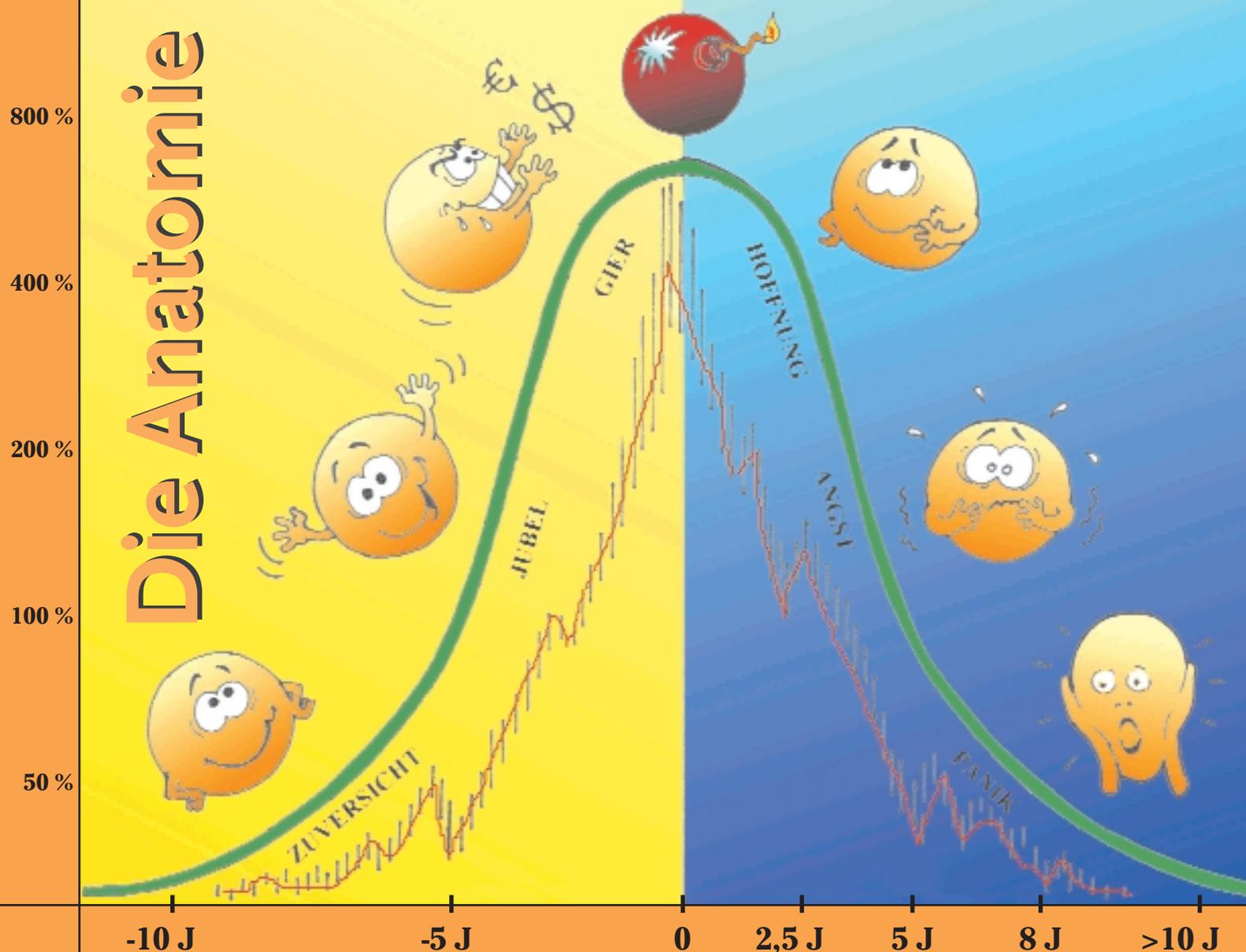


Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

der Spekulationsblase

Die Anatomie



ROHSTOFF ÖL:

Mitten in der Krise oder nur Spekulation?

DR. JENS EHRHARDT:

Über Amerika, Deflation und seinen größten Coup

ASIEN/CHINA:

Hoffnungsträger für die Weltwirtschaft?



EDITORIAL

Über Fehler und deren Korrektur

Wo gearbeitet wird, da passieren auch Fehler. So lautet eine alte Binsenweisheit, und dieser ist eigentlich nichts mehr hinzuzufügen. Außer vielleicht, daß Fehler, sobald sie erkannt sind, korrigiert werden sollten. Und ganz vorbildlich wäre es, wenn man aus Fehlern dann auch noch lernt, wie man es in Zukunft besser nicht mehr macht.

Betrachten wir, nachdem wir diese „Erkenntnisse“ verinnerlicht haben, dasjenige Thema, welches derzeit die Nation wie kein anderes berührt, nämlich „Hartz IV“. Ist die damit eingeschlagene Richtung, wie von vielen behauptet, als politischer Fehler einzustufen? Sicherlich nicht. Wer die 3 Grundrechenarten beherrscht und nur über etwas ökonomischen Sachverstand verfügt, weiß, daß die Arbeitsmarktreform nichts anderes als der Versuch ist, frühere Fehler zu korrigieren. Nach dem deutschen Wirtschaftswunder hat sich der Wohlfahrtsstaat hierzulande dermaßen ausgebreitet, daß Deutschland inzwischen „fett und unbeweglich“ geworden ist. In diesem Falle hilft nur noch eine rigorose „Fastenkur“, und nichts anderes ist Hartz IV. Natürlich läßt sich über die Angemessenheit bzw. Eignung der einzelnen Punkte streiten, aber daß etwas mit der nun an den Tag gelegten Rigorosität geschehen mußte, ist vollkommen klar. Sicher werden viele die Reformen schmerzhaft zu spüren bekommen, die Korrektur eines Fehlers ging jedoch noch nie schmerzfrei über die Bühne. Themawechsel.

Der südafrikanische Goldminenwert Durban Roodpoort Deep gehörte schon fast seit Gründung des Smart Investor zu unseren Kerninvestments und wurde folglich auch mit einem hohen Anteil in unserem Musterdepot geführt. Am 10. August dann vermeldete das Unternehmen einen riesigen Verlust, worauf die Aktie auf Tauchstation ging. Es war uns sehr schnell bewußt, daß unsere lange Zeit positive Einschätzung zu diesem Wert fehlerhaft war, und das tat weh. Erstens mental und zweitens im Depot. Und es war weiterhin klar, daß Konsequenzen gezogen werden mußten: Die Aktie flog aus dem Depot, mit einem realisierten Verlust von fast 30 %. Den Erlös werden wir nun in einen anderen weniger riskanten Titel investieren. Nochmal in Kürze: Fehler gemacht, Fehler erkannt, Konsequenz gezogen und hoffentlich das richtige daraus gelernt. Themawechsel.



Ralf Flierl,
Chefredakteur

Vor einigen Wochen haben sich einige namhafte Verlage von der neuen Rechtschreibregelung losgesagt und brachen damit im Land der Dichter und Denker eine hitzige Diskussion vom Zaun. War es ein Fehler dieser Verlage, nachdem sie über sechs Jahre lang diesen Regeln entsprechend publiziert hatten, wieder zur alten Regelung zurückzukehren? Oder wurde der Fehler vor sechs Jahren von der Politik begangen, als man die Rechtschreibreform durchführte? Schwer zu sagen. Smart Investor ist wie das GoingPublic Magazin, aus dem er vor fast eineinhalb Jahren hervorgegangen ist, bei der alten Regelung geblieben. Der Grund: Unserer Ansicht nach wurden durch die Reform mehr Unlogiken geschaffen als beseitigt wurden. Die jüngste Diskussion scheint uns mit einigen Jahren Verspätung recht zu geben. Manchmal kann man Fehler vermeiden, indem man einfach nichts tut.

Herzlichst, Ihr

Ralf Flierl

RENDITE & MEHR

MIC Rohstoffe Plus Depot

Profitieren Sie von den positiven Entwicklungen des Rohstoffsektors und investieren Sie jetzt in das MIC Rohstoffe Plus Depot. Ab einer Anlagensumme von 2.500 Euro können Sie am Aufwärtstrend partizipieren.



Mit ihren flexiblen Anlagestrategien erschließen die MIC-Gemeinschaftsdepots die Chancen der internationalen Kapitalpapiermärkte.

- MIC Aktien Plus Depot
- MIC Anleihen Plus Depot
- MIC Rohstoffe Plus Depot

Ihre Vorteile im MÜNCHNER INVESTMENT CLUB (MIC)

- Erfolgreiche Anlagestrategie
- Völlige Unabhängigkeit
- Kein Ausgabeaufschlag
- Kostenfreier MIC-Depotwechsel
- Niedrige Mindestanlagensumme
- Flexibilität und Transparenz
- Sicherheits- und Kontrollkonzept

Fordern Sie unsere Infobroschüre an oder besuchen Sie als Gast eine unserer Veranstaltungen.

MÜNCHNER INVESTMENT CLUB
Herterichstraße 101
81477 München

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



MÜNCHNER INVESTMENT CLUB



Titelstory:
*Die Anatomie der Spekulationsblase –
 Entstehen, Platzen & Psychologie*

Liegen dem Prozeß des Zusammenfallens von Spekulationsblasen etwa Rhythmen zeitlicher bzw. preislicher Art zugrunde? Wenn man Gemeinsamkeiten und Unterschiede diverser Blasen herausarbeitet, läßt sich auch ein Bezug zur aktuellen Situation herstellen. Unsere zweiteilige Titelstory auf den Seiten 14 bis 21.



Öl: *mitten in der Ölkrise oder nur eine spekulative Übertreibung?*

Gewalt im Nahen Osten, Machtkämpfe in Ölförderländern, relativ niedrige Lagerbestände sowie die Debatte, ob die Weltölproduktion kurz vor dem Förderhöhepunkt steht, haben den Ölpreis auf fast 50 US-\$ hochgetrieben. Befindet sich die Welt schon in der Krise oder ist auch dies nur eine akute Spekulationsblase? Seiten 6 bis 8.



Interview mit Vermögensverwalter und Börsenbrief-Herausgeber Dr. Jens Ehrhardt

Smart Investor sprach mit Vermögensverwalter und Börsenbrief-Herausgeber Dr. Jens Ehrhardt über „Gott und die Welt“. Dr. Ehrhardt räumt durchaus eigene Schwächen und Fehler bei seinen Prognosen ein – doch vielleicht macht gerade deren Erkenntnis eine seiner Stärken aus – das Interview auf den Seiten 42/43.

Märkte

- 6** Mitten in der Ölkrise – Nur eine spekulative Übertreibung?
- 9** Über die Zukunft Asiens – Mißtöne im Konzert der Eintracht; Interview mit David Crichton-Watt, Chef der malaysischen Vermögensverwaltung AIMS
- 11** „Böses Erwachen“; Interview mit Dr. Markus Stahl, Portfoliomanager und Edelmetallxperte der Baden-Württembergischen Bank
- 12** Perlentauchen auf indonesisch – Präsidentschaftswahl als Startschuß?

Hintergrund

- 14** **Titelstory:**
Die Anatomie der Spekulationsblase – Wie Blasen in der Vergangenheit platzten und was wir daraus lernen können
- 19** **Titelstory:**
Psychogramm einer Spekulationsblase
- 22** **Titelstory:**
Die Geldphilosophen vom Bodensee – Eindrücke vom Treffen des Konstanzer Kreises

- 23** **Derivate:**
Das Anlageuniversum für Baisse-Spekulationen expandiert noch
- 24** **Nachhaltiges Investieren:**
Neue Technologien für mehr Unabhängigkeit
- 25** **Prinzipien des Marktes:**
Die Trendstärke

Research

- 27** **Sentimenttechnik:**
sentix: Spannendes 3. Quartal, von Manfred Hübner, CEFA, sentix
- 28** **Das große Bild:**
Links antäuschen und dann rechts vorbei
- 32** **Externe Analyse:**
Jungheinrich AG – Optimierte Produktion und starkes Marktmomentum
- 34** **Relative Stärke:**
Die „verhartzte“ Republik
- 35** **Emerging Markets-Aktie:**
Norilsk Nickel (Rußland)
- 36** **Turnaround:**
Charoen Pokphand Foods – Die Küche der Welt; von Andreas Lambrou, Anlegermagazin Tiger & Dragon

- 37** **Buy & Good Bye:**
Newcrest Mining und Pfizer
- 38** **Musterdepot:**
Lehrgeld bezahlt
- 40** **MoneyTalk:**
Norbert Steiner, Finanzvorstand des Düngemittelproduzenten K+S

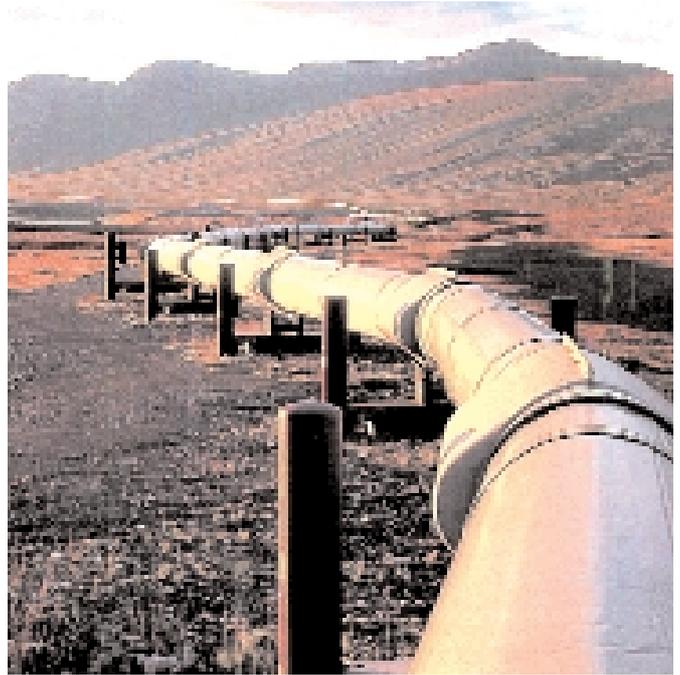
Potpourri

- 41** **Kolumne:**
„Was Google für den Gesamtmarkt lehrt“ von Roger Peeters, Platow Brief
 - 42** **Interview mit einem Investor:**
„Bereits jenseits des Rubicon“; Dr. Jens Ehrhardt
 - 44** **Buchbesprechung:**
„Manien, Paniken, Crashes“ von Charles P. Kindleberger
 - 46** **Zitate:**
Entstehung und Platzen von Spekulationsblasen
-
- 45** **Unternehmensindex**
Vorschau *Smart Investor* 10/2004
Impressum

Aus technischen Gründen muß die Rubrik „Aktie im Blickpunkt“ in dieser Ausgabe entfallen.

Mitten in der Ölkrise?

Gewalt im Nahen Osten, Machtkämpfe in Ölförderländern, relativ niedrige Lagerbestände sowie die Debatte, ob die Weltölproduktion kurz vor dem Förderhöhepunkt steht, haben den Ölpreis in den letzten Monaten von einem Hoch zum nächsten schnellen lassen. Wie sieht die zukünftige Versorgungssituation aus und welche Auswirkungen könnte die Öl-Hausse haben?



Ölpipeline in Alaska

Benzinmangel und Mangel an spezifischen Ölsorten in den USA

In den letzten Wochen wurde häufig von im Verhältnis zum Verbrauch niedrigen Lagerbeständen an Rohöl und insbesondere Benzin in den USA berichtet. Die USA importieren mittlerweile nicht nur einen Großteil ihres Rohölbedarfs, auch die heimischen Raffineriekapazitäten reichen nicht aus. So werden ca. 4 bis 5 Mio. Faß (1 Faß = 159 Liter) verarbeitete, auf Rohöl basierende Produkte wie Benzin oder Heizöl täglich importiert. Zudem kann eine ganze Reihe älterer amerikanischer Raffinerien nur nord- und mittelamerikanische Ölsorten weiterverarbeiten. Nach Ende der Feriensaison im Sommer und im Falle eines milden Herbstes könnten die niedrigen Benzinlagerbestände in den USA möglicherweise durch stärkere europäische Exporte ausgeglichen werden. Außerdem hat die US-Regierung in den letzten Jahren starke Käufe für die Strategic Petroleum Reserve (SPR) getätigt. Da die SPR so gut wie aufgefüllt ist, dürften etwa ab September wohl keine neuen Käufe mehr in größerem Umfang stattfinden. Die USA haben in den letzten Wochen über 11 Mio. Faß Erdöl plus 5 Mio. Faß Petroleumprodukte pro Tag importiert, nur 0,1 bis 0,15 Mio. Faß davon kamen täglich in die SPR.

Ausblick auf die zukünftige Versorgungslage

In den nächsten 18 Monaten sollen weltweit mehr als 30 Großprojekte die Produktion aufnehmen und über 5 Mio. Faß pro Tag produzieren. Die meisten dieser bekannten Projekte liegen außerhalb des Nahen Ostens, z.B. in Westafrika, am Golf von Mexiko, im kaspischen Meer oder in Brasilien. Bei den schon bestehenden Förderstätten könnte im gleichen Zeitraum die Tagesproduktion um ca. 2 bis 3 Mio. Faß zurückgehen. Dies bedeutet, daß die weltweite Tagesproduktion innerhalb der nächsten 18 Monate um ca. 2 bis 3 Mio. Faß steigen sollte. Die äußerst mageren neuen Ölfunde der letzten Jahre dürften je-

doch mittelfristig noch keinen negativen Einfluß auf die Versorgungslage haben. Die Felder, die die neuen Großprojekte bilden, wurden häufig schon vor 5 bis 15 Jahren entdeckt. Mega-projekte brauchen oft 5 bis 6 Jahre von der Planungsphase bis zur Produktion, viele Offshore-Projekte wurden in den 90er Jahren aufgrund des niedrigen Ölpreises auf Eis gelegt. Für den Zeitraum nach 2008 sind kaum neue Großprojekte außerhalb des Nahen Ostens in Aussicht. Auch dürfte sich der Produktionsabfall in einigen bestehenden Ölprovinzen beschleunigen.

Asiatische Nachfrageentwicklung

Die Ölimporte Chinas sind in den letzten Jahren stark gestiegen. China war bis 1992/93 noch ein Öl-Nettoexporteur, doch allein im letzten Jahr stiegen die Importe um über 30 %. Die chinesische Regierung hat in den letzten Monaten den Versuch gestartet, durch restriktivere Kreditvergabe sowie eine Art „Nummernschildstop“ (deutlich weniger neue Kfz-Zulassungen) das sich überhitzende Wachstum etwas einzubremsen. In Indien steigt die Nachfrage deutlich langsamer als in China und ist immer noch auf einem äußerst niedrigen Niveau. Außerdem sind größere Teile möglicherweise kohlenwasserstoffreicher Gebiete Indiens noch nicht erforscht, und die Regierung möchte in den nächsten Jahren die Expansion der inländischen Ölindustrie fördern. Einen linearen Aufstieg der asiatischen Volkswirtschaften wird es sicherlich nicht geben. Vielmehr wird es zu zyklischen Konjunkturabschwächungen kommen, die starke Nachfrageschwankungen nach Rohstoffgütern auslösen werden. Es könnte sich vor diesem Hintergrund als großes Versäumnis darstellen, daß westliche Staaten nicht große Anstrengungen betreiben, um den aufstrebenden asiatischen Giganten zu einer weniger auf fossilen Energieträgern basierenden Energieinfrastruktur zu verhelfen. US-Amerikaner verbrauchen mehr als 20 mal mehr Öl pro Kopf als

Inder und Chinesen. Sollte sich die Bevölkerung der asiatischen Riesen zu den derzeit ca. 600 Mio. Autofahrern in den westlichen Ländern gesellen wollen, würde dies den Ölmarkt völlig überfordern.

Irak, Venezuela, Yukos und weitere Krisen

In den Medien werden momentan die vielen politischen Krisen und Machtkämpfe in Ölförderländern für den Ölpreisanstieg verantwortlich gemacht. Besonders die geringe irakische Produktion sowie die andauernde Instabilität in diesem Land werden häufig in Verbindung mit dem steigenden Ölpreis gebracht. Bei einer nüchternen Betrachtung kann man aber feststellen, daß der Irak momentan auf dem Weltmarkt nur eine Nebenrolle spielt. In Rußland und Venezuela hat es im letzten Jahrzehnt regelmäßig politische Krisen und Machtkämpfe in der Ölindustrie gegeben, die Ölexporte wurden jedoch davon mittelfristig kaum beeinträchtigt. In beiden Staaten spielt die Rohstoffindustrie eine zu große Rolle, als daß man sich einen längeren Produktionsausfall leisten könnte. Auf der arabischen Halbinsel gab es auch in den vergangenen Jahren Entführungen westlicher Geiseln oder politische Machtkämpfe, jedoch keine der derzeit befürchteten Anschläge auf die Ölinfrastruktur. Auch waren die freien Förderkapazitäten vor einigen Jahren kaum höher. Es verwundert schon, wie derzeit die Meute der Finanzkommentatoren jede Intraday-Schwankung des Ölpreises mit einer neuen Krise oder einer Entspannung einer „Krise“ zu erklären versucht.



Aufgrund des hohen Ölpreises wird wieder vermehrt nach Öl gebohrt

Einfluß von Sentiment und Spekulanten auf den Ölpreis

Kurz- und mittelfristig werden auch die Kurse an den Rohstoffmärkten fast ausschließlich vom Sentiment der Trader und Spekulanten beeinflusst. In der Vergangenheit war häufig zu beobachten, daß, sobald sich der Preis eines Rohstoffs über einem signifikanten Widerstand befestigen konnte, eine Art „Blow-off“ stattfand. Ein neues Allzeithoch ruft Chartisten und Momentum-Player auf den Plan und generiert meist großes Medieninteresse. Ein spekulativ angetriebener „Blow-off“ beim Ölpreis liegt derzeit durchaus im Bereich des Möglichen oder hat schon begonnen. Solche „Blow-off“-Phasen dauern meist 3 bis 4 Monate und markieren dann häufig ein längerfristiges Top.

Anzeige

Analysten- und Investorenkonferenz

15. September 2004 in Zürich, Selnaustrasse 30, ConventionPoint der SWX Swiss Exchange, Veranstaltungsdauer: ca. 08.00 bis 18.30 Uhr



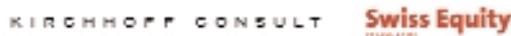
Ziel der Konferenz ist es, die Transparenz und Visibilität von börsennotierten Small und MidCap-Unternehmen zu erhöhen. Der SSMD hat sich als die bankenunabhängige Kommunikationsplattform etabliert. In Präsentationen lernen die Besucher die Investment-Story der Unternehmen kennen.

Teilnehmer



Weitere Informationen finden Sie unter www.ssmd.ch

Organisatoren



Sponsoren



Medienpartner



Bei Rückfragen wenden Sie sich bitte an
Kirchhoff Consult (Schweiz) AG
Industrie 6
CH-6006 Luzern
Tel: +41 (0)41 375 01 20
fax: +41 (0)41 375 01 28
schweiz@kirchhoff.de
www.ssmd.ch

PEAK OIL – DER ERDÖL-FÖRDERHÖHEPUNKT

Unter dem Begriff „Peak Oil“ (Erdöl-Förderhöhepunkt) versteht man den Zeitpunkt, ab dem die weltweite tägliche Fördermenge nicht mehr gesteigert werden kann und danach sukzessive abnimmt. Vor einigen Jahren begannen einige renommierte Geologen die Befürchtung zu äußern, daß nach Abbau der Hälfte des auf der Welt vorhandenen „easy oils“ (einfach in großen Mengen abbaubares Öl) mit einer zuerst stagnierenden, dann weltweit fallenden Ölproduktion zu rechnen ist. Dieser Vorgang soll durch keine Marktmechanismen wie höhere Preise oder neue Fördertechnologie abgewendet werden können. In den Medien wird häufig angeführt, daß es noch genügend Ölreserven geben würde, man hätte doch erst ca. ein Drittel der vermuteten Ölreserven verbraucht. Außerdem wird die klassische Markttheorie vertreten, daß höhere Preise langfristig automatisch mehr Angebot auf den Markt bringen sollten.

Dabei wird aber übersehen, daß ein Großteil der Reserven aus Schweröl oder unkonventionellem Öl besteht (Ölschiefer, Ölsände/Teersände). Schwereres und unkonventionelles Öl kann aber nur mit deutlich niedrigeren Fluß- oder Produktionsraten abgebaut werden. Während Leichtöl aus großen Reservoiren mit Tausenden Faß pro Tag/Bohrloch gefördert werden kann, produzieren typische Schwerölbohrlöcher oder Bohrlöcher in älteren Ölprovinzen meist nur 1 bis 30 Faß pro Tag und erfordern intensive Wartungsarbeiten. In Texas gibt es ca. 200.000 aktive Ölbohrlöcher, die meist nur noch ca. 4 bis 5 Faß pro Tag produzieren. In Saudi Arabien dagegen existieren nur ca. 2.000 Bohrlöcher, die jedoch durchschnittlich ca. 4.000 bis 5.000 Faß pro Tag hervorbringen. Trotz starker Investitionen und neuer Fördertechnologie ist die texanische Ölproduktion in den letzten 32 Jahren von über 3 Mio. Faß Tagesproduktion auf unter ei-

ne Mio. Faß pro Tag gefallen. Die Vorstellung, daß mehr Investitionen und neue Abbautechniken automatisch mehr und höherwertiges Öl zu Tage fördern, ist schlichtweg falsch. Neue Fördertechnologien ermöglichen eine deutlich schnellere Ausbeutung des einfach in großen Flußraten zu fördernden Öls, sorgen aber später für einen deutlich schnelleren Produktionsabfall.



Die kanadischen Ölsände werden häufig als riesige noch vorhandene Reserve genannt. Ölsände werden jedoch laut Aussagen von an Ölsandprojekten beteiligten Ingenieuren und Unternehmen nie mehr als eine marginale Nebenrolle auf dem Weltmarkt spielen, da sie nur sehr langsam und umweltbelastend abgebaut werden können. Selbst die Pessimisten unter den Geologen gehen allerdings nicht von einem Weltförderhöhepunkt vor 2006 bis 2008 aus. Der prominenteste „Peak Oil“-Experte, Dr. Colin Campbell, ist übrigens auch nicht unfehlbar. Er prognostizierte den Förderhöhepunkt erstmalig für 1989. Kostenlose englischsprachige Newsletter und Informationen unter: www.peakoil.net www.energiekrise.de

Ölbären haben noch nicht kapituliert

In den letzten Wochen haben Kleinspekulanten Netto-Shortpositionen im Nymex Light Sweet Crude Future aufgebaut, in der Mehrzahl erwarten sie kurzfristig fallende Preise. Die spekulativen Kaufengagements der Hedgefonds sind ebenfalls noch nicht als exzessiv zu bezeichnen. Außerdem halten mehrere prominente Analysten schnell fallende Ölpreise für wahrscheinlich. Dieses Umfeld ist nicht unbedingt typisch für ein Top, vielmehr sind Kleinspekulanten und Hedgefonds dort fast immer exzessiv auf der Longseite positioniert, und die Leerverkäufer kapitulieren.

Der Ölpreis und der Aktienmarkt

Häufig werden Binsenweisheiten wie „Ein fallender Ölpreis wäre gut für Aktien“ oder „Steigende Ölpreise garantieren Inflation“ kolportiert. Bei genauer Analyse sind die Behauptungen jedoch nicht pauschal nachzuweisen. So stieg der Ölpreis im Zeitraum 1999 bis 2000 gemeinsam mit den Aktien steil an und fiel dann zusammen mit den Aktienindices im folgenden Zeitraum. Auch war der Zeitraum nach dem starken Ölpreisanstieg 1999 bis 2000 nicht von starker Inflation geprägt. 1929 bis 1931 kollabiert der Ölpreis zusammen mit den Aktienkursen. In der Vergangenheit gab es mehrfach längere Phasen, in denen der Ölpreis

und der Aktienmarkt gemeinsam stiegen oder fielen. Allerdings scheint der hohe Ölpreis dem Aktien-Sentiment momentan einen Dämpfer zu verpassen. Stark steigende Energiepreise haben in der Vergangenheit zeitweise Investitions- und Konsumzurückhaltung bewirkt, ihnen wurde deshalb mehrfach die Schuld an Rezessionen gegeben. In Rezessionen fallen aber meist sowohl Aktien- als auch Rohstoffkurse.

Fazit

Bei sorgfältiger Analyse kann man in Abwesenheit einer großen politischen Krise kurz- und mittelfristig keine reale Knappheit beim Rohöl erkennen. Ob dies auch zu Preisrückgängen führt, ist natürlich nicht sicher, da das Sentiment der Trader den Ölpreis mittelfristig stark beeinflusst. Der momentane Verbrauch und insbesondere die jährlichen Nachfragesteigerungen nach fossilen Energieträgern erscheinen längerfristig aber nicht fortsetzbar. Es müssen entweder große Fortschritte bei der Energieeffizienz gemacht und neue alternative Energielieferanten erschlossen werden, ansonsten wird der „westliche“ Lebensstil kaum aufrecht zu erhalten sein.

Matthias Kemnitz

Über die Zukunft Asiens

Mißtöne im Konzert der Eintracht

Praktisch alle Auguren sind sich einig, daß der Wachstumsmarkt der Zukunft im fernen Osten zu suchen ist. Allein diese Einträchtigkeit sollte stutzig machen. Warum also investieren nicht alle Börsianer ihr gesamtes Geld in Asien? Die Antwort liegt auf der Hand: Langfristig wird sich China zur wichtigsten Wirtschaftsregion der Erde entwickeln, während die umliegenden Länder Südasiens und Japan mitgezogen werden. Kurz- und mittelfristig aber könnten auf dem Weg dorthin einige Hindernisse lauern. Wenn der Motor der vermeintlichen Wachstumslokomotive USA stottert, werden die auf Export basierenden Wirtschaften Asiens ernste Probleme bekommen. Das wäre nicht das erste Mal.

Mit unseren beiden Interviews beleuchten wir genau die angesprochenen Problemstellungen. Der Chef der malaysischen Vermögensverwaltungsgesellschaft AIMS, David Crichton-Watt, rät, nur zu einem gewissen Prozentsatz in Asien investiert zu sein. Dr. Markus Stahl, Portfoliomanager der Baden-Württembergischen Bank in Stuttgart, warnt dagegen ganz explizit vor den zu hohen Wachstumserwartungen, die derzeit an China gerichtet werden. Mit einem eigenen Beitrag über Indonesien, mit fast 300 Mio. Menschen immerhin das Land mit der viertgrößten Bevölkerungszahl der Erde, machen wir auf ein Land aufmerksam, das ansonsten nur ganz vereinzelt auf dem Radar von Börsenteilnehmern zu finden ist.

„Die einzige Hoffnung für die Weltwirtschaft“

Interview mit David Crichton-Watt, Chef der malaysischen Vermögensverwaltungsgesellschaft AIMS, über Investmentchancen in Asien, über seine favorisierten Länder und Branchen in Asien und den „Problemfall USA“.

Smart Investor: Herr Crichton-Watt, immer mehr europäische Investoren nehmen die asiatischen Märkte in ihr Anlageuniversum mit auf. Liegen diese damit richtig?

Crichton-Watt: Charttechnisch gesprochen sind die meisten asiatischen Aktienmärkte zuletzt deutlich nach unten gefallen und notieren unter ihrem 200-Tage-Durchschnitt. Unserer Ansicht nach kann es auch noch weiter abwärts gehen, aber nicht in dem Maße, wie wir das für den US-Markt erwarten. Wir sehen im gegenwärtigen Rückgang eine gesunde Korrektur auf die starken Anstiege im Jahr 2003. Asien verfügt über das beste demographische Profil, den niedrigsten Level bei der Unternehmensverschuldung, die niedrigsten KGVs und die höchsten Dividendenrenditen, so daß wir davon ausgehen, daß sich die asiatischen Märkte langfristig deutlich besser entwickeln werden als Nordamerika oder Europa.

Smart Investor: Hierzulande betrachtet man Asien oftmals als eine große Ökonomie. Ist das vernünftig, oder sind die Unterschiede dafür zu groß?

Crichton-Watt: Jeder asiatische Markt hat seine Eigenheiten, und die verschiedenen Ökonomien sind höchst unterschiedlich. Länder wie Malaysia oder Indonesien sind sehr rohstofflastig. Da sie Öl exportieren – Indonesien wird jedoch bald Netto-Im-

porteur sein –, sind sie vom steigenden Ölpreis nicht negativ betroffen. Andere Länder wie Taiwan oder Korea dagegen sind sehr stark auf die Herstellung technologischer Güter ausgerichtet und somit abhängig von der Gesundheit dieses Sektors und dem Wettbewerb, der dort herrscht.

Smart Investor: Gefällt Ihnen nun eher die erste Gruppe oder die zweite?

Crichton-Watt: Unserer Ansicht nach wird die steigende Konsumen-



David Crichton-Watt, der gebürtige Schotte, studierte Rechtswissenschaften an der Universität von Glasgow (Abschluß 1969). Anschließend arbeitete er für verschiedene Brokerhäuser in London, New York, Singapur und Hong Kong. Nachdem er dort im Jahre 1982 eine Vermögensverwaltung gegründet und 15 Jahre betrieben hat, zog er im Jahre 1996 mit seinem Unternehmen AIMS Asset Management um nach Kuala Lumpur, Malaysia (AIMS steht für Asian Investment Management Services).

tennachfrage in China und Indien in Verbindung mit einer lockeren Geldpolitik weltweit zu weiter steigenden Preisen bei den wichtigen Rohstoffen führen. Andererseits werden die Überkapazitäten in den meisten produzierenden Industrien dort zu einem ruinösen Wettbewerb führen. Wir sind daher sehr vorsichtig, was die verarbeitende Industrie und den Technologie-Sektor im Speziellen anbelangt, da China mehr und mehr in diese Bereiche expandiert. Wir bevorzugen dagegen Ökonomien mit einer starken Rohstoff-Basis wie z.B. Malaysia.

Smart Investor: Wie denken Sie über China?

Crichton-Watt: Offen gesagt, China ist für die Welt wahrscheinlich die beste, wenn nicht sogar die einzige Hoffnung auf anhaltendes Wachstum. Das hohe Schuldenniveau in den meisten entwickelten Staaten kombiniert mit einer schwachen demographischen Entwicklung und unterkapitalisierten Rentensystemen führt dazu, daß wir auf das globale Finanzsystem mit einer unangenehmen Ahnung schauen. Es scheint nur eine Frage der Zeit zu sein, daß die amerikanische Wirtschaft irgendwann in eine sehr tiefe Rezession abgleitet. Die einzige Hoffnung aber, daß daraus keine globale Rezession wird, ist, daß die steigende Nachfrage aus China und zu einem geringeren Teil auch aus Indien und anderen Ländern mit niedrigen Verschuldungsraten den scharfen Rückgang in der US-Konsumentennachfrage kompensieren kann.

Smart Investor: Welche Rolle spielt dabei Japan in Ihrem Weltbild?

Crichton-Watt: Während der letzten 15 Jahre hat Japan einen Läuterungsprozeß durchgemacht, im Zuge dessen viele der Exzesse früherer Zeiten korrigiert wurden. Die Banken haben riesige Summen an faulen Krediten abgeschrieben, und die Grundstückspreise sind in machen Gegenden um bis 80 % ihrer ehemaligen Rekordlevels gefallen. Zuletzt gab es ernsthafte Anzeichen wieder steigender Preise, so daß wir davon ausgehen, daß Japan seinen Boden gefunden hat. Dabei darf man nicht aus den Augen verlieren, daß es in Japan viele große Weltklasse-Konzerne gibt und diese in zunehmendem Maße ihren Vorteil aus den niedrigen Arbeitskosten in China ziehen. Die Kombination aus billiger chinesischer Arbeit und japanischem Kapital und Technologie erscheint uns so mächtig, daß man aus Investorensicht Japan keinesfalls vernachlässigen sollte.

Smart Investor: Welche Rolle spielen die USA für die asiatische Region?

Crichton-Watt: Wir nehmen erstaunt zur Kenntnis, daß sich Amerika innerhalb weniger als 20 Jahren vom weltweit größten Gläubiger zum weltweit größten Schuldner wandeln konnte. Es kann weiterhin kein Zweifel daran bestehen, daß sich die USA der imperialen Überdehnung schuldig gemacht haben. Der Dollar muß vom jetzigen Niveau aus zwangsläufig noch sehr viel

tiefer fallen. Die Bemühungen Chinas, seine Währung gegenüber dem US-Dollar festzuzurren, und der Wille Chinas, weiterhin riesige Dollar-Reserven aufzubauen, zwingen fast alle anderen asiatischen Länder, das gleiche zu tun, da ansonsten deren Wettbewerbsfähigkeit gegenüber China nachlassen würde. Irgendwann wird China seiner Währung freien Lauf lassen und damit den Dollar in den Keller schicken, was einen Einbruch der US-Nachfrage nach chinesischen Waren nach sich ziehen wird. Wir gehen jedoch davon aus, daß der innerasiatische Handel weiter stark wachsen wird und diese Region zum gegebenen Zeitpunkt dann den Ausfall der amerikanischen Nachfrage verkraften kann.

Smart Investor: Im aktuellen Heft behandeln wir auch Indonesien. Wie schätzen Sie die wirtschaftliche Rolle dieses drittgrößten asiatischen Landes ein?

Crichton-Watt: Indonesien ist irgendwie ein Rätsel. Zweifellos sind wir Zeuge des Zusammenbruchs des Javanesischen Reiches geworden (Java ist der islamisch geprägte Teil Indonesiens, während Bali der hinduistische Teil ist; Anm. d. Red.), und ein solcher Zusammenbruch bringt normalerweise Chaos über viele Jahrzehnte mit sich. Indonesien ist andererseits einer der größten Rohstoffproduzenten in der Region und aufgrund der Größe seiner Bevölkerung eine wichtige asiatische Volkswirtschaft. Allerdings glauben wir nicht unbedingt daran, daß der neue Präsident stark genug sein wird, das Reich wieder problemlos zusammenzufügen und all die notwendigen ökonomischen und strukturellen Maßnahmen zu ergreifen, um die Wirtschaft wieder zu neuem Leben zu erwecken. Aber zweifelsohne geht das Leben in Indonesien weiter, und es gibt einige Unternehmen dort, die ein Investment wert sein dürften.

Smart Investor: Welchen Rat geben Sie einem europäischen Investor, der an der asiatischen Investment Story teilhaben will?

Crichton-Watt: Unter ökonomischen Gesichtspunkten sind dies wahrscheinlich die unsichersten Zeiten seit mindestens der 70er Jahre und daher rate ich, sehr wachsam und flexibel zu sein. Wir haben kaum Zweifel, daß Asien unter allen Regionen dieser Welt die besten Gelegenheiten

für einen Aktieninvestor bietet. Unserer Ansicht nach sollte ein Aktienportfolio daher zu etwa 40 % auf Asien ausgerichtet sein. Wer sich – nicht ganz unberechtigt – vor einer globalen wirtschaftlichen Kernschmelze fürchtet, aber Termingeschäfte zur Absicherung scheut, könnte sich einen Hedgefonds mit Asien-Focus ins Depot legen, aber nur einen, der wirklich absichert und nicht einen, der sich mit Krediten oder Termingeschäften hochhebelt.

Smart Investor: Vielen Dank für das interessante Gespräch.

Interview: Ralf Flierl



Luftschloß oder Synonym der Stärke: die Petronas Twin Towers in Kuala Lumpur, Malaysia

„Böses Erwachen“

Gespräch mit Dr. Markus Stahl, Portfoliomanager und Edelmetallexperte der Baden-Württembergischen Bank in Stuttgart, über zu hoch gesteckte Renditeerwartungen in China und ein ganz spezifisches Problem Japans

Smart Investor: Herr Dr. Stahl, alle Welt ist bullish für Asien bzw. China. Sie auch?

Stahl: Nein, ich halte den China-Boom für nicht sehr fundiert. Mir kommt das Ganze vor wie damals in der DDR nach der Wende. Viele investieren dort, die tatsächlich realisierbaren Renditen aber sind mäßig. Daher kann es wie in der damaligen DDR seitens des Staates und seitens der Privatwirtschaft zu massiven Fehlinvestitionen kommen.

Smart Investor: Wie steht es mit Japan? Geht nach 13 Jahren Baisse hier nun endlich wieder die Sonne auf?

Stahl: Der vermeintliche Aufschwung in Japan ist meiner Meinung nach nur als Reflex darauf zu sehen, was in China passiert. Der Aufbau der chinesischen Wirtschaftsstruktur geschieht natürlich im Wesentlichen durch japanische Firmen. So wird ein Großteil der von China benötigten Investitionsgüter aus Japan bezogen. Die China-Phantasie führt so zu einer Sonderkonjunktur in Japan. Wie wir aber aus unserer eigenen Geschichte wissen, ist die durch die Wende ausgelöste Sonderkonjunktur im Westen Deutschlands nach etwa zehn Jahren zusammengebrochen. Meiner Meinung nach sind Triebfeder des China-Booms zu hoch gespannte Erwartungen: Jeder glaubt, daß dort eine gute Rendite zu erzielen ist. Folglich kommt es in China selbst sowie im hoch industrialisierten Nachbarland Japan zu einem Boom, welcher in dem Moment zusammenbrechen könnte, wenn erkannt wird, daß China eine Fehlinvestition sein könnte.

Smart Investor: Aber Sie können doch nicht bestreiten, daß die chinesische Konjunktur brummt, wie man es sich besser kaum vorstellen kann?

Stahl: Das bestreite ich auch nicht. Ich sage nur, daß man irgendwann feststellen könnte, daß sich all diese ausländischen Investitionen – gemessen am Risiko – nicht ausreichend rechnen, und dann wird es eben ein böses Erwachen geben.

Smart Investor: Mit dieser Meinung stehen Sie aber ziemlich alleine da. Welche Indizien sehen Sie für den von Ihnen geschilderten Sachverhalt?

Stahl: Zum einen machen mich die seit geraumer Zeit schwachen chinesischen Aktien stutzig. Mir kommt es so vor, als ob der Markt hier etwas vorwegnimmt. Zum anderen fordern die Amerikaner die Chinesen bei jeder Gelegenheit auf, ihre Währung Yuan aufzuwerten. Das soll meiner Meinung nach den europäischen und japanischen Investoren eine implizite Sicherheit im chinesischen Markt vermitteln. US-Firmen investieren dort übrigens weit unterdurchschnittlich.

Smart Investor: Sollte man denn angesichts des immer noch äußerst niedrigen Zinsniveaus in Japan nicht vermuten, daß hier der Aufschwung erst in einem sehr frühen Stadium ist?

Stahl: Könnte man meinen, aber mittelfristig könnte sich dort ein ganz anderes Problem einstellen. Ein nahe null liegender Zins birgt nämlich eine explosive Mischung in sich. Er

erhöht den Leverage und damit das Gesamtrisiko des Systems. Bei Null-Zins können institutionelle Anleger ihre Renditeversprechungen nicht mehr einhalten und sind daher gezwungen, Zusatzeinkommen über Swaps (Receiver-Swaps) und Optionen zu erzielen. Weil man außerdem an das implizite Versprechen der japanischen Notenbank glaubt, daß die kurzen Zinsen für lange Zeit nahe Null bleiben werden, sollen japanische Versicherungen und Banken Zinsswaps vereinbart und Zinsoptionen geschrieben haben, die sich bei schnell steigenden Zinsen zum Desaster entwickeln könnten.

Smart Investor: Wie konnte es denn überhaupt dazu kommen, daß solche großen Wetten auf steigende japanische Zinsen abgeschlossen wurden?

Stahl: Das liegt im Prinzip an den über viele Jahre lang nahe null notierenden Zinsen. Sie zwangen einerseits die japanischen Anleger, Zusatzeinkommen über Swaps/Optionen zu generieren; andererseits konnte die Marktgegenseite Milliarden-Beträge gegen die japanischen Geld- und Rentenmärkte setzen, da diese Wette kaum Zinsaufwand verursachte. Nullzins-Situationen provozieren nun einmal enorme Hebel, da mit einer gegebenen Summe Zinsaufwand eben ein Vielfaches an Nominalvolumen bewegt werden kann. Das ist die große Gefahr, in die sich das japanische System manövriert hat.

Smart Investor: Dr. Stahl, vielen Dank für das Gespräch.



Dr. Markus Stahl

Interview: Ralf Flierl

Perlentauchen auf indonesisch

Präsidentenwahl als Startschuß?

Im Zusammenhang mit Indonesien stellt sich momentan die Frage, ob mit der Feststellung des Siegers der Präsidentschaftswahlen das Land einen neuerlichen Wachstumsschub erlebt oder aber die Unsicherheit, Instabilität und wirtschaftliche Rückständigkeit erneut aufflackern.

Dabei scheint der indonesische Tiger ansatzweise zu alter Stärke zurückzufinden. Sowohl politisch als auch wirtschaftlich wirkt das Land gefestigter: Die Widerstandskraft gegen Krisen wie SARS oder Bombenanschläge auf Bali hat merklich zugenommen. Dies ist sicherlich auf ein 5 Mrd. US-\$ schweres Hilfsprogramm des IWF zurückzuführen, aber auch der Reformwille hat sich wiederbelebt. Zu Indonesien muß der Anleger jedoch wissen, daß es sich um eine Volkswirtschaft mit marktwirtschaftlichen Strukturen handelt, wobei der Staat in Kernbereichen wie der Erdölproduktion und der Stromversorgung ein Monopol besitzt. Darüber hinaus konkurriert er beim Bergbau, dem Luftverkehr und der Düngemittelindustrie mit privaten Unternehmen. Diese Problematik künstlich hochgehaltener Preise bei der Realisierung einzelner Projekte ist dabei sicherlich ein Hemmschuh für ausländische Investoren.

Wirtschaft zwischen Hoffen und Bangen

Die indonesische Ökonomie, die im Jahr 1998 als Folge der Asienkrise einen Einbruch von 14 % beim BIP zu verkräften hatte, bewegt sich seit dem Jahrtausendwechsel mit Wachstumsraten von 3,5 bis 4,5 % auf einem verhältnismäßig stabilen Wachstumspfad. Ursächlich hierfür ist der starke Binnenkonsum. Die Öffentliche Hand weitete ihren Konsum um satte 9,8 % aus, der private Sektor legte immerhin noch um 4,1 % zu. Auch die Teuerungsrate konnte im letzten Jahr auf gut 5 % halbiert werden und ermöglichte so der jetzt unabhängigen Zentralbank Bank In-



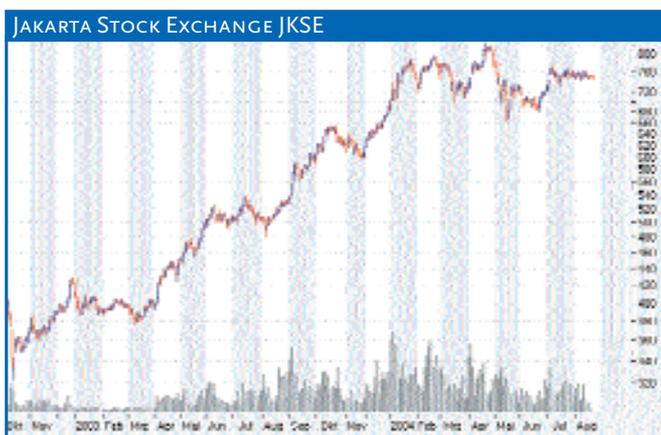
nesia, die Zinsen für die Refinanzierung des Bankensektors zu senken. Sollte aber das Inflationsziel von 6,5 % überschritten werden, so käme die Notenbank an Zinserhöhungen nicht vorbei. Problematisch ist sicherlich auch der geringe Verschuldungsspielraum durch die ohnehin schon hohe Staatsverschuldung von über 66 % des BIP, der Investitionen in Infrastrukturprojekte zumindest verzögert. Schnelle Fortschritte wären hier allerdings besonders notwendig, denn die Straßendichte beträgt lediglich 8,2 km je 100 Quadratkilometer (zum Vergleich: Indien 46,2).

Neuer Präsident steht in der Pflicht

Weitere Problemfelder sind die hohe Arbeitslosigkeit mit weit über 10 % der Erwerbsfähigen, eine stark wachsende Bevölkerung sowie Wettbewerbsdruck seitens der benachbarten asiatischen Kontrahenten. In der Textilbranche fällt zum Ende dieses Jahres beispielsweise das Welttextilabkommen, das Quoten für den Export festlegt. Da die indonesische Produktivität trotz niedrigster Kosten unter der chinesischen Konkurrenz liegt, befürchten Wirtschaftsexperten einen Einbruch im für das Land zweitwichtigsten Industriezweig mit annähernd fatalen Folgen für die soziale Stabilität. Deshalb erscheinen die seit April laufenden Präsidentschaftswahlen in einem anderen Licht: Die neue Führung muß dieser Malaise vorbeugen und wichtige Reformen auf den Weg bringen. Hierzu gehört die Schaffung von Rechtssicherheit genauso wie ein transparentes Steuersystem und die Privatisierung von Staatsunternehmen. Wird dann noch die Korruption einigermaßen wirksam bekämpft, könnte das verlorengegangene Vertrauen in Form von Auslandsinvestitionen zurückkehren und den längst fälligen Strukturwandel der indonesischen Volkswirtschaft forcieren.

Finanzsektor im Focus

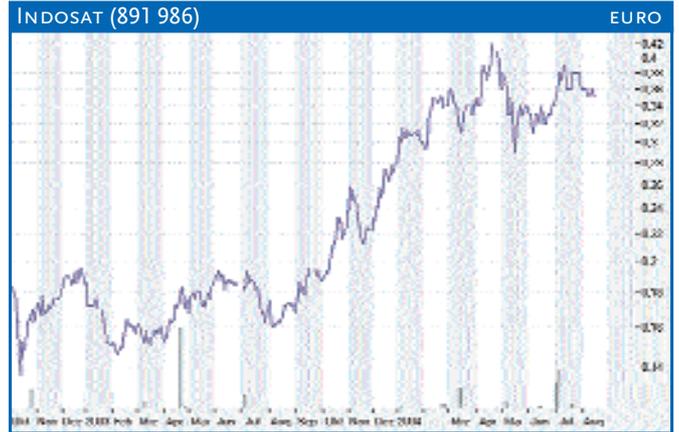
Inmitten der Asienkrise erlitten die indonesischen Banken insgesamt 25 Mrd. Euro Verlust – jährlich. Ursächlich hierfür waren enorme Summen an faulen Krediten, stark schwankende Zentralbankzinsen und kollabierende Wechselkurse. Inzwischen hat sich der gesamte Sektor stabilisiert. Diese Wende



wurde vor allem herbeigeführt durch den mehrheitlichen Verkauf der fünf größten Banken des Landes und dem erfolgreichen Börsengang zweier weiter erfolgversprechender Branchenvertreter. Dadurch beteiligten sich vor allem Ausländer an den Finanzkonzernen und schufen ein annähernd wettbewerbsfähiges Umfeld, welches die Bankaktien zunehmend ins Blickfeld zugegeben mutiger Investoren rückte. So locken die Titel der fünfgrößten indonesischen Bank Danamon mit einem KGV für 2004 von 6 und einer Dividendenrendite von 5 %. Hinzu kommen ein neues Management, im Vergleich zur Konkurrenz geringere Kreditrisiken und eine für indonesische Verhältnisse sehr gute Kapitalausstattung. Mit über 10 % Dividende und einem KGV unter 5 kann das größte Finanzhaus Indonesiens, Bank Mandiri, aufwarten, wengleich das schlecht strukturierte Kreditportfolio und die daraus resultierende geringe Profitabilität die Aktie risikoreich erscheinen lässt. Der 70 %ige Staatsanteil könnte hier allerdings für erhebliche Privatisierungsphantasie sorgen.

Industriekonglomerate zum Schnäppchenpreis?

Aufgrund des Reichtums an natürlichen Rohstoffen wie Öl, Kohle und Nickel sind die ebenfalls mit Going Private-Appeal ausgestatteten indonesischen Minen- bzw. Bergbaukonzerne sicherlich als Kerninvestment anzusehen. So kann Aneka Tambang, ein Alleskönner auf dem Gebiet des Rohstoffabbaus, eine breit diversifizierte Palette sein Eigen nennen. Für den Konzern spricht vor allem das sogar im Branchenvergleich niedrige KGV von etwa 5 und die in den nächsten Jahren wieder auf 6 % steigende Dividendenrendite. Seit Dezember hat sich der Kurs jedoch halbiert, einhergehend mit den seither leicht gefallenem Nickelpreisen. Die turnusmäßige Zehnjahres-Generalüberholung zweier Schmelzöfen wird aber im nächsten Jahr zu Kostensenkungen bei gleichzeitig höherer Ausbringungsmenge beitragen. Kleine Ursachen haben hier große Wirkungen. Alternativ könnte sich der Anleger mit Astra International ein anderes Schwergewicht ins Depot legen. Das Konglomerat ist vor allem als Automobilproduzent bekannt, hat der Konzern doch einen inländischen Marktanteil bei Automobilen und Motorrädern von knapp 50 %. Bei Astra überzeugen die seit Jahren stetigen Umsatz- und Gewinnsteigerungen von 15 bis 20 %, die Dividendenrendite von 5 bis 6 % und die Neigung des in Singapur ansässigen Großaktionärs Cycle&Carriage, die Aktien peu à peu vom Markt zu nehmen. Mit Astrat Agro ist die Gesellschaft zudem zu 83,1 % an einem großen Palmölproduzenten beteiligt. Dieser ist schuldenfrei und kann durch die starke weltweite Nachfrage seine Produktion seit Jahren im zweistelligen Bereich ausdehnen.



Nachholbedarf im Kommunikationssegment

Der indonesische Telekommunikationsmarkt ist zwischen Indosat und PT Telkom fast schon paritätisch aufgeteilt. Daß von den insgesamt 238 Mio. Indonesiern nur 8,5 % ein Mobiltelefon besitzen, ist im handyverrückten Asien eigentlich ungläublich und verleiht den beiden Anbietern sicherlich mehr Wachstumsphantasie als der überregionalen Konkurrenz. Mit hin ist bei beiden Konzernen das Verhältnis des KGV zum erwarteten Wachstum (PEG) mit 0,37 deutlich unter dem Durchschnitt der asiatischen Telekomdienstleister von 1,17 angesiedelt. Die Zuwachsraten an Neukunden im Mobilfunk dürften in diesem Jahr bei knapp 70 % liegen, allerdings leiden die Margen leicht unter zunehmenden Anwerbungskosten. Basierend darauf wachsen sowohl Indosat als auch PT Telkom umsatzmäßig um 25 bis 30 % per anno, wobei die Steigerung des Nettogewinns bei Indosat wesentlich eindrucksvoller (weil stetiger und stärker) ausfällt. Genau aus diesem Grund wird Telkom mit einem 20 %igen Discount auf Indosat gehandelt.

Fazit

Sicherlich ist der indonesische Aktienmarkt günstig bewertet, mit anderen Indices nur sehr gering korreliert und aus dem politischen Kontext heraus reif für einen Ausbruch nach oben. Gefährlich wird es für die dort notierten Aktien aber genau dann, wenn der Reformmotor nicht sofort nach der Wahl wieder in Gang käme, da dann die Privatisierungs-, Deregulierungs- und Investitionsphantasie wie eine Seifenblase zerplatzen könnte. Kurseinbrüche, Firmenpleiten und neue Unruhen führten dann sicherlich dazu, die im Land ohnehin unterinvestierte Anlegergemeinde endgültig zu verschrecken.

Tobias Karow

AUSGEWÄHLTE INDONESIAISCHE UNTERNEHMEN						
UNTERNEHMEN	BANK DANAMON	BANK MANDIRI	ANEKA TAMBANG	ASTRA INTERNATIONAL	INDOSAT	PT TELKOM
KURS*	0,31	0,10	0,10	0,52	17,88	0,69
WKN	120 468	813 177	910 452	887 191	891 986	898 192
BRANCHE	BANK	BANK	ROHSTOFFE	AUTOMOBILBAU	TELEKOMM.	TELEKOMM.
UMSATZ04E**	●	●	207,3	3.370,90	963,71	2.982,73
NETTOGEWINN04E**	185,32	454,77	38,55	344,1	143,57	152,7
MCAp* *	1.120	1.958	205,28	2.182	2.095	6.813
KGV04	6,1	4,8	5,1	5,8	13,8	10,5
DIV-REND04E IN %	4,8	7,3	3,0	5,1	2,2	3,8

*) in Euro; **) in Mio. Euro; ● bei Banken ist Umsatzangabe nicht sinnvoll
Die Handelbarkeit sämtlicher genannter Aktien wird von der Börse München zu festgelegten Volumina gewährleistet.

TITELSTORY

Die Anatomie der Spekulationsblase

Wie Blasen in der Vergangenheit platzten und was wir daraus lernen können

Von Robert Rethfeld, Wellenreiter-Invest

Wie kommt es zur Blase?

Eine Spekulationsblase entsteht immer dann, wenn Investoren den Preis bestimmter Wertpapiere derart nach oben treiben, daß er Struktur und Gewinnerwartungen des zugrundeliegenden Unternehmens auch unter gutwilliger Betrachtung nicht mehr reflektiert. Der Preis koppelt sich von den fundamentalen Grundlagen des Unternehmens ab. Geschieht dieser Vorgang gleichzeitig für eine Vielzahl von Unternehmen, spricht man auch von einer „Markt-Manie“. Das Jahr 2000 reflektiert ein solches Stadium für die Aktienmärkte.

Ziel dieses Artikels ist es, die Gemeinsamkeiten und Unterschiede diverser Spekulationsblasen herauszuarbeiten, sowie einen Bezug zur aktuellen Situation herzustellen. Schwerpunktthema soll deshalb das Platzen von Blasen sein, wobei auch die Gründe für die Entstehung kurz gestreift werden. Liegen dem Prozeß des Zusammenfallens Rhythmen zeitlicher bzw. preislicher Art zugrunde? Welche Unterschiede gibt es?

Eine Insel im Spekulationsfieber

Spekulationsblasen sind wahrscheinlich so alt wie die Menschheit selbst und können an jedem Ort passieren: Man stelle sich eine Insel vor, auf der drei Personen leben. Eines der Grundstücke der Insel liegt terrassenförmig am Meer mit einem wunderschönen Strand. Es gehört Person A. Person A möchte das Grundstück zum Verkauf anbieten. Person B verbindet Jugenderinnerungen an das Grundstück und möchte es erwerben. Person C erfährt davon. C ist ein Feind von B und gönnt ihm das Grundstück nicht. Er bietet mehr. Doch B überbietet C, weil er das Grundstück unbedingt haben möchte. Das ganze eskaliert. Irgendwann bieten beide mehr, als sie verkraften können. C erhält den Zuschlag. Folge: A freut sich über das viele Geld, B ärgert sich, C freut sich über das Grundstück.

Doch die Freude von C währt nicht lange. Nach intensiver Besichtigung des Grundstücks stellt er fest, daß Renovierungsarbeiten fällig sind. Außerdem muß C nach einigem Nachrechnen zugeben, daß er sich finanziell übernommen hat. Im Nachhinein ärgert er sich, daß er sich von der Mißgunst gegenüber B so hat verleiten lassen. Eigentlich benötigt er das Grundstück gar nicht, gesteht er sich ein. C bietet das Grundstück zu dem Preis zum Verkauf an, zu dem er es erworben hat. A weiß um die notwendigen Renovierungsarbeiten und ist nicht inter-

essiert. B hat inzwischen von den Schattenseiten des Grundstücks gehört und zeigt C ebenfalls die kalte Schulter. C muß sein Angebot reduzieren, aber weiterhin erfolgt keine Reaktion. Auch bei einem echten Kampfpriß entsteht keine Nachfrage. C ist verzweifelt und bietet das Grundstück fast zum Nulltarif an. Da schlägt B zu.

Ergebnis: A ist glücklich (er ist reich ohne Grundstück), B ist glücklich (er hat ein schönes Grundstück sehr günstig erworben), C ist verzweifelt (kein Geld und kein Grundstück).



Robert Rethfeld

In Euphoriephasen wachsen Neid und Mißgunst

„Es gibt nichts schlimmeres, als einen Freund reich werden zu sehen“, lautet ein bekannter Spruch. Das passiert in einer Euphoriephase und weckt Neid und Mißgunst. Es entsteht ein Zwang zum Mitmachen, der die Kurse weiter in die Höhe treibt. Doch auf dem Höhepunkt der Euphorie genügt ein kleines Streichholz, um einen Flächenbrand zu verursachen. Das kleine Streichholz kann ein geringer als erwartet ausgefallener Gewinn oder eine politisch ungünstige Meldung sein. Euphorien lassen sich wohl auch deshalb gemeinsame Charaktereigenschaften zuschreiben, weil sie von Gier und Mißgunst getrieben werden.

Blasen stehen zueinander in Bezug

Die erste gut dokumentierte Spekulationsblase der Vergangenheit war die Tulpenmanie in Holland 1636/1637. Gut achtzig Jahre später – im Jahre 1720 – hielten die Südsee- und die Mississippi-Blase die Börsenplätze London und Paris in Atem. Sie waren miteinander verbunden und wurden durch monetäre Ausweitung kräftig angeheizt. Charles Kindleberger beschreibt in seinem Buch* „Manien, Paniken, Crashes“ die Geschichte von „Fehlentwicklungen“ in einer Vielzahl von Märkten. Beliebteste Spe-

*) Charles P. Kindleberger, „Manien, Paniken, Crashes“, Börsenmedien AG 2001; siehe Buchbesprechung auf S. 44.

kulationsobjekte waren bisher Eisenbahnaktien, Baugrundstücke, Kanäle, Devisen, Gold und immer wieder die jeweiligen neuen Technologien.

Zwischen den Manien der letzten 500 Jahre gibt es zeitliche Bezüge, die sich aufgrund von sogenannten Fibonacci-Extensionen ergeben (siehe dazu Kasten S. 18). Dabei multipliziert man eine bestimmte Zeitdistanz mit einer Fibonacci-Zahl. Multipliziert man beispielsweise die Distanz zwischen den Euphorie-Hochs September 1929 und August 1987 (etwa 58 Jahre liegen dazwischen) mit der Fibonacci-Zahl 1,272, so erhält man als Ergebnis 73,6 Jahre. Wenn man diese Anzahl von Jahren dem September 1929 hinzurechnet, gelangt man zum Frühjahr 2003. Eine Multiplikation mit dem Faktor 1,382 ergibt das Jahr 2009. Man kann auch das Jahr der Tulpenmanie (1637) mit dem Jahr 1929 in Verbindung setzen: Die Differenz (293 Jahre) multipliziert mit der Fibonaccizahl 1,272 ergibt 372 Jahre. Addiert man diese dem Jahr 1637 hinzu, landet man ebenfalls im Jahr 2009.

Interessante Relationen

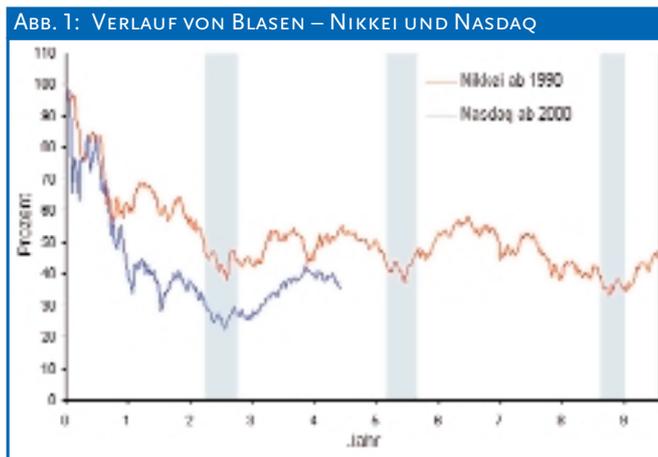
Insgesamt läßt sich eine Vielzahl von Relationen bilden. Die Jahre, die besonders häufig Ziel von solchen Fibonacci-Extensionen waren, sind in der folgenden Liste in chronologischer Reihenfolge genannt (Anzahl der Relationen steht in Klammern). Beispielsweise können die Jahre 1914/15 mit acht Fibonacci-Extensionen aufwarten, das Jahr 1994 mit fünf (Jahre seit 1900).

HISTORISCHE EREIGNISSE UND FIBONACCI-EXTENSIONEN	
1903/04	„RICH MAN'S PANIK“ (5)
1907	PANIK NEW YORK (3)
1914/15	1. WELTKRIEG (8)
1921	WIRTSCHAFTSKRISE (2)
1928/29	CRASH (4)
1932	BÄRENMARKT-TIEF (3)
1937/38	TIEFE REZESSION USA (REVOLTEN, STREIKS) (4)
1942/43	2. WELTKRIEG (WENDE) (4)
1949	BEGINN „WIRTSCHAFTSWUNDER“ (3)
1954	BESCHLEUNIGUNG BULLENMARKT (3)
1957	ZWISCHENTIEF BULLENMARKT (2)
1965	ENDE NACHKRIEGSBULLENMARKT (VIETNAM) (2)
1974/75	BÄRENMARKT-TIEF (3)
1987	CRASH (3)
1994/95	BESCHLEUNIGUNG BULLENMARKT (5)
2002	VORLÄUFIGES BÄRENMARKTTIEF (2)
2009	? (3)

Mit Abstand am häufigsten wurde das Jahr 1914 durch Fibonacci-Extensionen angesprochen. In der Liste der wichtigen Jahre rangiert das bereits oben erwähnte Jahr 2009 noch vor dem Jahr 2002. Vieles spricht dafür, daß wir 2009 wieder einmal das Ende einer Manie sehen werden. Klaus Deppermann, technischer Analyst im Private Banking der ING BHF-Bank, sieht Gold oder Erdöl als mögliche Kandidaten. Eine nächste wichtige Projektion in diesem Jahrhundert liegt erst wieder für das Jahr 2023 vor.

Bedingungen für eine Spekulationsblase

Der Herausgeber des Goldbriefes, Johann A. Saiger (siehe auch Smart Investor 07/2003: „Krieg und Frieden im 30-Jahreszy-



Alle Abbildungen, Quelle: wellenreiter-invest.de

klus“), der sich seit einigen Jahren mit dem Thema Spekulationsblasen beschäftigt und Ende 1999 vor dem Top des Jahres 2000 warnte, definiert strenge Bedingungen für das Entstehen einer Spekulations-Blase: Die Kurse sollten mindestens ein Jahrzehnt gestiegen sein und im Jahr 9 einen euphorischen Anstieg zeigen. Das Platzen der Blase erfolgt seiner Ansicht nach meist um einen Jahrzehntwechsel herum (plus/minus ein Quartal). In den vergangenen 100 Jahren erfüllten folgende Märkte diese Anforderungen:

- Herbst 1929 (Dow)
- Januar 1980 (Gold, Silber)
- März 1980 (Platin)
- Dezember 1989 (Nikkei)
- März 2000 (Nasdaq)

Auch die Südsee- und Mississippi-Blasen platzten übrigens in einem Jahr, das auf „Null“ endet (1720) und erfüllen somit ebenfalls die Vorgaben von Saiger.

Die Blase platzt: Aktienmärkte

Schauen wir uns diese Märkte in ihrem Verlauf näher an und konzentrieren wir uns dabei auf den Vorgang des „Platzens“. Das bekannteste Beispiel ist sicherlich der Nikkei-Index der 90er Jahre. Er wird immer wieder hervorgehoben und mit dem aktuellen Stand der Nasdaq verglichen, wie in Abb. 1. Hierbei ist zu berücksichtigen, daß das Jahr 0 das Top der Blase markiert.

Der Nikkei hat zwei für den „Platz-Rhythmus“ typische Bewegungen durchgeführt: Nach etwa 2,5 Jahren markierte er ein erstes Bärenmarkt-tief auf einem Niveau, das etwa 38 % des Top-Wertes darstellte, also einem Verlust von 62 % entsprach. Die Nasdaq hat zeitlich genau die gleiche Bewegung mit einer Verschiebung von nur einer Woche vollzogen. Preislich war der Verlust höher: Die Nasdaq fiel auf 22,5 % seines Top-Wertes (entspricht 77,5 % Verlust).

Anschließend setzte der Nikkei zu einem kleinen Zwischenspur an, der 4,5 Jahre nach dem Platzen der Blase sein Ende fand. Mit dieser Bewegung konnte er 27 % seiner Verluste aufholen. In den Jahren 5 und 8 wurden jeweils wichtige

**ABB. 2: VERLAUF VON BLASEN – AKTIENMÄRKTE
(NIKKEI, NASDAQ UND DOW JONES)**

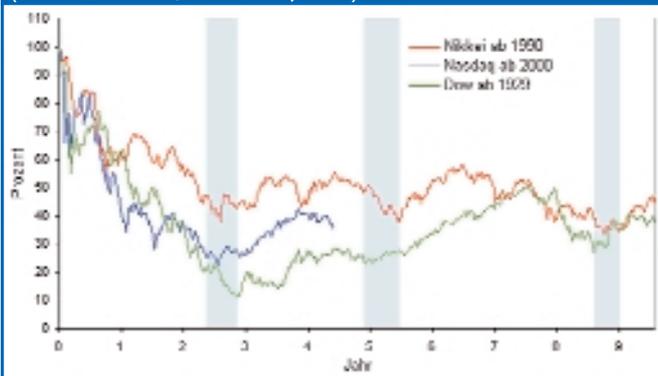
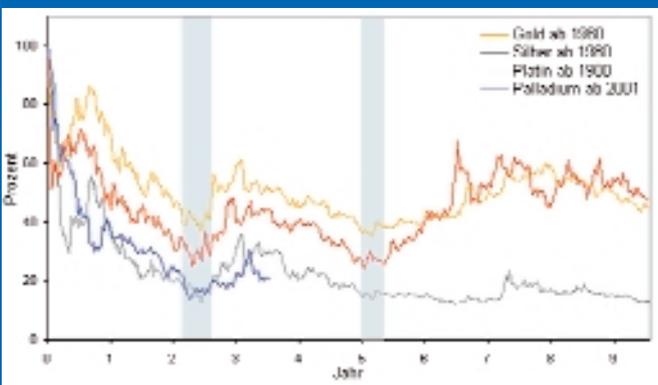


ABB. 3: VERLAUF VON BLASEN – ROHSTOFFE



Tiefs generiert. Das Tief des Jahres 8 war niedriger als die etwa gleichauf liegenden Tiefs der Jahre 2 und 5. Die Zahlen 2, 5 und 8 sind übrigens Fibonacci-Zahlen (Erklärung im Kasten auf S. 18). In Abb. 2 ist zum Nikkei und Nasdaq zusätzlich der Dow von 1929 hinzugefügt.

Dem aufmerksamen Beobachter wird auffallen, daß sich der Dow von 1929 an zwar aus zeitlicher, nicht aber aus preislicher Sicht an die „Spielregeln“ hielt. In den Jahren 2, 5 und 8 wurden Tiefs erzielt, soweit so gut. Allerdings waren es jeweils höhere Tiefs: Jahr 8 höher als Jahr 5, und Jahr 5 höher als Jahr 2. In der ersten Abwärtsbewegung verlor der 1929er Dow 89 % seines Wertes. Das ist weit mehr, als der Nikkei nach 1990 und die Nasdaq nach dem Jahr 2000 verkraften mußten. Dennoch läßt sich feststellen, daß die Spekulationsblasen der Aktienmärkte ein bemerkenswertes Wiederholungspotential aufweisen.

Die Blase platzt: Rohstoffmärkte

Doch wie schaut es mit den Rohstoffmärkten aus? Dort erfüllen die Blasen des Gold-, Silber- und Platin-Preises aus dem Jahr 1980 auch die von Saiger genannten Bedingungen (siehe Abb.3).

Auch hier ist ein typischer Verlauf im Ansatz zu erkennen: Das Tief im Jahr 2 zeigt sich schön bei allen drei Edelmetallen. Gold verlor dabei nur moderat (etwa 63 %), während das Platzen der Silber-Blase mit einem Verlust von 88 % den Zahlen des 1929er Dow entspricht. Danach aber begannen die Abweichungen. Gold und Platin folgen dem „Zeitplan“ zwar noch mit einem Tief im Jahr 5, Silber aber bestätigt dies nicht mehr. Und im Jahr 8 läßt sich in allen drei Rohstoffen kein Tief ausmachen. Palladium hält sich übrigens recht genau an das Silber-Skript, obwohl die Blase erst im Jahr 2001 platzte.

Durchschnittsverlauf einer geplatzten Blase

Der Durchschnittsverlauf einer Nach-Euphorie-Phase, der sich aus einer Gleichgewichtung des Dow ab 1929, des Goldes ab 1980, des Silbers ab 1980, des Nikkei ab 1990 und der Nasdaq ab 2000 ergibt, ist in Abb. 4 verdeutlicht. Die ersten 12 Monate (Jahr 0 bis 1) werden hierbei aus Gründen der übersichtlichen Darstellung nicht gezeigt.

Über die Zulässigkeit eines solchen Durchschnitts mag der Leser selbst entscheiden. Er kann als ein Hilfsmittel für die Bestimmung von langfristigen Trends gelten.

Erdöl und Zucker: ein überraschendes Paar

Der Leser wird sich fragen, ob Blasen, die nicht der Saiger'schen Norm entsprechen, ebenfalls lesbare Muster aufweisen. Ein Verlaufs-Vergleich des Erdöl-Spikes vom Herbst 1990 (weit außerhalb des ersten Quartals) mit der Zucker-Euphorie von 1974 bringt Erstaunliches zu Tage (Abb. 5): Beide Commodities weisen ein Tief im Jahr 3 und ein Top zu Beginn des sechsten Jahres auf. Auch ein Tief im Jahr 8 ist beiden gemeinsam.

ABB. 4: VERLAUF VON BLASEN – THEORIE DER „DURCHSCHNITTSBLASE“

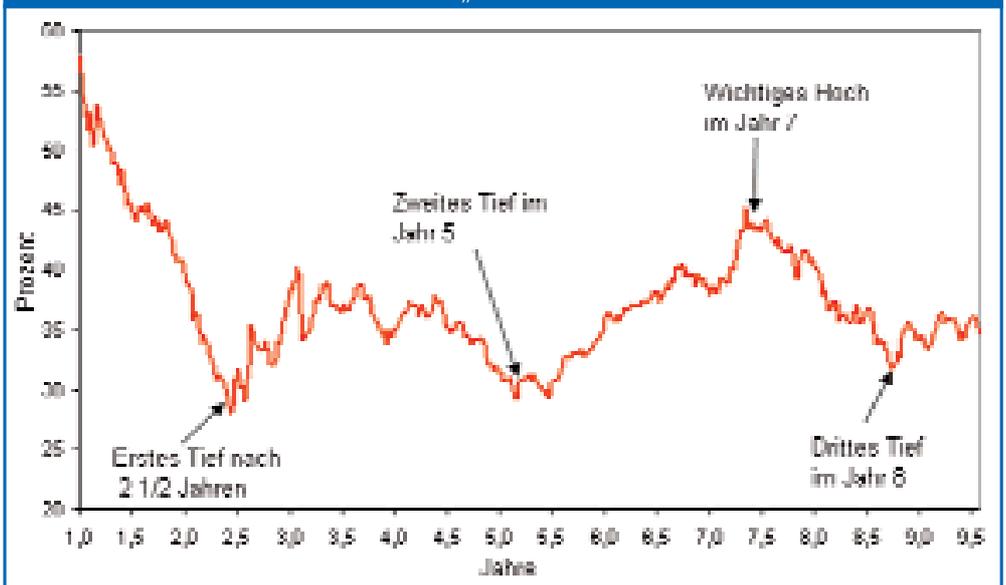
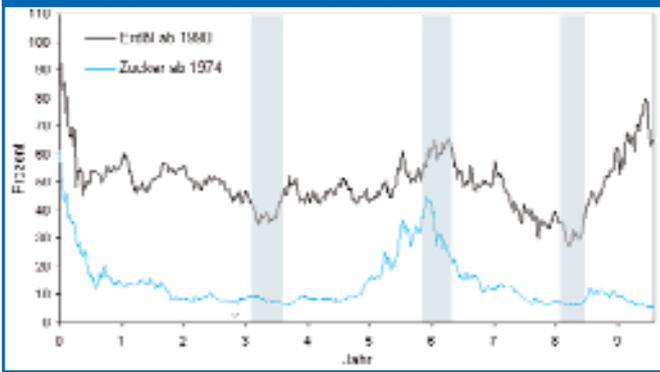


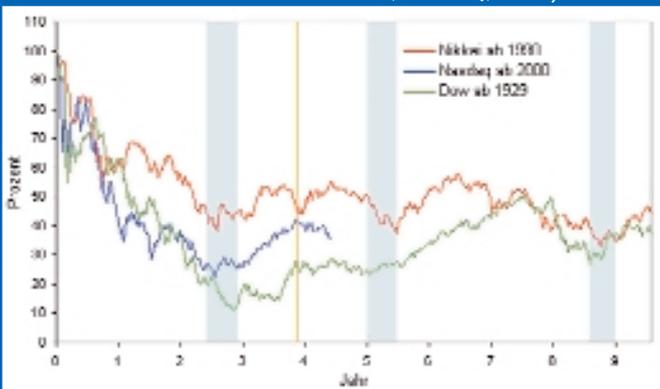
ABB. 5: VERLAUF VON BLASEN – ERDÖL UND ZUCKER



Zwischenfazit: 2,5 und 5 Jahre bedeutsam

Berücksichtigt man alle bisher gezeigten Charts, so läßt sich folgendes Zwischenfazit ziehen: Der Zeitraum zwischen 2, 5 und 3 Jahren nach einem Euphorie-Top bedeutete mit Ausnahme von Erdöl und Zucker für alle gezeigten Märkte einen Wendepunkt, in den meisten Fällen ein Tief. Der Zeitraum zwischen 5 und 5,5 Jahren nach einem Euphorie-Top markierte in allen gezeigten Fällen – Ausnahme wiederum Erdöl und Zucker – ein Tief.

ABB. 6: VERLAUF VON BLASEN – NIKKEI, NASDAQ, DOW JONES



Ausblick auf die kommenden Jahre

Ein Ausblick auf die zukünftige Entwicklung der Aktienmärkte darf an dieser Stelle nicht fehlen. Nehmen wir die heutige Nasdaq als Maßstab, weil dieser Index es war, der als Hauptverursacher der in 2000 geplatzten Spekulationsblase gelten kann.

Lassen Sie uns noch einmal den Chart (Abb. 6) zur Hilfe nehmen, und betrachten wir die Dynamik des 1929er Dow, des aktuellen Nasdaq sowie des 1990er Nikkei. In den Jahren 0 und 1 mußte die Nasdaq den größten Verlust aller drei Indices hinnehmen. Doch dieses Bild änderte sich: Während der 1929er Dow weiter verlor, stoppte der Fall der Nasdaq bei 22,5 % des Top-Niveaus.

Zum Ende des Jahres 3 passierte etwas Seltsames: Während viele Analysten in Anlehnung an den Verlauf des Nikkei einen Einbruch der Nasdaq erwarteten, stieg diese fröhlich weiter. Das Top erreichte die Nasdaq genau in jenem Moment, als der 1990er Nikkei einen Boden ausbildete. Auf dem Chart ist an dieser Stelle eine gelbe Linie eingezeichnet. Eine Inversion? Es scheint so.

Doch noch etwas fällt auf: Das gegenwärtige Top der Nasdaq fällt wochengenau mit einem wichtigen Top des 1929er Dow zusammen, das später nochmals leicht überboten wurde. Sollte sich die Nasdaq, die sich in zeitlicher Hinsicht in den ersten drei Jahren nach dem Euphorie-Top fast tagesgleich genau an die Vorgaben des 1990er Nikkei verhielt, dem 1929er Dow zugewandt haben?

Interessant ist an dieser Stelle folgender Vergleich: Der 1990er Nikkei mußte bis zum Jahr 5 ca. 100 % seiner Gewinne, die er von seinem Tief im Jahr 2 bis zu seinem Hoch im Jahr 4 erzielte, wieder zurückgeben; er markierte ein Doppeltief in den Jahren 2 und 5. Der 1929er Dow verlor nur 32 % der Gewinne und setzte anschließend zu einem mehrjährigen Höhenflug an. Aktuell hat die Nasdaq 36 % zurückerobert und befindet sich damit in der Nähe des 1929er Dow. Dennoch kommt man um einen Tatbestand nicht herum: Im Jahr 5 wird sich bei der Nasdaq aller Wahrscheinlichkeit nach ein bedeutendes Tief bilden. Das kann in Anlehnung zum 1929er Dow marginal niedriger oder – im Hinblick auf den 1990er Nikkei – bedeutend niedriger als aktuell sein und sollte in den ersten 7 Monaten des Jahres 5 stattfinden. Da die Nasdaq ihr Top Anfang März 2000 ausbildete, kommt für einen Boden der Zeitraum zwischen März und Oktober 2005 in Frage.

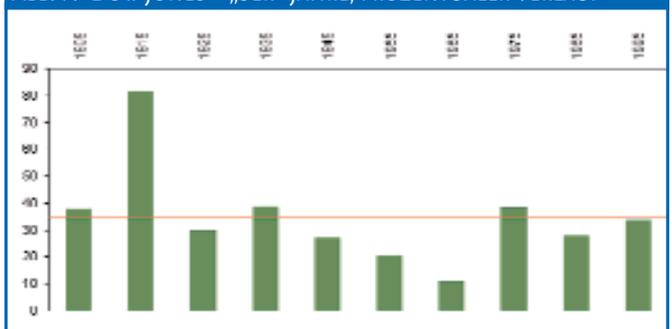
5er Jahre durchweg positiv

Analysiert man die Aussichten für 2005, sollte eine weitere Betrachtung berücksichtigt werden: Alle Jahre, die auf der Zahl 5 enden (zum Beispiel 1905, 1965 oder 2005), können mit einer für das vergangene Jahrhundert makellosen Positiv-Bilanz aufwarten: Alle 5er Jahre endeten im Plus und weisen einen durchschnittlichen Gewinn von 34,6 % auf. Nach dieser Rechnung muß sich selbst das beste Dow-Jahr der vergangenen 30 Jahre – das Jahr 1995 – mit einem Gewinn von 33,5 % als „unterdurchschnittlich“ bezeichnen lassen.

Spekuliert man darauf, daß das Jahr 2005 dem „Track Record“ folgt und positiv endet, so lassen sich folgende Möglichkeiten skizzieren.

1. Die Aktienmärkte erreichen ihren Tiefpunkt im Jahr 2005 bereits im Frühjahr oder Frühsommer. Die anschließende Rally hebt die Indices zum Jahresende ins Plus-Territorium.
2. Der Großteil der Verluste des kommenden Abwärtszyklus wird noch in diesem Jahr realisiert. Das Jahr 2005 startet daher auf niedrigem Niveau und kann nach weiteren nur noch moderaten Verlusten selbst mit mäßig steigenden Kursen in die Pluszone gelangen.

ABB. 7: DOW JONES – „5ER“ JAHRE, PROZENTUALER VERLAUF



Widerspruch zur „These Hyperinflation“?

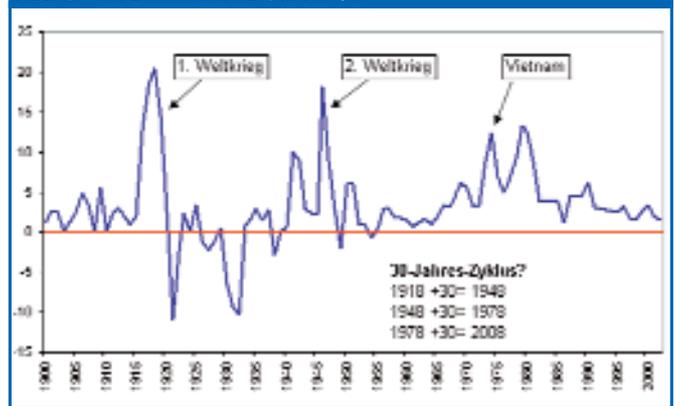
Widerspricht ein solches Szenario der „These Hyperinflation“, die ich in der Juli-Ausgabe des Smart Investor skizziert hatte? Im Gegenteil: Beide Szenarien passen gut zusammen. Der in jenem Artikel zitierte 30-Jahres-Zyklus sieht nach 1918, 1948 und 1978 auch für das Jahr 2008 den Höhepunkt eines Inflationszyklus vor. Man sollte sich allerdings davor hüten, den Zyklus streng auf genau diese Jahre festzulegen. Eine Schwankungsbreite von plus/minus einem Jahr war in der Vergangenheit nicht unüblich.

Der Verlauf von Spekulationsblasen sieht für den letzten Teil des Jahres 8 nach dem Top einen Tiefpunkt in den Aktienmärkten vor. Für die Nasdaq würde dies ein wichtiges Tief im Frühjahr 2009 bedeuten. Bedenkt man zudem, daß eine wichtige langfristige Fibonacci-Extension auf das Jahr 2009 hinweist, so läßt sich für jenes Jahr aus zyklischer Sicht einiges erwarten:

1. Höhepunkt der Inflation bzw. sogar Hyperinflation?
2. Ein wichtiger Tiefpunkt an den Aktienmärkten?
3. Höhepunkt der Gold- und Ölpreise?

Da es sich hier nicht um Wahrheiten, sondern um Wahrscheinlichkeiten handelt, wurden die obigen Schlußfolgerungen mit einem Fragezeichen versehen. Letztendlich soll dieser Artikel den

ABB. 8: INFLATIONSRATE USA IN %



Leser ermuntern, sich kritisch mit den hier dargelegten Inhalten auseinanderzusetzen. Die zitierten Ideen sind beispielsweise nicht kongruent mit dem wichtigen 4-Jahres-Zyklus, der die Tiefs an den Aktienmärkten in folgender Weise fortschreiben würde: 1990, 1994, 1998, 2002, 2006, 2010.

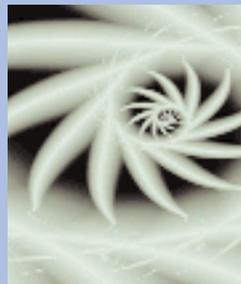
Robert Rethfeld, Wellenreiter-Invest
www.wellenreiter-invest.de
rrethfeld@wellenreiter-invest.de

Fibonacci-Zahlen

Leonardo von Pisa wurde zwischen 1170 und 1180 geboren. Bekannt wurde er unter dem Namen Fibonacci, was eine Verkürzung von „Filius Bonacci“, also „Sohn des Bonacci“ ist. Er lernte auf Handelsreisen nach Algerien, Ägypten, Syrien, Griechenland, Sizilien und in die Provence alle damals bekannten Rechenverfahren kennen. Sein 1202 erschienenes, 459 Seiten starkes Werk Liber Abacci machte in Europa die indische Rechenkunst bekannt und führte die heute übliche arabische Schreibweise der Zahlen ein. Ebenso wie sein Geburtsjahr ist auch sein Todesjahr nicht exakt bekannt. Die letzte Nachricht über ihn ist ein Dekret aus dem Jahr 1240, in dem ihm die Republik Pisa ein jährliches Gehalt bezahlte. Die sogenannten Fibonacci-Zahlen werden im Buch Liber Abacci anhand des berühmten „Kaninchenproblems“ abgeleitet: Betrachtet wird dabei die Nachkommenschaft eines (idealisierten) Kaninchenpaares, die bekanntlich sehr groß ist. Für die Simulation werden folgende Annahmen gemacht.

- 1 Jedes Kaninchenpaar wird im Alter von zwei Monaten fortpflanzungsfähig.
- 2 Jedes Kaninchenpaar bringt von da an jeden Monat ein neues Paar zur Welt.
- 3 Alle Kaninchen leben ewig. Die Vermehrungssequenz lautet: 1, 1, 2, 3, 5, 8, 13, 21, 34, 55, 89, 144, 233, 377, ... Jede dieser Zahlen läßt sich aus der Summe der zwei vorhergehenden Zahlen bilden.

Teilt man jede dieser Zahlen durch ihre vorhergehende, so nähert man sich dem Wert von 1,618. Eine Division durch die nächstfolgende Zahl nähert sich 0,618 an (Beispiel: 233 geteilt durch 377 ergibt 0,618) Die letzte Zahl bedeutet den sogenannten „Goldenen Schnitt“ und taucht bei der Beschreibung von ganz allgemeinen Wachstumsvorgängen in der Natur immer wieder auf. Obendrein bemerkenswert ist, daß eine Strecke AB durch einen Punkt C im Verhältnis des Goldenen Schnittes geteilt wird, wenn sich die kürzere Teilstrecke zur längeren Teilstrecke so verhält, wie die längere Teilstrecke zu AB.



Die Fibonacci-Spirale

Weitere wichtige Ratios: Teilt man 144 durch 377, erhält man 0,382, eine weitere wichtige Fibonacci-Ratio. Und 89 durch 377 ergibt 0,236. Eine weitere Beziehung zwischen 0,618 und 0,382 ist zu nennen: Die Wurzel aus 0,382 ist 0,618. Der halbe Weg zwischen 0,382 und 0,618 ergibt 0,5. Weitere wichtige Wurzelbildungen: Die Wurzel aus 0,618 lautet 0,786; die Wurzel aus 1,618 lautet 1,272.

Zusammenfassend lassen sich folgende wichtige Fibonacci-Ratios nennen: 0,236; 0,382; 0,5; 0,618; 0,786; 1; 1,272; 1,382; 1,618. Diese werden von Tradern aus aller Welt zur Zielfindung angewandt.



TITELSTORY

Psychogramm einer Spekulationsblase

Der philosophische Leitgedanke Descartes, „Cogito, ergo sum – Ich denke, also bin ich“, verkommt im Rausch der Spekulation zu „Ich spekuliere, also bin ich“. Das bewußte Ausspähen eines Risikos nach gewinnträchtiger Gelegenheit besteht seit Anbeginn der Menschheit, ja es gehört geradezu zur Strategie der Überlebenskunst.

Historische Spekulationsblasen

An herausragenden spekulativen „Kapitalunfällen“ in der Menschheitsgeschichte mangelt es nicht. Hier einige Beispiele:

- **die Tulpenzwiebel-Hausse** von 1634 bis 1637 im 17. Jahrhundert,
- **die South Sea-Bubble** im 18. Jahrhundert; der Betrug platzte 1720,
- **der Aktien-Crash** 1929 zu Beginn der Weltwirtschaftskrise,
- **die Edelmetall-Hausse** mit ihrem jähem Ende 1980,
- **die japanische Aktienbörse** mit ihrem Zusammenbruch ab 1990,
- **der Neue Markt** mit dem Platzen der Spekulationsblase ab 2000.

All diese Blasen, deren Hochs übrigens meist zur Jahrzehntwende auftreten, sind immer begleitet vom gleichen psychologischen Verhaltensmuster: Zuversicht, Jubel, Gier; am Gipfel der Kapitalblase Hoffnung, Angst, und beim Absturz Panik. Erst nach dem Platzen der Blase gewinnt der Spekulant seine realistische Einstellung wieder.

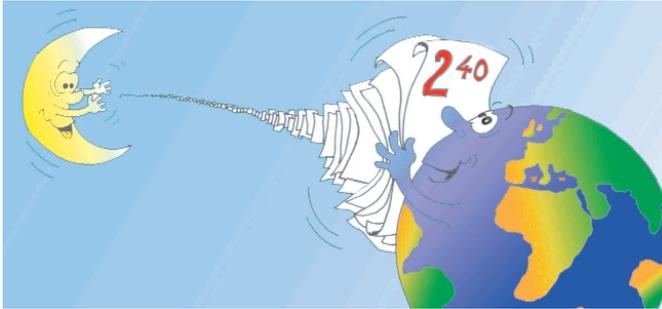
Pferdefuß Zinseszinsseffekt

Was steckt hinter dem „Blasen-Psychogramm“? Warum vergehen Spekulationsblasen immer nach dem gleichen Zerfallsmuster, so als ob der Mensch kein lernfähiges Gebilde sei? Offensichtlich übersieht der Mensch im Dunstkreis seiner Selbsttäu-

schung die heraufziehende Gefahr. Zwischenzeitlich ist die trügerische Hoffnung die Überlebenskünstlerin seiner Gefühlswelt. Dem unheimlichen Blasen-Phänomen steht der Spekulant machtlos vis à vis gegenüber. Als linear denkendes Wesen will er seine Zukunft bezwingen. Seine Erfahrung aus der Vergangenheit und Gegenwart bietet ihm dazu vermeintlich genügend Orientierungspunkte. In unserem Dasein sind wir aber alle in Raum und Zeit begrenzt. Dieses Bewußtsein führt zu sehnsüchtigen Spekulationen. Für das Verlangen, sich Dinge der Zukunft bereits jetzt leisten zu können, zahlen wir einen hohen Tribut: den Zins mit Zinseszins. Bei einem unendlich langen Leben würde uns die Geißel „Zinseszins“ erspart bleiben. Diese Begrenztheit ist auch die Crux aller verschuldeten Staaten, die über ihre wirtschaftlichen Verhältnisse leben. Wir unterschätzen den Zinseszins-Charakter als Wachstumsmonster, weil wir für die ins Gigantische laufende Funktion keinen Sensus entwickelt haben – siehe die weltweit eskalierenden Schuldenberge. Es menscht überall!

Zwei Beispiele veranschaulichen eine extreme (exponentielle) Steigerung

Welch unglaubliche Überraschung! Wie dick würde ein Zehntel Millimeter starkes Blatt Papier werden, wenn man es gedanklich 40 mal faltet? Das Resultat ist einfach verblüffend: Nach 40 Faltungen wäre das Papier so dick wie die Entfernung vom Mond zur Erde. Die Papierdicke wächst also extrem rasch, mathematisch gesprochen: exponentiell zur Basis 2. In der Natur spielen sich Wachstumsvorgänge ebenfalls exponentiell ab, etwa die ungehemmte Vermehrung von Aids-Viren, allerdings zur Basis $e = 2,71...$ Auch das umgekehrte Wachstum, der Zerfall, folgt dem



gleichen Naturgesetz, etwa der radioaktive Zerfall einer Substanz. Obwohl die einzelnen Materieteilchen spontan und unvorhersehbar zerfallen, läßt sich die Zeit (Halbwertszeit), in der die Substanz die Hälfte ihrer Masse durch Strahlung verliert, exakt berechnen: Eine große Menge von einzelnen Ungewißheiten wird statistisch zur Gewißheit.

Der Charakter einer Bubble

Eben aus diesen beiden Kurvenästen setzt sich eine Spekulationsblase im Prinzip zusammen: ein Aufblähen – wie eine Papierfaltung – mit anschließendem Platzen – wie ein radioaktiver Zerfall. Das gesamte Chartbild ist vergleichbar mit einem Kondensator, den man auflädt und über einen Widerstand entlädt. Analog dazu entspricht die Fläche unter der ansteigenden Kurve der steigenden Gier der Spekulanten und die absteigende Kurve dem nachfolgenden Katzenjammer der enttäuschten Anleger. Die zittrige komplette Blase läßt sich durch eine geschlossene Glockenkurve einhüllen: Das ist eine mathematische Funktion, die in der Wahrscheinlichkeitsrechnung eine große Rolle spielt. Wie gesagt: Die Blase repräsentiert viele einzelne Kauf- und Verkaufsentscheidungen.

Drei markante Phasen der Spekulationswelle

Das Unheimliche an dem Exponential-Charakter einer Kapitalblase ist die Tatsache, daß nach einer „Initialzündung“ – das

wäre das Doppeltief – die Kurve zunächst unverdächtig leicht ansteigt. Es folgt ein kurviger Abschnitt, aus der sich die „Dirittissima“ spontan entwickelt: Die Raffgier nimmt zu! Ein fast senkrechter Anstieg führt ins Finale. Diese Phase dauert nur einen Bruchteil, etwa ein Zehntel der vorangegangenen Phasen. Der Spekulationswert kann in dieser Zeit in Bocksprüngen um mehr als 50 % zulegen. Nach dem Gipfelpunkt fällt die Kurve stark ab: Die Blase platzt! Nach etwa 2,5 Jahren kommt es durch aufkeimende Hoffnung in Erinnerung an das Hoch zu einer trügerischen Teilerholung. Das wiedergewonnene Kurspotential, ausgelöst durch einen „Hoffnungsimpuls“, wird später wieder abgegeben. Die Kurve schleppt sich dann über mehr als ein Jahrzehnt bis in die Nähe ihres ursprünglichen Anfangswertes.

So vergehen Blasen

Impulsartige Spekulationswellen zeigen keine typische Erholung nach 2,5 Jahren, da sie sich über einen kurzen Zeitraum entwickelten und austobten. Um es mit dem Kondensatormodell zu vergleichen: Die aufgestaute „Kaufenergie“ entspricht der Fläche unter der ansteigenden Kurve, die abgegebene „Verkaufenergie“ der Fläche unter der absteigenden Kurve. Kapitalblasen, die über ein Jahrzehnt und mehr entstehen und schließlich „ausheilen“ (Marktberreinigung), zeigen nach dem besagten Hoffnungsimpuls ein typisches Buckelpistenmuster mit abnehmender Amplitude (sukzessiver Werteverfall).

Eigenheiten einer Spekulationsblase

Das Psychogramm einer Spekulationsblase kann man nicht durch den reinen Zufall erklären. Daß die Chartmuster großer Kapitalblasen sehr ähnlich über der Zeit ausfallen, ist frappierend, denn diese „Kapitalunfälle“ liegen Jahrhunderte auseinander und sie hatten keine „Erinnerung“ aneinander. Zudem fanden sie in unterschiedlichen Kapitalesegmenten statt. Man fragt sich: Hat sich der spekulative Mensch seit dem Mittelalter in seinem Anlageverhalten nicht geändert und damit auch das verursachte Blasenbild? Das einzelne Individuum gewiß, aber denken wir an die statisti-

VERANSTALTUNGSHINWEISE

- Am 18. September veranstaltet die ArgentumInvest ein Gold- und Silberseminar im Steigenberger Hotel Berlin. Infos unter: www.argentuminvest-seminare.com; Kontakt: 09421/923 608
- Am Dienstag, den 21. September 2004, findet im österreichischen Ehrwald (Nähe Garmisch) das 2. Raiffeisen Zertifikate-Forum statt. Dabei geht es um die neuesten Trends der Zertifikatebranche, Hintergrundwissen und Produktinformationen. Veranstalter ist die Raiffeisenbank Ehrwald-Lermoos-Biberwier. Kontakt: Karin Nickmann, Tel.: ++43 (0)5673/2277-34; karin.nickmann@rbgt.raiffeisen.at
- Am Samstag, den 25. September 2004, veranstaltet die Börse München in Würzburg auf der Festung Marienberg von 10 bis 16 Uhr erstmals den Nordbayerischen Börsentag mit einem interessanten Vortragsprogramm. Informationen unter: www.nordbayerischer-boersentag.de

- Joe Ross (Gastautor in Smart Investor 5/2004) wird im Oktober wieder mehrere Seminare abhalten zu folgenden Themen: „Trading mit Optionen“, „Futures/Forex-Daytrading“ sowie „Futures-Spread-Trading“. Außerdem wird er im Zuge eines Grundlagenseminars „Das Gesetz der Charts“ vorstellen. Informationen unter: www.ross-trading.de
- Am 14./15. Oktober findet in Aschaffenburg die Veranstaltung Tradingherbst statt. Dabei stellen erfahrene Trader ihre Handelsstrategien vor, mit denen sie an den Märkten agieren. Diese werden dann live an der Börse umgesetzt, wobei die auftauchenden Fragen zu Strategien, Risk-Management usw. während des Handelns von den Tradern beantwortet werden.

Im Anschluß an den Tradingherbst, am 16./17. Oktober, findet ebenfalls in Aschaffenburg das Foxware-Seminar statt. Hierbei geht es um die Entwicklung von Handelssystemen. Infos unter: www.tradingherbst.de

sche Gewißheit einer Summe von Teilchen. Offensichtlich folgt die Lemmingherde der Anleger einer eigenen archaischen Gesetzmäßigkeit. Diese Archetypen sind im Stammhirn verankert. Das Kaleidoskop der Emotionen wirkt wie ein ehernes Naturgesetz. Natürlich braucht eine Megaspekulation gewisse hinreichende Bedingungen, damit sie sich überhaupt entzünden kann. Dazu gehört auch, daß eine erneute Spekulationsblase nie im selben Segment entstehen kann; sie sucht sich zunächst ein anders „Ventil“. Offenbar flüchtet das unruhige Kapital in ein anderes erfolgversprechendes Feld. Blasen in einem brodelnden Kratersee tauchen ja auch spontan immer an einer anderen Stelle auf.

Wie bändigt man exponentielle Wachstumsgrößen?

Das heute fällig werdende verzinste Kapital (Geld) aus einem fiktiv angelegten Cent zu Christus' Zeiten würde nicht nur die US-Notenbankpresse völlig überfordern, sondern sämtliche Gelddruckmaschinen der ganzen Welt. Mit diesem dreiprozentig verzinnten Cent – eine galaktische Kapitalansammlung in Quadrillionenhöhe – ließen sich bequem sämtliche Weltschulden begleichen. Die Menschheit mußte einen gewissen Schutzmechanismus entwickeln, um sich selbst vor dem Ausufern der Wachstumsgrößen zu bewahren. Die Natur dämmt die Überpopulation einer Spezies dadurch ein, daß vermehrt Freßfeinde auftreten. Gefühlskalt deklarierte Mephisto in Faust: „Denn alles was entsteht, ist wert, daß es zugrunde geht.“ Beim Menschen gelingt der Befreiungsschlag durch rigoroses Zurückstellen auf die An-

fangsbedingung „Null“, etwa durch Schuldenerlaß, durch Inflation mit nachgeschalteter Währungsreform und schließlich durch das Platzen von Blasen am Kapitalmarkt. Gerade dieses Jahrzehnt ist prädestiniert für einen Blasenexitus bei Aktien, Anleihen und Immobilien, aber auch für Blasen-Neuschöpfungen am Rohstoffmarkt.

Das Blasen-Jahrzehnt

Es gibt Mutmaßungen, daß sich in diesem Jahrzehnt eine noch nie dagewesene Edelmetallhausse ereignen könnte. Zeitlich exakt den Höhepunkt im voraus anzugeben, ist nicht möglich. Eine zeitliche Fortführung des bisherigen Verlaufs läßt Großartiges erwarten. Schließlich ist es eine Eigenheit einer Mega-Hausse, daß sie ihren historischen Höhepunkt aus ihrer weit zurückliegenden Bubble in den Schatten stellt. Mathematisch sind unendlich viele Wertepaare (Zeitpunkt, Maximalwert) denkbar. Die Spekulation bleibt ein Menetekel der Menschheit; sie ist durch ihre innewohnende chaotische Verücktheit unberechenbar.

Wie sagt Mephisto in Faust?

*Ein Kerl der spekuliert ist wie ein Tier auf dürrer Heide,
Von einem bösen Geist herumgeführt
Und rings herum liegt schöne, grüne Weide.*

Hans Jörg Müllenmeister

Anzeige

Die Tage der Abrechnung stehen bevor!

ISBN 3-89879-067-3, Seiten ca. 360, Preis 34,90 €, ab September lieferbar!

Verändert sich die westliche Volkswirtschaft immer mehr in ein zweites Japan? Bill Bonner und Addison Wiggin sehen eindeutige Anzeichen dafür, dass vor allem die US-amerikanische Volkswirtschaft den Weg einschlägt, den die japanische schon seit fast zwei Jahrzehnten beschreitet: den Weg einer langanhaltenden Wirtschaftskrise, von den Autoren so

zutreffend „soft depression“ genannt. Gründe hierfür sind eine immer ältere Bevölkerung und eine strukturelle Reaktion auf den unglaublichen Boom der 90er Jahre. Eloquent, immer mit einem Augenzwinkern und mit vielen anschaulichen Metaphern zeigen die Autoren, was der Einzelne tun kann, um sein Geld auch in Zukunft auf der sicheren Seite zu wissen.

„Ein Buch, das nicht aus Ihren wirtschaftlichen Heuil mit ersäuen wird, sondern Sie auch das eine oder andere Mal laut aufschreien lassen und Ihnen mit Sicherheit einige vergängliche Stunden beschereu wird.“ (12. Mai 1484)

Magier der Märkte

ISBN 3-89879-081-9, Seiten ca. 550, Preis 34,90 €, ab September lieferbar!

Jack D. Schwager ist einer der ganz Großen in der internationalen Finanzszene, seine „Magier der Märkte“ Buchreihe gehört weltweit seit Jahren zu den Standardwerken. In Interviews mit den Top-Tradern unserer Zeit zeigt Schwager auf, was diese Menschen so unglaublich erfolgreich macht.

„Ein Standardwerk, das in keiner Bibliothek fehlen darf.“ (12. Mai 1484)



Bestellen Sie jetzt!

FinanzBuch Verlag
Frundsbergstr. 23 - 80634 München
Tel.: 089 651285-0 - Fax: 089 652096
www.finanzbuchverlag.de

Bestellung unter:
e-mail: bestellung@finanzbuchverlag.de



Die Geldphilosophen vom Bodensee

Eindrücke vom Treffen des Konstanzer Kreises

Überflüssige Information und notwendige Gedanken

Die Aussage des französischen Philosophen Joubert ist eines der Leitmotive des „Konstanzer Kreises“, der sich am 17./18. Juli auf der Bodenseeinsel Reichenau traf. Dieser Gesprächskreis wurde im Sommer 2003 nahe Konstanz gegründet und zählt heute ca. 60 Mitglieder, wobei neben Profis der Finanzszene und langjährigen Wirtschaftspraktikern – darunter eine Vielzahl von Gastautoren des Smart Investor – auch interessierte Laien mit von der Partie sind. Die Teilnehmer begleiten mit kritischem Blick die Entwicklungen und Fehlentwicklungen in den Bereichen Wirtschaft (insbesondere Geldwesen), Politik und Gesellschaft und wollen sich abseits der im Mainstream verabreichten leichten Kost die „notwendigen Gedanken“ machen. Einer der Initiatoren und die unermüdliche „Seele“ dieses Kreises ist Friedrich Tiggemann, der mit seinen Mitstreitern unter www.konstanzer-kreis.de eine umfangreiche Webpräsenz gestaltet hat.

Düstere Lage, düstere Prognosen

Praktisch alle Teilnehmer zeichneten ein mehr oder weniger düsteres Bild der aktuellen Lage und prognostizierten eine weitere und praktisch zwangsläufige krisenhafte Zuspitzung. So einig man sich hinsichtlich des unausweichlichen Zusammenbruchs war, so uneins war man sich – flapsig gesagt – über den Weg dorthin. Während der Buchautor Günter Hannich überwältigende Indizien für deflationäre Tendenzen ausmachte, insbesondere auch darauf hinwies, daß vor dem Hintergrund massenhafter Arbeitslosigkeit die Lohn-Preis-Spirale nicht in Gang kommen könne, widersprach Vermögensverwalter Uwe Bergold aufs heftigste: Entscheidend sei allein, ob sich die Geldmenge schneller ausweitere als die Gütermenge. Diese Konstellation sei schon seit Jahren gegeben und führe unaufhaltsam in die Inflation. Dr. Markus Stahl (siehe Interview S. 11) von der BW-Bank brachte einen versöhnlichen Aspekt in die Debatte. Inflation und Deflation seien im wesentlichen die zwei Seiten einer Medaille, wobei das entscheidende Phänomen die Beschleunigung sei, die sowohl auf die Zunahme von Schuldenlast und Zinsaufwendungen (deflationärer Effekt) als auch simultan auf die Zunahme der Geldvermögen und Zinseinnahmen (inflationärer Effekt) wirke. Bei konstanten Zinsen und Geldentwertungsraten ist nach seiner Einschätzung in

den Jahren ab 2015 bis 2020 mit größeren Verwerfungen zu rechnen. Die durch den Zinseszins-Effekt hervorgerufene Beschleunigung ist laut Tiggemann widernatürlich und ansonsten nur bei der Ausbreitung von Krebszellen zu beobachten. Natürliche Wachstumsprozesse verliefen dagegen genau umgekehrt – sie flachen mit der Zeit ab.

Klimpern statt Rascheln

Anleger sollten sich, nach Einschätzung des Goldbrief-Herausgebers Johann A. Saiger, in diesem Jahrzehnt tendenziell von den „raschelnden“ Anlagen fernhalten, wozu neben den Aktien vor allem auch die (Staats-)Anleihen gehören. Sie seien aufgrund drohender (Staats-)Bankrotte gefährdet – das Prädikat „sicherer Hafen“ ist eine bewußte Täuschung des Publikums. Dagegen sollte man sich den „klimpernden“ Anlagen wie Gold und Silber zuwenden, die nicht von ungefähr vom Establishment geradezu routinemäßig verteufelt würden, was sie alleine schon interessant mache. Da Saiger nicht nur einen Währungszusammenbruch erwartet, sondern bereits in dessen Vorfeld zunehmende kriegerische Auseinandersetzungen für wahrscheinlich hält, rät er, sein Vermögen und sich selbst in jene Länder zu verlagern, die im Ernstfall nicht in die Kettenreaktion gegenseitiger Beistands- und Bündnisverpflichtungen hineingezogen würden: die Schweiz und ausgewählte Länder Südamerikas. Wohl niemand kann so schaurig düster und zugleich hintergründig humorvoll prophezeien wie Saiger, der einmal mehr den Geschmack seiner Zuhörer traf – Kostprobe: „Der Euro ist nur die Zusammenlegung aller verdächtigen Währungen, um sie später gemeinsam zu reformieren.“

Fazit

Obwohl manches auf der Tagung plakativ geriet, boten sich dem Zuhörer doch zahlreiche originelle Einsichten und Anregungen. Dennoch sollte man sich stets die Warnung des über die US-Verschuldung referierenden Walter Hirts vergegenwärtigen, wonach uns das Räderwerk, in dem wir heute leben, zum großen Teil verborgen bleibt.

Ralph Malisch

DERIVATE

Das Anlageuniversum für Baisse-Spekulationen expandiert noch

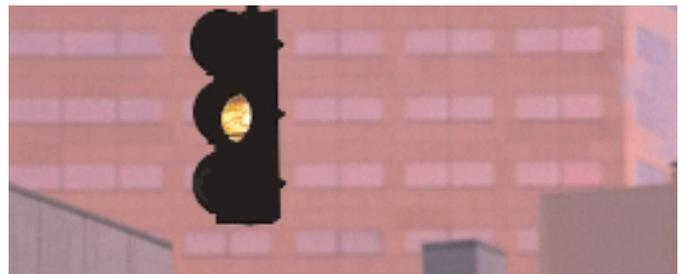
Auf fallende Kurse zu setzen bzw. ein bestehendes Depot gegen fallende Notierungen abzusichern, stellt heutzutage kaum noch ein Problem dar. Dem Anleger steht eine ansehnliche Auswahl an Werkzeugen zur Verfügung – Risiken und Nebenwirkungen existieren allerdings überall.

Die neue Vielfalt

Vor nicht allzu langer Zeit gab es hierzulande lediglich drei Möglichkeiten, auch in der Baisse Profite zu machen beziehungsweise sein Portfolio gegen fallende Kurse zu immunisieren: Traditionell ließ sich (an der DTB/Eurex) mittels Optionen und Futures oder aber mit Hilfe von Optionsscheinen bei sinkenden Notierungen Kapital schlagen. Ferner offeriert der Broker Sino schon seit Ende der 90er Jahre die Möglichkeit zum Leerverkauf von Aktien. Inzwischen hat sich das diesbezügliche Spekulationsuniversum um Hebelprodukte (aber auch komplexe Strategie-Zertifikate) sowie um sogenannte Contracts for Difference, kurz: CFDs, erweitert (siehe auch Smart Investor 8/2004). Darüber hinaus hat die Baisse der Jahre 2000 bis 2002 weitere Broker mit Möglichkeiten zum Shorten hervorgebracht, z.B. CortalConsors (für Heavy Trader), E*TRADE Germany oder Interactive Brokers.

Einfach und... gut?

Die einfachste Möglichkeit basiert nach wie vor auf Optionsscheinen, Hebelprodukten in all ihren Ausführungen sowie komplexen Strategiezertifikaten, mit deren Hilfe sich entsprechende Szenarien nachbilden lassen – dem Leser sei zur Vertiefung die Smart Investor Sonderausgabe „Derivate 2004“ empfohlen, die am 10. Juli erschienen ist. Keine dieser Produktkategorien gibt es ohne entsprechendes Risiko. Es droht der Totalverlust, wenn sich das erwartete Szenario nicht wie gewünscht einstellt oder auch nur zu lange auf sich warten läßt. Umgekehrt lassen sich mit Hebelprodukten oder Optionsscheinen auch Depots absichern – indem der Anleger eine definierte Anzahl von Scheinen erwirbt, die in dem Maße zulegen, wie das restliche Depot im Zuge nachgebender Kurse an Wert verliert. Das Engagement kann dabei auch dynamisch angepaßt werden. Kurzum: Für diese wohl einfachste Art der Spekulation auf fallende Kurse braucht ein Anleger lediglich die Termingeschäftsfähigkeit und ein gewisses Mindestmaß an Kenntnissen im Umgang mit Derivaten.



Nur für wirklich Fortgeschrittene

Der Zugang zum Handel mit Optionen und Futures sowie CFDs hält bereits einige Hürden bereit. So müssen Anleger ein gewisses Mindestkapital mitbringen (z.B. 10.000 Euro). Beim Handel mit Futures wird zudem ein Margin-Konto zur taggleichen Abrechnung eingerichtet. Das gleiche gilt für den Handel mit CFDs. Dies sind künstliche Aktien, die den gleichen Kurs haben wie der unterlegte Basiswert. Man kann in beide Richtungen handeln, also auch leerverkaufen, und muß nur einen Eingangsbetrag hinterlegen, wodurch sich ein hoher Hebeleffekt ergibt. Zusätzlich zu den offiziellen Mindesteinlagen erheben Broker zudem i.d.R. weitere Sicherheitsleistungen, so daß der Kreis der hier Handelnden bereits deutlich „elitärer“ ausfällt. Dem Vorteil der relativ einfach nachzuvollziehenden Preisbildung bei Optionen, Futures und CFDs steht das Risiko gegenüber, daß bei den beiden letztgenannten das Risiko nicht auf den ursprünglichen Einsatz begrenzt ist. Dies gilt natürlich auch für den richtigen Leerverkauf von Aktien, wie er von einigen Brokern auch hier in Deutschland mittlerweile angeboten wird. Sino beispielsweise erwartet wenigstens 50.000 Euro an Eigenkapital sowie Mindesthandelsvolumina. Diese Form der Spekulation auf fallende Kurse muß daher zurecht aktiven, liquiden und sehr erfahrenen Tradern vorbehalten bleiben.

Falko Bozicevic

DERIVATEKLASSEN UND IHRE EIGENSCHAFTEN			
DERIVATEKLASSE	ZIEL	VORTEILE	NACHTEILE
OPTIONSSCHEINE	SPEKULATION, DEPOTSICHERUNG	NUR TERMINGESCHÄFTSFÄHIGKEIT ERFORDERLICH	KOMPLIZIERTE PREISBILDUNG, ZEITWERTVERLUST
HEBELPRODUKTE	SPEKULATION, DEPOTSICHERUNG	NUR TERMINGESCHÄFTSFÄHIGKEIT ERFORDERLICH	VORZEITIGER KNOCK-OUT MÖGLICH
OPTIONEN, FUTURES	SPEKULATION, DEPOTSICHERUNG	NIEDRIGE GEBÜHREN, TRANSPARENZ	ZUGANGSVORAUSSETZUNGEN, VERLUSTPOTENTIAL
CFDs	SPEKULATION	HOHE TRANSPARENZ IN DER PREISBILDUNG	HOHE ZUGANGSVORAUS., VERLUSTPOTENTIAL
LEERVERKAUF VON AKTIEN („SHORTEN“)	SPEKULATION	GROSSE HANDLUNGS-SPIELRÄUME	HÖCHSTE ZUGANGSVORAUS., VERLUSTPOTENTIAL

NACHHALTIGES INVESTIEREN

Neue Technologien für mehr Unabhängigkeit

Entwicklungen im europäischen Markt für Alternative Energien

Wenn es um die Entwicklung neuer Projekte zur Erforschung erneuerbarer Energien (EE) geht, hat Europa weltweit die Nase vorn. Einer vor kurzem durchgeführten Studie* von Technical Insights zufolge, einem Unternehmensbereich der Beratungsfirma Frost & Sullivan, können erneuerbare Energieträger potentiell sehr wohl gegen fossile Brennstoffe konkurrieren. Die Bestrebungen der Europäischen Union gehen in dieselbe Richtung: In zahlreichen Ländern des „Alten Kontinents“ laufen dahingehende Forschungsprojekte mit dem Ziel, den EE-Energieanteil der EU innerhalb dieses Jahrzehnts auf 22 % hochzuschrauben.

Alternativen – und zwar zu den Alternativen

Mit zwei Irrtümern gilt es im Vorfeld aufzuräumen: daß nämlich erstens richtungsweisende Projekte nur hierzulande aus Deutschland – dem selbsternannten Umwelt-Weltmeister – zu erwarten wären und daß sich zweitens erneuerbare Energien auf Wind- und Sonnenkraft beschränken (müßten). Beides könnte irreführender kaum sein. Richtig ist statt dessen, daß die derzeit wichtigsten Alternativ-Technologien die Solar-, Wind- und schließlich Wasserstoffbranche darstellen. Doch der Horizont muß erweitert werden. Zahlreiche Projekte befassen sich mittlerweile auch mit den noch wenig erforschten Sektoren Geothermie (Energie aus Erdwärme), Biomasse, Wellenkraftwerken sowie der Hilfestellung, die die Nanotechnologie bei der Erhöhung des Wirkungsgrades z.B. bei Solarzellen spielen kann. Tatsächlich geht bereits ein ganz erheblicher Teil der in den letzten Jahren gesehenen Effizienzsteigerungen bei photovoltaischen Zellen auf das Konto der noch jungen Nanotechnologiebranche. In Zukunft erwartet man weitere Zuwächse beim energetischen Wirkungsgrad, so daß Strom aus Solarzellen zunehmend konkurrenzfähig wird. Die Kurssteigerungen bei diversen börsennotierten Solarstrom-Gesellschaften resultierten nicht zuletzt aus den zuletzt rundum verbesserten Aussichten – siehe auch Smart Investor Magazin 7 und 8/2004.



Gezeitenkraftwerk „Stingray“, Shetlandarchipel
Fotomontage, Prototyp: 15m Spannweite, 150kW Leistung

Wichtige Pilotprojekte lassen hoffen

Im Focus europäischer Forschungsprojekte stehen inzwischen auch die noch recht jungen Bereiche Wellenkraftwerke und Geothermie. Das Gezeitenkraftwerk „TiDel“ der Firma SMD Hydrovision hat einen ersten Härtetest erfolgreich absolviert und gilt mittlerweile als bahnbrechende Erfindung. Es besitzt eine relativ simple Mechanik und könnte, so das Ergebnis der Untersuchung, der Windkraft in puncto Kosteneffizienz durchaus Konkurrenz machen. Genauso wenig erforscht gilt die Geothermie – leider, denn immerhin läßt sich mit Hilfe von Erdwärme unabhängig vom Wetter und der Jahreszeit umweltschonend Strom und Wärme erzeugen. Ein wichtiges Pilotkraftwerk steht derzeit im elsässischen Soultz. Auch Energiegewinnung aus Biomasse fordert ihren Stellenplatz im Rahmen alternativer Energieerzeugung. Geforscht und projektiert wird auch in Ländern wie Griechenland (wo mit Überresten von Zitronenplantagen laboriert wird) oder den Niederlanden (mit Dung von Geflügel). Weitergehende Studien belegen dem Forschungsprojekt Energie aus Biomasse eine ähnlich positive Entwicklung, wie sie zuletzt die Solarindustrie an den Tag zu legen vermochte.



Das Gezeitenkraftwerk „TiDel“ der Firma SMD Hydrovision

Fazit & Ausblick

Die zahlreichen Forschungsprojekte innerhalb Europas belegen, daß sich auf dem Markt für Technologien im Bereich erneuerbarer Energien einiges tut. Einerseits soll den Unterzeichnern des sogenannten Kyoto-Vertrages (zur Reduzierung der CO₂-Emissionen) das Leben erleichtert und andererseits die Abhängigkeit von Ölimporten aus dem Nahen Osten verringert werden. Etwas ironisch ausgedrückt könnte man anmerken, daß die USA in beiden Punkten leider einen gänzlich alternativen Weg eingeschlagen haben.

Falko Bozicevic

*) „Renewable Energy Technologies – Emerging Developments in Europe“

PRINZIPIEN DES MARKTES

Die Trendstärke

Beim Blick auf den Kursverlauf lohnt es sich, bestimmte Erscheinungen isoliert zu betrachten. Neben der bekannten Volatilität gehört dazu vor allem die Trendstärke.

Was ist „Trendstärke“?

Geübte Chartleser nehmen Trendstärke bereits beim schnellen Blick in den Chart wahr. In den üblichen, logarithmischen Charts entspricht sie einfach dem Steigungswinkel der Kurse. Je steiler der Trend einer Aktie, desto höher ist ihre Trendstärke. Rechnerisch ist Trendstärke daher nichts anderes als die erzielte Rendite einer Kursbewegung: Ein Trend, der um 30 % pro Jahr steigt, ist stärker als einer, der um 20 % steigt – und stärker als einer, der um 25 % pro Jahr fällt. Für die Trendstärke ist es also unerheblich, ob die Kursrichtung nach oben oder unten zeigt. Trendstärke mißt sich daher als Absolutwert der Rendite in einem Zeitraum.

Nutzen

Die isolierte Betrachtung der Trendstärke hat mehrere Vorteile: Sie dient zur Frühwarnung vor sich abschwächenden Trends, zeigt kurzfristige Übertreibungen, hilft bei Aktienausswahl und Kapital-Allokation und als Entscheidungshilfe dahingehend, wann die Arbeit mit Gleitenden Durchschnitts sinnvoll ist.

Frühwarnung

„Frühwarnung“ ist die bekannteste Interpretation der Trendstärke. Ein langfristiger Aktientrend fällt nicht sofort von Hause auf Baisse, weil sich die Situation eines Unternehmens – außer bei Turnaround-Werten – nicht von jetzt auf gleich ändert. Im Kursverlauf zeigt sich die Warnung vor einem neuen Abwärts-Trend zuerst als Abschwächung des alten Aufwärts-Trends (siehe Abb. 1). Die Hausse von 1 geht zunächst in den schwachen Anstieg 2 über, bevor sie in 3 zur Baisse wird. Wird die Abschwächung rechtzeitig gemessen, hat der Anleger seine Frühwarnung. Er sollte engere Stops benutzen und sich auf den Ausstieg vorbereiten.

Übertreibung

Trendstärke kann auch vor Übertreibungen warnen. Investoren sollten ihre Position dann nicht mehr erhöhen, Trader können dagegenhalten oder Optionen in der alten Trendrichtung schreiben. Trendstärke kann mit einem „natürlichen Rendite-Empfinden“ verbunden werden, wenn mit der aufs Jahr hochgerechneten, annualisierten Rendite gearbeitet wird:

- Steigt der langfristige Trend einer Aktie im Jahr von 20 auf 30 Euro, entspricht das einer Jahresrendite von 50 % und ist machbar.
- Steigt dagegen der kurzfristige Trend innerhalb eines Monats von 20 auf 30 Euro, ist das bei normalen Aktien entschieden zuviel: Die annualisierte Rendite würde grob dem 12fachen entsprechen, also über 600 %.

Das Gefühl des Anlegers für plausible Renditen würde ihn hier abschrecken. Übertriebene Trendstärke ist daher anfällig: Während der langfristige Trend leicht weiterlaufen kann, hat es der kurze überzogen. Solche Wachstumsraten sind nicht aufrechtzuerhalten. Die Aktie ist überhitzt und braucht eine Konsolidierung.

Einsatz von Trendfolgern

Trendstärke hilft zudem bei der Vorauswahl, mit welchen Werkzeugen an der Börse hantiert werden soll. Eine hohe Trendstärke zeigt klares Trendverhalten. Dann ist der Einsatz von Gleitenden Durchschnitts (GDs) für Handelsentscheidungen sinnvoll. Eine geringe Trendstärke warnt dagegen vor Seitwärtsmärkten. Hier würden sich GDs aufreiben.

Allokation & Filtern

Trendstärke ist auch ein Hilfsmittel bei der Kapital-Allokation. Steigt eine Aktie um durchschnittlich 10 % pro Jahr, ist sie weniger attraktiv als eine Aktie mit 20 %igem Anstieg. Was sich trivial anhört und beim Blick in zwei Charts von selbst erklärt, ist bei der Auswahl unter 20.000 Aktien nicht mehr zu leisten. Viele Anleger verfügen heute über riesige Kursdatenbanken und die Freiheit, in einen beliebigen Wert zu investieren. Die Auswahl von Aktien nach Trendstärke ist dabei ein gutes Hilfsmittel. Aktien mit stabiler oder steigender Trendstärke sollten gekauft bzw. mit GDs als Signalgeber gehandelt, überhitzte Titel gemieden werden.

Gesucht: Formel für Trendstärke

Damit unsere Beobachtung von Trendstärke zum Filtern der Datenbank geeignet ist, muß die genutzte Meßlatte einige Forderungen erfüllen: Immerhin stützen sich dann Investmententscheidungen

ABB. 1: PHASEN EINES TRENDS

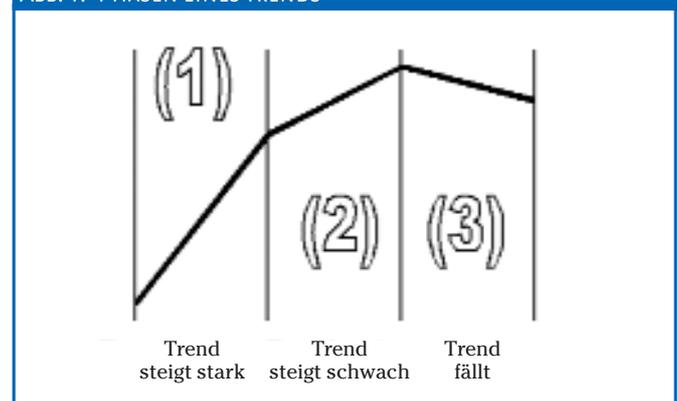
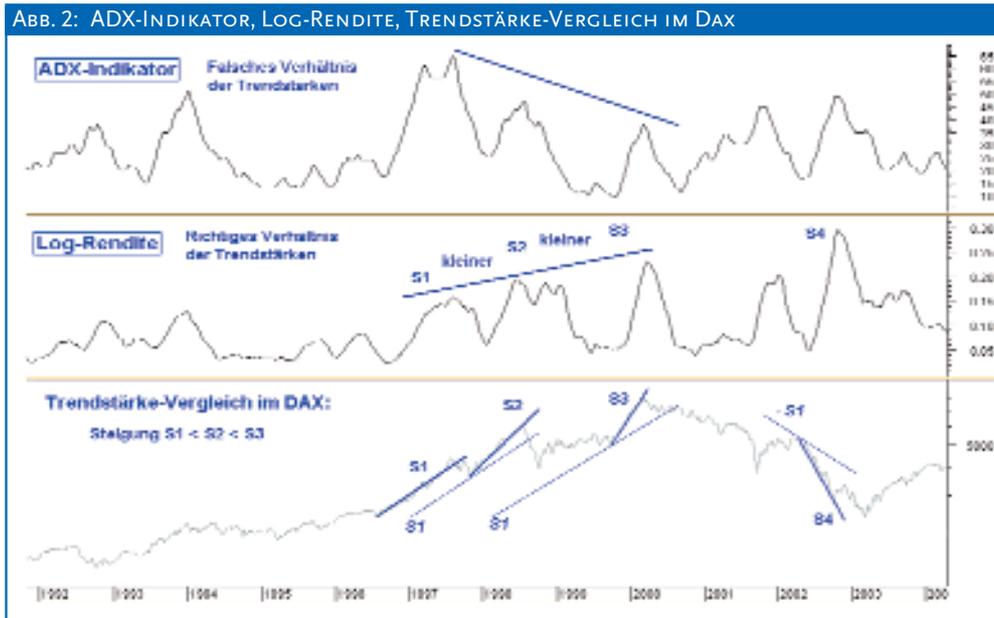


ABB. 2: ADX-INDIKATOR, LOG-RENDITE, TRENDSTÄRKE-VERGLEICH IM DAX



starken Trends. Ein Vergleich zeigt das:

Der erste Trendanstieg im Dax links außen (Steigung S 1) dient dabei als Referenz. Wer prozentual stärker steigt oder fällt als diese Hausse von 1997, muß einen höheren Indikatorwert produzieren. Wer schwächer steigt oder fällt, einen geringeren Wert. Die folgende Hausse von 1998 übertraf die erste und zeigt demnach einen steileren Anstieg. Steigung S2 ist größer als S1 und produziert folglich einen höheren Wert in der Log-Rendite. In der Technologiehausse bis 2000 wurde weiter nachgelegt: Steigung S3 ist noch stärker als die beiden vorhergehenden.

dungen auf eine Formel, die nicht mehr der leichten, optischen Kontrolle wie im Chart unterliegt. Wir müssen also sicherstellen, daß eine „Formel für Trendstärke“ dieselbe Information wie im Chart eins zu eins abbildet. Was wieder einfach klingt, wird leider von keinem bekannten Indikator für Trendstärke erfüllt. Selbst der populäre ADX-Indikator von Welles Wilder leistet dies nicht.

Forderungen an eine „Formel für Trendstärke“

- Sie muß die Realität korrekt abbilden – ein Trendanstieg in Allianz von 10 % muß einen kleineren Indikatorwert ergeben als ein Anstieg um 20 %.
- Die Trend-Information muß linear abgebildet werden: Ein 15 %iger Anstieg in Allianz muß einen 1,5fach höheren Indikatorwert produzieren wie der 10 %ige Anstieg.
- Die Information muß unabhängig von Aktien, Devisen und Assetklassen vergleichbar sein: Ein 20 %iger Anstieg von Allianz muß schwächer aussehen als ein 30 %iger Absturz im Hangseng-Index.

Wie umsetzen?

Die Umsetzung dieser Forderungen ist leicht. Obwohl die Technische Analyse einen Wust an Indikatoren hervorgebracht hat, erfüllt das einfachste Werkzeug bereits alle Anforderungen: Die Log-Rendite $\ln(\text{Kurs aktuell}/\text{Kurs alt})$. Da uns bei der Trendstärke die Kursrichtung nicht interessiert, nutzen wir deren Absolutwert. Die kleine Formel erfüllt alle Forderungen, weil sie die genaue Umsetzung dessen ist, was wir mit bloßem Auge im logarithmischen Chart ohnehin erkennen: Ein stärkerer Trend produziert einen höheren Prozentwert. Beim Filtern von Datenbanken erfüllt sie dieselbe Aufgabe wie unser Auge beim Durchblättern von Charts.

Vergleich mit einem populären Indikator

Ein Vergleich des Absolutwerts der Log-Rendite im Dax-Chart zeigt, daß unsere simple Überlegung anderen Indikatoren überlegen ist. Der gebräuchliche ADX-Indikator oben erfüllt die Forderungen an die Trendstärke nicht. Die einfache Log-Rendite in der Mitte leistet dagegen die exakte Abbildung der unterschiedlich

Im ADX oben wird nichts davon korrekt dargestellt. Kein Indikatorwert spiegelt die Realität, daß Steigung 1 kleiner als 2 kleiner als 3 ist. Dort fallen überall die Indikatorwerte und suggerieren nachlassende Trendstärke. Selbst die im Chart offensichtliche Realität, „Steigung 3 ist sehr viel stärker als Steigung 1“, wird falsch gemeldet. Auch die letzte Steigung S4 wird nicht richtig dargestellt. Der Absturz in 2002 war prozentual größer als der Anstieg von 2000. Daher produziert S4 einen höheren Trendstärkewert als S3.

Fazit

Die isolierte Betrachtung der Trendstärke gibt wertvolle Zusatzinformationen. Mit der einfachen und aus dem Common Sense abgeleiteten Log-Rendite hat man gleichzeitig schon die beste Meßlatte. Alle Informationen sind aus ihr ablesbar:

- Die klassische „Übertreibung“ zeigte die letzte Steigung S 4: Der Markt absturz 2003 produzierte eine nie gesehene Trendstärke. Was zuviel war, war zuviel – der Markt mußte korrigieren.
- Der „Einsatz von GDs“ wäre in denjenigen Perioden erfolgreich gewesen, in denen unsere Log-Rendite als Meßlatte deutlich steigt.
- Umgekehrt hätte „Kapital-Allokation“ manchmal vor Investments im Dax gewarnt: Alle Perioden mit geringen Trendstärkewerten brachten nur geringe Netto-Kursänderungen. Hier wäre der Anleger vom Rentenmarkt besser bedient worden.

Zur Ehrenrettung des ADX sei gesagt, daß sein Einsatz als Trendstärkemesser zwar populär, aber falsch ist. Der ADX ist eine Meßlatte für das Risiko, ähnlich der als Fonds-Kennzahl bekannten Sharpe-Ratio.

Michael Otto Denzin

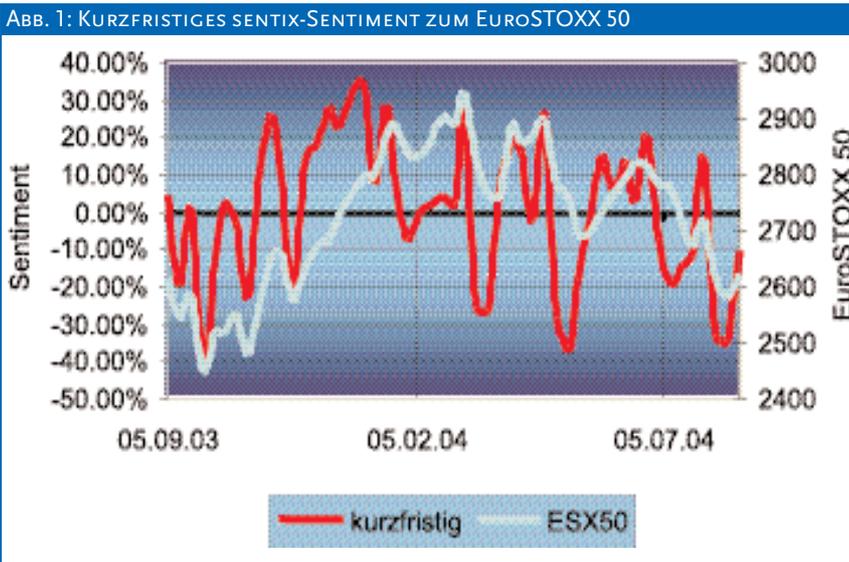
SENTIMENTTECHNIK

sentix: Spannendes 3. Quartal

Von Manfred Hübner, CEFA, sentix



Manfred Hübner



kurzfristige Pessimismus zu notieren, der zu einer deutlichen Reduzierung der Investitionsgrade auf der Aktienseite geführt hat (Abb. 1 „EuroSTOXX-Sentiment“). In „normalen“ Zeiten reicht diese Ausgangslage für ein bullishes Fazit.

Institutionelle schichten um

Aktuell wird dieses Stimmungsbild aber von einer anderen Tendenz überlagert. Die institutionellen Anleger verändern derzeit, möglicherweise unter dem Eindruck steigender Ölpreise und rückläufiger Konjunkturerwartungen, ihre Präferenzen und schichten von Aktien in Bonds um. Das Augenmerk muß deshalb auf die 2.580 Punkte-Marke im EuroSTOXX 50 gerichtet werden: Ein Bruch dieser Unterstützung macht alle Kurs Hoffnungen für das 3. Quartal zunichte.

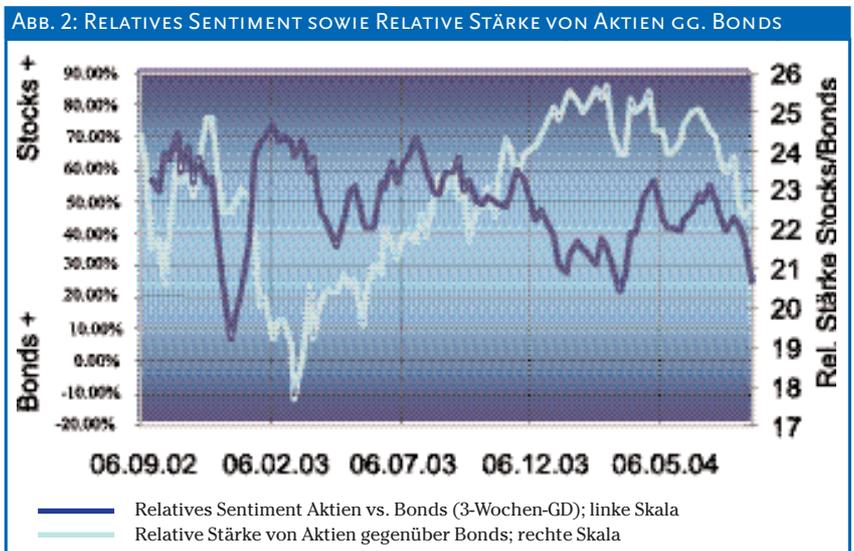
Weiterführende Informationen:
www.sentix.de

Stimmung versus Aktion

Über die Stimmungen an den Börsen wird viel geschrieben und noch mehr spekuliert. Indikatoren wie das Put-Call-Ratio (Verhältnis von gehandelten Verkaufs- zu Kaufoptionen) oder der VDax (Volatilitätsindex der Deutschen Börse für den Dax) werden von vielen Analysten als Indikatoren der Börsenstimmung herangezogen. Doch statt der Stimmung messen diese Indikatoren die Aktionen der Marktteilnehmer. Echte Stimmungsindikatoren versuchen statt dessen durch Befragung der Marktteilnehmer in Erfahrung zu bringen, wie die Anleger denken und fühlen. Deutschlands führende Sentimentumfrage, der sentix, befragt hierzu im wöchentlichen Rhythmus mehr als 1.400 private und institutionelle Anleger. Auch Sie können sich daran beteiligen!

Kurzfristiger Pessimismus

Nachdem wir in unserer letzten sentix-Analyse hier im Smart Investor für das 2. Quartal eine Korrektur bei den Aktien diagnostizieren mußten, stellt sich nun – nachdem diese Kurserwartung eingetreten ist – die Frage, welche Chancen das restliche 3. Quartal bietet. Sentimenttechnisch ist eine Pattsituation zu vermeiden. Auf der Habenseite ist der



DAS GROSSE BILD

Links antäuschen und dann rechts vorbei

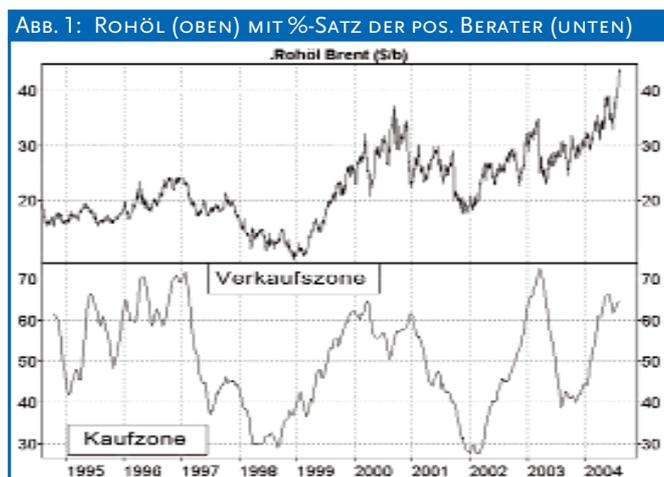
Obige taktische Finesse gehört zum Grundrepertoire eines jeden halbwegs erfolgreichen Fußballers. Daß auch Märkte zu solcherlei Manövern fähig sind, dessen könnten wir vielleicht in den nächsten Wochen Zeuge werden.

Wir bleiben standhaft

Vor einem Monat zeigten wir uns optimistisch, daß der nun schon über ein halbes Jahr andauernde Sägezahnmarkt bei Dax und Dow vermutlich nicht als obere Wende zu sehen ist, sondern mit hoher Wahrscheinlichkeit nur als Konsolidierung. Auch wenn der Dax mit aktuell 3.712 Punkten (am 20.8.) etwa 100 Punkte unter dem Stand vor einem Monat notiert und Mitte August gar fast die 3.600er Marke touchiert hätte, so vertreten wir doch zumindest noch die Meinung, daß bis zur US-Wahl kein dramatischer Einbruch zu erwarten ist – im optimistischen Szenario halten wir auch eine Vorwahl-Rally noch für möglich.

Zum Öl

Beleuchten wir hierzu dasjenige Argument, welches zur Erklärung der schwächelnden Märkte derzeit am meisten bemüht wird, nämlich den steigenden Ölpreis. Die Frage stellt sich also, inwieweit hier noch mit höheren Notierungen zu rechnen ist. Wie der Artikel auf S. 6 verdeutlicht, läßt sich anhand einiger fundamentaler Faktoren (z.B.: Die strategischen US-Reserven sind bereits aufgefüllt.) schon jetzt sagen, daß das weitere Aufwärtspotential nicht mehr sehr groß sein dürfte, zumindest auf Sicht der kommenden Wochen (langfristig hingegen dürfte der Ölpreis deutlich weiter steigen). Als zusätzliches Argument für die Begrenztheit des momentanen Aufwärtspotentials läßt sich das Öl-Sentiment anfügen. Zuletzt waren fast 90 % der Börsenbriefe bzw. Berater in den USA positiv für den Ölpreis gestimmt. Geglätet über 20 Wochen ergibt sich mit 64 % ein Optimismus-Wert, welcher gemessen an früheren ähnlichen Konstellationen zumindest eine baldige Konsolidierung andeuten könnte (sh. Abb. 1) – wenn auch auf hohem Niveau. Dies wäre positiv für Aktien.



Quelle: FINANZWOCHEN

Aktien-Sentiment

Hinzu kommt, daß sich die angespannte Lage beim Aktiensentiment seit den letzten vier Wochen noch dahingehend verschärft hat, daß man mittlerweile „nahezu an jeder Ecke“ mit Pessimismus konfrontiert wird. Als Gründe dafür werden z.B. ein möglicher dramatischer Terroranschlag, eine erneute kriegerische Auseinandersetzung oder eben ein weiter explodierender Ölpreis genannt. Diese Skepsis zeigt sich unter anderem auch am im Durchschnitt recht verhaltenen Tenor der Börsenbriefe, an hohen Leerverkaufsquoten (in den USA) oder an den hohen Put/Call-Ratios. Eine jüngst durchgeführte Umfrage des Brokerhauses Merrill Lynch unter fast 300 Fondsmanagern brachte ein erstaunliches Ergebnis zu Tage: Demnach halten nur 3 % der Befragten US-Aktien für unterbewertet, aber 54 % für überbewertet (43 % für angemessen bewertet). Aus dieser Umfrage kann auf vieles geschlossen werden, aber bestimmt nicht auf überschwenglichen Optimismus.

„Mauer der Angst“

All die oben genannten Punkte sprechen für Skepsis bzw. Angst unter den Anlegern, und an einer „Mauer der Angst“ („Wall of worry“) klettern die Kurse gemäß einem Bonmot am besten. Ken Fisher, einer der besten uns bekannten Börsen-Prognostiker, drückt es etwas anders aus: Alle kennen inzwischen die derzeit relevanten Probleme wie Krieg, Terror, Defizite usw. Was aber allseits bekannt ist, wurde in den Aktienkursen bereits „eingepreiced“. Wer erahnen will, wohin sich die Märkte in der Zukunft bewegen, muß folglich Einflußfaktoren finden, die die Masse der Anleger bisher noch nicht in gebührendem Maße wahrgenommen hat. Seiner Meinung nach sind die hohen Wachstumsraten der US-Wirtschaft und die Gewinnsteigerungen der Unternehmen wahrscheinlich nachhaltiger, als es die meisten Investoren für möglich halten, und folglich ist Fisher bullish für Aktien.

Zur Zyklik

Neben dem Sentiment waren unsere Hauptargumente für feste Börsenkurse bis zur US-Wahl (und sind es noch heute) die expansive Geld- und Fiskalpolitik in den USA, die exakt auf die Präsidentschaftswahl abgestimmt wurde (sh. hierzu Smart Investor 8/2004, S. 26), sowie zyklische Aspekte. Allerdings muß man hier differenzieren: Statistisch gesehen ist die Zeit von Mai bis Ende Oktober tendenziell ungünstig für die Aktienbörsen. So weit, so schlecht. Allerdings ist 2004 ein US-Wahljahr, und ein solches spricht – wie wir in den letzten Monaten immer wieder erläutert haben – tendenziell für steigende Börsen – zumindest was das zweite Halbjahr anbelangt. Zugegebenermaßen hielten sich der Juli und der bisherige August jedoch noch nicht an die



se Zyklisch. Dennoch halten wir es für wahrscheinlich, daß sich der Wahlzyklus während der kommenden Monate noch positiv auswirkt.

Nichts als Vermutungen

Ein interessanter Punkt sei noch am Rande erwähnt. In denjenigen US-Wahlkampfjahren, in denen ein amtierender republikanischer Präsident zur Wiederwahl stand und dieser dann auch tatsächlich wiedergewählt wurde, kam es im Vorfeld immer zu einer Rally. Natürlich nützt uns diese Ex-Post-Betrachtung zunächst wenig. Außer wir wüßten sicher, daß auch ab 2005 der neue Präsident George W. Bush heißen wird. Allerdings können

wir folgenden Gedanken anstellen: Wenn es tatsächlich noch zu einer Rally kommen sollte (was wir vermuten), dann dürfte Bush gemäß Statistik als Wahlsieger hervorgehen (was wir vermuten). Bleibt die Rally hingegen aus (was wir nicht vermuten), dann spricht mehr für Kerry als den nächsten Präsidenten (was wir nicht vermuten).

Die Anatomie der Blase

In unserer diesmaligen Titelgeschichte geht es um Verlaufsanalogien zwischen verschiedenen Spekulationsblasen, vor allem was die Phase des Platzens anbelangt. Geht man nun davon aus, daß im Jahr 2000 an der Nasdaq eine Blase geplatzt ist, welche nun einen ähnlichen Verlauf nimmt wie es nach früheren Manien der Fall war, so wäre im Verlauf des Jahres 2005 mit einem markanten Nasdaq-Tief zu rechnen. Analog hierzu dürften dann auch Indices wie S&P 500 oder Dax eine ähnliche Entwicklung nehmen. Sollte sich also die Geschichte hier abermals wiederholen, so wäre auf Sicht der kommenden sechs Monate mit einem nachhaltigen Hoch zu rechnen, damit es in 2005 noch zu einem signifikanten Tiefpunkt kommen kann.

Unten antäuschen und dann nach oben durchstarten

Zusammenfassend und in Anlehnung an die Überschrift dieses Artikels wollen wir am Beispiel des Dow Jones für die Aktienmärkte folgende Aussage bzw. Prognose wagen: Der Verlauf seit Jahresanfang erinnert an eine Konsolidierungsformation namens

Anzeige

ERFOLGREICHE TRADING SERVICES

- **Optionsscheine / Knock Out** Produkte Trading: +79% Performance
- Technische Analysen, Sentiment im Minutentakt
- Indices (**DAX Intraday**), Devisen wie Euro / US \$, Gold / Edelmetalle und Einzelaktien
- Optimierte Trading Set Ups für **JEDES** Zeitfenster
- Optimierte Trading Set Ups für **JEDES** Risikoprofil

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

Ein Service der BörseGo GmbH

www.Godmode-Trader.de



ABB.2: DOW JONES MIT ADVANCE/DECLINE LINIE DER NYSE



„Flagge“. Diese bezeichnet eine seit- bis leicht abwärts geneigte Bewegung, wobei zum Schluß hin ein neues Verlaufstief ausgebildet wird (wie Mitte August geschehen). Dieser Täuschungsversuch preßt kurzfristig orientierte Investoren aus dem Markt, genau diese Investoren werden in der anschließenden Rally jedoch wieder zu Käufern und verstärken somit den Aufwärtstrend. Wie in Abb. 2 angedeutet, erwarten wir ähnliches für den Dow Jones und damit für den Dax oder auch den EuroSTOXX 50. Der letzte Durchsacker bei diesen Indices Mitte August dürfte ein Antäuschversuch nach unten gewesen sein. Sollte die „Flaggen-Theorie“ zutreffen, so ist in den nächsten Wochen eine Bewegung bis an die obere Flaggenbegrenzung und darüber hinaus zu erwarten – wie in Abb. 2 angedeutet. Dort ist zusätzlich die Advance/Decline-Linie der NYSE eingezeichnet. Dieser Marktbreite-Indikator erklimmt zuletzt ein neues Allzeithoch und belegt damit unsere These eines mittelfristig intakten Aufwärtstrends.

Gold- und Goldaktien

Die größten Investmentchancen sehen wir neben den Emerging Markets bekanntermaßen bei den Edelmetallen. Vor etwa einem halben Jahr, im März 2004, wurde hier eine Korrektur eingeläutet, die bei den Edelmetall-Aktien (gemessen am XAU-Index) bereits Ende 2003 begann. Wie im Langfrist-Chart des XAU-Index in Abb. 3 zu sehen ist, konnte dieser zuletzt seinen kürzerfristigen Abwärtstrend nach oben verlassen, was aus charttechnischer Sicht sehr positiv zu werten ist.

Einen sehr interessanten Aspekt des Edelmetallmarktes vermittelt die Kurve in der Mitte von Abb. 3. Sie gibt vereinfacht gesagt die relative Stärke der Goldaktien (XAU-Index) gegenüber dem Goldpreis je Unze wieder. Der momentane Wert dieses Relative Stärke-Indikators liegt bei ca. 23 %, was sich aus der Division des momentanen XAU-Index-Stands (= 95,82 Punkte) durch den momentanen Goldpreis (= 410,50 US-\$) ergibt. Dieser Indikator stellt quasi ein Thermometer für den Goldmarkt dar. Laufen die Aktien deutlich besser als das physische Metall (wenn der Indikator ansteigt), so zeigt dies das Anwachsen eines spekulativen Elements (Überhitzung) an. Gemäß diesem Indikator sind am Edelmetallmarkt derzeit aber wohl eher Unterkühlungserscheinungen festzustellen, was jedoch für eine Fortsetzung des Aufwärtstrends spricht. Auch das unten in Abb. 3 eingezeichnete Halbjahres-Momentum (Periode: 26 Wochen) verdeutlicht die inzwischen erreichte Abkühlung sehr deutlich, zumal der Indikator im Frühjahr unter die 100 %-Marke getaucht ist und nun wieder Anstalten macht, nach oben zu drehen.

ABB.3: GOLDMINEN-INDEX XAU



Fazit

Wir bleiben bei unserer positiven Einschätzung bezüglich der Aktienmärkte. Dies gilt umso mehr für unsere langfristig favorisierten Märkte Asien und Rohstoffe/Edelmetalle. Gerade bei Gold- und Silber-Aktien dürfte zuletzt eine fast neunmonatige Korrektur zuende gegangen sein. Vor diesem Hintergrund werden wir auch in unserem Musterdepot in diesem Bereich aufstocken (sh. S. 38). Unsere bullische Einstellung für Rohstoffe beinhaltet selbstverständlich einen langfristigen Anstieg des Ölpreises. Allerdings besteht auf Sicht der kommenden Wochen die Chance, daß hier zumindest eine Konsolidierungsphase eingeläutet wird, bevor es weiter aufwärts geht.

Ralf Flierl

Anzeige

Der Fonds-„Discounter“

Günstig Fonds beziehen
Kompetente, bankenunabhängige Beratung

Ihre Vorteile im Überblick:

- > Bis zu 80% reduzierter Ausgabebeutschlag auf fast alle in Deutschland zugelassene Fonds!
- > Bei Großkunden oder Unternehmen (Liquiditäts-Management) sind bis zu 100% Nachlass möglich!
- > Alle Fonds befinden sich überschüsslich in einem einzigen Depot!
- > Einfache Ordererfüllung per Internet oder über uns!
- > Fonds-Beratung von Branchen-Insidern!

Warum den Banken schenken, wenn es auch anders geht?

Detaillierte Informationen finden Sie unter:
www.billiger-investieren.de

Für weitere Fragen steht Ihnen unser Team gerne zur Verfügung:
Tel: 0178-7050584
E-Mail: info@billiger-investieren.de

Für eine zeitnahe Besprechung der Märkte verweisen wir wie immer auf unseren Online-Newsletter Smart Investor Weekly, welcher jeden Dienstag nachmittag (ab ca. 17 Uhr) unter www.smartinvestor.de abgerufen werden kann. Dort haben Sie auch die Möglichkeit, sich in einen Verteiler für den eMail-Versand einzutragen.

EXTERNE ANALYSE

Jungheinrich AG

Optimierte Produktion und starkes Marktmomentum

Von Jürgen Siebrecht, Analyst der WestLB AG Equity Markets

Nach einem deutlichen Anstieg der Auftragseingänge steht der Anbieter von Produkten und Dienstleistungen „rund um den Stapler“ in den Startlöchern, um am starken Wachstumsmomentum zu partizipieren. Gegenüber einer Peer Group mit von der WestLB gecoverten Maschinenbau-Unternehmen identifizieren wir eine klare Unterbewertung.

Unternehmensprofil

Jungheinrich ist einer der weltweit führenden Anbieter in den Bereichen Flurförderzeug-, Lager- und Materialflußtechnik. In der Lagertechnik ist Jungheinrich die Nr. 1 in Europa. Seit 1953 bietet das Unternehmen mit Stammsitz in Hamburg Produkte und Dienstleistungen „rund um den Stapler“. Der Konzern produziert in vier Werken in Europa: Neben dem Werk in Norderstedt vor den Toren Hamburgs sind dies die Produktionsstätten in Lüneburg, ebenfalls nahe Hamburg gelegen, in Leganes bei Madrid sowie die bayerische Jungheinrich Moosburg GmbH. Die Standorte in Argentan in der Normandie sowie im englischen Leighton Buzzard wurden bis Mitte 2004 geschlossen. 20 Vertriebszentren und Niederlassungen bilden das Direktvertriebsnetz von Jungheinrich in Deutschland. In 24 weiteren Ländern weltweit ist das Unternehmen mit eigenen Vertriebs- und Servicegesellschaften vertreten, in Ländern wie Australien, Südafrika und China mit einem Händlernetz. Allein in Europa gibt es ca. 100 Standorte von Island bis zur Türkei, von Finnland bis nach Portugal.

Endlich stärkere Internationalisierung?

Wir erwarten, daß das Unternehmen den letzten verbleibenden Schwachpunkt – die unzureichende regionale Diversifizierung – in Angriff nimmt, nachdem andere wichtige Themen nunmehr umgesetzt sind. 2003 wurde die strategische Neuausrichtung in Richtung Einmarkenstrategie und Direktvertrieb durchgeführt, während im ersten Halbjahr 2004 einige weitreichende Kostenoptimierungsprogramme abgeschlossen worden sind, indem die anhaltend verlustbringende Produktion in Frankreich und Großbritannien aufgegeben und in Deutschland konzentriert wurde.



Jungheinrich
Dieselstapler

Starke

Europa-Lastigkeit

2003 entfielen noch 97 % der Umsätze auf Europa. Deshalb sehen wir Bedarf für eine Internationalisierung in andere wichtige Absatzmärkte für Flurförderfahrzeuge wie etwa USA und Asien, um das globale Wachstumspotential voll auszuschöpfen und die regionale Konjunkturabhängigkeit zu reduzieren. Dies gilt vor allem für Asien, das 2002 weltweit die einzige Wachstumsregion war und auch 2003 die höchsten Wachstumsraten aufwies (+10 % gegenüber +6,5 % weltweit und nur 2 % in Europa).



Jürgen Siebrecht

Erste Schritte im Wachstumsmarkt Asien

Asien dürfte in den nächsten Jahren die bedeutendste Wachstumsregion im weltweiten Markt für Flurförderfahrzeuge bleiben, der nach unseren Prognosen jährlich um durchschnittlich 5 % wachsen sollte. Wir begrüßen deshalb die klaren Anhaltspunkte dafür, daß sich Jungheinrich endlich um den Schwachpunkt „Internationalisierung“ kümmert: Ein großer Teil des für 2004 geplanten Investitionsbudgets soll in die Erweiterung und Stärkung des internationalen Vertriebsnetzes gehen. Ferner hat Jungheinrich eine Vertriebsvereinbarung über die Lieferung margschwacher Basisfahrzeuge mit dem chinesischen Hersteller Ningbo Ruyi abgeschlossen und wird sich an diesem mit 25 % beteiligen. Auch wenn sich das Investitionsvolumen nur im einstelligen Millionenbereich bewegt, sehen wir die Beteiligung als ersten wichtigen Schritt in den bedeutenden chinesischen Markt. Dieser dürfte 2004 mit +17 % gegenüber dem Vorjahr (year-over-year / y-o-y) weit überdurchschnittlich wachsen (von 47 Mio. auf 55 Mio. Euro Fahrzeuge). Und schließlich wird der Konzern sein Produktprogramm bei Gegengewichtsstaplern stetig ausweiten (eine neue Reihe von Dieselfahrzeugen wurde im Juli 2004 eingeführt). Gegengewichtsstapler stellen ein wichtiges Produktsegment für einen erfolgreichen Markteintritt in Asien und den USA dar, wo sie anders als in Europa eine dominierende Rolle spielen.

EBIT-Margensprung 2005 erwartet

Jungheinrich will durch die zum H1 2004 abgeschlossene Umstrukturierung der Produktion seine Kosten um jährlich 15 bis 16 Mio. Euro senken. Wir rechnen für 2004 mit einem Bruttoeffekt von rund 8 Mio. Euro, da sich die im Juni abgeschlossene Produktionsverlagerung erst im zweiten Halbjahr auswirken wird. Netto dürfte die Zahl wegen der laufenden Verluste der geschlossenen Produktionsstandorte (MIC und Leighton Buzzard) noch geringer ausfallen. Angesichts dessen erwarten wir für 2005 gegenüber dem Vorjahr eine starke EBIT-Verbesserung von 16 Mio. Euro bzw. einen Margensprung von 5,7 % auf 6,5 %, der sich auf folgende Faktoren herunterbrechen läßt:

- Zunahme des Nettoeffekts aus Kostensenkungen um 14 Mio. Euro y-o-y (2005 netto 16 Mio. Euro wie brutto, gegenüber 2 Mio. Euro 2004);
- 3 Mio. Euro EBIT-Beitrag aus der erwarteten Umsatzsteigerung um 55 Mio. Euro;
- der wachsende Preisdruck dürfte eine negative Wirkung von 1 Mio. Euro haben.

Zusätzliches EBIT-Potential, das unser Modell noch nicht berücksichtigt, käme aus weiteren Kostenoptimierungen, die derzeit für den Produktionsstandort Norderstedt geprüft werden (Prozeßoptimierung, Personalabbau, Outsourcing).



**Zweites Quartal –
adjustiertes EBIT über unseren Erwartungen**

Die von Jungheinrich Mitte August vorgelegten Geschäftszahlen lagen alles in allem im Rahmen unserer Prognosen bzw. leicht darüber. Das anziehende Momentum im von Jungheinrich abgedeckten Markt im Verbund mit den gut gefüllten Auftragsbüchern sollte die Basis für ein starkes zweites Halbjahr 2004 legen. Der Umsatz legte in Q2 gegenüber dem Vorjahreszeitraum um 6 % auf 379 Mio. Euro zu, während das EBIT mit einem Zuwachs von nur 7,2 % unter unserer Schätzung von 17 Mio. Euro / +12,5 % y-o-y blieb. Allerdings ist hierbei zu berücksichtigen, daß die Gründung einer Jungheinrich-Stiftung zur Förderung des wissenschaftlichen Nachwuchses im Maschinenbau anlässlich des 50-jährigen Firmenjubiläums das EBIT mit 2 Mio. Euro belastet hat (4 Mio. Euro wurden von der Eigentümerfamilie beigesteuert). Adjustiert um diese Sonderbelastung wäre das EBIT höher als von uns erwartet ausgefallen (18,3 Mio. Euro / + 20 % y-o-y) . Der Auftragsbestandwert des

JUNGHEINRICH AG				
IN ZAHLEN	2003	2004E	2005 E	2006 E
UMSATZ (Mio.)	1.471	1.550	1.605	1.650
EBITDA (Mio.)	193,0	212,0	236,0	250,0
EBIT (Mio.)	77,3	88,0	103,8	113,0
ERG. JE AKTIE	0,63	1,72	1,93	2,11
KGV	24,1	8,8	8,0	7,2
DIVIDEN.REND. (%)	2,7	3,0	3,0	3,4
KURS	15,15			

Alle Angaben in Euro; Stand: 20.8.2004
Quelle: WestLB AG

Neugeschäftes lag im zweiten Quartal mit 202 Mio. Euro (Vorjahr: 162 Mio. Euro) gleich um 25 % über dem Vorjahreswert.

Höhere Prognosen

Angesichts der schnellen Markterholung und des komfortablen Auftragsbestands haben wir kürzlich unsere Umsatz- und Ertragsprognosen für 2004 und 2005, die bisher mehr oder weniger auf Konsensus-Niveau gelegen hatten, erhöht (siehe Tabelle). Die größten Risiken für unsere Prognosen bilden steigende Materialkosten. Im Gegensatz zu vielen anderen Maschinenbau-Unternehmen leidet Jungheinrich nicht nur unter höheren Kosten für Stahl und andere Rohstoffe, sondern auch unter den noch stärkeren Preissteigerungen für die Hochleistungs-Batterien seiner Fahrzeuge.

Bewertungsvergleich

Auf Basis des Enterprise Values (EV = um Netto-Liquidität bereinigte Marktkapitalisierung) erscheint die Aktie im Vergleich zur Peer Group stark unterbewertet, wenn man das reine Industriegeschäft bewertet, d.h. sowohl die verzinlichen Aktiva als auch Passiva aus dem Finanzdienstleistungsgeschäft bei der Definition der Nettoverschuldung ausklammert (Nettoverschuldung des Industriegeschäftes: 2003 etwa 2,1 Mio. Euro, 2005e: -42,5 Mio. Euro). Unter diesen Voraussetzungen fällt auf Basis EV/EBIT der Bewertungsabschlag gegenüber unserem Universum sehr ausgeprägt aus (EV/EBIT 2005e: 5,9 gegenüber 8,4 bei der Peer Group). Insgesamt ergeben die EV-Multiples einen Fair Value, der wesentlich über dem derzeitigen Kursziel liegt (Fair Value-Spanne: 30 bis 35 Euro). Wir bezweifeln jedoch, ob der Markt momentan bereit ist, diesem Bewertungsansatz zu folgen.

Fazit

Auch aus dem derzeitigen 2005er KGV von 8,0 (Referenzkurs: 15,15 Euro) läßt sich eine Unterbewertung gegenüber dem Durchschnitt von 10,5 unseres Maschinenbau-Universums ableiten. Mit unserem neuen Kursziel von 20,50 Euro, das sich bewertungstechnisch ohne weiteres rechtfertigen läßt, läge das 2005er KGV mit 10,6 im Rahmen der momentanen Bewertung der WestLB Maschinenbau-Peer Group.

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!

RELATIVE STÄRKE

Die „verhartzte“ Republik

Öl kaum zu bremsen, Rußland am Boden

Deutschland

Kein Name bringt zur Zeit die Besitzstandswahrer der Republik derart in Wallung, wie der von Peter Hartz, Vorstand der Volkswagen AG und im Nebenberuf Deutschlands oberster Arbeitsmarktreformer. Manch einer, der auf die Straße geht, stilisiert sich gar zum Widerstandskämpfer, nur weil Montag ist. Für die Märkte ist „Hartz IV“ die Nagelprobe für die grundsätzliche Reformierbarkeit des Landes. Sollte die Regierung nicht erneut einknicken, kann die Reform – auch aus Sicht des Auslands – zu einer Initialzündung werden. Nach mehrmonatiger Abwärtsbewegung sehen wir in diesem Fall für den TecDax, als dem bis dahin relativ schwächsten Index, kurzfristig mehr Erholungspotential, als für den zuletzt vielerorts favorisierten MDax. Im Berichtsmontat verharrten Dax (Rang 18) und TecDax (Rang 25) auf ihren relativen Positionen, fielen aber absolut weiter zurück, während der MDax auch relativ verlor (minus 5 Ränge).

Ausland

In Japan trübte sich die Lage nach dem frühzeitig abgeblasenen Angriff auf die Marke von 12.200 Punkten weiter ein und führte den Nikkei-Index zwischenzeitlich wieder nahezu auf das Ausgangsniveau der letzten Rallye bei rund 10.500 Punkten zurück. Mit einem Rückgang um 10 Ränge war der Nikkei damit der Hauptverlierer im Berichtszeitraum. Ganz anders stellte sich die Situation in Südkorea dar. Der KOSPI-Index legte um 8 Ränge zu und konnte damit die zweitbeste Entwicklung aufweisen. Noch Anfang August wurde das bisherige Jahrestief aus dem Monat Mai bei rund 717 Punkten kurzzeitig unterschritten. Dieser Breakout erwies sich jedoch noch während der Sitzung als Fehlsignal und setzte den Startpunkt für die jüngste Rallye. Derartige Fehlsignale sind bei vielen Anlegern zu unrecht verpönt und werden vorschnell als Ausrutscher abgeschrieben, tatsächlich eröffnen sie häufig – wie auch in diesem Fall – Chancen auf überdurchschnittliche Kursgewinne. Dagegen konnte sich der russische Aktienmarkt trotz haussierender Ölpreise bislang nicht überzeugend von seinen Tiefs lösen (Rang 24). Kristallisationspunkt ist die Yukos-Affäre, die sowohl als eine der Erklärungen für starke Ölpreise als auch als Ursache für schwache russische Aktien erhalten muß. Wir bleiben allerdings bei unserer Einschätzung, daß die durch diese Thematik ausgelösten Ängste den russischen Markt ungerechtfertigt stark und letztlich nur vorübergehend unter Druck gesetzt haben.

Rohstoffe

Auch im Berichtsmontat konnte sich Rohöl, bei absolut weiter ansteigendem Preis, erneut souverän auf Rang 1 behaupten. Gerade weil die Nachrichtenlage im Moment so eindeutig für an-

Relative-Stärke-Rangliste: Länder-Indices und Rohstoffe aus Sicht eines europäischen Investors						
Index	Land	RS 20.08.	RS 23.07.	RS 18.06.	RS 21.05.	RS 16.04.
Rohöl		1	1	1	1	3
PTX	Polen	2	2	10	10	12
Silber		3	8	19	18	2
REXP 10 *	D	4	4	13	8	23
Gold		5	6	14	16	24
HUI *	USA	6	23	24	24	26
All Ord.	Aus	7	5	15	17	16
MDAX	D	8	3	3	4	10
Hang Seng	HK	9	9	17	21	25
FTSE 100	GB	10	10	5	5	15
DJIA 30	USA	11	14	8	11	19
CAC 40	F	12	15	7	9	14
S&P 500	USA	13	13	6	7	17
KOSPI	Korea	14	22	20	20	5
IBEX 35	E	15	12	11	12	9
SMI	CH	16	11	4	2	13
Nikkei 225	J	17	7	2	14	8
DAX	D	18	18	12	15	20
NASDAQ 100	USA	19	17	9	13	22
Sensex	Indien	20	20	25	22	6
H Shares	China	21	16	23	23	11
S.E.T.	Thai	22	19	22	25	18
Merval	Arg	23	21	26	26	4
RTX	Rus	24	26	18	3	1
TecDAX	D	25	25	16	19	21
Shenzhen A	China	26	24	21	6	7

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

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

haltend hohe Ölpreise spricht, bedarf es angesichts des mittlerweile erreichten Preisniveaus jedoch nur leichter Entspannungssignale, um hier Rückschläge auszulösen. Mit den Edelmetallen haben sich weitere Rohstoffe – von der allgemeinen Berichterstattung kaum kommentiert – in das obere Viertel des Universums geschlichen. Der HUI-Index der ungehedgten Goldminen sprang gar um volle 17 Ränge auf Rang sechs und demonstrierte damit einmal mehr, daß ihm mittlere Stimmungslagen wesensfremd sind – entweder hopp oder top.

Ralph Malisch

EMERGING MARKETS-AKTIE

Norilsk Nickel (Rußland)

Rohstoff-Produzenten besitzen in ausgewogenen, diversifizierten Portfolios einen festen Platz. Zu den weltweit größten Minengesellschaften gehört die russische Norilsk Nickel, die gleich für ein Dutzend Edelmetalle relevante Weltmarktanteile für sich reklamieren kann.

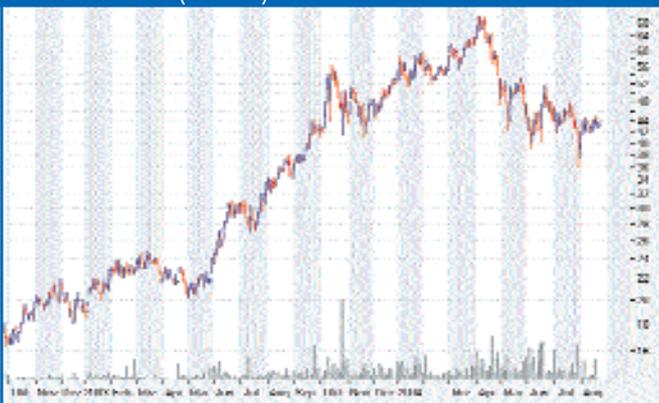
Ein wirklicher russischer Bär

Das Unternehmen mit Sitz in Moskau und den Haupt-Produktionsstätten in Sibirien steht für 4 % der gesamten Ausfuhren Rußlands. Hauptprodukt ist das für die Herstellung von Edelstahl unverzichtbare Nickel, dessen Anteil 2002 am Norilsk-Umsatz 54 % betrug. Weltweit jede fünfte Tonne stammt von Norilsk. Für die Analysten des russischen Research-Hauses ATON capital besitzt Norilsk auch für die Metalle Palladium, Platin, Cobalt und Kupfer weitreichenden Einfluß auf die Welthandelspreise. Der Anteil am Goldmarkt beträgt seit der Übernahme der russischen Goldmine ZAO Polyus in 2003 ca. 2 %, durch die Akquisition eines 20 %-Anteils an Gold Fields Ltd. von Anglo-American Gold im Frühjahr 2004 wurde der Grundstein zur weiteren Expansion in diesem Bereich gelegt.

Rasanten Umsatz-Wachstum in den vergangenen Jahren

Norilsk Nickel weitete in den vergangenen Jahren den Umsatz stark aus. Von 2,16 Mrd. US-\$ in 2000 wuchs diese Kennzahl auf 5,19 Mrd. US-\$ in 2003. Zum überwiegenden Teil stammen die Steigerungen aus Kapazitätserweiterungen durch moderne Förderanlagen, hinzu kommen Akquisitionen sowie die gestiegenen Metallpreise. Die Minengesellschaft hat es in der Vergangenheit verstanden, die Kosten im Griff zu behalten, so daß die Nettomarge stets über 15 % lag, für 2003 erreichte sie bei einem Nettogewinn von 862 Mio. US-\$ stolze 16,6 %. Im Vergleich zu den globalen Mitbewerbern wie Falconbridge oder INCO wird Norilsk nach den Berechnungen von ATON capital mit einem einstelligen KGV für 2004 im Schnitt mit einem Abschlag gegenüber der internationalen Konkurrenz von bis zu 40 % gehandelt. Dies, obwohl keiner der Mitbewerber so hochintegriert ist (Energieversorgung, Transport, Minentechnik) und über ein ähnlich breites Sortiment an Metallen und ähnlich gesättigten Erzen verfügt.

NORILSK NICKEL (676 683)



Rußlands Rohstoffreichtum versteckt sich unter einer kargen Oberfläche

Interros gibt den Ton an

Der Grund dafür könnte in der Aktionärsstruktur liegen. Von den 214 Mio. ausstehenden Aktien kontrolliert die Anlagegesellschaft Interros etwa 61 %. Hinter Interros stehen im wesentlichen die beiden Magnaten Vladimir Potanin und Mikhail Prokhorov, die beide je 25 % direkt halten. Dieses Paket und 7 %, die sich nominell im Interros-Besitz befinden, bilden mit weiteren etwa 4 %, die von der Interros nahe stehenden Personen gehalten, aber von der Gesellschaft verwaltet werden, einen unüberwindbaren Stimmblock. Der Free Float von 39 % ist dennoch für russische Verhältnisse beachtlich.

Die Interros kam 1995/96 im Zug der Privatisierung an den Mehrheitsanteil, wobei die genauen Umstände nicht mehr nachvollziehbar sind. Die russischen Experten von ATON capital gehen aber nicht davon aus, daß dieser Vorgang nochmals aufgerollt wird, da ein Präzedenzfall entstehen könnte. Steuerstreitigkeiten wie zum Beispiel bei Yukos seien nicht zu erwarten, für 2002 lag die Norilsk-Steuerquote bei 33 %. Potanin und Prokhorov hätten sich aus der Öffentlichkeit weitgehend zurückgezogen und seien nicht im gleichen Maße angreifbar wie andere Wirtschaftsführer. Wenn der russische Staat Einfluß nehmen wolle, könne er dies aber über den Umweg von Umweltschutz-Bestimmungen machen.

Fazit

Wer in Rußland in ein wirklich großes Unternehmen investieren, die Öl- und Gasbranche aber meiden will, wird schnell auf Norilsk Nickel stoßen. Nach einem neuerlichen Umsatz- und 50 %igen Gewinnsprung in 2004, der das erwartete KGV auf 7 drückt, sieht ATON capital für die Zukunft ganz konservativ ein Gewinnwachstum von jährlich 4 % – dies aber ohne Einrechnung der Goldaktivitäten und ausgehend von nicht steigenden Metallpreisen. Dem stehen die politischen Risiken in Rußland gegenüber. Auch der hohe Personalbestand von 80.000 Beschäftigten, im Vergleich zur Fördermenge bis zu 10 mal so viel als bei Mitbewerbern, kann sich in der Zukunft bei steigenden Löhnen zum Kostenproblem entwickeln.

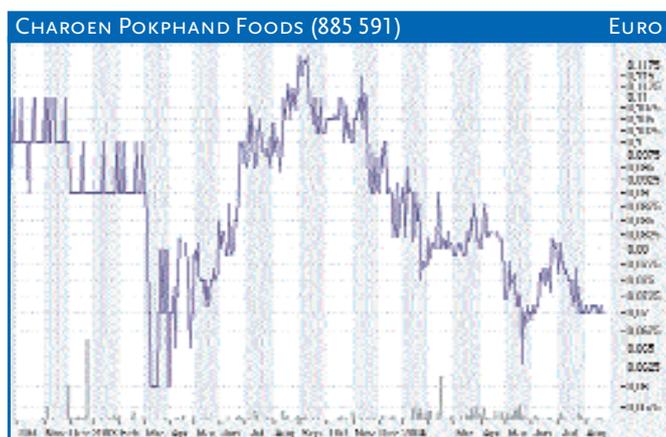
Stefan Preuß

TURNAROUND

Charoen Pokphand Foods – Die Küche der Welt

Von Andreas Lambrou, Anlegermagazin Tiger & Dragon
(www.zukunftsmarkt-asien.de)

Der größte Agrarkonzern Thailands konnte der grassierenden Vogelgrippe trotzen und befindet sich nach jahrelanger Durststrecke wieder auf Wachstumskurs. Charoen Pokphand Foods (CPF) ist ein voll integrierter Hersteller von Shrimps, Fisch, Hühnchen, Schweinen, Eiern und Futtermitteln. 80 % der Produktion werden im Inland abgesetzt, womit der Marktanteil in Thailand fast 50 % beträgt.



Binnenmarkt

Der Inlandsmarkt wurde durch den mehrfachen Ausbruch der Vogelgrippe seit Anfang 2003 immer wieder in Mitleidenschaft gezogen. Zuletzt kam es im ersten Quartal 2004 zu einem Ausbruch der Grippe und einem Einbruch der Preise. Diese erholten sich aber sehr schnell wieder, wie das zweite Quartal deutlich machte. Der thailändische Binnenmarkt gilt damit weiterhin als Wachstumsmarkt. Die Wachstumsraten im Fleischkonsum gehen konform mit dem Wirtschaftswachstum und liegen zwischen 5 und 7 % pro Jahr. Da der thailändische Pro-Kopf-Verbrauch an Fleisch nur ein Fünftel des Durchschnitts aller entwickelten Länder beträgt, dürften hier noch für einige Zeit hohe Zuwächse zu erzielen sein.

Export

Die Vogelgrippe führte zu einer Sperre von thailändischen Hühnchenimporten in die EU, die bis Dezember dieses Jahres anhalten soll. CPF forciert daher den Export von verarbeiteten Produkten, für die kein entsprechendes Einfuhrverbot gilt. In diesem Jahr soll sich der CPF-Export von verarbeiteten Hühnchen nach Angaben des Vorstandes auf 95.000 Tonnen verdoppeln, womit sich die Exporteinnahmen auf insgesamt 12 Mrd. Baht* beliefen. CPF achtet sehr stark auf internationale Standards und



Andreas Lambrou

hält sich als einziger Hersteller außerhalb Europas an die Tierenschutzbestimmungen. Große Erfolge brachte vor allem die Partnerschaft zwischen dem Mutterkonzern Charoen Pokphand Group und der größten britischen Supermarktkette, Tesco. Diese stieg mit der Übernahme von Lotus Superstores in den thailändischen Einzelhandelssektor ein. Im Gegenzug konnte sich CPF ebenfalls stark auf dem britischen Markt positionieren.

Fazit

Wegen der am Anfang des Jahres erneut ausgebrochenen Vogelgrippe wurden die Aktien von CPF von Investoren gemieden. Zu unrecht, wie wir meinen, denn das Unternehmen besitzt ein sehr defensives Risikoprofil. Das Unternehmen konnte im zweiten Quartal einen Nettogewinn von über 900 Mio. Baht ausweisen und befindet sich auf dem besten Wege, in diesem Jahr etwa 2,5 Mrd. Baht zu verdienen. Die durchschnittlichen Hühnchenpreise bewegen sich, nach einem kurzen Einbruch im ersten Quartal, seit mehr als einem Jahr stabil im Bereich von 29 Baht/kg. Aufgrund von ausstehenden Optionen, die in Thailand gerne zur Finanzierung genutzt werden, kam es in den letzten zwei Jahren zu einer erheblichen Verwässerung der Anteile. Die Aktienzahl stieg von 3,7 auf rund 7 Mrd., womit die Eigenkapitalrendite von 16 auf 8 % fiel. Der Buchwert liegt mit aktuell 4,20 Baht je Aktie sogar über dem Börsenkurs von 3,70 Baht. Wir stufen die Aktie deshalb als attraktiv ein und empfehlen den Wert zum Kauf.

CHAROEN POKPHAND FOODS			
BRANCHE	NAHRUNGSMITTEL		
WKN	885 591	AKTIENZAHL (MIO.)	7.142
DIVID.RENDITE 2004E	5 %	KURS AM 20.8. (EURO)	0,07
BUCHWERT	570 MIO. EURO	MCAP (MIO. EURO)	499,9

	2003	2004E	2005E
UMSATZ (MIO. EURO)	1.624,0	1.788,0	1.867,0
% GGÜ. VJ.	-	+10,1 %	+4,4 %
EPS (EURO)	0,0060	0,0068	0,0071
% GGÜ. VJ.	-	+13,3 %	+4,4 %
KUV	0,31	0,28	0,27
KGV	11,7	10,3	9,9

HINWEIS: In diesem Beitrag kommt ein Mitarbeiter eines Research-Hauses zu Wort. Die vorgestellte Studie stimmt nicht zwingend mit der Einschätzung der Smart Investor-Redaktion überein!

) 1 Euro = 51 Baht

BUY & GOOD BYE

Buy: Newcrest Mining



Während andere Goldminengesellschaften in den letzten zwei Quartalen den Rückwärtsgang eingelegt haben, hievten sich die Papiere des größten australischen Goldförderers auf ein neues 17-Jahreshoch. Mit der Übernahme der als ausgeschöpft geltenden Telfer-Mine gelang dem Management ein Riesencoup: Spätestens Anfang 2005 geht Telfer wieder in die Produktion, wodurch Newcrest seine Förderung insgesamt verdoppeln wird. Dank diverser erfolgreicher Projekte rangieren die Australier mit knapp 60 Mio. Unzen Reserven nunmehr auf Platz 8 weltweit. Bei praktisch sämtlichen Minen im Newcrest-Bestand konnten die Ressourcen mehrmals nach oben korrigiert werden. Nicht einmal das uralte Telfer-Glanzstück ist vollständig exploriert!

Dabei kann Newcrest seine Goldbestände so günstig wie kaum jemand sonst zu Tage fördern. Teilweise wirft der Verkauf des anfallenden Kupfers so viel ab, daß die Goldförderung komplett gratis ist. Sowie Telfer in die Produktion kommt, wird sich das Nettoergebnis auf knapp 200 Mio. Euro im Geschäftsjahr 2004/05 verdreifachen. Es ist geplant, innerhalb von vier Jahren noch bestehende Schulden aus dem gewaltigen Cash Flow abzuzahlen. Ferner wird an der Rückführung der Vorwärtsverkäufe gearbeitet. Bei 2,8 Mrd. Euro Marktkapitalisierung kommt Newcrest gerade mal auf ein KGV von 14 – es scheint so, daß die großen Player erst noch abwarten wollen, bis die Produktion auf vollen Tou-

ren läuft. Danach darf gewettet werden, wer sich am ehesten eine derartige Ressourcenbasis bei gleichzeitig niedriger Bewertung unter den Nagel reißen könnte. Gerade die latenten Übernahmephantasien sollten den Kurs weiterhin nach unten absichern, während nach oben hin – speziell, wenn man sich nordamerikanische Bewertungen ansieht – hinreichend Spielraum vorhanden ist. Ein potentieller Übernehmer wird sicherlich mehr als den 14fachen Nettoertrag von Newcrest auf den Tisch legen müssen.



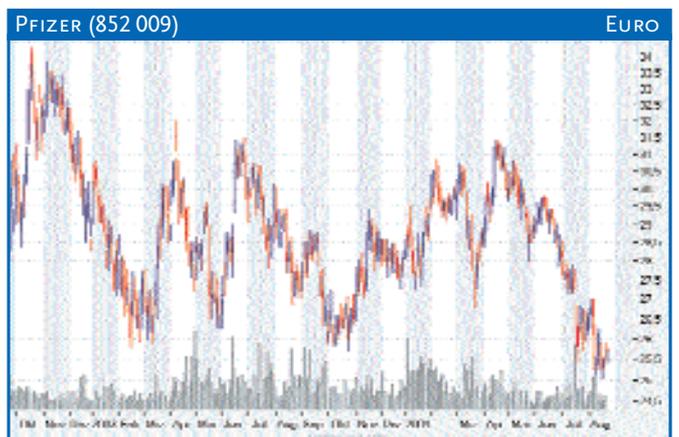
Good Bye: Pfizer



Die New Yorker sind sowohl in Bezug auf Marktkapitalisierung als auch auf Umsatzerlöse (51,4 Mrd. US-\$ in den letzten 12 Monaten) das weltweit größte Pharmaunternehmen. Bekannt wurde Pfizer Ende der 90er durch die Einführung der Potenzpille „Viagra“. Deren Umsätze allerdings schwinden und betragen im zweiten Quartal nicht mal mehr 0,4 Mrd. US-\$. Andere Mütter haben nun mal auch schöne Töchter: Diese heißen „Levitra“ oder „Cialis“. Die Konkurrenzprodukte sind nicht nur besser verträglich, sondern „leisten“ auch mehr. Mit anderen Worten: Viagra hat ausgedient. Pfizer verfügt allerdings über fast ein Dutzend sogenannter Blockbuster, also Medikamenten, die mehr als 1 Mrd. US-\$ Umsatz pro Jahr generieren.

Die aufkommenden Nachahmerprodukte machen allerdings allen großen Pharmaunternehmen zu schaffen. Die Produkt-Pipeline aufzufüllen und sich vor Rechtsstreitigkeiten, die durch das Aufkommen der Generika geradezu ausufernden, in acht zu nehmen, gilt das Hauptaugenmerk. 20 von 27 Analysten in den USA empfahlen und empfehlen Pfizer weiterhin zum Kauf, niemand zum Verkauf – trotzdem leidet der Kurs seit einiger Zeit schon an akutem Stehkraftverlust und sackte just auf ein 52-Wochentief. Kein Wunder, liegen KGV und Kurs/Umsatz-Multiple bezogen auf die Daten der letzten zwölf Monate doch deut-

lich über denen der Konkurrenz: So bezahlen Aktionäre den 30fachen laufenden Gewinn und 5fachen Jahresumsatz. Etwas viel selbst für den Marktführer und Branchenprimus. Europäische Vergleichsunternehmen wie Novartis oder Bayer sind deutlich attraktiver bewertet. So würde es nicht verwundern, wenn sich der Pfizer-Kurs auch künftig schlechter als der Markt entwickelt – vom Tief der letzten sieben Jahre trennen ihn gerade mal 15 %.



MUSTERDEPOT

Lehrgeld bezahlt

Nach einem insgesamt recht volatilen Börsenmonat hat unser Musterdepot nochmals knapp 4 % eingebüßt. Dieser „Shake-out“ brachte es mit sich, daß wir jetzt nur noch 14 Positionen führen.

Wir können festhalten, daß sich seit Redaktionsschluß der letzten Ausgabe so einiges getan hat. Das Positive: Mit noch 14 Einzelpositionen sieht unser Musterdepot „gestrafft“ aus; allerdings: Die letzten vier Wochen haben uns gleich 3,8 % an Performance gekostet. Hier besteht nun aber Erklärungsbedarf. Übergeordnet ist es so, daß unsere hohe Exponiertheit im Rohstoffsektor nun mal eine höhere Volatilität mit sich bringt – während uns dies eine sehr gute Entwicklung bis etwa April dieses Jahres bescherte, macht es sich derzeit jedoch weiterhin in der Gegenrichtung bemerkbar. Hinzu kam, daß wir uns bei Durban Roodepoort Deep und Zaruma Resources von zwei Depotpositionen trennen mußten, die ursprünglich für einen längerfristigen Anlagehorizont gedacht waren. Mehr dazu weiter unten. Weitere Titel entwickelten sich dermaßen enttäuschend, daß wir über das Setzen von Stop-Losses die Reißleine zu ziehen bereit waren. Wozu es dann auch kam. Schließlich und nicht zuletzt wurde unser Hebelzertifikat auf den Dax prompt ausgeknockt, nachdem der deutsche Standardwertindex Anfang August schnurstracks Richtung 3.600 Punkte marschierte – auch dies kostete uns nochmals rund 1 %.

Survival of the fittest

Eigentlich widerspricht ein kurzfristiges Hin und Her unserem auf übergeordnete Sicht ausgerichteten Anlagehorizont, wie

auch einige Leser zweifellos zu recht anmerkten. Allerdings wird man vom Markt manchmal dazu gezwungen, schließlich weiß man immer erst im Nachhinein, welches Momentum eine Marktbewegung an den Tag legte und welcher Zeithorizont ihm beschert war. Wir werden künftig etwas vorsichtiger vorgehen, möchten allerdings auch keinen starken Trend verpassen – ein kniffliges Unterfangen sicherlich. Mit der Aufnahme der Baader Wertpapierhandelsbank partizipieren wir im übrigen an der Möglichkeit einer freundlicheren Börse. Da die Marktlage zum gegenwärtigen Zeitpunkt jedoch alles andere als eindeutig ist, haben wir diese „Option auf besseres Börsenklima“ mit einem Stop-Loss abgesichert – genauso wie weitere drei Titel (siehe Tabelle).

Durban Deep – „deep“ enttäuscht

Durban Roodepoort Deep, unser Depotwert der „ersten Stunde“ sowie bis dato größte Einzelposition, hat mit den Geschäftszahlen zum zweiten Quartal gelinde gesagt enttäuscht. Nach einem geringfügigen Nettogewinn im ersten Quartal fiel die südafrikanische Goldminengesellschaft nun wieder mit 42,3 Mio. US-\$ in die Verlustzone. Cash und liquiditätsnahe Mittel halbierten sich auf nur noch 22,5 Mio. US-\$. Neben diversen Abschreibungen muß man einfach konstatieren, daß Durban bei einem Goldpreis von 400 US-\$ nicht profitabel abbauen kann. Im letzten Quartal

MUSTERDEPOT (START: 24.3.2003 MIT 100.000 EURO)										STICHTAG: 20.8.2004	
PERFORMANCE: +20,7 % SEIT DEPOTSTART (DAX: +45,1 %); -3,8 % GG. VORMONAT (DAX: -2,1 %)											
TITEL (LAND)	WKN	STRATEGIE**	STÜCK	KAUF-DATUM	KAUF ZU	KURS AKT*	WERT AKT*	DEPOT- ANTEIL	PERFORMANCE VORMONAT	PERFORMANCE SEIT KAUF	STOP- LOSS
SILVER STANDARD (CAN)	858 840	R	1.000	02.06.2003	3,90	11,87	11.870	9,8 %	+21,4 %	+204,4 %	
CNR (CAN)	865 114	R	300	18.09.2003	17,00	26,94	8.082	6,7 %	+4,2 %	+58,5 %	
ARQUES (D)	515 600	S	200	27.10.2003	16,00	23,78	4.756	3,9 %	-2,1 %	+48,6 %	
BAYWA (D)	519 406	S	700	28.10.2003	9,50	12,43	8.701	7,2 %	-0,6 %	+30,8 %	
HARMONY (SA)	851 267	R	600	16.07.2004	8,74	10,34	6.204	5,1 %	+21,9 %	+18,3 %	
HIGHLIGHT (CH)	920 299	S	2.500	26.05.2004	3,24	3,52	8.800	7,3 %	-4,1 %	+8,6 %	3,20
INDIEN-ZERTIFIKAT (IND)	256 685	A	250	19.05.2004	28,87	28,35	7.088	5,9 %	+0,6 %	-1,8 %	
BAADER (D)	508810	S	1.000	05.08.2004	5,10	4,93	4.930	4,1 %	-	-3,3 %	4,45
SAP-PUT (D)	290690	S	10.000	18.08.2004	0,61	0,58	5.800	4,8 %	-	-4,9 %	
DR. HÖNLE (D)	515 710	S	700	09.06.2004	6,95	6,39	4.473	3,7 %	-6,0 %	-8,1 %	5,90
NIKKEI HEBELZERTIFIKAT (J)	327 073	A	300	26.05.2004	23,47	20,96	6.288	5,2 %	-9,9 %	-10,7 %	
ALTANA (D)***	760 080	S	200	25.02.2004	50,93	44,05	8.810	7,3 %	-3,0 %	-13,5 %	41,60
TRI-VALLEY (USA)	911 919	R	750	24.11.2003	3,70	3,19	2.393	2,0 %	-2,7 %	-13,8 %	
CHAROEN POKPHAND (THAI)	885 591	A	90.000	24.03.2004	0,088	0,073	6.570	5,4 %	-2,7 %	-17,0 %	
							AKTIENBESTAND	94.764	78,5 %		
							LIQUIDITÄT	25.964	21,5 %		
							GESAMTWERT	120.728	100,0 %		

* am 20.8.2004; in Euro

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

*** durchschnittlicher Kaufkurs aufgrund des Nachkaufs

lag der Goldpreis im Durchschnitt wieder etwas tiefer, während die südafrikanische Währung kurzzeitig sogar auf unter 6 Rand für einen US-Dollar kletterte. Unter diesen Bedingungen nutzen Durban auch die riesigen Reserven nichts. Wir haben immer betont, daß diese Depotposition eine Spekulation auf einen deutlich höheren Goldpreis darstellt. Doch wie bei einem Optionsschein existiert auch bei Durban so etwas wie ein Zeitwertverfall. Zu lange darf der Goldpreisanstieg nicht auf sich warten lassen, denn spätestens nach noch einem desaströsen Quartal wird das Unternehmen ernste Probleme bekommen. Wie die südafrikanischen Titel Harmony (ebenfalls in unserem Depot) und Gold Fields zeigen, läßt sich mit schwierigen Marktbedingungen auch besser umgehen. Möglicherweise hat man das Durban-Management genauso wie die operativen Möglichkeiten überschätzt. Wir wohl auch. Daher haben wir bei einem Minus von 28,6 % einen Schlußstrich gezogen.

Temporäre Unterrepräsentation im Edelmetallsektor

Bei Zaruma Resources, einem kleinen kanadischen Gold-Explorer, hatten wir ebenfalls keine glückliche Hand. So wie es aussieht, könnte sich der Zeitplan zur Entwicklung der beiden Minenprojekte verzögern, und genau dies spiegelte sich zuletzt auch in der enttäuschenden Kursentwicklung wider. Wenn man als Anleger auf Gold-Explorer setzt, sollte man sich eine Handvoll auswählen, aber nicht auf einen einzelnen setzen. Von den fünf schaffen dann vielleicht ein oder zwei den Durchbruch und werden zu Top-Performern. Hier müssen wir also durchaus kritisch sein und eigene Fehler einräumen. Wir werden unsere momentane „Unterbesetzung“ im Gold- und Silbersektor dahingehend ausgleichen, daß wir im Gegenzug verstärkt auf etablierte Unternehmen setzen. Auf unserer internen Watchlist stehen deshalb Werte wie Newcrest Mining (WKN 873 365; Besprechung auf S. 37 in „Buy & Good Bye“), Gold Fields (WKN 856 777; Besprechung in Smart Investor

DURCHGEFÜHRTE VERKÄUFE UND KÄUFE				
TITEL	WKN	KURS (EURO)	STÜCKZAHL	PERFORMANCE
DURCHGEFÜHRTE KÄUFE				
DAX HEBELZERTIFIKAT	SAL 4NL	1,58	1.000	
LUFTHANSA	823 212	9,70	500	
BAADER*	508 810	5,10	1.000	
SAP-PUT*	290690	0,61	10.000	
DURCHGEFÜHRTE VERKÄUFE				
CANON	853 055	37,85	150	+16,5 %
HUANENG POWER	892 647	24,72	300	+10,4 %
DAX HEBELZERTIFIKAT	SAL 4NL	0,00	1.000	+0,0 %
LUFTHANSA	823 212	9,00	500	-7,2 %
MÜNCHENER RÜCK	843 002	75,82	100	-14,6 %
DURBAN ROODEPOORT	865 260	1,52	5000	-28,6 %
ZARUMA RESOURCES	886 597	0,08	20000	-57,9 %

*) besprochen in 6/2003 (Baader) bzw. 3/2004 (SAP)

2/2004), Croesus Mining (WKN 871 679; Besprechung in 5/2003), Hecla Mining (WKN 854 693; Besprechung in 8/2004) und Minas de Buenaventura (WKN 900 844; Besprechung in 7/2004).

Was sonst noch geschah oder geschehen soll

Mit 21,5 % ist unsere Liquiditätsquote nunmehr so hoch wie schon lange nicht mehr. Wir beabsichtigen deshalb fernerhin, uns bei gegebenem Anlaß und entsprechender Markteinschätzung auch wieder auf dem deutschen Markt zu engagieren, beispielsweise bei K+S (sh. S. 40 sowie S. 42/43). Auch eine russische Norilsk Nickel käme in Frage (sh. S. 35). Den zur Absicherung unseres Depots erworbenen SAP-Put würden wir entsprechend wieder abgeben, sollten sich die Märkte freundlicher präsentieren. Die Herausnahme von Canon (Japan) sowie Huaneng Power (China) müssen wir derweil nicht kompensieren, da wir einerseits mit dem Nikkei-Zertifikat ohnehin den japanischen Gesamtmarkt im Depot haben, uns andererseits der chinesische Markt derzeit nicht mehr unbedingt überzeugt (siehe auch S. 9 ff.).

Anzeige

Gold- und Silberseminar

Steigenberger Hotel Berlin – 18. September 2004

Referenten:

- Uwe Bergold: "Taktisches Handeln mit Gold- und Silbermineralien"
- Rainer Meier: "Gold und die Rolle der Zentralbanken. Warum gehören Gold und Silber physisch ins Depot?"
- Markus Mezger: "Die Zusatzfunktionen von Gold und Silber im Commodities Sektor"
- Dieter Siebold: "Die Zukunft des Silbermarktes"
- Oleav Vogl: "Die Bubble im Immobilienmarkt in den USA und die Frühphase am Aktienmarkt - Gold und Silber als Absicherung in Krisenzeiten"

Teilnahmegebühr:

240 Euro inkl. Steuer

Die Teilnahmegebühr beinhaltet: Durchsicht, 2 Kaffeepausen, 2 alkoholfreie Getränke und Seminarunterlagen.

Anmeldung bei:

ArgentumInvest
Seminare und Vorträge

Richard Meyr
ArgentumInvest GmbH
Waldenburger Weg 5
D 91315 Straubing

Telefon: +49 (0) 9121 - 923 808
Fax: +49 (0) 9121 - 928 410
eMail: info@argentuminvest.com
Web: www.argentuminvest-seminare.com

MONEYTALK

„Lieber einen Tick positiver“

Smart Investor im Gespräch mit Norbert Steiner, Finanzvorstand des Düngemittelproduzenten K+S, über die weiteren Geschäftsaussichten, lästige Störfaktoren sowie die Tendenz zum Understatement

Smart Investor: Herr Steiner, wie und wo kann K+S überhaupt wachsen, wenn der weltweite Düngemittelmarkt nur maximal 2 % p.a. zulegt – in Westeuropa sogar gar nicht?

Steiner: K+S wächst auf der Volumenseite, aber auch qualitativ. Zusätzlich zu unserer vollen Kapazitätsauslastung schließen wir im nächsten Jahr eine neue Kali-Lagerstätte mit 250.000 Tonnen Ware p.a. an. Das qualitative Wachstum bei K+S wollen wir vor allem mit unseren Spezialprodukten generieren, die wir mit hoher Wertschöpfung anbieten können. Wir setzen also auf die Kombination „höhere Menge, höhere Qualität“. K+S bleibt dabei focussiert auf die heimischen europäischen Märkte sowie einige lukrative Regionen in Übersee, so z.B. Brasilien, aber mit Spezialitäten auch in Südostasien.

Smart Investor: Sie haben sich sinnvolle Ergänzungen und Zukäufe auf die Fahnen geschrieben. Ist eine weitere Diversifizierung geplant oder doch eine Reduktion der etwas unscharfen Focussierung?

Steiner: Wir haben in den letzten Jahren stets darauf geachtet, daß die Aufstellung und das Wachstum der K+S-Gruppe immer klar focussiert bleibt auf die beiden tragenden Säulen, Düngemittelprodukte im weitesten Sinne sowie Salze. Dieses Unternehmensmodell wollen wir auf keinen Fall verwässern. Wir setzen daher weiterhin auf kontrolliertes Wachstum, wie es jetzt auch durch die Übernahme der von Solvay gehandelten Anteile an unserem Salz-Joint Venture esco deutlich geworden ist.

Smart Investor: Transportkosten und steigende Rohstoffpreise sind jedoch zu einem Störfaktor geworden. Der Ölpreis hat sich

nicht, wie auch von K+S erwartet, wieder reduziert, sondern weiter erhöht. Wie groß ist der Einfluß?

Steiner: Die auf ein Allzeithoch gestiegenen Energiekosten lassen auch uns im wahrsten Sinne des Wortes nicht kalt. Wir haben allerdings seit jeher in vielen Verträgen eine Regelung der Preise, die die Bewegungen

in beide Richtungen begrenzen. Was die Transportkosten betrifft, so sind unsere Stammmärkte innerhalb Europas von K+S natürlich viel kostengünstiger zu erreichen als von etwaigen Konkurrenten aus Übersee. Das gilt zweifellos auch in umgekehrter Richtung für unsere eigenen Engagements außerhalb Europas.

Smart Investor: K+S ist bekannt für seine hohe Substanzstärke, außerdem standen kürzlich noch rund 200 Mio. Euro an liquiden Mitteln zur Verfügung. Wozu eigentlich diese üppigen Sicherheitspolster?

Steiner: Nach der Übernahme der esco-Anteile sind es ja nur noch 116 Mio. Euro per 30.6.2004. Im Laufe des Jahres wird sich dieser Bestand aus dem operativen Cash Flow aber wieder erhöhen. In der Bergbaubranche gibt es jedoch immer wieder mal „Havariefälle“, wo entsprechender Handlungsspielraum gefragt ist. Grundsätzlich wollen wir die vorhandene Liquidität zum weiteren Ausbau unseres Unternehmens einsetzen. Daneben prüfen wir aber stets auch die Möglichkeiten, nicht benötigten Cash an unsere Aktionäre zurückzugeben, sei es über Aktienrückkauf oder Dividendenausschüttungen. In der Vergangenheit haben wir deshalb auch immer dann K+S-Aktien zurückgekauft, wenn keine aktuellen Akquisitionen oder sonstige große Ausgaben anstanden.

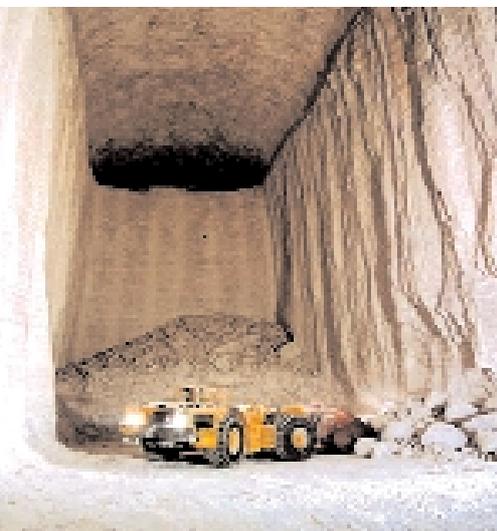
Smart Investor: Nicht nur bei der vorangegangenen Antwort von Ihnen sind augenfällig konservative Statements, ja in der K+S-Berichterstattung allgemein, kaum zu leugnen...

Steiner: Nun, wir möchten lieber einen Tick positiver mit unseren Geschäftszahlen herauskommen als den Mund zu voll zu nehmen. Wir wollen unsere Einschätzungen realistisch abbilden, ohne zu „mauern“. Aber bitte: Im gerade erschienenen Quartalsbericht haben wir sogar für das Jahr 2005 einen Ausblick gewagt, was den Reaktionen nach offenbar selbst „unsere“ Analysten überrascht zu haben scheint.

Smart Investor: Herr Steiner, vielen Dank für das aufschlußreiche Gespräch.



Norbert Steiner



Abbaukammer von K+S im Salzwerk Bernburg

Interview: Falko Bozicevic

KOLUMNE

Was Google für den Gesamtmarkt lehrt

Von Roger Peeters, Ressortleiter Börse des „Platow Brief“*



Wer den Schaden hat, braucht für den Spott nicht zu sorgen. Schön, wenn der Betroffene dem Spötter noch das Werkzeug für den Hohn zur Verfügung stellt: Wenn Sie auf der deutschen Internetseite von Google die Kombination „Google & Aktie & Panne“ eingeben, erhalten Sie über 800 Verlinkungen mit zum Teil doch recht bössartigen Kommentaren. Sicher ist dabei eins: Es werden wohl noch mehr werden...

Google gab vor dem IPO Millionen von Aktien aus, ohne die Börsenaufsicht SEC zu informieren. Die Firmengründer Sergey Brin und Larry Page schafften das Kunststück, sich selbst gegenüber dem „Playboy“ zu freizügig zu geben. Der umständliche Registrierungsprozeß für die in einer „Holländischen Auktion“ angebotenen Aktien sorgte ebenso für Kopfschütteln wie das Verfahren selbst, bei dem die künftigen Anteilseigner höchst effizient abgeschöpft, um nicht zu sagen: ausgesaugt werden. Der angestrebte Börsenwert ließ ohnehin jeden, der etwas von Finanzanalyse versteht, vornehm gesagt, interessiert aufhorchen.

Das alles und vieles mehr sorgte für eine Stolpererei, die jeder Klitsche vom Neuen Markt unwürdig erschienen wäre. Ganz gleich, wie die ersten Handelswochen verlaufen: Das Unternehmen aus dem Silicon Valley, operativ ein Weltmarktführer, hat am Kapitalmarkt die Professionalität eines blutigen Anfängers unter Beweis gestellt.

Auf Beileid, geschweige denn Beistand des Establishments aus der Finanzwelt brauchen die Macher nicht zu setzen. Schon vor dem Börsengang zeigten die Kalifornier den großen Investmentbanken weitgehend die kalte Schulter und zogen das Ganze auf unkonventionelle Art und Weise durch. So spart Google zwar üppige Provisionen, darf aber auch nicht mit Annehmlichkeiten wie Stützungskäufen rechnen. Auch die Anlegerschaft wurde früh vergrätzt. Transparenz wurde sehr, sehr klein geschrieben. Die Jungs von Google sind davon überzeugt, daß ihr Geschäftsmodell funktioniert und sie das nicht quartalsweise in Berichten unter Beweis stellen müssen. Ein verhängnisvoller Irrtum. Google hat sich, und das ist der Kardinalfehler des IPOs, nie in die Rolle des Anlegers versetzt.

Und genau hier können Sie die Parallele vom Going Public zum Being Public ziehen. Denn ein Großteil der Sommer-Misere an den internationalen Finanzmärkten liegt nicht daran, daß Aktien fundamental uninteressant oder daß der Newsflow stark negativ wäre. Das Problem ist manchmal schlicht, daß das beiderseitige Interesse fehlt. Denn wenn Anleger und Unternehmenslenker anders denken und aneinander vorbeireden, fehlt die Über-

zeugung, Aktien zu kaufen und Kapitalerhöhungen zu zeichnen. Wenn sich keine Aktien absetzen lassen, bleiben Firmengründer der Börse fern. Einige Beispiele, wie aneinander vorbei geredet wird:

- Unternehmen wollen nicht mehr enttäuschen und halten Prognosen lieber zurück. Investoren wollen kein Geld mehr verlieren und investieren wiederum nicht in Unternehmen ohne Prognosen.
- Das originäre gemeinsame Interesse von Kapitalgebern und Firmenlenker, gemeinsam eine hohe Rendite auf das eingesetzte Kapital zu erzielen, steht oft im Hintergrund.
- Vorstände, deren Stock Options wertlos wurden, sehen sich um die Früchte ihrer Arbeit betrogen, da sie keine Schuld an der Kursbaisse auf sich nehmen, und erhöhen vielerorts die Gehälter drastisch. Das wiederum zieht den Zorn der Aktionäre nach sich, die sich ihres Eigentums beraubt sehen.
- Seriöse, weil genaue Prognosen werden mit fallenden Kursen bestraft, weil keine „Übererfüllung“ eintraf.

Fazit: Börse ist, da hatte Kostolany recht, nun mal nur Psychologie und Liquidität. An letzterer mangelt es nur partiell, an erstgenannter gehörig. Die Hauptaufgabe der Börse ist es, (Eigen-)Kapital und aussichtsreiche Geschäftsmodelle zu „matchen“. Um die Funktionalität dieser Kernaufgabe herum ranken sich Hausse und Baisse, also die sich regelmäßig verändernden Neigungen, mit hohem oder niedrigem Einsatz auf künftige Kapitalrückflüsse zu setzen. Wenn wir längerfristig in eine Phase abgleiten, in der Investoren börsennotierten Unternehmen kein Kapital zuführen und aussichtsreiche Firmen der Börse fern bleiben, werden beide Seiten mehr verlieren als gewinnen. Und deshalb dürfen Hohn und Spott nicht die einzigen beiden Punkte sein, die wir aus dem Google-IPO übernehmen.



Roger Peeters

*) Weitere Infos: www.platow.de

INTERVIEW MIT EINEM INVESTOR

„Bereits jenseits des Rubicon“

Smart Investor im Gespräch mit dem Vermögensverwalter und Börsenbrief-Herausgeber Dr. Jens Ehrhardt

Smart Investor: Herr Dr. Ehrhardt, was würden Sie als Ihren größten Coup an der Börse bezeichnen?

Ehrhardt: Das war wohl die K+S-Aktie. Als wir sie 1997 entdeckt haben, stand das Papier bei umgerechnet etwa 5 Euro, heute notiert sie bei 33 Euro. Das gibt es ja selten, daß alles stimmt, irgendein Haar in der Suppe findet man für gewöhnlich immer. Bei K+S hat jedoch alles gepaßt. Normalerweise muß man sich eine hohe Chance mit einem hohen Risiko erkaufen. Bei K+S war die Chance sehr hoch und das Risiko nahe null, das war das Einmalige an dieser Geschichte. Wir haben damals die Depots unserer Vermögensverwaltungskunden mit K+S-Aktien beladen, und natürlich habe ich mich auch selbst in dieser Aktie engagiert.

Smart Investor: Welches sind denn die Punkte, die Ihnen an K+S so gefallen?

Ehrhardt: Der Kali- und Salz-Markt verfügt über enorm hohe Eintrittsschwellen, ein Unternehmen wie K+S wieder neu hinzustellen, würde Milliarden von Euro verschlingen. Es gibt im Grunde nur drei große Vorkommen in der Welt: in Rußland, Kanada und eben Deutschland. Im Prinzip ist Kali der einzige Rohstoff mit Weltgeltung, den Deutschland heute noch hat, nachdem die deutsche Kohle aufgrund mangelnder Konkurrenzfähigkeit weggefallen ist. K+S hat damit eine Substanz, die nicht zu unterschätzen ist, obendrein hatte das Unternehmen keine Schulden. Auf der Absatzseite ist das interessante, daß durch die steigende Weltbevölkerung auch immer mehr Kali-Dünger benötigt wird. Derzeit besteht keinerlei freie Produktionskapazität. Der Kali-Preis wird meiner Meinung nach noch deutlich weitersteigen, nicht zuletzt aufgrund der Knappheit, die durch die asiatische Nachfrage erzeugt wird.

Smart Investor: Stichwort Asien, was auch ein Thema dieses Heftes ist. Ist die allgemeine Bullishness für diese Region wirklich angebracht?

Ehrhardt: Wenn man vergleicht: USA, Europa, Asien: Wo ist mit dem größten Wachstum zu rechnen? Ich denke, Amerika ist so ausgepowert aufgrund der jahrelangen Über-Stimulierung. Was wollen die denn noch machen? Man kann den Zins wohl schlecht unter null setzen, die Sparquote ist extrem niedrig und die Staatsverschuldung groß. Die dortige Industrie ist überhaupt nicht wettbewerbsfähig, was daran ersichtlich wird, daß die US-Exporte trotz des schwachen Dollars zuletzt zurückgingen. Der Konjunkturaufschwung basiert rein auf den kaufenden Konsumenten. Aber wirkliches Wachstumspotential kann ich nicht erkennen. Amerika wird zukünftig nicht mehr die Lokomotive für die Weltkonjunktur sein können, vielmehr wird es sie eher sogar bremsen. Europa ist eine reife Volkswirtschaft, da darf man nicht allzu viel erwarten, allerdings kann man hier jede Menge Restrukturierungs-

potential erkennen. Asien dagegen ist unbestritten die Wachstumsregion der Welt. Natürlich kann es in China jederzeit politische Probleme geben, man denke nur an neue Unruhen. Momentan steigen dort die Nahrungsmittelpreise um 15 %, Getreide – Stichwort K+S – ist sogar um 35 % gestiegen. Hauptproblem sind über 120 Mio. Arbeitslose, das ist so viel, wie die USA Beschäftigte haben. Das kann natürlich irgendwann zu Unruhen führen. Hier sehe ich die größten Unsicherheiten.

Smart Investor: Inzwischen kann man ja mehr oder weniger deutlich aus amerikanischen Kreisen vernehmen, daß es Ziel der derzeitigen US-Regierung ist, die Kontrolle über das Öl im Nahen Osten zu bekommen, um damit auch ein Druckmittel gegenüber Asien zu haben. Sehen Sie das ähnlich?

Ehrhardt: Sicher ging es beim Irak-Krieg in erster Linie ums Öl. Interessant wird es aber erst richtig, wenn das USA-freundliche Regime in Saudi-Arabien kippt. Dann schließe ich nicht aus, daß die Amerikaner dort einmarschieren, schließlich geht es dort um zu viel, als daß man das Schicksal dieses ölreichsten Landes dem Zufall überlassen wird.

Smart Investor: Was sehen Sie an sich als Investor als Ihre größte Stärke an?

Ehrhardt: Vielleicht ist es die Kombination aus einer volkswirtschaftlich fundamentalen Herangehensweise und den Stim-



Dr. Jens Ehrhardt

Der gebürtige Hamburger (Jahrgang 1942) ging zum BWL-Studium nach München, übernahm dort einen kleinen Börsenbrief und zog eine Vermögensverwaltung auf. Heute ist der passionierte Segler Herausgeber des renommierten Börsenbriefes „FINANZWOCHE“. Die Dr. Jens Ehrhardt Kapital AG mit Sitz in Pullach bei München gehört heute mit einem verwalteten Volumen von ca. 1,2 Mrd. Euro zu den größten bankenunabhängigen Instituten Deutschlands. Im Juni dieses Jahres feierte die Vermögensverwaltung von Jens Ehrhardt 30jähriges Bestehen.



Gegen den Strom zum Erfolg!

mungsindikatoren. Beides zusammen ermöglicht doch eine per Saldo gute Makro-Einschätzung der Börse. Was diese mittel- und langfristige Marktprognosen anbelangt, haben wir wirklich schon zum Teil spektakuläre Vorhersagen getroffen. Zum Beispiel hatte ich 1982 von einer beginnenden Jahrhunderthaussa geschrieben, und 2000 haben wir von den kommenden zehn mageren Jahren gesprochen.

Smart Investor: Und bei diesen Prognosen halfen Ihnen auch die Stimmungsindikatoren?

Ehrhardt: Ja, vor allem Anfang der 80er Jahre war ich einer der wenigen, die solche Analysen überhaupt betrieben. Heute ist das ja anders, da gibt es Sentix, Cognitrend usw. Damals mußte man schon nach Amerika gehen, um über solche Ansätze etwas zu erfahren. Ich habe mir da sehr viel Wissen angeeignet, indem ich Martin Zweig (Herausgeber des früheren legendären Börsenbriefes „Zweig Forecast“; Anm. d. Red.) viel über die Schulte geschaut habe.

Smart Investor: Das ist also Ihre Stärke im Bezug auf die Marktanalyse, welche Stärke finden Sie bei sich im Bezug auf die Aktienanalyse?

Ehrhardt: Vielleicht die, daß wir uns auf sogenannte Gorilla- oder Global Titans-Ansätze, also daß die großen Unternehmen immer die besten sind, nie eingelassen haben. Unserer Ansicht nach braucht man ein breites Universum, um die interessantesten Werte herauszufischen zu können, und die sind nun einmal vor allem im Mid Cap- und teilweise auch im Small Cap-Bereich zu suchen. Nicht weil kleinere Werte besser wären, sondern weil hier einfach die Auswahl viel größer ist.

Smart Investor: Haben Sie denn auch Schwächen?

Ehrhardt: Gute Frage, ich würde so sagen: An der Börse braucht man einerseits einen starken Charakter, um an Wenden gegen die Masse halten zu können, und andererseits genügend Flexibilität, um sich in Trends, die ja für gewöhnlich sehr lange laufen, immer an den Markt anzuschmiegen. Es geht also darum, zum richtigen Zeitpunkt standfest oder aber flexibel zu sein. Im Jahr 1999/2000 z.B., als wir uns von High Tech-Titeln verabschiedet und in defensive Titel investiert haben, haben sich viele Kunden und Leser beschwert, daß wir jetzt schon die Party verlassen wollen. In solchen Zeitpunkten ist es wirklich schwer, dagegenzuhalten, gerade wenn man zu dieser Zeit auch privat ein paar Probleme hat. In solchen Zeiten wünsche ich mir manchmal, daß ich etwas standhafter wäre. Allerdings habe ich das Gefühl, daß ich mit dem Alter diese Schwäche mehr und mehr in den Griff kriege.

Smart Investor: Sie sprachen gerade vom „Gegen-die-Massehalten“. Können Sie noch ein Beispiel aus jüngerer Zeit geben?

Ehrhardt: Im Jahr 2002 hatten wir zu früh gekauft, weil unsere Indikatoren anzeigten, daß die Baisse schon vorüber ist. Damals lagen wir etwa ein halbes Jahr gegen die Masse falsch. Das ist für die eigene Psyche äußerst schwierig, weil man ja auch sich selbst und seinen Beruf in Frage stellt. In meinem Beruf kann man einiges an Geld verdienen, wenn man richtig liegt, aber es ist wirklich sehr hart verdientes Geld. Im Nachhinein gesehen lagen wir damals gar nicht so falsch, denn im Herbst 2002 war das Tief in den USA, bei uns hier wurde das Low erst im Frühjahr 2003 markiert, weil das Aufsichtsam Anfang 2003 die Versicherungen noch aus dem Aktienmarkt getrieben hat.

Smart Investor: In unserem Gespräch im März letzten Jahres behaupteten Sie, daß die „deflationäre Bombe“ irgendwann platzen wird. Sehen Sie das heute immer noch so?

Ehrhardt: Die wird sicher noch platzen, das geht ja gar nicht anders. Man kann natürlich versuchen, all die Probleme über Inflation zu lösen. Ich wage jedoch zu bezweifeln, ob das wirklich funktioniert. Momentan gehen viele davon aus, daß die Zinsen wieder steigen werden, wegen anziehender Inflation. Ich habe jedoch den Eindruck, daß man sich heutzutage nachhaltig steigende Zinsen gar nicht mehr erlauben kann. Meiner Meinung nach sind die USA bereits jenseits des Rubicon. Weder die Regierung noch die Notenbank können die Dinge wieder in den Griff kriegen. Würden sie es ernsthaft versuchen, käme es sofort zu einer deflationären Krise.

Smart Investor: Greenspan hat aber doch die Zinsen in diesem Jahr bereits um ein halbes Prozent erhöht.

Ehrhardt: Ja schon, aber die Inflation ist viel stärker gestiegen, d.h. der Realzins ist weiter gesunken. Deswegen glaube ich auch nicht an eine baldige große Konjunkturschwäche in den USA, weil der sinkende Realzins immer noch stimulierend wirkt. Da man in den USA von der extrem expansiven Politik kaum noch abrücken kann, bin ich für die nächste Zeit auch nicht so pessimistisch für die Aktien wie viele andere.

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

Interview: Ralf Flierl

Anzeige

Edelmetallkontor

Maple Leaf \$5, 9999er Silber eine Unze, 1999 oder 2003
ab 200 Stück in 10er Folien RCM 8,20 € / Münze*

Australischer Nugget \$15, 1/10 Unze 999 Gold, Jahrgang
2000 in Münzkapseln ab 10 Stück 39,00 € / Münze

Feinsilbermünzen & Silberbarren von ein bis hundert Unzen.
Feingold, Platin & Palladium auf Anfrage. Keine Numismatik.

Postfach 11311 Tel.: 08151 - 971 9907
82328 Berg Fax: 08151 - 971 9908

Druckfehler & Irrtümer vorbehalten. Preise können sich täglich ändern. Stand 20.08.2004. * Im Preis sind 7% Umsatzsteuer enthalten. Inhaber: Bjoern Kubin

BUCHBESPRECHUNG

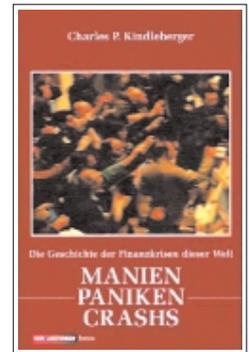
Manien, Paniken, Crashes

Die Geschichte der Finanzkrisen dieser Welt

Wie definiert man den Begriff Finanzkrise? Nach Charles P. Kindleberger verhält es sich mit Finanzkrisen wie mit schönen Frauen: Sie sind schwer zu beschreiben, aber für jeden auf den ersten Blick erkennbar. Da die Menschen nur selten etwas aus der Geschichte lernen, sind Manien, Paniken und Crashes immer wiederkehrende Ereignisse, sozusagen historische Dauerbrenner. Es kann daher kaum verwundern, daß auch dieses Buch seit seiner Erstauflage im Jahre 1978 bereits mehrfach überarbeitet und dreimal – übrigens jeweils nach Finanzkrisen – neu aufgelegt wurde.

Hier kurz vier wichtige Erkenntnisse: (1) Menschen haben in der Geschichte mit allem möglichen spekuliert. Es müssen nicht immer Wertpapiere sein. Mit Tulpen, Immobilien oder Baumwolle funktioniert es auch. (2) Spekulationsblasen, Manien sind nur dann möglich, wenn es zu einer Vergrößerung der Geldmenge kommt. Sei es durch private Kreditvergabe und/oder durch staatliche Stellen (z.B. Notenbanken). (3) Es gibt kein „Soft Landing“ nach einer Manie. Ausnahmslos jede Spekulationsblase der Ge-

schichte endete in einer Finanzkrise, in einer Panik und einem Crash. (4) Eine Finanzkrise kann i.d.R. schneller überwunden werden, wenn es einen sogenannten „letzten Kreditgeber“ gibt. Für Profis und angehende smarte Investoren ist Kindlebergers Buch ein Muß. Dies gilt auch, obwohl der Kaufpreis als ambitioniert bezeichnet werden darf. Für Börsenneulinge ist Kindleberger sicherlich eine etwas schwere Kost. Dennoch ist auch diesen Investoren zu empfehlen, dieses Buch zumindest auf die „Später-unbedingt-lesen-Liste“ zu setzen.



Daniel Haase

„Manien, Paniken, Crashes“ von Charles P. Kindleberger; Börsenmedien, März 2001; 300 Seiten, 39,90 Euro

Anzeige

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

www.smartinvestor.de



- kritisch
 - unvoreingenommen
 - unabhängig
 - antizyklisch
 - sophisticated
 - non-Mainstream
- kurz: smart



Starten Sie Ihr Abonnement jetzt, und Sie erhalten die große Sonderausgabe „Derivate 2004“ (116 Seiten, ca. 50 Fachbeiträge und Interviews, Einzelpreis 9,80 Euro) **gratis** dazu!

KENNELNERN-ABONNEMENT

Ja, bitte senden Sie mir den Smart Investor ab der kommenden Ausgabe für ein Jahr (12 Ausgaben) zum Preis von 48,- Euro* zu. Das Abonnement verlängert sich um jeweils ein Jahr, wenn es nicht bis sechs Wochen vor Ablauf gekündigt wird.

Ja, ich möchte den Smart Investor gerne testen und nehme Ihr kostenloses Kennenlern-Abonnement an. Bitte senden Sie mir die kommenden zwei Ausgaben an die unten stehende Adresse zu. Überzeugt mich die Qualität des Magazins, beziehe ich den Smart Investor anschließend zum Preis von 48,- Euro* pro Jahr (12 Ausgaben). Andernfalls kündige ich mein Kennenlern-Abonnement bis zwei Wochen nach Erhalt der zweiten Ausgabe, und mir entstehen keine weiteren Verpflichtungen.

*) 60,- Euro Luftpost innerhalb Europa, 80,- Euro Luftpost Rest Welt

Name, Vorname:

Postfach/Straße:

PLZ, Ort:

Telefon: Fax:

eMail-Adresse:

Ort und Datum: 1. Unterschrift:

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

Ort und Datum: 2. Unterschrift:

Coupon bitte einsenden an:

Smart Investor Media AG · Bahnhofstr. 26 · 82515 Wolfratshausen

Telefon: 08171-419650 · Fax-Order: 08171-419656

oder online unter www.smartinvestor.de/abo

UNTERNEHMEN VON A-Z

UNTERNEHMEN	WKN	SEITE
ANEKA TAMBANG	910 452	13
ASTRA INTERNATIONAL	887 191	13
BANK DANAMON	120 468	13
BANK MANDIRI	813 177	13
CANON	853 055	39
CHAROEN POKPHAND FOODS	885 591	36
CROESUS MINING	871 679	39
DURBAN ROODEPOORT	865 260	38
GOLD FIELDS	856 777	39
GOOGLE	A0B 7FY	41
HECLA MINING	854 693	39
HUANENG POWER	892 647	39
INDOSAT	891 986	13
JUNGHEINRICH	621 993	32
K+S	716 200	40, 42
MINAS DE BUENAVENTURA	900 844	39
NEWCREST MINING	873 365	37, 39
NORILSK NICKEL	676 683	35
PFIZER	852 009	37
PT TELKOM	898 192	13
ZARUMA RESOURCES	886 597	39

Vorschau

auf Smart Investor 10/2004

Die großen Trend dieses Jahrzehnts

Wohin steuern Börse, Wirtschaft und Politik?

Die Rache der alten Ökonomie

Über den fundamentalen Wandel innerhalb der Wirtschaft

Jenseits der großen Indices

Über erfolgreiche Small- und Micro Caps

Dieser Ausgabe liegt eine Beilage für Abonnementwerbung für die Zeitschrift „Simplify Geld“, Bonn, bei.

Dieser Ausgabe liegt weiterhin das Gesamtprogramm des FinanzBuch Verlags bei.

IMPRESSUM

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

2. Jahrgang 2004, Nr. 9 (September)

Verlag:

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

Preise:

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

Redaktion:

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

Abonnementverwaltung:

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

Freie Mitarbeiter:

Magdalena Brud, Michael Otto
Denzin, Daniel Haase, Tobias
Karow, Matthias Kemnitz,
Hans Jörg Müllenmeister,
Stefan Preuß, Kevin Sternkopf

Charts

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

Gast-Autoren:

Manfred Hübner, Andreas
Lambrou, Roger Peeters,
Robert Rethfeld, Jürgen
Siebrecht

Druck:

Rieß-Druck- und Verlags-GmbH

Redaktionsanschrift:

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

Bildredaktion:

Tobias Karow,
Christine Weinschenk

Gesamtgestaltung:

Christine Weinschenk

Anzeigen:

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

Anzeigenleitung:

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

Erscheinungs- termine 2004:

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

Nachdruck:

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

VKZ B 61978
ISSN 1612-5479

ZITATE

Entstehung und Platzen von Spekulationsblasen

„Hier ruht der berühmte Mann aus Schottland, dieser unvergleichliche Rechner, der nach den Regeln der Algebra ganz Frankreich an den Tropf brachte.“

Inchrift auf dem Grab von John Law, Gründer der Mississippi-Gesellschaft

„Mein Sohn [der Regent für den noch minderjährigen Ludwig XV.] hat das Glück, einen Engländer gefunden zu haben, der so geschickt in Finanzdingen ist, daß mein Sohn hoffen kann, alle Schulden des Königs dieses Jahr zu bezahlen. Ich glaube, daß er den Stein des Weisen gefunden hat.“

Liselotte von der Pfalz, Schwägerin von Ludwig XIV., in einem Brief 1719 über John Law und seine Tätigkeit für den französischen Staat

„Wohin man auch blickt, nirgends ist eine Frage zu entdecken, die Gefahr in sich bergen könnte.“

Kommentar eines Finanzanalysten im Jahre 1870; wenig später kam es zum Krieg gegen Frankreich, ein Jahr danach brachen die Börsen zusammen.

„Es kommt immer wieder zu Kursstürzen, weil zu viele faule Kartoffeln im Sack sind.“

Johann Philipp von Bethmann, Bankier

„Die Aktienkurse haben ein dauerhaft hohes Niveau erreicht.“

Berühmt gewordener Kommentar von Professor Irving Fisher von der Yale Universität kurz vor dem Crash 1929

„In den letzten Tagen haben einige Spekulanten erfahren, was es heißt, Spekulant zu sein.“

Süffisanter Kommentar auf dem Börsenfernsehsender CNBC

„In diesem Zeitalter der Massenkommunikation sind Verücktheiten ansteckend...“

Sir Peter Ustinov (1921-2004), britischer Schauspieler und Autor

„Die Finanzmärkte der Welt sind amerikanisiert: Die Fundamentals der realen Wirtschaft haben nichts mehr zu sagen.“

Dr. Kurt Richebächer, ehemals Generalbevollmächtigter der Dresdner Bank im Jahre 1993, heute Herausgeber eines Börsenbriefs



Das haarsträubende bei der Bildung von Spekulationsblasen ist, daß sie den Beteiligten selbst nur in den wenigsten Fällen gewahr ist. Im Gegenteil, die Akteure glauben in der Regel zutiefst an die Selbstheilungskräfte des Marktes („Der Markt hat immer recht.“). Das war schon vor dreihundert Jahren so. Frankreich war hoch verschuldet. Da tauchte der Schotte John Law auf, der über beachtliche Begabungen im Handel und im Umgang mit Finanzen verfügte. Er gründete die Westindische Kompanie, allgemein als Mississippi-Gesellschaft bekannt. Dank futuristischer Dividendenversprechungen züchtete er ein Schneeballsystem, das unweigerlich zu Fall kommen mußte. Nur mit Mühe entging Law der Lynchjustiz. Nicht nur den Beteiligten, auch dem französischen König war nicht bewußt, daß in diesem Moment Geschichte geschrieben wurde. Nach drei Jahren war der Finanzhaushalt der Franzosen komplett ruiniert, schlimmer als vorher.



Wenn die Welt zu schön aussieht, als daß es wahr sein könnte, dann muß etwas faul sein. An der Börse gilt das allemal. Der deutsche Börsenhandel machte diese Erfahrung zum ersten Mal im letzten Drittel des 19. Jahrhunderts. Nach dem Gründerboom infolge des gewonnenen Krieges gegen die Franzosen kam es zum Gründerkrach. Auch hier stand man nach überstandener Blase schlechter da als zuvor. Das Zitat von Bankier Bethmann hätte schon damals seine Richtigkeit besessen: Im Gründerboom ging sogar ein Unternehmen an die Börse, dessen Geschäftstätigkeit erst noch definiert werden mußte. Und alle risen sich um dessen Aktien.



Auch Wissenschaftler, also für gemein als nüchtern und sachlich geltende Personen, sind vor Verblendung nicht geschützt. Das belegt der berühmt gewordene Kommentar von Professor Irving Fisher praktisch unmittelbar vor dem Börsencrash 1929. Andere wiederum müssen verdauen, daß sich spekulative Blasen manchmal über viele Jahre hinweg heranbilden. Wer also gleich zu Beginn – obgleich völlig zurecht – die Alarmlampe läutet, muß mitunter ansehen, wie eine Blase über Jahre hinweg eine Eigendynamik entfaltet, ohne Anstoß zu nehmen. So warnte Dr. Kurt Richebächer schon im Jahre 1993 vor einer Amerikanisierung der Finanzmärkte. Das tut er auch heute noch.

Falko Bozicevic