“

Smart Investor im Gespräch mit dem Kanadier Ian Gordon, Herausgeber von „The Long Wave Analyst“, über die Kondratieff-Wellen-Theorie

Smart Investor: Mr. Gordon, Sie sprechen davon, daß man sich die Langen Wellen bzw. die Kondratieff-Zyklen wie den Ablauf der vier Jahreszeiten vorstellen muß (sh. Chart auf nächster Seite). Können Sie diesen Gedanken näher erläutern?

Gordon: Den Kondratieff-Zyklus in diese vier Phasen des Jahres einzuteilen, erscheint mir deshalb geeignet, weil die Jahreszeiten ähnliche Charakteristiken aufweisen. Der Frühling einer Langen Welle ist als die Wiedergeburt der Wirtschaft zu sehen. Der Sommer ist die Zeit, wenn die Wirtschaft reift und Früchte trägt. Der Herbst ist die Phase, wenn sich alle gut fühlen. Unterschwellig ist hier aber bereits ein ernsthafter Verfall festzustellen, weil die Schulden in einem alarmierenden Tempo anwachsen. Im Winter schließlich fällt die Wirtschaft in eine Depression, während der die Schulden aus dem System gedrückt werden. Am Ende des Winters wird ein großer Anteil der Schulden eliminiert sein, weshalb die Wirtschaft wieder zu einer Wiedergeburt im Sinne des Frühlings ansetzen kann.

Smart Investor: Im Zusammenhang mit den Langen Wellen erwähnen Sie auch oft die Begriffspaare Inflation und Deflation und eben Geld und Schulden*. Was hat es damit auf sich?

Gordon: Man kann sagen, daß der Kondratieff-Zyklus einhergeht mit vielen anderen Zyklen. Geldmengen und Inflationszyklen sind nur zwei davon. Während eines Kondratieff-Frühlings gibt es wenig Schulden, und dementsprechend sind die Geldmengen klein, aber beide wachsen in dem Maße wie die Wirtschaft in die Blüte kommt bis in den Sommer hinein. Der weitaus dramatischste Anstieg der Geld- und Schuldenmengen ereignet sich jedoch im Herbst. Während des Winters werden diese Schulden dann bereinigt, und damit sinken auch die Geldmengen. Ein Großteil dieser Bereinigung erfolgt durch Bankrotte, da verursacht durch den wirtschaftlichen Stillstand im Winter viele Unternehmen ihre Zinszahlungen nicht mehr leisten können. Inflation ist wie der Schuldenstand im Frühjahr sehr niedrig, steigt aber mit dem Fortschritt des Frühjahrs stark an. Während des Sommers kommt es zu einem dramatischen Anstieg der Inflation, nicht zu-

letzt deshalb, weil es während des Kondratieff-Sommers fast immer zu schweren und langen Kriegen kommt.

Smart Investor: Können Sie hierzu ein paar Beispiele geben?

Gordon: Im ersten amerikanischen Kondratieff-Zyklus war es der Krieg von 1812, im zweiten Zyklus war es der Unabhängigkeitskrieg, im dritten war es der erste Weltkrieg, und im aktuellen Zyklus war es der Vietnamkrieg.



Ian Gordon

Smart Investor: Und jedesmal stieg die Inflation an?

Gordon: Ja, die Inflation erreichte dabei immer zum Ende des Sommers hin ihren Hochpunkt. Daran läßt sich auch erkennen, daß es in den Herbst übergeht. Andere Zeichen dafür sind ein Hoch bei den Zinsen, eine Aktienbaisse und eine schwere Rezession. Diese vier Zeichen deuten an, daß der Herbst bald beginnt. Während des Herbstes ereignen sich dann, bezogen auf den gesamten Zyklus, die größten Bullenmärkte bei den Aktien, Anleihen und Immobilien. Obendrein zeichnet sich die Herbstphase durch Disinflation bzw. sinkende Inflationsraten aus. Im aktuellen vierten Zyklus erstreckte sich der Herbst in etwa auf die 80er und 90er Jahre. Im Winter kommt es schließlich zu einer vehementen Deflation, weil die Abwicklung der Schulden während dieser Zeit und die wirtschaftliche Härte, die sich daraus ergibt, zu einem Preisverfall führen.

Smart Investor: Der Begründer der Theorie der Langen Wellen, Nikolai Kondratieff, sah die treibende Kraft hinter dem entdeckten Zyklus in sogenannten Basisinnovationen. Was ist darunter zu verstehen?

Gordon: Die Langen Wellen stellen auch einen Innovationszyklus dar. Die Periode der größten Innovationen ist der Herbst. Im zweiten Kondratieff-Zyklus bestand die Innovation in der Eisenbahn, welche erstmals den schnellen Transport von Waren und Menschen ermöglichte. Im dritten Herbst war es das Automobil, das Flugzeug, das Kino und das Radio. Im augenblicklichen Zy-

IAN GORDON

Ian Gordon wurde 1942 in Indien geboren und wuchs in England auf. 1967 wanderte er nach Kanada aus und studierte dort Geschichtswissenschaften. Seit 1983 arbeitet er als Aktienbroker, momentan ist er Vize-Präsident des Brokerhauses Canaccord Capital in Vancouver, Canada. Seit 1998 ist er darüber hinaus Herausgeber von „The Long Wave Analyst“. Kostenlose Probeexemplare können unter www.thelongwaveanalyst.ca heruntergeladen werden.

*) Der in diesem Sinne verwendete Begriff „Geld“ ist als Gegensatz von „Schuld“ zu verstehen. Demnach steht innerhalb einer Ökonomie jeder Einheit Geld eine Einheit Schulden gegenüber, Schulden sind also quasi „negatives Geld“.

klus finden die wichtigsten Innovationen im Bereich der Hochtechnologie statt.

Smart Investor: Sie deuteten es bereits an: Die großen Bullenmärkte ereignen sich immer in den Kondratieff-Herbst-Phasen. Warum?

Gordon: Es gibt mehrere Gründe dafür. Der wichtigste davon ist die Reaktion der Zentralbank auf die hohen Zinsen, die am Ende der Sommer-Phase entstehen, sowie die damit einhergehende Rezession. Dadurch eingeschüchtert senkt die Zentralbank in dramatischer Weise die Zinsen und überschwemmt die Märkte mit Geld. Dieses Geld wird aber nicht von den Unternehmen benötigt, weil sie ja ihre Investitionen bereits in der Sommerphase getätigt haben. Vielmehr fließt das Geld zu den Konsumenten, welche es leihen, um damit einzukaufen, und das stimuliert die Wirtschaft. Und infolge dessen steigt auch der Aktienmarkt. Die Konsumenten kaufen aufgrund der Kurssteigerungen nun auch Aktien, was die Kurse noch weiter steigen läßt. Dies sorgt für noch mehr Käufe und weitere Investoren. Die Hausse nährt also die Hausse, was schließlich zu einer Euphorie führt, da die Investoren irgendwann glauben, unfehlbar zu sein. Und genau das ist der Punkt, wenn der Niedergang beginnt – in unserem aktuellen Zyklus war das Anfang des Jahres 2000 der Fall. Nochmal: Die größten Bullenmärkte ereignen sich im Herbst, die größten Bärenmärkte im Winter. Falls der

augenblickliche Bärenmarkt auch nur annähernd so schlimm werden sollte wie derjenige von 1929 bis 1932, so dürfte der Boden erst im Bereich von 1.200 bis 500 Dow Jones-Punkten erwartet werden.

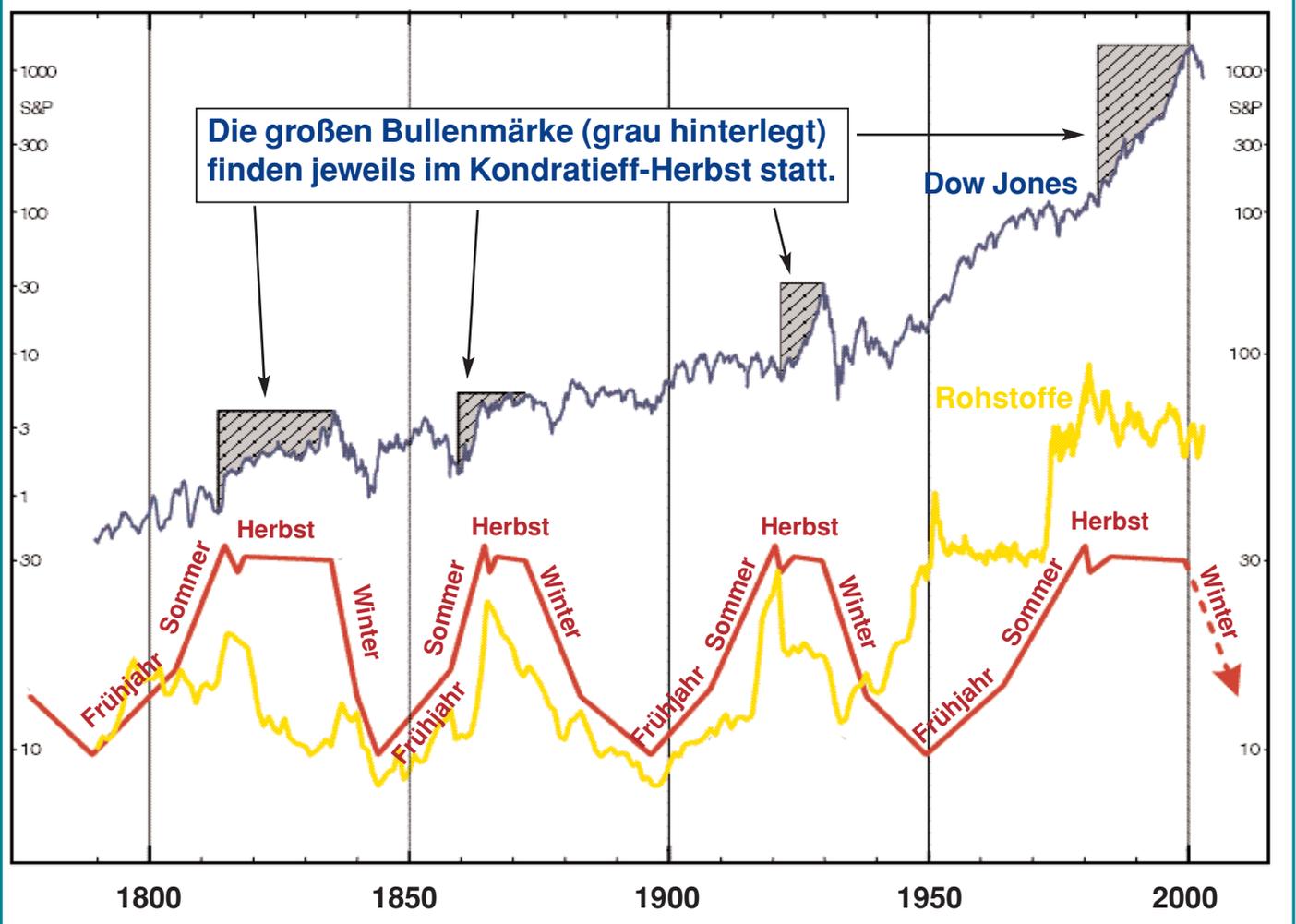
Smart Investor: Nach Ihrer Kondratieff-Systematik im untenstehenden Chart finden die großen Kriege entweder in der Sommer- oder aber der Winter-Periode statt. Sehe ich das richtig?

Gordon: Was den Winter anbelangt, könnte ich das nicht uneingeschränkt bejahen. Aber prinzipiell war der Krieg schon immer eine erfolversprechende Maßnahme, ein Land aus der wirtschaftlichen Depression zu führen. Und so ist es nicht verwunderlich, daß in jedem Kondratieff-Sommer ein großer Krieg stattfand. Wie ich schon erwähnt hatte, geht dies dann auch mit verstärkter Inflation einher.

Smart Investor: Nun die alles entscheidende Frage: Wo innerhalb des Kondratieff-Zyklus befindet sich die westliche Welt momentan?

Gordon: Meiner Ansicht nach besteht kein Zweifel darin, daß wir uns in der Frühphase des Winters befinden. Wie ich schon erwähnte, ist ein Zeichen für den Beginn des Winters ein außergewöhnliches Hoch bei den Aktienkursen, welches sich ja tatsächlich im Jahre 2000 ereignete. Dagegen sind die Japaner bereits sehr weit fortgeschritten in ihrem Winter, schließlich liegt das Hoch am japa-

ABB. 1: KONDRATIEFF-ZYKLUS MIT SEINEN VIER PHASEN FÜR DIE LETZTEN 200 JAHRE



Quelle: www.thelongwaveanalyst.ca

nischen Aktienmarkt im Dezember 1989 auch schon 14 Jahre zurück. Der Sinn der Winter-Phase besteht darin, die Wirtschaft von den Schulden zu bereinigen, so daß sie unbelastet in den Frühling starten kann.

Smart Investor: Wann dürfte denn dann Ihrer Ansicht nach der Winter in der westlichen Hemisphäre zu Ende gehen?

Gordon: Der Winter begann im Jahre 2000, und aller Erfahrung nach dürfte er 15 bis 20 Jahre andauern. Von jetzt ab gerechnet sollte er also noch wenigstens 12 Jahre dauern.



Smart Investor: Einige Analysten wie z.B. Leo Nefiodow sehen die westliche Welt am Beginn einer fünften Kondratieff-Welle (sh. Artikel von Christoph Mittermaier auf S. 9), wohingegen Sie vom Ende des vierten Zyklus sprechen. Wer hat denn nun recht?

Gordon: Meiner Meinung nach besteht gar keine Möglichkeit, daß wir momentan am Beginn eines neuen Zyklus stehen. Ökonomien können nicht prosperieren, wenn der Schuldenberg zu hoch ist. Die Schulden sind aktuell auf Rekordlevel, vor allem in den Vereinigten Staaten. Davon abgesehen steht die Baisse an den Aktienmärkten bisher weder in zeitlicher noch in kursmäßiger Hinsicht in einem angemessenen Verhältnis zum vorangegangenen Bullenmarkt. In Deutschland ist die Winter-Phase zwar schon etwas fortgeschrittener als in den USA, aber es

dürfte sowohl in Europa als auch in Amerika noch deutlich „kälter“ werden.

Smart Investor: Nehmen wir an, wir befinden uns – wie Sie behaupten – im Winter der vierten Welle, was muß man dann für die Wirtschaft und die Märkte erwarten?

Gordon: Wie schon gesagt, dürfte die Wirtschaft in eine sich in die Länge ziehende deflationäre Depression fallen. Der Bärenmarkt bei den Aktien wird vermutlich sehr bössartig werden und viel Vermögen vernichten. Die Preise für Immobilien sollten in ähnlicher Weise unter Druck kommen.

Die Rohstoffpreise werden ebenfalls fallen, weil die Nachfrage hiernach zurückgehen wird. Aufgrund der sogenannten Kreditklemme dürften die Anleihenpreise fallen, was mit steigenden Zinsen einhergehen wird – trotz der schwachen Wirtschaft. Gold dürfte wie in den 30er Jahren außergewöhnlich gut performen.

Smart Investor: Vielen Dank für dieses Gespräch.

Interview: Ralf Flierl

Ian Gordon wird vermutlich am 11. Mai einen Vortrag in Frankfurt halten (in englischer Sprache). Interessierte wenden sich bitte an Luke Norman (Luke-Norman@canaccord.com).

Anzeige

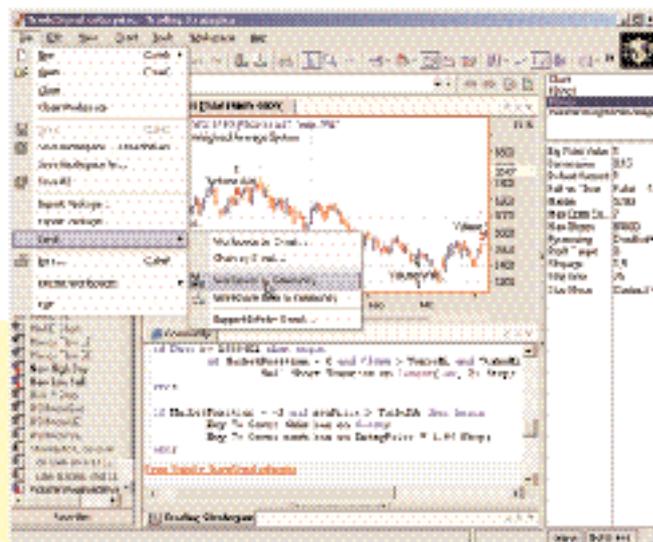
Profitable Handelsstrategien entwickeln, testen und optimieren

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

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

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

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



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

tradesignal
enterprise

Nachhaltigkeit

Gut gespült – Wachstumsmarkt Wasser

Umfangreiche Wasserver- und ausreichende -entsorgung werden mehr und mehr auch zu einem wirtschaftlich relevanten Thema. Ihre Hausaufgaben am besten gemacht zu haben scheinen die Franzosen: Veolia und Suez dominieren den europäischen Markt mit über 50 % der Umsätze.

Dem Markt der europäischen Wasserwirtschaft hat sich unlängst das Researchinstitut Frost & Sullivan gewidmet. Eine detaillierte Studie* geht Fragen der Marktstruktur, den Herausforderungen und Chancen, spezifischen Markttrends, führenden Playern und potentiellen Newcomern, und schließlich den Wachstumsperspektiven auf den Grund. Daß es sich beim Thema „Wasser“ nicht um eine uninteressante Randerscheinung handelt, erkennt man, wenn man sich das europäische Marktvolumen von derzeit rund 19 Mrd. US-\$ vor Augen führt, welches bis zum Ende der Dekade auf ca. 30 Mrd. US-\$ anwachsen dürfte. Es gilt also beizeiten, sich von diesem Kuchen ein auskömmliches Stück zu sichern.

Outsourcing als Leitmotiv

Auch in diesem Wirtschaftszweig geht der Trend zum Outsourcing, also dem Ausgliedern nicht zum Kernbereich gehörender Unternehmensfunktionen an Spezialisten. Kritische Faktoren stellen zum Beispiel schnellere Anpassungen an Veränderungen des Bedarfs oder vollständiger bzw. teilweiser Risikotransfer, der regelmäßig bei der Erfüllung gesetzlicher Bestimmungen vorkommt, dar. Der osteuropäische Markt wird zwar zu Recht als Entwicklungsgebiet gesehen, doch sind dort auch die Risiken nicht zu leugnen. Nicht überall nämlich sind Privatisierungen bereits so weit fortgeschritten wie wünschenswert wäre, um auf dem Markt erfolgreich tätig werden zu können. Gesetzliche Unsicherheiten sind eine weitere Hürde, die nicht alle überspringen können.

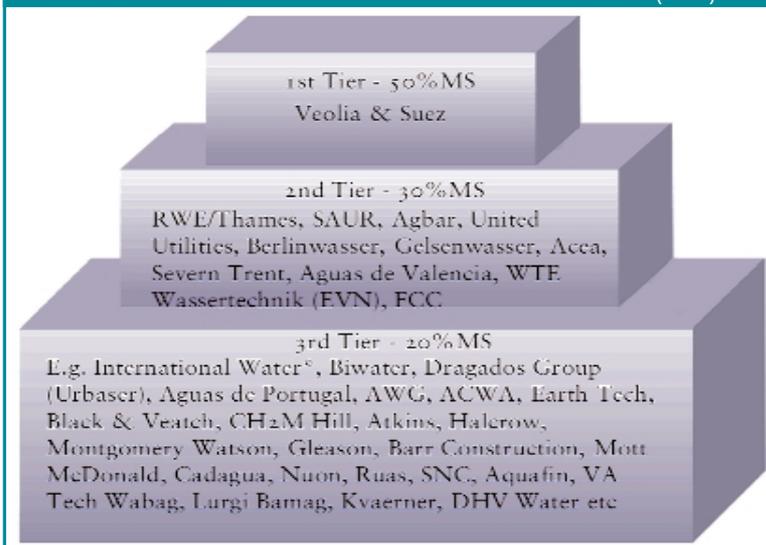
Nischenplayer beiseite gespült

Auf der Anbieterseite von Ver- und Entsorgungsdienstleistungen unterscheidet man zwischen Vertikalsektorspezialisten und solchen, die mehrere Dienste gleichzeitig offerieren („horizontal“). Sektorübergreifende Unternehmen dieser Branche existieren in Europa aber nur wenige, zumal Kunden nach wie vor erfahrenen Spezialanbietern mehr Vertrauen schenken als Komplettanbietern. Die beiden unbestrittenen Marktführer innerhalb Europas – die allerdings auch über weitere Standbeine weltweit verfügen – sind die beiden französischen Gesellschaften Veolia und Suez. Von der laufenden Konsolidierung im Markt für Wasser- und Energiever- sowie der Abfallentsorgung haben die Franzosen am deutlichsten profitiert.

Starke Fragmentierung

In zweiter Reihe ist immerhin die deutsche RWE anzutreffen, die sich in den letzten Jahren gezielt auf dem Markt für Wasserwirtschaft verstärkt und auch dementsprechend (Zukäufe/Beteili-

ABB. 1: KEY PLAYERS UND KUMULIERTE MARKTANTEILE IN EUROPA (2003)



Quelle: Frost und Sullivan

gungen) ausgerichtet hat. Das untere Ende des Marktes ist stark fragmentiert: Dem kleinen Kreis multinationaler Unternehmen an der Spitze stehen zahlreiche regionale Wettbewerber gegenüber, die sich auf einen bestimmten Ver- oder Entsorgungssektor spezialisiert haben. Letztere können sich nur noch auf begrenzte Chancen im regionalen Markt focussieren.

Trends & Ausblick

Ein zu beobachtender Trend in den letzten Jahren war, die bestehenden länderspezifischen Risiken durch das Eingehen von Partnerschaften auf mehrere Schultern zu verteilen. Dies galt zugleich als Antwort auf eine überbordende Konkurrenzsituation – nicht weniger als 200 Unternehmen sind auf dem zersplitterten Markt aktiv – und die hohen, in der Regel regulatorisch bedingten Eintrittsbarrieren. Die „Europäisierung“ schreitet auch hier voran: Strategische Partnerschaften erlauben es, die landeseigenen Kompetenzen zu exportieren („transzendieren“). Regionale Spezialanbieter werden der Analyse zufolge deshalb nur noch in Nischen überleben können, etwa bei technischen Hilfsfunktionen vor Ort. Für die obige Grafik bedeutet dies, daß sich der Unterbau verschlankt, während die „1st & 2nd Tier-Anbieter“ (also die aus den ersten beiden Reihen) weiter an Gewicht zulegen können. Zu den Profiteuren dürfte neben – erneut – Veolia und Suez auch die Essener RWE gehören.

Falko Bozicevic

*) „Outsourcing of Asset Management in European Water and Wastewater Utilities Markets“; Frost & Sullivan, www.water.frost.com

Derivate

Am Ende wird abgerechnet – über den Zeitwert bei Optionsscheinen

Um mit Optionsscheinen keinen Schiffbruch zu erleiden, sollte man mit ein paar Basiskennzahlen vertraut sein. Eine der wichtigsten ist der sogenannte Zeitwert – der, wenn es unbefriedigend läuft, nur allzu oft zu einem wahren „Hoffnungswert“ mutiert.

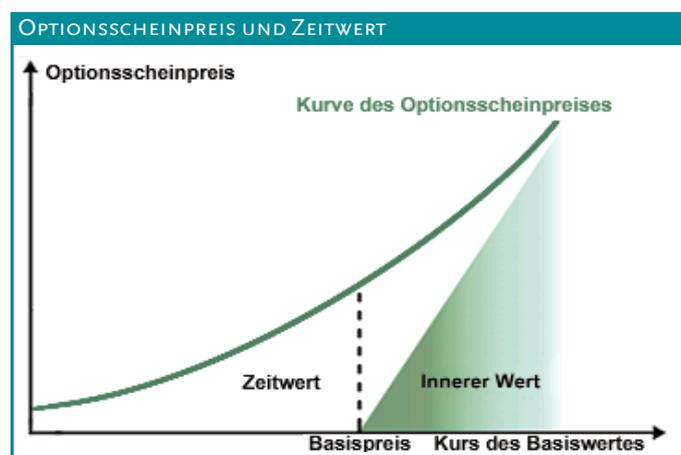
Wie sich der Preis eines Optionsscheins im Detail errechnet, bleibt selbst für viele Börsenkennner so etwas wie ein Buch mit sieben Siegeln. Wozu gibt es schließlich auch Optionsscheinrechner im Internet? Man kann es aber auf eine vereinfachte Formel reduzieren: Der Kurs eines Optionsscheins setzt sich zusammen aus seinem inneren Wert und dem Zeitwert. Das war's schon. Nun entspricht der innere Wert bekanntlich der Differenz zwischen dem aktuellen Kurs des Basiswerts und dem Basispreis. Der Zeitwert wiederum muß dann den gesamten „Rest“ auf sich vereinigen, also die Differenz zwischen dem Kurs und dem inneren Wert. Es ist so etwas wie eine Prämie („Zeitprämie“), die auch als Chance oder Agio bezeichnet wird. Je nach Blickrichtung kann man hier von einer Chancen- oder auch einer Gefahrenprämie sprechen.

Zur Theorie

Im Extremfall, also wenn der Optionsschein keinen inneren Wert besitzt, weil der Kurs des Basiswerts unterhalb des Basispreises liegt (im Fall eines Calls), besteht der Schein vollständig aus dieser Zeitprämie. Erst an seinem Verfalltag steht der Wert des Optionsscheins endgültig fest, daher kann diese Zeitprämie nur verlangt werden, solange sich dem Inhaber Gewinnchancen eröffnen. Daraus folgt, daß am Verfalltag dieser Zeitwert gänzlich verschwunden sein muß: also innerer Wert ist gleich Wert des Optionsscheins. Umgekehrt ergibt sich, daß die Zeitprämie absolut gesehen groß ausfällt, wenn die Restlaufzeit des Optionsscheins noch sehr hoch ist. Beträgt diese mehrere Jahre, verteilt sich das Aufgeld entsprechend auf diesen Zeitraum, und man sieht sich dann als Kennzahl nicht das absolute Aufgeld an, sondern das „Aufgeld p.a.“ (pro Jahr).

...und zur Praxis

Nehmen wir ein Beispiel zur Veranschaulichung. Aktie A steht bei 50 Euro und wir kaufen einen Call mit Basis 40 Euro. Der innere Wert liegt demnach bei 10 Euro. Nun wird dieser Call nicht für 10 Euro zu haben sein, sondern mit einem „angemessenen“ Aufschlag – eben der Zeitprämie, dem Agio – versehen sein. Dieses Aufgeld, also unser Zeitwert, hängt nun von zahlreichen Einflußfaktoren ab, von denen, neben der Restlaufzeit, der größte die implizite Volatilität ist (siehe hierzu auch Smart Investor 4/2004). Je höher die implizite (die geschätzte) Volatilität (Schwankungsbreite), desto höher wird auch das Aufgeld ausfallen. Mit hoher Volatilität ist schließlich die Chance größer, daß sich unser Call bedeutend weiter in die gewünschte Richtung bewegt und wir einen höheren inneren Wert verbuchen. Zinsen



und Dividendenzahlungen haben ebenfalls Einfluß auf den Zeitwert, doch sind diese Faktoren im Vergleich zu den vorgenannten praktisch zu vernachlässigen.

Selbst Hoffnung gibt es nicht umsonst

Um diesen Mechanismus weiter zu verdeutlichen, machen wir eine neue Annahme. Unsere Aktie A steht nun bei 40 Euro, also genau auf Höhe des Basispreises des Calls. Der innere Wert ist somit Null – doch natürlich werden wir diesen Call nicht „umsonst“ an der Börse kaufen können. Wir werden, wenn wir ihn denn erwerben möchten, eine adäquate Prämie zahlen müssen, nämlich für die Aussicht darauf, daß der Call an innerem Wert zulegt. Ist dies der Fall, baut sich ein innerer Wert auf und die Prämie langsam, aber sicher ab. Diesen gegenläufigen Effekt unterschätzen viele Optionsscheininhaber, so daß immer wieder konsternierte und fragende Gesichter vorprogrammiert sind.

Fazit

Mit dem sogenannten Zeitwert bezahlt man eine Prämie, die relativ um so höher ausfällt, je weniger inneren Wert der Optionsschein besitzt. Bei einem Schein ohne inneren Wert, also „out of the money“, besteht der Optionsscheinkurs sogar vollständig aus dieser Prämie. Umgekehrt, am Verfalltag, wenn der Wert der Option feststeht, ist der Zeitwert vollständig abgebaut. Der Zusammenhang zwischen innerem und Zeitwert ist einer der Schlüssel zum Verständnis der Preisbildung von Optionsscheinen.

Falko Bozicevic

Siehe auch das Buch „Optionsscheine“ von Rolf Beike und Andreas Potthoff; dtv, 2000

Prinzipien des Marktes

Angst & Gier

In Extremsituationen wird der Markt von emotionalen Kräften angetrieben, die als Archetypen im menschlichen Stammhirn verankert sind. Diese Ur-Triebe beeinträchtigen nicht nur den wachen Verstand des Investors, sondern setzen ihn wie durch einen Kurzschluss außer Kraft.

Überall, wo es zu einer nachhaltigen extremen Verwerfung (Hype) am Markt kommt, forscht der wache Investor nach der treibenden Kraft, die diesen Schub ursächlich ausgelöst haben könnte. Er wird dafür kaum eine logische fundamentale Begründung in der Realwirtschaft finden, vielmehr entwickelte der „Wert“ einer Ware oder eines betrachteten Marktsegments letztlich eine Eigendynamik im Chaos.

Angst-Kurzgeschichten

Streng genommen gehört „Angst“ zu keinem Prinzip der Markt-Technik (griech. *téchne* = ins Werk setzen), sie ist aber eine emotionale Einflußgröße, die einen Kurswert entscheidend prägen kann. Der Begriff Angst hat eine sprachliche Verwandtschaft mit dem Lateinischen *angustus* = eng. „Angst“ hieß früher hieß die Unsicherheit und Gefahr, also das Risiko bei Transport und Sendung einer Ware. Eine Wortbedeutung, die in der Wendung wie „*uf sine kost und anxt*“ zum Ausdruck kommt. Umgangssprachlich versteht man unter einer Angstströhre einen Zylinderhut; er wurde z.B. bei Beerdigungen auch von einfachen Leuten getragen, die sich mit dieser Art Kopfbedeckung sehr unwohl fühlten. „Ein panischer Schrecken schmeißt alle zu Boden“, heißt es in Schillers *Räuber*. 2002 warf „panische Angst“ – genannt nach dem griechischen Hirtengott Pan – viele Börsianer aus der Bahn, als nämlich der Neue Markt kollabierte.

Angst ist ein schlechter Ratgeber

Die tieferen Ursachen für extreme Kursbewegungen nach oben wie nach unten liegen in uns selbst, und zwar im stammesgeschichtlich ältesten Teil unseres Gehirns jenseits der Vernunftebene – manifestiert im Urtrieb „Angst“. In den Anfängen der Menschheit half uns dieser emotionale Trieb, der kollektiv ange-

legt ist, bei Lebensgefahr zu flüchten. Angst war die Hüterin des Lebens. Für das Überleben und richtige Einschätzen künftiger finanzieller Bewertungen ist dieser „sublimierte Urtrieb“ eher ungeeignet, ja sogar trügerisch und schädlich.

Vom Individuum zum kollektiven Kaufrusch

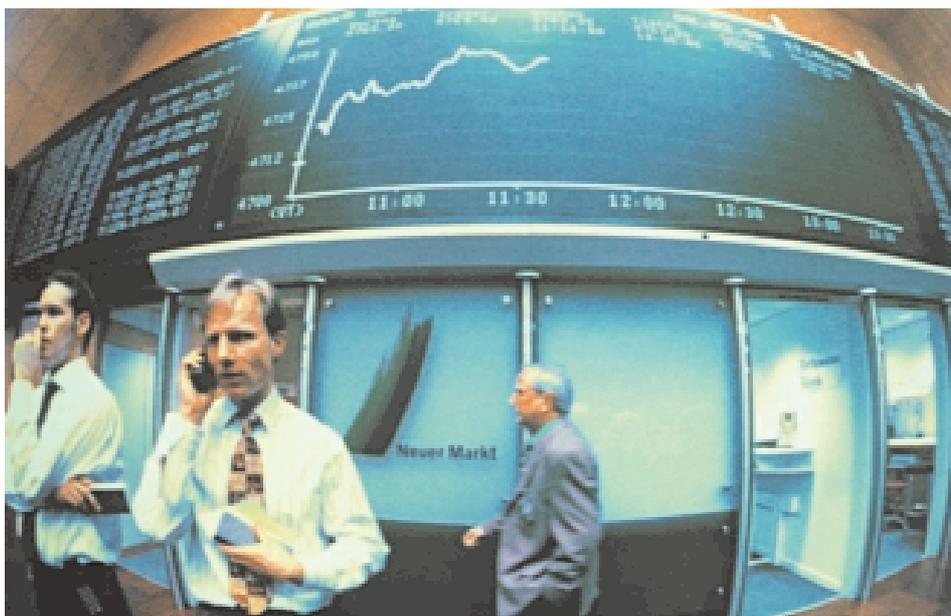
Folgen wir einmal dem Verlauf der Fieberkurve einer extremen Aktienmanie, um rückblickend die emotionalen Triebkräfte aufzuspüren. Anfangs dümpelt der „Wert“ oft jahrelang so dahin. Die Masse der Anleger nimmt davon keine Notiz. Dann aber, nachdem der Wert einen bestimmten Kurvenabschnitt durch-

laufen hat – erster stärkerer Preisanstieg – scheint der Wert zunehmend auf kollektives Interesse zu stoßen. Das ist die Frühzeit der Gierigen. Man könnte in dieser aufkeimenden Gier einzelner Individuen auch eine archetypische Art von Angst erkennen, schließlich lebt der maßlos Begehrende in der Angst, er könnte etwas verpassen: den erhofften

Preisanstieg und Gewinn nämlich. Den Börsen-Leitern folgen die ersten Mitläufer der Anleger, die zielstrebig zur vermeintlichen Tränke drängen. Von diesem Zeitpunkt an nimmt das Verhalten der Anleger aufgrund der Massenpsychologie fast unmerklich manische Züge an. Es entwickelt sich zunehmend ein affektiver Drang zum Kauf. Das Individuum verschmilzt zur Masse, wird zur Masse selbst.

Erinnerungen an den Neuen Markt

Erinnert sei an die letzten Wochen, bevor der Neue Markt platzte. Viele Aktionäre lagen im Spekulationsfieber. In allen Kommunikationszentren, ob in Kneipen, in Vereinen, in den Medien oder auf Straßen und Plätzen wurde die Kaufgier regelrecht geschürt und wie ein Gerücht von Mund zu Mund weiter getragen. Man trumpfte mit seinen Papiergewinnen auf. Noch nie zuvor konnte man so vielen „Aktienkennern“ begegnen. Es gab kein Halten



mehr, alle wollten dabei sein und nichts versäumen. Die Gier überrollte Wachsamkeit und Vorsicht. Das Ziel hieß: endlich schnell reich werden! Die Spekulation selbst wurde zur Realität, das überlegte Handeln außer Kraft gesetzt. Andere untergeordnete emotionale Größen wie Neid und Mißgunst erlebten ebenfalls ihr Comeback.

Nach dem Zusammenbruch des Neuen Marktes kam es bei den Anlegern zum bösen Erwachen. Jetzt zeigte man sich untereinander solidarisch, so wie die Volksseele immer nach einem Schicksalsschlag nach gemeinsamen Wurzeln sucht. Verschämt sickerte durch, daß ja alle Geschädigten das gleiche Schicksal erlitten hatten und alle Verlierer waren. Kurzfristig wurde die Jedermann-Angst in solidarische Stärke gewandelt – in eine „begründete Angst“.

Die emotionalen Naturkonstanten Angst und Gier

Diese Kollektivgier bis zum Platzen der Spekulation hat sich schon vor Jahrhunderten nach dem gleichen Muster abgespielt. Genau das ist bezeichnend, denn man könnte ja mutmaßen, daß sich in anderer Zeit und bei einem anderen Spekulationswert die Sache ganz anders gebärt. Eben das ist der Beweis dafür, daß dramatische Kursbewegungen erst durch den Urtrieb Angst satte Nahrung finden. Die Gier im aufsteigenden Ast der Kurve oder die Angst im absteigenden Ast sind verlässliche kognitive „Naturkonstanten“. In ihrer Wirkung und Dauer ist die Angst nicht berechenbar. Das Phänomen der Angst entsteht aus der Tiefenperson und überträgt sich suggestiv epidemisch auf die Anlegermassen.

Rechtzeitig das Börsenroulette verlassen

Wie nützlich wäre es für den Anleger, den Scheitelpunkt einer Manie – die Nahtstelle zwischen Massen-Gier und Massen-Angst – im Voraus zu erkennen. Mit diesem Wissen könnte er den genauen Zeitpunkt des Ausstiegs erwischen und eine Gewinnmaximierung erzielen. Zeitlich um den Kursgipfel läßt sich das meiste Geld gewinnen, aber auch verlieren. Es gibt aber kein markttechnisches Instrument, welches den Zeitpunkt und die Höhe der Amplitude einer Kursbewegung im Vorgriff anzeigt. Das Gefährliche daran ist, daß man sowohl die Gier-Phase (Aufschwung) als auch die Angst-Phase (Zusammenbruch) unterschätzt. Während die Anleger noch gierig die großartigen Gewinne als Fata Morgana genießen, verbreitet das hereinbrechende Unheil des Kurssturzes panische Angst und lähmenden Schrecken. Wichtig und vermögensrettend für den Investor ist aber die Erkenntnis, daß allein hysterische Angst zu einem Dominoeffekt des Preisverfalls führt und einen unvorhersehbaren dramatischen Kurssturz auslöst. Die Devise heißt dann: Rette sich, wer kann! Aus der angsterfüllten Masse gewinnt das Individuum langsam wieder seine eigene Kontur. Da gilt es sich beizeiten vom Börsenspieltisch abzusetzen, gerade dann, wenn die übrigen noch im Spiel vertieft sind. Es ist nicht der schlechteste Rat, wenn man rechtzeitig vor der Gefahr übertriebener Euphorie warnt und der Marktteilnehmer bescheiden „zurück zur Natur“ findet. Das intuitive Gespür für lauende finanzielle Verluste wird der Investor zweckmäßig durch einen wachsamem Verstand ersetzen müssen.

Hans Jörg Müllenmeister

www.betafaktor.info

**TOP
NEWSTRADING
zu einem einmaligen
SONDERPREIS!**

Exzellentes Fundamentalforschung und exklusive (!) Unternehmensinformationen.

Der Börsenbrief BetaFaktor.info belegte im 3SAT Börsenspiel (2. August 02 bis 31. Januar 03) den ersten Rang.

Informieren Sie sich über die bisherige exzellente Performance der Empfehlungen!

Ein Service der BörseGo GmbH (www.boerse-go.de)

BetaFaktor.info
Der Börsen-Infodienst für Ihre Aktien

Das große Bild

Aktienmärkte vor Abschwung?

Auch wenn sich die Aktienmärkte seit unserer Warnung im letzten Heft wieder etwas erholt haben, so halten wir doch die Gefahren in den kommenden Monaten weiterhin für deutlich größer als die Chancen.

Zwei große Meinungslager

Gegensätzlicher wie derzeit könnten die Meinungen gar nicht auseinandergehen. Die einen sehen die freundlichen Entwicklungen an den Aktienbörsen und an der Konjunkturfront der letzten Monate einfach nur als Gegenbewegung auf die dramatischen Einbrüche seit dem Jahre 2000, weshalb es bald schon wieder zu neuerlichen Einbrüchen kommen würde. Die andere Gruppe spricht vom neuen Wirtschaftsaufschwung, im Zuge dessen sich auch die Börsen weiter nach oben bewegen sollten. Daß in den USA im März über 300.000 neue Jobs geschaffen wurden, ist da natürlich Wasser auf die Mühlen dieser Optimisten. Ist dies doch als Zeichen dafür zu werten, daß das Anspringen der US-Konjunktur, welches sich schon seit vielen Monaten in den unterschiedlichsten Indikatoren andeutet, nun wirklich auch den Arbeitsmarkt ergriffen hat und damit quasi „bestätigt“ wurde.

Massive Staatseingriffe

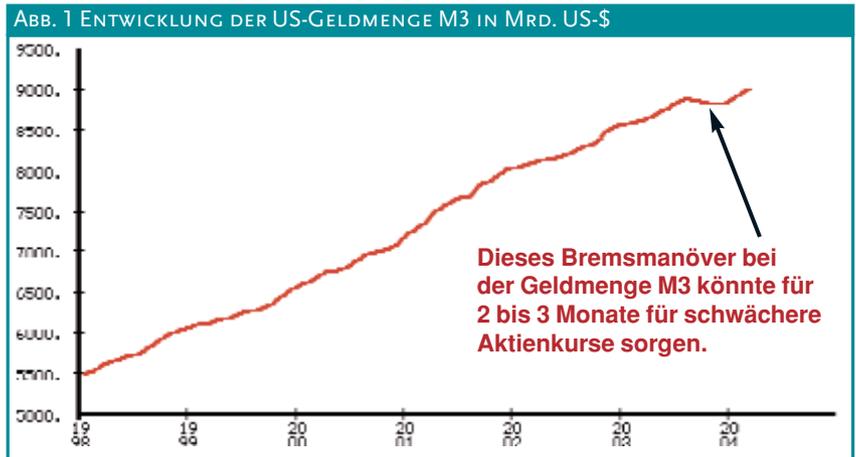
Die US-Wirtschaft scheint gemäß einiger vorgelegter Zahlen vor Stärke zu strotzen. Allerdings gibt es zwei Fragen, die man hier gleich stellen muß: Erstens, warum brummt die amerikanische Wirtschaft so sehr? Der Hauptgrund ist im massiven Eingreifen des Staates in die Wirtschaft zu sehen. Zu nennen sind hier vor allem die drastischen Steuersenkungen sowie die gigantischen und laufend erhöhten Ausgaben für das Militär und die innere Sicherheit (Irak-Krieg, Homeland Security-Programm). Immerhin beläuft sich das US-Staatsdefizit auf über 5 % bezogen auf die gesamte Wirtschaftsleistung – Tendenz steigend –, weshalb wir uns zu folgender These hinreißen lassen: Ohne diese vehementen Staatseingriffe würde die US-Wirtschaft überhaupt nicht wachsen.

Die 1.000-Milliarden-Dollar-Party

Unsere These, daß allein der Staat für den US-Boom sorgt, ist übrigens nicht an den Haaren herbeigezogen. Der legendäre Investor Warren Buffett deutete ähnliches an, indem er folgenden Satz sagte: „Gebt mir 1.000 Milliarden Dollar und ich schmeiße auch eine schöne Party.“ Zu deutsch: Wenn man – wie Bush – keine Hemmungen hat, die Staatsfinanzen zu ruinieren, dann lassen sich sehr wohl positi-



Investorenlegende Warren Buffett



ve Effekte auf die Wirtschaft erzielen, aber eben nur auf Pump und vermutlich nur für einen begrenzten Zeitraum. So erklärt sich übrigens auch, warum die inflationären Entwicklungen in denjenigen Bereichen zu finden sind, die mehr oder weniger dem Staatseinfluß unterliegen, also bei Steuern, Gebühren und Abgaben, Energie, Tabakwaren, Versicherungen usw. Hingegen sind überall dort, wo die privaten Unternehmen „unter sich“ agieren, also dort, wo freier Wettbewerb herrscht, deflationäre Tendenzen festzustellen (Automobile, Elektronik usw.).

Wahlen und Zinsen

Hat man erst einmal verinnerlicht, daß der US-Boom fast ausschließlich dem Ankurbelungsprogramm der Bush-Regierung zu verdanken ist, dann können wir die zweite Frage stellen, nämlich die nach der Dauer der US-Hochkonjunktur. Zum einen muß man dabei ein Auge auf die US-Präsidentenwahlen am 4. November dieses Jahres richten. Wie bereits des öfteren hier erwähnt, wird die Fiskal- und Geldpolitik in den Vereinigten Staaten von Amerika vollständig an diesem Datum ausgerichtet. Dies geht inzwischen so weit, daß viele der im Zuge der Steuersenkungen an die Bürger zuzusendenden Schecks bislang absichtlich noch nicht verschickt wurden. Offensichtlich wird hier also versucht, durch ein möglichst langes Hinauszögern vor den Wahlen noch positive Konjunkturimpulse zu erzeugen. Auf der anderen Seite muß die Zinsentwicklung im Auge behalten werden. Ein signifikanter Anstieg hier würde dem aufgeblasenen US-Immobilienmarkt sicherlich massiven Schaden zufügen, was wiederum schwerwiegende Folgen für die Konjunktur hätte. Folglich gehen wir davon aus, daß Greenspan die Zinsen in diesem Jahr nicht anheben wird. Allerdings gilt es die Kapitalmarktzinsen, welche zuletzt stark anzogen, genauestens zu beobachten.

Greenspan hilft Bush

Aus den vorangegangenen Überlegungen schließen wir: Die amerikanische Wirtschaft wird noch mindestens bis zu den Wahlen aufs Heftigste stimuliert werden, so daß die Konjunktur vermutlich bis ins nächste Jahr hinein Auftrieb erhalten wird. Folglich dürfte der Aktienmarkt während dieses Jahres noch nicht nachhaltig unter Druck kommen. Verfolgt man allerdings die Geldpolitik der Fed und berücksichtigt, daß Geldmengenänderungen mit einer Verzögerung von etwa sechs bis acht Monaten Wirkungen auf den Aktienmarkt haben, so wäre in den kommenden zwei bis drei Monaten jedoch mit leichteren Aktienkursen zu rechnen. Schließlich sorgte die Fed während der Monate September bis Dezember letzten Jahres für einen seit vielen Jahren einmaligen Rückgang bzw. Stagnation bei den M3-Wachstumsraten (sh. Abb. 1). Allerdings wurden seit Anfang dieses Jahres die Geldschleusen schon wieder sperrangelweit aufgemacht, was mit oben genanntem Time-Lag im Herbst – also rechtzeitig zur Wahl – wieder für eine tendenziell positive Stimmung an den Märkten sorgen dürfte. Natürlich ist eine expansive Geldpolitik kein hinreichender Grund für eine positive Börsenentwicklung, wohl aber eine notwendige Voraussetzung. Insofern tut eben Greenspan das ihm Mögliche, um Bush an der Macht zu halten.



Alan Greenspan

Charttechnik

Mit Blick auf die kommenden zwei, drei Monate wollen wir nun diskutieren, ob tatsächlich schwache Aktienmärkte die wahrscheinliche Variante sind. Um die historischen Dimensionen zu erkennen, sehen wir uns den S&P 500-Kursverlauf seit dem

Crash-Jahr 1987 an (sh. Abb. 2, Chart auf Monatsbasis). Es ist die Linie 1, die unseres Erachtens den Aufwärtstrend des S&P am besten beschreibt. Beachtenswerterweise notiert der S&P seit einigen Monaten zwar wieder über diesem Trend, allerdings fehlt es ihm bislang auch an Durchzugskraft für einen weiteren Anstieg. Aus charttechnischer Sicht läßt sich dies mit der eingezeichneten Widerstandszone von ca. 1.140 bis 1.180 Punkten erklären (Linien 2 und 3). Es erscheint obendrein erwähnenswert, daß das letzte S&P-Hoch bei 1.163 Punkten im März exakt einer 50 %-Korrektur auf den gesamten Einbruch von Anfang 2000 bis Ende 2002 entspricht. Wohlgermerkt, dieser Chart besagt nicht, daß auf dem inzwischen erreichten Niveau das Ende der „Fahnenstange“ sein muß, sondern nur, daß der S&P momentan auf einem neuralgischen Niveau notiert. Die Wahrscheinlichkeit, daß es von hier aus eine scharfe Bewegung gibt, ist daher als hoch zu erachten. Nicht zuletzt aufgrund der nachfolgenden Stimmungsanalyse geht Smart Investor jedoch davon aus, daß der bevorstehende Schub nach unten gerichtet sein wird.

Sentiment

Wie die Entwicklung der negativ gestimmten US-Börsenbriefe verdeutlicht (sh. S. 30), scheint das US-Aktiensentiment zuletzt eine nachhaltige Wende vollzogen zu haben. Nachdem der Pessimismus über viele Monate sehr niedrig war, kam es im Zuge der Madrider Bomben-Attentate zu einem deutlichen Meinungsumschwung bei den Börsenbrief-Herausgebern, welcher unseres Erachtens negativ für den US-Aktienmarkt zu interpretieren ist. Gemäß dem Contrary-Opinion-Ansatz ist nicht der Anstieg dieses Indikators, sondern erst das Erreichen eines hohen Niveaus positiv zu werten, bis dahin ist es jedoch noch ein ganzes Stück. Zur negativen Aussage dieses Indikators paßt auch die jüngste Prognose des (ehemaligen) Börsen-Gurus Ed Yardeni von der US-Investmentbank Prudential, wonach der Dow Jones im Jahre 2010 bei 18.000 Punkten notieren sollte. Es wird dabei wohl Yardenis Geheimnis bleiben, warum er erst jetzt, nach 50 % Dow Jones-Zuwachs in eineinhalb Jahren, auf die Idee kommt, eine solche Prognose über weitere 75 % Kursgewinn zu veröffentlichen. Wie auch immer, im Hinblick auf eine Sentimentanalyse muß eine solche Vorhersage, noch dazu von einem Guru, der sich schon mehr als einmal als viel zu bullish erwiesen hat, zur Vorsicht mahnen.

Rohstoffe

Seit der ersten Ausgabe 5/2003 ist Smart Investor positiv für die Rohstoffmärkte. Nicht zu unrecht, wie sich an den Entwicklungen der letzten zwölf Monate, aber auch an unserem Musterdepot (sh. S. 38) zeigt. An unserer langfristig positiven Einstellung zu Rohstoffen und Edelmetallen hat sich zwar prinzipiell nichts geändert, dennoch gehen wir davon aus, daß Gold, Silber und andere Metalle zuletzt in eine Korrekturphase eingetreten sind, welche sich noch über einige Wochen oder Monate erstrecken könnte. Erwähnenswert erscheint in diesem



ABB. 3: PALLADIUM SEIT 1988



Zusammenhang die Entwicklung des Edelmetalls Palladium, welches im Smart Investor-Heft 3/2004 ausführlich behandelt wurde. Wir deuteten damals auf die Möglichkeit einer großen Kopf-Schulter-Formation hin, deren Pullback mit dem Erreichen der Marke von 320 US-\$ beendet sein könnte, mit entsprechend negativer Implikation für die kommenden Monate (sh. Abb. 3). Auch bei den meisten anderen Edelmetallen sind ähnlich markante Chartlevels erreicht bzw. Chartformationen ausgebildet worden (z.B. Doppel-Top beim Gold). Charttechnisch spricht daher bei den Metallen einiges für eine längere Konsolidierung.

in den letzten Wochen Hochs ausgebildet worden sein, die für einige Zeit nicht mehr überboten werden. An unserer langfristig positiven Einstellung gegenüber dieser Investmentklasse ändert dies jedoch nichts. Für die Besprechung kurzfristiger Entwicklungen sowie Transaktionen im Rahmen unseres Musterdepots sei auf unseren Dienstag nachmittags erscheinenden Online-Börsenbrief Smart Investor Weekly verwiesen (www.smartinvestor.de).

Ralf Flierl

Anzeige

DEUTSCHLANDS ERSTES MAGAZIN FÜR



- PRIVATE EQUITY
- BUY-OUTS
- M&A
- FINANZIERUNG
- WACHSTUM
- GRÜNDERKULTUR

Starten Sie Ihr Abonnement jetzt, und Sie erhalten die große Sonderausgabe „Mittelstandsfinanzierung 2004“ (132 Seiten, ca. 50 Fachbeiträge und Interviews, Einzelpreis 14,80 Euro) **gratis** dazu!



KENNELNERN-ABONNEMENT

Ja, ich möchte das monatliche **VentureCapital Magazin** gerne testen und nehme Ihr Kennenlern-Abonnement an. Bitte senden Sie mir die kommenden zwei Ausgaben sowie die Sonderausgabe „Mittelstandsfinanzierung 2004“ zum attraktiven Sonderpreis von 10,- Euro (statt 39,80 Euro) zu. Überzeugt mich die Qualität des Magazins, beziehe ich das VentureCapital Magazin anschließend zum Preis von 148,- Euro pro Jahr (12 Ausgaben zzgl. ein bis zwei Sonderausgaben jährlich). Andernfalls kündige ich mein Kennenlern-Abonnement bis zwei Wochen nach Erhalt der zweiten Ausgabe, und mir entstehen keine weiteren Verpflichtungen.

Name, Vorname:

Postfach/Straße:

PLZ, Ort:

Telefon: Fax:

eMail-Adresse:

Ort und Datum: 1. Unterschrift:

Widerrufsgarantie: Dieser Auftrag kann binnen zwei Wochen widerrufen werden. Rechtzeitiges Absenden genügt.

Ort und Datum: 2. Unterschrift:

SI 5/04

Coupon bitte einsenden an:

GoingPublic Media AG · Bahnhofstr. 26 · 82515 Wolfratshausen
Telefon: 08171-419650 · Fax-Order: 08171-419656
oder online unter www.venturecapital.de/abo

Relative Stärke

Silber im Wechselbad

Deutschland

Als hätte es einer weiteren Bestätigung für den Zustand des Landes bedurft: Der Präsident der unter seinen Vorgängern hoch angesehenen Deutschen Bundesbank macht nur noch durch seine fremdfinanzierten Freizeitaktivitäten auf sich aufmerksam. Auch die Art und Weise, wie sich die Parteifreunde in Finanzministerium und Notenbank in der Folge beharkten, dürfte weder dem Ansehen des Landes noch dem der Bank förderlich gewesen sein. Um Deutschland scheinen die Anleger jedenfalls mittlerweile wieder einen größeren Bogen zu machen. Der Dax etabliert sich fest im unteren Drittel unseres Universums; der TecDax verlor sogar ganze neun Ränge und landete als Monatsverlierer auf Rang 21. Auch das Argument, daß Rentenanlagen als „Sicherer Hafen“ fungieren könnten, galt im Berichtsmonat nicht mehr. Der REXP-10-Rentenindex büßte die Ranggewinne der letzten vier Monate ein und landete auf Rang 23.

International

International konnte sich Japan mit einem Gewinn von 12 Rängen eindrucksvoll zurückmelden. Hier endete Anfang März mit dem Ausbruch auf ein neues Jahreshoch die Konsolidierungsphase, die den Markt noch vor zwei Monaten bis auf den letzten Rang des Universums heruntergeführt hatte. Mit Korea liegt ein weiterer asiatischer Markt, der zudem fundamental noch immer günstig bewertet ist, bei den größten Gewinnern (plus 5 Ränge). Während die Rückkehr der asiatischen Märkte primär eine Folge der Kursentwicklungen an den lokalen Aktienbörsen ist, schöpften die US-amerikanischen Märkte, die ebenfalls Ranggewinne verzeichnen konnten, einen Großteil ihrer Stärke aus der Erholungsbewegung des US-Dollars gegenüber dem Euro.

Rohstoffe

Noch vor den asiatischen Märkten weisen derzeit allerdings Rohstoffe und rohstofflastige Börsen die größte Relative Stärke im Universum auf. Der Zieleinlauf: russischer RTX-Index vor Silber und Rohöl. Sowohl die Stärke des Rohstoffbereichs als auch die Schwächeneigung langlaufender Anleihen deuten darauf hin, daß die Märkte momentan eher auf ein erneutes Aufleben der Inflation setzen als auf ein Abkippen in die Deflation. In diesem Zusammenhang müssen wir uns einmal mehr mit Silber befassen. Nach Erscheinen des letzten Hefts setzte das weiße Metall zunächst seinen atemberaubenden Höhenflug unvermindert fort und erreichte Spitzenkurse von knapp 8,50 US-\$/Feinunze. Der nachösterliche Handel brachte dann aber vorübergehend Ernüchterung, als der Kurs innerhalb weniger Stunden auf unter 7 US-\$ einbrach. Obwohl Edelmetallbesitzer wohl anfälliger als andere Anleger dafür sein dürften, solche, aus ihrer Sicht unerfreulichen, Gegenbewegungen dem Wirken dunkler Mächte (sprich Interventionen) zuzuschreiben, sollte

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

Index	Land	RS 16.04.	RS 12.03.	RS 13.02.	RS 23.01.	RS 12.12.
RTX	Rus	1	3	9	10	18
Silber		2	1	7	12	14
Rohöl		3	5	21	17	25
Merval	Arg	4	2	14	2	5
KOSPI	Korea	5	11	16	19	19
Sensex	Indien	6	9	5	9	4
Shenzhen A	China	7	6	18	26	26
Nikkei 225	J	8	20	26	18	15
IBEX 35	E	9	8	6	8	12
MDAX	D	10	10	4	6	6
H Shares	China	11	4	1	1	2
PTX	Polen	12	7	10	7	20
SMI	CH	13	14	11	14	9
CAC 40	F	14	13	12	11	11
FTSE 100	GB	15	17	17	16	17
All Ord.	Aus	16	18	13	15	13
S&P 500	USA	17	22	22	22	23
S.E.T.	Thai	18	15	3	3	3
DJIA 30	USA	19	23	23	23	21
DAX	D	20	19	8	5	8
TecDAX	D	21	12	2	4	7
NASDAQ 100	USA	22	26	25	20	24
REXP 10 *	D	23	16	19	21	22
Gold		24	25	24	25	16
Hang Seng	HK	25	21	15	13	10
HUI *	USA	26	24	20	24	1

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

nicht übersehen werden, daß reinigende Gewitter innerhalb eines Trends weder unnatürlich noch ungesund sind – zumal nach exzessiven Kurssteigerungen. In einem intakten Aufwärtstrend stellen sie vielmehr die effizientesten Gelegenheiten dar, sich erneut in Richtung dieses übergeordneten Trends zu positionieren. Daß sich nun ausgerechnet jene – und das war die weit überwiegende Anzahl der Börsenbeobachter –, die beständig gegen den Anstieg der Silberpreise angeschrieben haben oder ihn aber schlicht verschlafen, in unverhohlener Schadenfreude üben, deutet stimmungsmäßig ebenfalls eher auf eine Korrektur mit anschließender Fortsetzung des Aufwärtstrends hin. Silber erreichte – trotz Korrektur – Rang 2.

Ralph Malisch

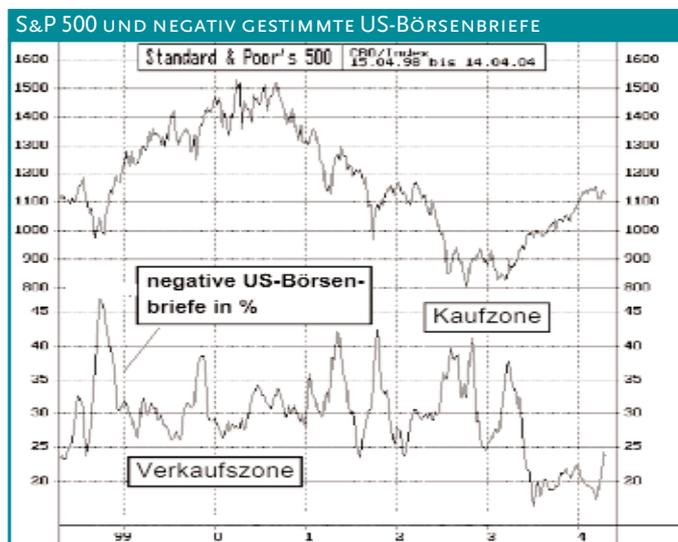
Der Einführungsartikel (vom 4.6.03) zu dieser Rubrik kann unter www.smartinvestor.de/news/hintergrund/nachgelesen werden.

Sentimenttechnik

US-Börsenbrief-Sentiment: Die Historie mahnt zur Vorsicht!

Das Sentiment am amerikanischen Aktienmarkt hat mit den Anschlägen in Madrid eine radikale Kehrtwende vollzogen, wobei sich die Umkehr durchaus als nachhaltig herausstellen könnte. Zur Schwarzmalerei besteht zwar vorerst noch kein Anlaß, aber ein besonnener Anleger sollte die Warnzeichen sicherlich nicht ignorieren.

Besonders deutlich wird der Stimmungsumschwung anhand eines aus den USA stammenden Indikators, der die Anzahl der negativ gestimmten US-Börsenbriefe als Anteil an allen Börsenbriefen wiedergibt. Dieser „Investment Services Bearish“ genannte Indikator gewinnt seine Aussagekraft vor allem durch die historisch gesehen fast einmalige Konstellation. So waren rückblickend betrachtet nur im Jahre 1987 (im Chart nicht zu sehen), also im auch jüngeren Investoren noch bekannten Crashjahr, ähnlich niedrige Werte wie in den vergangenen acht Monaten für diesen Indikator ermittelt worden. Dies bedeutet, daß der Grad an Pessimismus in letzter Zeit sehr gering war. Der markante kürzliche Dreh dieses Indikators nach oben kann vermutlich als Indiz dafür gewertet werden, daß die Stimmung nun gedreht hat. Die Zeit der bedingungslosen Bullishness in den USA könnte damit vorbei sein. Da es sich hierbei um einen Kontra-Indikator handelt, deutet er folglich auf absehbare Zeit einen Rückgang des US-Aktienmarktes an.



Quelle: Finanzwoche

Bedenklich stimmt vor allem die lange Zeit, während der dieser Indikator ein absolutes Pessimismus-Tief anzeigte. Sollten die Aktien signifikant nachgeben, könnten einige Investoren auf dem falschen Fuß erwischt werden, was zu weiteren Rückgängen führen könnte.

Anzeige

Edelmetallseminar

Grand Hotel Wien
29. Mai 2004

Referenten:

- Uwe Bergold: "Das Aufwärtspotential der weißen Edelmetalle"
- Robert Hartmann: "Die physische Edelmetallanlage"
- Johann A. Saiger: "Inflations- und Edelmetallzyklik"
- Martin Siegel: "Anlagemöglichkeiten in Minenaktien"
- Claus Vogt: "Österreichische Schule: Spekulationsblasen, Weltwährungssystem und Gold"
- Christian Wolf: "Die Geschichte der Inflation und der Edelmetalle"

Kontakt:

Richard Mayr www.argentuminvest.com Tel. +49 9421 923 608
info@argentuminvest.com Fax. +49 9421 928 410

Buy & Good Bye

Buy: Seven Eleven

Das 1973 gegründete japanische Unternehmen Seven Eleven wird oft als größte japanische Einzelhandelskette bezeichnet, doch „7-11“ ist weit mehr als das. Das Unternehmen ist zugleich Franchisegeber, das heißt, man vergibt die Rechte, unter einer starken Marke Einzelhandel in kleinerer bis mittlerer Größenordnung betreiben zu dürfen – im Gegenzug streicht 7-11 Lizenzgebühren und Umsatzbeteiligungen ein. Und dieses Konzept geht auf. Mit einem 24-Stunden-Handel hatte das Unternehmen einen Frontalangriff auf das Konsumverhalten der Japaner eröffnet. Inzwischen zeigen sich durchaus Auswirkungen, wie die verbesserten Wirtschaftszahlen Japans zeigen. Annualisiert ist das japanische Bruttoinlandsprodukt im letzten Quartal um satte 6,4 % gewachsen. Erst wenn die Konsumblockade der Bevölkerung erfolgreich gebrochen wird, kann es wieder aufwärts gehen – und 7-11 sorgt für die Voraussetzungen.

Mit seinem 24. Rekord-Jahresergebnis in Folge (!) scheint diese Strategie anzukommen. Der nach Marktkapitalisierung größte japanische Einzelhändler verzeichnete im letzten Jahr einen Umsatz von 474 Mrd. Yen (100 Yen entsprechen ca. 0,77 Euro), ein Plus von 12 % gegenüber dem Vorjahr. Der Gewinn stieg proportional auf 93,1 Mrd. Yen. Hintergrund sowohl für das Wachstum wie auch die verbesserten Gewinnmargen waren u.a. starke Umsätze beim Essen zum Mitnehmen – amerikanische Verhältnisse sind auch in Japan nicht unbekannt. Für das laufende Jahr allerdings

rechnet das Unternehmen mit einem etwas verhalteneren Anstieg, der sich im Bereich von rund 7 % situieren sollte. Mit einem Kurs/Umsatz-Verhältnis von rund 5 und einem KGV von etwas über 20 ist Seven Eleven fundamental freilich kein Schnäppchen mehr. Allerdings hat das Unternehmen ähnlich wie Gucci oder LVMH den Status eines Markennamenträgers oder gar einer Lebenseinstellung. Und dafür werden schon mal höhere Bewertungen in Kauf genommen. Der langfristige Chart signalisiert darüber hinaus eine schöne Bodenbildung (siehe auch Musterdepot auf S. 38).



Good Bye: Microsoft

Der Megakonzern aus Redmont, US-Bundesstaat Washington, dürfte weltweit dasjenige Unternehmen sein, zu dem es die meisten Nachrichten gibt. Nur die wenigsten davon sind überhaupt kursrelevant, allenfalls die Quartalszahlen, und selbst die zunehmend weniger. So hatte Microsoft, seit einigen Jahren von Gates-Intimus Steve Ballmer geleitet, mit Sun Microsystems einen jahrelangen Rechtsstreit endlich beigelegt und sogleich ein zehnjähriges Lizenzabkommen abgeschlossen. Kursreaktion bei Microsoft: null. Die Zahlung von Microsoft an Sun wird als Schmerzensgeld abgehakt und beeindruckt niemanden. Selbst ein einstelliger Milliardenbetrag ist irrelevant, wenn man – wie Microsoft – mehr als 50 Mrd. US-\$ in der Kasse hat und ohnedies nicht weiß, was man noch damit anfangen kann. Microsoft findet seit Jahren keine Möglichkeit mehr, seinen Cash Flow zielgerichtet zu investieren, geschweige denn derartige Rücklagen – das Wachstum im Softwaremarkt (hier also die Betriebssoftware) ist weltweit an seine Grenzen gestoßen.

Und Wachstum ist sogar noch ein Begriff, den man kaum verwenden dürfte. Zwar legte der Microsoft-Umsatz im letzten Quartal deutlich um fast 20 % auf 10,2 Mrd. US-\$ zu, doch der Gewinn präsentierte sich schmerzlich aufschlußreich. Er sank im Jahresvergleich um 17 % auf 1,55 Mrd. US-\$ oder 14 Cent je Anteil. Fairerweise muß man anmerken, daß Microsoft Aktienvergütungen inzwischen als Gehaltskomponente mitzählt – wie

auch immer, dann wären eben vergangene Erträge schon niedriger ausgefallen. Und die riesigen Angriffsflächen, die Microsoft bietet, sind noch nicht mal erwähnt: weiteres Durchsetzen von Linux, Marktsättigung auch in Schwellenländern, laufende Rechtsstreitigkeiten, um nur die wichtigsten zu nennen. Vor allem auf Euro-Basis sieht man eindrucksvoll, daß der Kurs heute wieder so tief wie schon 1998 steht. Ein KUV von 8 und ein KGV von 30 lassen – langfristig, denn kurzfristig weiß man nie, bis wohin Übertreibungen führen können – auf weiteres Ungemach schließen.



Aktie im Blickpunkt

STADA Arzneimittel AG

Ein Patent gegen Kursschwäche

Jahrelang kannte der Aktienkurs der im MDax notierten STADA Arzneimittel AG nur eine Richtung: aufwärts. Trotz mehrjähriger Baisse und weltpolitischer Turbulenzen stieg die Aktie nahezu ununterbrochen von 15 Euro im Jahr 1999 auf über 57 Euro im letzten Sommer. Doch seitdem hat sie, trotz überbotfener Umsatz- und Gewinnprognosen, mehr als ein Viertel ihres Wertes wieder eingebüßt. Viele Anleger stellen sich nun die Frage, ob die Erfolgsgeschichte des drittgrößten deutschen Generika-Herstellers zu Ende ist oder ob die aktuelle Kursschwäche lediglich vorübergehender Natur ist und damit die lang ersehnte Einstiegsgelegenheit bietet.

Das Kerngeschäft

Die aus dem hessischen Bad Vilbel stammende Gesellschaft entwickelt, produziert und vertreibt Arzneimittel, für deren Wirkstoff der Patentschutz ausgelaufen ist. Hierdurch verzichtet das Unternehmen zwar auf Monopolgewinne, die erfolgreich forschenden Pharmaunternehmen während der Patentlaufzeit zufließen, erspart sich aber gleichzeitig die enormen Kosten und Risiken der Wirkstoffforschung. Nach der Freigabe kann STADA den Kostenvorteil nutzen, um wirkstoffgleiche Medikamente (Generika) zu einem Bruchteil des ursprünglichen Preises anzubieten. Dank der akuten Finanzierungsprobleme der meisten Gesundheitssysteme steigt der Marktanteil dieser Nachahmerprodukte kontinuierlich, was den Herstellern glänzende Geschäfte beschert. Durch geringe Markteinführungskosten können die Produzenten zudem ein sehr breites und sich über alle medizinischen Indikationsfelder erstreckendes Produktangebot offerieren, welches die Abhängigkeit vom Erfolg einzelner Arzneimittel erheblich reduziert. So hat STADA allein im letzten Jahr 397 neue Produkte am Markt platziert – eine Angebotsvielfalt, die für einen selbst forschenden Konkurrenten vergleichbarer Größe undenkbar gewesen wäre.



Weitere Segmente

Mit dem klassischen Generika-Geschäft erlösten die Hessen 2003 nahezu 75 % des Gesamtumsatzes. Für das letzte Viertel waren vor allem Markenprodukte (etwa 18 %) und Spezialpharmazeutika (2,9 %) verantwortlich. Zwar entwickelt die Gesellschaft auch in diesen Segmenten Arzneimittel aus patentfreien Wirkstoffen, doch die Art der Vermarktung unterscheidet sich hier deutlich vom Kerngeschäft. Während für die Generika eine klare Niedrigpreisstrategie verfolgt wird, sollen in der Markensparte mit erhöhtem Werbeaufwand eigene Markenprodukte etabliert werden. Der wichtigste Umsatzträger dieser Konzernsparte ist das Grippe- und Erkältungsmittel Gripstad, mit dem im letzten Geschäftsjahr mehr als ein Zehntel des Segmentumsatzes erzielt wurde. Bei Spezialpharmazeutika handelt es sich hingegen um medizinische Nischenprodukte, an deren Vertrieb besondere Anforderungen, wie z.B. eine wissenschaftliche Begleitung des Einsatzes, gestellt werden. Bisher wurden hier ausschließlich Krebsmedikamente vertrieben.

Kooperationen

Der Bereich Spezialpharmazeutika hat durch zwei kürzlich vermeldete Kooperationen einen Bedeutungszuwachs erfahren. Zum einen hat sich STADA für 6,4 Mio. Euro mit 16 % an der Hannoveraner LipoNova GmbH beteiligt und damit die europaweiten exklusiven Vermarktungsrechte für ein sich noch im Zulassungsverfahren befindendes Nierenkrebsmedikament gesichert. Zum anderen wurden die weltweiten exklusiven Vermarktungsrechte an drei noch in der Entwicklung stehenden Biogenerika erworben. Da die entsprechenden Originalprodukte, die unter anderem von den Biotechnologiepionieren

STADA ARZNEIMITTEL			
BRANCHE	PHARMA & GESUNDHEITSWESEN		
WKN	725 180	AKTIENZAHL (MIO.)	26,69
GJ-ENDE	31.12.	KURS AM 19.4. (EURO)	43,30
MITARBEITER (31.12.03)	2.465	MCAP (MIO. EURO)	1.155,7

	2003	2004E	2005E
UMSATZ (MIO. EURO)	745,2	819,7	901,7
% GGÜ. VJ.		+10,0 %	+10,0 %
EPS (EURO)	2,03	2,20	2,60
% GGÜ. VJ.		+10,0 %	+15,0 %
KUV	1,54	1,40	1,28
KGV	21,2	19,3	16,7

Amgen und Biogen stammen, es 2003 auf insgesamt 2,5 Mrd. Euro Umsatz brachten, erhofft sich STADA hiervon ein zusätzliches Geschäftsvolumen in erheblichem Umfang, das allerdings aufgrund der völlig neuen Technologie noch mit besonderen Risiken behaftet ist und erst in einigen Jahren tatsächlich abrufbar sein wird.

Marktpotentiale

Ungeachtet der Chancen in diesen neuen Betätigungsfeldern liegt der Entwicklungsfocus der Gesellschaft jedoch auf dem traditionellen Generika-Markt. Gemäß einer Studie von IMS Health dürfte das Wachstum des weltweiten Marktes für preisgünstige Nachahmerprodukte bis 2007 bei 13 % p.a. und damit um vier Prozentpunkte über der jährlichen Zunahme der gesamten Pharmabranche liegen. Besondere Dynamik versprechen dabei die USA und die „Generika-Entwicklungsländer“ Spanien, Frankreich sowie Italien, in denen der Marktanteil der Generika unter 10 % bzw. sogar unter 5 % liegt. Eine volle Pipeline an demnächst auslaufenden Patenten sorgt darüber hinaus für weiteres, gut kalkulierbares Wachstumspotential. So wird in der IMS-Studie davon ausgegangen, daß bis 2010 allein in den vier größten EU-Staaten Wirkstoffe mit einem aktuellen Marktumsatz von über 12 Mrd. Euro ihren Patentschutz verlieren werden. Auch wenn das potentielle Volumen durch den nach der Freigabe üblichen Preisverfall erheblich niedriger liegen dürfte, ergeben sich für STADA bei Zugrundelegung des aktuellen Marktanteils mögliche Mehreinnahmen in Höhe von mehreren hundert Millionen Euro.

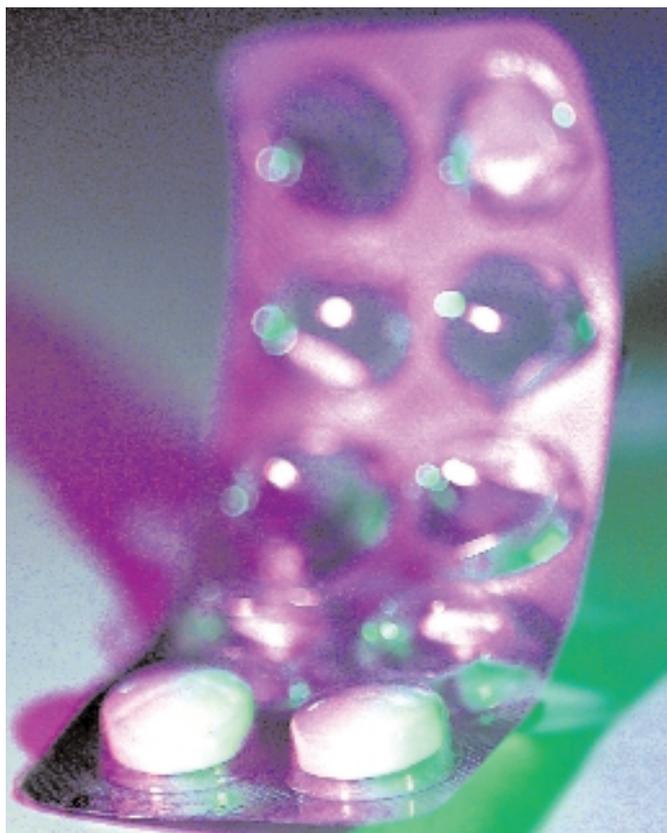
Zahlen

Der Ende März für 2003 bekannt gegebene Gewinnanstieg von 25 % auf 43,9 Mio. Euro bedeutete für die Gesellschaft das achte Rekordjahr in Folge. Der Umsatz wuchs dabei um 18 % auf 745,2 Mio. Euro. Bereinigt um Akquisitionen und aufgegebene Randaktivitäten betrug der Anstieg sogar 21 %. Über 90 % der Erlöse wurden dabei innerhalb der EU erzielt. Unterproportional war die Entwicklung in den USA, dem weltweit mit Abstand größten Pharmamarkt. Dort wurden 52,6 Mio. Euro Erlöse, was einem Zuwachs von knapp 8 % entsprach und damit unter dem dortigen Marktwachstum von 23 % lag. Für das laufende Jahr stellte das Management erneut ein zweistelliges Wachstum bei Umsatz und Ertrag in Aussicht. Mit einem Plus von jeweils 10 % konnte die Zielmarke in den ersten beiden Monaten 2004 bereits erreicht werden, obwohl die Verunsicherung durch die Gesundheitsreform und die Nachwirkung der Vorratskäufe aus dem Dezember den Gesamtmarkt belasteten.

Perspektiven

Angesichts der vielen länderspezifischen Eigenheiten in den nationalen Arzneimittelmärkten gilt eine international ausdifferenzierte und dezentral operierende Vertriebsstruktur als die Schlüsselgröße in der Pharmabranche. Mit ihren 30 aktiven Vertriebsgesellschaften in 18 Ländern und den über 1.200 Vertriebsmitarbeitern scheint die STADA AG auf diese Herausforderung gut vorbereitet zu sein. Außerdem sprechen der hohe Grad der Produktdiversifikation sowie die sich in der beeindruckenden Anzahl von Produkteinführungen niederschlagende Innovationskraft für eine Fortsetzung der Erfolgsgeschichte. Auf der anderen Seite bringt der hohe

Regulierungsgrad dieser Märkte sowie die mangelnde Konstanz der Gesundheitspolitik ein großes Unsicherheitsmoment mit sich. Außerdem zeigten sich nach der Veröffentlichung der letzten Bilanz einige Analysten über die gesunkene Profitabilität besorgt, da die operative Marge auf Quartalsbasis seit Mitte 2003 von 53,6 % auf 49,6 % zurückgegangen ist. Noch ernüchternder wirkt da die disaggregierte Betrachtung der einzelnen Segmente: Demnach ist das operative Ergebnis in dem bei weitem wichtigsten Segment Generika bei einem Umsatzwachstum von 23,5 % lediglich um knapp 2 % gestiegen. Die Frage, ob sich hierbei unter Umständen ein verstärkter Preis- oder Kostendruck abzeichnet und ob dieser gegebenenfalls nachhaltig sei, wurde vom Unternehmen mit einem Verweis auf die anläß-



lich der Bilanzpressekonferenz bestätigte Umsatz- und Ertragsprognose verneint.

Fazit

Insgesamt handelt es sich bei der STADA Arzneimittel AG um ein gut geführtes, hochprofitables und sehr dynamisch wachsendes Unternehmen. Auch die Bewertung zeigt mit einem KGV03 von 21 und einem KUV03 von 1,5 ein angesichts der Wachstumsdynamik keineswegs übertriebenes Niveau. Kurzfristig aber scheint im Markt die Verunsicherung hinsichtlich der künftigen Profitabilitätsentwicklung zu dominieren. Daß diese Turbulenzen noch länger anhalten und den Kurs eventuell weiter drücken, ist nicht auszuschließen. Trotzdem geht Smart Investor davon aus, daß die langfristige Story auch bei einer geringfügigen Abflachung der bisher sehr steilen Wachstumskurve intakt bleibt. Anleger mit entsprechend langem Investitionshorizont sollten deswegen die aktuelle Kursschwäche zum Kauf nutzen.

Adam Jakubowski, Holger Steffen

Externe Analyse

Biotech-Industrie im Aufschwung

Partizipation mit der BB Biotech-Aktie

Von Hilmar Platz, Analyse & Strategie, Kayenburg AG, München

Die BB Biotech AG ist eine Beteiligungsgesellschaft mit dem Investitionsschwerpunkt Biotechnologie. Mit einer Marktkapitalisierung von 1.362 Mio. Euro zählt die BB Biotech-Aktie zu den Schwerewichten und liquidesten Titeln im TecDax. Die Aktie wird darüber hinaus an den Börsen in der Schweiz und Italien notiert.

Discount zum inneren Wert

Im Rahmen einer Unternehmensbewertung ermitteln wir einen fairen Wert für die BB Biotech-Aktie von 52,38 bis 54,87 Euro. Hierbei wurden die Teilssegmente der großen und mittelgroßen sowie die Small Cap-Biotech-Beteiligungen separat bewertet und entsprechende Kurspotentiale abgeleitet. Diese Wertermittlung berücksichtigt Wechselkursveränderungen nicht. Die BB Biotech-Aktie bietet Investoren die Möglichkeit, an einem aktiv gemanagten Biotechnologie-Portfolio zu partizipieren. Hierbei wird ein industriebasiertes Analyse-, Bewertungs- und Beteiligungskonzept verfolgt. Auf Basis dieses Konzeptes ist die Realisierung einer unternehmensindividuellen und produktorientierten Beteiligungsstrategie möglich. Mit einer Dividendenpolitik, die sich an der Entwicklung des inneren Wertes orientiert, geht das Management der BB Biotech AG neue Wege. Hierdurch soll dem Investor im Falle von Abschlägen zum inneren Wert der Beteiligungen eine Mindestverzinsung des eingesetzten Kapitals geboten werden.

Neuausrichtung des Portfolios

Im Rahmen der Neuausrichtung des Portfolios hat sich das Management der BB Biotech AG stärker auf mittelgroße internationale Biotech-Unternehmen mit überdurchschnittlich aussichtsreichen Produktportfolios konzentriert. Die Übergewichtung einzelner Positionen wurde reduziert. Mit dieser Maßnahme konnte ein stärkerer Diversifikationseffekt erzielt werden. Die Beteiligung an Actelion (CH)

zeigt, daß der unternehmensindividuelle Analyse- und Bewertungsansatz sich in einer entsprechenden Überrendite niederschlagen kann. Auch die Beteiligungen der BB Biotech AG im Private Equity-Bereich machen zunehmend Freude, wie der Börsengang von Eyetech Pharmaceuticals zeigt. So erzielte die Biotech-Beteiligungsgesellschaft mit Eyetech Pharmaceuticals aufgrund des sehr erfolgreichen Börsengangs im ersten Quartal 2004 außerordentlich hohe Wertzuwächse. Vor dem IPO von Eyetech belief sich die wertmäßige Beteiligung auf ca.

1,5 % am Gesamtportfolio. Nach dem IPO erhöhte sich der Anteil auf über 6,2 %. Im Portfolio befinden sich zwei weitere potentielle IPO-Kandidaten. Einer davon ist Theravance, ein Unternehmen, das bereits intensiv mit Glaxo SmithKline zusammenarbeitet. Auch Theravance ist ein Beispiel dafür, daß durch einen industriell-wissenschaftlichen Auswahlprozeß „mit Tiefgang“ eine frühzeitige Entdeckung attraktiver Unternehmen eher möglich ist als durch ein oberflächliches Markt-Screening.

BB Biotech mit intensivem Analyse- und Auswahlprozeß

Der Ansatz der BB Biotech AG läßt sich unseres Erachtens als industrieller Analyse-, Bewertungs- und Beteiligungsansatz beschreiben. Hierbei stehen einzelne Wirkstoffprojekte und deren pharmazeutische und ökonomische Perspektiven im Mittelpunkt der Betrachtung. Aufgrund der Komplexität der Thematik läßt sich der Analyseprozeß in unterschiedliche Phasen differenzieren: In der ersten Phase findet ein Screening der Therapiegebiete, der Wirkstoffprojekte und -prinzipien sowie eine wissenschaftliche Detailanalyse und die Auswertung klinischer Studien statt. In der zweiten Phase erfolgt eine marktorientierte Analyse und Bewertung der Biotech-Projekte hinsichtlich der Vermarktungskonzepte, Patentsituation und Produktionskapazitäten. Unternehmensbesuche und die intensive Auseinandersetzung mit dem Management sind weitere wichtige Bausteine in der Vorgehensweise. In der letzten Phase des Auswahlprozesses kommt die Konsultation führender Spezialisten (Kliniken, Ärzte usw.) hinzu. Vor einem Engagement wird das Target-Unterneh-



Hilmar Platz

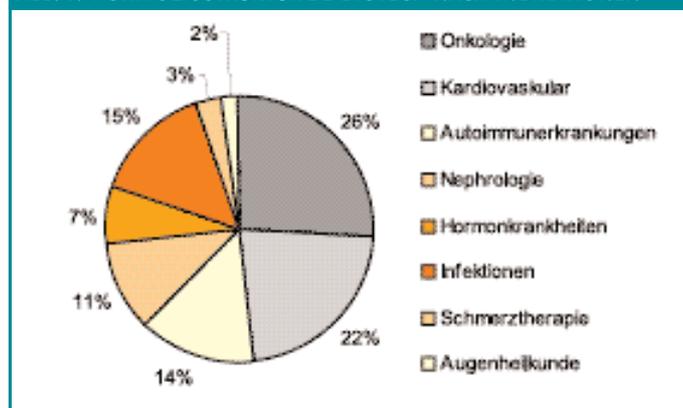


men finanzanalytisch bewertet. Prognosen werden auf Fünfjahres-sicht erstellt. Das potentielle Target wird dem Verwaltungsrat vorge-stellt. Dieser entscheidet letztendlich über ein Investment. Aufgrund des internationalen Charakters der Biotech-Industrie verfügt BB Bio-tech über Expertenteams in den USA und in der Schweiz. Es ist dar-auf hinzuweisen, daß BB Biotech stets Minderheitsbeteiligungen erwirbt und keine Mehrheitsbeteiligungen. Daher findet keine Vollkon-solidierung der Beteiligungsunternehmen in der Bilanz statt.

Perpektiven für die Biotech-Branche sind gut

2003 war ein außerordentlich gutes Jahr für die Biotech-Industrie. Dies gilt sowohl für die Umsatz- und Ertragsentwicklung wie auch für die Zulassung neuer Biopharmazeutika. Nach fast zweieinhalb Jahren der Korrektur, Neubewertung und auch der Marktberei-nigung indizieren die Daten aus der Biotech-Branche einen produkt-getragenen Aufschwung. Dies signalisieren auch die wieder zuneh-menden Aktivitäten im Venture Capital-Sektor. Beispiele wie der er-folgreiche Börsengang der Eyetech Pharmaceuticals (USA) und Ba-silea (CH) dokumentieren, daß sich das IPO-Fenster für Biotech-Unternehmen mit einem Portfolio in späteren Entwicklungsphasen wieder geöffnet hat. Auch im außerbörslichen Bereich hat sich die Stimmung verbessert. Biotech-Unternehmen können wieder ein verstärktes Interesse der Investoren auf sich lenken. So konnte auch Evotec Neurosciences GmbH, eine Tochtergesellschaft der Evotec OAI, am 2. April 2004 eine Wagnisfinanzierungsrunde in Höhe von 25 Mio. Euro erfolgreich schließen.

ABB. 1: PORTFOLIOSTRUKTUR BB BIOTECH NACH INDIKATIONEN

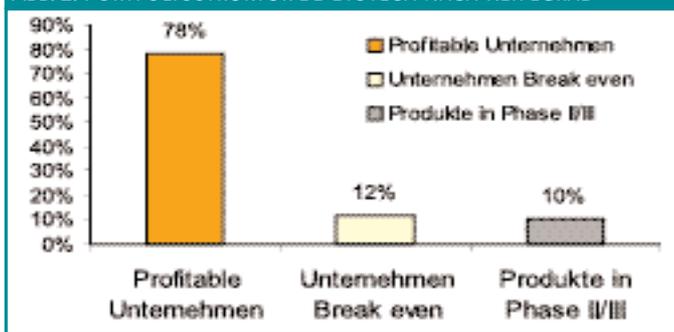


Stand: 31.12.2003; Quelle: Kayenburg AG

Substantielle Fortschritte – Anteil biologischer Produkte nimmt sprunghaft zu

Im Jahr 2003 erhielten 25 biopharmazeutische Wirkstoffe die FDA-Zulassung. Hierunter befinden sich First-Line-Therapeutika für die Indikationen Alzheimer, AIDS, Asthma, Krebs und Psoriasis. Hier-mit scheinen sich die massiven F&E-Aufwendungen der Vorjahre zu amortisieren, nachdem phasenweise erheblich Rückschläge zu verzeichnen waren. Monoklonale Antikörper gewinnen hierbei bei den Neuzulassungen immer mehr an Bedeutung. Mit ihrer hohen Spezifität stellen monoklonale Antikörper die idealen Kandidaten für die Entwicklung von Rezeptor-Antagonisten dar. Rezeptor Anta-gonisten spielen insbesondere in Indikationen wie Entzündungen, Onkologie oder Autoimmunerkrankungen eine zentrale Rolle. Mit den neuen Biotech-Wirkstoffen wurden die Therapiemöglichkeiten signifikant erweitert. Medikamente wie Avastin oder Erbitux haben in der Krebstherapie ein neues Zeitalter eingeläutet. Dies schlägt sich sowohl im Pricing als auch in den Royalties entsprechend nie-der.

ABB. 2: PORTFOLIOSTRUKTUR BB BIOTECH NACH REIFEGRAD



Quelle: Kayenburg AG

Biotech-Wirkstoffe bauen Marktanteile zusehends aus

Durch den Verlust des Patentschutzes für zahlreiche Pharmazeuti-ka verlieren etablierte Pharmakonzerne wichtige Umsatzträger und Cash Flow-Generatoren. Der Produktnachschub durch die in-novativeren Biotech-Unternehmen gewinnt hierdurch immer mehr an strategischer Bedeutung. Seit 1997 nahm die Anzahl an Biotech-Wirkstoffen von 87 auf geschätzte 150 zu. Der Zulassungsschub für Biotech-Wirkstoffe steht jedoch erst noch am Anfang. Innerhalb der nächsten fünf Jahre rechnen wir mit der Verdopplung der An-zahl neu zugelassener Biopharmazeutika. Bis zum Jahr 2010 sollte die Biotech-Industrie in den USA bereits einen Marktanteil von über 25 % an den Medikamentenumsätzen erzielt haben. Dies spie-gelt sich allerdings noch nicht in einer entsprechend hohen Bewer-tung des Biotech-Sektors, gemessen an der PEG-Ratio (= Verhältnis KGV zu Gewinnwachstum), wider. Derzeit sind die wachstums-schwächeren Pharmaunternehmen, die mittlerweile ihren defensiven Charakter verloren haben, auf Basis der PEG-Ratio höher als stark wachsende profitable Biotech-Unternehmen bewertet.

BB Biotech AG beteiligt sich an reiferen Biotech-Unternehmen

Im Rahmen des skizzierten Umfeldes konzentriert sich die BB Bio-tech AG schwerpunktmäßig auf Unternehmen mit einem höheren Reifegrad. Derzeit stellen Actelion (CH), Amgen (USA), Biogen-IDEC (USA), Celgene (USA), Genzyme (USA), Gilead (USA), Serono (CH) und The Medicines Company (USA) die Kerninvestments dar. Durch die Beteiligung an diesen Unternehmen machen profitable Biotech-Unternehmen ca. 78 % des Portfolios aus. Ca. 10 % der Be-teiligungen sind Phase II/III-Unternehmen. Aus strategischen Grün-den investiert BB Biotech AG nahezu ausschließlich in „drug hun-ter“. Plattformtechnologieunternehmen befinden sich in der Regel nicht auf dem Radarschirm der Beteiligungsgesellschaft.

Zusammenfassung

Aufgrund der Produktlebenszyklen biopharmazeutischer Wirk-stoffe eröffnet eine multifaktorielle wissenschaftliche und industri-elle Analyse eine Informationsqualität, die sich längerfristig in ei-ner überdurchschnittlichen Performance niederschlagen sollte. Der zeitintensive Analyse- und Bewertungsprozeß führt dazu, daß der Beteiligungsansatz der BB Biotech AG weniger momentumge-trieben ist. Markttechnische Aspekte stehen nicht im Vordergrund. Daher spricht die BB Biotech-Aktie weniger tradingorientierte, sondern langfristig orientierte Investoren an.

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

MoneyTalk

„Hühner fressen keine Kohle“

Smart Investor im Gespräch mit Ms. Somruedee Somphong, Finanzvorstand des thailändischen Kohleförderers Banpu (ein Titel in unserem Musterdepot, sh. S. 38), über den enormen Kursanstieg der Aktie, die Wachstumstreiber sowie die weiteren Perspektiven

Smart Investor: Frau Somphong, Ihr Unternehmen zählte in den letzten Monaten zu den Highflyern an der thailändischen Börse. Auch zu Recht?

Somphong: Natürlich, zum einen konnten wir Umsatz und Ertrag überproportional steigern. Des Weiteren haben wir unseren strategischen Focus, d.h. die Konzentration auf das Kohlegeschäft klar umgesetzt. Wir haben unsere Anteile an TECO verkauft und drei Akquisitionen, eine 21 %-Beteiligung an der chinesischen Kohlemine AACI (2003/04), einen 35 %-Anteil an Indominco (2003) sowie einen 99 %-Anteil an Bharinto (2004), durchgeführt. Nicht zu vergessen unsere hohen stillen Reserven an RATCH und ATC, die umgerechnet bei ungefähr 1,47 Euro je Aktie liegen.

Smart Investor: Laut Geschäftsbericht planen Sie Ihre RATCH-Anteile über die EGAT (Electricity Generating Authority of Thailand) in Aktien der EGCOMP (Electricity Generating Public Company) zu tauschen. Wie steht es mit den Verhandlungen?

Somphong: Die Verhandlungen wurden aufgrund einiger Unklarheiten eingestellt. Die Angelegenheit liegt nun beim thailändischen Finanzministerium. Es gab auch Unklarheiten hinsichtlich der steuerlichen Auswirkungen des Geschäftes. Vorläufig gehen wir jedenfalls nicht davon aus, daß in Kürze die Verhandlungen wieder aufgenommen werden. Den Anteil an RATCH behalten wir im Übrigen aufgrund der regelmäßigen Dividenden sehr gerne.

Smart Investor: Einer der Gründe für den enormen Anstieg der Aktie war die günstige Entwicklung des Kohlepreises. Rechnen Sie dauerhaft mit einem derart hohen Niveau von derzeit rund 40 US-\$ je Tonne?

Somphong: Wir erwarten, daß sich der Preis in den nächsten 18 bis 24 Monaten auf diesem Niveau halten kann. Wir sehen steigende Nachfrage aus unserem Hauptmarkt Japan, aus Europa und Taiwan. Ursächlich hierfür sind die volkswirtschaftlichen Verbesserungen, Energiepolitiken sowie der Aufbau von Lagerbeständen. Ein hoher Rohölpreis begünstigt aufgrund des Substitutionseffektes ebenfalls die Kohlenachfrage. Banpu kann von dieser Entwicklung überdurchschnittlich profitieren, so daß wir unsere Bruttomarge von derzeit rund 27 % auf 33 % steigern wollen und zudem unsere Kapazitäten in Indonesien ausbauen konnten.

Smart Investor: Sie wollen im nächsten Jahr noch einmal 20 Mio. US-\$ in China investieren. Gibt es hier bereits konkrete Vorhaben?

Somphong: Ja, die gibt es. Wir verhandeln mit AACI, die im vierten Quartal das operative Geschäft aufnehmen wird, um die Auf-

stockung unseres Anteils auf knapp 50 %. China ist ja selbst Exporteur von Kohle, aber durch die enorme Inlandsnachfrage sind die Exportkapazitäten chinesischer Firmen stark limitiert. In diese Exportlücke wollen wir stoßen. Man muß jedoch klar betonen, daß der Produktionskostenvorteil durch die teilweise hohen Transportkosten etwas gedämpft wird. Immerhin sind es gute 800 km bis zur nächsten Grenze. Aber die chinesische Infrastruktur wird sich in Zukunft verbessern. Daher wollen wir uns in den nächsten Jahren klar in Richtung China orientieren.



Somruedee Somphong

Smart Investor: Sie besitzen noch immer rund 133 Mio. Aktien von ATC, was einem Anteil von 14 % an dem Unternehmen entspricht. Im letzten Jahr haben Sie bereits einen Teil Ihrer Bestände veräußert. Wie geht es nun weiter?

Somphong: Im Rahmen unserer strategischen Focussierung auf den Bereich Kohle beabsichtigen wir durchaus, unsere Bestände an ATC weiter zu reduzieren. Wir werden dies nicht innerhalb eines Jahres umsetzen, sondern auch 2005 und 2006 dafür nutzen. Die stillen Reserven in ATC sind beträchtlich. Für die Aktie werden an der Börse derzeit um die 50 Bt bezahlt (Anm. d. Red.: 49 Baht entsprechen 1 Euro). Wir haben damals für unseren Anteil aber lediglich 3,5 Bt pro Aktie investiert.

Smart Investor: Welche Ziele haben Sie sich für das Jahr 2004 gesetzt?

Somphong: Wir wollen die Konzentration auf das Kohlegeschäft weiter voranbringen und durch geeignete Akquisitionen unsere Kapazitäten der steigenden Nachfrage anpassen. Wir erwarten eine Umsatzsteigerung von 23 % im laufenden Jahr.

Smart Investor: Thailands Wirtschaft wurde durch das Ausbrechen der Vogelgrippe beeinträchtigt. War oder ist Banpu in irgendeiner Form hiervon betroffen?

Somphong: Hühner fressen keine Kohle. Nein, wir waren von der Vogelgrippe glücklicherweise nicht tangiert.

Interview: Heiko Seibel (CM-Equity AG)

MoneyTalk

„Wir können noch nachlegen“

Smart Investor im Gespräch mit Marcus Wolfinger, Finanzvorstand des Medizintechnik-Unternehmens STRATEC Biomedical Systems AG, über das geänderte Geschäftsmodell, Multiplikatoreffekte und die langfristigen Aussichten



Marcus Wolfinger

Smart Investor: Das OEM (Originalteile)-Geschäft von STRATEC garantiert zwar eine breite Kundenbasis, kaschiert aber i.d.R. den Markennamen. Ist das nicht ein Problem?

Wolfinger: Nur auf den ersten Blick. Woher die Analysesysteme stammen, erschließt sich nur dem Fachmann, vorne steht der Markenname unseres OEM-Kunden, den z.B. das Laborpersonal zu sehen bekommt. Das aber spielt keine Rolle. Entscheidend ist, daß unsere Kunden – und da-

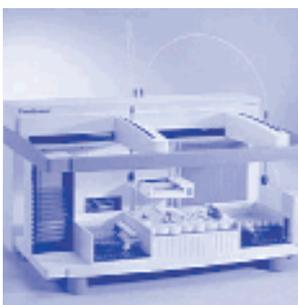
zu zählen wir viele der weltweit größten in der Diagnostik-Industrie – wissen, woher die Geräte stammen.

Smart Investor: So scheint STRATEC ungebrochen stark zu wachsen, auch in den letzten Jahren der Weltwirtschaftsschwäche. Was sind die Gründe?

Wolfinger: Wir verfügen über ein sehr langfristig ausgerichtetes Geschäftsmodell. Nach einer ersten Akquisitions- und Spezifikationsphase schließen wir neben den Entwicklungsverträgen sogleich Lieferverträge über Mindestabnahmen mit unseren Kunden ab, so daß die Planbarkeit gegeben und sehr hoch ist. Ein zweiter Punkt ist die steigende Reputation der STRATEC AG, die dafür sorgt, daß man auch an die ganz großen Kunden herankommt. In gewissem Sinne kann man von einem Multiplikatoreffekt aus Geschäftsmodell und steigender Reputation sprechen.

Smart Investor: In der Tat hat der Ertrag im letzten Jahr überdurchschnittlich zugelegt, rund doppelt so stark wie der Umsatz.

Wolfinger: Vor einigen Jahren noch haben wir unsere Fertigung von Dritten bewerkstelligen lassen. Die letzten beiden Schritte der Wertschöpfungskette, die Endmontage und Endprüfung, haben wir inzwischen zurückgeholt ins Unternehmen. Das hat nicht nur qualitative Vorteile für unsere Produkte, sondern bringt



uns auch einen Anstieg der Margen. Auch ein zeitlicher Vorteil existiert. So können wir jeweils rund ein halbes Jahr aufholen, was uns zuvor das Fertigungs-Outsourcing gekostet hat. Wir sind noch nicht am Ende des Weges, deshalb gehen wir auch in den nächsten Jahren von einer weiteren Margensteigerung aus. Im Dezember haben wir daher Prognosen bestätigt, die von einem durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstum von 18 % und einem Ertragswachstum von 30 % bis 2008 ausgehen.

Smart Investor: Wenn die Gewinne kontinuierlich steigen, erwarten Aktionäre beizeiten eine Dividende. Was ist in diesem Punkt in der Planung?

Wolfinger: Bei der Hauptversammlung im Mai werden wir eine Dividende von 8 Cent je Aktie vorschlagen. Damit haben wir splitbereinigt eine vergleichbare Auszahlung wie schon vor fünf Jahren. Zugegeben, STRATEC ist damit bestimmt noch kein Dividendenknüller. Wir meinen jedoch, daß die STRATEC-Aktionäre aufgrund unserer Wachstumsstory eher an einem langfristig steigenden Kurs gewinnen sollten und dürfen als über Dividendenzahlungen. Wir werden Cashflow-orientiert mit unseren Dividenden umgehen und möchten auch eine notwendige Kontinuität beibehalten. Bei Bedarf können wir auch noch mal „nachlegen“.

Smart Investor: Zuletzt waren aber Ihre Bankverbindlichkeiten spürbar angewachsen. Wodurch?

Wolfinger: Hier gibt es drei Gründe. Zum einen hatten wir letztes einen großen Neubau finanziert, zum anderen die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen fast halbiert. Letzteres wird positive Effekte für den laufenden Ertrag bringen. Und schließlich hatten wir einige größere Projektinvestitionen, aber alles in einem überschaubaren Maße, wie ich betonen möchte.

Smart Investor: Ihre Tochtergesellschaft STRATEC NewGen jedenfalls bringt zunächst Anlaufverluste mit sich, auch möchte STRATEC in benachbarten Geschäftsfeldern wie der Molekularen-Diagnostik und Life Science aktiv werden. Auf wieviele Anschubinvestitionen müssen sich Anleger gefaßt machen?

Wolfinger: Wir haben in diesem Jahr insgesamt mit einer knappen halben Million Euro kalkuliert. Hier dürfen Sie aber das Größenverhältnis nicht aus den Augen verlieren: In den letzten fünf Jahren haben wir ohnehin rund 10 Mio. Euro aus laufendem Cashflow in Forschung und Entwicklung investiert, dies sind streng genommen ja auch Anlaufinvestitionen.

Smart Investor: Herr Wolfinger, vielen Dank für das Gespräch.

Interview: Falko Bozicevic

Musterdepot

Seichte Gewässer voraus

Lag unser Musterdepot im Vormonat noch exakt auf gleicher Höhe mit dem Dax – und zwischenzeitlich sogar in Front –, so brachten die letzten Wochen den deutschen Leitindex wieder nach vorne. Doch noch ist bekanntlich nicht aller Tage Abend...

Ende März erreichte die Performance unseres Musterdepots einen stattlichen Zuwachs von über 50 % seit Auflegung vor 13 Monaten. Zu diesem Zeitpunkt lagen wir – teilweise sogar zu unserer eigenen Überraschung – mehrere Prozentpunkte vor dem Dax. Überraschend deshalb, weil wir mit unserer breiten Aufstellung (17 Depotwerte) und Investition in zum Teil kleine Spezialwerte kaum eine Chance gegen einen Index haben sollten, der von Hunderten Fondsmanagern nachgebildet wird und daher bei Rallys stets an vorderster Stelle mit von der Partie ist. Im Monatsvergleich sieht man jetzt nicht unbedingt mehr die Schwankungen, denen auch unser Musterdepotwert unterliegt, obgleich diese natürlich deutlich geringer ausfallen als etwa beim Dax.

Alles „nach Plan“

Wir haben nunmehr fast sämtliche Dispositionen durchgeführt, die wir in Ausgabe 4/2004 angekündigt hatten. Die Details erfolgen aufgrund der Aktualität über unseren kostenlosen wöchentlichen eMail-Newsletter Smart Investor Weekly (Anmeldung auf unserer Homepage www.smartinvestor.de). So räumten wir das Depot von einigen Positionen, die uns in letzter Zeit ein wenig enttäuscht haben bzw. bei denen gesetzte Stop Loss ausgelöst



wurden. Auf diese Weise mußten Titel wie Tatneft, Harmony Mining, Croesus Mining, Highlight und Tom.com ihre Positionen räumen, Canon haben wir zur Hälfte verkauft. Zu den Hintergründen für die Verkäufe muß nicht mehr viel gesagt werden, da wir darauf ausführlich in der letzten Ausgabe eingegangen waren. Nur soviel: Bei kaum einem Titel waren es wie gesagt fundamen-

MUSTERDEPOT (START: 24.3.2003 MIT 100.000 EURO)										
PERFORMANCE: +46,5 % SEIT DEPOTSTART (DAX: +57,3 %); -1,6 % GG. VORMONAT (DAX: +5,6 %)										
TITEL (LAND)	WKN	STRATE- GIE**	STÜCK	KAUF- DATUM	KAUF ZU	KURS AKT*	WERT AKT*	DEPOT- ANTEIL	PERFORMANCE VORMONAT	PERFORMANCE SEIT KAUF
BANPU (THAI)	882 131	A	3.000	02.06.03	0,82	2,70	8.100	5,5%	+3,4 %	+229,3 %
SILVER STANDARD (CAN)	858 840	R	1.000	02.06.03	3,90	11,61	11.610	7,9%	-12,1 %	+197,7 %
ARQUES (D)	515 600	S	200	27.10.03	16,00	24,93	4.986	3,4%	+10,4 %	+55,8 %
HUANENG POWER (CHI)	892 647	A	150	08.08.03	44,80	67,95	10.193	7,0%	+17,8 %	+51,7 %
CNR (CAN)	865 114	R	150	18.09.03	34,00	49,89	7.484	5,1%	+11,6 %	+46,7 %
BAYWA (D)	519 406	S	700	28.10.03	9,50	12,20	8.540	5,8%	-2,0 %	+28,4 %
CANON (J)	853 055	A	150	31.03.03	32,50	41,70	6.255	4,3%	+8,0 %	+28,3 %
DURBAN DEEP (SA)	865 260	R	5.000	27.03.03	2,13	2,50	12.500	8,5%	-3,9 %	+17,4 %
PERILYA (AUS)	876 505	R	5.000	24.11.03	0,61	0,69	3.450	2,4%	-11,5 %	+13,1 %
ALSTOM S.A. (F)	915 183	S	3.000	10.02.04	1,69	1,89	5.670	3,9%	+11,2 %	+11,8 %
ALTANA (D)	760 080	S	100	25.02.04	47,95	53,20	5.320	3,6%	+1,0 %	+10,9 %
TRI-VALLEY (USA)	911 919	R	750	24.11.03	3,70	3,60	2.700	1,8%	-7,5 %	-2,7 %
CHAROEN POKPHAND (THAI)	885 591	A	90.000	24.03.04	0,088	0,083	7.470	5,1%	-	-5,7 %
SEVEN ELEVEN (J)	871 748	A	250	13.04.04	32,00	28,80	7.200	4,9%	-	-10,0 %
ZARUMA RESOURCES (CAN)	886 597	R	20.000	07.04.04	0,19	0,171	3.420	2,3%	-	-10,0 %
STADA ARZNEIMITTEL (D)	725 180	S	100	20.01.04	51,00	43,30	4.330	3,0%	-3,9 %	-15,1 %
SAP-PUT (D)	290 690	S	6.000	17.03.04	0,76	0,59	3.540	2,4%	-	-22,4 %
AKTIENBESTAND							112.767	77,0%		
LIQUIDITÄT							33.760	23,0%		
GESAMTWERT							146.527	100,0%		

*) am 19.4.2004; in Euro; **) Zugehörigkeit zu Strategiesegment (R=Rohstoffe/Energie; A=Asien; S=Spezialsituationen)

DURCHGEFÜHRTE VERKÄUFE UND KÄUFE		
TITEL	KURS (EURO)	STÜCKZAHL
DURCHGEFÜHRTE VERKÄUFE		
CANON	40,10	150
CROESUS MINING	0,34	15.000
HARMONY MINING	11,70	800
TATNEFT	21,60	250
TOM.COM	0,213	20.000
HIGHLIGHT COMMUNICATIONS	3,01	2.000
DURCHGEFÜHRTE KÄUFE		
ZARUMA RESOURCES	0,19	20.000
CHAROEN POKPHAND	0,088	90.000
SAP-PUT (WKN 290 690)	0,76	6.000
SEVEN ELEVEN	32,00	250

tale Motive, sondern die Notwendigkeit, Platz und Liquidität zu schaffen, um für unsere anderen Dispositionen Spielraum zur Verfügung zu haben. Da wir mit Durban Roodepoort ohnehin ein Standbein im südafrikanischen Gold-Sektor plaziert haben, fiel der Verkauf von Harmony – obwohl unglücklich auf einem Zwischentief – nicht ganz so schwer. Croesus Mining und Tom.com dagegen entwickelten sich in letzter Zeit dermaßen lustlos, daß sich ein Veräußern förmlich aufdrängte.

Neuaufnahmen

Umgekehrt sind wir bei Zaruma Resources, einem kleinen kanadischen Gold-Explorationsunternehmen, schließlich doch bei 0,19 Euro zum Zuge gekommen. Es handelt sich um eine spekulative Depotaufnahme, wie sie nun einmal bei einem Unternehmen, welches Goldvorkommen zu erschließen sucht, naturgemäß gegeben sein muß. Letzte und avisierte neue Meldungen aus dem Unternehmen stimmen uns allerdings mehr als zusehentlich. Ähnliches bei Charoen Pokphand, dem thailändischen Nahrungsmittelkonzern (Akte im Blickpunkt in Smart Investor 4/2004). Hier galt es, antizyklisch einzusteigen, nachdem die Hysterie um die asiatische Vogelgrippe ihren Höhepunkt erreicht hatte. Bei Seven Eleven überzeugte dagegen die Charttechnik, sowohl kurz- wie auch langfristig (sh. auch „Buy & Good Bye auf S. 31). Mit unserem SAP-Put jedenfalls liegen wir bis dato im roten Bereich. Wohlwissentlich, daß Übertreibungen nun mal ihre Zeit brauchen können, hatten wir einen langlaufenden Optionschein gewählt (bis Mitte nächsten Jahres in diesem Fall), so daß wir der gegenwärtigen Phase relativ entspannt zusehen können. Ein Stop Loss oder auch Nachkaufen ist nicht beabsichtigt.



Dax-Put als Chance...

Die fulminante Aufwärtstendenz der weltweit wichtigsten Aktienmärkte hat uns also ein wenig auf dem falschen Fuß erwischt, hatten wir doch mit einem deutlicheren Dämpfer für den Dax gerechnet (siehe auch Smart Investor 3/2004). Wir bleiben aber flexibel. Daß es jetzt nochmals nach oben geht, gibt uns die Gelegenheit, einen Dax-Put zu besseren Konditionen zu erwerben – auch dies hatten wir in der letzten Ausgabe bereits angedeutet. Schließlich gehen mit steigenden Kursen auch die Volatilitäten zurück, was die Optionsscheine „günstiger“ werden läßt. Wir hatten uns einen von Sal.Oppenheim ausgesucht (WKN 290 690), doch die Ausstattungsmerkmale wie Basispreis, Laufzeit und Emittent sind einem jeden selbst überlassen. Die genauen Details wie Positionsgröße und vor allem der Zeitpunkt der möglichen Aufnahme bleiben aufgrund der Kurzfristigkeit dem Smart Investor Weekly vorbehalten.



...und als Versicherung

Sollten die Märkte zunächst noch weiter nach oben gehen, haben wir kein Problem damit. Selbst unser stark rohstofflastiges Musterdepot hat sich vom Dax in einem Zeitraum von 13 Monaten praktisch nicht abhängen lassen, so daß wir auch eine weitere Aufwärtsbewegung des breiten Marktes aushalten werden. Vielleicht steigen einige unserer Spezialtitel dabei sogar wieder überdurchschnittlich. Sollte es dagegen zu einem schwächelnden Gesamtmarkt kommen, steht unser Musterdepot ebenfalls gut da – auch dies hat die bisherige Historie seit Bestehen des Smart Investor Magazins belegt. Eine wirkliche Gefahr ergibt sich allerdings bei scharfen Einbrüchen an den Märkten, denn – genau das hat sich herausgestellt – dann wird wenig zwischen Branchen unterschieden. So kamen beispielsweise unsere fundamental ohnehin sehr günstigen Depotwerte wie Perilya oder auch eine BayWa gleichermaßen stark unter Druck. Wenn sich zwischenzeitlich eine wirklich ungemütliche Marktlage abzeichnet, wir aber rechtzeitig den Dax-Put aufzunehmen in der Lage sind, haben wir zugleich so etwas wie eine Portfolio Insurance ins Depot geholt. Anstatt zahlreiche Positionen zu verkaufen, erwirbt man einen Put, dessen Gewinne im fallenden Markt die andernorts auftretenden Abschläge bei den Aktien ausgleichen sollten. Unsere Puts (SAP und vielleicht auf den Dax) dienen mithin zwei Zielen: einerseits kurzfristige Gewinne, andererseits zur Portfoliosicherung – ohne unsere Aktienbestände verkaufen zu müssen. Schließlich soll unser Musterdepot auch weiterhin betont langfristigen Charakter beibehalten und die Dispositionen nachvollziehbar sein. Kurzfristigere Transaktionen sind eine heikle Sache und gehen – auch bei uns, wie sich zeigte – nicht immer auf.

Turnaround

ce Consumer Electronic – am Tropf der US-Chipindustrie

Selbst die Weltmarktführerschaft im sogenannten Chipbroking hat ce Consumer nicht davor bewahrt, in den letzten drei Jahren mit dem Bauelementehandel regelrechten Schiffbruch zu erleiden. Nur wenn sich die optimistischen Branchenprognosen auch bewahrheiten, wird ce Consumer wieder Land sehen.

Nach der Übernahme der US-amerikanischen SND avancierte das in München ansässige Unternehmen vor zwei Jahren zum Weltmarktführer für den Handel mit elektronischen Bauelementen. Unternehmensgründer und bis vor kurzem Vorstandsvorsitzender Erich Lejeune kreierte dafür den einprägsameren Begriff „Chipbroker“. ce Consumer verfügt über 31 Stützpunkte weltweit und zählt rund 2.600 Lieferanten in seiner Datenbank. Lejeunes Prognose, daß ein solcher Chipbroker doch eigentlich in jeder Geschäftslage, also sowohl bei hohen wie auch niedrigen Speicherpreisen, Gewinne machen müsse, stellte sich im herbsten Einbruch, den die Halbleiterindustrie bis dato gesehen hatte, als Illusion heraus.

Fehler und Falltüren

Mehrere Punkte kamen zusammen. Im Nachhinein betrachtet weiß man, daß die Übernahme von SND deutlich zu teuer war. Horrende Abschreibungen auf Firmenwerte und unverkäufliche Lagerbestände waren die Konsequenz. Das eingekaufte Risiko eine weitere. Durch die überdurchschnittliche Exposition auf dem nordamerikanischen Markt fingen die Probleme erst richtig an. Denn in dem Land, das die Halbleiterindustrie einstmals aus der Taufe hob, brachen die Margen weg wie sonst nirgends, und das in einem Tempo, welches die gesamte Industrie in ein zwischenzeitliches Chaos stürzte. Mit 90 % der Umsätze in Nord- und Südamerika hängt ce Consumer am Tropf der US-Chipindustrie und kann daher fast schon als ein amerikanisches Unternehmen bezeichnet werden. Die Konvertierung in den starken Euro ist eines der akutesten Probleme.

Verbesserung oder Eintrübung?

Nach einem Krisenjahr 2002 folgte ein Jahr 2003, das immerhin eine Trendwende gesehen hat. In Zahlen: Gegenüber dem Vorjahr ging der Umsatz um fast 9 % auf unter 300 Mio. Euro zurück, vor allem durch Kostenreduktion ließ sich der operative Fehlbetrag auf 0,7 Mio. Euro eingrenzen (Vj: -7,2 Mio. Euro). Unter dem Strich aber stand erneut ein hohes Nettominus von 7,6 Mio. Euro. In erster Linie durch die angesprochenen Abschreibungen waren es im Vorjahr noch horrende 51,7 Mio. Euro Minus. Allerdings hat sich die Bilanz 2003 weiter eingetrübt. So sank die Eigenkapitalquote um 5 Punkte auf 42,6 %, während sich die liquiden Mittel auf 14,3 Mio. Euro halbierten. Die Nettoliquidität (also abzüglich Verbindlichkeiten) indes liegt bei knapp 5 Mio. Euro sogar im roten Bereich.

Notorische Prognoseunsicherheit

Mit dem jüngsten Aufschwung in der Halbleiterindustrie, die ein weltweites Volumenwachstum von mehr als 20 % für 2004 pro-

CE CONSUMER ELECTRONIC			
BRANCHE	HALBLEITER		
WKN	508 222	AKTIENZAHL (MIO.)	26,31
GJ-ENDE	31.12.	KURS AM 19.4.04 (EURO)	2,28
MITARBEITER	461	MCAP (MIO. EURO)	59,8

	2002	2003	2004E*
UMSATZ (MIO. EURO)	321,3	293,7	290,0
% GGÜ. VJ.		-8,6 %	-1,3 %
EPS (EURO)	-2,04	-0,29	0,00
% GGÜ. VJ.		-	-
KUV	0,19	0,21	0,21
KGV	-	-	-

*) Schätzungen von Smart Investor

gnostiziert, stehen die Chancen für ce Consumer gut, mindestens auf operativer Basis wieder in die Pluszone zu kommen. Weiteren Abschreibungsbedarf werde es nun nicht mehr geben, wie Vorstandschef Friedrich Rettenberger im Gespräch mit Smart Investor versicherte. Somit kann ce unbelastet nach vorne schauen, wenn, ja wenn nicht die weiterhin notorisch hohe Prognoseunsicherheit wäre, die der Branche zu schaffen macht. In den letzten drei, vier Jahren haben sich sämtliche Markteinschätzungen der einschlägigen Institute als Makulatur erwiesen. Vorsichtshalber nimmt deshalb auch ce bei den bekannten Vorhersagen ein paar Abstriche vor und kalkuliert konservativ. Man werde notfalls auch auf Umsatzvolumina verzichten, wenn nicht gleichzeitig Profitabilität gewährleistet werden könne, so Rettenberger.

Fazit & Ausblick

Zum ersten Mal in drei Jahren scheint der Preisanstieg bei Speicherbausteinen tatsächlich nachhaltiger zu sein, denn auch PC-Hersteller sollen ihre Ordertätigkeit wieder aufgenommen haben. Von einem weltweiten Wirtschaftsaufschwung und damit einem solchen in der Halbleiterindustrie wird ce Consumer zweifellos profitieren. Dabei wird aber mehr als ein Jahr stabiler Preise vonnöten sein, um das volumenabhängige Broking-Geschäft auf profitabilem Niveau anzusiedeln. Nicht nur ein schwächerer Dollar könnte diesem Ausblick jedoch einen gehörigen Strich durch die Rechnung machen. Auch der Kursverlauf von ce spiegelt diese „Restskepsis“ sehr anschaulich wider.

Falko Bozicevic

Kolumne

Vom disziplinierten Investieren

Von Joe Ross*

Selbstdisziplin ist meiner Meinung nach der wichtigste Punkt beim Anlegen, und wer danach handelt, der hat schon die halbe Miete. Mich interessiert nicht, wie gut ein Handelssystem ist, denn ohne die nötige Disziplin den Regeln zu folgen sind die Chancen auf einen langfristigen Erfolg nur sehr gering. Es spielt auch keine Rolle, wie gut jemand planen oder organisieren kann, denn ohne Disziplin sind diese Pläne schon von vornherein zum Scheitern verurteilt.

Jedoch erfordert Disziplin Selbstkontrolle, und da kommt das eigene Ego ins Spiel. Wer gewinnen will, der muß sein Ego vom Handeln trennen. Seien Sie kein Narr! Vergessen Sie Ihr Bild von sich selbst, wenn es um die Märkte geht. Denn sobald das Selbstwertgefühl in Investmententscheidungen miteinbezogen wird, werden nicht nur die besten Entscheidungen ruiniert, sondern auch die Selbstachtung.

Wir alle lesen und hören fast täglich von den Glanztaten einiger „großer“ Investoren. Sie alle erzählen von ihren höchsten Gewinnen und sie alle reden über große Beträge. Aber dennoch leiten sie alles von einem übertrieben großen Ego ab. Täuschen Sie sich nicht! Die meisten verschwinden früher oder später wieder, das gehört nun mal zum Geschäft.

Lassen Sie uns mal einen Moment nachdenken, was ein großes Ego alles anrichten kann. Nick Leeson zerstörte die Barings Bank. Victor Niederhoffers Fonds wies ein riesiges Defizit auf. Und John Merriweather fühlte sich so sicher mit seinen Strategien, daß er am Ende eine Krise im Bankensystem auslöste, als er mit dem 50fachen seines Kapitals ohne die Möglichkeit eines Verlustes zu beachten im Bondmarkt spekulierte. Wenn wir diese drei Personen betrachten, so kann man eine Gemeinsamkeit feststellen: Nach einer Zeit des Erfolges folgte stets der Zusammenbruch für sie und ihre Mitstreiter.

Es gibt mehrere Probleme, die aus einem überzogenen Ego folgen:

- ◆ Keine Stops; man möchte nicht wahr haben, daß man falsch liegt
- ◆ Zögern vor dem Einstieg; man will Bestätigung, bevor man handelt
- ◆ Zu viel Handeln; man möchte beweisen, wie gut man ist
- ◆ Die Position nicht schließen, wenn es Zeit ist; man hat sein Investment „geheiratet“ und möchte sich nicht „scheiden“ lassen.
- ◆ Verbilligen; man unternimmt alle Anstrengungen, um nicht falsch zu liegen
- ◆ Einen Gewinner zu früh verkaufen; man will die Bestätigung, daß man richtig lag
- ◆ Einer verpaßten Chance hinterher trauern; man lebt immer noch mit vergangenen Investments

In meinen 47 Jahren als Händler habe ich große Investoren kommen und gehen sehen. Zu viele von ihnen haben alles verloren, was sie

vorher gewonnen hatten. Der große W. D. Gann starb als Sozialhilfeempfänger, der legendäre Jesse Livermore beging Selbstmord, als er pleite war. Ich kenne Dutzende von Händlern, die ihr Geld verloren haben, da ihnen ihr Ego im Weg stand. Zu 100 % stimme ich mit der folgenden Aussage des großen S&P 500-Daytrader Marty Schwartz zu: „Ich kann es nicht oft genug erwähnen: Der wichtigste Wandel in meiner Börsenkariere kam, als ich lernte, mein Ego von meinen Handelsentscheidungen zu trennen. Die Börse ist ein psychologisches Spiel. Die meisten Leute gehen davon aus, daß sie gegen den Markt spielen. Aber den Markt kümmert das nicht! In Wirklichkeit spielst du nur gegen dich selbst. Du mußt damit aufhören, Dinge zu wollen, um zu beweisen, daß du richtig liegst. Höre, was der Markt dir gerade erzählt. Vergiß, was du vor fünf Minuten gedacht hast, vergiß, was er dir erzählt hat. Das einzige Ziel beim Handeln besteht nicht darin zu beweisen, daß man richtig oder falsch liegt, sondern darin, Geld zu verdienen.“

Dem würde ich nur noch eines hinzufügen: Handle was du siehst, nicht was du denkst. Man kann es sich einfach nicht leisten, das Ego oder die eigene Meinung mit einzubeziehen. Da das Anlegen ein unsicheres Geschäft mit Wahrscheinlichkeiten ist, dessen Ergebnis niemals vorher feststeht, kann ein zu großes Ego nur allzu leicht zerstört werden. Und wenn mit aller Kraft versucht wird, das Ego zu verteidigen, wird man am Ende selbst verlieren.

Falls das Selbstvertrauen mit den Handelsentscheidungen verbunden ist und mit den Kursen rauf und runter fällt, dann ist man selbst und sein Handelskonto in großen Schwierigkeiten. Das eigene Ansehen muß stark sein, ganz gleich wie die Handelsergebnisse ausfallen.

Um an den Märkten erfolgreich zu sein, muß man Vertrauen in die Sache und Vertrauen in sich selbst haben. Doch Selbstvertrauen darf nicht mit dem eigenen Ansehen verwechselt werden. Und eine Position wird auch nicht geheiratet. Falls man falsch liegt, sollte man die Position so schnell wie möglich schließen. Trading ist ein Geschäft wie jedes andere auch. Und wer jetzt beginnt, an seiner Disziplin zu arbeiten, wird es später sicherlich nicht bereuen.

Übersetzung aus dem Englischen: Sebastian Storfner

*) Joe Ross, Schöpfer der nach ihm benannten Ross-Trading-Methode, ist Autor von 12 Büchern zu den Themen Aktien-, Futures, Optionen- und Spread-Trading und blickt mittlerweile auf mehr als 45 Jahre Trading-Erfahrung zurück. Schwerpunkt seiner jetzigen Tätigkeit ist neben seinem eigenen Trading die Ausbildung von Tradern durch Schulungen und Seminare. Im Juni 2004 wird Joe Ross zu Vorträgen und Seminaren in Deutschland sein (sh. Veranstaltungshinweise auf S. 7).



Joe Ross

Interview mit einem Investor

„Einiges verpaßt man natürlich auch“

Smart Investor im Gespräch mit Georg Geiger, Vorstandsvorsitzender der Vermögensmanagement-Gesellschaft Value-Holdings AG, über attraktive Bewertungen, die verbliebenen Kursspielräume und das Timing-Problem von Value-Investoren*

Smart Investor: Herr Geiger, vielleicht erklären Sie uns zunächst Ihren Value Investing-Ansatz.

Geiger: Wir gehen nicht an die Börse an sich heran, sondern an die Bewertung von einzelnen Unternehmen. Value-Holdings investiert also nicht in den Markt. Wir nehmen uns statt dessen zahlreiche fundamentale Kennzahlen vor, wie z.B. KGV, Kurs-Buchwert-Verhältnis, Dividendenzahlungen, Cashflows und Eigenkapitalrenditen. Daraus ermitteln wir dann für jede Aktie einen fairen Wert. Ist der Abschlag auf diesen Fair Value attraktiv genug, dann investieren wir in dieses Unternehmen, bei Erreichen oder Überschreiten verkaufen wir dementsprechend. Wir beschränken uns dabei auf deutsche Gesellschaften, und dort wiederum kommen vor allem solche aus der sogenannten Old Economy in Betracht.

Smart Investor: Ihr Ansatz scheint mir dem von Fondsmanager Frank Lingohr sehr zu ähneln (siehe auch Smart Investor 8/2003). Für welche Kennzahl interessieren Sie sich denn am meisten?

Geiger: Da haben Sie in der Tat recht, unser Ansatz basiert auf einem ähnlichen Kennzahlengerüst. Bei der Gewichtung der einzelnen Faktoren zeigen sich aber Unterschiede. Wir achten z.B. darauf, daß die Eigenkapitalrendite bei mindestens 10 % liegt, denn nach unserem Selbstverständnis werden wir bei einem Aktienkauf unternehmerisch tätig. Und 10 % p.a. sollte ein solches Engagement schon einbringen.

Smart Investor: Und welche Rendite konnten Sie hiermit durchschnittlich über einen längerfristigen Zeitraum erwirtschaften?

Geiger: Seit Gründung von Value-Holdings im Jahr 1992 haben wir durchschnittlich 20,2 % p.a. erwirtschaftet. Im Krisenjahr 2002 war die Rendite mit einem Minus von 11 % erstmals negativ, aber im Vergleich zum Dax mit über minus 40 % natürlich doch mehr als vorzeigbar. Die Sorge unserer Berater bezüglich der bevorstehenden Gespräche mit den Kunden zum Ende des Jahres war damals, wie sich zeigte, unberechtigt, denn im Kontrast zu den meisten anderen Fondsgesellschaften standen wir ziemlich gut da mit vergleichsweise geringen Einbußen.

Smart Investor: Im Zeitraum Ende 2001 bis Anfang 2003 kamen Sie nun aber auch nicht ungeschoren durch die rauhe Marktphase. Was haben Sie daraus gelernt, oder anders: Würden Sie heute eventuell etwas anders machen?

Geiger: Auch wir sind zu früh eingestiegen. Hielten wir Abschläge auf den fairen Wert im Laufe des Jahres 2002 von 30 % bereits für attraktiv, so mußten wir mit ansehen, daß wir die gleichen Aktien wenige Monate später sogar mit 40 oder 50 %

Discount bekommen konnten. Das ist aber eine Timing-Frage, und die ist für Value-Investoren immer ein Problem. Unseren Cash-Bestand haben wir bis in den Frühling 2003, als die Märkte ihre Tiefs erreichten, tatsächlich auf praktisch Null heruntergefahren. So gesehen legte unser Einstieg 2002 die Basis für eine gute Performance im Jahr 2003. Ihre Frage müßte ich also verneinen, wir würden es wieder so machen.



Georg Geiger

Smart Investor: Wenn ich Sie richtig verstehe, dürften Sie dann mit einem Stop-Loss, also einer Verlustbegrenzung, rein gar nichts am Hut haben, oder?

Geiger: Das ist richtig. So etwas gibt es im Prinzip nicht bei uns. Nur wenn sich operativ bei der Firma etwas Grundsätzliches geändert hat, müssen wir neu nachdenken. Wenn das Gespräch mit dem Management überzeugend ausfällt, dann kaufen wir sogar eher nach.

Smart Investor: Und da gab es noch keine Bruchlandung?

Geiger: Nun, wir haben damals den Neuen Markt kategorisch ausgeschlossen. Einerseits waren die Geschäftsmodelle teilweise viel zu wacklig, als daß so etwas für Value-Holdings in Frage gekommen wäre, andererseits soll man ja – ganz gemäß Warren Buffett – nur in Unternehmen investieren, deren Geschäft man auch versteht. Bei High Techs ist das zugegebenermaßen nun mal nicht immer der Fall. Auch müssen diese einen hohen Teil ihres Cashflows permanent für Forschung & Entwicklung und die Produktpipeline abzweigen, womit die Kennzahlen, wie wir sie betrachten, zwangsläufig nicht besonders gut aussehen. Wir haben also bis heute nie auch nur einen Titel gehabt, der sich beispielsweise im Wert mal eben halbiert hat.

*) Georg Geiger ist seit über 20 Jahren im Wertpapiergeschäft aktiv. Nach dem Studium der Betriebswirtschaft war er zunächst als Wertpapieranalyst tätig, zuletzt als Leiter der Abteilung Aktien-Research beim Bankhaus H. Aufhäuser in München. Seit 1992 ist er Vorstand der Value-Holdings AG.

Smart Investor: Nur schließen Sie auf diese kategorische Weise nicht einige Unternehmen auch zu unrecht aus Ihrem Anlageuniversum aus?

Geiger: Ja, in der Tat. Storys wie etwa die Spekulationen auf Sonderausschüttungen etc. verpassen wir natürlich auch mit unserem Ansatz, wenn wir uns vor allem auf das operative Geschäft und die Eigenkapitalrenditen focussieren.

Smart Investor: Finden Sie denn derzeit überhaupt noch Aktien, in die es sich nach dem Value-Ansatz zu investieren lohnt?

Geiger: Naja, es wird schwieriger, aber es gibt sie noch. Unsere Cash-Quote liegt aktuell bei rund 45 %, sie kann dabei zwischen 0 und 100 % schwanken. Vor ein paar Wochen war sie sogar noch etwas höher. Wie gesagt, wenn unser ermittelter Fair Value erreicht wird, verkaufen wir den Titel. Jüngste Beispiele von Verkäufen wären Jungheinrich oder auch Bilfinger Berger.

Smart Investor: Wo sind Sie denn heute dann noch investiert, welches sind die Ihrem Modell nach am deutlichsten unterbewerteten Aktien?

Geiger: Wir haben zur Zeit elf Papiere im Depot. Und zur Info: Keines davon ist aus dem Dax. Unternehmen wie Altana, VW oder Bayer haben wir inzwischen gemäß unseren Anlageregeln wieder verkauft. Unsere derzeitigen Depotwerte stammen nunmehr alle aus dem MDax und SDax. Um Ihre Frage zu beantworten, wären zum Beispiel Südzucker oder Zapf Creation zu nennen. Wir waren der Auffassung, daß Zapf nach dem Einbruch unter 20 Euro wieder mit einem attraktiven Abschlag bewertet war. Auch Hugo Boss ist unserer Meinung nach ein interessantes Un-

ternehmen, auf das unsere Kriterien zutreffen. Titel, die noch unterbewertet sind, aber wo wir erst noch aufstocken, kann ich Ihnen aufgrund der Marktmenge in diesem Bereich leider nicht ver-raten, sorry.

Smart Investor: Sind die z.B. auf Ihrer Internetseite nachzulesenden Leitlinien mehr als ein Lippenbekenntnis – schließlich schreibt sich fast jede Anlagengesellschaft zu, mit dem Vermögen der Kunden so vertrauensvoll umzugehen wie mit eigenem?

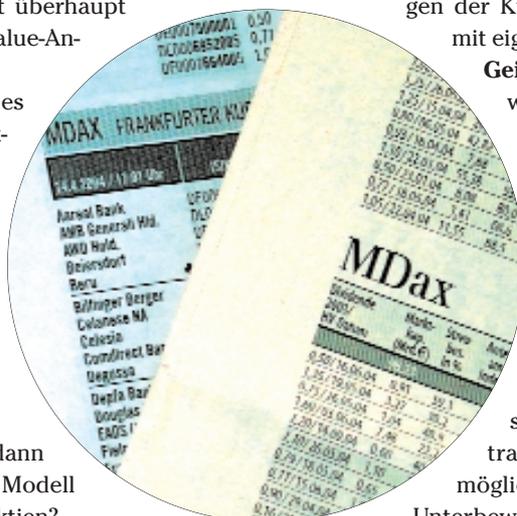
Geiger: Das stimmt sicherlich. Ich kenne aber wohl keinen Mitarbeiter bei uns, der nicht selbst auch bei Value-Holdings investiert wäre.

Smart Investor: Zum Abschluß: Wie wäre denn Ihr makroökonomischer Ausblick für die nächsten Jahre?

Geiger: Nun, Sie wissen, daß ich auf diese Rahmenbedingungen praktisch gar kein Gewicht lege. Wir leiten einen solchen Ausblick höchstens ab aus der Attraktivität der gegenwärtigen Investmentmöglichkeiten. Wir sehen jetzt vielleicht noch Unterbewertungen von 10 oder 20 %, vor einem Jahr war das sicher doppelt so viel. Daraus ergibt sich, daß wohl auch das Umfeld, in dem wir uns jetzt befinden, weit weniger Spielraum nach oben bietet, als dies von vor einem Jahr der Fall war.

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

Interview: Falko Bozicevic



Anzeige

financial.de
Information you can trust

UNTERNEHMEN VON A-Z

UNTERNEHMEN	WKN	SEITE
ACTELION	936 767	34
AMGEN	867 900	35
BANPU	882 131	36, 38
BB BIOTECH	888 509	34
BILFINGER BERGER	590 900	43
BIOGENIDEC	789 617	35
CANON	853 055	39
CE CONSUMER ELECTRONIC	508 222	40
CELGENE	881 244	35
CHAROEN POKPHAND	885 591	38
E-M-S NEW MEDIA	521 280	8
EVOTEC OAI	566 480	35
GENZYME	871 137	35
GILEAD SCIENCES	885 823	35
HUGO BOSS	524 553	43
JUNGHEINRICH	621 993	43
MERKUR-BANK	814 820	8
MICROSOFT	870 747	31
NEXUS	522 090	8
OHB TECHNOLOGY	593 612	8
PRO DV	696 780	8
RWE	703 712	21
SERONO	940 868	35
SEVEN ELEVEN	871 741	31, 38
SOFTING	517 800	8
STADA	725 180	32, 38
STRATEC BIOMEDICAL	728 900	37
SÜDZUCKER	729 700	43
SUEZ	852 491	21
VEOLIA	501 451	21
ZAPF CREATION	780 600	43
ZARUMA	886 597	38

Vorschau

auf Smart Investor 6/2004

Anleihen

Wissenswertes über festverzinsliche Wertpapiere + Marktausblick

Risiko-Lebensversicherungen-Fonds

Eine hochrentierliche Anlage bei vertretbarem Risiko?

Börsentagungen

Smart Investor berichtet von Veranstaltungen der vergangenen Wochen

Österreichische Small Caps

Titel aus der Alpenrepublik

IMPRESSUM

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

2. Jahrgang 2004, Nr. 5 (Mai)

Verlag:

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

Preise:

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

Redaktion:

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

Abonnementverwaltung:

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

Freie Mitarbeiter:

Magdalena Brud, Adam Jaku-
bowski, Tobias Karow, Stefan
Preuß, Hans Jörg Müllenmeister,
Heiko Seibel, Kevin Sternkopf,
Holger Steffen, Sebastian Storfner

Charts

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

Gast-Autoren:

Uwe Bergold, Richard Mayr,
Christoph Mittermaier, Hilmar
Platz, Joe Ross

Druck:

Offsetdruckerei Wende, Berlin

Redaktionsanschrift:

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

Haftung und Hinweise:

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

Bildredaktion:

Andreas Potthoff

Titel:

Illustration Schuppler
(schuppler@direkt.at)

Nachdruck:

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

Gesamtgestaltung:

Andreas Potthoff

Anzeigen:

An den Verlag. Gültig ist die Preis-
liste Nr. 1 vom 1. April 2003

Anzeigenleitung:

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

Erscheinungs- termine 2004:

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

VKZ B 61978
ISSN 1612-5479

Zitate

Der Faktor Zeit

„Langfristig sind wir alle tot.“

John Maynard Keynes (1883-1946), Nationalökonom und Börsenspekulant

„Mittelmäßige Geister verurteilen gewöhnlich alles, was über ihren Horizont geht.“

François VI. Duc de La Rochefoucauld (1613-1680), Schriftsteller

„Das Komische ist der Übergang aus momentaner Angst in kurzdauernden Übermut.“

Friedrich Nietzsche (1844-1900), Philosoph

„Alles, was gegen die Natur ist, hat auf Dauer keinen Bestand.“

Charles Darwin (1809-1882), Begründer der Evolutionstheorie

„Man kann einige Menschen die ganze Zeit und alle Menschen eine Zeitlang zum Narren halten; aber man kann nicht alle Menschen allezeit zum Narren halten.“

Abraham Lincoln (1809-1865), US-Präsident

„Nichts auf der Welt kann Ausdauer ersetzen. Talent jedenfalls nicht – nichts ist so häufig wie erfolgreiche Leute mit Talent. Auch Genialität nicht – verkannte Genies sind sprichwörtlich.“

Calvin Coolidge (1872-1933), US-Präsident während der „Roaring twenties“

„Wenn ich schon an Silvester nach Berlin fahre, dann dehne ich das doch ein bißchen aus.“

*Ernst Welteke (*1942), Hotelgast und Präsident a.D. der Deutschen Bundesbank*

Nicht nur die Nutzer derivativer Finanzinstrumente wissen um den entscheidenden Einfluß des Faktors Zeit auf den Börsenerfolg, auch der ursprünglich zynisch gemeinte Ausspruch von Lord Keynes läßt sich tatsächlich kaum ernsthaft bestreiten. Letztlich dürfte der Sinn – nicht nur unseres Börsendaseins – wohl darin bestehen, die Zeit bis zum Unausweichlichen einigermaßen sinnvoll zu nutzen.

Für Investoren besteht einer der wesentlichen Erfolgsfaktoren darin, langfristige Entwicklungen rechtzeitig zu erkennen und zutreffend einzuschätzen. Offenbar mangelt es aber den Menschen an einem Sinnesorgan, um eben diese langfristigen Entwicklungen, wie etwa die Kondratieff-Zyklen, direkt wahrzunehmen. La Rochefoucaulds Warnung ist also mehr als berechtigt. Nur weil wir unfähig sind, etwas wahrzunehmen, bedeutet das nicht, daß es nicht existiert. Das Tückische in diesem Zusammenhang ist, daß langfristige Bewegungen kurzfristig entweder als Stillstand erscheinen, oder von heftigen Schwankungen überlagert werden.

Gerade diese kurzfristigen, und teils extremen Stimmungsschwankungen sind allerdings keineswegs ein Privileg der Institution Börse. Bereits Nietzsche beobachtete dieses wohl allgemein menschliche Phänomen, das sich an der Börse lediglich besonders augenfällig manifestiert.

All jenen, die glauben, durch kurzfristige Marktinterventionen unerwünschte Trends brechen zu können, sei die Erkenntnis von Charles Darwin ins Stammbuch geschrieben – langfristig werden sich die natürlichen Entwicklungen durchsetzen, oder wie ein ehemaliger deutscher Staatsratsvorsitzender formuliert haben könnte: Den Trend in seinem Lauf halten weder Ochs noch Esel auf. Wo wir schon bei Stammbüchern und Politikern sind, es wäre schön, wenn einige der heute Handelnden die Worte des ehemaligen US-Präsidenten Abraham Lincoln hin und wieder beherzigen würden.

Von ganz besonderer Bedeutung ist allerdings – und damit kehren wir zur Börse zurück – die Zeit, die man bereit ist einer Sache zu widmen. Ein weiterer US-Präsident, Calvin Coolidge, wies darauf hin, daß selbst beste Voraussetzungen nicht zum Erfolg führen, wenn es an der nötigen Ausdauer fehlt.

Nach so viel historischer Prominenz noch eine abschließende Warnung des frischgebackenen Ruheständler Ernst Welteke: Er demonstrierte, daß eine blinde Anwendung des Prinzips „Ausdauer“ mitunter auch nur zu einem unnötig langen Verweilen in Hotelsuiten oder auf Präsidentensesseln führen kann.