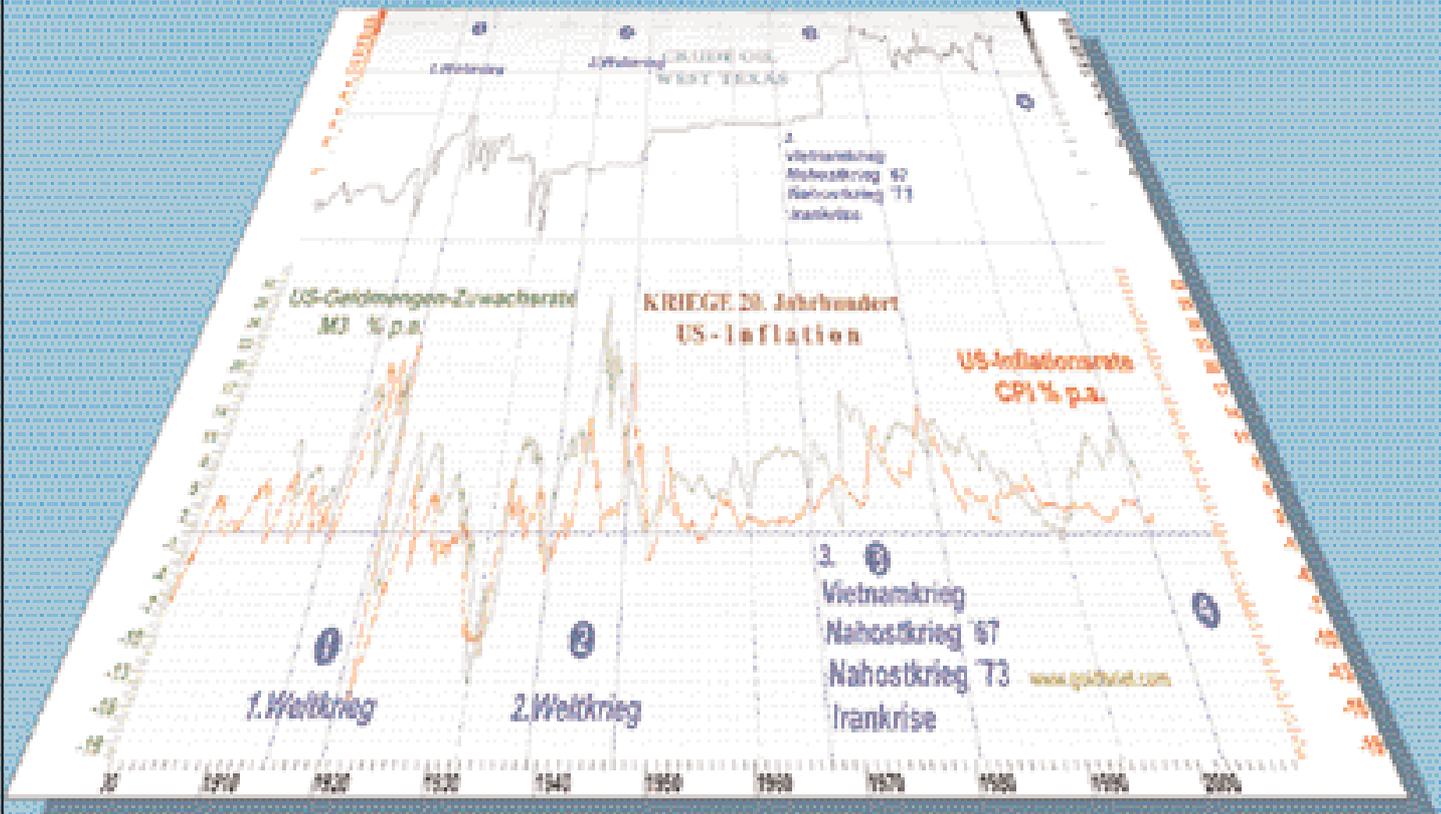


# Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger



## Krieg und Inflation

im 30-Jahres-Zyklus

**DAX 5.000!**

Ken Fishers gewagte  
Prognose

**JAPAN**

Aufgehende Sonne  
auch an der Börse?

**CONTRARY OPINION**

Vom Mut entgegen der  
Masse zu denken!



## Editorial

# Wider den Mainstream



Ralf Flierl

Es kann nicht oft genug betont werden, daß mit dem Befolgen der Massenmeinung an der Börse auf Dauer kein Geld verdient wird. Und daher hat sich das *Smart Investor*-Team auf die Fahne geschrieben, auch solche Themen zu behandeln, die momentan tabu oder noch nicht akut, nach landläufiger Meinung unrealistisch oder aber irgendwie unangenehm sind. Vor diesem Hintergrund ist auch die Titelstory von Johann A. Saiger, dem Herausgeber des Goldbriefs, über die Verbindung von Konjunktur und Inflation mit kriegerischen Aktivitäten zu sehen. Sicherlich, dieses Thema ist beklemmend. Deshalb aber davor die Augen zu verschließen, könnte sich eines Tages als fatal herausstellen.

Nur weil wir uns auch mit unangenehmen Themen beschäftigen, heißt das ja noch nicht, daß wir dem Schwarzsehertum anheim gefallen sind. Ganz im Gegenteil. Wie unser Bericht über und das Interview mit dem US-Vermögensverwalter Kenneth Fisher zeigt, lassen wir auch äußerst optimistische Stimmen zu Wort kommen. Letztendlich prognostizieren ja auch wir für den deutschen Aktienmarkt eine mehr als zwölf Monate dauernde sehr scharfe Bearmarket Rallye – Stichwort: Pit Bull Market –, womit wir uns momentan im eher kleinen Lager der Optimisten und damit nicht im

Mainstream befinden dürften. Natürlich sind uns die Probleme allerorten bewußt. Genauso aber wissen wir, daß, sobald alle Probleme auf dem Tisch und eingepreist sind, der Markt fast nur noch eine Möglichkeit hat, nämlich zu steigen.

Inwieweit der Markt bzw. die Marktteilnehmer etwas eingepreist haben oder nicht ist in der Regel recht schwer auszumachen. Am ehesten scheint uns dies noch mit Hilfe der Sentimenttechnik möglich zu sein. Und genau aus diesem Grund finden Sie ab dieser Ausgabe im Research-Teil auch eine Rubrik mit dem gleichen Namen, in der die Märkte aus dem Stimmungs-Blickwinkel beobachtet werden. Nur dadurch läßt sich feststellen, wo der Mainstream verläuft, um gegebenenfalls konträr zu handeln. Apropos Stimmung. Ganz eng mit diesem Begriff sind auch die Komplexe Contrary Opinion bzw. Behavioral Finance verknüpft, und auch diese beiden Themen werden daher in der vorliegenden Ausgabe gebührend behandelt.

Schließlich möchte ich noch auf die neue Rubrik „Das große Bild“ hinweisen, in der wir Ihnen regelmäßig unsere Sicht der Märkte und der Wirtschaft in knapper Form erläutern und die aktuellen Artikel zueinander in den Kontext stellen wollen. Somit haben Sie die Möglichkeit, unsere Gedankengänge und auch die Änderung derselbigen im Zeitablauf mitzuverfolgen. In diesem Zusammenhang möchte ich mich für die zahlreichen Zuschriften auf die erste *Smart Investor*-Ausgabe bedanken. All Ihre Anregungen und Kritik nehmen wir sehr ernst, und noch eines: Jede Zuschrift wird von uns beantwortet. Sollte dies bei Ihnen bisher noch nicht der Fall sein, so haben Sie bitte noch etwas Geduld.

Ich hoffe, wir haben ein spannendes und gewinnbringendes Programm für Sie zusammengestellt, und wünsche Ihnen nun viel Spaß beim Lesen und viel Erfolg bei Ihren Investments.

Ralf Flierl  
Chefredakteur Smart Investor

## Hochschulen

**AK Banking**  
präsentiert:



Ein Börsenspiel der besonderen Art:  
Das **Trading Game 2003**

Jederzeit einsteigen &  
tolle Preise gewinnen!

Kostenlos unter:  
[www.ak-banking.de](http://www.ak-banking.de)

Endlich...mal wieder  
mit 100.000 € an  
die Börse gehen!



Wer ist der beste Trader an Deutschlands Unis?  
Man nehme 100.000 € Spielgeld und lege es  
drauf an. Für genügend Konkurrenz ist gesorgt:

Die Studenten messen sich mit Unternehmern  
und Vermögensverwaltern deutschlandweit  
beim **Trading Game 2003**, einem Börsenspiel  
mit einer professionellen Handelsplattform des  
Daytrading-Anbieters **actor AG** aus Hamburg.

- Mitmachen kann jeder, der traden kann. -

Die Idee kommt von der Studenteninitiative  
"AK Banking e.V." der renommierten Privat-FH  
"International School of Management" (ISM) in  
Dortmund ([www.ism-edu.de](http://www.ism-edu.de)), die seit 2001  
den Studiengang Finance & Assetmanagement  
neben "International Business" und "Hotel- und  
Tourismusmanagement" anbietet und in den  
aktuellen Hochschul-Rankings ganz oben steht.

"Es ist nach wie vor möglich, mit Trading auf  
den internationalen Finanzmärkten Geld zu  
verdienen. - Man muss nur mit den richtigen  
Instrumenten handeln, dann kann man schon  
alleine mit Kursbewegungen verdienen, egal ob  
die Kurse fallen oder steigen." so das Motto für  
das Spiel, wo 1€ beim €/\$ **50% Gewinn** heißt.

Unterstützt wird das Spiel von **ak brokerage**  
und von **V-exchange**, einem Unternehmens  
und VC Portal. ([www.V-exchange.de](http://www.V-exchange.de))

**Preise:** Lotus E-Sprit fahren, Clubcard für den  
Promi-Club 90grad in Berlin, Champagner,  
Luxus-Hotel Schloss Lössenau und vieles mehr!

Anmelden

Gewinnen

In Kooperation mit:

**Smart Investor**  
Das Magazin für die deutschen Anleger

AK Banking e.V.  
Stellen Korbach  
Otto-Hahn-Straße 19  
44227 Dortmund  
Tel: 0231-6969690  
[info@ak-banking.de](mailto:info@ak-banking.de)



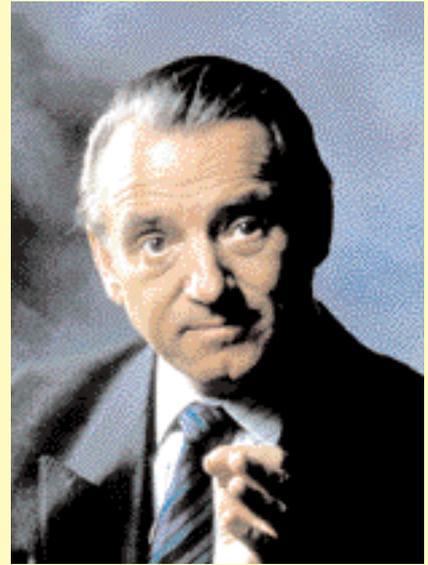
Johann A. Saiger, Herausgeber des Goldbriefs und des Midas Investment-Reports

Zwischen Krieg und Frieden, Überschuldung und Inflation bestehen feste Korrelationen, bei denen sich immer wieder Zyklen über 30 Jahre beobachten lassen. Demzufolge hat im Jahr 1980 ein weiterer Zyklus begonnen, der 2010 seinen Hochpunkt in der Inflation sehen dürfte. Seiten 15 bis 18.



Ken L. Fisher, Vermögensverwalter und Forbes-Kolumnist

Ken Fisher erläutert seine aufsehenerregenden Aktienmarktprognosen anhand des von ihm entdeckten Modells, eine Art von Contrary Opinion-Ansatz unter Einbeziehung des vorherrschenden Sentiments. Fisher prognostiziert einen Dax-Stand von etwa 5.000 zum Jahresende. Seiten 6 bis 8.



Roland Leuschel, Kolumnist und Ehren-Direktor der Banque Bruxelles Lambert

Der als Crash-Prophet bekannt gewordene Roland Leuschel erklärt seine Investmentgrundsätze. Seiner Meinung nach wird es zu einem weiteren drastischen Dollarverfall und einer Weltwirtschaftskrise kommen. Den deutschen Markt sieht er auf Jahre hinaus in einer Seitwärtsentwicklung. Seiten 44 und 45.

#### Märkte

- 6** Mut zur Lücke - Ken Fishers Aktienmarkt-Prognosen
- 8** „Dax 5.000 - ein bißchen mehr oder weniger“  
Interview mit US-Vermögensverwalter Ken L. Fisher
- 9** Geiz ist geil - die Aldisierungs-welle rollt
- 12** In Potentialen denken - am japanischen Aktienmarkt sucht man Bullen vergebens

#### Hintergrund

- 15** **Titelstory:**  
Krieg und Frieden im Wirtschaftszyklus
- 20** Sentimentanalyse mit Hilfe des sentix
- 22** **Prinzipien des Marktes:**  
Contrary Opinion
- 25** Behavioral Finance:  
„Erkenne dich selbst und analysiere die Trends“
- 27** Sell in May and go away – Der Dax im Jahresverlauf

- 28** **Derivate:**  
Sushi oder Selters - Entscheidung im Nikkei steht bevor

#### Research

- 30** **Aktie im Blickpunkt:**  
Baader Wertpapierhandelsbank AG – Back to the Roots
- 32** **Externe Analyse:**  
Pfeiffer Vacuum Technology AG: Derzeit kein erfolgversprechendes Investment  
Manuel Hölzle, GBC - German Business Concepts GmbH
- 34** **Buy & Good Bye:**  
Dr. Hönle, Ixos Software, Harmony Mining und General Motors
- 36** **Das große Bild:**  
Über die Divergenz von Ost und West und andere Prognosen
- 38** **Relative Stärke:**  
Wann verläßt Asien das Krankenlager?
- 34** **MoneyTalk:**  
Hans-Joachim Oltersdorf, CFO der Fielmann AG

- 40** **Musterdepot**  
Hebel für Depot
- 41** **Sentimenttechnik:**  
NOTES und LQM

#### Potpourri

- 42** **Kolumne:**  
Von der Schwierigkeit, kritisch zu sein,  
Dr. Bernd Niquet
- 44** **Interview mit einem Investor:**  
„Geld zu verdienen, wird zukünftig schwieriger sein als früher“, Roland Leuschel
- 46** **Zitate:**  
Über Amerikas neue Waffen: weltmännische Rhetorik, fremdes Öl und die eigene Währung

- 43** **Unternehmensindex**  
Vorschau Smart Investor 7/2003  
Impressum

# Mut zur Lücke

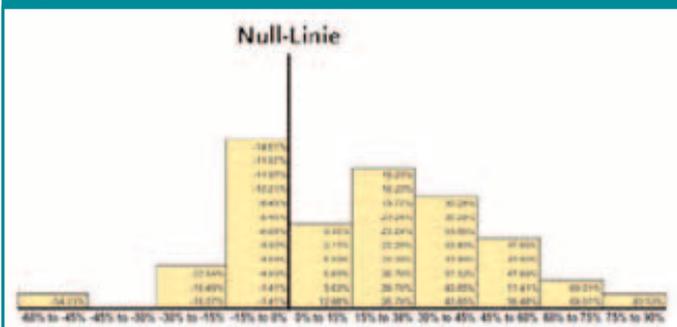
US-Vermögensverwalter Ken L. Fisher sieht ein „extremes Jahr 2003“ voraus. So prophezeit er für den Dax einen Jahresendstand von ca. 5.000 Punkten. Was zunächst wie Selbstmarketing aussieht, hat in Wirklichkeit Hand und Fuß – und vor allem „Loch“!

Hinter spektakulären Aktienmarktprognosen stehen oftmals selbsternannte Gurus, die das Licht der Öffentlichkeit suchen. Eine solche Absicht kann man US-Vermögensverwalter Ken Fisher jedoch nicht unterstellen. Seine Prognosen – z.B. Dax mindestens 5.000 Punkte zum Jahresende – sollte man nicht einfach wegwischen, sondern seinen Argumenten aufmerksames Gehör schenken. Denn die bisherige Trefferquote spricht für sich.

## Effiziente Märkte, ineffizientes Research

Kenneth Fisher, CEO und Gründer von Fisher Investments, kooperiert in Deutschland mit dem Vermögensverwalter Thomas Grüner aus Rodenbach bei Kaiserslautern. Dabei ist die Herangehensweise des bekannten Forbes-Kolumnisten und Buchautoren Fisher alles andere als schwer nachvollziehbar. Er verfolgt im Prinzip eine Art von Contrary Opinion-Ansatz, der bei Bedarf mit der Einbeziehung des vorherrschenden Sentiments untermauert wird. Seine Vorgehensweise stützt sich auf die Kapitalmarkttheorie, die eine starke Informationseffizienz bescheinigt. Die Kurse auf Märkten mit starker Informationseffizienz spiegeln alle Information wider, sogar die noch unveröffentlichten. Selbst Insiderinformationen versprechen hier keine Überrenditen mehr. Die Aussage „Der Markt hat immer recht“ ist kennzeichnend für einen effizienten Markt. Professionals suchen von Berufs wegen den gesamten Tag über nach Informationen, die ihnen bei ihren Marktprognosen helfen sollen. Es ist jedoch abwegig, einem effizienten Markt zusätzliche Informationen entlocken zu wollen. Denn auch die kollektive Voraussage dieser Marktbeobachter resultiert damit aus den Märkten selbst. Die meisten Analysten drehen sich deshalb nur im Kreise, ohne sich dessen bewußt zu sein. Zugleich wird damit ein anderes Phänomen erklärt. Privatanleger beschäftigen sich in der Regel weit weniger ausgiebig mit dem Markt, doch ihre Prognosen sind letztlich auch nicht schlechter als die der Professionals.

ABB. 1: DAX-PROGNOSEN FÜR 2003



copyright 2003 - Fisher Investments / Grüner Vermögensmanagement  
Prozentuale Veränderungen, zusammengefaßt jeweils in Intervallen (ein Intervall entspricht 15%)

## Negativer Ausschluß

Damit steht schon einmal fest, was nicht eintreten kann. Was übrig bleibt, sind sogenannte „Löcher“ in den Prognosen der „Profis“, also Aktienmarktentwicklungen, die sie für unwahrscheinlich oder gar unmöglich halten. Oder anders ausgedrückt: Fisher sammelt die Vorhersagen der Analysten (eingeteilt in äquidistante Schätzungsintervalle) und prognostiziert dann exakt das, was die wenigsten oder niemand erwartet.



Ken L. Fisher

Gerade in diese Prognose-Löcher der Experten stößt die Marktentwicklung nämlich mit schöner Regelmäßigkeit hinein, wie die Grafik für den S&P 500 der letzten Jahre eindrucksvoll zeigt. Anfang der 90er Jahre waren die Professionals skeptisch – schließlich, so der Konsens damals, könne der Bullenmarkt der 80er Jahre nicht unbegrenzt andauern. Das Gegenteil trat ein: Der US-Markt ging weiter nach oben, die gängigen Prognosen erwiesen sich als zu konservativ. Doch die Analystengemeinde ging nur zögerlich zu höheren Prognosen über – der Markt beschleunigte in der zweiten Hälfte der 90er Jahre nochmals – und wieder stellte sich der Konsens als zu pessimistisch heraus. Dies änderte sich erst, als der Boom der vermeintlichen New Economy im Jahr 2000 sein jähes Ende fand. Der Analystenkonsens war nun aber an die Vorgängerjahre adaptiert. Genau dies erwies sich jedoch nun als tragisch, denn statt anvisierter 20 % Plus verzeichnete der S&P in diesem Jahr einen Rückgang um 8 %. Im Folgejahr klappte die Schere zwischen Konsens und tatsächlicher Entwicklung noch weiter auseinander, da die Analysten sich nicht an die veränderten Gegebenheiten angepaßt hatten. Gleiches Spiel im Folgejahr.

## Ein extremes Jahr 2003?

2003 wird nun höchst interessant. Nicht nur, weil man auf die Bestätigung oder Falsifizierung dieses Prognoseinstrumentes gespannt sein darf, sondern weil die Marktmeinung unter deutschen Professionals zum Jahreswechsel fast eine perfekte Glockenkurve ergeben hatte (sh. Grafik). Die Verwirrung nach



Thomas Grüner

drei Jahren Baisse ist also komplett. Richtige „Löcher“ sind nicht zu erkennen, aber es bleiben die extremen Enden außerhalb der Dax-Glockenkurve. Dies bedeutet – Fishers Theorie folgend – im Falle des S&P einen Einbruch um nochmals mindestens 40 %, oder aber einen Zuwachs um 40 % oder mehr. Was nach viel klingt, ist noch gar nichts für den deutschen Markt. Im Schaubild ist ein Prognose-Loch jenseits der Marke von -22 % zu sehen (ein einziger Analyst mit 54 % Minus bleibt als Ausreißer unberücksichtigt) sowie der Bereich rechts von +70 % (auch hier gibt es einen Ausreißer mit +83 %).

**Dax 5.000: Es bleibt praktisch nichts anderes**

Bleibt aber noch die Frage, welcher Ausgang nun der plausible ist. Dazu zieht Fisher vor allem sentimenttechnische Daten heran, aber auch Statistiken wie Präsidentschaftszyklen etc. Für einen Ausgang auf der negativen Seite war zum Jahreswechsel eben jenes Sentiment bereits viel zu bearish, als nämlich – nicht zuletzt in den Medien – nur noch darüber gerätselt wurde, wie wahrscheinlich ein viertes Baissejahr in Folge sein könnte. Da Fisher nach dem Ausschlußverfahren vorgeht, bleibt folgerichtig nur ein Plus von mindestens 70 % für den deutschen Markt übrig bzw. von wenigstens 35 % im S&P. Ausgehend von den Indexständen zum Jahreswechsel kommt man so auf rund 5.000 Dax-Zähler und 1.230 Punkte für den S&P 500. Speziell beim Dax mit seiner hohen Schwankungsfreude können es auch ein paar Punkte mehr oder weniger werden, eine Punktlandung ist also keinesfalls angesagt.

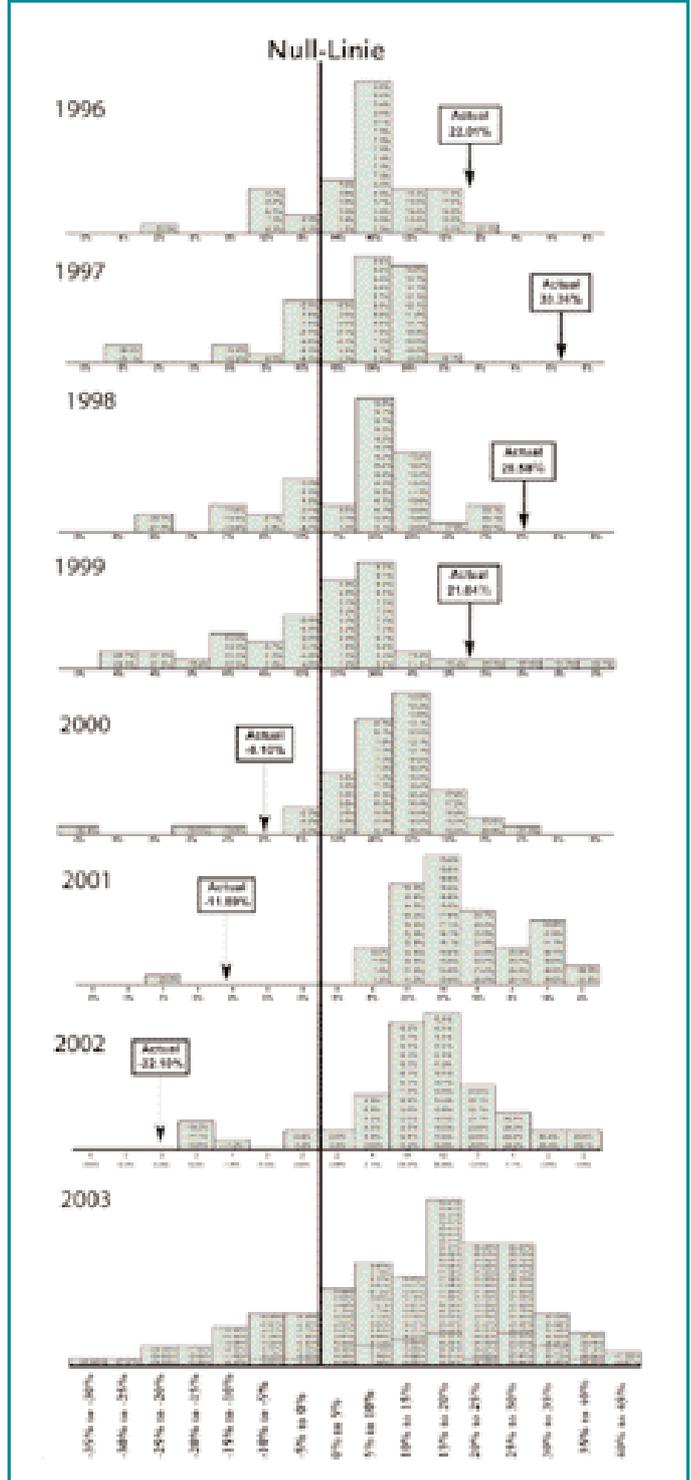
**Glück oder Gene?**

Man könnte Fishers Prognosen vielleicht noch als zu gewagt wegwischen, wenn er in der Vergangenheit nicht bereits sein Können unter Beweis gestellt hätte, schließlich ist er auch schon mehr als zwei Jahrzehnte im Geschäft. Vielleicht liegt es aber auch in den Genen, denn sein Vater Philip A. Fisher gilt zusammen mit Benjamin Graham als Gründer des Value Investing in den 30er Jahren des letzten Jahrhunderts. Ken Fisher wiederum war einer der ganz wenigen, die auf dem Höhepunkt des Booms für das Jahr 2000 einen Einbruch vorausgesagt hatten und für 2002 einen weiteren Rückgang inmitten der laufenden Baisse. Von fundamentalen Gesichtspunkten läßt er sich aus den genannten Gründen seinen Blick dabei nicht vernebeln, schließlich darf man auf der Suche nach Rechtfertigungen für Marktentwicklungen nicht zwischen verschiedenen Modellen hin und her springen. So stellt er klar, daß aus der Bewertung eines Marktes, z.B. anhand des KGVs, keine brauchbaren Handelsregeln abgeleitet werden können. Unterhalb eines bestimmten KGVs zu kaufen und rechtzeitig bei Erreichen einer Überbewertung wieder zu verkaufen, verspricht keinen nachhaltigen Gewinn. Dies hat in der Vergangenheit noch weniger eingebracht als ein schlichtes Buy and Hold. Langfristige Aktienmarktprognosen hält er generell für unmöglich, denn letztlich bilden sich die Kurse durch Ange-

bot und Nachfrage. Doch niemand kann heute mit Bestimmtheit sagen, welche Bedingungen diesbezüglich in einigen Jahren vorherrschen werden. Auch wenn seine Prognosen extrem erscheinen – doch werden sie ihm quasi „aufgezwungen“ –, so ist er doch realistisch genug um zu wissen, daß schon bei mittelfristigen Aussagen auch eine gehörige Portion Glück mit dazu gehört.

Falko Bozicevic

Abb. 2: S&P 500: KURSPROGNOSEN 1996 BIS 2003 UND TATSÄCHLICHER AUSGANG



copyright 2003 - Fisher Investments / Grüner Vermögensmanagement  
 Prozentuale Veränderungen, zusammengefaßt jeweils in Intervallen (ein Intervall entspricht 5 %)

# „Dax 5.000 – ein bißchen mehr oder weniger“

Vermögensverwalter Ken Fisher über seine Prognosen und Ansichten zur Entwicklung des Aktienmarktes. Seine jahresanfangs gemachte Dax-5.000-Aussage hält er trotz des Einbruchs im Frühjahr aufrecht.

**Smart Investor:** Herr Fisher, wann und wie sind Sie eigentlich auf die Idee mit Ihrer Prognosemethode gekommen?

**Ken Fisher:** Darauf sind wir bei Fisher Investments in der Mitte der 90er Jahre gekommen, als wir feststellten – was ja schon die Finanztheorie besagt –, daß die Masse der Analysten regelmäßig falsch liegen muß. Unsere Methodologie ist lediglich ein Weg, dieses auch verständlich auszudrücken.

**Smart Investor:** Und wie erklären Sie sich nun, daß die Masse der Analysten derart und dauerhaft so falsch liegen kann? Macht der Berufsstand denn dann überhaupt noch Sinn?

**Ken Fisher:** Im Markt selbst sind alle verfügbaren Informationen schon enthalten. Was also die Marktteilnehmer glauben – so die Finanzmarkttheorie –, ist bereits in den Kursen eingepreist und kann deshalb keinen Einfluß mehr auf die zukünftigen Preise haben. Es ist genau dasselbe, wenn Analysten bei ihren Prognosen übereinstimmen – deshalb kann es auch so nicht eintreten.

**Smart Investor:** Warum bessern Sie die Prognosen im Jahresverlauf nicht noch nach, sondern arbeiten lediglich mit Ihrer einmal gefaßten Aussage, die Sie zum Jahreswechsel abgeben?

**Ken Fisher:** Die meisten Analysten geben eine Prognose zum Jahresbeginn ab, aber nur wenige ein Update im Laufe des Jahres. Deshalb läßt sich innerhalb des laufenden Jahres keine aussagekräftige Glockenkurve mehr aufstellen, die über hinreichende statistische Relevanz hinsichtlich der Gesamtheit der Analysten verfügt. Schließlich haben wir auch gezeigt, daß das Prognosesystem so sehr gut funktioniert. Es verhält sich im Jahresverlauf sehr robust, und es ist nicht klar, was inklusive Updates passieren würde: Vielleicht wäre es bedeutsam, vielleicht aber auch nicht. Das System müßte dann auch noch ausgefeilt werden.

**Smart Investor:** Was sind die entscheidenden fundamentalen oder psychologischen Einflußfaktoren, die Sie sich für eines der „Löcher“ schließlich entscheiden lassen?

**Ken Fisher:** Da gibt es keine einfachen Regeln. Man muß sich die „Löcher“ ansehen und dann entscheiden, wie plausibel es ist, daß der Markt in sie hineinläuft. Hier spielt die Vergangenheit, die Finanzmarkttheorie und der gesunde Menschenverstand eine Rolle.

**Smart Investor:** Als der Dax Mitte März bei unter 2.200 Punkten stand, sah es so aus, als träfe der deutsche Markt doch in das von Ihnen in Erwägung gezogene Loch auf der negativen Prognose-

seite (-25 % für 2003), nicht das positive (+70 % für 2003). Was haben Sie in diesem Moment gedacht, vielleicht doch über eine Änderung Ihrer ursprünglichen Prognose sinniert?

**Ken Fisher:** An den negativen Ausgang haben wir nicht geglaubt, weil das einen viel zu großen Bear Market impliziert hätte und andere Sentimentindikatoren bereits gezeigt haben, daß die Leute zu bearish sind. Wir denken, daß die zweite Jahreshälfte sehr positiv ausfallen und zu einem guten Gesamtjahr führen wird.



Ken L. Fisher

**Smart Investor:** Stehen Sie denn zu der Aussage „Dax mindestens 5.000 zum Jahresende“ immer noch?

**Ken Fisher:** Ein paar Punkte mehr oder weniger, ja. Bedenken Sie, daß der Dax eine hohe Standardabweichung von 26 oder so hat, er ist überaus volatil. Wann immer man hier also eine Prognose abgibt, kann das nur bedeuten, daß man einen Mittelwert seiner Schätzungen liefert, zuzüglich einer angemessenen Bandbreite. Statistisch gesehen gibt es deshalb keinen Unterschied zwischen einer Prognose über 70 % oder 65 % Plus. Das letztliche Ergebnis wird auch vom Zufall abhängen.

**Smart Investor:** Sie haben festgestellt, daß kein Zusammenhang zwischen KGV und Börsenentwicklung im Sinne einer brauchbaren Handelsregel besteht. Bitte erläutern Sie uns das genauer.

**Ken Fisher:** Aus der Finanzmarkttheorie folgt ebenfalls, daß es keine Beziehung zwischen KGV und den Aktienkursen gibt, aber sehr wohl eine zwischen dem KGV und den langfristigen Zinsen, natürlich reziprok. Das ist die Beziehung, die zählt. Alle anderen Abhängigkeiten in der Theorie oder Historie sind größtenteils nur zufallsbedingt. Außer wenn Sie zukünftige Gewinne im Vergleich eben zu den Zinsen setzen. Der Sinn hinter dem Betreiben eines Geschäfts ist schließlich, daß Sie höhere zukünftige Gewinne erwirtschaften wollen als durch Anlagen zu erzielen wären.

Interview: Falko Bozicevic

*„Wir denken, daß die zweite Jahreshälfte sehr positiv ausfallen und zu einem guten Gesamtjahr führen wird.“*

# Geiz ist geil...

...und die Aldisierungswelle rollt!

Das Phänomen ist offensichtlich ein nationales. Die Franzosen lieben die Vielfalt, die Engländer den Service und die Deutschen den Preis, so eine Studie der Unternehmensberatung McKinsey. Und dies in zunehmenden Maße, denn die sogenannte „Aldisierung“ (hohe Qualität zu günstigen Preisen) hat unsere Gesellschaft erfaßt. Dieser Trend trifft zudem auf eine wieder angewachsene Sparsamkeit der Deutschen. Die Sparquote, also der Anteil des Netto-Einkommens, der nicht für Konsumzwecke ausgegeben wird, ist in den letzten Quartalen wieder signifikant auf 10,5 % angestiegen. Dies könnte eine Trendwende sein, denn bis Ende der neunziger Jahre legten die Deutschen immer weniger Geld auf die hohe Kante. Lag die Sparquote 1991 noch bei 13 %, waren es im Jahr 2000 nur noch 9,5 %. Die Erklärung für diese Entwicklung ist schnell gefunden. Am Höhepunkt des Börsenbooms waren die Deutschen verständlicherweise sehr viel optimistischer für die zukünftige Entwicklung ihrer finanziellen Situation, so daß gerne und viel konsumiert wurde. Börsenbaisse, Terroranschläge, Jobsorgen und nicht zuletzt die Flut der politischen Reformvorschläge killten die Konsumlust. Vor allem das politische Hin und Her in der Reformdebatte raubt vielen den letzten (Konsum-)Nerv. Keiner blickt mehr durch, aber alle spüren, daß es am Ende des Tages an ihren Geldbeutel gehen wird. Und für diesen Tag X wird vorgesorgt.

## Die Mutter allen Sparens – Aldi

Besonders dramatisch ist die Situation dort, wo alles begann – im Einzelhandel. Die Branche muß seit 8 Jahren Umsatzrückgänge verkraften, und Schätzungen zufolge schreiben inzwischen 70 % aller Händler rote Zahlen. Aber des Einen Leid ist des Anderen Freud. Bei den Discountern klingeln die Kassen wie nie zuvor. Allein im letzten Jahr haben sie ihren Umsatz um 10 % gesteigert. Mehr als 97 % aller Haushalte kauften 2002 durchschnittlich 1,2



mal wöchentlich im Discounter ein, das hat die Gesellschaft für Konsumforschung (GfK) ermittelt. Unangefochtener Branchenprimus ist dabei Aldi mit einem Anteil von über 50 % am Discounterumsatz. Und es sind nicht mehr nur Lebensmittel, die dort gekauft werden. Aldi ist inzwischen die Nummer fünf auf dem deutschen PC-Markt und die Nummer sieben bei Textilien und Bekleidung.

## Von der Teuro-Debatte profitiert

Nachdem der Wegfall von Rabattgesetz und Zugabeverordnung Ende Juli 2001 zuerst wenig Auswirkungen hatte, ist vor allem durch die Euro-Einführung die Entwicklung ins Rollen und die Preise ins Rutschen gekommen. Mit dazu beigetragen hat der radikale Imagewandel der Discounter in den letzten Jahren. Dort einzukaufen gilt als chic, und selbst Leute mit prall gefülltem Geldbeutel stellen sich hier in die Schlange. Aber nicht nur Aldi, Lidl & Co. profitieren vom Sparverhalten der Deutschen. Geiz ist bekanntlich geil, und Berührungängste gibt es längst nicht mehr. Die Wohnungseinrichtung von IKEA, den Computer (Medion) von Aldi, die Klamotten von H&M, die Brille von Fielmann und die Urlaubsflüge von Ryanair. Alles Unternehmen, deren Hauptverkaufsargument der Preis ist. Verlierer der Entwicklung sind Firmen, die auf diese Entwicklung nur sehr träge reagieren (können). Beispiel TUI. Der Reiseveranstalter sieht sich mit der Situation konfrontiert, daß 60 % der Gäste erst kurz vor Reiseantritt buchen. Dadurch zwingen sie den führenden deutschen Touristikonzern, seine Reisen immer günstiger anzubieten. Um nicht auf leeren Betten sitzen zu bleiben, wurde zudem die Marke „Discount Travel“ gegründet, mit der die anderen Billigheimer

### AKTIEN MIT ALDI-TOUCH

	FIELMANN	H&M	MEDION	RYANAIR*
WKN	577 220	872 318	660 500	907 191
KURS 26.5. IN EURO	35,15	18,80	36,74	5,65
UMSATZ 2002 IN MIO. EURO	657	5.700	2.600	831
JAHRESÜBERSCHU IN MIO. EURO	45	620	91,3	230
GEWINN PRO AKTIE 2002 IN EURO	2,15	0,74	1,89	0,30
MARKTKAPITALISIERUNG IN MIO. EURO	738	15.548	1.782	4.181
KGV 2002	16	25	19	19
KUV 2002	1,1	2,7	0,7	5,0
DIVIDENDE 2002 IN EURO	1,25	2,6**	0,60	-
GEWINN PRO AKTIE 2003E IN EURO	2,40	0,88	2,26	0,36

\*jendgültige 2002/03 Zahlen kommen erst am 3.Juni, aber die Schätzungen wurden vom Vorstand im Prinzip schon bestätigt.

\*\*\*) zuzüglich einer Bonuszahlung in Höhe von 3,40 Euro

nochmals unterboten werden sollen. Die ganze Misere zeigt sich an der TUI-Bilanz: Im Kerngeschäft Touristik sank der Umsatz um 37 %.

### **Die Gewinnerformel gibt es nicht**

Was kennzeichnet nun Unternehmen, die in diesen wirtschaftlich rauen Zeiten Wachstum verzeichnen können? Ist es das bekannte Aldi-Motto „Hohe Qualität zu niedrigen Preisen“? Nicht unbedingt. Beispiel H&M. Der schwedische Bekleidungshersteller verzeichnet seit Jahren zweistellige Wachstumsraten im operativen Geschäft. Auch hier spielt der Preis eine entscheidende Rolle. Man wird kaum ein Teil bei H&M finden, das mehr als 100 Euro kostet, aber dafür umso mehr Leute, die an der Kasse eine Rechnung von mehr als 100 Euro begleichen. Durch den günstigen Preis des einzelnen Produktes ist die Verlockung, das Teil daneben „auch noch mitzunehmen“, sehr viel größer, und so schleppt die Kundschaft kleine Berge von günstigen Kleidungsstücken an die Kasse. Die Summe macht's. Die eher mindere Qualität wird durch den Preis kompensiert und führt dazu, daß viele Teile nach 4-5 mal Tragen Richtung Altkleidersammlung wandern, was aber nicht weiter schmerzt, da das gute Stück ja günstig erworben wurde. Um keine Langeweile aufkommen zu lassen und immer die aktuellen Modetrends anbieten zu können, wechselt H&M sein Sortiment in rasanter Geschwindigkeit aus. Wer nach zwei Monaten wieder in einen Laden kommt, wird abgesehen von einigen Klassikern kaum noch ein bekanntes Teil finden.

### **Qualität muß nicht teuer sein**

Sehr viel mehr auf Qualität müssen Unternehmen setzen, deren Produkte für eine längere Haltbarkeit vorgesehen sind, wie zum Beispiel Brillen oder Computer. Bei letzteren hat sich vor allem Medion einen Namen gemacht. Ganz dem Aldi-Motto entsprechend bietet das Unternehmen über den Vertriebskanal Aldi 2-3 mal im Jahr einen Desktop oder einen Laptop zu günstigen Preisen an. Sehr zum Ärger der Konkurrenz räumen diese Systeme zudem bei Vergleichen in der Fachpresse regelmäßig vorderste Plätze ab. Und hier vor allem in der Kategorie – wen wundert's – „Preis-Leistungs-Verhältnis“. Aber Medion ist längst nicht mehr auf diesen Bereich beschränkt. Angeboten wird, was gewünscht wird. Flachbildmonitore, Computerzubehör, DVD-Spieler sind nur einige Beispiele der jüngsten Verkaufsaktionen. Auch die Expansion in andere europäische Länder sowie die Vereinigten Staaten läuft erfolgreich, wie die Geschäftszahlen des Unternehmens seit Jahren belegen. Während das Aussehen beim Kauf eines Computers (noch?) keine übergeordnete Rolle spielt, zeigt das Beispiel Fielmann, wie diese dritte Dimension (Design) in Verbindung mit günstigen Preisen kaufentscheidend sein kann. Basis des Erfolges von Fielmann ist ein Vertrag mit der AOK aus dem Jahre 1981. Bis dahin konnten Kassenpatienten nur aus 8 Brillenfassungen wählen, die alle eins gemeinsam hatten: Sie waren zeitlos häßlich. Fielmann schaffte es, seine am aktuellen Geschmack orientierten Gestelle als Alternative anbieten zu dürfen. Eine beeindruckende Erfolgsgeschichte nahm ihren Lauf,



und inzwischen verkauft Fielmann jede dritte Brille in Deutschland. Lesen Sie hierzu auch das Interview mit Fielmann-Finanzvorstand Hans-Joachim Oltersdorf auf S. 39.

### **Das Wesentliche – sonst nichts**

Gib den Kunden, was sie wirklich wollen, aber auch nicht mehr. Dies scheint der Grundgedanke hinter dem Erfolg der Billigfluglinien wie Ryanair oder Easyjet zu sein. Denn worum geht es letztlich beim Reisen? So schnell und günstig wie möglich von A nach B zu kommen. Schneller als Flugzeuge geht nicht, aber dieser Geschwindigkeitsvorteil wurde vom Konsumenten teuer bezahlt. So mußten ständig steigende Start- und Landegebühren an den internationalen Flughäfen auf die Ticketpreise umgeschlagen werden. Bewirtung während des Fluges, Zeitschriften zum Lesen, Unterhaltungsprogramme via Bord-TV ließen die Kosten

weiter in die Höhe schnellen. Alles unnötig, sagen die Chefs der Billigfluglinien. Statt von Heathrow (London) zum Mainflughafen (Frankfurt) fliegt Ryanair von London-Stansted nach Frankfurt-Hahn. Zeitschriften soll jeder selbst mitbringen, und das Flugzeugessen werden die wenigsten vermissen. Spätestens dann, wenn sie einen Blick auf den Preis ihrer Tickets werfen. Für 49 Euro inklusive Gebühren nach London ist seitdem nicht mehr die Ausnahme, sondern die Regel! Wie viele Leute dieser Argumentation folgen, zeigen die Geschäftszahlen von Ryanair eindrucksvoll.

### **Chancen für Investoren**

Die „Aldisierung-Gewinner“ mittels einer Erfolgsformel herauszufiltern ist insgesamt schwer möglich. Viele Wege führen zum Ziel. Obwohl ein günstiger Preis sicherlich der Hauptgrund ist, reicht er als alleiniger Faktor nicht immer. Qualität und Design können ebenfalls entscheidend sein. Auch an der Börse spielen die hier exemplarisch vorgestellten Unternehmen eine hervorragende Rolle. Die Baisse der letzten drei Jahre haben die meisten besser überstanden als die Kurse der teureren Konkurrenz. Dies bedeutet im Ergebnis allerdings auch, daß in den Kursen nach wie vor eine Wachstumsprämie enthalten ist und man keineswegs von „Aldi-Preisen“ sprechen kann (siehe Tabelle). Solange allerdings kein Ende der Expansion abzusehen ist, sind diese auch gerechtfertigt.

Alexander Kapfer

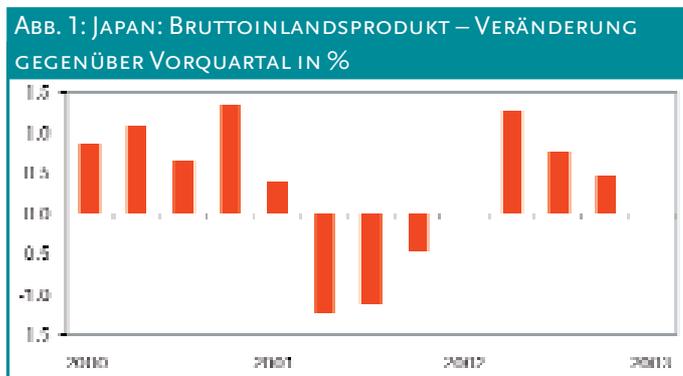
# In Potentialen denken

*Am japanischen Aktienmarkt sucht man Bullen vergebens, und genau darin liegt die momentane Chance.*

„Totgesagte leben länger“. Mit diesem Titel war die ausführliche Analyse des japanischen Aktienmarktes in der Aprilausgabe des *Smart Investors* überschrieben (siehe auch unter [www.smartinvestor.de/news/hintergrund](http://www.smartinvestor.de/news/hintergrund)). Zusätzlich zu den bereits damals analysierten Gefahren sind inzwischen weitere Belastungsfaktoren über die Volkswirtschaft des Inselstaates hereingebrochen. Jede einzelne hätte dabei theoretisch der Auslöser für einen endgültigen Kollaps des Aktienmarktes sein können. Dennoch hat sich der Index verhältnismäßig stabil gezeigt, was darauf hindeutet, daß der Markt inzwischen eine gewisse Resistenz gegenüber schlechten Nachrichten entwickelt hat.

## Gedämpfte Exportperspektiven sorgen für Rezessionsangst

Kaum ist mit dem Irakkrieg eine Unsicherheit aus den Märkten gewichen, kam mit der Lungenkrankheit SARS in zweifacher Hinsicht eine neue Ungewißheit auf das Land der aufgehenden Sonne zu. Zum einen bestand zunächst die inzwischen wohl gebannte Gefahr eines Übergreifens der Seuche auf den Inselstaat. Zum anderen ergeben sich für die heimischen Exporteure negative Rückwirkungen durch Wachstumseinbußen in China, Hongkong und Singapur. Mit einem Nullwachstum konnte der Rückgang des realen Bruttoinlandsprodukts im ersten Quartal nur knapp vermieden werden. Insbesondere aufgrund negativer Wachstumsraten beim Außenbeitrag rechnen viele Volkswirte für das laufende Quartal mit rückläufigen Werten und damit verbunden der Gefahr einer neuerlichen Rezession.



Quelle: Economic and Social Research Institute

## Bei vielen Betrachtungen fehlen die Graustufen

Belastend wirkt auch der schwache US-Dollar, der insbesondere Firmen mit starker Exporttätigkeit in die USA zu schaffen macht. Dabei wird allerdings häufig übersehen bzw. verdrängt, daß sich der Yen gegenüber dem Euro auf einem Rekordtief befindet und japanische Unternehmen gegenüber ihren europäischen Mitbe-



werbern in dieser Hinsicht sowohl auf dem alten als auch dem neuen Kontinent an Konkurrenzfähigkeit hinzugewinnen. Zudem erscheint es als durchaus wahrscheinlich, daß das Pendel auch wieder in die andere Richtung ausschlägt und viele Dollarpessimisten auf dem falschen Fuß erwischt. Durch die kontinuierliche Verschiebung von Umsatz- und Ertragsanteilen in den benachbarten asiatischen Raum wird sich die Bedeutung der Währungsparitäten langfristig sowieso reduzieren. So erhöhten sich allein im letzten Jahr die japanischen Exporte in die Volksrepublik China um 28 %. Durch die parallel verlaufende Verlagerung von Produktionsstätten in das Reich der Mitte nutzen japanische Unternehmen zudem die dortigen günstigen Produktionskosten. Während die damit zwangsläufig einhergehende Steigerung der japanischen Arbeitslosenrate auf das Rekordniveau von zuletzt 5,5 % allerdings mit Argusaugen betrachtet wird, finden die daraus ebenfalls resultierenden Effizienzsteigerungen bei den entsprechenden Konzernen momentan nur wenig Beachtung.

## Bankenkrise als japtypisches Problem

Mit der Bankrotterklärung der fünftgrößten japanischen Bankengruppe rückte Mitte Mai auch die Bankenkrise wieder verstärkt in den Blick der Öffentlichkeit. Um eine landesweite Finanzkrise zu verhindern, sah sich die Regierung zum Eingreifen genötigt, nachdem die Eigenkapitalquote der Resona Holdings deutlich unter die 4 % gerutscht war. Die derzeitigen Pläne sehen erstmals nach 1998 wieder die Verstaatlichung einer Bank vor. Trotz Ankündigung zügiger und umfangreicher Hilfen geriet der gesamte Bankensektor, der am Kabutocho gerade noch eine Marktkapitalisierung von 5 % repräsentiert, zeitweise massiv unter Druck. Wieder einmal verkündete die japanische Zentralbank darauf hin, der Kreditwirtschaft weitere Liquidität zur Verfügung

stellen zu wollen. Mit zusätzlicher Liquidität allein ist das monetäre Problem Japans allerdings nicht zu lösen. Immer noch sind die Geldhäuser in erster Linie bemüht, ihre schlechten Kreditportfolios zu bereinigen. Bei der Vergabe neuer Kredite zeigen sie sich deshalb äußerst zurückhaltend. Allein im April bewilligten die Geschäftsbanken 4,2 % weniger Kredite als noch im Vorjahr, womit das tiefste Niveau seit 28 Monaten erreicht wurde. Selbst hocheffizient arbeitenden Unternehmen wird damit die Möglichkeit verwehrt, mit frischem Kapital zu wachsen. Wichtiger als fast unbegrenzte Liquidität zur Verfügung zu stellen wäre es somit, den Bankensektor von der Akkumulation weiterer Reserven abzubringen und statt dessen die Kreditvergabe signifikant auszudehnen.

**Negatives Szenario mit gravierenden Folgen**

Zweifellos stellen Belastungsfaktoren wie SARS, mögliche Terroranschläge, das hohe Staatsdefizit von ca. 6 % sowie die Staatsverschuldung von 120 % des BIP, Deflation, Bankenkrise und Dollarschwäche erhebliche Risiken für die japanische Wirtschaft dar. Ein weiteres Absinken des Aktienmarktes ist deshalb nicht auszuschließen. Bedrohlich ist dabei insbesondere die Tatsache, daß sich die Eigenkapitalunterlegung verschiedener Banken bereits bei Abschlägen von weiteren 10-15 % der geforderten Mindestgrenze von 8 % bedenklich nähern würde. Unter dem Zwang, sich dann von weiteren Beteiligungen trennen zu müssen, hätte dies eine massive Dynamisierung der Abwärtsspirale zur Folge.

**Gute Aussichten für positives Szenario**

Deutlich wahrscheinlicher erscheint uns allerdings ein anderes Szenario: Die Stimmung am Kabutocho ist derzeit so schlecht, daß fast ausschließlich belastende, meist makroökonomische Faktoren wahrgenommen werden. Positive, in der Regel mikroökonomische Aspekte finden dagegen kaum Beachtung. So befindet sich laut Aussagen der Weltgesundheitsorganisation die gefährliche Lungenkrankheit (von Medien und Öffentlichkeit fast unbemerkt) wieder auf dem Rückzug. Die Gefahren der Deflation, des hohen Staatsdefizites und der -verschuldung sowie der Bankenkrise sind bekannt, mit einer baldigen Lösung rechnet niemand. Die Entwicklung des Dollars wird von vielen Marktteilnehmern blindlings in die Zukunft fortgeschrieben. Insgesamt besteht somit wenig Spielraum für negative, dafür aber um so mehr Potential für positive Überraschungen.

**Reaktion statt Antizipation**

Lag der Vorlauf früher z. T. bei 12-18 Monaten, ist von einer Antizipation zukünftiger Ertragssteigerungen, die für Japan im laufenden Jahr voraussichtlich bei deutlich über 10 % liegen werden, momentan nichts zu spüren. Das durchschnittliche KGV befindet sich mit einem Wert von unter 18 auf historischem Tiefstand. Neben psychologischen Faktoren und guten Unternehmensdaten spricht im Übrigen auch die Charttechnik für einen Einstieg in den Aktienmarkt (siehe Kasten). Sollte tatsächlich das von uns für wahrscheinlicher erachtete positive Szenario eintreten, bietet das momentane Niveau die große Chance, sich zu langfristigen Tiefstkursen am japanischen Aktienmarkt einzukaufen und von einem Stimmungsumschwung zu profitieren. Sofern der Markt aus seiner derzeitigen Lethargie erwacht und ins Laufen kommt, wären Indexgewinne von 40 oder 50 % bis nächstes Jahr unserer Ansicht nach durchaus möglich.

**Klarer Focus auf Blue Chips**

Für ein Investment in Frage kommen in erster Linie international ausgerichtete Konzerne, die ihre „Hausaufgaben“ bereits erledigt haben. Dabei sind mit Canon und Honda Motor auch die beiden Werte zu nennen, auf die wir bereits im Aprilheft eingegangen sind. So konnte Honda inzwischen mit einem Rekordwert beim Betriebsgewinn in Höhe von 689 Mrd. Yen (503 Mio. Euro) glänzen und die eigenen Schätzungen für das abgelaufene Jahr damit deutlich übertreffen. Der Nettoertrag legte um 17,4 % auf 426,6 Mrd. Yen zu. Als Gründe für das positive Ergebnis führt das Unternehmen höhere Absatzzahlen in Europa und Asien sowie die andauernde Kostensenkungsstrategie an. Unter Berücksich-



tigung einer sich weiter abschwächenden US-Wirtschaft, des abwertenden Dollars und zunehmender Konkurrenz auf dem Heimatmarkt geht das Management für das laufende Jahr von einer nur geringen Steigerung auf 440 Mrd. Yen aus. In der Regel fallen die Prognosen des Managements allerdings sehr konservativ aus und können meist übertroffen werden. Das aktuelle KGV von 9 spiegeln die positiven Zahlen in keiner Weise wider, auch wenn sich der Wert von seinem 19-Monats-Tief inzwischen etwas entfernt hat. Anleger, die eine weitere Abwertung des US-Dollars befürchten, können alternativ auf Mazda setzen. Geringfügig höher gepriced, ist das US-Geschäft für Japans fünftgrößten Automobilbauer von geringerer Bedeutung.

**AUSGEWÄHLTE JAPANISCHE AKTIEN**

	WKN	KURS IN YEN	EPS 02/03	KGV 02/03	KGV 03/04
HONDA MOTOR	853 226	3.990	439,43	9,1	8,8
MAZDA MOTOR	854 131	240	19,80	12,1	9,8
CANON INC.	853 055	4.700	217,56	21,6	17,2
NTT DOCOMO	916 541	257.000	4.254	60,4	19,3
KDDI CORP.	887 603	429.000	13.561	31,6	16,5
NIPP. TEL. & TEL.	873 029	447.000	14.549	30,7	15,8

Quelle: CBS MarketWatch, Smart Investor Research; alle Angaben in Yen; 100 Yen = 0,73 Euro.

**Canon düpiert die Wettbewerber**

Auch bei Canon trugen massive Kosteneinsparungen zur nachhaltigen Ertragsverbesserung bei. Der weltweit größte Hersteller von Büromaschinen und einer der führenden Produzenten von Kameras verdoppelte seinen Nettogewinn im ersten Quartal gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum auf 71,6 Mrd. Yen (52,3 Mio. Euro). Das Betriebsergebnis legte im glei-

chen Zeitraum gar um 82 % zu. Obwohl sich das Unternehmen auf mögliche SARS-Produktionsausfälle in China einstellt, wurden die Prognosen für das Gesamtjahr von 205 Mrd. auf 240 Mrd. Yen angehoben. Damit stellt Canon – sowohl von den Zahlen als auch den Prognosen her – andere japanische Technologiekonzerne deutlich in den Schatten. Dies gilt insbesondere für Sony, die ein enttäuschendes Ergebnis vorlegten und einen ebenso schwachen Ausblick gaben.

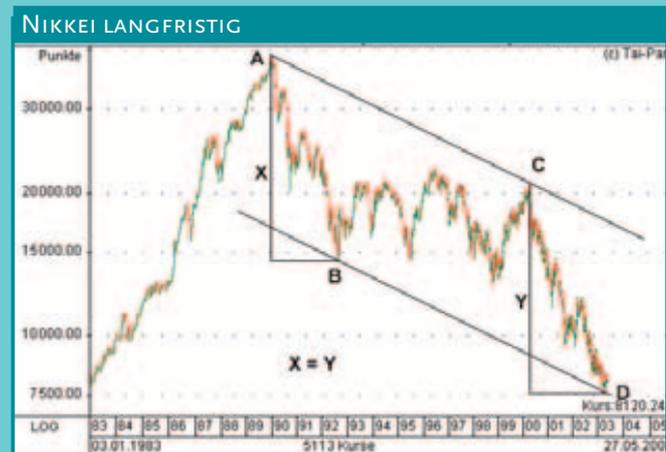
**Telekomanbieter vor dem Revival**

Gegen den Trend positiv entwickelt haben sich in den letzten Monaten dagegen die Aktien der NTT Docomo. Dank einer starken zweiten Hälfte des abgelaufenen Geschäftsjahres konnte der zweitgrößte Mobilfunkanbieter der Welt einen Nettogewinn von 213 Mrd. Yen (Vj.: -116 Mrd. Yen) erwirtschaften. Für das laufende Jahr prognostiziert die Geschäftsleitung eine Verdreifachung. Lange hatte das Unternehmen den Trend zu Kamera-Handys verschlafen, dann jedoch in einer massiven Werbe- und Verkaufsfaktion den Durchbruch geschafft und inzwischen sogar die Marktführerschaft errungen. Nach einem leichten Abflauen der Steige-

rungsraten könnten neue 3G-Modelle im Herbst für einen weiteren Schub sorgen. In der Vergangenheit angehäuften Verluste aus Beteiligungen dürften zum größten Teil abgeschrieben sein. Auch Docomos größter Konkurrent, KDDI, präsentierte mit einer Vervierfachung des Nettogewinns auf 57 Mrd. Yen hervorragende Zahlen. Leider sind die Handelsumsätze in diesem Wert in Deutschland so gering, daß bei einem Kauf über die hiesigen Börsen strikt limitiert werden sollte. Bei größeren Stückzahlen empfiehlt sich allerdings auch bei den anderen Werten der Gang nach Amerika oder sogar Japan. Stellvertretend für diverse andere Titel soll als letztes die NTT (Nippon Telegraph & Telephone) genannt werden. Interessant ist das gerade in die Gewinnzone zurückgekehrte Unternehmen insbesondere durch den erwarteten Zusammenschluß der Breitbandsparte NTT East und NTT West. Durch ein möglicherweise folgendes Neulisting könnte genügend Kapital in das Unternehmen fließen, um das Netz weiter auszubauen, Werbekampagnen durchzuführen und dadurch den bisher führenden Anbieter Softbank/Yahoo Japan von der Marktführerschaft abzulösen.

# Charttechnik Japan

So schlecht die Nachrichtenlage im Land der aufgehenden Sonne auch sein mag, so interessant (im positiven Sinne) ist derzeit die charttechnische Konstellation beim am meisten beachteten Nikkei-Index (sh. Langfrist-Chart). Denn zuletzt setzte dieses Marktbarometer auf der unteren Begrenzung des seit 13 Jahren auszumachenden Abwärtstrends auf. Erfahrungsgemäß ist von hier aus mit einem kraftvollen Abpraller nach oben zu rechnen. Diese 13jährige Baisse erfolgte zudem in einem typischen Korrekturmuster, nämlich: Abwärtsschub (Strecke A bis B) – Seitwärtsbewegung (Strecke B bis C) – neuerlicher Abwärtsschub (Strecke C bis D). Dabei fällt auf, daß die beiden Abwärtsschübe sowohl in zeitlicher wie auch in kursmäßiger Hinsicht (prozentual gerechnet) in etwa gleich lang sind. Auch dieses als „Measured Move“ bekannte Phänomen legt den Schluß nahe, daß beim japanischen Aktienmarkt eine nachhaltige Wende stattgefunden hat.



Greift man die zweite Abwärtsbewegung heraus und vergrößert sie (sh. Kurzfrist-Chart), so lassen sich auch aus dem kürzerfristigen Blickwinkel Indizien für eine bereits vollzogene untere Wende beim Nikkei finden. Denn eine langgezogene und abwärtsgerichtete Keilformation wurde in den kommenden Wochen bereits nach oben durchbrochen, und das trotz der oben aufgeführten schlechten Nachrichtenlage! Solche Ausbrüche gelten in der klassischen Chartanalyse als klare Kaufsignale. Wird nun auch noch der massive Widerstand bei ca. 8.200 Nikkei-Punkten überwunden, so ist aus unserer Sicht das Bild perfekt. Denn damit würde der japanische Aktienmarkt andeuten, daß er sich auf einem langfristigen Weg nach oben befindet, während die Masse der Anleger in Anbetracht der immer wieder gemalten Horrorszenarien für Japan nur uninvestiert zuseht.

Auch wenn es paradox klingen mag, aber die miserable Stimmung für den japanischen Aktienmarkt paßt vor dem Hintergrund des Contrary Opinion-Ansatzes wunderbar mit der geschilderten positiven Charttechnik zusammen. Smarte Investoren ergreifen daher die jetzige Gunst der Stunde!

## Titelstory

# Krieg und Frieden im Wirtschaftszyklus

Die Wechselwirkung zwischen Konjunktur, Inflation und Krieg

von Johann A. Saiger, Herausgeber des Goldbriefs und des Midas Investment-Reports

Der russische Wirtschaftswissenschaftler Nikolai Kondratieff hat die langfristigen Zyklen von Preisbewegungen, Zinssätzen und Löhnen in der Wirtschaft westlicher Staaten untersucht. Seine Untersuchungen erstreckten sich auf die Zeitspanne von 1780 bis 1922, dem Jahr der Veröffentlichung seiner Studie. Er meinte damals, eine große Welle habe bereits ihren Höchststand überschritten und würde Ende der 1920er Jahre in eine schwere Wirtschaftskrise münden. Zum Teil aufgrund der Genauigkeit dieser Voraussage wurde Kondratieff von Schumpeter und anderen angesehenen Wirtschaftswissenschaftlern sehr ernst genommen. Heute spricht man in der Nationalökonomie von den Kondratieff-Wellen.

## Zwei Arten von Kriegen

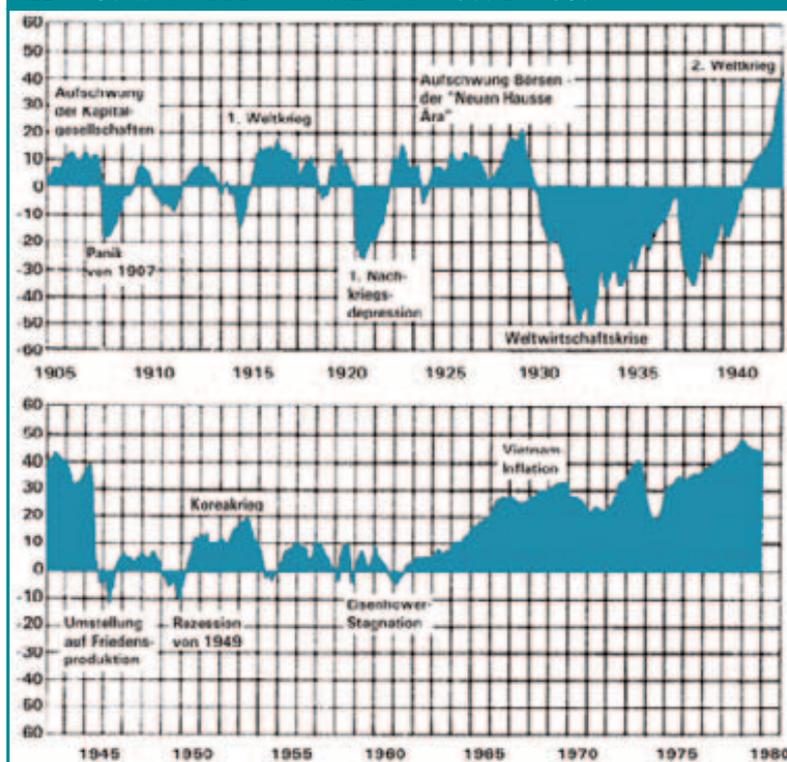
Kondratieff bemerkte bei seinen Recherchen aber auch eine Beziehung zwischen den Talsohlen und Scheitelpunkten der Wellen einerseits und mehreren europäischen und amerikanischen Kriegen andererseits. Insbesondere schien der Tiefpunkt der einzelnen Wellen oft zusammenzutreffen mit einem relativ begrenzten und profitablen Krieg, der einen neuen Anstoß gab,

worauf eine 20 bis 30 Jahre andauernde Periode mit (wieder) steigenden Preisen folgte, in der fast alles gut lief. Im Laufe der Zeit kam es jedoch zu einer Reihe von Belastungen und Verzerrungen, die die Wirtschaft wurde überzuerstlich und skrupellos, und schließlich brach man wieder einen kleinen „Scheitelpunkt“ – der mit dem höchsten Punkt der Welle zusammenfiel – vom Zaun. Diese Kriege waren sehr erbittert und zerstörerisch, und man hatte fast den Eindruck, die Gesellschaft habe ein Übermaß an Energie, Dynamik und Rücksichtslosigkeit gehabt, das sich entladen mußte.



Johann A. Saiger

ABB. 1: US-WIRTSCHAFTSTÄTIGKEIT VON 1905 BIS 1980



Quelle: Goldbrief

## Stimmen zum Thema „Krieg und Wirtschaft“

Kondratieff kann zu den verschiedenen Versionen seiner Theorie nichts mehr sagen. Tatsächlich kommentierte er aber noch nicht einmal zu Lebzeiten die von ihm beschriebenen Entwicklungen, sondern behauptete schlicht, das empirische Material reiche aus, um ihre Existenz zu beweisen.

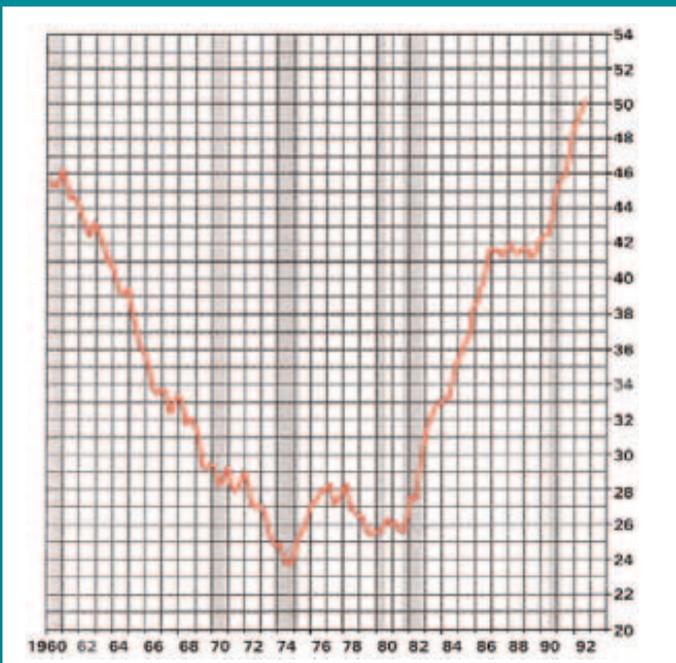
Dr. Ravi Batra, Professor für Wirtschaftswissenschaften an der Southern Methodist University in Dallas/Texas sowie Autor des Millionen-Bestsellers „Die große Rezession von 1990“ deutet ebenfalls dezent auf Zusammenhänge zwischen Kriegen und gewissen Stadien im Wirtschaftszyklus hin.

Der bekannte Informationsdienst „The International Bank Credit Analyst“ zitierte unlängst den ehemaligen US-Notenbank-Chef Paul Volcker. Dieser meinte doch tatsächlich: „Bei einem derart hohen Verschuldungsgrad wie momentan war bislang noch immer ein Krieg bezeichnend“. Kriegsursache: zu hohe (US-)Verschuldung? Eine höchst erstaunliche Aussage. Tatsächlich scheint dies aber doch einer der Gründe dafür zu sein.

## Kriege wirken konjunkturfördernd

Beim Betrachten von Abb. 1 (US-Wirtschaftstätigkeit von 1905 bis 1980) wird klar, daß große bzw. länger dauernde Kriege nahezu immer mit wirtschaftlichen Aufschwung-

ABB. 2: US-STAAVSVERSCHULDUNG IN % DES BSP



Quelle: Goldbrief

phasen einhergehen. Am Beispiel der beiden Weltkriege des 20. Jahrhunderts werden im Folgenden die Auswirkungen auf die US-Wirtschaft aufgeführt:

### Erster Weltkrieg:

#### US-Wirtschaftsentwicklung 1914 bis 1919

- ◆ Verdoppelung der Gesamt-Wirtschaftsleistung der USA; Anstieg des nominalen Bruttosozialproduktes (BSP) von 39,1 auf 85,4 Mrd. US-\$
- ◆ Verfünffachung des Ausfuhr-Überschusses
- ◆ Zunahme des Volksvermögens um 40 %
- ◆ Senkung der Arbeitslosenquote von 8,5 % (1915) auf 1,4 % (1919)
- ◆ Grundlegender Wandel der Auslands-Verschuldungsverhältnisse: Aus 4 Mrd. US-\$ Auslands-Schulden vor Kriegsbeginn wurden 11 Mrd. US-\$ Auslands-Guthaben nach Kriegsende

### Sonstiges

- ◆ Beschlagnahme und entschädigungslose Enteignung von allem privaten und öffentlichen „Feind-Vermögen“ in den USA (darunter alle deutschen Schutzrechte).

### Zweiter Weltkrieg:

#### US-Wirtschaftsentwicklung 1940- 1945

- ◆ Steigerung des jährlichen amerikanischen BSP von 97 auf 214 Mrd. US-\$
- ◆ Verdreifachung der Industrieproduktion
- ◆ Erhöhung der Grundstoffgewinnung um 60 %
- ◆ Steigerung der jährlichen Exporte von 4 auf 14 Mrd. US-\$
- ◆ Senkung der Arbeitslosenzahl von 10 Mio. 1937/1938 bzw. 8,4 Mio. 1941 auf 0,6 Mio. 1946
- ◆ Die „Jahrhundert-Rekord-Arbeitslosenquote“ von 25,2 % des Jahres 1933 sank bis 1944 auf 1,2 %, den niedrigsten Stand des Jahrhunderts, ab. Im Gegenzug wurden bis 1946 die Streitkräfte bis auf 12 Mio. Mann aufgestockt.

### Sonstiges

- ◆ Wie im Ersten Weltkrieg erfolgte die Beschlagnahme des privaten und öffentlichen „Feindbesitzes“ in den USA (darunter 346.000 deutsche Verfahren und Patente).
- ◆ Wichtigster Kriegsgewinn: US-Dollar wird zur Weltleitwährung. Die Vereinigten Staaten setzten am 22. Juli 1944 in Bretton Woods durch, daß die US-Währung als Weltleitwährung dem Gold gleichgesetzt wird.

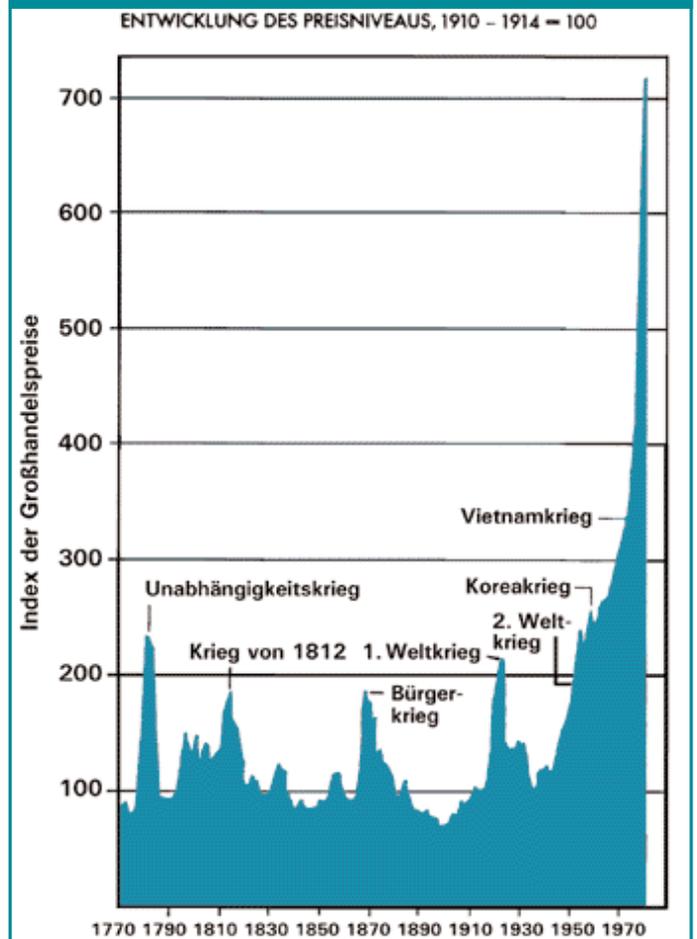
### Nur am Rande

Erstaunlich in diesem Zusammenhang ist wohl der Umstand, daß von den direkten positiven wirtschaftlichen Kriegsauswirkungen immer nur die USA betroffen waren. Kriminalisten bekommen schon sehr früh gelehrt, daß die wahren Nutznießer von Verbrechen sehr oft auch die Drahtzieher sind. Bereits die Römer fragten „cui bono“ – „wem zum Nutzen“ eine Tat geschah.

### Kriegsursache Überschuldung

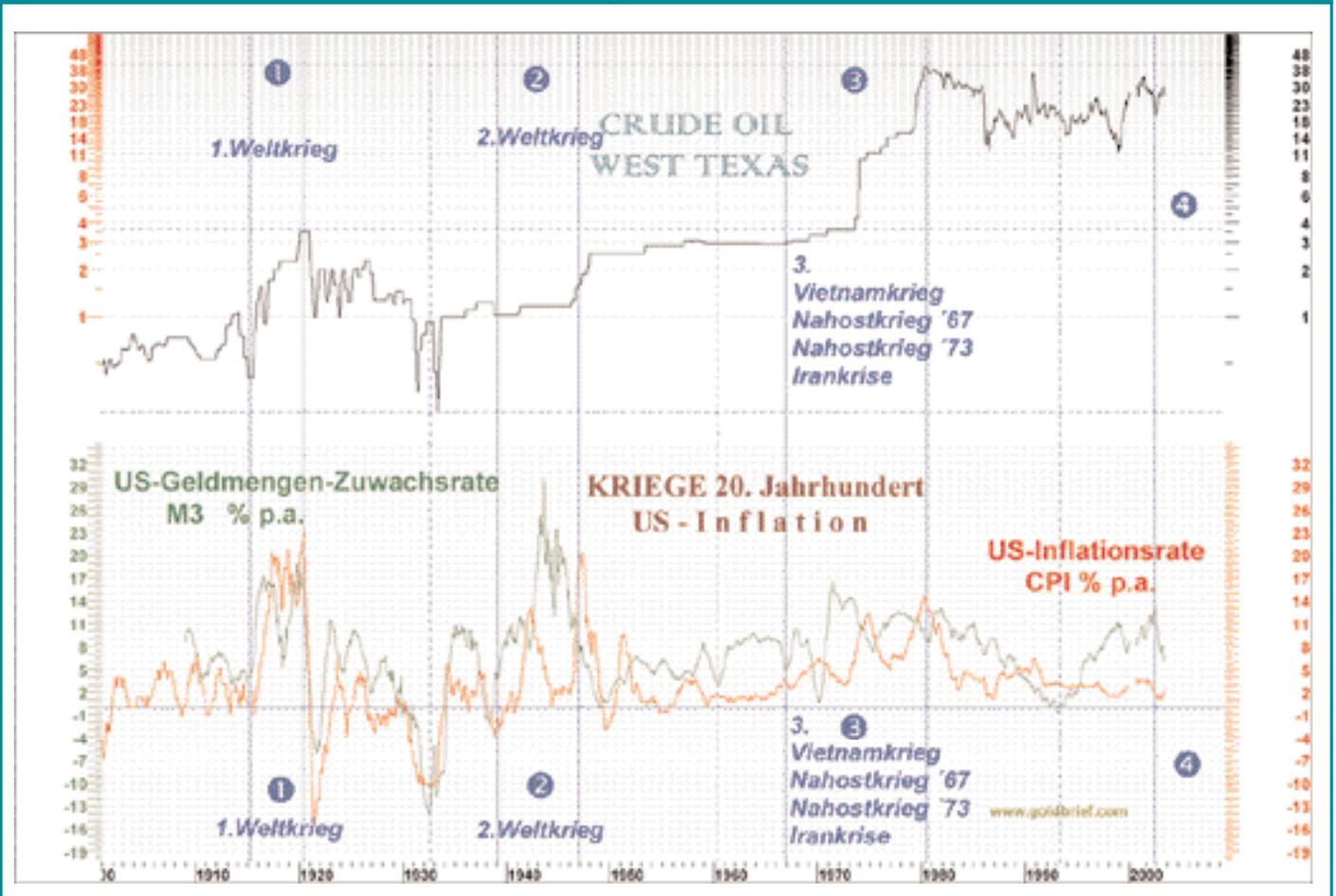
Eine – wegen totaler Überschuldung – für die USA fast schon unvermeidliche Währungsreform vor dem ersten Weltkrieg konnte dank des Umstandes vermieden werden, daß sich im Kriegsverlauf die (damals) enorme Auslandsverschuldung von 4 Mrd. US-\$ in Forderungen im Ausmaß von 11 Mrd. US-\$ verwandelt hat. Damit wurde doch tatsächlich das Schuldenproblem der USA überraschend positiv gelöst. Dafür wurden im Nachkriegsstadium in etlichen Ländern Europas Währungsreformen erforderlich. Da-

ABB. 3: ENTWICKLUNG DES PREISNIVEAUS IN DEN USA



Quelle: Goldbrief

ABB. 4: ZUSAMMENHANG ZWISCHEN KRIEGEN UND ÖLPREIS/INFLATION



Quelle: Goldbrief

mit fand auch das europäische Schuldenproblem eine endgültige Lösung, jedoch in der für die Bevölkerung äußerst schmerzlichen Form einer Währungsreform.

### Willkommener Effekt

Auch bei Kriegen, welche scheinbar nur enorme völlig unnötige Kosten verursacht haben, konnte in Wirklichkeit aber ein Entschuldungseffekt erzielt werden. Typisches Beispiel dafür ist der Vietnam-Krieg. Dieser erstreckte sich eigentlich von 1959 bis 1975. Die USA waren mit massivem Militäreinsatz jedoch nur zwischen 1964 bis 1974 engagiert. In dieser Zeitspanne ist die US-Staatsverschuldung zwar nominell weiter stark angestiegen, doch in Prozent des Bruttosozialproduktes (BSP) wurde dabei die Staatsverschuldung von etwa 46 % auf 23 % halbiert (sh. Abb. 2: US-Staatsverschuldung in % des BSP). Dieser Effekt konnte deshalb erzielt werden, weil mit der Umstellung auf Kriegswirtschaft die Rüstungsindustrie das Bruttosozialprodukt enorm aufgebläht hat.

### Krieg und Inflation

Zusätzlich bewirken enorme Geldmengenausweitungen in Kriegszeiten große Inflationsschübe. Letztere resultieren nicht zuletzt aus den für Kriegszeiten recht typischen Ölpreissteigerungen (sh. Abb. 4). Die Phänomene Krieg und Inflation sind also eng miteinander verknüpft und treten immer gemeinsam auf (sh. Abb. 3: Entwicklung des Preisniveaus).

Durch Inflationierung (Reflation) werden drückende Verschuldungssituationen erheblich entschärft. Nicht jeder Krieg beschert im Anschluß eine Währungsreform, aber für alle großen Kriege sind Inflationsschübe bezeichnend. Mehr noch, die großen Kriege setzen eigentlich immer dann ein, wenn die Welt am Rande einer Deflation steht. Durch die Kriege wurden die schweren Deflationskrisen bisher noch immer verhindert.

### Kriegsursache Massenarbeitslosigkeit

In den dreißiger Jahren war – im Vorfeld des Zweiten Weltkrieges – eine Deflationskrise in Verbindung mit einer drastischen Massenarbeitslosigkeit feststellbar. Etwa 10 bis 12 Mio. Arbeitslose in den USA und über 20 Mio. Arbeitslose in Europa stellten einen Rekord in der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts dar. Mit herkömmlichen Konjunkturprogrammen war diese Situation nicht mehr in den Griff zu bekommen. Ohne Krieg wäre es kaum noch möglich gewesen, diese dramatische Wirtschaftskrise mit der Massenarbeitslosigkeit jemals zu überwinden. Die „goldenen Wirtschaftswunder-Jahre“ des Wiederaufbaus der 50er, 60er und teilweise auch noch der 70er Jahre bei nahezu ununterbrochenem Konjunkturaufschwung mit Vollbeschäftigung wären ohne den vorangegangenen zweiten Weltkrieg absolut unvorstellbar gewesen. Die klassische Korrelation lautet scheinbar: Weltwirtschaftskrise – Massenarbeitslosigkeit – Überschuldung – Krieg.

## Der 30-Jahres-Zyklus

Seit Beginn des 20. Jahrhunderts dürfte ein neuer großer Inflationszyklus begonnen haben. Dabei muß erwähnt werden, daß ziemlich genau alle 30 Jahre ein Inflationshoch typisch ist (sh. Abb. 5). Diese Inflations-Höchststände wurden 1920, 1950 und 1980 registriert. Das nächste Inflationshoch wäre demnach etwa um das Jahr 2010 zu erwarten. Dementsprechend habe ich diesen 30-Jahres-Zyklus in ein Deflations-, ein Übergangs- und ein Inflations-Jahrzehnt unterteilt. Dazu kann die Feststellung getroffen werden, daß alle großen Kriege des 20. Jahrhunderts jeweils im Inflationsjahrzehnt erfolgten, manchmal jedoch fiel ihr Beginn bereits in die zweite Hälfte des Übergangs-Jahrzehnts. Der erste Weltkrieg fiel in das Inflations-Jahrzehnt 1910 bis 1920. Der zweite Weltkrieg wurde 30 Jahre später für die 40er Jahre bezeichnend. In den späten 60er und den 70er Jahren sorgten der Vietnam-Krieg und mehrere Nahost-Kriege für gewaltige Inflationsschübe.

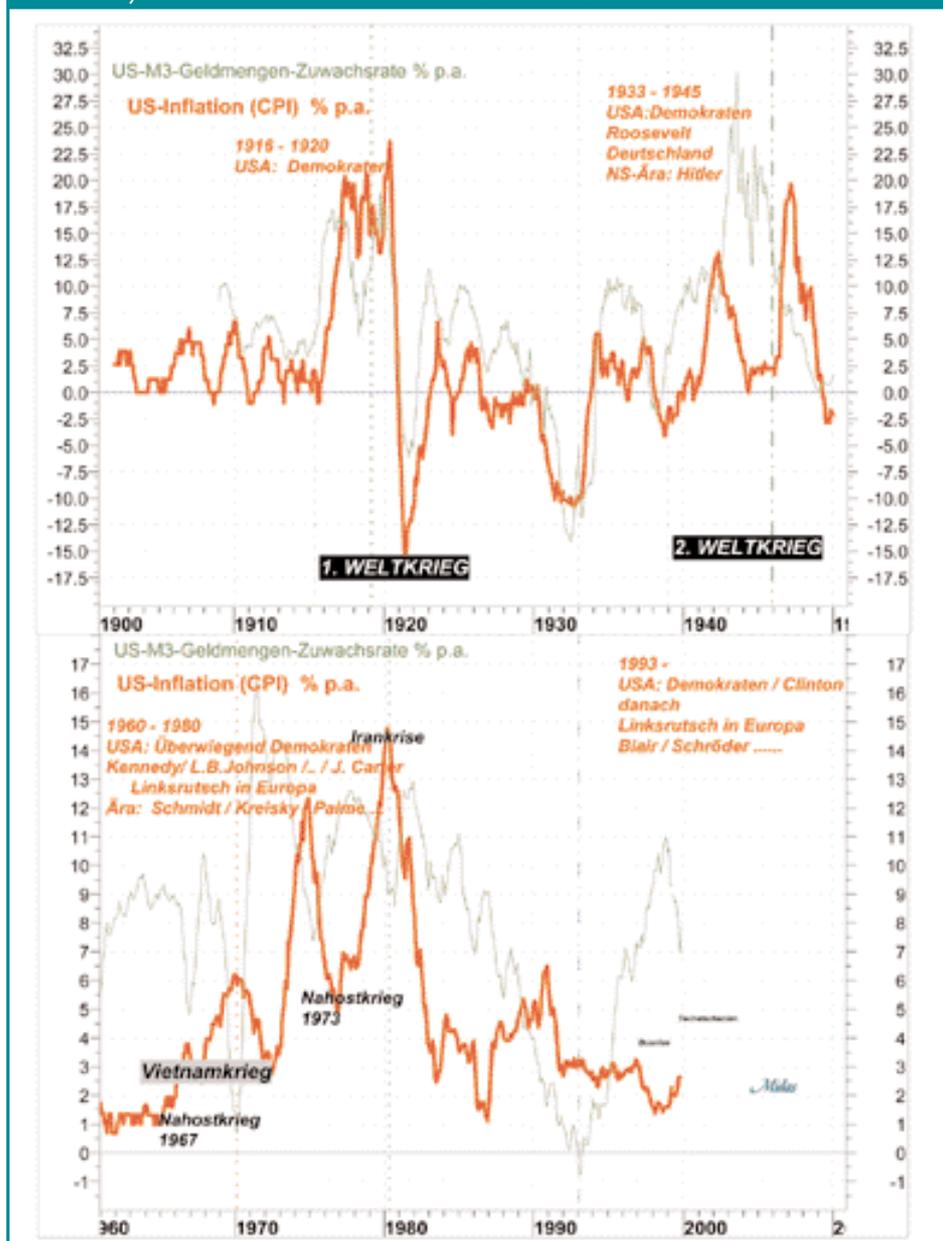
## Kriegs- und Inflations-Jahrzehnt

Das erste Jahrzehnt des neuen Jahrtausends ist gemäß dieser Zyklik wiederum als Inflations-Jahrzehnt zu bezeichnen. Und es sieht ganz danach aus, als ob dieser Zyklus auch weiterhin Bestand hätte. Die aktuelle Weltwirtschaftskrise mit einer offensichtlich unbezwingbaren Massenarbeitslosigkeit (auch in den USA, wo sie aber eher versteckt ist) wie in den 30er Jahren und die internationale Verschuldungslage in Dimensionen, wie sie die Welt noch niemals gesehen hat, lassen nur folgenden Schluß zu: Auf mittlere Sicht wird es in den USA und Europa zu einer extrem expansiven Fiskal- und Geldpolitik kommen (in USA bereits der Fall). Ganz besonders wohl auch deshalb, weil sich „altbewährte Lösungs-Ansätze“ schon immer deutlicher abzeichnen. Die bereits erfolgten Kriege im Afghanistan und Irak sowie weitere zukünftige Kriege (Syrien, Iran, Nord-Korea?) legen zudem die Vermutung nahe, daß das jetzige Jahrzehnt auch im Zeichen des Krieges stehen wird.

## Fazit

Ausgehend von einem 30-Jahres-Zyklus wurde mit Beginn des 20. Jahrhunderts eine etwa 10 Jahre andauernde Periode eingeläutet, welche vermutlich durch vermehrte kriegerische Aktivitäten gekennzeichnet sein wird. Die Entwicklung der letzten zwei Jahre und die Spannungen zwischen den USA auf der einen Seite und vielen Ländern des Nahen Ostens auf der anderen Seite legen nahe, daß dieses zyklische Muster auch in der Zukunft Bestand haben dürfte. Ebenso lehrt die Vergangenheit, daß das laufende Jahrzehnt durch Inflation geprägt sein wird (auch wenn uns die Politiker und Notenbankler laufend das Gegenteil erzählen). Der vorausschauende Anleger tut gut daran, sich auf diese geänderten Rahmenbedingungen einzustellen. Die Mahnung zur Vorsicht bezieht sich dabei keineswegs nur auf „financial survival“. Wer die geschilderte Zyklik ernst nimmt, legt Priorität auf die eigene Gesundheit und lebt in einem Land mit hoher Rechtssicherheit sowie geringer Kriegs(-teilnahme)-Wahrscheinlichkeit. Dazu zählen offensichtlich nicht die Vereinigten Staaten von Amerika. Vor diesem Hintergrund ist daher zu raten, US-Kapitalanlagen – in welcher Form auch immer – deutlich zu reduzieren. Zudem sollte aufgrund der bestehenden Inflationsgefahren ein langfristiger Verfall des Geldwertes bei Investmententscheidungen mitberücksichtigt werden.

ABB. 5: 20. JAHRHUNDERT: INFLATIONSZYKLUS – KRIEG UND FRIEDEN



Quelle: Goldbrief

Das in diesem Zusammenhang äußerst brisante Thema „Kapitalanlagen in Kriegszeiten“ wird in einer der kommenden Ausgaben noch ausführlicher behandelt werden.

# Sentimentanalyse mit dem sentix

„When everyone thinks alike, everyone is likely to be wrong“  
 „Wenn jeder das gleiche denkt, liegt wahrscheinlich jeder falsch“  
 Humphrey B. Neill, *The Art of Contrary Thinking*, 1954



Manfred Hübner

von Manfred Hübner ([www.sentix.de](http://www.sentix.de))

Wer kennt sie nicht, die Börsenweisheiten „Greife nie in ein fallendes Messer“, „Kaufen wenn die Kanonen donnern“, „Handele gegen die Masse“ – oft zitiert und selten beachtet. Warum fällt es den Menschen so schwer, sich nicht von seinen Emotionen leiten zu lassen? Die verhaltensorientierte Kapitalmarktforschung (Behavioral Finance) hat in den letzten Jahren eine große Anzahl von verhaltensbasierten Anomalien in den Entscheidungsprozessen von Finanzmarktteilnehmern dokumentiert. Wir wissen, daß unsere Entscheidungen an den Finanzmärkten von Emotionen, übersteigertem Vertrauen in die eigenen Prognosefähigkeiten (oder die anderer Leute) und der ständigen Überflutung mit Informationen durch die Medien in einer Weise verzerrt werden, daß ein nachhaltiger Markterfolg fast unmöglich wird. Nur zwei Wege scheinen eine Lösung dieses Dilemmas zu versprechen: (1) systematisches Handeln auf Basis unemotionaler Computersignale oder (2) Reduzierung der emotionalen Anfälligkeit durch Anwendung von „konträrem Denken“ – also letztlich die Emanzipierung des Anlegers von der Medienpropaganda und die Stärkung eines eigenen kritischen Geistes. Um aus der Vielzahl der Informationen diejenigen herauszufiltern, die für die künftige Kapitalmarktentwicklung relevant sind, ist es wichtig, die allgemeinen Überzeugungen sowie die daraus abgeleiteten und bereits umgesetzten Entscheidungen zu kennen. Nur so ist eine Szenarioanalyse und die Entwicklung konträrer Ansichten möglich.

## sentix macht Börsenstimmungen transparent

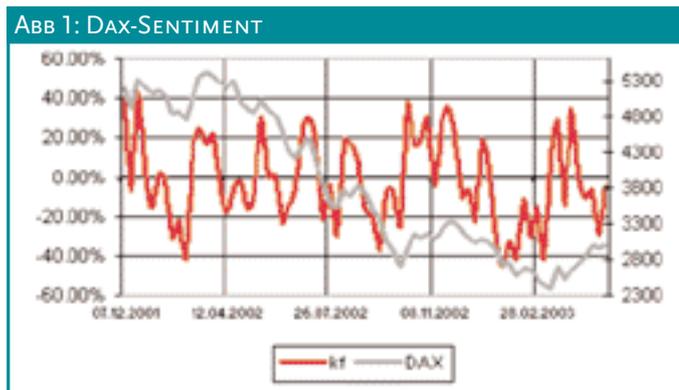
Aber wie kann man Stimmungen an der Börse transparent machen? Woher weiß man, welche Überzeugungen „die Masse“ hat? Wann ist der eigene Standpunkt gegensätzlich zu den vorherrschenden Strömungen – und wann ist man selbst Bestandteil der Masse? Bei der Beantwortung dieser Fragen ist der sentix eine wichtige Hilfe.

Der sentix umfaßt eine ganze Familie sogenannter Sentimentindizes. Wöchentlich werden mehr als 800 private und fast 200 institutionelle Anleger nach ihrer kurz- (ein Monat) und mittelfristigen Einschätzung (sechs Monate) der wichtigsten Finanzmärkte befragt. Jeder, auch Sie, kann unter [www.sentix.de](http://www.sentix.de) an dieser Befragung teilnehmen. Neben wöchentlichen Einschätzungen zum Dax oder EuroSTOXX 50 werden u.a. auch die Erwartungen zu den Rentenmärkten oder bestimmten Währungsrelationen (z.B. Euro-US-\$) ermittelt. Im vierwöchentlichen Turnus erhalten die sentix-Teilnehmer darüber hinaus Zugriff auf das Sentiment einzelner Branchen, diverser Rohstoffmärkte oder aber der Investitionsgrade der Anleger. Allein aus diesen Daten kann bereits ein klares Stimmungsbild gezeichnet werden. Die Daten geben dabei nicht nur Aufschluß über den Grad an Optimismus oder Pessimismus der Anleger, sondern auch über das Ausmaß der empfundenen Unsi-

cherheit. Ergänzt werden diese Markteinschätzungen durch Sonderumfragen, welche die Einstellung der Marktteilnehmer zu besonderen, die Märkte aktuell oder potentiell bewegenden Themen aufzeigen soll.

## Auf der Suche nach der „contrary opinion“

Anhand einiger Beispiele soll im Folgenden die Anwendung der sentix-Daten sowie die Umsetzung der Ergebnisse in einen mit der Behavioral Finance verträglichen, von konträrem Denken geprägten Anlagestil aufgezeigt werden.

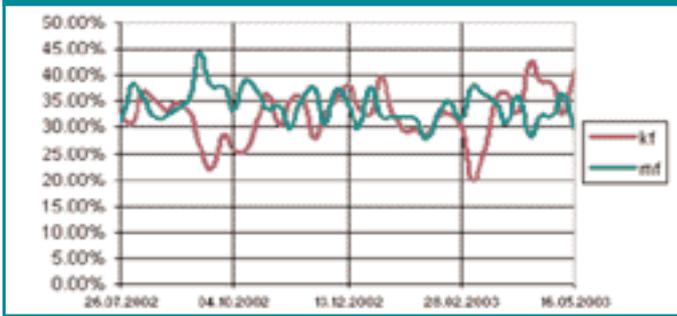


Quelle: [www.sentix.de](http://www.sentix.de)

Abb. 1 zeigt den Verlauf des kurzfristigen Sentiments zum Dax-Index sowie den Kursverlauf des deutschen Aktienmarktes. Die rote Kurve zeigt den Grad an Optimismus<sup>1</sup> an. An diesem Chart wird die zyklische Schwankung der Marktstimmung in Abhängigkeit von der Kursentwicklung deutlich. Steigende Kurse führen zu einer Stimmungsverbesserung, fallende zu einer Stimmungsverschlechterung. Durch Beobachtung der kurzfristigen Marktstimmung ist es dem Anleger möglich zu überprüfen, inwieweit die eigene optimistische oder pessimistische Haltung durch die anderen Marktteilnehmer geteilt wird („Gehe ich mit der Herde?“). Falls die Stimmung Extremwerte erreicht, ist Vorsicht angebracht, da zu viele Marktteilnehmer auf der „gleichen Seite“ stehen und es an weiteren Käufen bzw. Verkäufen mangeln könnte, um den Markt noch weiter in die jeweilige Markttrichtung zu drücken. Ist der Anleger aufgrund eigener Analyse der Ansicht, die Kurse müßten fallen, und ist gleichzeitig hoher Optimismus an der Börse festzustellen, liegt ein sogenanntes Setup für ein „Contrarian Investment“ vor: Ein antizyklisch vorgenommener Verkauf sollte überdurchschnittlich gute Chancen besitzen.

1) Das aktuelle Sentiment wird ermittelt durch folgende Formel:  $\text{Index} = \frac{\text{Bullische Votings} - \text{Bearische Votings}}{\text{Anzahl der abgegebenen Stimmen}}$

ABB 2: DAX-PROGNOSEUNSIKERHEIT



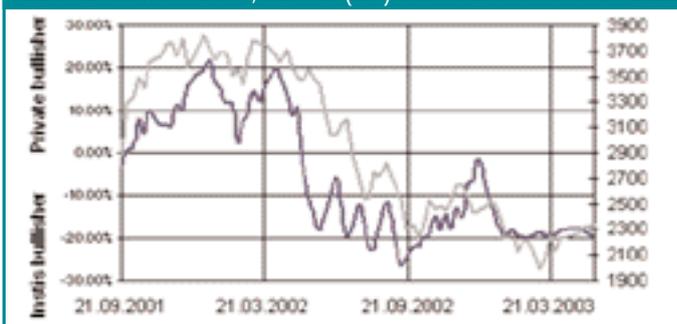
Quelle: www.sentix.de

### Auch die neutralen Votes sind wichtig!

Ein weiteres Hilfsmittel, welches dem Anleger durch die sentix-Umfrage bereitgestellt wird, sind die Charts zur Prognose-Unsicherheit der Anleger (siehe Abb. 2). Diese wird ermittelt, indem der Prozentsatz der neutralen Votings an der Gesamtzahl der abgegebenen Stimmen berechnet wird. Die Erfahrung zeigt, daß Marktteilnehmer, die keine klare Meinung haben, eine neutrale Einschätzung vergeben. Echte „Neutralität“ im Sinne eines auf Sicht von einem oder sechs Monaten seitwärts tendierenden Marktes wird nur selten geäußert. Dieses Verhalten ist konsistent mit dem Overconfidence-Bias, also der Selbstüberschätzung der eigenen Prognosefähigkeiten. Obwohl die Teilnehmer der sentix-Umfrage auch die Antwortmöglichkeit „keine Meinung“ haben, wird hiervon anscheinend nur dann Gebrauch gemacht, wenn die Teilnehmer den zu beurteilenden Markt grundsätzlich nicht beachten. Eine größere Anzahl von echter Meinungslosigkeit findet sich nur bei Märkten, die wenig im Focus stehen, wie zum Beispiel der Nikkei-Index oder das Währungspaar US-\$/Yen. Folglich ist eine niedrige Zahl neutraler Votings ein Hinweis darauf, daß die Anleger besonders großes Zutrauen in ihre Einschätzung haben. Dies wird vor allem dann der Fall sein, wenn es offensichtliche Gründe gibt, diese Meinung zu vertreten. Ein Investment entsprechend der eigenen Meinung ist naheliegend. Eine besonders hohe Wahrscheinlichkeit für eine Trendwende ist demnach dann gegeben, wenn sehr optimistische oder sehr pessimistische Stimmung und eine niedrige Prognoseunsicherheit zusammenfallen. Eine solche eindrucksvolle Datenlage gab es zuletzt am 9. März 2003 (siehe auch [www.sentix.de/analysen/Analyse20030307.htm](http://www.sentix.de/analysen/Analyse20030307.htm)).

Es sei an dieser Stelle angemerkt, daß die Signale aus der Sentimentanalyse weniger konkrete Ein- und Ausstiegssignale liefern, als vielmehr Anregungen geben, eigene konträre Gedankengänge anzustoßen. In Verbindung mit einer markttechnischen Analyse entwickelt die Sentimentanalyse ihre volle Effektivität.

ABB 3: EUROSTOXX 50, SENTIX (MF) PRIVATE-INSTITUTIONELLE



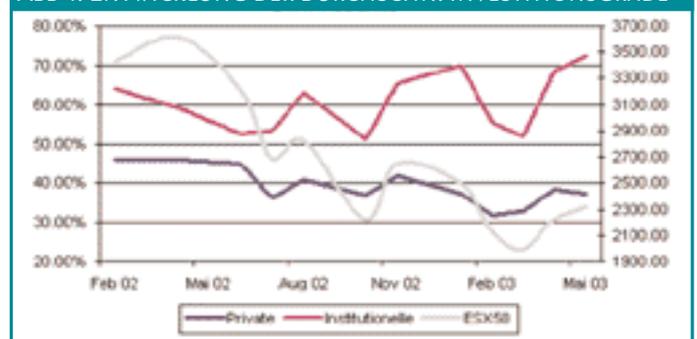
Quelle: www.sentix.de

Die sentix-Daten liefern aber noch weitere nützliche Informationen. So zeigt der Abb. 3 die Differenz im mittelfristigen EuroSTOXX-Sentiment von privaten zu institutionellen Anlegern. Auffallend ist der weitgehende Gleichlauf dieser Kurven und die Bestätigung von Marktwendepunkten durch entsprechende Wendepunkte im relativen Sentiment. Untersuchungen der sentix-Daten legen die Vermutung nahe, daß institutionelle Anleger tendenziell bei ihrer mittelfristigen Einschätzung zu einer antizyklischen Beurteilung neigen, während die Privatinvestoren eher prozyklisch agieren und von der Kursentwicklung beeindruckt sind. Auf kurze Sicht ist kein signifikanter Unterschied beider Anlegergruppen erkennbar, hier zeigen beide ein prozyklisches Verhalten, welches im oben beschriebenen Sinne konträre Vorgehensweisen nahelegt. Auf mittlere Sicht scheinen die institutionellen Anleger Marktwendepunkte besser zu treffen, vor allem dann, wenn die Masse der Privatinvestoren dies nicht erwartet.

### Positionierung und Stimmungen sind nicht das Gleiche

Abgerundet wird das Angebot an Sentimentinformationen durch Angaben zu den Aktieninvestitionsgraden der verschiedenen Anlegergruppen (Abb. 4). Diese Information ist sehr wertvoll, da Auskünfte vor allem zur Investitionspolitik der Institutionellen nur schwierig bzw. mit größeren zeitlichen Verschiebungen erhältlich sind. Die Investitionsgrade stellen eine Ergänzung bzw. Bestätigung der Sentimentinformationen dar und zeigen an, ob die Markteinschätzungen auch in den Portfolios umgesetzt wurden. Die sentix-Daten zur Brancheneinschätzung haben ebenfalls großen Informationsgehalt auf künftiges Anlageverhalten, wie zum Beispiel in der Telekomanalyse vom Juli letzten Jahres nachzulesen ist (siehe [www.sentix.de/branchen.php](http://www.sentix.de/branchen.php)).

ABB 4: ENTWICKLUNG DER DURCHSCHN. INVESTITONSGRAD E



Quelle: www.sentix.de

### Konjunktursignale werden (noch) ignoriert

Und wie sieht es aktuell aus? Die sentix-Daten zur Konjunktur sowie zu den Aktien- und Renteninvestitionsgraden zeigen, daß die erneut aufkommenden Konjunkturzweifel weder am Aktienmarkt (durch entsprechende Verkäufe), noch am Rentenmarkt (durch Kauf langlaufender Anleihen) berücksichtigt sind. Spätestens wenn sich ab Anfang Juni die Frühindikatoren nicht wesentlich verbessern, dürften am Aktienmarkt wieder die Minuszeichen dominieren. Neue Renditetiefs sollten ebenfalls nicht überraschen.

Die Berücksichtigung von Sentimentinformationen, wie sie beispielhaft im Rahmen des sentix bereitgestellt werden, erlauben „smarte“ Anlageentscheidungen, auch oder gerade gegen die vorherrschende Meinung. Im Rahmen regelmäßiger Kommentierungen im Smart Investor freue ich mich, Ihnen künftig Anregungen für Ihre Anlageentscheidungen liefern zu können.

## Prinzipien des Marktes

# Contrary Opinion

*Kaufen, wenn die Kanonen donnern, verkaufen, wenn die Violinen spielen.*

*Contrary Opinion oder die Theorie der gegensätzlichen Meinung ist ein theoretisch überzeugendes Konzept, dessen praktische Umsetzung sich jedoch schwierig gestaltet. Wer denkt, er müsse einfach nur „nein“ sagen, wenn ein anderer „ja“ sagt, ist noch lange kein Contrarian, sondern allenfalls ein Querulant.*

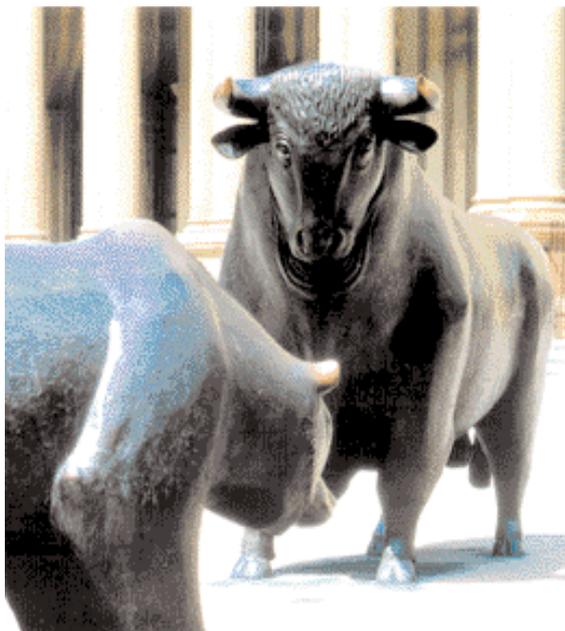
## Sinn und Zweck dieser Zeilen

Die Grundidee der Contrary Opinion ist kaum prägnanter zu fassen als in dem eingangs zitierten Ausspruch des Bankiers Rothschild: Immer dann, wenn die Stimmungslage und/oder Positionierung der Masse extreme Werte erreicht, egal ob allgemeine Hoffnungslosigkeit oder Überschwang, ist es angeraten, die Gegenposition einzunehmen. Dahinter steckt die Gewißheit, daß derart einseitige Stimmungslagen keinen Bestand haben und regelmäßig einer zumindest realistischeren Lageeinschätzung weichen – vor dem Morgenrauen ist die Nacht eben am schwärzesten. Unsere Alltagslogik scheint aber mit dem hochkomplexen Reiz-Reaktions-System Börse regelmäßig überfordert zu sein. Im Folgenden soll versucht werden zu klären, warum ein Verhalten erfolgsversprechend sein kann, das von uns verlangt, uns genau für die Alternative zu entscheiden, für die im Moment der Entscheidung buchstäblich gar nichts spricht.

## Reflexivität

George Soros ist es zu danken, daß er in diesem Zusammenhang den Begriff der Reflexivität eingeführt hat. An der Börse hat man es mit „denkenden Beteiligten“ zu tun, wobei sich diese aber lediglich auf der Ebene eines „unvollkommenen Verstehens“ bewegen: Einerseits versuchen sie, ihre Situation zu begreifen (passive oder kognitive Funktion), andererseits beeinflussen sie durch ihre eigenen Handlungen aber eben diese Situation. Diese weitgehende Verschränkung von Wahrnehmung und Handlung ist ein Phänomen, das man in den Naturwissenschaften so nicht findet. Das ist auch der entscheidende Unterschied zwischen Wetter- und Börsenprognosen: Das Wetter zeigt sich von Vorhersagen der Meteorologen unbeeindruckt. Während gerade auf diesem Gebiet in den vergangenen

Jahren erhebliche Fortschritte erzielt wurden, stochern die Börsianer als Gruppe wie eh und je im Nebel – sie kämpfen mit der Reflexivität. Was das Publikum häufig nicht wahrnimmt ist, daß Prognosen häufig erst nach einer entsprechenden Positionierung veröffentlicht werden. Ein klassisches Beispiel ist der Fondsmanager, der im Börsenfernsehen über die Vorzüge einer Aktie schwadroniert. Gekauft hat er freilich schon längst, denn er ist nicht neutraler Beobachter, sondern performanceorientierter Teilnehmer im Börsenspiel. Tendenziell dürfte diese Aussage für alle Tip-Geber gelten. Im Ergebnis gehen Begeisterung für einen Titel und die Höhe der bereits eingegangenen Engagements häufig Hand in Hand. Warum aber ist dies bedeutsam?



## Von Bullen und Bären...

Wir betrachten zunächst ein sehr einfaches Modell, in dem die Marktteilnehmer entweder Bullen oder Bären sein sollen. Während in trendlosen Phasen das Kräfteverhältnis zwischen beiden Gruppen tendenziell ausgeglichen ist, bildet sich in Trendmärkten eine führende Gruppe heraus. Die Dynamik, mit der die Mitglieder der unterlegenen Gruppe zunächst allmählich und schließlich reihenweise zur führenden Gruppe überlaufen, ist einer der Gründe für das Funktionieren von Momentumstrategien in dieser Phase. Bereits hier zum Contrarian zu werden, wäre ein kostspieliger

Fehler. Erst wenn sich die Stimmung so weit aufheizt, daß es zum berüchtigten Überschießen des Marktes kommt, schlägt die Stunde der Contrarians. Eine derartige Blow-off-Phase in der Hausse (analog Panikverkäufe in der Baisse) trägt bereits den Keim ihrer eigenen Zerstörung in sich: Zum einen werden nun die letzten Anhänger der unterlegenen Gruppe gegen ihre Überzeugung aus ihren kostspieligen Schief lagen gedrängt, zum anderen ist das unterlegene Lager nach dieser Kapitulation praktisch leergefegt, so daß sich die Anhänger des führenden Lagers von dort keinen weiteren Nachschub erhoffen können. Gleichzeitig erodiert das mittlerweile sehr große und heterogen zusammengesetzte führende Lager, beispielsweise durch Gewinnmitnahmen.



### ...und Schafen

Während man in Bullen und Bären die wort- und/oder kapitalgewaltigen Meinungsführer sehen kann, wäre eine Analyse unvollständig, wenn man nicht eine außerordentlich bedeutungsvolle Gruppe des Börsengeschehens erwähnte – die Schafe. Die Schafe sind im Normalfall harmlos und tummeln sich sowohl bei den Bullen als auch bei den Bären, oder sie sind gar nicht im Markt. Lediglich in Übertreibungsphasen wachsen sie über sich selbst hinaus und lassen sich massenhaft in Richtung der führenden Gruppe treiben, in Haussen steigen sie mitunter erstmals in den Markt ein, am Ende einer Baisse kehren sie dem Markt für viele Jahre den Rücken. Sie sind die Verkörperung der Masse, die Gustave Le Bon bereits 1895 in seinem Werk „Psychologie der Massen“ so trefflich beschrieben hat: Impulsiv, suggestibel, intolerant, wandelbar und ausgesprochen anfällig für emotionale Entscheidungen. Im Gegensatz zu dem relativ jungen Forschungsgebiet der Behavioral Finance (vgl. Joachim Goldberg und Rüdiger von Nitsch, Behavioral Finance, FinanzBuch Verlag), das im wesentlichen die Gründe aufzeigt, warum Individuen keine geborenen Anleger sind, gibt die Psychologie der Massen entscheidende Hinweise, warum die Zusammenballung dieser Individuen zur „psychologischen Masse“ eine hochexplosive und für die Beteiligten per Saldo schmerzliche Erfahrung ist. Wann immer sich derartige Massen herausbilden, hat die Marktentwicklung einen Extremwert erreicht. Massenmedien haben einen erheblichen Anteil an der Vermassung und Gleichschaltung der an sich harmlosen Schafe. Klassische Schafe eines jeden Marktes sind zudem ausländische Investoren, die in der Regel deutlich schlechter informiert sind als ihre inländischen Kollegen. Sie stellen das letzte Reservoir potentieller Nachfrager dar, das in einer Hausse angezapft wird. Dennoch sollte man sich jeglicher Arroganz gegenüber den Schafen enthalten, denn allzu leicht wird man selbst zum Schaf, ohne es zu wollen oder auch nur zu bemerken. Denn Teil der Masse wird man nicht aufgrund bewußter Entscheidung, sondern aufgrund vollkommen plausibler, aber im Ergebnis eben leider falscher Überlegungen.

### Contrarian Folklore

So überzeugend die Contrary Opinion theoretisch ist, die Schwierigkeiten beginnen mit der praktischen Umsetzung. Es ist nicht einfach zu erkennen, wo sich eine Masse gebildet hat

und ob der Zulauf schon seinen Höhepunkt erreicht hat oder dieser bereits überschritten wurde. Es gibt zahlreiche qualitative Hinweise, die hier nach Gallea/Patalon als Contrarian Folklore bezeichnet werden sollen. Der Nachteil – sie lassen sich kaum operationalisieren. Hierzu gehören zum Beispiel berühmt gewordene Titelblätter und Schlagzeilen, die häufig am Scheitelpunkt einer Bewegung erschienen sind. Wer sich schwer tut, die nötige kritische Distanz zu der dort verbreiteten Stimmung aufzubauen, dem dürfte mehr geholfen sein, wenn er auf die Nutzung dieser Medien gänzlich verzichtet. Andererseits kann es ein wertvoller Hinweis für den Contrarian sein, wenn selbst die zwanghaft gutgelaunten Moderatoren des Börsenfernsehens angesichts dramatisch fallender Kurse sichtbar mit der Fassung ringen, oder die FAZ-Börsen-Kolumne des Perma-Bullen Heiko Thieme just vor dem Beginn der Irak-Rallye eingestellt wurde. Trotz dieser Folklore-Highlights ist methodischen Ansätzen zur Identifizierung extremer Stimmungslagen der Vorzug zu geben.

### Befragungen...

Eine dieser Methoden ist der von Manfred Hübner entwickelte sentix ([www.sentix.de](http://www.sentix.de), siehe auch Seite 20). Hier werden jeweils die kurz- und mittelfristigen Markteinschätzungen der Teilnehmer – getrennt nach Institutionellen und Privaten – für die wichtigsten Märkte abgefragt. Die Idee dahinter ist, daß die Teilnehmer hier so antworten, wie es ihrer Positionierung im Markt entspricht. Eine besonders positive Einschätzung deutet also im Sinne der Reflexivität auf ein bereits hohes Engagement der Befragten hin. Problematisch bei sämtlichen Befragungen ist allerdings, daß nicht ausgeschlossen werden kann, daß die Teilnehmer es bei der Beantwortung an der nötigen Sorgfalt fehlen lassen. Dieses Manko wird wie beim sentix durch eine große Teilnehmerzahl beseitigt.

Anzeige

## ...und Messungen

Einen anderen Weg geht Manfred Schumacher mit seinen NOTES (sh. S. 41 und Einführungsartikel in der letzten Ausgabe). Hier werden Analystenempfehlungen ausgewertet und benotet. Der Verlauf der NOTES ist verblüffend hoch mit dem jeweiligen Kursverlauf korreliert, allerdings ist die Skala der NOTES auf Werte zwischen 1 und 3 begrenzt, so daß sich eine übermäßig optimistische oder pessimistische Stimmung der Finanzgemeinde wesentlich klarer ablesen läßt als im Kursverlauf selbst.

Noch einen Schritt weiter in Richtung auf die reine Messung der Positionen geht Ralf Flierl mit seinem LQM-Indikator. Dieser mißt mit der durchschnittlichen Liquiditätsquote der weithin beachteten Musterdepots von Börsenzeitschriften das „tatsächliche“ Engagement dieser Gruppe. Wenn die Barquote neue tiefe Werte erreicht, haben die Redakteure und die ihnen folgende Leserschaft ihr Pulver verschossen, und der Markt ist anfällig für Kursrückgänge. Insbesondere durch die Auslösung von Stop-Marken in den Musterdepots werden beim LQM auch kurzfristige Schwankungen erzeugt, wodurch er auch für das Timing geeignet erscheint; Schumacher's NOTES bilden dagegen eher die längerfristige Stimmungslage ab.

## Der Ansatz von Gallea/Patalon

Einen gänzlich anderen Weg schlagen Gallea/Patalon in ihrem Werk „Antizyklisch investieren“ vor. Sie versuchen Einzelaktien zu identifizieren, die sich für Contrarians eignen. Hauptkriterium für einen Kauf ist, daß die Aktie mindestens 50 % unter dem Höchstkurs der vergangenen 12 Monate notiert, ein deutlicher Hinweis darauf, daß sie aus der Mode gekommen ist. Durch zusätzliche Kriterien soll sichergestellt werden, daß zudem eine realistische Chance auf Wiederentdeckung des Titels besteht: Neben hohen Käufen durch Unternehmensinsider sind dies fundamentale Kennzahlen (KGV, KUV, etc.), die auf eine Unterbewertung der Aktie schließen lassen. Bloße Konzept-Unternehmen, wie sie massenhaft am alten Neuen Markt vertreten waren, hätten sich auch nach 90 % Kursverfall nicht qualifizieren können.



## Herdentrieb und Zivilcourage

Obwohl die theoretischen Vorteile der Contrary Opinion überzeugend sind, fragt sich, warum es dennoch so schwierig ist, diese Erkenntnisse in die Praxis umzusetzen. Die ganz überwiegende Anzahl der Marktteilnehmer unterliegt dem Herdentrieb, wodurch die Übertreibungsphasen ja erst mitverursacht werden. Gerade bei Entscheidungen unter Unsicherheit suchen viele Gesellschaft, denn das subjektive Gefühl nicht alleine zu stehen beruhigt ja, nur profitabel ist es nicht. Auch der Performancedruck der professionellen Marktteilnehmer begünstigt uniforme Anlageentscheidungen, ebenso wie die Anreizsysteme der Unternehmen: Für einen Angestellten ist es allemal entschuldbarer, sich im Kollektiv zu irren, vorzugsweise zusammen mit namhaften Experten oder gar dem eigenen Vorgesetzten, als eine „einsame Entscheidung“ verantworten zu müssen, die sich als Fehleinschätzung herausstellt.

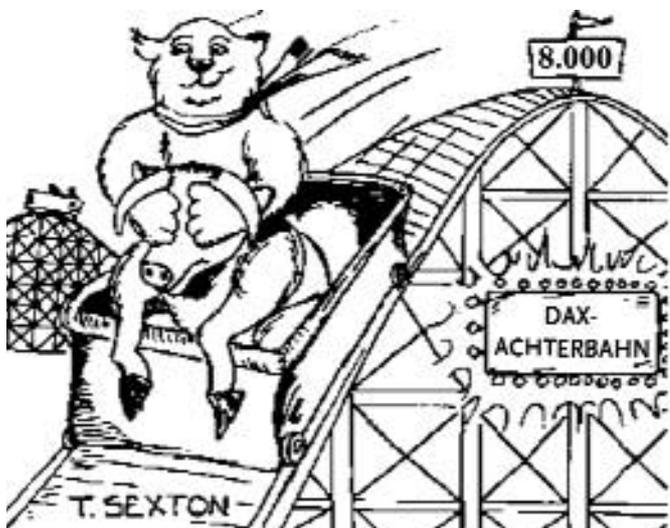
## Mut ist gefragt

Was es braucht, um sich im entscheidenden Moment von der Masse zu lösen, ist nichts anderes als Mut bzw. Zivilcourage. Eine Eigenschaft bzw. Verhaltensweise, die auch außerhalb der Börse allenfalls eine Minderheit in ihrem Repertoire hat. Vor allem darf sich ein echter Contrarian nicht davor scheuen, von der Masse für dumm gehalten zu werden, wenn er sich bewußt gegen die sichtbarsten Experten und deren breite Anhängerschaft stellt.

## Fazit

Contrarians wollen sich lediglich beim Kaufen und Verkaufen von der Masse unterscheiden. Danach hoffen sie, daß die Masse ihnen folgt. In der Praxis ist es nicht einfach, tatsächlich von den Fehlern der Masse zu profitieren. Unabhängiges Denken und der Mut, dieses auch umzusetzen, sind die Schlüssel hierzu. Jüngstes Beispiel war der Beginn des Irak-Krieges, als einmal mehr der Donner der Kanonen einen idealen Kaufzeitpunkt markierte. Auch aktuell baut sich eine neue Chance für Contrarians auf: Die Hysterie in Fernost, die in einer Verengung der Perspektive auf die Gleichung Asien=SARS gipfelte, wird nicht ewig währen. Jetzt ist der Zeitpunkt, nach besonders verprügelten aber fundamental preiswerten Asien- und Touristiktiteln zu suchen. Apropos Asien, erinnert sich eigentlich noch jemand an eine einstmals gefeierte Wirtschaftsnation namens Japan?

Ralph Malisch



# „Erkenne dich selbst und analysiere die Trends“

*Behavioral Finance: Die relativ junge wissenschaftliche Disziplin beschäftigt sich mit dem Verhalten der Marktteilnehmer. Dabei können enge Verknüpfungen mit der Technischen Analyse ausgemacht werden.*

Auch wenn er dem Gedanken der Contrary Opinion verpflichtet ist, so ähnelt der smarte Investor bei seiner Informationsbeschaffung in einem voll und ganz der Herde: Er ist fast mehr noch als alle anderen Marktteilnehmer darauf angewiesen, die Zyklen zu erkennen und die Trends aufzuspüren. Nur dann kann er zuverlässig antizyklisch handeln. Um so mehr gilt sein Augenmerk daher solchen Ansätzen, die eben noch nicht zum Allgemeingut geworden sind. Was bewegt die Kurse? Die gängigsten Kapitalmarkttheorien bieten die Wahl zwischen dem Zufall (Random Walk) und der kühlen Rationalität des „homo oeconomicus“ (Efficient Markets). Die Zufallstheorie bietet dem

Investor freilich keinerlei Handhabe, und daher hat die Random Walk-Theorie bei Anlegern wenig Anhänger. Der von der „Efficient Markets“-Theorie postulierte „homo oeconomicus“ andererseits zeichnet sich durch zweierlei aus: Er agiert auf einem vollständig transparenten Markt, zieht alle dort verfügbaren Informationen ins Kalkül und trifft seine Entscheidungen unbeirrt nach dem Prinzip der Nutzenmaximierung. Sind aber aus diesem Ansatz heraus exzessive Kursentwicklungen wie die jüngste Technologieblase mit ihrer nachfolgenden massiven Korrektur voll erklärbar? Der „homo oeconomicus“ beherrscht seine Märkte nicht: Die Kapitalallokation erweist sich in der Praxis als ineffizient.

Anzeige




## Der neue Börsenbrief für den Privatanleger - der „Falkenbrief“ - www.falkenbrief.de - Kontakt unter research@gbconcepts.de

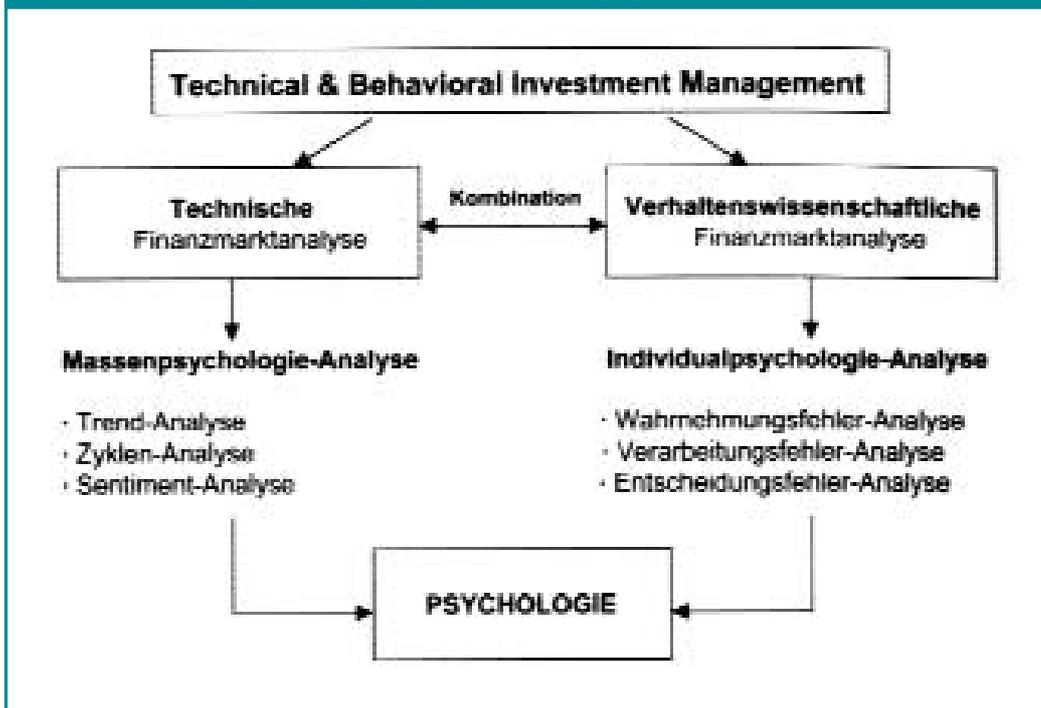
„Fundiertes Research ist wichtiger als schnelle vermeintliche „Top-Empfehlungen“ - Wir bieten Ihnen kompetente, kritische und unabhängige Analysen für Ihren Börsenerfolg“ - Unser etabliertes Produkt „Falkenbrief“ bietet dem Privatanleger die Möglichkeit zeitnah auf das Research unserer Analysen in komprimierter und kurzer verständlicher Form zuzugreifen.

- kritische Einschätzungen zum deutschen Kapitalmarkt und speziell zu Einzelaktien
- Coverage über den deutschen Markt und die Marktsegmente DAX, MDAX, TecDAX, SDAX und Prime Standard
- in unserem 14-tägig erscheinenden Börsenbrief erhalten Sie kurze Markteinschätzungen zu den Indizes und die wichtigsten Unternehmensmeldungen
- als Abonnent erhalten Sie zusätzlich Zugang zu unserem Privatkundenbereich
- Musterdepot-Performance seit Ende Sept. 2002 von 57,28 %
- Performance-Highlights: Computerlinks 126,50 %, Ad Pepper 99,20 %, Tele Atlas 89,70 %, GPC Biotech 80,70 %, ATOSS Software 60,80 %, CTS Eventim 50,80 % (Stand 20. Mai 2003)
- Unsere Top-Verkaufsempfehlungen: Allianz, Aixtron, MLP, Senator, WECECO...

Aber Taten sagen mehr als Worte: Machen Sie sich einfach ein Bild und werden Sie Probeabonnent für 2 Ausgaben. Völlig unverbindlich! Der „Falkenbrief“ - ein Produkt der German Business Concepts GmbH, dem führenden Researchhaus für Small- und Midcaps in Deutschland.




ABB 1: TECHNICAL & BEHAVIORAL INVESTMENT MANAGEMENT



Quelle: Uwe Bergold, Bernt Mayer, „Flow statt Frust“, FinanzBuch Verlag, 2003

## Menschen machen Kurse

Sind die Kursentwicklungen aber weder zufällig noch rational – wie sind sie dann? Kurse werden von Menschen gemacht. Und Menschen handeln niemals nur rational. Zu leicht läßt sich die Ratio von den psychologischen Triebkräften in die Ecke drängen, zu stark macht sich gerade auch bei den Marktteilnehmern die Emotionalität bemerkbar. Diesem Gedanken ist die Theorie der „Behavioral Finance“ verpflichtet. Sie hat sich seit einigen Jahren zu einem eigenständigen Forschungs- und Theoriebereich entwickelt, der in Deutschland etwa an der Universität Mannheim vertreten wird. Behavioral Finance stellt das Verhalten der Marktteilnehmer in den Mittelpunkt. Dazu werden Anleihen bei hoch entwickelten Zweigen der Psychologie genommen und – so behaupten ihre Vertreter – eine rigide wissenschaftliche Methodik angewandt: Modelle werden theoriegestützt entwickelt und falsifizierbare Theorievorhersagen aufgestellt. Berücksichtigt werden dabei solche Phänomene des individuellen Entscheidungsverhaltens, die systematisch anfallen und sich nicht im Marktgeschehen gegenseitig aufheben. Ein Beispiel ist der sogenannte Dispositionseffekt, demzufolge Investoren Wertpapiere nach einem Gewinn tendenziell rascher verkaufen als nach einem Verlust.

## Typische Fehler

So erforscht und systematisiert Behavioral Finance typische Verhaltensweisen – und daher meist: „Verhaltensfehler“ – der Marktteilnehmer. Dazu zählt etwa die weit verbreitete Selbstüberschätzung, die daran hindert, Fehler zu erkennen und erkannte rechtzeitig zu korrigieren. Der Anleger erhält hier wichtige Hinweise, wie er selbst durch disziplinierteres und bewußteres Agieren seine Erfolgchancen verbessern kann. Zwar hilft sie so dabei, das eigene Verhalten auf den Prüfstand zu stellen und die Fehlerhäufigkeit möglicherweise kräftig zu senken. Andererseits aber ist dies allein noch kein hinreichender Hinweis auf die

künftige Marktentwicklung. Die Konzentration auf das individuelle Agieren ist die Grenze dieser Forschungsrichtung.

## Psychologie im Chart

Vom konkreten Verhalten des einzelnen schlagen nun Uwe Bergold und Bernt Mayer in ihrem soeben erschienenen Buch „Flow statt Frust“ die Brücke – ausgerechnet zur Technischen Analyse, für viele eine der abstraktesten und komplexesten Methoden der Kursanalyse. Der Grundgedanke ist so faszinierend wie nachvollziehbar: Das menschliche Verhalten der Anleger resultiert ja gerade im Kursverlauf als dessen höchster Aggregation. Wenn man nach einem Feld sucht, auf dem sich die Emotionalität der Marktteilnehmer berechenbar niederschlägt, dann ist dies der Kurs selbst.

Die technische Analyse ist somit in der Tat der beste Weg, das Handeln der Menschen analytisch und möglicherweise in der Prognose sichtbar zu machen. Mit nebenstehendem Schema verdeutlichen die Autoren den Grundgedanken: So wie die Behavioral Finance die Individualpsychologie der Anleger untersucht und Hinweise für die Verhaltensänderung des einzelnen gibt, so erhält die Technische Analyse aus den Charts die Massenpsychologie der Märkte. Die Psychologie als Klammer wird zum Instrument der Investmententscheidung.

## Lesenswerte Einführung

Gerne hätte man hier noch mehr Details zum Zusammenhang zwischen Verhaltensforschung und Charttechnik gelesen. Im Dualismus von Angst und Gier ist eine der Triebkräfte gerade der interessanten Umschwungphasen aufgezeigt. Großen Raum nimmt hingegen die Beschreibung der Verfahren und Erträge der technischen Analyse ein. So lohnt sich „Flow statt Frust“ jedenfalls als eine lesenswerte und weit gespannte Einführung in die technische Analyse. Antwort auf die Kernfrage jedoch, ob die Charttechnik eine zuverlässige Prognose ermöglicht, bleibt auch dieses Buch schuldig. An den spannendsten Stellen, wo es um die Prognostizierbarkeit des Marktgeschehens geht, da verschleiert ein „vielleicht“ oder „möglicherweise“ den Blick in die Zukunft. Für die Suche nach dem sicheren Ansatzpunkt für ein antizyklisches Handeln bleibt es vorläufig bei dem Leitgedanken „Erkenne dich selbst und analysiere die Trends!“ Behavioral Finance und Charttechnik lassen hier noch viele hilfreiche Hinweise erwarten.

Smart Investor wird in den kommenden Ausgaben in loser Folge Detailspekte und weitere neuartige Ansätze aus den Gebieten Behavioral Finance und Technische Analyse vorstellen.

Dr. Joachim Fleißing

# Sell in May and go away: der Dax im Jahresverlauf

*Was ist dran an diesem allseits bekannten Börsen-Spruchwort? Einiges schon, aber zumindest beim Dax ist diese Redewendung nicht ganz richtig.*

„Sell in May and go away!“ – Wer diese Börsenweisheit befolgte, indem er regelmäßig jedes Jahr im Mai verkaufte und Ende Oktober wieder in deutsche Aktien einstieg, erzielte tatsächlich einen höheren Ertrag als mit einer Buy-and-Hold-Strategie. Ist diese einfache und altbekannte Regel weiterhin in dieser Form gültig? Oder gibt es bessere, aktuellere, präzisere saisonale Handelsregeln?

## Saisonalität unter der Lupe

Dazu überprüfen wir die Saisonalität des Dax (bis 1988: Dafox). Der nebenstehende Chart zeigt den jahreszeitlichen Verlauf, das durchschnittliche prozentuale Kursverhalten der letzten 29 Jahre. Dabei wird ein Verfahren verwendet, das alle Preis- und Datumsinformationen präzise bewahrt. Dadurch kann man saisonale Muster an beliebigen Tagen innerhalb des Jahres ablesen. Es zeigt sich, daß nach dem saisonalen Höchstkurs Mitte April noch ein weiterer im Juli folgt. Das altherwürdige Sprichwort „Sell in May and go away!“ ist also etwas veraltet bzw. nicht ganz richtig. Weder ist der Mai selbst ein besonders schlechter Monat, noch ist er der beste Ausstiegsmonat des Jahres. Der Höchstkurs im Jahresverlauf ist zwei Monate später, exakt am 18. Juli.

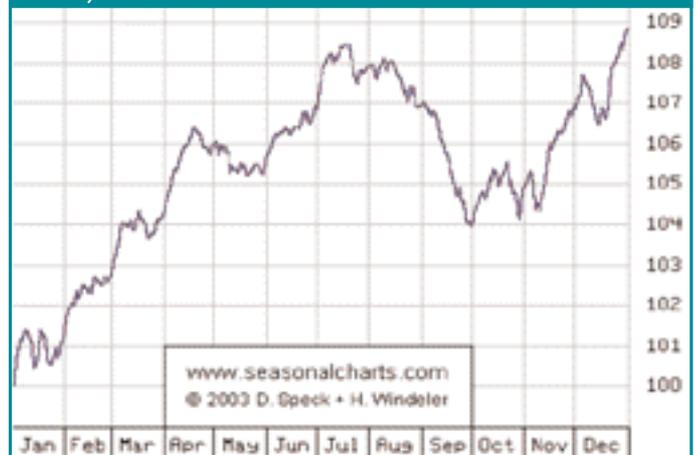
## Resultate

Wie schnitt ein Investor ab, der die Saisonalität nutzte, indem er während der schwachen Jahreszeit auf Aktieninvestments verzichtete? Wer seit 1974 in den saisonal günstigen Phasen zwischen dem 29. Oktober und dem 18. Juli investierte, erzielte einen Gewinn von 7.810 Dax-Punkten. Dabei hatte er während der übrigen Zeit, immerhin gut vier Monate, seine Mittel frei, andere Investments zu tätigen. In der saisonal ungünstigen Zeit hingegen, vom 18. Juli bis zum 29. Oktober, hätte er einen Verlust von 5.058 Punkten gemacht. Ein deutlicher Unterschied! Einem durchschnittlichen Gewinn von knapp 14 % p.a. in der saisonal günstigen Phase steht ein Verlust von 4 % p.a. in der saisonal schlechten gegenüber, und das trotz der langjährigen Hausse. Dabei stieg der Dax in der saisonal günstigen Phase in 24 von 28 Jahren. In der saisonal schlechten Phase fiel er hingegen in 18 von 29 Jahren (da noch nicht Juli ist, unterscheidet sich die Anzahl der Gesamtjahre um eins). Zum Vergleich: Eine Buy-and-Hold-Strategie hätte 8,9 % p.a. erzielt.

## Vorteile der Saisonalität

Saisonalität gehört zu den wenigen wirksamen Handelsansätzen. Sie ist recht einfach zu handhaben, kann aber auch zu komplexen Handelssystemen ausgebaut werden. Einer ihrer Hauptvorteile ist ihre Unabhängigkeit. Dadurch sind sinnvolle Kombinationen mit anderen Ansätzen möglich, ob diese nun technisch oder fundamental, lang- oder kurzfristig ausgelegt sind. Beispielsweise kann man einen bestehenden Handelsansatz verfeinern,

ABB 1: JAHRESZEITLICHER VERLAUF DES DAX 1974-2002



Quelle: [www.seasonalcharts.com](http://www.seasonalcharts.com)

indem man in der saisonal schlechten Phase nur eine Long-Position halber Größe als üblich eingeht. Dies sollte langfristig die Performance verbessern und die Ertragslinie glätten.

## Darauf ist zu achten

Besonders stabil ist ein saisonales Muster, wenn es eine gute Historie mit vielen „Treffern“ aufweist, wenn die Saisonalität nicht das Ergebnis markanter Einzelbewegungen war. Zudem sollte die Aktualität stimmen, das saisonale Muster in den letzten Jahren noch gültig gewesen sein. Hilfreich ist, wenn es sich tatsächlich um Saisonalität handelt, wenn ein jahreszeitlich bedingter Grund für ein Kursverhalten vorliegt. Solche Gründe sind in den Finanzmärkten schwieriger zu identifizieren als in den Agrarmärkten, dennoch sind sie vorhanden, etwa in Form von Ausschüttungsterminen, Bilanzstichtagen oder jahreszeitlich bedingten Stimmungen.

## Risiken begrenzen!

Wie jeder Handelsansatz macht die Saisonalität nur eine Wahrscheinlichkeitsaussage. Geeignete Maßnahmen der Risikobegrenzung (Stop Loss, Diversifikation etc.) sind deshalb unabdingbar. Insbesondere kann in einer saisonal guten Phase ein negativer Ausreißer eintreten. Ferner spielen übergeordnete Trends eine Rolle, gegen die ein saisonales Muster gegebenenfalls erst bestehen muß. Zudem ändern sich saisonale Muster im Laufe der Jahre. Wir betrachten wie bei jeder Börsenanalyse die Vergangenheit, nicht die Zukunft! Berücksichtigt man diese Aspekte, steht einer Steigerung der Performance durch Einbeziehung der Saisonalität nichts mehr entgegen.

Dimitri Speck

## Derivate

## Sushi oder Selters

## Entscheidung im Nikkei steht bevor

*Das seit mehr als einem Jahrzehnt andauernde Siechtum der japanischen Wirtschaft und damit der Börse in Fernost kann und wird nicht ewig anhalten. Ein Ausbruch könnte unmittelbar bevorstehen – fragt sich nur noch, in welche Richtung.*

Als Derivateinvestment rückt in erster Linie eine Anlage in den Leitindex Nikkei 225 in den Blickpunkt, der Topix eignet sich angesichts mangelnder Auswahl weniger. Schließlich existiert darüber hinaus auch noch die Möglichkeit, in einen Aktienkorb japanischer Unternehmen zu investieren. Letzteres ist nach dem jahrelangen Kursverfall aber fast unmöglich geworden, da die Emittenten aufgrund verminderter Nachfrage ausgelaufene Serien nicht wieder neu auflegen. Die Vielfalt leidet natürlich darunter – doch der Trend ist nun mal auch der „Friend“ der Emittenten, die praktisch immer nur trendfolgend neue Produkte auflegen, in den allerseltensten Fällen trendgebend.

## Vorabüberlegungen

Ausgehend sowohl von der charttechnischen als auch von der fundamentalen Situation rechnet *Smart Investor* mit einem kurz- bis mittelfristigen, vielleicht sogar explosiven Aufschwung an der japanischen Börse (zum Hintergrund sh. „In Potentialen denken“ auf Seite 12 ff.). Von dieser Warte aus wollen wir uns an dieser Stelle auf das positive Szenario für den japanischen Markt beschränken. Die Auswahl an Optionsscheinen auf den Nikkei 225 ist besser, als man aufgrund der stark gebeutelten Kurse glauben dürfte. In beiden Kategorien (Hebelzertifikate und Optionsscheine) tritt die DZ Bank hervor, die ansonsten eher ein Schattendasein unter den dominanten Emittenten fristet. In Falle des japanischen Aktienmarktes ist sie jedoch federführend und bietet eine breite Auswahl an Hebelprodukten und vor allem an Optionsscheinen an. Discount-Zertifikate auf den Nikkei 225 existieren zwar auch, doch sind diese angesichts zu hoher Caps völlig unbrauchbar und würden darüber hinaus auch nicht unser aufge-

zeigtes Szenario widerspiegeln. Hebelprodukte der Deutschen Bank auf den Nikkei laufen bereits Mitte Juni aus und sind daher gar nicht erst in unserer Übersicht vertreten.

## Hebelzertifikateauswahl stark eingeschränkt – aber brauchbar

Die DZ Bank als einziger verbleibender Emittent bietet vier verschiedene Hebelzertifikate mit Basispreisen von 5.750 bis 7.000 Punkten auf, wobei die Knock-out-Schwelle jeweils 250 Zähler darüber liegt. Beim 7.250er Zertifikat ergibt sich ein Abstand zum Knock-out von über 10 % bei einem Hebel von 6. Entweder müssen Interessierte die kurze Restlaufzeit von nur noch drei Monaten akzeptieren oder aber auf einen niedrigeren Basispreis, dafür aber längere Restlaufzeit umdisponieren. Wir meinen, daß letzteres für eine mittelfristige Spekulation anzuraten wäre, auch wenn der Hebel unterdurchschnittlich erscheint.

## Hop, top oder Flop mit Optionsscheinen auf den Nikkei

Bei den Optionsscheinen (OS) ist die Auswahl dagegen fast schon unübersichtlich groß. Doch auch hier tut sich u.a. die DZ Bank mit einer niedrigen impliziten Volatilität hervor. Sie ist der einzige freie Parameter in der Bewertungsformel, den die Emittenten fast nach Belieben modifizieren können. Die von der DZ Bank gestellte implizite Volatilität liegt bei einigen Scheinen je nach Restlaufzeit sogar unter 20 %, so daß die Aufgelder der Optionsscheine auf den Nikkei 225 auf absolut tolerierbarem Niveau bleiben. Im Vergleich dazu müssen Anleger etwa beim Dax mit seiner bekannt hohen Schwankungsfreude horrenden Aufgelder zahlen. Wenn man sich in Erinnerung ruft, daß die Volatilität nach dem Kurs den zweitwichtigsten Einflußfaktor bei einem Optionsschein darstellt, wird klar, daß ein Rückgang der Volatilität (in der Regel bei steigenden Kursen) zu einer teilweise überraschenden, unterdurchschnittlichen OS-Preisentwicklung führt. Unter den zur Verfügung stehenden Optionsscheinen würden wir aufgrund der niedrigen impliziten Volatilitäten und damit

des geringen Zeitwertes einen Call-Optionsschein Out-of-the-money empfehlen, also mit einem Basispreis oberhalb des aktuellen Indexstandes, um den hohen Hebel voll auszunutzen. Eine Berechnung ergibt, daß sich der in der Tabelle aufgeführte Schein von UBS bei einem fiktiven Nikkei-Anstieg (z.B. auf 9.000 Punkte bis Anfang August) glatt verdoppeln würde. Bei 10.000 Nikkei-Zählern würde er sich sogar versechsfachen.

Falko Bozicevic

TABELLE 1: HEBELZERTIFIKATE AUF DEN NIKKEI 225; AUSWAHL NICHT REPRÄSENTATIV

WKN	EMITTENT	BASIS	KNOCK-OUT	LAUFZEIT	HEBEL	GELD-/BRIEFKURS*
758 960	DZ BANK	7.000	7.250	29.08.2003	6,1	0,94 – 0,97
758 963	DZ BANK	6.000	6.250	28.11.2003	3,5	1,65 – 1,68

\*am 26.Mai 2003, Bezugsverhältnis jeweils 1:10; Umrechnung Yen/Euro beachten

TABELLE 2: OPTIONSSCHEINE AUF DEN NIKKEI 225; AUSWAHL NICHT REPRÄSENTATIV

WKN	EMITTENT	BASIS	LAUFZEIT	HEBEL	AUFGELD P.A.	GELD-/BRIEFKURS*
722 016	UBS	9.000	05.12.2003	44	22 %	0,13 – 0,14
758 950	DZ BANK	9.000	05.03.2004	31	17 %	0,18 – 0,20
681 453	COMMERZBANK	8.500	03.06.2004	13	11 %	0,46 – 0,47

\*am 26.Mai 2003, Bezugsverhältnis jeweils 1:10; Umrechnung Yen/Euro beachten!

## Aktie im Blickpunkt

## Baader Wertpapierhandelsbank AG

## Back to the Roots

Aufgrund der starken Korrelation zwischen der Börsenentwicklung und dem geschäftlichen Erfolg von Maklerunternehmen dienten Brokeraktien in der Vergangenheit oft als „Option“ auf die Marktentwicklung. So kann insbesondere an diesen Werten der Aufstieg und Fall des Aktienmarktes in den letzten Jahren rekonstruiert werden. Aktienboom und IPO-Hysterie führten auch und gerade bei den Maklern zum massiven Kapazitätsausbau sowie zur – oft überstürzten – Expansion in neue Geschäftsfelder (Emissionstätigkeit, Aufbau von Beteiligungen etc.). An den Folgen dieser Exzesse leidet die Branche bis heute, und es ist zu erwarten, daß am Ende nur noch wenige Marktteilnehmer das Maklergeschäft unter sich aufteilen werden. Die Baader Wertpapierhandelsbank AG hat wegen ihrer konsequenten Refocussierung auf ihr Kerngeschäft sowie der relativ üppigen bilanziellen Reserven gute Chancen, zu den Gewinnern der Krise zu gehören.

## Skontrofführung

Die in Unterschleißheim bei München ansässige Gesellschaft gehört mit über 30.000 betreuten Orderbüchern zu den größten Wertpapiermaklern in Deutschland. Einen Löwenanteil hiervon (ca. 22.000) stellen die Skontren für Optionsscheine und Zertifikate, die größtenteils erst in diesem Jahr im Rahmen der vollständigen Übernahme der Spütz Börsenservice GmbH akquiriert wurden. In ihrem klassischen Geschäft, der Skontrofführung für Aktien, liegt der Focus der Bayern insbesondere bei ausländischen, größtenteils US-amerikanischen Werten: So entfielen auf diese Papiere mehr als 80 % des im ersten Quartal 2003 insgesamt umgeschlagenen Volumens von nahezu 1,1 Mrd. Euro. Diese Spezialisierung zeigt sich auch in den entsprechenden Marktanteilen an den deutschen Börsen: Während bei ausländischen Aktien zwischen 98,9 % (Stuttgart) und 22,7 % (Frankfurt) des Handels über Baader abgewickelt werden, sind es bei inländischen Werten lediglich zwischen 51,4 % und 2,3 % (München respektive Frankfurt).

BAADER WERTPAPIERHANDELSBANK AG			
BRANCHE	MAKLER		
WKN	508 810	AKTIENZAHL (MIO.)	22,95
GJ-ENDE	31.12	KURS AM 26.5. (EURO)	1,90
MITARBEITER (31.12.02)	186	MCAP (MIO. EURO)	43,6

	2002	2003E	2004E
EPS (EURO)	-3,26	0,11	0,16
% GGÜ. VJ.	-1,9 %	-	+45,5 %
KGV		17,3	11,9

## Vermittlungsgeschäft und IPO

Das zweitwichtigste Betätigungsfeld der Gesellschaft liegt in der Vermittlung von außerbörslichen Geschäften zwischen institutionellen Investoren. Bei diesem so genannten Blockhandel profitiert der alteingesessene Makler mit Präsenzen in Frankfurt, München, Stuttgart und Berlin vor allem von seinen guten Marktkenntnissen und Beziehungen. Der dritte Geschäftsbereich – die Betreuung und Durchführung von Kapitalmaßnahmen (insb. Börsengänge) sowie das Beteiligungsgeschäft – hat nach dem massiven Ausbau während des Börsenhypes in den letzten zwei Jahren kontinuierlich an Bedeutung verloren. Lag der Transaktionswert der begleiteten Börsengänge 1999 und 2000 noch jeweils bei mehr als 100 Mio. Euro, so erschöpfte sich die Emissionstätigkeit im letzten Jahr auf drei unbedeutende Notierungsaufnahmen im Freiverkehr. Auch das Beteiligungsportfolio ist von ehemals mehr als 30 Positionen auf nunmehr 8 zur „mittelfristigen Realisation“ vorgesehene und bilanziell um mehr als 80 % wertberichtigte Unternehmen geschrumpft.

## Der Markt...

Die Entwicklung des für Baader relevanten Marktes war in den letzten Jahren verheerend. Hand in Hand mit dem anhaltenden Kursverfall verschwanden die für das Maklergeschäft lebensnotwendigen Börsenumsätze. Betrag der monatliche Umsatz in ausländischen Papieren an deutschen Parkettbörsen im Frühjahr 2000 noch fast 20 Mrd. Euro, so schrumpfte er bis Ende 2002 auf ca. ein Zehntel dieser Größe. Auch das zweite Standbein vieler Maklerfirmen, der IPO-Markt, ist im gleichen Zeitraum in sich zusammengebrochen. Die einzige Reaktionsmöglichkeit bestand somit in einer schnellen und kompromißlosen Kostenreduktion. Viele der Branchenvertreter, wie z.B. Kling Jelko, die diese Option nicht rasch genug umsetzen konnten oder nicht über ausreichend Liquiditäts- und Eigenkapitalpolster verfügten, sind inzwischen aus dem Markt ausgeschieden.

BAADER WERTPAPIERHANDELSBANK



**...und seine Perspektiven**

Während die Fortsetzung des laufenden Börsenaufschwungs für die kurzfristige Entwicklung des Maklermarktes überragende Bedeutung hat, sind langfristig andere Faktoren entscheidend. Bedroht wird das herkömmliche Geschäft durch die zunehmende Verbreitung elektronischer Handelsplattformen. Bei handelsintensiven Papieren hat XETRA in kurzer Frist eine monopolähnliche Stellung erlangt. Der Markteintritt von Nasdaq Deutschland sowie die Internalisierungsbestrebungen seitens vieler Banken stellen weitere Herausforderungen für die Makler dar. Auf der anderen Seite läßt sich seit Jahren ein Trend zu einem immer breiteren Angebot an handelbaren Papieren beobachten: Neben ausländischen Aktien sind dies vor allem unzählige Optionsscheine, Zertifikate, Anleihen und zunehmend sogar Fondsprodukte. Da diese Werte oft eine geringere Liquidität aufweisen, sind sie für den traditionellen maklergestützten Handel eher geeignet als für die elektronischen Börsen. Diese Entwicklung eröffnet den Maklern zwar neue Geschäftsmöglichkeiten, erfordert aber wegen der immensen Anzahl der zu betreuenden Orderbücher auch hohe IT-Investitionen.

**Schrumpfkur...**

In Reaktion auf diese Marktentwicklung hat Baader das Geschäft insbesondere durch eine Bereinigung der Konzern- und Beteiligungsstruktur refocussiert. Neben der Verschmelzung der Baader Securities AG, bei der bisher das Vermittlungsgeschäft angesiedelt war, sowie der IPO GmbH mit der Konzernmutter und der Schließung des Emissionshauses WebStock AG handelte es sich hierbei um die Liquidation des übernommenen Konkurrenten KST sowie den Verkauf des tschechischen Ablegers Baader Securities Prag. Darüber hinaus wurde die Tätigkeit als Market Maker aufgegeben und das Beteiligungsgeschäft eingestellt. Dank der eingeleiteten Maßnahmen gelang es in den letzten zwei Jahren, den Personalaufwand um 60 % und den übrigen Verwaltungsaufwand um mehr als 20 % zu reduzieren und damit die finanzielle Ausstattung auf einem im Branchenvergleich sehr komfortablen Niveau zu halten.

**...und neue Expansion**

Aus dieser Position der relativen Stärke expandiert Baader nun in seinem Kerngeschäft. Die gravierenden Probleme vieler Konkurrenten nutzend, werden gleich reihenweise Skontren bzw. ganze Unternehmen übernommen: Letztes Jahr wurden 800 Orderbücher von German Brokers akquiriert, dieses Jahr folgten bereits die Skontren von drei Konkurrenten in Frankfurt sowie die Übernahmen der Gebhard & Schuster Wertpapierhandelshaus AG und der Spütz Börsenservice GmbH, wobei letztere in Baader Derivate GmbH umbenannt und als eigenständiges Profitcenter den Handel mit Optionsscheinen und Zertifikaten verantworten soll. Mit der Konzentration sämtlicher Aktivitäten in dem neu bezogenen Firmengebäude sowie den vorgenommenen Investitionen in die IT-Ausstattung wurden auch organisatorisch die Weichen auf Wachstum ge-

stellt. Hoffnungen werden dabei mit der Beteiligung an dem neuen, auf Privatanleger zugeschnittenen Handelssystem MaxOne verbunden, das in Kooperation mit der Münchener Börse aufgebaut und seit dem Start sehr positiv angenommen wurde.

**Die Zahlen**

Trotz dieser positiven Ansätze wird das Zahlenwerk noch durch die Nachwirkungen des dreijährigen Marktabschwungs geprägt. Die Bilanzsumme ist von 412 Mio. Euro im Jahr 2000 auf 143 Mio. Euro im letzten Jahr gesunken, während das Eigenkapital im gleichen Zeitraum von 247 auf 106 Mio. Euro zurückging. Das Jahresergebnis, vor zwei Jahren mit 22,6 Mio. Euro noch deutlich positiv, liegt nun bei -74 Mio. Euro. Die wichtigste Ertragsquelle des

Maklers, das Handelsergebnis, wird im letzten Jahresabschluß mit 16 Mio. Euro ausgewiesen – nach 138 Mio. Euro 2000. Einen Hoffnungsschimmer liefert allenfalls das zum 31. März vorgelegte Quartalsergebnis, das mit -2,4 Mio. Euro deutlich besser ausgefallen ist als in den letzten beiden Quartalen des Vorjahrs (-9,5 bzw. -17 Mio. Euro). Ob es sich dabei um die Trendwende oder lediglich um Saisonalität handelt – das erste Quartal 2002 war mit einem Verlust von 1,7 Mio. Euro sogar deutlich besser – wird erst die Zukunft zeigen.

**SPAG**

Für Irritationen sorgten in den vergangenen Wochen Pressemeldungen, wonach es bei Baader zu Hausdurchsuchungen seitens der Staatsanwaltschaft gekommen sei. Anlaß der Aktionen war der Verdacht der Geldwäsche bei der SPAG St. Petersburg Immobilien und Beteiligungsgesellschaft, einer 30 %igen Tochter des Unternehmens. Nach Auskunft der Gesellschaft gäbe es jedoch keinerlei Verdächtigungen gegen sie. Sie habe lediglich einen Zeugenstatus. Das Risiko, das maximal hieraus erwachsen könnte, beliefe sich somit lediglich auf den Buchwert der mittlerweile weitgehend abgeschriebenen Beteiligung (0,9 Mio. Euro).

**Fazit**

Eine seriöse Bewertung des Unternehmens mit den üblichen Kennzahlen ist wegen der extremen Abhängigkeit von der Börsenentwicklung kaum möglich. Allerdings läßt sich festhalten, daß weitere Kursrisiken schon allein aufgrund eines zum 31.12. ausgewiesenen bilanziellen Liquiditätsüberschusses von 2,60 Euro pro Aktie nun überschaubar sein dürften, zumal die laufenden Umstrukturierungsmaßnahmen zu weiteren Kostensenkungen von bis zu 12 Mio. Euro p.a. führen sollen. Mittelfristig erscheint die neue Geschäftsstrategie durchaus plausibel: Das Überleben des Unternehmens dürfte nun unabhängiger von kurzfristigen Börsenschwankungen sein, und die gestärkte Wettbewerbsposition verspricht schnell steigende Erträge, falls die großen Indizes nachhaltig steigen. Wer darauf setzen will, erhält mit der Baader-Aktie ein geeignetes und relativ gut abgesichertes Instrument.

Adam Jakubowski, Patrick Nix



## Externe Analyse

## Pfeiffer Vacuum Technology AG

*Derzeit kein erfolversprechendes Investment: reduzieren*

*Von Manuel Hölzle, GBC – German Business Concepts GmbH*

*Pfeiffer Vacuum Technology (WKN 691 660) mit Sitz in Asslar (Hessen) entwickelt, produziert, verkauft und wartet ein breites Spektrum an Turbomolekularpumpen, Vorpumpen wie Drehschieber-, Wälzkolben- und Trockenpumpen, komplette Pumpstände sowie kundenspezifische Vakuumanlagen. Die Produktpalette umfaßt auch digitale Druckmeßgeräte, ergänzende Vakuumbaulemente und Vakuuminstrumente sowie Komponenten und Anlagen für die Herstellung von vorbespielten und wiederbeschreibbaren DVDs. Pfeiffer verfügt über ein globales Verkaufs- und Servicenetz, das aus eigenen Verkaufsniederlassungen und exklusiven Handelsvertretungen besteht. Außerdem gibt es an jedem wichtigen Industriestandort der Erde Servicestützpunkte. Die Hauptabsatzmärkte befinden sich in Europa, Amerika und Asien.*

#### Vielfalt mit Vakuen

Das wichtigste Produkt von Pfeiffer mit einem Umsatzanteil von 37,6 % im Jahr 2002 ist die Turbomolekularpumpe. Diese Pumpengattung wurde vor über 40 Jahren im Hause Pfeiffer erfunden und seitdem kontinuierlich weiterentwickelt. Die Turbopumpen gibt es in einem breiten Größenspektrum. Die kleinsten Geräte werden in der Analytikindustrie eingesetzt, die großen 3.000-Liter-Pumpen werden insbesondere in der Beschichtungs- und Halbleiterindustrie verwendet.

#### Geschäftsentwicklung im Jahr 2002

Das weltweit schwierige konjunkturelle Umfeld und das Ausbleiben einer deutlichen Erholung insbesondere im Halbleitermarkt hat auch bei Pfeiffer Vacuum Spuren in der Geschäftsentwicklung 2002 hinterlassen. Aufgrund einer starken Investitionszurückhaltung ging der Umsatz um 11 % auf 150,9 Mio. Euro im Jahr 2002 zurück. Dabei verzeichnete Pfeiffer den größten Um-

satzseinbruch in den USA mit -20 %. Als Begründung hierfür nannte Pfeiffer die anhaltende Flaute der Halbleiterindustrie und die verschlechterte Wirtschaftslage der USA. In Deutschland waren die Umsatzerlöse um 16 % rückläufig, in Europa ohne Deutschland um 10 %. Die Entwicklung der Region Asien verlief hingegen erfreulich, die Umsätze konnten dort um 5 % zulegen. Trotz dieser deutlichen Umsatzrückgänge schaffte es Pfeiffer im Jahr 2002, ein hochprofitables Unternehmen zu bleiben. Als Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) wurden 21,2 Mio. Euro ausgewiesen. Dies entsprach zwar einem Rückgang um fast 25 % gegenüber dem Vorjahr, die korrespondierende EBIT-Marge lag mit 14 % aber dennoch in einem überzeugenden Bereich. Als Ergebnis nach Steuern wurden 17,5 Mio. Euro erwirtschaftet, was einem Rückgang gegenüber dem Vorjahr von 7 % entspricht. Begünstigt wurde der unterproportionale Rückgang durch eine deutlich niedrigere Steuerquote im Jahr 2002. Der Gewinn pro Aktie lag bei 1,99 Euro (2001: 2,16 Euro).



Manuel Hölzle

#### Geschäftsentwicklung 1. Quartal 2003

Auch im 1. Quartal blieben die konjunkturellen Rahmenbedingungen schwach. Der Markt für Vakuumkomponenten und Systeme litt weiterhin unter dieser Entwicklung. In Q1 schlug sich dies erneut beim Umsatz von Pfeiffer Vacuum nieder. Der Umsatz des Unternehmens verringerte sich im ersten Quartal 2003 um 1,9 Mio. Euro bzw. 5 % auf 35,1 Mio. Euro. Insbesondere im amerikanischen Markt mußte die Gesellschaft abermals deutliche Umsatzrückgänge hinnehmen. Hier reduzierten sich die Erlöse um fast 20 %. Nach Unternehmensaussage spielte insbesondere die Dollarschwäche eine gewichtige Rolle, die den Großteil des Umsatzrückgangs verursachte. Aber auch in Deutschland mußte ein deutlicher Umsatzrückgang um 9 % verbucht werden, während der Rückgang in Europa mit 3 % eher moderat ausfiel. Positiv entwickeln konnten sich wie im Jahr 2002 die Umsatzerlöse im asiatischen Raum, wo sie um 25 % auf 5,9 Mio. Euro gesteigert werden konnten.



**UMSÄTZE NACH REGIONEN Q1/2003**

**GEGENÜBER VORJAHRESZEITRAUM**

(IN MIO. EURO)	Q1/2003	Q1/2002	VERÄNDERUNG
DEUTSCHLAND	9,3	10,2	-9 %
EUROPA (EXCL. D.)	12,6	12,9	-3 %
USA	7,4	9,2	-20 %
REST (ASIATISCHER RAUM)	5,9	4,7	+25 %
GESAMT	35,1	37,0	-5 %

**Umsatzanteile und Auftragsentwicklung**

Den Hauptumsatzanteil stellte im ersten Quartal weiterhin Europa (excl. D) mit 36 %, gefolgt von Deutschland mit 26 %. Die USA haben nach dem Umsatzrückgang im ersten Quartal hinsichtlich des Umsatzbeitrags deutlich verloren und liegen nun noch bei 21 %. Nach Bereichen ging insbesondere der Umsatz des wichtigsten Bereichs Turbopumpen um 17 % auf 11,9 Mio. Euro zurück. Die Erlöse von Meß- und Analysegeräten sowie sonstigen Vakuumbau-elementen verringerten sich um 16 % auf 10,8 Mio. Euro. Im Bereich Vakuumsysteme konnten die Umsätze auf 3,3 Mio. Euro gesteigert werden und zusammen mit Erlösen aus dem Service- und Ersatzteilbereich die Umsatzrückgänge etwas kompensieren. Der Auftragseingang betrug im ersten Quartal 34,3 Mio. Euro und lag damit um 1,1 Mio. Euro niedriger (-3 %) als im Vergleichszeitraum, der Auftragsbestand lag mit 20,2 Mio. Euro um deutliche 19 % unter dem Vorjahresquartal.

**Ergebnisentwicklung**

Die Bruttomarge reduzierte sich von 45 auf 43 % in Q1/2003. Ursächlich hierfür war nach Unternehmensangaben ein ungünstiger Produktmix und die ersten Umsätze im DVD-Geschäft mit geringerer Marge. Als Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) wurden 3,4 Mio. Euro erreicht, gegenüber 4,6 Mio. Euro im Vergleichszeitraum. Die EBIT-Marge reduzierte sich damit von 12 % in Q1/2002 auf 9,7 % im Berichtszeitraum und lag damit erstmals wieder im einstelligen Bereich. Als Gewinn pro Aktie wurden 0,31 Euro ausgewiesen (Vorjahr: 0,33 Euro).

**Tabelle: Fundamentale Daten und Schätzungen**

IN MIO. EURO	2001	2002	2003E
UMSATZERLÖSE	170,1	150,9	149,0
BRUTTOERGBNIS	77,0	70,6	66,6
EBIT (ERG. VOR ZINS. U. STEUERN)	28,2	21,2	17,4
EBT (ERGEBNIS VOR STEUERN)	29,4	24,8	19,9
EAT (ERGEBNIS NACH STEUERN)	18,9	17,5	12,1
EPS	2,16	1,99	1,38
BRUTTOMARGE (ROHMARGE)	45,3 %	46,8 %	44,7 %
EBIT-MARGE	16,6 %	14,0 %	11,7 %
UMSATZRENDITE	11,1 %	11,6 %	8,1 %
KURS-UMSATZ-VERHÄLTNISS (KUV)*	1,2	1,3	1,4
KURS-GEWINN-VERHÄLTNISS (KGV)*	11	12	17
KURS-BUCHWERT-VERHÄLTNISS (KBV)*	2,2		
EIGENKAPITALQUOTE	59,9 %		

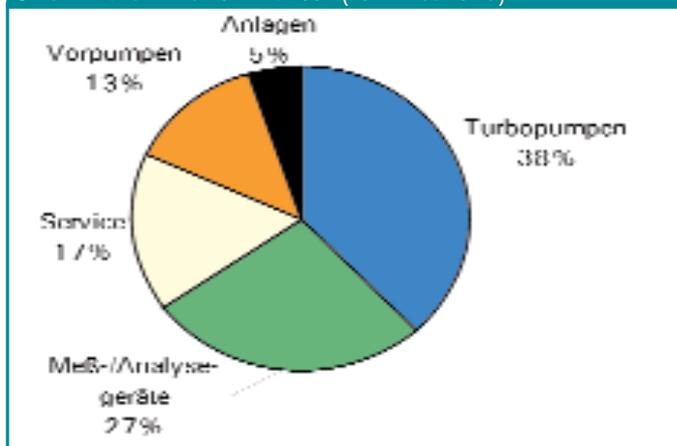
\*Aktienkurs 23,28 Euro (26.05.2003)  
Quelle: German Business Concepts

**Ausblick**

Das Marktumfeld wird auch für das Jahr 2003 sehr schwierig bleiben. Die Gesellschaft rechnet vorerst nicht mit einer deutlichen Be-

lebung der Rahmenbedingungen. Der hohe Eurokurs könnte zudem zu einer weiteren Eintrübung des Amerikageschäfts beitragen, wie sich bereits im ersten Quartal zeigte. Wir rechnen für das Jahr 2003 aufgrund der schwierigen Rahmenbedingungen entgegen den Erwartungen des Managements, das ein leichtes Umsatzwachstum prognostiziert, mit einem leichten Umsatzrückgang um 1 % auf 149 Mio. Euro. Wir stützen unsere Schätzung dabei auf den niedrigen Auftragseingang und die rückläufigen Umsätze in Amerika im ersten Quartal. Als Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) antizipieren wir 17,4 Mio. Euro, was einer EBIT-Marge von 11,7 % entspricht. Unsere Schätzung reflektiert damit eine weiter rückläufige, aber immer noch ansprechende Margensituation. Als Ergebnis nach Steuern erwarten wir 12,1 Mio. Euro und damit eine deutliche Verschlechterung gegenüber dem Vorjahr. Wir haben hierbei auch eine höhere Steuerbelastung berücksichtigt. Als Gewinn pro Aktie erwarten wir demnach 1,38 Euro.

**UMSATZ NACH PRODUKTEN 2002 (151 MIO. EURO)**



**Bewertung**

Pfeiffer Vacuum ist ein Unternehmen, das trotz des schlechten konjunkturellen Umfelds in der Vergangenheit eine sehr gute Marktstellung und eine weit überdurchschnittliche Margensituation aufwies und immer noch aufweist. Zudem stellt sich die Bilanz des Unternehmens solide dar. Die vorgelegten Zahlen des ersten Quartals waren aber enttäuschend, die aktuelle Bewertungssituation der Aktie von Pfeiffer spiegelt immer noch eine baldige Erholung der Geschäftssituation wider. Wir erwarten in unserem Szenario allerdings zumindest kurzfristig eine weitere Verschlechterung der Umsatz- und Gewinnsituation vor dem Hintergrund des schwierigen Markt- und Branchenumfelds. Eine weitere Enttäuschung seitens des Unternehmens ist aktuell nicht eingepreist. Sollte Pfeiffer im nächsten Quartal erneut enttäuschen, so drohen unserer Ansicht nach deutliche Kursabschläge. Wir sehen auf aktuellem Kursniveau noch keine erfolversprechende Investmentchance und stufen die Aktie deshalb mit „Reduzieren“ ein. Erst bei Kursen im Bereich von 18 Euro sehen wir für den konservativen Anleger erste Investitionsmöglichkeiten.

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

## Buy or Good Bye

## Buy: Dr. Hönle

Der Spezialist für Farb- und Lacktrocknung sowie Kleb- und Kunststoffhärtung mittels UV-Technologie meldet sich mit einem überraschenden Halbjahresgewinn von 1 Mio. Euro zurück (Gj.ende: 30. September). Die Hälfte hiervon geht allerdings auf latente Steuern und ein positives Zinsergebnis durch die hohe Cash-Position zurück. Ein Blick auf das Betriebsergebnis (+0,5 Mio. Euro gegenüber -0,13 Mio. Euro im Geschäftsjahr 2001/02) zeigt aber, daß das Unternehmen (WKN 515 710) seine Hausaufgaben in den letzten Monaten gemacht hat. Das verbesserte Ergebnis bei einem um 17 % gestiegenen Umsatz (+39 % beim Auftragseingang) ist zurückzuführen einerseits auf eine Belebung des amerikanischen UV-Marktes und andererseits auf die Erschließung neuer Anwendungsgebiete. Hervorzuheben ist, daß zwei der drei neuen Tochtergesellschaften bereits positive operative Gewinne erwirtschaften.

Zusätzliche Hoffnungen ruhen auf der neu gegründeten Wellomer GmbH, die bereits eine breite Palette an Klebstoffen fertigt und so den gesteigerten Kundennachfragen Rechnung trägt. Mit Hilfe der drei neuen Töchter vollzieht Dr. Hönle die Metamorphose vom Anlagen- und Komponentenbauer zum Komplettanbieter. Im Vergleich zu den weltweit führenden Anbietern von UV-Technologie, die aber mehr den Massenmarkt abdecken, sind die Münchner noch eine kleine Nummer. Dies kann sich ändern, wenn sich die technologisch hochqualitativen Produkte

von Hönle am Markt weiter durchsetzen. Mit liquiden Mitteln von 14 Mio. Euro (oder ca. 2,60 Euro je Aktie) hat das Unternehmen genügend Handlungsspielraum. Nach dem Kursausbruch Mitte April bis auf 4 Euro sollte für einen Einstieg eine Korrektur abgepaßt werden. Wir schlagen ein Käufe bis 3,50 Euro vor. Im Bereich oberhalb von 6,50 Euro sollte über Verkäufe nachgedacht werden.



## Buy: Ixos Software

Der Neue Markt verschwand, der TecDax kam, doch die Skandale bleiben. Das war die erste – und wie man inzwischen weiß – übertriebene Reaktion auf die jüngsten Vorkommnisse beim Anbieter von Dokumenten-Management-Systemen. Doch dieser (Vor-)Fall ist anders gelagert: Ixos (WKN 506 150) ist nicht Täter, sondern Opfer. Ein einzelner Vertriebsmitarbeiter in Belgien hatte insgesamt sechs Kundenaufträge zu Gunsten von Ixos verfälscht. Dies überhöhte den Umsatz zwar gerade einmal um 0,8 Mio. Euro oder 0,7 % des Jahresumsatzes. Beim Ergebnis war der Effekt allerdings etwas spürbarer. In der Spitze brach der Kurs von Ixos um 30 % auf 3,41 Euro ein und vernichtete so 20 Mio. Euro an Marktkapitalisierung.

Die Kursreaktion bei Ixos zeigt deutlich, wieviel eine einzelne negative Schlagzeile heutzutage auszurichten in der Lage ist. Kein Wunder, daß viele Unternehmen versuchen, etwaige Störfälle so lange wie möglich zu vertuschen (Ixos hatte dagegen sofort gemeldet). Die Ixos-Aktie hat sich inzwischen bereits wieder auf ihr ursprüngliches Niveau von 4,50 Euro erholt. Das Unternehmen aus Grasbrunn bei München gibt sich mittlerweile mit kleineren Brötchen in einem weiterhin schwierigen IT-Umfeld zufrieden und rechnet im laufenden Geschäftsjahr nur mit einem Umsatzwachstum von 5 %. Erst wenn sich die wirtschaftliche Situation, speziell im IT-Bereich, nachhaltig zum Besseren wendet,

wird Ixos als einer der Überlebenden der DMS-Branche davon profitieren. Die aktuelle Bewertung mit einem Kurs-Umsatz-Verhältnis von 0,7 bei einem moderaten geschätzten 2004er KGV von 12 rechtfertigt unserer Ansicht nach eine Spekulation auf eine Trendwende.



# Buy: Harmony Mining



Im Nachhinein entpuppte sich der Kurseinbruch beim südafrikanischen Minenunternehmen Harmony Mining (WKN 864 439) als veritable Kauf- bzw. Nachkaufgelegenheit, immerhin notierte HM kurzzeitig auf einem 15-Monattstief, was für eine Minen-Aktie dieser Tage doch eher außergewöhnlich ist. Die Quartalszahlen waren zugegebenermaßen auch alles andere als gut anzusehen: Mit dem US-\$ bei nur noch 7 Rand (ein 2 1/2-Jahrestief) schmelzen die Gewinne der südafrikanischen Minenbetreiber wie Butter in der Sonne, allen voran bei HM, die 80 % ihres Geschäfts innerhalb Südafrikas betreibt. Sowohl AngloGold als auch Goldfiels sind geographisch besser diversifiziert. Folgerichtig brach der operative Q1-Gewinn bei HM von 0,76 auf 0,48 Mrd. Rand im Jahresvergleich ein, während die Förder-Cash-Kosten pro Gold-Unze um 22 % auf 272 US-\$ zulegten.

Durch die Fusion mit ARM Gold steigt Harmony noch einmal eine Klasse auf. Des weiteren hat Harmony auch mehr als ein Drittel an der südafrikanischen Avmin gekauft, was in der Summe dieser Akquisitionstour auf eine jährliche Goldproduktion von über 4 Mio. Unzen hinausläuft. Damit ist Harmony der weltweit fünfgrößte Produzent. Die Weichen für die Zukunft sind also gestellt, die vergleichsweise niedrige Bewertung von Harmony resultiert einzig aus dem Länderrisiko Südafrika (Währung & Politik). Wir gehen einerseits von einem langfristig höheren Goldpreis aus, andererseits sieht es auch so aus, als wäre die Aufwertung des

Rand gegenüber dem US-\$ zum Erliegen gekommen. Beides wird sich positiv auf das Geschäft von Harmony auswirken und die Q1-Zahlen rasch vergessen lassen. Da der Blick in die Zukunft zählt, bleibt Harmony für uns nach wie vor kaufenswert und eines der langfristigen Basisinvestments im Edelmetallbereich.



# Good Bye: General Motors



Wenn es schlecht läuft, kommt es meistens noch schlimmer als man denkt. Bei dem Autobauer aus Detroit (WKN 850 000) weiß man gar nicht, wo man anfangen soll. Im letzten Monat zahlte GM die stattliche Summe von 0,5 Mrd. US-\$, um eine Masse von Klagen abzuschmettern, nachdem bei einigen Pick-ups gefährliche Fertigungsfehler aufgetaucht waren. GM hatte derweil versucht, die Unterlagen unter Verschluss zu halten. Des weiteren fiel die Anzahl der verkauften Kraftfahrzeuge der 2 1/2 großen US-Automobilbauer auch im Monat April weiter (Chrysler zählt nur zur Hälfte als amerikanischer Autobauer). Bei GM waren dies immerhin 9 % weniger als im Vorjahr, aber gleich 22 % bei den PKWs. Nach Ende des Irak-Feldzuges dominiert nun wieder das Prinzip Hoffnung.

Und das benötigt GM erst recht bei seiner seit Jahren notorisch unterdeckten Pensionskasse. Das Defizit nähert sich kontinuierlich der Marke von 100 Mrd. US-\$ oder dem ca. 20fachen Jahreskonzerngewinn. Aufgrund der Bilanzierungsgebaren in den USA wirkte sich die Umbuchung von fast 14 Mrd. US-\$ für 2002 nicht auf das operative Ergebnis, sondern „lediglich“ auf den Buchwert von General Motors aus. Der schrumpfte von 30 Mrd. auf nur noch 7 Mrd. US-\$ – wenig Spielraum angesichts weiterhin lahmender Börsen also. Im übrigen resultieren satte 70 % des Nettoüberschusses des ersten Quartals aus der Finanzsparte

von GM, die sich ganz dem Trend folgend auch noch auf die Vergabe von Hypotheken focussiert hat. Somit stammen nicht weniger als 30 % der Q1-Unternehmensgewinne aus Hypothekendarlehen – nicht übel für einen Autobauer! Auf Euro-Basis notiert GM ohnehin am Vieljahrestief bei 27 bis 28 Euro. Angesichts der Aussichten ein klarer Verkauf – Good Bye!



Das große Bild

# Über die Divergenz von Ost und West und andere Prognosen

In dieser Rubrik werden wir künftig unsere Einschätzung der Märkte und der Wirtschaft im großen Zusammenhang darlegen. Wir werden uns dabei nicht davor scheuen, konkrete Langfrist-Prognosen abzugeben. Auch wenn sich das Smart Investor-Team damit dem hohen Risiko von Fehlprognosen aussetzt, erscheint uns dieser Weg als der einzig richtige, um die Nachvollziehbarkeit und Konsistenz unserer Besprechungen zu gewährleisten.

## In- oder De-: Eine Frage der -flation

Wie bereits in der letzten Ausgabe beschrieben, geht Smart Investor für dieses Jahrzehnt von nur zwei möglichen Haupt-Szenarien an den Börsen in den USA und (West-)Europa aus, einem Inflations- und einem Kernschmelze-Szenario. Welches dieser beiden eintreten wird, dürfte davon abhängen, inwieweit die Politik und die Notenbanken einen expansiven Wirtschaftskurs herbeizuführen im Stande sein werden. Oder auf einen Punkt gebracht: Entscheidend wird sein, ob es künftig zu inflationären oder deflationären Tendenzen kommen wird. Anders als viele Marktbeobachter prognostizieren wir, daß die expansive Fiskalpolitik in den USA und vermutlich bald auch in Europa zu einem weiteren Anstieg der Inflation führen wird. Bezogen auf Europa hat die Teuerungsrate ihr Tief bereits im Jahr 1998 ausgebildet und hält sich seither deutlich darüber (sh. Abb. 1). Seit etwa drei Jahren liegt die Inflationsrate in der Regel sogar über dem Grenzwert von 2 %, weshalb nach EZB-Definition bereits nicht mehr von Preisstabilität gesprochen werden kann.

## Gespent „Deflation“

Daß das Thema Deflation in den Medien momentan weitaus häufiger erwähnt wird, kann schon fast als typisch bezeichnet werden. Beispielsweise warnt Alan Greenspan vor den Gefahren ei-

ABB. 2: ZWEI KOPF-SCHULTER-FORMATIONEN BEIM DAX



Quelle: Technical Investor

nes nachhaltigen Preisverfalls, läßt aber gleichzeitig die Notenpresse auf Hochtouren laufen. Offensichtlich wird hier versucht, ein Gespenst an die Wand zu malen, während sich auf der anderen Seite eine ganz entgegengesetzte Realität zu formieren beginnt. Wir lassen uns durch die Häufigkeit von Wortnennungen in der Presse oder aber durch Aussagen von Notenbankern nicht verwirren und halten daher fest: Die Wahrscheinlichkeit dafür, daß das Preisniveau auf Dauer ansteigen wird, ist unserer Ansicht nach sehr hoch und damit auch das letzten Monat vorgestellte Inflations-Szenario mit all seinen Folgen.

## Langfristig nur seitwärts

In dem von uns favorisierten Szenario würden sich die Aktienmärkte der westlichen Welt (Europa, USA) während der laufenden Dekade allenfalls seitwärts bewegen, vergleichbar den 70er Jahren. Am Beispiel des Dax rechnen wir mit einer Oszillation zwischen grob gesagt 2.000 und 4.500 Punkten. Nach über drei Jahren Baisse dürften sich die Aktienmärkte also aktuell in einer großen Gegenbewegung nach oben („Pit Bull Market“) befinden. Prinzipiell teilen wir den mittelfristigen Optimismus von Kenneth Fisher (sh. S. 6), wengleich uns seine Prognose von 5.000 Dax-Punkten bis Jahresende doch ein bißchen sehr gewagt erscheint. Ausgehend von der Zyklik früherer Aktienmarkt-Blasen (wird in einer der künftigen Ausgaben behandelt werden) rechnen wir mit dem Ende des laufenden „Pit Bull Markets“ etwa Mitte des kommenden Jahres bei irgendwo zwischen 4.000 und 5.000 Dax-Punkten. Unsere mittelfristig bullische Sichtweise wird auch durch die Sentimenttechnik unterlegt. Wie der NOTES-Indikator (sh. S. 41), der die Analysten-Einschätzungen für die Dax-Aktien wiedergibt, zeigt, haben die Analysten die deutschen Aktien bereits „aufgegeben“ (abzulesen an den schlechten Ra-

ABB. 1: DIE MAGISCHE ZWEI – INFLATIONSRATE FÜR DIE EUROZONE IN PROZENT



Quelle: Handelsblatt

tings). Und genau hierin sehen Contrarians ein Indiz dafür, daß die hiesigen Aktien in den kommenden Monaten tendenziell positiv überraschen werden.

**Kurzfristiger Ausblick**

Wie in der letzten Ausgabe bereits angedeutet, stellte die Marke von 3.000 Punkten ein wichtiges Hindernis für den Dax dar. Nachdem dort eine kleine obere Kopf-Schulter-Formation ausgebildet wurde, ging es bis Redaktionsschluß zunächst abwärts (sh. Abb. 2). Entscheidend ist nun folgendes: Den Schlußpunkt der dreijährigen Dax-Baisse stellt eine große untere Kopf-Schulter-Formation dar, deren Nackenlinie momentan bei etwa 2.650 bis 2.700 Punkten verläuft. Unter charttechnischen Gesichtspunkten ist damit zu rechnen, daß der Dax diese Zone nun wieder von oben anlaufen wird. Aufgrund der viel größeren Dimension der unteren Kopf-Schulter-Formation kann davon ausgegangen werden, daß die Bullen dort wieder das Zepter in die Hand nehmen werden. Darauf deutet auch der LQM-Indikator hin (sh. Sentimenttechnik auf S. 41), der bei einem Dax-Stand von 2.700 Punkten vermutlich wieder hohen Pessimismus anzeigen dürfte (= Kaufsignal). Es gilt also, das Verhalten des deutschen Blue Chip-Index an der Marke von 2.700 Punkten genauestens zu verfolgen. Ein schneller Abpraller nach oben würde implizieren, daß ein Rücksetzer (= Pull Back) an die Nackenlinie der unteren Umkehr-Formation erfolgte, mit der Konsequenz eines weiteren schnellen Anstiegs in Richtung 3.500 Punkte. So oder so ähnlich könnte die kurzfristige Zukunft beim Dax verlaufen, muß sie aber selbstredend nicht. Daher verweisen wir für eine zeitnahe Diskussion der kurzfristigen Entwicklung auf den wöchentlichen Online-Newsletter *Smart Investor Weekly*, der jeden Dienstag Nachmittag unter [www.smartinvestor.de](http://www.smartinvestor.de) abrufbar ist. Dort können Sie sich übrigens auch für eine automatische Zusendung des Newsletters per eMail registrieren lassen.

**Vergleich der Nachblasen-Ära**

Unsere kurzfristig positive Sicht der Aktien wird auch von Klaus Deppermann, dem Technischen Analysten der ING BHF-Bank, geteilt. Sein Vergleich der heutigen S&P 500-Entwicklung mit der des Dow Jones vor 70 Jahren zeigt einige verblüffende Parallelen (sh. Abb. 3): Erstens ereignete sich damals wie heute ein markantes Tief im März des Jahres 3 nach dem Hochpunkt der Blase. Beim Dow Jones des Jahres 1933 stiegen die Kurse anschließend bis in

den Juli hinein, bevor es wieder zu einem nennenswerten Einbruch kam. Beide Chartverläufe weisen seit dem Tief eine sehr große Ähnlichkeit auf. Die Vermutung, daß diese Parallelentwicklung auch noch etwas länger anhält, liegt also nahe. Dementsprechend wäre ein S&P 500-Stand von deutlich über 1.000 Punkten im Juli denkbar. Hierbei ist jedoch anzumerken, daß solche Chartanalogien nur phasenweise auftreten und irgendwann wieder verschwinden. Sie sind daher allenfalls dazu geeignet, ein ohnehin vorhandenes Szenario zu untermauern. Als ideale Periode für einen markanten Hochpunkt gilt der Juli auch unter Saisonalitätsüberlegungen (sh. S. 27).

**Krieg und Wirtschaft**

Wie die Titelgeschichte verdeutlicht – wir teilen weitestgehend die Ansicht von Johann Saiger –, ist mit vermehrten kriegerischen Aktivitäten in diesem Jahrzehnt zu rechnen, was natürlich auf die Wirtschaft entsprechende Auswirkungen haben wird. Beispielsweise ist hier daran zu denken, daß künftig in verstärktem Maße klassische Branchen der „Old Economy“ in den Focus der Anleger rücken werden (z.B. Rohstoffe, Konsum, aber auch Rüstung). Während in den 90er Jahren, die von der „New Economy“ (virtuelle Welten, z.B. Internet, Information) geprägt waren, eher die deflationären bzw. disinflationären Tendenzen überwogen, ist demnach zukünftig damit zu rechnen, daß die „reale Welt“ (Rohstoffe usw.) wieder in den Vordergrund rückt. Zu diesem Shift in der Struktur der Wirtschaft kam es übrigens auch schon nach dem Platzen der Aktienblase in den 1930ern.

**Asien mit Potential**

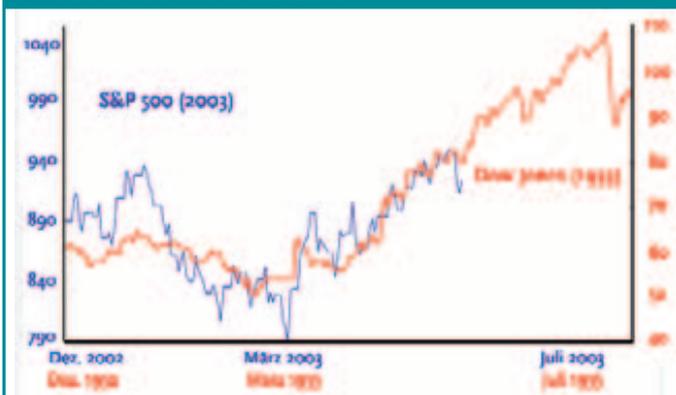
Wie der Japan-Artikel auf S. 12 verdeutlichen sollte, gehen wir für die zweitgrößte Wirtschaftsmacht der Welt davon aus, daß sich hier ein langfristiger Boden gebildet hat. Wenn überhaupt, so wird ein neuerlicher wirtschaftlicher Boom vermutlich am ehesten in der ostasiatischen Region (China, Thailand, Korea usw.) entstehen können. Alleine schon durch die räumliche aber auch kulturelle Nähe dürfte Japan hiervon überproportional profitieren können. Wie die Tabelle auf S. 38 verdeutlicht, sind mit Ausnahme des thailändischen Aktienmarktes alle anderen beobachteten asiatischen Indices noch relativ schwach (aus Sicht eines europäischen Investors). Unserer Meinung nach wird es auf absehbare Zeit hier zu einer Trendumkehr und damit zu einer Zunahme der Relativen Stärke dieser Indices gegenüber den europäischen und amerikanischen Aktienmärkten kommen.

**Fazit**

Nach drei Jahren Baisse sieht Smart Investor die Aktienmärkte inmitten einer großen mittelfristigen Gegenbewegung nach oben, welche unserer Ansicht nach bis etwa Mitte 2004 anhalten dürfte. Ein Zwischenhoch könnte sich dabei im kommenden Juli ereignen. Langfristig prognostizieren wir eine Divergenz der Aktienmärkte der westlichen (Westeuropa und Nordamerika) und der östlichen (Asien, Osteuropa) Welt. Während wir für den „Westen“ allenfalls eine Seitwärtsbewegung unter großen Schwankungen für möglich halten, sind im „Osten“ deutliche Anzeichen (relativ hohes Wachstum, niedrige Aktienbewertung) für einen langfristigen Aufschwung an den Aktienbörsen auszumachen. Weiterhin erachtet Smart Investor die Rohstoffmärkte im Allgemeinen und die Edelmetallmärkte im Speziellen für langfristig aussichtsreich.

Ralf Flierl

ABB. 3: ANALOGIE ZWISCHEN DOW JONES-DURCHSCHNITT 1933 UND S&P 500-INDEX 2003



Quelle: ING BHF-Bank

**Relative Stärke**

# Wann verläßt Asien das Krankenlager?

Mit dieser Ausgabe beginnen wir unsere regelmäßige Beobachtung ausgewählter Märkte nach dem Kriterium der Relativen Stärke (vgl. Basisartikel in der letzten Ausgabe oder unter [www.smartinvestor.de/news/hintergrund](http://www.smartinvestor.de/news/hintergrund)). In der Tabelle sind die Rangziffern der Märkte im 14-tägigen Abstand für einen Zeitraum von ca. 2 Monaten angegeben. Um die Vergleichbarkeit zu gewährleisten, wurden sämtliche Rangziffern auf Euro-Basis ermittelt. Während wir sehr wohl der Ansicht sind, daß die eigentliche Analyse grundsätzlich in der Originalwährung erfolgen sollte, ist es für die hier angestellten, vergleichenden Betrachtungen notwendig, von einer gemeinsamen Basis auszugehen, um ein zutreffendes Bild zu erhalten. Deutlich wird dies insbesondere im Hinblick auf Entwicklungsländer: Häufig reflektiert hier der in Heimatwährung gemessene Kursanstieg des Index lediglich die Schwächeneigung der Währung. Gerade in solchen Fällen erweist sich dann auch die Separierung des Währungsrisikos aus Anlegersicht als schwierig, da es an geeigneten Absicherungsinstrumenten fehlt.

**Aktien versus Renten**

Besondere Aufmerksamkeit sollte der inlandsorientierte Anleger dem Wechselspiel zwischen Dax und REXP widmen. Der REXP ist ein Performanceindex des Rentenmarktes auf Basis synthetischer Staatsanleihen mit konstanter Laufzeit. Die jeweiligen Ränge und Rangveränderungen bei den Indices geben wichtige Hinweise auf die Entwicklung der Aktien- bzw. Rentenpräferenz am heimischen Markt. Nach seiner fulminanten Rallye fiel der Dax aktuell wieder ins Mittelfeld zurück (Rang 10), während sich der REXP erstmals wieder leicht verbessern konnte und weiterhin in der Spitzengruppe verweilt (Rang 4).

**Noch ist Polen nicht verloren**

Interessant auch die Entwicklung in Polen: Der Entertainer Harald Schmidt froitzelte jüngst über die militärischen Leistungen der Polen, denen mit nur 200 Soldaten die Kontrolle über ein Drittel des Irak zugefallen war. Nicht minder eindrucksvoll ist die Entwicklung des polnischen PTX-Index, der sich kontinuierlich von Rang 19 auf Rang 5 vorarbeitete und sich damit als Top-Performer des vergangenen Monats erwies. Den Führern der „Koalition der Willigen“ erging es dagegen deutlich schlechter. Aufgrund der schwachen Dollar-Entwicklung sackte der in Euro gemessene Dow Jones weiter auf den 19. Rang ab. Apropos Irak-Krieg: Wie schnell ein Modethema ad acta gelegt werden kann, sehen wir am Rohöl. Seit Kriegsbeginn wurde Rohöl vom 1. Platz auf den buchstäblich letzten Platz der Rangliste durchgereicht.

**Asien: bald wieder aufwärts!?**

Mit großer Aufmerksamkeit sollte die weitere Entwicklung in Asien beobachtet werden. Mit Ausnahme von Thailand brachte die SARS-Hysterie praktisch alle asiatischen Märkte auf das Krankenlager, um nicht zu sagen auf die Intensivstation, wo sich der japanische Markt ja schon seit längerer Zeit befindet. Sollte es den Märkten dieser Region gelingen, sich von ihren Tiefs zu lösen, dann dürfte sich hier eine höchst interessante Konstellation ergeben: Ein Investment im Geiste der „Contrary Opinion“ gepaart mit beginnender Relativer Stärke.

Ralph Malisch

Relative Stärke-Rangliste: Länder-Indices und Rohstoffe aus Sicht eines europäischen Investors						
Index	Land	RS 23.05.	RS 09.05.	RS 25.04.	RS 11.04.	RS 28.03.
Merval	Arg	1	1	1	3	4
RTX	Rus	2	2	2	9	7
MDAX	D	3	3	4	6	13
REXP 10*	D	4	6	5	4	1
PTX	Polen	5	12	19	20	23
TecDAX	D	6	4	7	15	21
All Ord.	Aus	7	9	6	5	6
IBEX 35	E	8	7	3	1	5
S.E.T.	Thai	9	11	12	2	3
DAX	D	10	5	9	13	24
CAC 40	F	11	10	11	12	17
SMI	CH	12	14	15	16	20
Gold		13	18	18	18	12
NASDAQ 100	USA	14	8	8	8	2
HUI*	USA	15	19	20	19	16
FTSE 100	GB	16	15	13	14	19
S&P 500	USA	17	13	10	10	10
Shenzen	China	18	21	17	7	9
DJIA 30	USA	19	17	16	11	11
Silber		20	16	14	17	18
Hang Seng	HK	21	23	23	26	22
KOSPI	Korea	22	20	24	24	25
Nikkei 225	J	23	22	22	22	15
Sensex	Indien	24	24	21	21	8
Rohöl		25	25	25	23	14

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

## MoneyTalk

# „Wir gehen den Weg des geringsten Widerstands“

*Hans-Joachim Oltersdorf, Finanzvorstand des Optikunternehmens Fielmann, über das Erfolgsmodell des deutschen Marktführers und die Schwierigkeiten der Konkurrenz bei der Nachahmung*



Hans-Joachim Oltersdorf

**Smart Investor:** Herr Oltersdorf, was ist eigentlich das Erfolgsgeheimnis von Fielmann?

**Oltersdorf:** Der Name Fielmann steht für die günstigsten Preise bei hoher Qualität, größter Auswahl und bestem Service. Wir sind bemüht, so etwas wie die Quadratur des Kreises zu bewerkstelligen: Einerseits finden sich unsere Geschäfte in Top-Lagen, andererseits sind wir auch die günstigsten Anbieter. Absolut gesehen scheinen unsere Kosten somit hoch, doch prozentual zu den Umsätzen sind sie natürlich niedrig. Die Menge macht den Unterschied.

**Smart Investor:** Warum können Ihre Konkurrenten denn das Geschäft von Fielmann nicht einfach oder sogar besser kopieren?

**Oltersdorf:** Unseren Konkurrenten fehlt das Volumen, auch haben viele den Wettbewerb einfach verschlafen. Nach dem Mauerfall 1989 zum Beispiel entwickelte und hielt sich hartnäckig folgendes Denkmuster: Laß' Fielmann ruhig die billigen Brillen verkaufen, wir konzentrieren uns auf die teuren. Genau das haben wir dann auch gemacht – mit dem Resultat, daß unsere Marktanteile in Ostdeutschland heute sogar höher sind als in Westdeutschland. Unser Slogan „Lieber niedrige Preise für viele als hohe Preise für wenige“ scheint nicht zum Allgemeingut zu gehören. Das heißt, daß sich von den 9.600 Optikern in Deutschland ganze 9.200 auf den Verkauf hochpreisiger Brillen versteifen wollen. Das paßt überhaupt nicht mit den Bedürfnissen zusammen, speziell nicht zur deutschen Mentalität.

**Smart Investor:** Existiert so etwas wie eine Konsolidierung in der Branche, vor allem angesichts der schwieriger werdenden Situation mit dem Gesundheitswesen allerorten?

**Oltersdorf:** Inzwischen existieren hier und da sogenannte Einkaufsgemeinschaften, die man aber auch als Notgemeinschaften bezeichnen müßte, die sich zusammentun, um über die Menge schließlich bessere Einkaufspreise zu bekommen. Doch untereinander bleiben sie dann doch immer Wettbewerber und grenzen sich gegenseitig wieder ab. Der Abstand in den Preisen zu Fielmann bleibt also letztlich immer gewahrt.

**Smart Investor:** Wo will und kann Fielmann überhaupt weiteres Wachstum realisieren?

**Oltersdorf:** Aufgrund der Altersstruktur verfügt Deutschland noch über Potential, auch wenn wir hier schon 23 % Marktanteil beim Umsatz innehaben. Unsere Umsatzsteigerung in bestehenden Geschäften beträgt im Durchschnitt 4 %, was für den Retailing-Bereich ein sehr guter Wert ist. Für den zuletzt erfolgten Markteintritt in den Niederlanden hatten wir nur zwei kleinere Ketten mit je fünf Geschäften gekauft, an deren Spitze aber überaus wichtige Leute stehen, die uns dank ihrer Beziehungen die weitere Expansion erleichtern.

**Smart Investor:** Läßt sich das deutsche Erfolgsmodell denn auch tatsächlich ins Ausland exportieren?

**Oltersdorf:** Wir sind auch im angrenzenden europäischen Ausland die günstigsten Anbieter. 1995 sind wir in den Schweizer Markt eingetreten und heute schon Marktführer. Unser Geschäft in der Bahnhofstraße in Zürich verzeichnete im letzten Jahr einen Umsatz von sagenhaften 14,6 Mio. Euro. Nach Österreich ist Fielmann vor vier Jahren expandiert. Heute sind wir die Nummer zwei dort und damit auf halbem Weg unserer Expansion. Inzwischen haben wir mit dem gleichen Konzept die Niederlande in Angriff genommen. Wir gehen also den Weg des geringsten Widerstands, und der fällt in den angrenzenden deutschsprachigen Ländern am praktikabelsten aus. Frankreich zum Beispiel wäre schon ein schwierigerer Markt. Die Sprache, die Kultur und auch die Mentalität ist eine ganz andere. So etwas will genau überlegt sein.

**Smart Investor:** Blick in die Zukunft: Wo sehen Sie das Unternehmen in, sagen wir, fünf Jahren?

**Oltersdorf:** Wir gehen davon aus, daß wir jedes Jahr zweistellig wachsen, vor allem aber gesund wachsen. Wenn sich darüber hinaus Übernahmen zu vertretbaren Konditionen anbieten, werden wir uns auch sicher nicht verschließen. Wir haben des weiteren noch genügend Wachstumspotential innerhalb Europas, rundherum um Deutschland. Aufgrund des stetigeren Kursverlaufs der Fielmann-Aktie können Sie als Anleger viel besser schlafen, obgleich natürlich ein wenig der Nervenkitzel wie bei einigen anderen Titeln fehlen könnte. Seit dem Börsengang im Jahr 1994 hat der Kurs 70 % zugelegt, zuzüglich der Dividenden. Das kann sich sehen lassen.

*„Lieber niedrige Preise für viele als hohe Preise für wenige“*

Interview: Falko Bozicevic

Musterdepot

# Hebel fürs Depot

*Um von einer erwarteten starken Fröhsommerphase zu profitieren, werden wir unsere liquiden Mittel weiter abbauen. Aus Erfahrung weiß man, daß ohnehin nicht sämtliche Limits greifen werden.*

Smart Investor rechnet in den kommenden Wochen mit einer Fortsetzung der Aufwärtstendenz an den Märkten. Das heißt nicht, daß wir uns mit unseren Positionen verheiraten wollen – wenn sich impulsive Kursanstiege ereignen sollten, werden wir in die Sommermonate hinein bereits wieder Positionen reduzieren.

### Erfolgte und verpaßte Einstiege

Mit unseren Kauflimits aus der letzten Ausgabe sind wir bei drei Titeln zum Zuge gekommen: VIVA Media, GfK und K+S. Während sich die Bodenbildung im Chart bei VIVA noch nicht im erwarteten Umfang vollzogen hat, kam der Einstieg im Vorfeld der Quartalszahlen bei GfK – im letzten Smart Investor Gegenstand der „Externen Analyse“ – gerade richtig. Beflügelt von klar über den Prognosen liegenden Geschäftszahlen legten die GfK-Papiere in der Spitze bis auf 17,50 Euro zu. Die Aktien von K+S liegen zwar im Minus, doch ist hier die Dividendenzahlung von 1 Euro je Anteil zu beachten, die wir unserem Cash-Bestand zugeschrieben haben. Wichtig zu wissen ist, daß die drei Kauflimits bereits zwischen Redaktionsschluß und Auslieferungstermin des Smart Investor gegriffen haben, so daß unsere Leser dann am folgenden Montag andere Kurse – höhere bei GfK und niedrigere bei K+S sowie VIVA – vorfanden. Über einen längeren Zeitraum wird dieses Phänomen ausgleichend wirken und sollte weder einen Vor- noch einen Nachteil darstellen. Um auf jeden Fall einen Emerging Market-Titel ins Depot zu holen, haben wir das Limit für Banpu auf 0,82 Euro erhöht.

LISTE DER KAUFLIMITS					
TITEL	WKN	STÜCK	KAUFLIMIT	KURS AKT.*	KAUFSUMME
<b>KÄUFE</b>					
DAX LONG ZERTIFIKAT (VONTOBEL)**	299 543	1.000	3,50	4,53	3.500,00
NIKKEI CALL BASIS 8.500	681 453	8.000	0,48	0,47	3.840,00
BAADER	508 810	2.000	1,85	1,90	3.700,00
SILVER STANDARD RESSOURCES	858 840	1.000	3,90	4,10	3.900,00
BANPU	882 131	5.000	0,82	0,81	4.100,00
CROESUS MINING	871 679	15.000	0,30	0,31	4.500,00
DR. HÖNLE	515 710	1.500	3,30	3,38	4.950,00
MÜNCHENER RÜCK	843 002	100	75,00	81,40	7.500,00
HARMONY MINING	864 439	400	10,70	11,10	4.280,00
IXOS SOFTWARE	506 150	1.000	4,40	4,60	4.400,00
<b>VERKÄUFE:</b>					
VERKAUFLIMIT					
DAIMLERCHRYSLER	710 000	-300	25,00	25,64	-7.500,00

\*) am 26.05.2003

\*\*) Das Limit von 3,50 Euro entspricht einem Dax-Stand von etwa 2.725 Punkten.

### Diversifizierung & Hebeleinbau

Die Aktie von DaimlerChrysler entwickelte sich in den letzten Wochen weit unterdurchschnittlich und wurde deshalb am 27.05. zum Schlusskurs verkauft – bitte beachten Sie deshalb unbedingt unsere Dispositionen im Smart Investor Weekly (SIW), für den Sie sich jederzeit kostenlos anmelden können unter [www.smartinvestor.de](http://www.smartinvestor.de). So haben wir im SIW vom 20.05. das Kauflimit für das Dax-Hebelprodukt auf 3,50 Euro erhöht, für den Fall, daß der Dax bis auf 2.700 Punkte fällt und dann an diesem markanten Widerstand nach oben abdreht. Schließlich haben wir noch die in der letzten Ausgabe aufgeführten Verkaufslimits entfernt, um bei sämtlichen Titeln im Rennen zu bleiben. Neu hinzugekommen sind Kauflimits für einige der in dieser Ausgabe besprochenen Titel, wovon das eine oder andere

auf jeden Fall zur Ausführung kommen wird, womöglich sogar wieder zwischen Redaktionsschluß und Auslieferung. Unser Musterdepot ist breit diversifiziert (u.a. mit Asien- und Edelmetallaktien) und dürfte deshalb kaum eine Outperformance bewerkstelligen können. Der Nikkei-Call ist spekulativer Natur und wird uns eine interessante Hebelwirkung vermitteln.

MUSTERDEPOT (START: 24.3.2003 MIT 100.000 EURO)								
PERFORMANCE: +7,0 % SEIT DEPOTSTART; +1,6 % GG. VORMONAT								
TITEL	WKN	STÜCK	KAUF AM	ZU	AKT.*	WERT (EURO)	VERÄND.	STOP LIMIT
AWD	508 590	700	25.03.03	10,80	13,44	9.408,00	+24,4 %	10,50
CANON	853 055	300	31.03.03	32,50	34,70	10.410,00	+6,8 %	
DAIMLERCHRYSLER	710 000	300	31.03.03	26,50	25,51	7.653,00	-3,7 %	23,90
DURBAN ROODEPOORT DEEP	865 260	3000	27.03.03	2,15	2,34	7.020,00	+8,8 %	
HYRICAN INFORMATIONSSYSTEME	600 450	500	01.04.03	7,80	11,73	5.865,00	+50,4 %	
HONDA MOTOR	853 226	200	27.03.03	33,00	29,20	5.840,00	-11,5 %	24,80
ZAPF CREATION	780 600	200	31.03.03	27,00	33,27	6.654,00	+23,2 %	23,50
VIVA MEDIA	617 706	1.500	29.04.03	5,20	4,75	7.125,00	-8,7 %	
GfK	587 530	500	29.04.03	12,10	16,00	8.000,00	+32,2 %	
K+S	716 200	400	29.04.03	19,00	18,20	7.280,00	-4,2 %	
LIQUIDITÄT						31.790,00		
GESAMTWERT						107.045,00		

\*) am 26.5.2003; in Euro

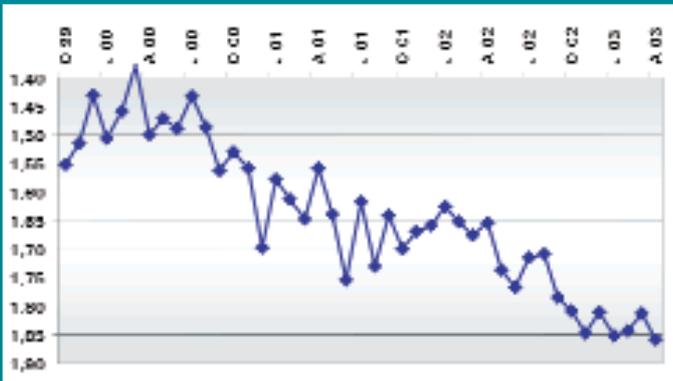
**Sentimenttechnik**

# NOTES: Nachkriegsrally schwächt Sentiment empfindlich

von Manfred Schumacher ([www.schumachers.net](http://www.schumachers.net))

Die erstaunliche Resistenz der Sentimentindikatoren (Analysten und Finanzpresse) für den Deutschen Aktienindex im Vorfeld und im Verlauf des Irak-Krieges ist im April einer deutlichen Schwächeneigung gewichen. Viele Analysten nahmen die

**GEWICHTETE NOTES\* FÜR DEN DAX/DAX-AKTIE IM MONATSDURCHSCHNITT: WEITERHIN SKEPSIS BEI DEN ANALYSTEN**



\* je höher die Note, desto schlechter die Einschätzung

steigenden Kurse von Münchener Rück, Allianz & Co. zum Anlaß, ihre Empfehlung mehr oder weniger deutlich herabzusetzen. 36 Downgrades standen 22 Upgrades gegenüber, wobei im ersten Fall vor allem Daimler-Chrysler, Infineon und Lufthansa betroffen waren, von Heraufstufungen profitierten in erster Linie SAP und Metro. Insgesamt gingen über 1300 Empfehlungen in die Monatswertung ein. Die Durchschnittsnote fiel im April auf 1,86 gegenüber 1,81 im März.

**DIE FLOP-TEN DER DAX-AKTIE\***

RANG	AG	NOTE**
1	HVB GROUP	2,80
2	MLP	2,76
3	COMMERZBANK:	2,70
4	TUI	2,43
5	INFINEON	2,23
6	ALLIANZ	2,18
7	BAYER	2,04
8	DEUTSCHE BANK	2,02
9	MÜNCHENER RÜCK	1,99
10	DAIMLERCHRYSLER	1,99

\*) Die 10 Dax-Aktien, die von den Analysten am schlechtesten eingeschätzt werden  
 \*\*) Je höher die Note, desto schlechter ist die Einschätzung

Der Einführungsartikel zum NOTES-Indikator kann im Smart Investor 5/03 oder unter [www.smartinvestor.de/news/hintergrund/index.hbs](http://www.smartinvestor.de/news/hintergrund/index.hbs) nachgelesen werden.

## LQM: Noch im neutralen Bereich

Anders als der obige NOTES-Indikator, der auf Monatsdaten beruht, reagiert der von Smart Investor entwickelte und auf Wochendaten basierende LQM-Indikator deutlich schneller auf Stimmungsschwankungen. Unter gewissen Umständen kann er damit auch als Timing-Instrument eingesetzt werden.

LQM steht für „Liquiditätsquote der Musterdepots“ und entsprechend seinem Namen gibt dieser Indikator an, zu welchem Prozentsatz eine Reihe von Musterdepots (aus Börsenzeitschriften oder -briefen) nicht investiert, d.h. liquide ist. Je höher der LQM-Wert (rote Linie), desto mehr läßt sich auf Pessimismus schließen und umgekehrt. Je liquider die Musterdepots, desto mehr besteht die Möglichkeit, Aktien zu kaufen und damit Kurse nach oben zu treiben. Unterstellt man nun noch, daß Musterdepots in gewisser Weise die Masse der Anlegerschaft repräsentieren, so haben wir mit dem LQM einen hervorragenden Stimmungs-Indikator.

Sehr schön ist im Chart zu erkennen, daß sich Dax und LQM gegenläufig verhalten, genau so wie es sein sollte. Leider muß der momentane LQM-Wert von etwa 46 % dem neutralen Bereich zugeordnet werden, weshalb sich zum Redaktionsschluß noch keine exakte Aussage daraus treffen läßt. Allerdings zeigt die LQM-

Tendenz nach oben. Ein in Richtung 2.700 Punkte fallender Dax dürfte aller Wahrscheinlichkeit nach einige Stop-Kurse in den Musterdepots auslösen und damit den LQM-Wert weiter nach oben treiben. Unterstellt man dieses Szenario, so dürfte der Kontra-Indikator LQM bei einem Dax-Stand von ca. 2.700 Punkten kurzfristige Einstiegs-signale für den Dax geben. Zur zeitnahen Kommentierung des LQM sei auf den wöchentlichen Newsletter „Smart Investor Weekly“ unter [www.smartinvestor.de](http://www.smartinvestor.de) verwiesen.

**LIQUIDITÄTS-QUOTE DER MUSTERDEPOTS (LQM-INDIKATOR)**



## Kolumne

# Von der Schwierigkeit, kritisch zu sein

von Dr. Bernd Niquet

„Divide et impera“ heißt „teile und herrsche“. Doch was auf den ersten Blick wie eine erfolgreiche Managementstrategie in Staat und Wirtschaft aussieht, nämlich unter den Untergebenen Zwietracht zu säen, um selbst mächtiger zu werden, scheint bei näherem Hinsehen auch in vielen anderen Bereichen unseres Lebens beinahe den Charakter eines allgemeingültigen Naturgesetzes anzunehmen.

So ist es beispielsweise viel schwerer, kritisch zu sein, als sich dem Mainstream anzuschließen. Doch nicht etwa deshalb, weil man hierbei Verfolgungen oder Diskriminierungen ausgesetzt wäre. So etwas gibt es nur in politisch sehr extremen Zeiten. Nein, denn bereits ganz einfache logische Überlegungen zeigen, warum das so ist. Wer dem Mainstream folgt, dem ist die Richtung klar vorgegeben. Hier streitet man zwar über marginale Abweichungen in die eine oder andere Richtung, doch das ändert am grundlegenden Trend, in dem man sich bewegt, gar nichts. Setzt man sich hingegen vom Mainstream ab, ist die Menge der Möglichkeiten plötzlich nahezu unendlich.

Und etwas weiteres kommt hinzu: Während die Vertreter des Mainstream gemeinhin als dogmatisch bezeichnet werden, weil sie einem vorgegebenen Meinungs- oder Wissenschaftstrend folgen, sind die Opponenten des Mainstream in der Regel nicht nur dogmatisch, sondern sogar fanatisch in ihrer Meinung. Das hat sicherlich etwas mit dem Gravitationsprinzip des Mainstream zu tun, das dazu führt, daß man schon sehr überzeugt von seiner alternativen These sein muß, um sich erfolgreich vom Mainstream absetzen zu können. Man braucht also gleichsam ein Bollwerk an Überzeugungen, um die nötigen Fliehkräfte zu erzeugen, mit denen man schließlich die Schwerkraft der Orthodoxie überwinden kann. Ganz so, wie Einstein es gesagt hat: Die Energie ist stets proportional zur Masse – multipliziert mit dem Quadrat der Lichtgeschwindigkeit. Alle Kritiker der herrschenden Lehrmeinung stellen also stets massive Überzeugungsklopse dar. Und sie brauchen genau diese Masse, um überhaupt die nötige Energie zu entwickeln.

Das Universum der verschiedenen Meinungen in einer offenen Gesellschaft zeichnet sich also durch ein festes Gravitationszentrum aus, um welches viele Masseklopse kreisen. Sie alle haben ein identisches Ziel, nämlich das Zentrum zu zerstören. Sie haben jedoch gleichzeitig auch den Fehler, gegeneinander zu prallen – und anschließend in unendlich kleine und beinahe nicht mehr wahrnehmbare Partikel zu zerspringen. Womit wir wieder beim „Divide et impera“ wären, denn die Selbsterstörung der Opposition stärkt niemand anderen als den Kern.

„Das Weltfinanzsystem ist in recht guter Ordnung und Konstitution“, lautet die herrschende Meinung in Wirtschaft und Finanz. Die Opposition gegen diese Orthodoxie ist sich hingegen einig darin, daß das nicht zutrifft, und sie ist sich auch einig darin, daß recht bald das ganze Weltfinanzsystem, um es einmal ein bißchen reißerisch aber nicht unzutreffend auszudrücken, „den Bach runter gehen wird“. Das Einzige, worüber man sich dabei jedoch keineswegs einig ist, ist der Weg dorthin. Die einen sind nämlich genauso massiv und felsenfest davon überzeugt, daß dies im Zuge einer verheerenden Deflation passieren wird wie die anderen, daß eine schreckliche Inflation schließlich alles zerrütten wird.

Das alles erinnert an einen Arzt, der dem Patienten sagt: „Sie werden bald sterben“. Und auf dessen Nachfrage nach den Gründen antwortet: „Entweder durch die Schwindsucht oder durch Bluthochdruck“. So etwas kann natürlich nur zu Kollisionen führen, und dann macht es „bumm“, und die Opposition des Mainstream hat sich selbst aus der Umlaufbahn herausbefördert. Die Kritik hat sich in unlösbare Widersprüche verwickelt und sich damit selbst mundtot gemacht. Gewinner ist die herrschende Meinung, die doch schon vorher gesagt hat, daß in der besten aller Welten alles zum Besten gerichtet ist.

Philosophisch kann man über das Verhalten von Mainstream und Kritik sagen: Der Ausgangspunkt der Suche bestimmt leider bereits, was überhaupt gefunden werden kann. Mainstream und Kritik sind von der apodiktischen Geltung des von ihnen Gesagten meistens derart überzeugt, daß Alternativen zum Bollwerk der eigenen Gedanken nicht mehr wahrgenommen werden. Hier unterscheidet sich die Wirtschaftserkenntnis also keineswegs vom Pilgerpfad, auf dem die Gläubigen ebenso alternativlos auf Knien entlangrutschen – hin zum Ziel des alleine Seligmachenden.



Dr. Bernd Niquet

## UNTERNEHMEN VON A-Z

UNTERNEHMEN	WKN	SEITE
BAADER	508 810	30
CANON	853 055	12
DR. HÖNLE	515 710	34
FIELMANN	577 220	39
GENERAL MOTORS	850 000	35
GfK	587 350	9
H&M	872 318	9
HARMONY MINING	864 439	35
HONDA MOTOR	853 226	12
IXOS SOFTWARE	506 150	34
KDDI CORP.	887 603	12
MAZDA	854 131	12
MEDION	660 500	9
NIPP. TEL. & TEL.	873 029	12
NTT DOCOMO	916 541	12
PFEIFFER VACUUM	691 660	32
RYANAIR	907 191	9
TUI	695 200	9

## Vorschau

### auf Smart Investor 7/2003

#### Candlesticks – Kerzencharts:

Das Prinzip dahinter, die Formationen und ihre Zuverlässigkeit

#### COT: Commitment of Traders:

Den Profis und Insidern auf die Finger geschaut

#### Abfindungswerte:

Spekulation mit Netz und doppeltem Boden

#### Edelmetalle:

Über die Chancen einer Fortsetzung der Hausse

## IMPRESSUM

# Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

1. Jahrgang 2003, Nr. 6 (Juni)

#### Verlag:

GoingPublic Media AG  
Bahnhofstr. 26,  
82515 Wolfratshausen,  
Tel.: 08171-419650  
Fax: 08171-419656,

eMail: [info@goingpublic.de](mailto:info@goingpublic.de)  
Internet:  
[www.goingpublic.de](http://www.goingpublic.de)

#### Redaktion:

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

#### Bildredaktion:

Andreas Potthoff

#### Mitarbeit an dieser

##### Ausgabe:

Magdalena Brud, Dr.  
Joachim Fleißing, Manuel  
Hölzle, Manfred Hübner,  
Adam Jakubowski,  
Alexander Kapfer, Dr.  
Bernd Niquet, Patrick Nix,  
Johann A. Saiger, Manfred  
Schumacher, Dimitri  
Speck, Kevin Sternkopf

#### Redaktionsanschrift:

sh. Verlag,  
Fax: 08171-419641,  
eMail:  
[redaktion@smartinvestor.de](mailto:redaktion@smartinvestor.de)

#### Titel, Gesamtgestaltung:

Andreas Potthoff

#### Anzeigen:

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

#### Anzeigenleitung:

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

#### Erscheinungs- termine 2003:

(6/03), 28.6. (7/03), 26.7.  
(8/03), 30.8. (9/03), 27.9.  
(10/03), 25.10. (11/03),  
22.11. (12/03), 20.12. (1/04) VKZ B 61978

#### Preise:

Einzelpreis 5,- Euro,  
Jahresabonnement 48 Euro.  
Alle Preise incl. Versand-  
kosten und 7 % MwSt.

#### Abonnementverwaltung:

GoingPublic Media AG  
Bahnhofstr. 26,  
82515 Wolfratshausen,  
Tel.: 08171-419650

Fax: 08171-419656  
eMail:  
[abo@smartinvestor.de](mailto:abo@smartinvestor.de)

#### Druck:

Offsetdruckerei Wende,  
Berlin

#### Haftung und Hinweise:

Artikel, Empfehlungen  
und Tabellen liegen  
Quellen zugrunde, welche  
die Redaktion für verläss-  
lich hält. Eine Garantie für  
die Richtigkeit kann aller-  
dings nicht übernommen  
werden. Bei unaufgefordert  
eingesandten Beiträgen be-  
hält sich die Redaktion Kür-  
zungen oder Nichtabdruck  
vor.

#### Nachdruck:

© 2003 GoingPublic Media  
AG, Wolfratshausen. Alle  
Rechte, insbesondere das  
der Übersetzung in fremde  
Sprachen, vorbehalten.  
Ohne schriftliche Genehmi-  
gung der GoingPublic  
Media AG ist es nicht gestat-  
tet, diese Zeitschrift oder  
Teile daraus auf photome-  
chanischem Wege (Photo-  
kopie, Mikrokopie) zu ver-  
vielfältigen. Unter dieses  
Verbot fallen auch die Auf-  
nahme in elektronische  
Datenbanken, Internet und  
die Vervielfältigung auf CD-  
ROM.

## Interview mit einem Investor

## „Geld zu verdienen wird zukünftig schwieriger sein als früher“

*Smart Investor im Gespräch mit Roland Leuschel  
Kolumnist und Ehren-Direktor der Banque Bruxelles Lambert*

**Smart Investor:** Herr Leuschel, Sie sind Deutscher, leben aber seit vielen Jahren in Belgien. Wie kam es dazu?

**Leuschel:** Ich war Anfang der 60er Jahre als Finanzanalyst bei der BHG Bank, der späteren BHF Bank, in Frankfurt beschäftigt. Diese hatte zusammen mit der Rothschild Gruppe und der Banque Lambert die ersten beiden in europäischen Aktien investierten Aktienfonds namens Eurunion und Financeunion herausgebracht. Die 15köpfige Analysten-Abteilung dieser Gruppe war in Brüssel angesiedelt und erstellte damals das erste länderübergreifende Research, d.h. wir verglichen AEG nicht nur mit Siemens, sondern auch mit Philips. Das war damals wirklich etwas neues.

**Smart Investor:** Gibt es ein Ereignis, welches Ihnen aus der damaligen Zeit noch in Erinnerung ist?

**Leuschel:** Ja, das war im Oktober 1962, als ich bei der BHG Bank anfang und gleich zu Beginn meiner Ausbildung auf das Börsenparkett kam. Genau in dieser Zeit kam es zu einem Crash wegen der Kuba-Krise. Chruschtschow war drauf und dran, auf Kuba seine Raketen zu installieren, und Kennedy hatte daraufhin gesagt: bis hierhin und nicht weiter. Wir standen vor dem dritten Weltkrieg, infolge dessen stürzten die Aktienkurse. Das war mein Glück! Warum? Der Börsendirektor der BHG hat mich damals auf dem Parkett empfangen mit den Worten: Mein lieber Leuschel, was hast Du für ein Glück, Du darfst in der Baisse anfangen. Ich habe das damals nicht verstanden. Man darf nicht vergessen, daß wir am Ende einer außergewöhnlichen Periode, der Nachkriegs-Hausse, standen: 1950 legten die deutschen Aktien um 80 % zu, 1954 um 72 % und 1959 um 75 %. 1962 gab es dann eben den ersten größeren Rückschlag. Aufgrund all dieser Erfahrungen habe ich mir damals mein Leit-Motto zurechtgebastelt. Erstens hatte ich gelernt, daß man an der Börse wirklich Geld verdienen kann. Sie kann eine Quelle des Reichtums sein, wenn man es richtig macht. Und zweitens lernte ich: In einem Crash werden sowohl die

guten als auch die schlechten Aktien gebeutelt. Und genau hierin liegt die Chance, da gute Aktien dann sehr preiswert zu haben sind. Deshalb kaufe ich immer erst nach einem Crash.

**Smart Investor:** Sie kaufen also erst dann, wenn alle anderen verkaufen?

**Leuschel:** Ja, ich habe mich so sehr mit der Thematik des Crashes beschäftigt, daß man mich irgendwann als Crash-Prophet bezeichnete. Ich bin, wie eine Zeitschrift einmal formulierte, ein ewiger Optimist, der nach jedem Crash glaubt, daß wieder bessere Zeiten kommen. Dabei ist meine Vorgehensweise doch nur logisch. Schauen Sie, wenn Sie von einer Immobilie oder einer Antiquität überzeugt und begeistert sind, dann bezahlen Sie doch auch nicht jeden Preis. Genauso wie in der Euphorie die Kurse irrational aufgeblasen werden, findet in einem richtigen Crash eine maßlose Übertreibung nach unten statt. Und genau das ist eben dann die Situation, in der ich gerne kaufe.



Roland Leuschel

**Smart Investor:** Können Sie sich an Ihr erstes Investment erinnern?

**Leuschel:** Ja, ganz genau. Wie gesagt, ich habe 1962 meine Karriere begonnen und von meinem ersten Verdienst, das waren damals 500 Mark, habe ich mir KfW-Anleihen gekauft (KfW = Kreditanstalt für Wiederaufbau; Anm. der Red.).

**Smart Investor:** Und was ist daraus geworden?

**Leuschel:** Die Kurse haben den Crash praktisch unbeschadet überstanden. Und immerhin haben sie eine jährliche Rendite von 8 % abgeworfen.

**Smart Investor:** Hat sich die Investment-Landschaft gegenüber der Zeit, in der Sie angefangen haben, verändert?

**Leuschel:** Ja und nein. Auf der einen Seite ist alles rationaler und transparenter geworden. Um Ihnen ein Beispiel zu geben: Damals ging die belgische Solvay an die Börse. Die belgischen Gesellschaften waren damals nicht verpflichtet, ihren Umsatz anzugeben. Wir Analysten mußten nun aber diese Solvay mit Bayer, BASF oder Hoechst vergleichen, was natürlich nahezu unmöglich war. Damals ging beispielsweise ein Gerücht um, daß Solvay mehr Umsatz macht als die drei großen Chemie-Unternehmen Deutschlands zusammen. Das war natürlich Unsinn, aber keiner konnte mangels Daten das Gegenteil beweisen. Insofern ist heute alles viel professioneller.



ner. Aber was sich nicht verändert hat, das ist der Mensch. Der ist nach wie vor gierig und glaubt, daß 15 % Rendite pro Jahr normal sind. Diese Rationalität, d.h. mit KGVs und anderen Kennzahlen zu operieren, die eigentlich zugenommen hat, wird im alltäglichen Aktienhandel dann doch immer wieder über Bord geworfen.

**Smart Investor:** Wie hat sich denn das Standing des Analysten verändert?

**Leuschel:** Damals haben die Analysten nicht sehr viel verdient, und außerdem waren sie nicht sehr angesehen. Dagegen hatten die Aktien-Händler fast schon Halbgott-Status. Heute ist es ja eher umgekehrt. Allerdings konnten wir damals unsere Meinung sagen, auch wenn es nicht die unseres Hauses war. Das ist heute nicht mehr so. Die Analysten sind heute bei vielen Banken ein Teil der Marketing-Abteilung geworden. Und damit hat sich natürlich die Branche selbst ad absurdum geführt.

**Smart Investor:** Wie kommen Sie zu Ihren Investment-Entscheidungen? Gehen Sie nur nach fundamentalen Kriterien vor oder sehen Sie sich auch Charts an?

**Leuschel:** Beides. Ich habe Anfang der 70er Jahre schon die ersten verfügbaren Charts deutscher Aktien von Hiescher/Schulz analysiert. Und ich habe ein eigenes Verfahren entwickelt, welches ich CuF genannt habe. CuF steht für Charts und Fundamentals. Die Grundidee dabei war folgende: Wenn beides in die gleiche Richtung zeigt, dann ist die Wahrscheinlichkeit für einen Gewinn höher, als wenn sie in unterschiedliche Richtungen zeigen. Und ich würde auch heute niemals eine Order aufgeben, ohne nicht vorher den Chart der Aktie studiert zu haben. Heutzutage ist das dank des Internets ein Kinderspiel. In meinen Anfangsjahren aber mußten wir die Charts teilweise noch von Hand zeichnen. Für die heutige Generation wäre das unvorstellbar.

**Smart Investor:** Wie sehen Sie die aktuelle wirtschaftliche Situation?

**Leuschel:** Ich glaube, daß die Lage momentan sehr prekär ist, insofern, als wir noch eine relativ gute Konjunktur haben dank zweier Dinge: erstens einer hohen Konsumquote in Amerika, gepaart mit einem hohen Verschuldungsgrad, und zweitens einem hohen Defizit in der US-Leistungsbilanz, welcher auch wiederum auf dem hohem Konsum und einem überhöhten Wert der Dollars basiert. Wenn aber – und es ist meine tiefste Überzeugung, daß dies passieren wird – die Amerikaner bald anfangen werden, etwas ganz Vernünftiges zu tun, nämlich zu sparen, dann wird dies eine Weltwirtschaftskrise auslösen. Dementsprechend sehe ich auch einen Kollaps des Dollars.

**Smart Investor:** Das ist ja starker Tobak! Ist denn diese beschriebene Entwicklung Ihrer Meinung nach unausweichlich, oder sehen Sie noch einen Ausweg?

**Leuschel:** Unausweichlich natürlich nicht. Aber ich kann mir nicht vorstellen, daß Greenspan jetzt plötzlich beginnt, die Zinsen zu erhöhen, um die Leute zu mehr Sparen zu bewegen. Nach dem Motto: Wir gehen durch ein Tal, aber wir werden wieder das Sparkapital und den Kapitalstock aufbauen, und dann werden die Firmen auch wieder investieren. Das wird Greenspan aber nicht tun, weil er sich vor diesem Tal fürchtet. Es gäbe also Möglichkeiten, allerdings wären sie mit großen Schmerzen verbunden. Es gibt sogar Experten, die behaupten, daß nur eine dramatische Pleitewelle die Lösung bringen kann.

**Smart Investor:** Gehen Sie davon aus, daß die momentan sichtbaren deflationären Tendenzen über eine längere Zeit anhalten werden?

**Leuschel:** Nein, das geht nicht mehr lange so. Ich gehe sehr stark davon aus, daß wir schon bald wieder mit nennenswerter Inflation konfrontiert sein werden. Deswegen investiere ich auch momentan wieder in Aktien, vorausgesetzt es handelt sich um Substanzwerte.

**Smart Investor:** Aber woher sollte denn ein solcher Inflationsschub kommen?

**Leuschel:** Denken Sie als Beispiel nur an den Irak-Krieg. Ein Krieg kostet nun einmal viel Geld. Es wurde im Irak viel zerstört, was nun wieder aufgebaut werden muß. Dadurch entsteht ein großer Nachfrageschub. Und gleichzeitig haben wir eine US-Notenbank, die gewillt ist, die Zinsen möglichst lange unten zu halten.



**Smart Investor:** Wie wird sich die Börse Ihrer Meinung nach langfristig entwickeln?

**Leuschel:** Ich gehe davon aus, daß wir noch ungefähr 10 Jahre einen Seitwärtsmarkt erleben werden, d.h. wir werden weiterhin in der Baisse sein. Normalerweise dauern Bärenmärkte zwischen 10 und 14 Jahren, und im Durchschnitt kommt es dabei zu Kursverlusten von etwa 66 %. Wir werden also jetzt etwa 10 Jahre lang das verdauen müssen, was vorher durch eine irrationale Überschwinglichkeit entstanden ist. Das heißt aber nicht, daß man in dieser

langen Zeit kein Geld verdienen kann. Es heißt nur, daß wir mehr lesen und uns mehr informieren müssen, um die richtigen Aktien zu den richtigen Zeitpunkten zu fischen. Nach 10 oder 20 % Gewinn muß man sie dann aber auch wieder abgeben. Ich möchte in diesem Zusammenhang noch Warren Buffett zitieren, der einmal sagte: Manchmal ist es die beste Strategie, nicht investiert zu sein, Geduld zu haben und auf den richtigen Augenblick zu warten. Es wird also nach wie vor Geld zu verdienen sein, es wird allerdings schwieriger sein als früher – aber auch spannender.

**Smart Investor:** Herr Leuschel, herzlichen Dank für dieses interessante Gespräch.

Interview: Ralf Flierl

# Zitate

## Über Amerikas neue Waffen: weltmännische Rhetorik, fremdes Öl und die eigene Währung

### „Für uns bedeutet das, daß der Krieg weitergeht“

*US-Außenminister Colin Powell nach den Terroranschlägen in Riad/Saudi-Arabien*

Kein Drehbuch der Welt hätte den Zeitpunkt besser wählen können. Kaum mußte die Weltgemeinschaft feststellen, daß sich das Zielobjekt (Saddam Hussein) wie schon sein Vorläufer (Bin Laden) dem amerikanischen Zugriff entziehen konnte, springt eine neue Rechtfertigung auf den Plan für den neuen, immerwährenden Krieg für den Frieden: Der Krieg – gegen den Terrorismus natürlich – kennt eben kein Ende.

### „Ich glaube, daß die USA durch diese Sache auf dem Weg zur OPEC-Mitgliedschaft sind“

*EU-Kommissar Poul Nielson zur US-Politik im Irak, hinter der er handfeste Öl-Interessen vermutet*

Derzeit sieht es noch nicht so aus, daß die Ölproduktion im Irak zügig hochgefahren werden kann. Wenn irgendwann wieder das Öl sprudelt, dann werden die großen Ölreserven des Irak zum OPEC-Breaker – zum Hebel, an dem man sitzen muß, um das OPEC-Kartell zu knacken und den Ölpreis zu „floaten“. Dies dürfte Teil eines inoffiziellen Wirtschaftspakets sein.

### „Ein schwacher Dollar hilft der amerikanischen Export-Industrie“

*John Snow, US-Finanzminister zum Niedergang der US-Währung*

Bis dahin gibt es zur Abwechslung brennende kurzfristige Probleme zu lösen. Ein Teil davon wird mit Steuersenkungen und einer erbarmungslosen Reflationierung der Währung angegangen. Wenn US-Finanzminister Snow offen die Vorzüge der schwächelnden Währung rühmt, dann ist die einstige Politik des starken Dollar endgültig tot. Da Japan als Exportnation nun am allerwenigsten eine Aufwertung des Yen gebrauchen kann und ihn seinerseits nach unten manipuliert, trifft es über den Euro zur Strafe die einstige Koalition der Unwilligen. Frankreich und Deutschland werden die Kröte schlucken müssen. Denn die US-Regierung und ihre angeschlossene Notenbank sitzen am längeren Hebel als die EZB. Daß der Dollar noch viel weiter fällt, davon geht auch Großinvestor George Soros aus, der ihn geshortet hat, wie er jüngst frank und frei erklärte. Kurzfristig dürfte eine Zwischenkonsolidierung anstehen, wenn nämlich einerseits die Börsen wie erwartet einen freundlichen Juni und Juli sehen sollten und andererseits die überverkaufte Situation (u.a. durch Soros per se) etwas ausklingt. Man darf schließlich davon ausgehen, daß er seine Kompagnons zu einem frühen Zeitpunkt in seiner Informationskette eingeweiht hatte. Fazit: Anlagen im US-Raum sind gleich doppelt brandgefährlich: im Hinblick auf die Be-Wertung der Unternehmen und die langfristig weitere Ab-Wertung des Dollars.

### „Die USA können sich keine wirksamere Waffe wünschen als die Währung. Sie ermöglicht Strafen für die schlechten Schüler Deutschland und Frankreich, die großen Exportländer der Euro-Zone, ohne den guten Schülern zu schaden: Großbritannien und Polen.“

*Das französische Blatt „Les Echos“ zur Währungspolitik und -entwicklung der letzten Wochen*

### „Das ist reine Psychologie. Es gibt keine wirtschaftlichen oder politischen Gründe.“

*Peter Bofinger, Währungsexperte der Uni Würzburg, in einem Interview in der Süddeutschen Zeitung zum selben Thema*